

**ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΔΥΤ. ΕΛΛΑΔΑΣ**

**ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ & ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ  
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ & ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ**



**ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**

**ΠΤΩΧΕΥΣΗ: Η επόμενη μέρα. Πολιτικές και οικονομικά εργαλεία  
ανασυγκρότησης της εθνικής οικονομίας σε Ρωσία, Αργεντινή,  
Ισλανδία**

**ΑΝΑΠΛΙΩΤΗΣ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ ΗΛΙΑΣ  
ΚΟΥΡΒΑΣ ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ  
ΔΕΡΒΕΝΑΓΑΣ ΝΙΚΟΛΑΟΣ ΓΕΩΡΓΙΟΣ**

**ΕΙΣΗΓΗΤΗΣ  
ΔΟΚΤΩΡ ΗΛΙΟΠΟΥΛΟΣ ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ**

**ΜΕΣΟΛΟΓΓΙ 2016**

**ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΔΥΤ. ΕΛΛΑΔΑΣ**

**ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ & ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ**

**ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ & ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ**

## **ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**

**ΠΤΩΧΕΥΣΗ: Η επόμενη μέρα. Πολιτικές και οικονομικά εργαλεία  
ανασυγκρότησης της εθνικής οικονομίας σε Ρωσία, Αργεντινή,  
Ισλανδία**

**ΑΝΑΠΛΙΩΤΗΣ ΔΗΜ. ΗΛΙΑΣ (15674)**

iliaanap@logistiki.teimes.gr

**ΚΟΥΡΒΑΣ ΠΑΝ. ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ (15783)**

dimikour2@logistiki.teimes.gr

**ΔΕΡΒΕΝΑΓΑΣ ΝΙΚ. ΓΕΩΡΓΙΟΣ (15672)**

georderv1@logistiki.teimes.gr

**ΕΙΣΗΓΗΤΗΣ**

**ΗΛΙΟΠΟΥΛΟΣ ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ**

**ΜΕΣΟΛΟΓΓΙ 2016**

## Εισαγωγικό κομμάτι εργασίας

---

Οι κρίσεις αποτελούν αναπόσπαστο κομμάτι της σύγχρονης μακροοικονομικής ιστορίας καθώς εμφανίστηκαν κατά τη διάρκεια των αιώνων τόσο σε χώρες που αντιμετωπίζουν οικονομικά προβλήματα όσο και σε χώρες με ανεπτυγμένη οικονομία. Σύμφωνα με τον Kamin (1999) μία από τις πρώτες κρίσεις που οφειλόταν σε αποτυχία της αγοράς, γι' αυτό και χαρακτηρίστηκε ως χρηματοοικονομική, είναι ο πανικός του 1819 που οδήγησε στη χρεοκοπία πολλών τραπεζών, σε κατασχέσεις και υψηλά ποσοστά ανεργίας. Δεδομένου ότι έχουν περάσει σχεδόν 200 χρόνια δεν μπορούμε να τη θεωρήσουμε σύγχρονο φαινόμενο. Ένα πιο πρόσφατο γεγονός αποτελεί η κρίση ενυπόθηκων δανείων που ξεκίνησε στις Η.Π.Α. το 2007 και προκάλεσε αναταράξεις στην παγκόσμια οικονομία με την κατάρρευση της επενδυτικής τράπεζας Lehman Brothers. Συχνά η εμφάνιση μιας κρίσης θεωρείται μοναδικό γεγονός. Τα ευρήματα της μελέτης του Kamin (1999) όμως υποδηλώνουν ότι παρόλο που κάθε μια έχει ιδιαίτερα χαρακτηριστικά, εντούτοις παρουσιάζει περισσότερες ομοιότητες με κρίσεις που έχουν προηγηθεί και καταγραφεί στην οικονομική ιστορία. Στο ίδιο συμπέρασμα καταλήγει και η μελέτη των Reinhart και Rogoff (2009) επισημαίνοντας ότι «όσο διαφορετική και αν φαίνεται η τελευταία οικονομική φρενίτιδα ή κρίση έχει σημαντικές ομοιότητες με προηγούμενες εμπειρίες από άλλες χώρες».

Μολονότι σκοπός της πτυχιακής αυτής εργασίας δεν είναι να προβλέψει τη μελλοντική εξέλιξη ή την έξοδο από την κρίση για καμία από τις εξεταζόμενες χώρες, παρόλα αυτά θα εξετάσει βαθύτερα ορισμένες πτυχές της. Η μελέτη χωρών που βρίσκονται σε παρόμοια κατάσταση δίνει την ευκαιρία να κατανοήσουμε καλύτερα την κρίση και τα γεγονότα που την περιβάλλουν. Οι υπό εξέταση χώρες Αργεντινή, Ισλανδία και Ρωσία έχουν τη δυνατότητα παρέμβασης των κεντρικών τραπεζών στις χρηματαγορές για να κατευθύνουν το επιτόκιο και αποδυνάμωσης, μεμονωμένα, για τη σταθεροποίηση των εξαγωγών και της οικονομίας τους. Η Ισλανδία παρόλο που διατηρεί το δικό της νόμισμα, αλλά συνάμα αποτελεί και μέλος της Ευρωπαϊκής Ζώνης Ελεύθερων Συναλλαγών (ΕΖΕΣ).

Οι τράπεζες διαδραματίζουν κεντρικό ρόλο τόσο σε ιδιωτικό όσο και σε κρατικό επίπεδο. Κύρια δραστηριότητα τους αποτελεί η διαμεσολάβηση μεταξύ καταθετών και δανειοληπτών καθώς και η παροχή ρευστότητας στους πελάτες δίνοντας στους τελευταίους τη δυνατότητα συνεχούς πρόσβασης στους τραπεζικούς λογαριασμούς τους. Η σταδιακή απελευθέρωση του χρηματοπιστωτικού τομέα ξεκίνησε τη δεκαετία του 1970 στις Η.Π.Α., ενώ η δημιουργία της ζώνης του ευρώ στη συνέχεια οδήγησε στην περαιτέρω ολοκλήρωση του. Οι τεχνολογικές

καινοτομίες στον κλάδο της πληροφορικής και των επικοινωνιών συνέβαλλαν στη διασύνδεση των τραπεζικών ιδρυμάτων και στην εμφάνιση νέων σύνθετων προϊόντων όπως τα παράγωγα. Οι οικονομικές συνθήκες που επικράτησαν παγκοσμίως όπως ο χαμηλός πληθωρισμός, τα χαμηλά επιτόκια και η σχετική σταθερότητα των τιμών των χρηματοοικονομικών προϊόντων λειτούργησαν επικουρικά στην ανάπτυξη του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Από τα παραπάνω συμπεραίνουμε ότι ο ενισχυμένος ρόλος των τραπεζών έχει καταστήσει αναγκαία τη θέσπιση κανόνων λειτουργίας και διαφάνειας τους, την παρακολούθηση και την αξιολόγηση τους για την προστασία των πελατών, των μετόχων των τραπεζών και ολόκληρου του χρηματοπιστωτικού συστήματος γενικότερα (Χριστοδουλάκης 2003). Η διεύρυνση των δραστηριοτήτων των τραπεζών καθώς και της γεωγραφικής τους βάσης έχει κάνει επιτακτική ανάγκη την εξέλιξη των νομικών και εποπτικών ρυθμιστικών κανόνων των ιδρυμάτων τόσο σε εθνικό όσο και σε διεθνές επίπεδο ώστε να ανταποκρίνονται στον διεθνή χαρακτήρα των τραπεζών (Γκαργκάνας 2007). Η πιθανή πτώχευση ενός μεγάλου τραπεζικού ιδρύματος θα προκαλούσε ιδιαίτερα αρνητικές επιδράσεις στη συνολική οικονομία μιας χώρας πολύ πιο σημαντικές από ότι η πιθανή χρεοκοπία μιας επιχείρησης, καθώς τα τραπεζικά ιδρύματα είναι υπεύθυνα σε μεγάλο βαθμό για τη χρηματοδότηση της παραγωγικής δραστηριότητας, την αποτελεσματική κατανομή των πόρων και την ομαλή διεκπεραίωση των χρηματοοικονομικών συναλλαγών.

Η συγκεκριμένη εργασία αποτελείται από τρεις μεγάλες ενότητες. Αναλυτικότερα, η πρώτη ενότητα αναλύει πως η Αργεντινή αντιμετώπισε την πτώχευση του 2001. Επίσης, η πρώτη ενότητα αναφέρει κάποια ιστορικά στοιχεία της οικονομίας της χώρας, καθώς και την εικόνα των μακροοικονομικών στοιχείων της χώρας μετά την πτώχευση της.

Στην δεύτερη ενότητα πραγματοποιείται ανάλυση της πτώχευσης της Ισλανδίας. Πιο συγκεκριμένα, σε αυτή την δεύτερη ενότητα γίνεται λεπτομερής ανάλυση των γεγονότων που οδήγησαν στην πτώχευση της Ισλανδίας, και τις συνέπειες στα μακροοικονομικά μεγέθη της χώρας από αυτή την πτώχευση. Επίσης, η ενότητα αυτή εξετάζει ποια μέτρα χρησιμοποίησαν οι αρχές της χώρας για να αντιμετωπίσουν αυτή την κατάσταση και στο τελευταίο κεφάλαιο πραγματοποιείται ανάλυση για το αν αυτά τα μέτρα απέδωσαν καρπούς ή όχι.

Στην τρίτη ενότητα πραγματοποιείται ανάλυση της πτώχευσης της Ρωσίας που έλαβε χώρα το 1998. Πιο συγκεκριμένα, σε αυτή την τρίτη ενότητα γίνεται λεπτομερής ανάλυση των γεγονότων που οδήγησαν στην πτώχευση της Ρωσίας, και τις συνέπειες στα μακροοικονομικά μεγέθη της χώρας από αυτή την πτώχευση. Επίσης, η ενότητα αυτή εξετάζει τις δομικές μεταρρυθμίσεις που

εφάρμοσαν οι αρχές της Ρωσίας έτσι ώστε να αντιμετωπίσουν αυτή την κατάσταση. Αυτές οι μεταρρυθμίσεις ήταν αρκετά ριζοσπαστικές, αφού άλλαξε όλο το φορολογικό και το συνταξιοδοτικό σύστημα. Επίσης, πραγματοποιείται ανάλυση για το αν αυτά τα μέτρα απέδωσαν καρπούς ή όχι μέχρι τουλάχιστον να ξαναχτυπήσει η επόμενη κρίση του 2008.

Βασικός στόχος της εργασίας αυτής είναι να εξετάσει μέσω τριών διαφορετικών περιπτώσεων, δηλαδή της Ισλανδίας, της Αργεντινής και της Ρωσίας, πως μια χώρα που έχει το δικό της νόμισμα, διαφορετική ανάπτυξη, διαφορετικό δημοσιονομικό και εμπορικό ισοζύγιο, μπορεί να αντιμετωπίσει μια ενδεχόμενη πτώχευση. Δηλαδή, ποια μέτρα έλαβε κάθε χώρα και πως απέδωσαν σε κάθε μία από αυτές. Επίσης, η συγκεκριμένη εργασία συγκρίνει την επόμενη μέρα αυτών των χωρών, δηλαδή αν ανέκαμψαν αμέσως ή ακόμα η πτώχευση έχει αφήσει ανεξίτηλα τα σημάδια της πάνω στη χώρα.

## ΕΠΙΣΗΜΑΝΣΗ

---

Οι διαπιστώσεις, τα αποτελέσματα, τα συμπεράσματα και οι πιθανές προτάσεις της παρούσας πτυχιακής εργασίας, εκτός των αναφορών που σημαίνονται ως λήμματα, αποτελούν προσωπικές θεωρητικές ή εμπειρικές διαπιστώσεις του φοιτητή/φοιτητριας ή της ομάδας των φοιτητών που την επιμελήθηκαν και δεν απηχούν κατ' ανάγκη τη γνώμη του εκπαιδευτικού, ή του Εκπαιδευτικού προσωπικού του τμήματος Λογιστικής & χρηματοοικονομικής ή του Τ.Ε.Ι. Δυτ. Ελλάδας

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

---

Η συγκεκριμένη εργασία αποτελείται από τρεις ενότητες. Ειδικότερα η πρώτη ενότητα εξετάζει τους παράγοντες που οδήγησαν στην κρίση της Αργεντινής. Σε αυτούς περιλαμβάνονται το δημόσιο χρέος που άρχισε να λαμβάνει ανησυχητικές διαστάσεις όπως και το ανελαστικό συναλλαγματικό καθεστώς. Ακόμα αναλύει τα μέτρα που έλαβαν οι αρχές της χώρας για την αντιμετώπιση της χρεοκοπίας καθώς και τα αποτελέσματα που αυτά επέφεραν στα μακροοικονομικά στοιχεία της χώρας. Η δεύτερη ενότητα αναλύει τους τρόπους με τους οποίους η σύγχρονη οικονομική κρίση οδήγησε την Ισλανδία σε χρεοκοπία. Σε αυτούς περιλαμβάνονται η διόγκωση του τραπεζικού τομέα σε σχέση με την πραγματική παραγωγή, η δραστική αύξηση του εξωτερικού χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ αλλά και η υποτίμηση της Ισλανδικής κορόνας (ISK). Ακόμα αναφέρονται τα μέτρα που έλαβε για την καταπολέμηση της κρίσης καθώς και τα

αποτελέσματα που αυτά επέφεραν στην οικονομία της. Στην τρίτη ενότητα πραγματοποιείται ανάλυση της πτώχευσης της Ρωσίας που έλαβε χώρα το 1998. Πιο συγκεκριμένα αναφέρεται πως η Ασιατική κρίση του 1997 σε συνδυασμό με άλλους παράγοντες οδήγησε την Ρωσία στην κήρυξη στάσης πληρωμών στις 17 Αυγούστου το 1998. Επίσης αυτή η ενότητα περιλαμβάνει τις δομικές μεταρρυθμίσεις που εφάρμοσαν οι αρχές της Ρωσίας οι οποίες ήταν αρκετά ριζοσπαστικές επειδή άλλαξε όλο το φορολογικό και το συνταξιοδοτικό σύστημα. Επιπλέον σε αυτή την ενότητα περιλαμβάνονται τα αποτελέσματα που επέφεραν αυτές οι μεταρρυθμίσεις στην οικονομία της Ρωσίας. Αυτή η εργασία εξετάζει μέσω τριών διαφορετικών περιπτώσεων, δηλαδή της Ισλανδίας, της Αργεντινής και της Ρωσίας, πως μια χώρα που έχει το δικό της νόμισμα, διαφορετική ανάπτυξη, διαφορετικό δημοσιονομικό και εμπορικό ισοζύγιο, μπορεί να αντιμετωπίσει μια ενδεχόμενη πτώχευση. Δηλαδή, ποια μέτρα έλαβε κάθε χώρα και πως απέδωσαν σε κάθε μία από αυτές. Επίσης, στη συγκεκριμένη εργασία συγκρίνονται την επόμενη μέρα αυτών των χωρών, δηλαδή αν ανέκαμψαν αμέσως ή ακόμα η πτώχευση έχει αφήσει ανεξίτηλα τα σημάδια της πάνω στη χώρα.

## Πίνακας Περιεχομένων

<b>1. ΙΣΤΟΡΙΚΕΣ ΑΘΕΤΗΣΕΙΣ ΧΡΕΟΥΣ.....</b>	<b>10</b>
<b>2. ΑΙΤΙΑ ΑΘΕΤΗΣΗΣ ΠΛΗΡΩΜΩΝ.....</b>	<b>11</b>
<b>3. Η ΑΣΚΗΘΕΙΣΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ .....</b>	<b>13</b>
3.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ .....	13
3.2 ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ .....	14
3.3 ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ.....	19
3.3.1 Δημιουργία χρήματος.....	20
3.4 ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ .....	22
<b>4. ΟΙ ΔΥΟ ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ ΧΡΕΟΥΣ.....</b>	<b>25</b>
4.1 ΠΡΩΤΗ ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΧΡΕΟΥΣ 2005 .....	26
4.2 ΔΕΥΤΕΡΗ ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗ 2010 .....	27
<b>4.3 Η ΑΘΕΤΗΣΗ ΠΛΗΡΩΜΩΝ ΤΟΥ 2014 .....</b>	<b>30</b>
<b>5. Η ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΣΕ ΔΥΟ ΒΑΣΙΚΟΥΣ ΤΟΜΕΙΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ .....</b>	<b>33</b>
5.1 ΕΝΕΡΓΕΙΑ.....	33
5.2 ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΠΑΡΑΓΩΓΗ .....	34
5.3 ΑΛΛΕΣ ΠΑΡΑΓΩΓΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ .....	34
<b>6. Η ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ ΤΗΣ ΑΡΓΕΝΤΙΝΗΣ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΤΩΧΕΥΣΗ.....</b>	<b>36</b>
<b>7. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΑΡΓΕΝΤΙΝΗΣ .....</b>	<b>38</b>
<b>8. ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΙΣΛΑΝΔΙΑΣ .....</b>	<b>40</b>
<b>9. ΑΙΤΙΑ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ .....</b>	<b>41</b>
9.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ .....	41
9.2 ΣΗΜΑΔΙΑ ΠΟΥ ΑΠΟΤΕΛΕΣΑΝ ΠΡΟΑΓΓΕΛΟ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ .....	43
9.3 ΙΣΤΟΡΙΚΑ ΓΕΓΟΝΟΤΑ ΠΟΥ ΟΔΗΓΗΣΑΝ ΣΤΟ ΞΕΣΠΑΣΜΑ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ .....	48
<b>10. ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ ΤΙΣ ΙΣΛΑΝΔΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ.....</b>	<b>52</b>
10.1 ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ.....	52
10.2 ΔΗΜΟΣΙΟ ΧΡΕΟΣ.....	53
10.3 ΑΝΕΡΓΙΑ.....	54

10.4 ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΟ ΙΣΟΖΥΓΙΟ .....	55
10.5 ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΑ ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ.....	56
10.6 ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΗ ΙΣΟΤΙΜΙΑ.....	58
10.7 ΒΑΘΜΟΛΟΓΗΣΗ ΑΠΟ ΤΟΥΣ ΟΙΚΟΥΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ.....	60
<b>11. ΠΟΛΙΤΙΚΕΣ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗΣ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΑΠΟ ΤΙΣ ΑΡΧΕΣ ΤΗΣ ΧΩΡΑΣ .....</b>	<b>60</b>
11.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	60
11.2 ΜΕΤΡΑ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗΣ .....	61
11.2.1 Μέτρα για ανακούφιση των χρεών των δανειοληπτών.....	61
11.2.2 Εθνικοποίηση της τράπεζας Glintir.....	63
11.2.3 Εφαρμογή νομοθεσίας έκτακτης ανάγκης.....	64
11.2.5 Η αναδιάρθρωση του τραπεζικού τομέα .....	67
11.2.6 Έναρξη διαδικασιών για ένταξη στην Ευρωπαϊκή Ένωση.....	68
11.2.7 Μεταβολή επιτοκίων και έλεγχος συναλλαγματικής ισοτιμίας .....	68
<b>12. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΜΕΤΡΩΝ ΚΑΙ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΑ ΑΠΕΤΕΛΕΣΜΑΤΑ .....</b>	<b>69</b>
12.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	69
12.2 ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ.....	70
12.3 ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΗΣ ΙΣΟΤΙΜΙΑΣ ΤΗΣ ΧΩΡΑΣ .....	70
12.4 ΡΥΘΜΟΣ ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΥ ΤΗΣ ΧΩΡΑΣ .....	71
12.5 ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΟ ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΗΣ ΧΩΡΑΣ .....	72
12.6 ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΟ ΧΡΕΟΣ ΤΗΣ ΧΩΡΑΣ .....	72
12.7 ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΤΟΥ ΑΕΠ ΤΗΣ ΧΩΡΑΣ .....	73
12.8 ΕΠΙΠΕΔΑ ΑΝΕΡΓΙΑΣ ΤΗΣ ΧΩΡΑΣ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΚΡΙΣΗ .....	74
12.9 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΤΩΝ ΜΕΤΡΩΝ ΠΟΥ ΕΛΑΒΑΝ ΟΙ ΑΡΧΕΣ ΤΗΣ ΧΩΡΑΣ .....	74
12.9.1 Αποτελέσματα στη βαθμολόγηση της χώρας από τους οίκους αξιολόγησης.....	74
12.9.2 Αποτελέσματα από τα μέτρα έκτακτης νομοθεσίας.....	75
12.9.3 Αποτελέσματα από την θέσπιση Κεφαλαιακών Ελέγχων (Capitals Controls).....	76
12.9.4 Αποτελέσματα μέτρου μεταβολής επιτοκίου .....	77
<b>13. ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΕΝΔΥΝΑΜΩΣΗ ΤΗΣ ΙΣΛΑΝΔΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ</b>	<b>77</b>
.....	77
<b>14. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΕΠΙΛΟΓΟΣ – ΙΣΛΑΝΔΙΑΣ .....</b>	<b>78</b>
<b>15. ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΡΩΣΙΑΣ .....</b>	<b>81</b>
<b>16. Η ΧΡΕΩΚΟΠΙΑ ΤΗΣ ΡΩΣΙΑΣ: ΜΙΑ ΣΥΝΤΟΜΗ ΙΣΤΟΡΙΑ .....</b>	<b>81</b>
16.1 Η ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1996 ΚΑΙ 1997 : ΑΙΣΙΟΔΟΞΙΑ ΚΑΙ ΜΕΤΑΠΡΥΘΜΙΣΕΙΣ. ....	84
17.2 Η ΑΣΙΑΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ .....	90
17.3 ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΜΕΤΑ ΤΗ ΡΩΣΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΤΟΥ 1998.....	95



<b>18. ΔΟΜΙΚΕΣ ΜΕΤΑΡΡΥΘΜΙΣΕΙΣ ΣΤΗΝ ΡΩΣΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΚΡΙΣΗ</b>	<b>100</b>
.....	
18.1 ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΕΣ ΜΕΤΑΡΡΥΘΜΙΣΕΙΣ.....	106
18.2 ΔΙΕΘΝΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΕΜΠΟΡΙΚΟΥ ΙΣΟΖΥΓΙΟΥ.....	107
18.3 ΟΙ ΥΠΟΔΟΜΕΣ ΠΟΥ ΛΕΙΤΟΥΡΓΟΥΣΑΝ ΣΑΝ ΦΥΣΙΚΑ ΜΟΝΟΠΩΛΙΑ .....	110
18.4 ΟΙ ΜΕΤΑΡΡΥΘΜΙΣΕΙΣ ΣΤΟ ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΙΚΟ ΤΟΜΕΑ.....	113
18.4.1 Γιατί ήταν επιβεβλημένη η αλλαγή στο συνταξιοδοτικό σύστημα .....	113
18.4.2 Η δομή του νέου συνταξιοδοτικού προγράμματος .....	117
18.4.3 Δυνάμεις και αδυναμίες του νέου συνταξιοδοτικού συστήματος.....	120
18.5 ΜΕΤΑΡΡΥΘΜΙΣΕΙΣ ΣΤΟ ΡΩΣΙΚΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ .....	127
18.6 ΡΩΣΙΚΟ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ.....	131
18.6.1 Ο αντίκτυπος της κρίσης στον τραπεζικό τομέα .....	131
18.6.2 Τι έπρεπε να αντιμετωπίσει η Ρωσική κυβέρνηση όσον αφορά τον τραπεζικό τομέα.....	133
18.6.3 Η μετά την κρίση κατάσταση του ρωσικού τραπεζικού τομέα .....	136
<b>19. ΤΕΛΙΚΑ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΡΩΣΙΑΣ .....</b>	<b>140</b>
<b>19. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ .....</b>	<b>144</b>

## 1. ΙΣΤΟΡΙΚΕΣ ΑΘΕΤΗΣΕΙΣ ΧΡΕΟΥΣ

Η Αργεντινή στα 200 χρόνια της ιστορίας της (ως ανεξάρτητο κράτος) έχει προβεί σε επτά (7) αθετήσεις πληρωμών στο εξωτερικό της χρέος και σε πέντε (5) στο εσωτερικό της.

Το 1827 πραγματοποιήθηκε η πρώτη αθέτηση πληρωμών , 11 χρόνια μόλις, από την ανεξαρτητοποίηση της από την Ισπανία. Η μετάβαση στην ανεξαρτησία χρηματοδοτήθηκε μέσω της έκδοσης ομολόγων από το Λονδίνο. Στα μέσα της δεκαετίας του 1820 η κυβέρνηση για την χρηματοδότηση νέων αναπτυξιακών προγραμμάτων, καθώς και για την πληρωμή των χρεών του πολέμου της ανεξαρτησίας αλλά και των εμφυλίων πολέμων δανείστηκε σημαντικά ποσά . Αναφορικά, δάνειο ύψους 1.000.000 στερλινών Αγγλίας, από την τράπεζα Baring Brothers, η κυβέρνηση έλαβε μόνο τις 570.000 στερλίνες. Το 1827 το “χάρτινο πέσο” υποτιμήθηκε κατά 33% έναντι του “peso fuerte”, που ήταν συνδεδεμένο με την τιμή του χρυσού (το 1829 η υποτίμηση έφθασε το 68%). Η πτώση των χρηματιστηρίων σε συνδυασμό με την αύξηση των επιτοκίων της κεντρικής τραπεζής της Αγγλίας οδήγησαν τις ευρωπαϊκές οικονομίες σε ύφεση και την Αργεντινή σε αθέτηση πληρωμών των ομολόγων της κατά το τέλος της δεκαετίας του 1860.

Το 1890 έρχεται η δεύτερη αθέτηση πληρωμών. Η κρίση της αγγλικής τράπεζας Baring Brothers προκάλεσε διεθνή πανικό. Η τράπεζα είχε χορηγήσει μεγάλο ύψος δανείων στην Αργεντινή, για την κατασκευή σιδηροδρομικού δικτύου καθώς και για την ανακατασκευή του Μπουένος Άϊρες. Ο υπέρμετρος δανεισμός μαζί με την αύξηση των τιμών των εμπορευμάτων προκάλεσαν μία κερδοσκοπική χρηματοοικονομική φούσκα, το σκάσιμο της οποίας οδήγησε το τραπεζικό σύστημα μαζί με την οικονομία σε κατάρρευση.

Η Αργεντινή προχώρησε σε μία εντυπωσιακή αθέτηση πληρωμών ύψους 48 εκατ. στερλινών. Η αθέτηση πληρωμών συμπεριέλαβε και κάποια εγχώρια ομόλογα που είχαν εκδοθεί με ρήτρα ξένου νομίσματος (στερλίνες Αγγλίας). Ήταν οι πρόδρομοι των γνωστών την δεκαετία του 1990 Mexican tesobonos. Μετά το πέρασμα τεσσάρων ετών άρχισαν εκ νέου οι πληρωμές.(N.Shumway, The Invention of Argentina, University Of California, 1993)

Το 1915 και το 1930 προχώρησαν σε αθέτηση πληρωμών οι επαρχίες της Αργεντινής, παρότι η κεντρική κυβέρνηση συνέχισε να πληρώνει τις υποχρεώσεις της. Το 1956, μετά την ανατροπή του Περόν από την στρατιωτική χούντα (1955), η χώρα βρέθηκε στα πρόθυρα της κατάρρευσης. Την

ίδια χρόνια πέτυχε μια συμφωνία με το κλαμπ των Παρισίων για να αποφύγει μία νέα αθέτηση πληρωμών.

Το 1982 είχαμε μια νέα αθέτηση πληρωμών, κατά τη διάρκεια της κρίσης χρέους που έπληξε τις χώρες της Λ. Αμερικής αλλά και άλλες αναδυόμενες οικονομίες. Ολόκληρο το χρέος που είχε εκδοθεί σε δολάρια μετατράπηκε μονομερώς σε αργεντίνικο πέσο. Μετά από 10 έτη η χώρα εξήλθε από τη συγκεκριμένη κατάσταση, αναδιαρθρώνοντας το χρέος της με την έκδοση των γνωστών ομολόγων Brady. Το 2001 είχαμε την τελευταία αθέτηση πληρωμών.(S Edwards, «Latin America's Decline: A Long Historical View », National of Economic Research, July 2009)

## **2. ΑΙΤΙΑ ΑΘΕΤΗΣΗΣ ΠΛΗΡΩΜΩΝ**

Όταν η οικονομία της αργεντινής εισήλθε σε ύφεση το δεύτερο εξάμηνο του 1998, βρισκόταν υπό την καθοδήγηση του Δ.Ν.Τ. Σειρά εξωτερικών γεγονότων επέδρασαν αρνητικά στις οικονομικές εξελίξεις της χώρας. Πιο συγκεκριμένα, η αθέτηση πληρωμών της Ρωσίας την ίδια χρονιά καθώς και η κρίση του μεγάλου για την εποχή επενδυτικού fund Long Term Capital Management προκάλεσαν αναταράξεις στην παγκόσμια οικονομία, με σαφείς αρνητικές συνέπειες για το χρηματοδοτικό κόστος της Αργεντινής. Όπως επίσης, και η υποτίμηση του βραζιλιάνικου νομίσματος ρεάλ τον Γενάρη του 1999 προκάλεσε έντονα προβλήματα στην ανταγωνιστικότητα των εξαγωγικών προϊόντων της Αργεντινής, με αποτέλεσμα την επιβάρυνση του εμπορικού ισοζυγίου. Κατόπιν τούτου όπως γίνεται αντιληπτό όλες οι παραπάνω αρνητικές εξελίξεις επιβάρυναν το δημοσιονομικό ισοζύγιο της χώρας.

Το 1999 το συνολικό δημοσιονομικό έλλειμμα βρισκόταν στο 2,5% του Α.Ε.Π. και το εξωτερικό δημόσιο χρέος είχε υπερβεί το 50% του Α.Ε.Π. Το Δ.Ν.Τ. θεώρησε πως με αυτά τα επίπεδα η κυβέρνηση De la Rúa θα έπρεπε να εξισορροπήσει το συνολικό δημοσιονομικό έλλειμμα (δηλ. να το μηδενίσει) με την εφαρμογή μέτρων λιτότητας, προκειμένου να αυξηθεί η εμπιστοσύνη των χρηματοπιστωτικών αγορών, έτσι ώστε να μειωθεί το κόστος δανεισμού της χώρας αλλά και να καταστεί δυνατή η εισροή ιδιωτικών κεφαλαίων. (Κ. Μελάς, Οι σύγχρονες Κρίσεις του Παγκόσμιου Χρηματοπιστωτικού Συστήματος (1974-1978), 2011)

Στο τέλος του 1999, μερικές εβδομάδες από την ανάληψη της εξουσίας, ο πρόεδρος De la Rúa επέβαλε μείωση δαπανών ύψους 1.4 δις. δολαρίων. Τον Ιούνιο του 2000, πάντοτε υπό την καθοδήγηση του Δ.Ν.Τ., με την ανεργία να ανέρχεται σε ποσοστό 14% και προβλέψεις για αύξηση

του Α.Ε.Π. κατά 3,5% για το 2000, τα μέτρα λιτότητας επεκτάθηκαν: ζητήθηκε περαιτέρω μείωση των δημοσίων δαπανών κατά 938 εκατ. δολάρια και αύξηση φόρων κατά 2 δις. δολάρια. Το αποτέλεσμα ήταν αντίθετο από το προβλεπόμενο: η οικονομία οδηγήθηκε σε ύφεση, αντί το Α.Ε.Π. να αυξηθεί σύμφωνα με την πρόβλεψη κατά 3,5% μειώθηκε κατά 0.8%. Την ίδια στιγμή μειώθηκαν και τα φορολογικά έσοδα, με την κυβέρνηση να αναγκάζεται σε νέα μείωση δημοσίων δαπανών μέσω του περιορισμού των συντάξεων εκ νέου. Στις αρχές του Νοεμβρίου του 2000 ο οίκος αξιολόγησης Standard and Poor's έθεσε την οικονομία της Αργεντινής υπό στενή παρακολούθηση. Η απόδοση των εντόκων γραμματίων του δημοσίου, σε δημοπρασία πραγματοποιήθηκε τον ίδιο μήνα, ανήλθε στο 16%(από 9% τον Ιούλιο του 2000). Επρόκειτο μάλιστα για την δεύτερη υψηλότερη απόδοση στην Λ. Αμερική μέχρι εκείνη την περίοδο. Λίγους μήνες αργότερα (Ιούλιος 2001), ο οίκος μείωσε το αξιόχρεο κάθε είδους ομολόγων της χώρας ανεβάζοντας περαιτέρω τις αποδόσεις τους.

Αντιμέτωποι με την κατακόρυφη αύξηση του κόστους δανεισμού, το υπουργείο οικονομικών της χώρας αποφάσισε να προτείνει στους ομολογιούχους ένα swap ομολόγων υψηλότερης απόδοσης και μεγαλύτερης χρονικής διάρκειας, έτσι με αυτόν τον τρόπο θα μπορούσε να αντικαταστήσει τα ομόλογα που θα έληγαν το 2010. Η προσφορά έγινε αποδεκτή από πολλούς ομολογιούχους και μετατόπισε χρέος που θα έπρεπε να πληρωθεί το 2005 ύψους 30 δις. δολαρίων. Με αυτόν τον τρόπο όμως αυξήθηκαν σημαντικά οι τόκοι που θα έπρεπε να καταβάλει το δημόσιο τα προσεχή έτη. Πιο συγκεκριμένα, πρόσθεσε 38 δις. δολάρια επιπλέον για πληρωμή τόκων. Να σημειωθεί ακόμη πως από τα 82 δις. δολάρια ομολόγων που θα έμπαιναν στην αναδιάρθρωση, μετά την αθέτηση πληρωμών, το 60% προέρχεται από το swap του 2001.

Η αύξηση του συνολικού δημοσιονομικού ελλείμματος από 2% το 2000 και η πρόβλεψη ότι αυτό θα αυξανόταν σε 2,5% το 2001 θεωρήθηκε από το Δ.Ν.Τ. ότι απομακρύνει από τους στόχους του μηδενικού ελλείμματος την οικονομία, με αποτέλεσμα η κυβέρνηση να προχωρήσει σε μείωση κατά 13% των μισθών και των συντάξεων των δημοσίων υπαλλήλων τον Ιούλιο του 2001, ταυτόχρονα η πληρωμή των υψηλόβαθμων δημοσίων υπαλλήλων άρχισε να γίνεται μέσω ομολόγων του Δημοσίου (τα γνωστά Patacon). Οι διαδηλώσεις στη χώρα όλο και πλήθαιναν μετά από τα νέα μέτρα.

Οι κάτοικοι της Αργεντινής απέσυραν περίπου 15 δις. Δολάρια από το τραπεζικό σύστημα μεταξύ Ιουλίου και Νοεμβρίου τα μετέτρεψαν σε δολάρια και τα έστειλαν στο εξωτερικό προκαλώντας τραπεζικό πανικό (bank run). Τρεις τοπικές τράπεζες (οι δύο κρατικές Nación και Provincia, και η ιδιωτική Banco de Galicia) επηρεάστηκαν σημαντικά.

Η κυβέρνηση επέβαλε πάγωμα στις τραπεζικές καταθέσεις, τον Δεκέμβριο του 2001, επιτρέποντας αναλήψεις 1000 δολαρίων το μήνα (το γνωστό ως corralito). Παράλληλα επιβλήθηκαν και

συναλλαγματικοί περιορισμοί. Στις 20 Δεκεμβρίου του 2001 μετά τις βίαιες διαδηλώσεις εξαιτίας των οικονομικών εξελίξεων ο πρόεδρος De la Rúa οδηγήθηκε σε παραίτηση η οποία οδήγησε στην ανάδειξη στη θέση του προέδρου τον Rodriguez Saa. Ο νέος πρόεδρος δήλωσε πως η χώρα βρίσκεται σε αδυναμία πληρωμών στο μεγαλύτερο μέρος του δημοσίου χρέους ύψους 132 δις. Δολαρίων. Πριν από το τέλος του 2001 ο Rodriguez Saa παραιτήθηκε και το νομοθετικό σώμα εξέλεξε ως νέο πρόεδρο τον Eduardo Duhalde.

Ο πρόεδρος Duhalde εγκατέλειψε, τον Ιανουάριο του 2002, το καθεστώς της ισοτιμίας πέσο-δολαρίου 1/1, καθεστώς το οποίο ίσχυε για δέκα χρόνια. Η επίσημη ισοτιμία προς το δολάριο καθορίστηκε στο 1,4 δηλαδή το πέσο υποτιμήθηκε κατά 40%. Το προηγούμενο καθεστώς της συναλλαγματικής ισοτιμίας υποκαταστάθηκε από ένα δυαδικό σύστημα, το οποίο επέβαλε όλες οι συναλλαγές των περισσότερων διεθνώς εμπορεύσιμων αγαθών καθώς και του κράτους, να πραγματοποιούνται με την επίσημη συναλλαγματική ισοτιμία της αγοράς. Στις 11 Φεβρουαρίου η διπλή ισοτιμία καταργήθηκε και η ισοτιμία καθορίστηκε σε 1,8 πέσο ανά δολάριο. Τον Ιούνιο του ίδιου έτους η ισοτιμία αυξήθηκε στα 4 πέσο ανά δολάριο (400% υποτίμηση).

Εκτός του corralito, το Υπουργείο οικονομικών επέβαλε την pesificación, σύμφωνα με την οποία όλοι οι λογαριασμοί σε συνάλλαγμα (κυρίως σε δολάρια) μετατράπηκαν σε πέσο. Η δραστική υποτίμηση του αργεντίνικου νομίσματος όπως ήταν αναμενόμενο, προκάλεσε το 2002 υψηλό πληθωρισμό. Αν και σύμφωνα με τους υπολογισμούς, μετά την υποτίμηση ο πληθωρισμός ανήλθε στο 80%, επισήμως από την πλευρά της κυβέρνησης υπολογιζόταν στο 40%. (Κ. Μελάς, Οι σύγχρονες Κρίσεις του Παγκόσμιου Χρηματοπιστωτικού Συστήματος (1974-1978), 2011)

### **3. Η ΑΣΚΗΘΕΙΣΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ**

#### **3.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ**

Από το 2003 μέχρι το 2011 η μεγέθυνση του Α.Ε.Π. ήταν σημαντικότερη, εκτός του 2009, την περίοδο της παγκόσμιας ύφεσης. Το Α.Ε.Π. καταγράφει ετήσια μεγέθυνση κατά μέσο όρο 8.5% την περίοδο 2003-2008, μετά την τρομακτική συρρίκνωση τα έτη της κρίσης 2001-2002 (-15,3% σωρευτικά).

Κατά τα έτη 2010 και 2011 το Α.Ε.Π. επιστρέφει σε υψηλά επίπεδα μεγέθυνσης με ετήσιο μέσο όρο 9,05%. Το 2012 το Α.Ε.Π. παρουσιάζει σημαντικό περιορισμό στη μεγέθυνση του (+2.2%) ενώ το 2013 παρουσιάζει ελαφρά ανάκαμψη (+3.46%).

Οι λόγοι της μείωσης του ρυθμού μεγέθυνσης του Α.Ε.Π. από την πλευρά της ζήτησης οφείλονται στο γεγονός πως αρχικά από το τρίτο τρίμηνο του 2011, αλλά ιδιαίτερα από το τέταρτο τρίμηνο του ίδιου έτους παρουσιάζεται σημαντική μείωση των επενδύσεων. Σχεδόν ολόκληρο το 2012 αλλά και κατά το πρώτο εξάμηνο του 2013 η μείωση των επενδύσεων μετατρέπεται ουσιαστικά σε αποεπένδυση αλλά ταυτόχρονα συνοδεύεται και από μείωση στην ιδιωτική κατανάλωση. Παράλληλα το δεύτερο εξάμηνο του 2009 η θετική συμμετοχή των καθαρών εξαγωγών μειώνεται δραστικά, για να γίνει αρνητική τα έτη 2010 και 2011. Το πρώτο εξάμηνο του 2012 γίνεται ελαφρά θετική για να ξαναγίνει αρνητική στην συνέχεια και μέχρι σήμερα.

Δεν πρέπει να ξεχνάμε ότι η Αργεντινή είναι μεγάλος εξαγωγέας βοείου κρέατος, σόγιας, οίνου και άλλων προϊόντων. Πιο συγκεκριμένα, αιχμή του δόρατος των εξαγωγών της χώρας αποτελεί η σόγια, που σε συνδυασμό με τις αυξημένες τιμές λόγω της διεθνούς ζήτησης βοήθησαν σημαντικά τη μεγέθυνση του Α.Ε.Π. την περίοδο μετά την κρίση. Παρόλα αυτά η εξάρτηση της οικονομικής πολιτικής, ιδιαίτερα της εξασφάλισης συναλλαγματικών πόρων από τις εξαγωγές σε περιόδους μείωσης της διεθνούς ζήτησης θα μπορούσε να γίνει επισφαλής. (Κ. Μελάς, Οι σύγχρονες Κρίσεις του Παγκόσμιου Χρηματοπιστωτικού Συστήματος (1974-1978), 2011)

### **3.2 ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ**

Από το 2003 μέχρι το 2008 υπήρχε συνολικό δημοσιονομικό πλεόνασμα το οποίο αντανάκλούσε τη δυνατή μεγέθυνση των δημοσίων εσόδων. Κατά την ίδια περίοδο το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του Α.Ε.Π. μειωνόταν σταθερά. Από το 2009 το Δημόσιο χρέος σταθεροποιήθηκε, το συνολικό δημοσιονομικό ισοζύγιο έγινε αρνητικό και η μεγέθυνση της οικονομίας μειώθηκε αισθητά. Αξίζει να σημειωθεί ότι το πρωτογενές ισοζύγιο της χώρας ήταν πάντοτε θετικό από το 1993 μέχρι και σήμερα (με εξαίρεση τα έτη 2011 και 2013). Επομένως η μικρή αύξηση του συνολικού δημοσιονομικού ελλείμματος στην εξυπηρέτηση του δημοσίου χρέους.

Είναι ορθότερο να εξετάσουμε την ασκηθείσα δημοσιονομική πολιτική και του υφιστάμενους περιορισμούς χωρίζοντας την περίοδο 2003-2014 σε δύο περιόδους. Την πρώτη υποπερίοδο (2003-

2008) κυριαρχεί η παρουσία στα πολιτικά πράγματα της χώρας του Ν.Κίρχνερ είτε ως προέδρου (2003-2007) είτε παρασκηνιακά (2008).

Κατά την περίοδο αυτή οι εξαγωγές αλεύρων σόγιας καθώς και ακατέργαστης σόγιας του λαδιού δημιουργούν περισσότερο από το 20% της αξίας των εξαγωγών της χώρας, παραπάνω από την αξία δύο παραδοσιακών εξαγωγικών προϊόντων των σιτηρών και του βόειου κρέατος. Αξίζει να σημειωθεί εδώ πως η αύξηση της παραγωγής σόγιας και των προϊόντων της τα οποία εξάγονται συνολικά σχεδόν, συνοδεύτηκε από παράλληλη αύξηση στην παραγωγή σιτηρών και βόειου κρέατος, πράγμα το οποίο βοήθησε στην εξασφάλιση της διατροφής του λαού Αργεντινής. Ειδικότερα η παραγωγή σιτηρών παρουσίασε αύξηση την περίοδο 1996-2007 περίπου κατά 50% και αντίστοιχα αύξηση της παραγωγής βόειου κρέατος την περίοδο 2001-2007 κατά 30%. Τα έσοδα που προήλθαν από τους φόρους των εξαγωγών αύξησαν τη συμμετοχή στο σύνολο των φορολογικών εσόδων την περίοδο της κυβέρνησης Ν.Κίρχνερ από 8% σε 11%. Τα 2/3 αυτής της αύξησης προήλθαν από τις εξαγωγές σόγιας. Τα συνολικά έσοδα της γενικής κυβέρνησης αυξάνονται από 13,8% (2002) σε 18,2% (2007), θετική εξέλιξη για το συνολικό δημοσιονομικό ισοζύγιο την περίοδο 2003-2007 (Πίνακας 1) πράγμα το οποίο επέτρεψε την εξ ολοκλήρου χρηματοδότηση των συνολικών δαπανών της, που αυξήθηκαν από 14,8% του Α.Ε.Π. (2002) σε 17,5% (2007).

### **ΠΙΝΑΚΑΣ 1** Δημοσιονομικά μεγέθη Γενικής κυβέρνησης

ΕΤΟΣ	ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΕΣΟΣΑ ΓΚ	ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΕΞΟΔΑ ΓΚ	ΣΥΝΟΛΙΚΟ ΙΣΟΖΥΓΙΟ
1998	13,8	15,5	-1,7
1999	14,1	17,1	-3
2000	15,2	17,3	-2,1
2001	14,3	18,3	-4
2002	14,2	14,8	-0,6
2003	16,1	15,9	0,2
2004	16,3	14,4	1,9
2005	16,7	16,3	0,4
2006	17,2	16,2	1
2007	18,2	17,5	0,7

2008	19,4	18,7	0,7
2009	21	21,8	-0,8
2010	22,7	22,8	-0,1
2011	22,1	24,5	-2,4
2012	23,4	25,7	-2,3

ΠΗΓΗ: ECLAC

Αυτή την περίοδο υπήρξαν επανεθνικοποιήσεις σε διάφορους τομείς της οικονομίας, μεταξύ άλλων η εταιρεία ύδρευσης της επαρχίας του Μπουένος Άϊρες (2006), η εταιρεία Αργεντινές Αερογραμμές (2009), η Εθνική Υπηρεσία Ταχυδρομείων (2003), και η εταιρεία σιδηροδρόμων που εξυπηρετούσε την γραμμή San Martin Railway (2004)(μία από τις έξι εταιρείες που ιδιωτικοποιήθηκαν από τον πρόεδρο Κάρλος Μένεμ το 1991 και είχαν ιδρυθεί το 1948 από τον πρόεδρο Χουάν Περόν ).

Τον Δεκέμβριο του 2005 ο Νέστορ κίρχνερ αποφάσισε την συνολική αποπληρωμή του χρέους προς το Δ.Ν.Τ. ύψους 9,8 δις. δολαρίων σε μία δόση. Η αποπληρωμή χρηματοδοτήθηκε κατά ένα μέρος από την Βενεζουέλα η οποία αγόρασε ομόλογα ύψους 1,6 δις. δολαρίων από την Αργεντινή. Στα μέσα του 2008 η Βενεζουέλα διακρατούσε συνολικά χρέος 6 δις. δολαρίων της Αργεντινής. Το 2006 είχαμε την επανεμφάνιση της Αργεντινής στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές με την πώληση πενταετών ομολόγων ύψους 500 εκατ. δολαρίων με απόδοση 8,36% σε ξένες τράπεζες. ( N. P. Richardson, «Export-Oriented Populism: Commodities and Coalitions in Argentina » Studies in Comparative International Development, 2009)

Την δεύτερη υποπερίοδο 2009-2013 αρχίζει αν εμφανίζεται έλλειμμα στο συνολικό δημοσιονομικό ισοζύγιο. Βασική αιτία για αυτήν την εξέλιξη σίγουρα αποτελεί η παγκόσμια οικονομική κρίση. Οι δημόσιες δαπάνες παρουσιάζουν αύξηση, καθότι ανέρχονται σε 25,7% το 2012 έναντι 17,5% το 2002, η οποία είναι μεγαλύτερη από αυτήν το δημοσίων εσόδων που κυμαίνεται σε 23,47% του Α.Ε.Π. το 2012 έναντι 18,2% του Α.Ε.Π. το 2002. *Η κυβερνητική δημοσιονομική πολιτική ήταν παρεμβατική, με στόχο την επίτευξη «της οικονομικής ανάπτυξης με κοινωνική ισότητα».*

Από τη πλευρά της δαπάνης, η κρατική πολιτική ακολούθησε τον στόχο της ισότητας μέσω κοινωνικών μεταβιβάσεων: παρέχοντας επιδοτήσεις για τις μεταφορές και την ενέργεια,



καθορίζοντας την προσφορά και τις τιμές των βασικών καταναλωτικών αγαθών (τρόφιμα και ενέργεια) και προσαρμόζοντας τους μισθούς στον πληθωρισμό. Οι επιδοτήσεις ξεκίνησαν την εποχή του προέδρου Ντουχάλντε έτσι ώστε να εξασφαλιστούν τα βασικά αγαθά για όσους είχαν περιέλθει σε κατάσταση ακραίας φτώχειας. Το κόστος μεγάλωσε αφενός επεκτάθηκε και αφετέρου διευρύνθηκε χρονικά και ποσοτικά, έχοντας βασική συμμετοχή στη δημιουργία του δημοσιονομικού ελλείμματος από το 2009. Το ύψος το επιχορηγήσεων αυξήθηκε σε 18,1 δις. δολάρια το 2011 από 1,6 δις. δολάρια που ήταν το 2005 . Το μεγαλύτερο μέρος των επιχορηγήσεων κατευθύνθηκε στην ενέργεια (56%) και στις δημόσιες μεταφορές (30%) με το υπόλοιπο 14% να κατευθύνεται στις άλλες δημόσιες επιχειρήσεις.

Για πολλά χρόνια η κυβέρνηση της Αργεντινής περιοδικά έθετε ανώτερο πλαφόν στην ποσότητα και στις τιμές βασικών προϊόντων και τροφίμων, ενδεικτικό παράδειγμα αποτελεί η συμφωνία της κυβέρνησης με την μεγαλύτερη αλυσίδα σουπερ μαρκετ της χώρας για πάγωμα των τιμών των τροφίμων και άλλων προϊόντων τον Φεβρουάριο του 2013. Αυτού του είδους οι πρακτικές από τη μια, μειώνουν το κόστος κατανάλωσης στοχεύοντας στην αύξηση της και άρα στην παραγωγή και τις νέες επενδύσεις από την άλλη όμως, προξενούν προβλήματα στους παραγωγούς και τους άλλους ενδιαμέσους κρίκους με αποτέλεσμα να δημιουργούν ελλείψεις προϊόντων. Το μεγαλύτερο ποσοστό των δημοσίων επιδοτήσεων πηγαίνει στην ενέργεια (περίπου το 2% του Α.Ε.Π.). Η παρατηρούμενη μείωση παραγωγής ενέργειας στη χώρα τελευταίως, και η αύξηση των εισαγωγών, ερμηνεύεται από διάφορους αναλυτές ως το αποτέλεσμα από τον έλεγχο τιμών. Πάντως το πετρέλαιο και το φυσικό αέριο που είναι κατά κοινή ομολογία οι δύο βασικές πηγές ενέργειας που χρησιμοποιούνται, εισάγονται σε διεθνείς τιμές αλλά στη συνέχεια παρέχονται στον λαό σε μειωμένες τιμές. Θα πρέπει να θεωρείται δεδομένη η επιβάρυνση του δημοσιονομικού και εμπορικού ισοζυγίου.

Επίσης, πολλές κατηγορίες δημοσίων και ιδιωτικών υπαλλήλων δεν έχουν επηρεαστεί από την άνοδο των τιμών μέσω της προσαρμογής των μισθών τους με βάση των ετήσιο πληθωρισμό. Σύμφωνα με τα στοιχεία της ο δείκτης των μέσων πραγματικών μισθών από 100% το 2005 ανήλθε στο 231,8% το 2012. Δηλαδή υπερδιπλασιάστηκε. Ακόμη, παρατηρήθηκε αύξηση στον αριθμό των εργαζομένων και των συνταξιούχων του δημοσίου τομέα καθώς και ατόμων που περιλαμβάνονταν σε κοινωνικά προγράμματα του δημοσίου σε 13,2 εκατ. το 2011 (32,2% του πληθυσμού) τη στιγμή που το 2001 ήταν 5,3 εκατ. άτομα (14,4% του συνολικού πληθυσμού).

Σε ότι αφορά των τομέα των εσόδων, οι εξαγωγές της Αργεντινής (δεν πρέπει να ξεχνάμε πως οι εξαγωγές βρίσκονται σε συνάρτηση με την παγκόσμια ζήτηση και άρα εξαρτώνται από την συγκυρία)

είχαν σημαντική συνεισφορά στην αύξηση τους.( Κ. Μελάς, Αργεντινή-Ελλάδα, Μια περιγραφική συγκριτική ανάλυση των οικονομικών εξελίξεων στις δύο χώρες μετά τις αθετήσεις πληρωμών, 2015)

Η κυβέρνηση προκειμένου να επιτύχει του δημοσιονομικού της στόχους είχε τρεις δρόμους: α) αύξηση των φόρων, β) έκδοση χρέους, γ) τύπωση νέου χρήματος.

A) Η επιβάρυνση από την φορολογία αφορά τα τμήματα της άνω μεσαίας τάξης και είναι αρκετά μεγάλη. Ο εθνικός φορολογικός συντελεστής υπολογίζεται στο 38%. Ο μισός εργαζόμενος πληθυσμός δεν πληρώνει φόρους (εξαιτίας των φοροαπαλλαγών), έτσι η πραγματική φορολογική επιβάρυνση είναι ουσιαστικά διπλή με αποτέλεσμα να μην μπορεί να αυξηθεί περαιτέρω. Για αυτό το λόγο η κυβέρνηση επέλεξε να αυξήσει τη φορολογία στις χρηματοοικονομικές συναλλαγές και κυρίως στις εξαγωγές (από 11,8% του Α.Ε.Π. το 2006 ανήλθαν στο 20,5% του Α.Ε.Π. το 2011).

B) Εξαιτίας της αδυναμίας πληρωμών του κράτους το 2002 δεν υπήρχε πρόσβαση στις διεθνείς αγορές, παρά μόνον εσωτερικός δανεισμός.

Γ) Η προσφορά χρήματος επεκτάθηκε από την Αργεντινή για την εξυπηρέτηση των χρηματοδοτικών αναγκών της, με βασική αρνητική συνέπεια την αύξηση του πληθωρισμού. Τα συνταξιοδοτικά ταμεία αποτέλεσαν μία πηγή ρευστότητας. Η κυβέρνηση της Κριστίνα Φερνάντες τον Οκτώβριο του 2008 προχώρησε σε εθνικοποίηση των ιδιωτικών συνταξιοδοτικών ταμείων χρησιμοποιώντας τους πόρους τους, ύψους 30 δις. δολαρίων καθώς και εκείνους National Social Security Administration, για την αγορά κρατικών ομολόγων με επιτόκιο μικρότερο του πληθωρισμού καθορισμένο από την ίδια την κυβέρνηση. Η αιτιολόγηση ήταν πως η παραπάνω ενέργειες αποσκοπούσαν στην προστασία των αποθεματικών των ταμείων εξαιτίας της τοποθέτησης τους σε διάφορα χρηματοπιστωτικά προϊόντα. Αξίζει να σημειωθεί ότι τα ιδιωτικά συνταξιοδοτικά ταμεία με έτος ίδρυσης το 1994, με βάση το κεφαλαιοποιητικό σύστημα, είχαν υποστεί μεγάλες απώλειες την περίοδο 1998-2002 (περίοδος παγκόσμιας οικονομικής κρίσης). Το κράτος επιδοτεί κατά 77% τα συνταξιοδοτικά ταμεία από το 2008.(World Trade Organization, Argentina Trade Policy Review Report, WTO Secretariat, February 2013)

Ακόμη η κυβέρνηση προέβη σε δανεισμό από την κρατική τράπεζα Banco de la Nacion αλλά και σε συγκυριακές υπεραναλήψεις από την Κεντρική Τράπεζα για την κάλυψη του χρηματοδοτικού ανοίγματος. Το 2012 επανέλαβε το ίδιο όπως και το 2013. Παρόλα αυτά η έλλειψη δυνατότητας εξωτερικού δανεισμού προστάτευσε τη χώρα από περαιτέρω αύξηση του δημοσίου χρέους.( Banco Central de la Republica, Inflation Report Second Quarter 2012, May 2012 Financial Stability Report: Second Half 2012, October 2012)

Το κογκρέσο τον Μάιο του 2012 επικύρωσε την εθνικοποίηση της εταιρείας πετρελαίου YPF από την ισπανική εταιρεία Repsol. Οι πιστώσεις στην οικονομία έχουν υπερβεί το Α.Ε.Π. Η οικονομία της Αργεντινής βρίσκεται σε υπερθέρμανση από τα μέσα του 2011 σύμφωνα με διεθνείς αναλυτές. Με βάση ένα σύνθετο δείκτη στον οποίο συνυπολογίζονται πληθωρισμός, πιστωτική επέκταση, ανεργία, πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία, μεταβολές στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και μεγέθυνση του Α.Ε.Π. βρίσκεται πρώτη μεταξύ 27 αναδυόμενων οικονομιών του πλανήτη. (The Economist, Some like it hot, Which emerging economies are at greatest risk of overheating?, 2011)

### 3.3 ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

Το κύριο χαρακτηριστικό της νομισματικής πολιτικής της Αργεντινής ήταν η υποστήριξη της μεγέθυνσης της δημοσιονομικής πολιτικής και της συναλλαγματικής ισοτιμίας μέσω της συνεχούς επέκτασης. Μπορούμε να πούμε ότι πως η νομισματική πολιτική που ασκήθηκε διευκόλυνε συνολικά την οικονομική πολιτική της κυβέρνησης.

#### **ΠΙΝΑΚΑΣ 2** Μέσο επιτόκιο άσκησης νομισματικής πολιτικής

	2009	14	21,3
	2010	12,3	15,2
	2011	11,8	17,7
	2012	12,8	19,3
	2013	14,6	21,6
Α ΕΞΑΜΗΝΟ	2014	26,5	30,5

ΠΗΓΗ: Federal Reserve Bank of St.Louis

Το 2010 επήλθε μία πρώτη αλλαγή όταν ο διοικητής της Κεντρικής Τράπεζας παρουσιάστηκε αρνητικός στην νομισματοποίηση των δημοσιονομικών δαπανών της κυβέρνησης και υποχρεώθηκε σε παραίτηση. Τον Απρίλιο του 2012 υπήρξε αλλαγή στο καταστατικό της BCRA σύμφωνα με την οποία διαγράφηκε η « σταθερότητα των τιμών» ως στόχος και αντικαταστάθηκε με τους νέους στόχους που προέβλεπε το άρθρο 3 να είναι «η δημοσιονομική σταθερότητα, η οικονομική ανάπτυξη με κοινωνική ισότητα, η απασχόληση και η προώθηση της νομισματικής σταθερότητας». Συμπληρωματικά δόθηκε μεγαλύτερη βαρύτητα στον ρόλο της Κεντρικής Τράπεζας όσον αφορά στην κατανομή των πόρων κυρίως για ιδιωτικές επενδύσεις μακροπρόθεσμα. Είχαμε εξάλειψη του απαιτούμενου ποσοστού διεθνών αποθεματικών στην νομισματική βάση της οικονομίας που ίσχυε μέχρι τότε, και επίσης με απόφαση του συμβουλίου ήταν δυνατόν να χρησιμοποιηθούν τα αποθεματικά της τράπεζας σε περίπτωση ανάγκης. Έτσι η νομισματική πολιτική μπορεί και λειτουργεί μέσω πολλαπλών καναλιών χρησιμοποιώντας και τα αποθεματικά της Κεντρικής Τράπεζας, αλλά και τη δημιουργία νέου χρήματος ώστε να μπορεί να υποστηρίξει τους κυβερνητικούς στόχους, όπως είναι η διατήρηση θετικών δημοσιονομικών και εξωτερικών λογαριασμών, η πιστωτική επέκταση και η σταθερότητα της συναλλαγματικής ισοτιμίας. (Banco Central de la Republica Argentina, Macroeconomic and Monetary Policy Report, July 2013)

### **3.3.1 Δημιουργία χρήματος**

Ο κύριος στόχος της Κεντρικής Τράπεζας ήταν η διατήρηση μίας σταθερής ισοτιμίας με την νομισματική πολιτική να αποτελεί το βασικό σημείο αναφοράς της στρατηγικής αυτής. Η επεκτατική πολιτική που εφαρμόζει η Αργεντινή είναι η μεγαλύτερη σε όλη την Λατινική Αμερική. Ο στόχος της επεκτατικής νομισματικής πολιτικής είναι, η απόκτηση δολαρίων με σκοπό τη δημιουργία συναλλαγματικών διαθεσίμων μέσω των οποίων θα είναι δυνατή η εξασφάλιση ρευστότητας, η οποία θα διευκολύνει την διαχείριση στην μεταβλητότητα της ισοτιμίας του πέσο, αλλά και η χρηματοδότηση του δημοσιονομικού ελλείμματος. Πάντως σαν κύρια αιτία του πληθωρισμού θεωρείται η προσφορά χρήματος η οποία οδηγεί την Αργεντινή, αν θέλει να παραμείνει διεθνώς ανταγωνιστική, στην συνεχή υποτίμηση του πέσο. Στον παρουσιάζεται την περίοδο 2009-2014 η πιστωτική επέκταση.

Στον **πίνακα 3** παρουσιάζεται την περίοδο 2009-2014 η πιστωτική επέκταση.

#### **ΠΙΝΑΚΑΣ 3 Πιστωτική επέκταση**

	2009	2,30%
	2010	51,30%
	2011	59,50%
	2012	33%
	2013	41%
Α ΕΞΑΜΗΝΟ	2014	28,10%

ΠΗΓΗ: ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΡΓΕΝΤΙΝΗΣ

Η διαχείριση της συναλλαγματική ισοτιμίας από την κυβέρνηση γίνεται με ενεργό τρόπο. Αυτό επιτρέπει μία σταθερή ονομαστική διολίσθηση, αλλά, επειδή δεν καλύπτει ολόκληρο το ύψος του πληθωρισμού, το νόμισμα παρουσιάζει πραγματική ανατίμηση. Ένα υπερτιμημένο νόμισμα κάνει τις εξαγωγές ( οι οποίες φορτώνονται παράλληλα με επιπλέον φόρους) πιο δύσκολες, κάτι έτσι ώστε να διατηρηθεί το Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών σε ισορροπία δημιουργεί την ανάγκη περιορισμών στις εισαγωγές. (Κ.ΜΕΛΑΣ)

Τα τελευταία χρόνια η Αργεντινή βασίστηκε στην εισροή δολαρίων εξαιτίας του πλεονάσματος στο Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών και στην εξωτερική πληρωμή μέσω αυτού του πλεονάσματος. Το γεγονός ότι η Αργεντινή δεν μπορεί να δανειστεί από τις διεθνείς αγορές παρότι οι Άμεσες Ξένες Επενδύσεις έχουν παρουσιάσει σημαντική αύξηση από το 2008 σε σχέση με την περίοδο 1996-2007 , τα συναλλαγματικά έσοδα προέρχονται κατά κύριο λόγο από τον αναγκαστικό επαναπατρισμό των κερδών, τις εξαγωγές και τους φόρους επί των εξαγωγών. Όταν το Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών έγινε ελλειμματικό, η χρησιμοποίηση των συναλλαγματικών διαθεσίμων φάνταζε ως η μόνη εναλλακτική επιλογή.

Μεταξύ άλλων, επιδίωξη της νομισματικής πολιτικής ήταν παράλληλα με την αύξηση της κυκλοφορίας του πέσο στην εγχώρια αγορά, αύξηση του ύψους των δολαρίων που παρακρατούνται ως συναλλαγματικά διαθέσιμα. Η Κεντρική Τράπεζα διόρθωνε τη διαδικασία αυτή κατά καιρούς, «στεριοποιώντας» τα αποτελέσματα της νομισματικής μεγέθυνσης της εξωτερικής συνιστώσας της νομισματικής βάσης της οικονομίας μέσω πράξεων επαναγοράς ή πράξεων ανοικτής αγοράς.

Το έτος 2012 η νομισματική βάση επεκτάθηκε κατά 85% περίπου εξαιτίας της εξωτερικής συνιστώσας της, με το υπόλοιπο να «στεριοποιείται». Το 2012 το M3 αυξήθηκε κατά 32% ενώ το

M2 κατά 29%. Το δεύτερο τρίμηνο του 2013 το M3 αυξήθηκε κατά 32,1%.(Banco Central de la Republica Argentina, Inflation Report Second Quarter, 2012 )

Έτσι η κυβέρνηση με αυτόν τον τρόπο κατάφερε να δημιουργήσει χρηματοοικονομικούς πόρους με σκοπό να τους χρησιμοποιήσει ως βάση για την κάλυψη των δημοσιονομικών ελλειμμάτων. Η αύξηση του πληθωρισμού ήταν το κόστος, με το πληθωριστικό σπινάλ να ενδυναμώνεται εξαιτίας της επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής λόγω των μεταβιβάσεων για την υποστήριξη του εισοδήματος, των επιδομάτων καθώς και του ανώτερου πλαφόν για τις τιμές διαφόρων προϊόντων. Με αυτόν τον τρόπο εφόσον οι τιμές αυξάνονταν, οι καταναλωτές αναγκάστηκαν σε άμεση κατανάλωση. Επίσης, ο πληθωρισμός οδήγησε σε αποταμίευση σε δολάρια καθιστώντας το δολάριο «απόθεμα αξίας». Όμως οι πληθωριστικές προσδοκίες μετατράπηκαν σε φαύλο κύκλο, του οποίου η διατήρηση τίθεται εν αμφιβόλω. Η Αργεντινή λοιπόν αναγκάστηκε να επιβάλει συναλλαγματικούς ελέγχους και περιορισμό στη μετατροπή του νομίσματος. Ακόμη έθεσε περιορισμούς στις εισαγωγές από το εξωτερικό. Όλα τα παραπάνω καθώς και τα υπόλοιπα περιοριστικά μέτρα της κυβέρνησης όπως ήταν αναμενόμενο εμμέσως έσπρωξαν τους πολίτες στη λύση του να μετατρέψουν τα χρήματά τους σε σκληρό συνάλλαγμα το οποίο θα εξαγάγουν στο εξωτερικό. Η ψυχολογία που διαμορφώνεται είναι ένα κρίσιμο ζήτημα για την αντιμετώπιση της κρίσης με τις ενδείξεις να μην είναι καλές. Σύμφωνα με τα στοιχεία το 2014 το πέσο έχασε το 50% της αξίας του, με την κυβέρνηση να αδυνατεί να βρει αξιόπιστο σχέδιο για την αντιμετώπιση της νομισματικής διολίσθησης και του πληθωρισμού. Ο κίνδυνος περαιτέρω αύξησης του πληθωρισμού μετά την υποτίμηση του πέσο είναι ορατός καθώς επισήμως το 2013 βρίσκεται στο 11% και ανεπίσημα στο 28%. Από πλευράς της η Κεντρική Τράπεζα στις 29/01/14 αύξησε τα επιτόκια στο 26% από το 6% έτσι ώστε να αποθαρρύνει την έξοδο των καταθετών στο δολάριο αλλά και τις πληθωριστικές πιέσεις, με τους αναλυτές πάντως να υποστηρίζουν πως αν τα επιτόκια δεν φτάσουν στο 40% δεν πρόκειται να προσελκύσουν επενδύσεις στο πέσο.( United Nations, Economic Commission on Latin America and the Caribbean, Macroeconomic Report on Latin America and the Caribbean, Washington D.C., June 2012)

### **3.4 ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ**

#### **Πίνακας 4 ονομαστική ισοτιμία πέσο με δολάριο 2000-2014 τέλος έτους**

2000	1.0014
2001	1,1499
2002	3,405
2003	2.940
2004	2,975
2005	3,032
2006	3,062
2007	3,149
2008	3,453
2009	3,800
2010	3,976
2011	4,304
2012	4,920
2013	6,525
2014	8,500

ΠΗΓΗ:Latin Focus Forecast

**ΠΙΝΑΚΑΣ 5 Πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία**  
**[REER] Έτος βάσης 2010=100**

01-12-1994	236,6
01-12-1995	226,34
01-12-1996	224,2
01-12-1997	237,51
01-12-2001	270,62
01-12-2002	115,04
01-12-2003	119,81
01-12-2004	115,30
01-12-2005	118,65
01-12-2006	118,68

01-12-2007	109,07
01-12-2008	118,65
01-12-2009	96,91
01-12-2010	98,68
01-12-2011	98,70
01-12-2012	96,04
01-12-2013	83,36
01-12-2014	75,74

ΠΗΓΗ:Federal Reserve Bank of St.Louis

Στον (Πίνακα 4) παρουσιάζεται η ονομαστική ισοτιμία του πέσο σε σχέση με το αμερικανικό δολάριο. Η διολίσθηση του πέσο από το 2011 έχει αυξηθεί σημαντικά σε σχέση με το αμερικανικό νόμισμα. Παρόλα αυτά όμως η πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία όπως φαίνεται και στον (πίνακα 5) διατηρείται τεχνικά υπερτιμημένη, που έχει όμως σαν αποτέλεσμα τη δραστική διολίσθηση της ονομαστικής ισοτιμίας του νομίσματος της Αργεντινής στις αρχές του 2014, η οποία με στόχο να διευκολύνει τις εξαγωγές της χώρας προσάρμοσε τη σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία σε επίπεδα πολύ χαμηλότερα. Όπως γίνεται εύκολα αντιληπτό η παραπάνω ενέργεια κατέστησε τις εισαγωγές ακριβότερες αφού επιδείνωσε του εμπορικούς όρους της χώρας. Η κυβέρνηση της Φερνάντεζ στην προσπάθειά της να διατηρήσει τον έλεγχο των τιμών αξιοποίησε το μέσο της συναλλαγματικής ισοτιμίας, διατηρώντας την αρκετά υπερτιμημένη με στόχο τη μείωση των τιμών των εισαγωγών και άρα του εισαγόμενου πληθωρισμού. Παρόλα αυτά, το γεγονός πως στην οικονομία οι μεταβλητές αλληλοεξαρτώνται είχε σαν αποτέλεσμα οι παραπάνω πολιτικές να προκαλέσουν δραστική μείωση των επενδύσεων εξαιτίας των προβλημάτων που προκλήθηκαν στην ανταγωνιστικότητα της βιομηχανικής παραγωγής.

Παράλληλα, η κυβέρνηση της Φερνάντεζ δεδομένης της αδυναμίας για πρόσβαση στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές με τον παραπάνω τρόπο αυτό προσπάθησε να αυξήσει τα άκρως απαραίτητα συναλλαγματικά αποθέματα της χώρας. Η κυβέρνηση είδε την προσπάθειά της να πέφτει στο κενό, έτσι αναγκάστηκε να εφαρμόσει περισσότερους συναλλαγματικούς περιορισμούς, με αποτέλεσμα η μαύρη αγορά δολαρίων (ανταλλαγή δολαρίων στην διπλή τιμή από την επίσημη) να διογκωθεί. Επίσης η Κεντρική τράπεζα παρά τις προσπάθειές της, για υποστήριξη της ισοτιμίας του νομίσματος με την χρήση συναλλαγματικών διαθεσίμων δεν είχε επιτυχία αντιθέτως το μόνο



που κατάφερε ήταν να μειώσει το ύψος του σε χαμηλότατα επίπεδα. Πιο αναλυτικά το 2010 τα συναλλαγματικά διαθέσιμα ήταν 52,2 δις. δολάρια αυξημένα σε σχέση με το 2002 που ήταν 10,4 δις. δολάρια. Όμως το 2013 τα συναλλαγματικά διαθέσιμα μειώθηκαν σε 40,5 δις δολάρια εξαιτίας των εκροών των εγχώριων κεφαλαίων του 2011, ενώ το 2014 έφτασαν περίπου τα 34 δις δολάρια.

Στα τέλη του 2011 απαγορεύτηκε η αποταμίευση δολαρίων σε φυσικά πρόσωπα και επιχειρήσεις. Όσες επιχειρήσεις για τη συνέχιση των δραστηριοτήτων τους χρειαζόνταν δολάρια θα έπρεπε να εμπλακούν σε γραφειοκρατικές κυβερνητικές διαδικασίες. Επίσης, το 2012 στις συναλλαγές με το εξωτερικό μέσω πιστωτικών καρτών επιβλήθηκε φόρος 20%. Οι περιορισμοί συνεχίστηκαν με την αύξηση των ποσοτικών περιορισμών στις εισαγωγές και την αύξηση του επιτοκίου των πιστωτικών καρτών. Η αγορά δολαρίων κατέστη αδύνατη ουσιαστικά, πράγμα το οποίο ενίσχυσε τη μαύρη αγορά δολαρίων. Η γνωστή ως “dollar blue”( μαύρη αγορά δολαρίων) άρχισε να διαμορφώνεται αργά αλλά σταθερά σε οργανωμένη αγορά κυρίως στην πρωτεύουσα της χώρας στο Μπουένος Άιρες. Όταν η επίσημη τιμή ανταλλαγής του αμερικάνικου δολαρίου ήταν 8,39 πέσο η τιμή στην μαύρη αγορά έφτασε 14 πέσο. Η τιμή του πέσο στη μαύρη αγορά, συνέχισε να διολισθαίνει με αποκορύφωμα το Σεπτέμβριο του 2014 που έφθασε το ένα δολάριο να κοστίζει 14,72 πέσο. Η συνεχής μείωση της τιμής του αργεντίνικου νομίσματος έναντι του αμερικανικού (στη μαύρη αγορά) συνέβαινε κατά κύριο λόγο εξαιτίας της μείωσης των συναλλαγματικών διαθεσίμων της χώρας στα 28,2 δις δολάρια. Η Κεντρική Τράπεζα το Σεπτέμβριο έδωσε την εντολή δημιουργίας αρχείων από τις εμπορικές τράπεζες για όσες επιχειρήσεις αιτούνταν να αγοράσουν περισσότερα από 150.000 δολάρια έναντι του ποσού των 300.000 δολαρίων που μέχρι τότε ίσχυε. (Reuters, Argentine peso hits record low of 14 per dollar on black market , 2014)

#### **4. ΟΙ ΔΥΟ ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ ΧΡΕΟΥΣ**

Αθέτηση πληρωμών ορίζεται ως η αδυναμία ενός κράτους να αποπληρώσει το χρέος που νομίμως δημιούργησε στις διεθνείς αγορές. Τα εθνικά κράτη πραγματοποιούν περιοδικά πτωχεύσεις οι οποίες συνήθως καταλήγουν σε συμβιβασμό μεταξύ δανειζομένου και δανειστή όσον αφορά τον τόπο αποπληρωμής των χρεών. Στη περίπτωση αυτή μπορούμε να μιλάμε για αναδιάρθρωση χρέους στην οποία απαιτείται νομική μεταβολή στους επίσημους όρους που είχαν τεθεί για την αποπληρωμή του χρέους όπως για παράδειγμα η έκδοση νέων ομολόγων χαμηλότερου επιτοκίου και μεγαλύτερης διάρκειας, μείωση της ονομαστικής αξίας του χρέους ή ακόμη κεφαλαιοποίηση

των τόκων που δεν έχουν αποπληρωθεί εις βάρος συνήθως των ομολογιούχων. Η ιστορία διδάσκει πως οι πετυχημένες αναδιάρθρωσεις χρέους είναι αυτές στις οποίες συμπεριλαμβάνεται άνω του 50% της παρούσας αξίας του χρέους και η συμμετοχή άνω του 90% των ομολογιούχων.

#### **4.1 ΠΡΩΤΗ ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΧΡΕΟΥΣ 2005**

Η Αργεντινή ξεκίνησε το 2002 τη διαδικασία αναδιάρθρωσης του χρέους της διαπραγματευόμενη για τρία χρόνια με το Δ.Ν.Τ. και τους δανειστές της, σε μία προσπάθεια εύρεσης λύσης που θα αντισταθμίζει την διαλυμένη κοινωνικοοικονομική της πραγματικότητα. Η Αργεντινή υιοθέτησε μία σκληρή γραμμή απέναντι σε όλα τα εμπλεκόμενα μέρη, επιμένοντας να διαγραφεί τα μεγαλύτερο μέρος του κεφαλαίου που αφορούσε τους ιδιώτες δανειστές και παράλληλα την αναβολή της εξυπηρέτησης του χρέους προς το Δ.Ν.Τ. και το Paris Club (Κλαμπ Παρισίων). Μετά από διαπραγματεύσεις πολλών ετών με σκληρή στάση από όλους τους εμπλεκόμενους φορείς η κυβέρνηση θεώρησε πως οι διαπραγματεύσεις είχαν φτάσει σε αδιέξοδο και αποφάσισε να προβεί σε μονομερείς ενέργειες. Αποφάσισε να καταθέσει εφάπαξ μονομερή πρόταση στην επιτροπή Χρεογράφων και Συναλλαγών με σκοπό τον διακανονισμό με τους ιδιώτες δανειστές παράλληλα ανέστειλε την συμφωνία με το Δ.Ν.Τ. Η δέσμευση αυτή κωδικοποιήθηκε μέσω της Βουλής της Αργεντινής με τον αποκαλούμενο “lock law” νόμο που απαγόρευε σε οποιαδήποτε κυβέρνηση να προχωρήσει σε καλύτερη προσφορά προς τους δανειστές, ή να σε οποιοδήποτε τρόπο εξυπηρέτησης του μη εξυπηρετούμενου χρέους και πειράξει την ισοτιμία του νομίσματος. Ο στόχος από την παραπάνω ενέργεια ήταν διπλός: α) να δώσει το μήνυμα ότι δεν θα υπάρξει καλύτερη προσφορά, προς τους ομολογιούχους και β) η δημιουργία των προϋποθέσεων ώστε στην διαδικασία της αναδιάρθρωσης να υπάρξει μεγαλύτερη συμμετοχή.

Τον Ιανουάριο του 2005 Η Αργεντινή ελπίζοντας ότι θα βρεθεί κάποια λύση ως προς το εκκρεμές ονομαστικό ποσό των 81,8 δις δολαρίων (συν συσσωρευμένους τόκους 20,8 δις δολαρίων) αποφάσισε να προχωρήσει σε επαναδραστηριοποίηση της αγοράς ομολόγων. Η διαδικασία αναδιάρθρωσης ήταν εξαιρετικά χρονοβόρα (πάνω από τρία χρόνια), το ποσοστό συμμετοχής ιδιαίτερα χαμηλό (μόλις το 24% των πιστωτών) και ο ρυθμός ανάνηψης ιδιαίτερα χαμηλός (27%-30% σε καθαρή παρούσα αξία).

Παρόλα αυτά ένα μεγάλο μέρος( του εκκρεμούς χρέους των 81,8 δις δολαρίων) ίσο με 62,3 δις δολαρίων διευθετήθηκε μέσω της διαδικασίας ανταλλαγής με καινούργια ομόλογα ύψους 35,2 δις δολαρίων. Όμως δεν διευθετήθηκε το θέμα των συσσωρευμένων (παρελθόντων) τόκων. Ακόμα και

έτσι όμως υπήρξε εκκρεμότητα από παρελθόντες τόκους ύψους 18,6 δις δολάρια χρέους προς το Δ.Ν.Τ.(9.5 δις δολάρια) και προς τα μέλη του κλαμπ των παρισίων (6,3 δις δολάρια). (M. Miller και D. Thomas, « Sovereign Debt Restructuring: The Judge, the vultures, and Creditor Rights », The World Economy, October 2007)

Η διευθέτηση του εκκρεμούς χρέους από την πλευρά της Αργεντινής έγινε με πολλούς τρόπους. Αρχικά το 2006 αποπλήρωσε εξ ολοκλήρου σε μία δόση το χρέος προς το Δ.Ν.Τ. ύψους 9,5 δις δολαρίων, αυτό της επέτρεψε να απαλλαχθεί με αυτόν τον τρόπο από την πίεση του Δ.Ν.Τ., για εναρμόνιση των πολιτικών της με αυτό. Στη συνέχεια το 2008 και ξανά το 2010, η Αργεντινή υποσχέθηκε προς τις χώρες του κλαμπ των Παρισίων την αποπληρωμή των χρεών τους (αν και αργότερα ανέβαλε), επίσης αντιστάθηκε στις προσπάθειες από τους αρνητές της διαδικασίας της αναδιάρθρωσης για διευθέτηση μέσω της δικαστικής οδού.

#### **4.2 ΔΕΥΤΕΡΗ ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗ 2010**

Η Αργεντινή πριν ξεκινήσει το 2010 την διαδικασία της ανταλλαγής του χρέους έπρεπε να προβεί σε διευθέτηση χρέους ύψους 29 δις δολαρίων προς ιδιώτες δανειστές, αλλά και δάνειο προς τις χώρες του κλαμπ των Παρισίων ύψους 6,3 δις δολαρίων, στα παραπάνω συμπεριλαμβάνονταν και καθυστερήσεις ύψους 500 εκατ. δολαρίων προς τις Η.Π.Α. Σύμφωνα με το υπουργείο εξωτερικών των Η.Π.Α. ο ύψος των δανείων προς τις χώρες του Κλαμπ των Παρισίων έφτανε τα 8,9 δις δολάρια αν λαμβάνοντα υπόψη (λόγω των καθυστερήσεων) οι προσαυξήσεις. Το συγκεκριμένο χρέος αντιπροσώπευε το 2009 το 21% του συνολικού δημοσίου χρέους. Η Αργεντινή είχε τρεις βασικούς λόγους για να οδηγηθεί σε νέα αναδιάρθρωση χρέους.

A) Θα έπρεπε να απευθυνθεί στις διεθνείς αγορές για την χρηματοδότηση της οικονομίας της όπως και οι περισσότερες χώρες, για αυτό το λόγο θα έπρεπε να έχει την εμπιστοσύνη τους. Η κυβέρνηση υποστήριζε πως η νέα αναδιάρθρωση χρέους δεν γινόταν λόγω των δημοσιονομικών αναγκών της, παρότι υπήρξε επιδείνωση στα δημοσιονομικά της μεγέθη.

B) Οι περιπτώσεις για χρηματοδότηση των αναγκών της μέσω ad hoc ήταν περιορισμένες. Η κυβέρνηση εξαιτίας του διεθνούς αποκλεισμού από τις χρηματοπιστωτικές αγορές, αναγκαζόταν για την εξυπηρέτηση των αναγκών της να νομισματοποιεί το χρέος της μέσω έκδοσης ομολόγων σε συνεργασία με δημόσιους οργανισμούς ώστε να αναδιρθώσει το διακρατούμενο (εγχώριο) χρέος εθνικοποιώντας παράλληλα, ιδιωτικά συνταξιοδοτικά ταμεία και πουλώντας ομόλογα στην κυβέρνηση της Βενεζουέλας. Ακόμη προκειμένου να αποπληρώσει το χρέος της προς διεθνείς

πιστωτές και επενδυτικές τράπεζες άρχισε να δανείζεται από την Κεντρική Τράπεζα της χώρας, γεγονός που οδηγούσε σε μείωση των συναλλαγματικών αποθεμάτων της.

Γ) Η Αργεντινή ενθαρρύνθηκε να προχωρήσει σε ανταλλαγή ομολόγων λόγω των συνθηκών που επικρατούσαν στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές, με τη ρευστότητα να είναι υψηλή και τα επιτόκια να είναι χαμηλά. Με την εμφάνιση των προβλημάτων χρέους που παρουσιάστηκαν στην ευρωζώνη, οι συνθήκες άλλαξαν με τα επιτόκια να ανεβαίνουν κάνοντας την ανταλλαγή ομολόγων δυσκολότερη. Παρόλα αυτά η δρομολογημένη αναδιάρθρωση συνεχίστηκε.

Κατά γενική ομολογία το 2005 όταν και πραγματοποιήθηκε η πρώτη αναδιάρθρωση, η οικονομία της Αργεντινής βρισκόταν σε καλύτερη κατάσταση. Καθώς το Ισοζύγιο Τρεχουσών συναλλαγών ήταν θετικό, αυξάνοντας τα συναλλαγματικά αποθέματα σε 52,2 δις δολάρια το 201<sup>ο</sup> από 10,4 δις δολάρια που ήταν το 2002. Η ετήσια αύξηση του Α.Ε.Π. ήταν 8,5% την περίοδο 2003-2008 δημιουργώντας υψηλά πρωτογενή πλεονάσματα με μέσο ετήσιο επίπεδο 2,8% για την οικονομία της χώρας. Η νέα αναδιάρθρωση χρέους ξεκίνησε το 2009 με τρία βήματα:

- Προκειμένου να προχωρήσει σε αναδιάρθρωση η πρόεδρος Κριστίνα Φερναντεζ έλαβε από το κοινοβούλιο της χώρας ισχυρή υποστήριξη.
- Άλλαξε η μέχρι τότε ισχύουσα νομοθεσία του 2005 που προέβλεπε την απαγόρευση σε οποιαδήποτε κυβέρνηση της χώρας να ζητήσει με οποιοδήποτε τρόπο νέα αναδιάρθρωση χρέους (“lock law”).
- Η κυβέρνηση απέστειλε αρχική πρόταση στην Επιτροπή χρεογράφων και συναλλαγών ώστε να προχωρήσει στην έκδοση νέων ομολόγων.

Στις 15 Απριλίου του 2010 ανακοινώθηκαν τα χαρακτηριστικά της νέας πρότασης η οποία άρχισε να εφαρμόζεται από της 30 Απριλίου του ίδιου έτους. Αρχικά η προσφορά είχε καταληκτική ημερομηνία της 22 Ιουνίου του 2010 αλλά δόθηκε παράταση μέχρι τις 30 Δεκεμβρίου του ίδιου έτους. Το ποσό των 12,4 δις δολαρίων (σε ομόλογα) ανταλλάχθηκε, ήτοι το 67,7% του γενικού συνόλου των κυκλοφορούντων ομολόγων ενώ τα υπόλοιπα ομόλογα ύψους 6 δις δολαρίων δεν δέχθηκαν την προσφορά.

Στον πίνακα 6 παρουσιάζεται η ανταλλαγή ομολόγων και οι συμμετέχοντες σε αυτήν.

#### ΠΙΝΑΚΑΣ 6 {ΣΕ ΔΙΣ. ΔΟΛ}

	Συμμετέχοντες	Μη συμμετέχοντες	Σύνολο
Βασικοί μη	8,6	0.0	8,6

εμπλεκόμενοι			
Ιταλοί μικροεπενδυτές	3,3	1,0	4,3
Άλλοι	0,5	0,6	1,1
Σύνολο	12,4	6,0	18,4

ΠΗΓΗ: ΔΝΤ,Global Markets Monitor

Μετά την νέα αναδιάρθρωση χρέους η συνολική συμμετοχή του ολικού χρέους που αναδιαρθρώθηκε το 2002 έφθασε το 91,3%. Μετά από αυτή την αναδιάρθρωση χρέους η Αργεντινή την 1.1.2011 άρχισε να καθυστερεί τις πληρωμές, αφενός προς τους ιδιώτες δανειστές ύψους 11,2 δις δολάρια (6,8 δις δολάρια χρεολύσια 4.4 δις δολάρια τόκοι μέχρι το τέλος Δεκεμβρίου 2010), εκ των οποίων 1,3 δις δολάρια οφείλονται σε hedge funds με τα οποία εκκρεμούν δικαστικές διαμάχες, και αφετέρου 6,3 δις δολάρια στις χώρες του κλαμπ των Παρισίων. Οι δρόμοι που είχε να επιλέξει η Αργεντινή ήταν τρεις:

- α) να αγνοήσει τις απαιτήσεις των δανειστών και να οδηγήσει την υπόθεση στα διεθνή δικαστήρια,
- β) να επιχειρήσει μία Τρίτη αναδιάρθρωση του εναπομείναντος χρέους,
- γ) να προσπαθήσει να διαπραγματευθεί μία νέα συμφωνία με τους δανειστές.

Ουσιαστικά η Αργεντινή επέλεξε την πρώτη λύση, αφού ήταν δεδομένη η άρνηση των vulture funds για αποδοχή της υπάρχουσας συμφωνίας με τους υπόλοιπους ομολογιούχους.(Κ. Μελάς, Αργεντινή-Ελλάδα, Μια περιγραφική συγκριτική ανάλυση των οικονομικών εξελίξεων στις δύο χώρες μετά τις αθετήσεις πληρωμών, 2015)

## **ΠΙΝΑΚΑΣ 7**

ΕΤΟΣ	ΣΥΝΟΛΙΚΟ ΔΗΜΟΣΙΟ ΧΡΕΟΣ
2000	45,7
2001	53,7

2002	166,3
2003	138,2
2004	126,4
2005	72,8
2006	63,6
2007	55,7
2008	48,5
2009	48,5
2010	45,1
2011	41,2
2012	39,9
2013	47,7

ΠΗΓΗ: Υπουργείο οικονομίας Αργεντινής

### 4.3 Η ΑΘΕΤΗΣΗ ΠΛΗΡΩΜΩΝ ΤΟΥ 2014

Η Αργεντινή τον Ιούλιο του 2014 υπέστη μία τεχνητή αθέτηση πληρωμών, καθώς ο Αμερικανός δικαστής Τόμας Γκρίεζα με απόφαση του απαγόρευσε την αποπληρωμή τοκομεριδίων στους ομολογιούχους που είχαν συμμετάσχει στις δύο αναδιαρθρώσεις χρέους της χώρας έως ότου αποζημιωθούν πλήρως οι ομολογιούχοι που δεν είχαν συμμετάσχει στις δύο αναδιαρθρώσεις χρέους. Οι πιστωτές που συμμετείχαν στις δύο αναδιαρθρώσεις χρέους (2005,2010) είχαν στην κατοχή τους το 93% του συνολικού χρέους (με το υπόλοιπο 7% να αρνείται). Μέρος του χρέους που είχε εκδοθεί στην δευτερογενή αγορά σύμφωνα με το δίκαιο της Νέας Υόρκης αγοράστηκε από κάποια distressed securities funds (vulture funds), στο 20%-30% της ονομαστικής αξίας τους το 2008, οι οποίοι στην συνέχεια αποφάσισαν να διεκδικήσουν στα δικαστήρια της Νέας Υόρκης την αποπληρωμή των ομολόγων στην ονομαστική τους αξία. (IPS News, « Argentina Seeks to Restructure Debt Held by Vulture Funds », 2013)

Οι συγκεκριμένοι ομολογιούχοι (γνωστή ως holdouts) καθοδηγούνταν στις ενέργειες τους από το hedge fund Elliot Management και τον Πολ Σίνγκερ. Το συγκεκριμένο distressed securities fund την περίοδο Ιουνίου-Νοεμβρίου 2008, πληρώνοντας 48,7 εκατομμύρια δολάρια για αξία ομολόγων πάνω από 220 εκατομμύρια δολάρια απέκτησε την πλειονότητα των ομολόγων. Αξίζει να σημειωθεί ακόμη, πως τα distressed securities funds απέκτησαν μεγάλη ποσότητα (CDS) επί των ομολόγων της Αργεντινής. Αυτό δημιούργησε κίνητρο αθέτησης πληρωμών των συγκεκριμένων ομολόγων αλλά και υπονόμευση της αξίας τους, καθώς τα ασφάλιστρα κινδύνου (CDS) θα έπρεπε να πληρώσουν περισσότερο αν η αξία των ομολόγων μειωνόταν σε ιδιαίτερα χαμηλά επίπεδα. (Arthur Phillips and Jake Johnston, Argentina vs. the Vultures: What You Need to know, CEPR 2013)

Τα distressed securities funds στοχεύοντας να επιτύχουν την πληρωμή των ομολόγων στην ονομαστική τους αξία, προσέφυγαν στα δικαστήρια απαιτώντας είτε το σύνολο της πληρωμής είτε κατάσχεση αντικειμένων ισόποσης αξίας με την ζημιά που υπέστησαν. Πιο αναλυτικά, η βασική απαίτηση τους ήταν οι κατασχέσεις να επικεντρωθούν κατά κύριο λόγο στις μελλοντικές πληρωμές των υπόλοιπων ομολογιούχων που είχαν συμμετάσχει στις δύο αναδιαρθρώσεις χρέους έτσι ώστε να αναγκάσει την Αργεντινή να συμφωνήσει. Η παραπάνω ήταν μία γνώριμη νομική τακτική, καθώς είχε εφαρμοσθεί με επιτυχία από distressed securities funds σε έναν αριθμό αφρικανικών χωρών (Λιβερία, Κονγκό, Ζάμπια) αλλά και στην κυβέρνηση του Περού. Επίσης, η ίδια νομική τακτική είχε χρησιμοποιηθεί από τον Πόλ Σίνγκερ και σε αμερικανικές επιχειρήσεις όπως στην περίπτωση της εταιρείας Delphi Automotive που υποχρεώθηκε λόγω πτώχευσης της το 2008 να αποπληρώσει εταιρικά ομόλογα. Ένα ακόμα χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι του hedge fund NML Capital Limited (συμφερόντων του Πόλ Σίνγκερ), αγόρασε στην δευτερογενή αγορά ομόλογα ύψους 49 εκατομμυρίων δολαρίων και το 2014 πληρώθηκε 832 εκατομμύρια δολάρια αποκομίζοντας απόδοση 3000%. (Huffington Post , Was Romney Blind to his Adviser's Vulture Fund?, 2012)

Είναι αλήθεια πως τα distressed securities funds μέσω των νομικών τους ενεργειών κατάφεραν να φτάσουν στην επίτευξη εντολών κατασχέσεων περιουσιακών στοιχείων της χώρας, αυτό είχε σαν αποτέλεσμα ανά πάσα στιγμή η Αργεντινή να κινδυνεύει με κατάσχεση των περιουσιακών της στοιχείων που βρίσκονται εκτός της επικράτεια της. Πρώτα από όλα τα distressed securities funds στράφηκαν στα συναλλαγματικά διαθέσιμα της χώρας τα οποία ήταν κατατεθειμένα στην Federal Reserve Bank of New York (με το ανώτερο δικαστήριο των Η.Π.Α. απεφάνθη υπέρ της Αργεντινής), στη συνέχεια, κατέσχεσαν το προεδρικό αεροπλάνο. Ένα ακόμη χαρακτηριστικό

παράδειγμα ήταν η απόπειρα να κατάσχουν το πλοίο του αργεντίνικου πολεμικού ναυτικού THE LIBERTAD (σε μία κίνηση υψηλού συμβολισμού) το οποίο βρισκόταν σε εκπαιδευτικό ταξίδι στο λιμάνι Τέμα της Γκάνας. Το πλοίο τελικά αφέθηκε όταν το Διεθνές Δικαστήριο για το δίκαιο της θάλασσας αποφάνθηκε ομόφωνα πως έπρεπε να αφεθεί να αποπλεύσει. Όλες οι προσπάθειες αποδείχτηκαν μάταιες, έτσι τα distressed securities funds κατέληξαν στο συμπέρασμα πως εφόσον η εθνική ασυλία ήταν νομικά κατοχυρωμένη η διαδικασία των κατασχέσεων ήταν αδύνατον να τελεσφορήσει. (Vulture Funds to Pirate: Blocks Argentine Ship from Leaving Ghana, CEPR 2012).

Τα distressed securities funds αποφάσισαν να κινηθούν με τον παραπάνω τρόπο εκμεταλλευόμενα συγκεκριμένες νομικές επιλογές της Αργεντινής. Πιο συγκεκριμένα η κυβέρνηση της χώρας τον Απρίλιο του 1976 προκειμένου να επιτύχει την συμμετοχή ξένων επενδυτών, εξέδωσε σύμφωνα με το δίκαιο των Η.Π.Α. μία σειρά ομολόγων όπου για οποιαδήποτε διευθέτηση νομικών προβλημάτων ή αντιγνώμιών αρμοδιότητα είχε η δικαστική επικράτεια της Νέας Υόρκης (Fiscal Agency Agreement). Στη συνέχεια το ίδιο συνέβη και για άλλη σειρά εκδόσεων. Αξίζει να σημειωθεί πως σαν θεματοφύλακας για τις καταβολές τοκομεριδίων και άλλων ορίστηκε η Bank of New York Mellon. Στις εκδόσεις των συγκεκριμένων ομολόγων είχε συμπεριληφθεί όρος που επέβαλε όμοια συμπεριφορά προς όλους τους πιστωτές (pari passu), αντί του όρου που επέβαλε όλοι οι κάτοχοι μιας ομολογιακής έκδοσης να δεχτούν την προσφορά από τον εκδότη της έκδοσης σε περίπτωση που υπάρχει μία πλειοψηφία που την αποδέχεται (collective action clause). Συμπληρωματικά συμπεριλήφθηκε στη συμφωνία ένας ακόμη όρος που προέβλεπε πως στην περίπτωση που υπάρξει στο μέλλον (σαφώς εντός ενός χρονικά προσδιορισμένου διαστήματος) συμφωνία με καλύτερους όρους από αυτούς που αρχικά είχαν συμφωνηθεί στην αναδιάρθρωση των ομολόγων, τότε θα πρέπει να πληρωθούν με τους καλύτερους όρους και οι προηγούμενοι ομολογιούχοι (Rights Upon Future Offers). Στη μετέπειτα δικαστική διαμάχη ο Πόλ Σίνγκερ χρησιμοποιώντας τον όρο pari passu θα υποστήριζε πως η Αργεντινή θα έπρεπε είτε να πληρώσει στο σύνολο τους ομολογιούχους σε ονομαστικές τιμές καθότι δεν υπήρχε στη συμφωνία ο όρος collective action clause, είτε να μην πληρώσει κανένα.

Η πρώτη απόφαση του δικαστηρίου εκδόθηκε τον Οκτώβριο του 2012 σύμφωνα με την οποία το ότι η Αργεντινή συμφώνησε στην πληρωμή των ομολογιούχων μετά τις δύο αναδιρθρώσεις (2005 και το 2010), αλλά όχι τους υπόλοιπους που δεν αποδέχτηκαν την νέα συμφωνία αποτέλεσε πράξη μεροληπτική απέναντι στους τελευταίους. Ακολούθησε μία σειρά από δικαστικές παρεμβάσεις από την πλευρά της κυβέρνησης της Αργεντινής σε αρμόδια δικαστήρια των Η.Π.Α. με αποκορύφωμα την προσφυγή στο ανώτερο δικαστήριο των Η.Π.Α., όλες όμως έπεσαν στο κενό. Στη συνέχεια τον Ιούνιο του 2014 φτάσαμε στην απόφαση από τον δικαστή Τ. Γκριέζα που απαγόρευε ρητά την



πληρωμή από τον θεματοφύλακα Bank of New York Mellon όσων ομολογιούχων είχαν συμφωνήσει με την κυβέρνηση της Αργεντινής μέχρι να πληρωθούν στο ακέραιο όσοι ομολογιούχοι δεν είχαν δεχθεί την συμφωνία.

## **5. Η ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΣΕ ΔΥΟ ΒΑΣΙΚΟΥΣ ΤΟΜΕΙΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ**

### **5.1 ΕΝΕΡΓΕΙΑ**

Η Αργεντινή είναι μία χώρα που χαρακτηρίζεται από μεγάλη επάρκεια στο πετρέλαιο, παρόλα αυτά επιδίδεται σε εισαγωγές πετρελαϊκών προϊόντων καθώς τα δέκα διαθέσιμα διυλιστήρια πετρελαίου της χώρας, παρουσιάζουν πρόβλημα επάρκειας στην κάλυψη των ζητούμενων ποσοτήτων. Ακόμη, η σχετική μείωση από το 1998 της παραγωγής (χρονιά που κορυφώθηκε η παραγωγή) οφείλεται στην φυσική μείωση των ώριμων πετρελαιοπηγών αλλά και στην μείωση των δραστηριοτήτων έρευνας. Επίσης ξέσπασε πλήθος εργατικών απεργιών από το 2011 πράγμα το οποίο και έχει αρνητική επίπτωση στην προσφορά. Εξαιτίας των παραπάνω λόγων, η μείωση στην παραγωγή βαρελιών ημερησίως υπολογίζεται στα 100.000 βαρέλια. Παράλληλα, από το 2002 η άνοδος του κατά κεφαλήν Α.Ε.Π. και η αύξηση της οικονομική δραστηριότητας αυξάνει συνεχώς την κατανάλωση. Επιπλέον, η Αργεντινή διαθέτει πολλές ανεκμετάλλευτες πηγές αλλά και αποθέματα πετρελαίου πάνω από 2,5 δις βαρέλια.

Σύμφωνα με την Διεθνή Στατιστική Υπηρεσία Ενέργειας η Αργεντινή μέχρι και το 2011 εξήγαγε ημερησίως 60.000 βαρέλια, από το 2011 και μετά παρουσιάζεται μείωση που οφείλεται στην μείωση της παραγωγής αλλά και την εγχώρια αύξηση της κατανάλωσης. Οι βασικοί εξαγωγικοί προορισμοί της είναι οι ΗΠΑ (40%), η Χιλή (34%), η Κίνα (19%), και η Βραζιλία(7%). Επιπροσθέτως, η Αργεντινή αποτελεί το μεγαλύτερο εξαγωγέα βιοντίζελ (βάση η σόγια) στον κόσμο, με της εξαγωγές να φτάνουν τα 30.000 βαρέλια τη μέρα και από τους μεγαλύτερους παραγωγούς, με την παραγωγή να φτάνει το 2011 τα 47.500 βαρέλια την μέρα. Επιπλέον, στην Αργεντινή παράγονται ημερησίως 2.600 βαρέλια από βιοαιθανόλη με σημαντικές προοπτικές ανόδου. Αξίζει να σημειωθεί ακόμη πως η χώρα είχε την μεγαλύτερη παραγωγή φυσικού αερίου με 1.400 δις κυβικά πόδια από όλες τις χώρες της Λατινικής Αμερικής μέχρι το 2006, από όπου και αρχίζει να μειώνεται για να φθάσουμε στο 2008 όπου μετατρέπεται σε καθαρό εισαγωγέα.

## 5.2 ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΠΑΡΑΓΩΓΗ

Η Αργεντινή συγκαταλέγεται στους σημαντικότερους εξαγωγείς και παραγωγούς αγροτικών και κτηνοτροφικών προϊόντων (βρίσκεται μέσα στην πρώτη δεκάδα), όπως εσπεριδοειδή, μέλι, βόειο κρέας, ηλιόσποροι, σόργο, αραβόσιτο και σιτάρι. Σύμφωνα με τα διαθέσιμα στοιχεία η γεωργική παραγωγή ανήλθε για το 2010 στο 20% των συνολικών εξαγωγών καθώς και στο 9% του Α.Ε.Π. Ακόμη, κατά το ίδιο έτος η συγκομιδή ανήλθε σε 103 τόνους εκ των οποίων πάνω από 46 τόνοι ήταν δημητριακά και 54 τόνοι ήταν ηλιόσποροι.

Τα βασικά εξαγωγίμα προϊόντα της Αργεντινής είναι η σόγια και τα υποπροϊόντα της καταλαμβάνοντας το 25% των συνολικών εξαγωγών με τα δημητριακά να συμμετέχουν με 10%. Η εκτροφή βοοειδών είναι μία βασική δραστηριότητα, αν και το μεγαλύτερο μέρος της προορίζεται για εσωτερική κατανάλωση. Μέχρι και το 1990 η εκτροφή προβάτων και η χρήση του μαλλιού τους αποτελούσε σημαντική δραστηριότητα στην Παταγονία, δραστηριότητα που μειώθηκε κατά το ήμισυ μέχρι και σήμερα. Τα δέρματα, το βόειο κρέας και τα γαλακτοκομικά συμμετέχουν με το 5% στις συνολικές εξαγωγές της χώρας.

Επιπλέον, τα φρούτα και τα λαχανικά αντιστοιχούν στο 4% των εξαγωγών: αποτελούμενα από πορτοκάλια και άλλα εσπεριδοειδή από τα βορειοδυτικά της χώρας, φράουλες και σταφύλια από τα δυτικά μούρα από το νότο και μήλα και αγγούρια από την κοιλάδα του Ρίο Νέγκρο. Στην περιοχή του Γκραν Τσάκο γίνεται σημαντική παραγωγή ελιών, σκόρδου, πιπεριών, ζαχαρότευτλων και ντοματών με τον καπνό και το βαμβάκι όμως να είναι τα φυτά που καλλιεργούνται σε μεγαλύτερο βαθμό. Επίσης, αύξηση έχει παρουσιαστεί και στον αριθμό των οργανικών καλλιεργειών φτάνοντας περίπου τα 3 εκατομμύρια εκτάρια γης, τοποθετώντας τη χώρα στη δεύτερη θέση παγκοσμίως πίσω από την Αυστραλία. Συμπληρωματικά η χώρα καταλαμβάνει την πέμπτη θέση παγκοσμίως στην παραγωγή κρασιού. Τέλος, η αλιεία και η δασοκομία αντιστοιχούν στο 2% της εξαγωγικής δραστηριότητας της Αργεντινής.

## 5.3 ΑΛΛΕΣ ΠΑΡΑΓΩΓΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ

Θα πρέπει να γίνει αναφορά και σε άλλες παραγωγικές δυνατότητες της Αργεντινής:

1)Μεταλλευτική δραστηριότητα: Η σημασία της μεταλλευτικής δραστηριότητας καθώς και των υπολοίπων συναφών δραστηριοτήτων αποτελεί το 4% περίπου του Α.Ε.Π. σήμερα, από 2% στις

αρχές της δεκαετίας του 1980. Τα διάφορα μέταλλα καθώς και τα λοιπά ορυκτά μεταλλεύματα που εξορύσσονται στην Αργεντινή περιλαμβάνουν: μαγνήσιο, θείο, χαλκό, βολφράμιο, βορικά άλατα, ουράνιο, χρυσό, ασήμι και ψευδάργυρο. Η αξία των εξαγωγών εκτοξεύθηκε το 2010 σε 3 δις δολάρια, από 1,2 δις δολάρια που ήταν το 2004 και από μόλις 200 εκατομμύρια δολάρια που ήταν το 1996.

Επιπλέον, σε ετήσια βάση παράγονται 35 εκατομμύρια κυβικά μέτρα πετρελαίου και προϊόντων του, καθώς επίσης και 50 δις κυβικά μέτρα φυσικού αερίου, καλύπτοντας το 10% των εξαγωγών αλλά και την κάλυψη των ενεργειακών αναγκών της χώρας.

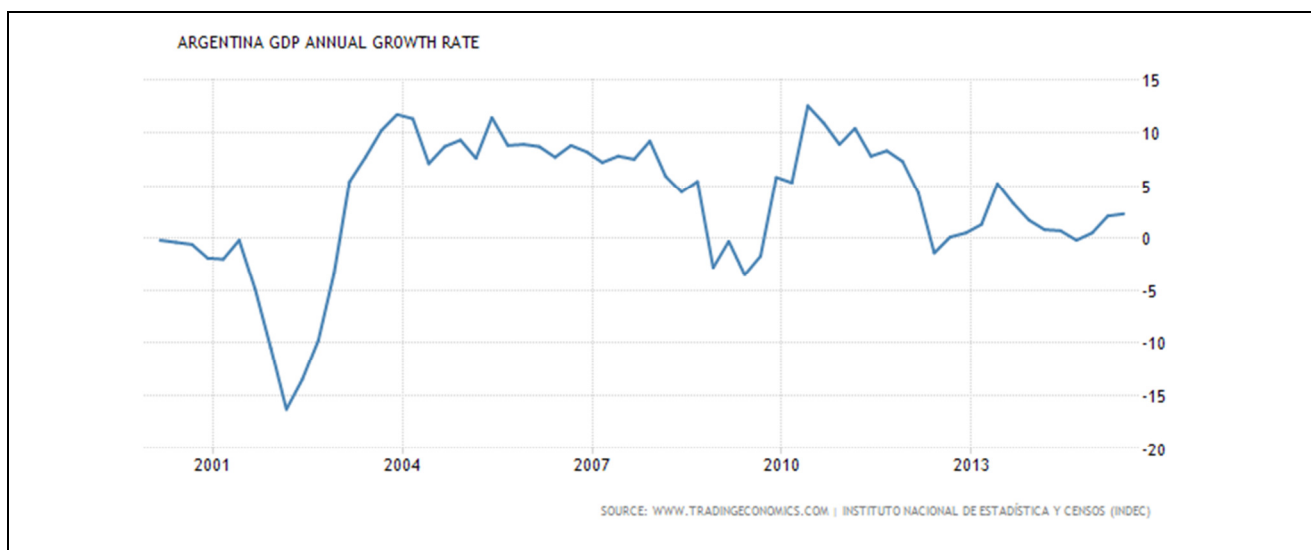
Η βιομηχανία και η μεταποίηση αντιστοιχούν στο 16% του Α.Ε.Π., ενώ σημαντική είναι η ενσωμάτωση της γεωργίας, καθώς είναι προερχόμενο από την γεωργική παραγωγή το 50% των βιομηχανικών προϊόντων. Έντονη διαφοροποίηση παρουσιάζεται στην βιομηχανική παραγωγή της Αργεντινής με τους βασικότερους τομείς της να είναι η κατασκευή και συναρμολόγηση αυτοκινήτων, η παραγωγή χάλυβα και αλουμινίου, η διύλιση πετρελαϊκών προϊόντων και βιοντίζελ, η κατασκευή αγροτικών και βιομηχανικών μηχανημάτων και η επεξεργασία τροφίμων και ποτών.

Το έτος 2013 η αυτοκινητοβιομηχανία της Αργεντινής παρήγαγε 791.000 οχήματα και εξήγαγε 433.000 (κυρίως στην Βραζιλία). Παράλληλα η βιομηχανία ποτών και τροφίμων κατέχει ηγετικό ρόλο, με την παραγωγή μπίρας να έχει ξεπεράσει την παραγωγή κρασιού και να προηγείται με σχεδόν 2 δις λίτρα ετησίως. Λοιπά βιομηχανικά προϊόντα που παράγονται στην Αργεντινή είναι το τσιμέντο, το γυαλί, υφάσματα, προϊόντα καπνού, πλαστικά, προϊόντα ξυλείας, ελαστικά οχημάτων, έπιπλα και δέματα, δίσκοι και έντυπες εκδόσεις. Επίσης κατασκευάζονται και συναρμολογούνται ηλεκτρονική υπολογιστές. Μάλιστα η σχετική βιομηχανική δραστηριότητα αυξήθηκε το 2011 κατά 160%, αγγίζοντας τα 3,4 εκατομμύρια τεμάχια καλύπτοντας με αυτό τον τρόπο τα δύο 2/3 της εγχώριας ζήτησης. Ο τομές των κατασκευών αποτελεί παραπάνω από το 5% του Α.Ε.Π. με τα 2/3 των εκδοθεισών οικοδομικών αδειών να προορίζονται για κατασκευές οικιών. Η παραγωγή ενέργειας στη χώρα προέρχεται κατά κύριο λόγο από τα υδροηλεκτρικά εργοστάσια και το φυσικό αέριο. Σημαντικό ρόλο παίζει η πυρηνική ενέργεια, ενώ η χώρα είναι ο τρίτος μεγαλύτερος εξαγωγέας του ισότοπου κοβάλτιο 60, μετά τον Καναδά και τη Ρωσία. (Κ. Μελάς, Αργεντινή-Ελλάδα, Μια περιγραφική συγκριτική ανάλυση των οικονομικών εξελίξεων στις δύο χώρες μετά τις αθετήσεις πληρωμών, 2015)

## 6. Η οικονομία της Αργεντινής μετά την πτώχευση

Το πρώτο σημάδι που δείχνει την ανάκαμψη της οικονομίας της Αργεντινής είναι ότι μετά από μια σύντομη περίοδο αναταραχής, το πραγματικό Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν, άρχισε να αυξάνεται με εκπληκτικό ρυθμό σχεδόν 10 τοις εκατό ανά έτος, μέχρι την οικονομική κρίση του 2007-08.

**Διάγραμμα 1 Ποσοστό αύξησης ΑΕΠ Αργεντινής**



Ενώ μετά την παγκόσμια κρίση του 2008 το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν της χώρας παρουσίασε μια πτώση, μετά το 2010 άρχισε να μειώνεται, μέχρι να φτάσει ακόμα και σε αρνητικά επίπεδα αύξησης, δηλαδή σε ύφεση. Επίσης το ποσοστό αύξησης του ΑΕΠ της χώρας μετά την πτώχευση του 2014 έφτασε σε μηδενικά επίπεδα.

Το δεύτερο σημάδι ανάκαμψης ήταν η μείωση του ποσοστού ανεργίας από 21 τοις εκατό στο 7 τοις εκατό περίπου.

**Διάγραμμα 2 Ποσοστό ανεργίας της Αργεντινής**

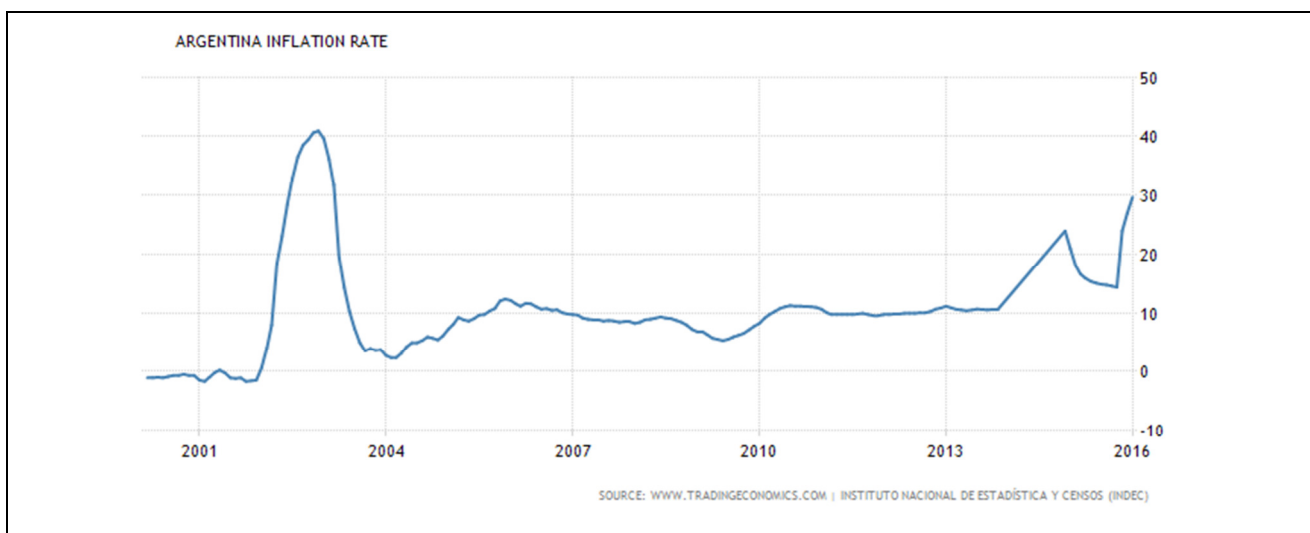


Μετά από το 2008 το ποσοστό ανεργίας της Αργεντινής φαίνεται να σταθεροποιείται γύρω στο 7% χωρίς να παρουσιάζει μεγάλες διακυμάνσεις.

Το τρίτο σημαντικό σημάδι που δείχνει την ανάκαμψη της οικονομίας είναι η μείωση του ποσοστού της φτώχειας κάτω από το επίπεδο που παρατηρήθηκε στο απόγειο της οικονομίας όταν είχε σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία.

Όμως, πέρα από τα σημάδια που έδειχναν ότι η οικονομία της Αργεντινής ανέκαμπε, υπήρχαν κάποια σημάδια τα οποία έδειχναν ότι η οικονομία συνέχιζε να αντιμετωπίζει κάποια προβλήματα. Το κυριότερο ανησυχητικό σημάδι, ήταν η επιδείνωση των χρηματοοικονομικών δεικτών. Επίσης, η Αργεντινή αντιμετώπισε δυσκολίες στην πρόσβαση των εξωτερικών πιστώσεων και έχασε την αξιοπιστία της. Συγκεκριμένα, τα spreads των ομολόγων της Αργεντινής από 4000 μονάδες βάσης πριν από την κρίση σε δέκα φορές περισσότερο μετά την κρίση. Το δεύτερο σημάδι επιδείνωσης της οικονομίας της Αργεντινής ήταν η σταθεροποίηση του πληθωρισμού σε διψήφιο αριθμό.

### Διάγραμμα 3 Ποσοστό πληθωρισμού της Αργεντινής



Όπως φαίνεται από το παραπάνω διάγραμμα και τις δυο φορές που ξέσπασε οικονομική κρίση και η Αργεντινή έπρεπε να χρεοκοπήσει, μετά την χρεοκοπία ο ρυθμός πληθωρισμού της χώρας εκτινασσόταν στα ύψη. Για παράδειγμα στην πρώτη χρεοκοπία του 2001, ο ρυθμός πληθωρισμού

από περίπου μηδενικά επίπεδα εκτοξεύθηκε στο 40 τοις εκατό περίπου. Αν και μετά από αυτή την πτώχευση ο ρυθμός πληθωρισμού είχε σταθεροποιηθεί γύρω στο 10 τοις εκατό, μετά την πτώχευση του 2014 εκτοξεύθηκε ξανά κοντά στο 30 τοις εκατό.

Ένα ακόμα πολύ ανησυχητικό σημάδι ήταν μετά την χρεοκοπία ήταν η μεγάλη και απότομη υποβάθμιση του αργεντίνικου πέσο σε σχέση με το αμερικάνικο δολάριο. Όπως φαίνεται και από το παρακάτω διάγραμμα πριν το 2001 η συναλλαγματική ισοτιμία ήταν κλειδωμένη με το αμερικανικό δολάριο στο ένα προς ένα, μετά την πτώχευση του 2001 η συναλλαγματική ισοτιμία άρχισε να κυμαίνεται ελεύθερα και υπήρχε μια υποτίμηση του νομίσματος. Όμως την μεγαλύτερη υποτίμηση την υπέστη μετά την πτώχευση του 2014 αφού πλέον το 1 δολάριο ανταλλάσσεται με 16 περίπου αργεντίνικα πέσο.

#### Διάγραμμα 4 Συναλλαγματική ισοτιμία της Αργεντινής



## 7. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΑΡΓΕΝΤΙΝΗΣ

Από τα προηγούμενα κεφάλαια μπορεί κάποιος να συμπεράνει ότι παρότι η οικονομία της Αργεντινής χρεοκόπησε μια φορά το 2001 και έδειχνε ότι μετά την χρεοκοπία θα άρχιζε να ανακάμπτει αφού δεν θα πλήρωνε το εξωτερικό της χρέος και αφού ξεκλείδωσε την συναλλαγματική ισοτιμία τα προϊόντα της χώρας έγιναν πιο ανταγωνιστικά, χρεοκόπησε ξανά το 2014. Όμως, το να χρεοκοπεί μια χώρα δύο φορές μέσα στα τελευταία 15 χρόνια είναι ένα καταστροφικό γεγονός, γιατί θα υπάρχει έλλειψη εμπιστοσύνης από τους επενδυτές και από τους επίδοξους δανειστές της χώρας, οπότε η ρευστότητα της χώρας μειώνεται υπερβολικά. Επίσης, λόγω της χρεοκοπίας, ο πληθωρισμός της χώρας αυξάνεται πάρα πολύ χωρίς να υπάρχει αντίστοιχη

αύξηση στους μισθούς, οπότε ο πραγματικός μισθός των κατοίκων της χώρας αλλά και η αγοραστική δύναμη των καταναλωτών μειώνονται δραστικά. Με τον υψηλό πληθωρισμό και με την χαμηλή αγοραστική δύναμη οι επιχειρήσεις δεν έχουν υψηλή ζήτηση για τα προϊόντα τους και εκ των πραγμάτων έχουν και χαμηλά έσοδα. Αυτό θα οδηγήσει τις επιχειρήσεις σε απολύσεις έτσι ώστε να μειώσουν τα κόστη τους. Βέβαια, η απελευθέρωση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του πέσο από το δολάριο, οδήγησε σε αύξηση της ζήτησης αργεντίνικων προϊόντων από τους κατοίκους του εξωτερικού αφού πλέον τα προϊόντα της Αργεντινής είναι φθηνότερα για αυτούς.

## 8. ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΙΣΛΑΝΔΙΑΣ

Η μεγάλη κρίση που έπληξε τις χρηματοπιστωτικές αγορές το 2008 εξέπληξε τους υπεύθυνους για τη χάραξη πολιτικής και τους οικονομολόγους σε όλο τον κόσμο. Οι αρχές των χωρών που αντιμετώπιζαν το πρώτο κύμα της κρίσης προσπάθησαν να ομαλοποιήσουν την κατάσταση στις χώρες αυτές, έτσι ώστε οι συνέπειες της κρίσης από το σύνολο της παγκόσμιας οικονομίας να έχουν όσο το δυνατόν λιγότερο αντίκτυπο στη χώρα τους. Τώρα, μετά από αρκετά χρόνια από τότε που ξέσπασε η οικονομική κρίση, είναι εύκολο για κάποιον να παρατηρήσει ότι ορισμένες χώρες έχουν υποστεί μεγάλη οικονομική καταστροφή από την ύφεση της οικονομικής δραστηριότητας ενώ αντίθετα άλλες χώρες έχουν βγει σχετικά αλώβητες από αυτή την κρίση. Αυτό είναι εν μέρει οφείλεται στο ότι οι αρχές που καθορίζουν την χάραξη πολιτικής της χώρας έχουν αντιδράσει διαφορετικά σε παρόμοια οικονομικά προβλήματα (Rosas, G., 2006). Επομένως, η χάραξη πολιτικής μιας χώρας είναι ένα πολύ σημαντικό αντίδοτο στην κρίση, αρκεί, βέβαια, να ξέρουν πως να το χρησιμοποιήσουν οι αρχές αυτές.

Ένα πολύ καλό παράδειγμα για την αντιμετώπιση της κρίσης είναι η Ισλανδία και η Ιρλανδία μέσω των οποίων φαίνεται η αντίθεση των διαφορετικών μέσων πολιτικής που χρησιμοποιήθηκαν για να αντιμετωπίσουν την λαίλαπα της οικονομικής κρίσης. Αυτές οι δύο χώρες αναφέρονταν συχνά ως οικονομικά θαύματα μέχρι την στιγμή που έσκασε η φούσκα. Οι χώρες αυτές αντιμετώπιζαν παρόμοια οικονομικά προβλήματα και η κρίση του τραπεζικού συστήματος τους ήρθε στην κορύφωση της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης τον Σεπτέμβριο και τον Οκτώβριο του 2008. Παρά τις ομοιότητες στην εκδήλωση της κρίσης, οι αρχές των χωρών αυτών χρησιμοποίησαν διαφορετικές προσεγγίσεις στην αντιμετώπιση αυτών των δυσκολιών. Η Ιρλανδία έσωσε τις τράπεζες από την χρεωκοπία με την εγγύηση του χρέους τους, μετατρέποντας ιδιωτικές ζημιές σε δημόσιες υποχρεώσεις. Ο Krugman (2010), περιγράφει τη μέθοδο της Ιρλανδίας ως ορθόδοξη, αφού σχεδόν κάθε κυβέρνηση στον κόσμο έχει αποδεχθεί την ιδέα ότι πρέπει να σώσει τις τράπεζες, όταν αντιμετωπίζουν προβλήματα, σώζοντας παράλληλα και τους καταθέτες αυτών των τραπεζών. Ωστόσο, ο ίδιος περιγράφει την ισλανδική μέθοδο ως ανορθόδοξη,



αφού η ισλανδική απόκριση στην κρίση υποδηλώνει ότι η σωτηρία των τραπεζών δεν είναι απαραίτητα η μόνη επιλογή.

Μια κρίσιμη διαφορά μεταξύ της Ιρλανδίας και της Ισλανδίας είναι ότι η Ιρλανδία αποτελεί μέρος της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Ένωσης (ΟΝΕ), ενώ η Ισλανδία έχει το δικό της νόμισμα. Παρότι η κρίση στην Ισλανδία έχει θεωρηθεί κάπως πιο σφοδρή, η Ισλανδία, είχε στην φαρέτρα της το πλεονέκτημα της δικής της νομισματικής πολιτικής, η οποία αποτελεί ένα σημαντικό εργαλείο για να ανακάμψει μια χώρα από μια οικονομική κρίση.

Γι' αυτό τον λόγο κρίνεται σκόπιμο αυτή η ενότητα να επιχειρήσει να αναλύσει τον τρόπο με τον οποίο η οικονομία της Ισλανδίας αντέδρασε από μακροοικονομική άποψη. Θα παρουσιαστούν αρκετοί οικονομικοί δείκτες, καθώς και άλλα σημαντικά χαρακτηριστικά της οικονομίας της Ισλανδίας. Επίσης θα αναλυθούν οι πολιτικές που ακολούθησε οι αρχές της χώρας για την αντιμετώπιση της κρίσης και ποια είναι η θέση της σήμερα στην παγκόσμια οικονομία.

## **9. ΑΙΤΙΑ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ**

### **9.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ**

Μολονότι η Ισλανδία δεν βρίσκεται στο κέντρο του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος, διαθέτει αρκετά ευέλικτη οικονομία όπου αφθονεί το επιχειρηματικό πνεύμα. Το εργατικό δυναμικό έχει υψηλό μορφωτικό επίπεδο και θετική στάση στη δημιουργία και υιοθέτηση καινοτόμων ιδεών, παράλληλα η πολιτική κατάσταση στη χώρα είναι σταθερή.

Τη χρονική περίοδο 1996 – 2001 διέθετε έναν από τους υψηλότερους δείκτες ανάπτυξης μεταξύ των χωρών του ΟΟΣΑ, ενώ το Νοέμβριο του 2007 βρέθηκε στην κορυφή της λίστας των Ηνωμένων Εθνών ως η καλύτερη χώρα στον κόσμο για να ζει κανείς (Pierce A., 2008). Παράγοντες που συνέβαλλαν σε αυτή την ανάπτυξη ήταν η δημοσιονομική εξυγίανση, η σταθεροποίηση των τιμών και η απελευθέρωση της

αγοράς. Κινητήρια δύναμη της οικονομίας αποτελεί η αλιεία και οι επενδύσεις στον κλάδο της ενέργειας που καταλαμβάνουν τις πρώτες θέσεις στις εξαγωγές.

Η κατάρρευση της οικονομίας έχει τις ρίζες της στην ιδιόμορφη θεσμική διάρθρωση της Ισλανδίας. Η οικονομία της χώρας ήταν πιο εσωστρεφής και πολιτικοποιημένη σε σχέση με τις γειτονικές χώρες, γεγονός που την άφησε απροετοίμαστη για τις αλλαγές και τις προκλήσεις που προέκυψαν με την ένταξη της στον Ευρωπαϊκό Οικονομικό Χώρο (ΕΟΧ) και τη συμμετοχή της στην παγκόσμια οικονομία (Danielson και Zoega 2009a). Οι Buitter και Sibert (2008 a) υποστηρίζουν ότι για τη μη βιωσιμότητα του ισλανδικού επιχειρηματικού μοντέλου ευθύνονται τέσσερις παράγοντες:

1. Το μικρό μέγεθος της χώρας
2. Η περιορισμένη δημοσιονομική ικανότητα
3. Το εθνικό νόμισμα
4. Ο υπερμεγέθης τραπεζικός τομέας

Η οικονομική ευφορία οδήγησε στην αύξηση της εγχώριας ζήτησης, τροφοδοτούμενη κυρίως από τον εξωτερικό δανεισμό. Το εξωτερικό χρέος έφτασε το 80% του συνολικού χρέους, το μεγαλύτερο μέρος του οποίου ήταν εκφρασμένο σε συνάλλαγμα. Η αύξηση της κατανάλωσης εισαγόμενων αγαθών οδήγησε σε άνοδο του πληθωρισμού και του εμπορικού ελλείμματος. Ταυτόχρονα, η ισχυρή συναλλαγματική ισοτιμία κατέστησε τις εξαγωγές ακριβότερες. Στις αρχές του 2007, η ισλανδική κορόνα ήταν ένα από τα πιο υπερτιμημένα νομίσματα στον κόσμο. Την περίοδο 2005 – 2011, η Ισλανδία εμφανίζει συνεχώς έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της, λαμβάνοντας τη μέγιστη τιμή του το 2008, ενώ στη συνέχεια παρουσιάζει σταδιακή μείωση φθάνοντας τα 864 εκ δολάρια.

Ήδη το 2006 οι Valgreen et al., (2006) αναφέρουν ότι η ισλανδική οικονομία ήταν η πιο «υπερθερμασμένη» (overheated) μεταξύ των χωρών του ΟΟΣΑ, ενώ αναλύοντας μακροοικονομικά στοιχεία συμπέραναν ότι η χώρα όδευε προς ύφεση το 2007.

Η απορρύθμιση του ισλανδικού τραπεζικού τομέα τη δεκαετία του 1990 και τις αρχές της δεκαετίας του 2000 είχε σημαντικές επιπτώσεις στην οικονομία, η οποία αναπτύχθηκε εξαρτώμενη σε μεγάλο βαθμό από σημαντικές εισροές κεφαλαίων από τις διεθνείς χρηματαγορές και στη συνέχεια τη χρήση των κεφαλαίων για τη διεθνή επέκταση επενδυτικών εταιρειών (Danielsson & Zoega 2009b).

Οι τρεις μεγαλύτερες τράπεζες αθροιστικά αποτελούσαν το 85% του χρηματοπιστωτικού συστήματος, διέθεταν πριν από την κρίση συναλλαγματικά διαθέσιμα και χρέος 10 φορές μεγαλύτερο από το ισλανδικό ΑΕΠ, καθιστώντας την ισλανδική Κεντρική Τράπεζα ανίκανη να δράσει ως δανειστής έσχατης προσφυγής ( Lender of Last Resort ) και το κράτος ανίκανο να ανασυγκροτήσει τα κεφαλαία του. Η ισλανδική οικονομία ήταν εκτεθειμένη σε οποιαδήποτε σχεδόν επιδείνωση στο διεθνές περιβάλλον. Οι παράγοντες αυτοί οδήγησαν ορισμένους οικονομολόγους όπως οι Buiter & Sibert (2008 b) στο συμπέρασμα ότι η κατάρρευση της Ισλανδίας αποτελεί μια ακραία περίπτωση.

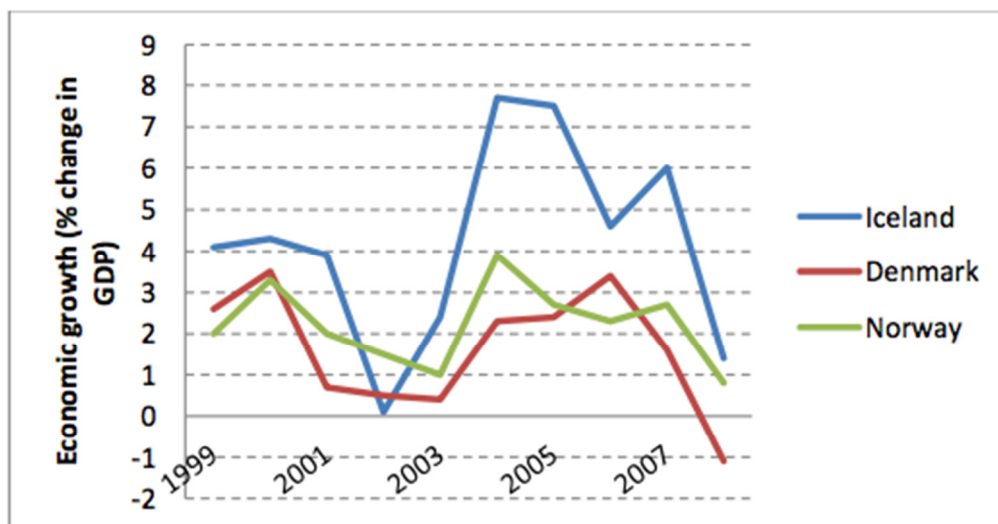
Παρακάτω θα αναλυθούν πιο εμπεριστατωμένα τα αίτια που οδήγησαν την οικονομία της Ισλανδίας στην κατάρρευση.

## **9.2 ΣΗΜΑΔΙΑ ΠΟΥ ΑΠΟΤΕΛΕΣΑΝ ΠΡΟΑΓΓΕΛΟ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ**

Η Ισλανδία, ένα απομονωμένο νησί στη μέση του Βόρειου Ατλαντικού, δεν μπορούσε να παρέχει στους κατοίκους της μια ζωή ενός υψηλότερου βαθμού ευημερίας σε σχέση με άλλες. Πράγματι, το 1904 το κατά κεφαλήν εισόδημα της Ισλανδίας ήταν παρόμοιο με εκείνο της Γκάνας σήμερα. Στις αρχές του 21ου αιώνα, όμως, η Ισλανδία έγινε μια από τις πιο ισχυρές χώρες στον κόσμο σε σχέση με το κατά κεφαλήν εισόδημα. Η χώρα το 2007 και το 2008, κατατασσόταν ως η πιο ανεπτυγμένη χώρα στον κόσμο σύμφωνα με τον Δείκτη Ανθρώπινης Ανάπτυξης των Ηνωμένων Εθνών (ΟΗΕ, 2007). Το παρακάτω γράφημα δείχνει την οικονομική ανάπτυξη της Ισλανδίας σε σύγκριση με τις άλλες γειτονικές σκανδιναβικές χώρες. Σε αυτό το γράφημα παρατηρείται μεγαλύτερη ποσοστιαία αύξηση του ΑΕΠ της Ισλανδίας σε σχέση με όλες τις άλλες σκανδιναβικές χώρες. Η μεγάλη αυτή επιτυχία της Ισλανδίας μπορεί σε μεγάλο βαθμό να αποδοθεί στη διαδικασία της

απελευθέρωσης της οικονομίας της και στις ολοένα πιο ελεύθερες εμπορικές συνθήκες.

**Γράφημα 1<sup>1</sup> Ποσοστιαία αύξηση του ΑΕΠ των χωρών της Σκανδιναβίας**



Source: Statistics Iceland (2011)

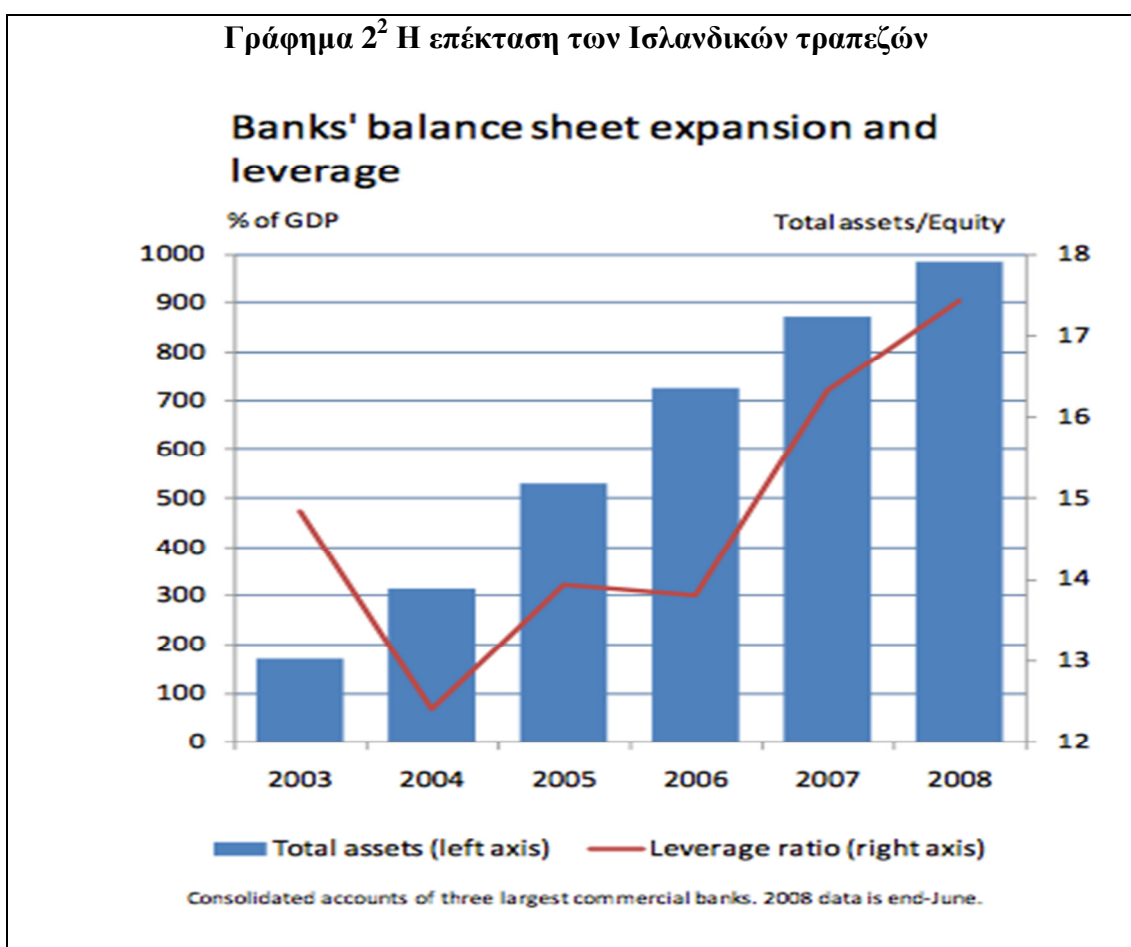
Η χώρα από την συμμετοχή της στην Ευρωπαϊκή Ζώνη Ελεύθερων Συναλλαγών (ΕΖΕΣ - European Free Trade Association (EFTA)) το 1970, αλλά και στον Ευρωπαϊκό Οικονομικό Χώρο (ΕΟΧ - European Economic Area (EEA)) το 1994, γνώρισε αυξημένη ελευθερία του εξωτερικού εμπορίου και των ροών κεφαλαίων προς αυτήν. Αυτό οφείλεται κατά κύριο λόγο στη νομοθεσία σχετικά με τις «τέσσερις ελευθερίες», δηλαδή την ελεύθερη κυκλοφορία των αγαθών, κεφαλαίων, υπηρεσιών και ανθρώπων (Nello, SS, 2009). Η ιδιότητα του μέλους άνοιξε πολλές πόρτες για την οικονομία της Ισλανδίας.

Οι ιδιωτικοποιήσεις του τραπεζικού τομέα της Ισλανδίας μεταξύ 2001 και 2003, βοήθησαν τις εμπορικές τράπεζες της Ισλανδίας να διογκωθούν με ταχύτατους ρυθμούς. Τα Ισλανδικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, τα οποία μέχρι τώρα λειτουργούσαν σχεδόν αποκλειστικά στην εγχώρια αγορά, είχαν την ευκαιρία να ξεκινήσουν να λειτουργούν και εκτός συνόρων, δηλαδή εντός της ζώνης των χωρών του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου. Οι συνθήκες που είχαν δημιουργηθεί στη διεθνή χρηματοπιστωτική αγορά ήταν ευνοϊκές, οι τράπεζες είχαν εύκολη πρόσβαση σε πιστώσεις, η ρευστότητα ήταν σε υψηλά επίπεδα και τα επιτόκια ήταν χαμηλά. Τα

<sup>1</sup> Πηγή: Στατιστική υπηρεσία Ισλανδίας 2011

στατιστικά στοιχεία που φαίνονται στα παρακάτω δύο γραφήματα δίνουν μια εικόνα της ταχείας ανάπτυξης σε πολύ σύντομο χρονικό διάστημα. Από το 2003 έως το 2007, το σύνολο του ενεργητικού των τραπεζών αυξήθηκε από το μισό του ΑΕΠ της Ισλανδίας σε σχεδόν εννέα φορές περισσότερο. Λίγο πριν την κατάρρευση των τραπεζών, το σύνολο του ενεργητικού ανήλθε σε έντεκα φορές το ΑΕΠ (Steingrímur J. Sigfússon, 2011).

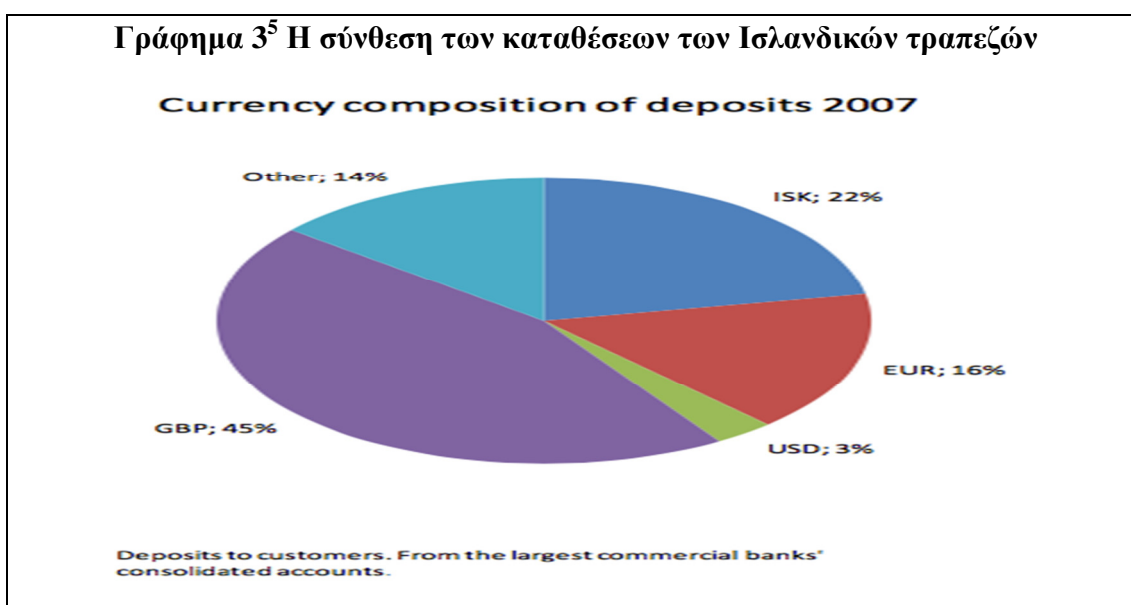
Η επέκταση αυτή των τραπεζών τροφοδοτήθηκε από τις διεθνείς δραστηριότητες, από την πιστωτική επέκταση και την υψηλότερη εγχώρια κατανάλωση και τις επενδύσεις. Το 2006, οι τράπεζες ξεκίνησαν να χρηματοδοτούνται από ξένες αποταμιεύσεις, δειλεύοντας τους ξένους επενδυτές προσφέροντας πολύ υψηλά επιτόκια. Οι καταθέσεις ήταν ασφαλισμένες από την ισλανδική κυβέρνηση και ακολουθούσαν την Ισλανδική νομοθεσία.



<sup>2</sup> Πηγή : <http://www.sedlabanki.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=7592>

Στις αρχές του 2006 η οικονομία της Ισλανδίας μπήκε στο μικροσκόπιο. Το ΔΝΤ, ο ΟΟΣΑ, αλλά και η Danske Bank<sup>3</sup> εξέφραζαν την ανησυχία τους για την υπερθέρμανση της ισλανδικής οικονομίας. Τα σημάδια ήταν εμφανή: το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών το έτος 2007 είχε φτάσει στο 24% του Ακαθάριστου Εγχωρίου Προϊόντος, το οποίο ήταν το μεγαλύτερο στον κόσμο. Το ενεργητικό των τριών μεγαλύτερων ισλανδικών τραπεζών –Glitnir, Kaupthing, Landsbanki- στα τέλη του 2007 ήταν εννιά φορές μεγαλύτερο από το ΑΕΠ της χώρας, ενώ μόλις λίγα χρόνια νωρίτερα –το 2003- ήταν μόλις 1,7 φορές μεγαλύτερο. Οι δραστηριότητές τους στο εξωτερικό είχαν πλέον ξεπεράσει τη δυνατότητα της Κεντρικής Τράπεζας της Ισλανδίας ως δανειστή έσχατης ανάγκης. Κι αυτό γιατί το μεγαλύτερο μέρος των υποχρεώσεων των τραπεζών ήταν εκφρασμένο σε ξένο συνάλλαγμα.

Σε έκθεση της τον Μάρτιο του 2006 η Danske Bank<sup>4</sup> υπογράμμισε ότι η Ισλανδία είχε την μεγαλύτερη οικονομική υπερθέρμανση μεταξύ των χωρών του ΟΟΣΑ. Το πολύ υψηλό επίπεδο του εξωτερικού χρέους (300% του ΑΕΠ) συνοδευόταν από ανεργία 1%, αύξηση των μισθών ετησίως κατά 7% και πληθωρισμό 4%. Στην ίδια έκθεση υπογραμμίζονταν η δύσκολη θέση στην οποία πιθανότατα θα περιέρχονταν οι ισλανδικές τράπεζες το επόμενο διάστημα, καθώς σημαντικό μέρος του χρέους τους, το οποίο έληγε μέσα στους επόμενους 18 μήνες, ήταν εκφρασμένο σε ξένο νόμισμα.



<sup>3</sup> <http://www.mbl.is/media/98/398.pdf>

<sup>4</sup> <http://www.mbl.is/media/98/398.pdf>

<sup>5</sup> Πηγή: <http://www.sedlabanki.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=7592>

Επίσης, σημαντικά στατιστικά στοιχεία είναι ότι πάνω από το 40% του συνολικού ενεργητικού ήταν σε θυγατρικές του εξωτερικού, το 60% του συνολικού δανεισμού ήταν σε μη κατοίκους, και το 60% των εσόδων ήταν από ξένες πηγές. Πάνω από τα δύο τρίτα των δανείων και πάνω από τα τρία τέταρτα των καταθέσεων ήταν σε συνάλλαγμα, και κυρίως σε λίρες Αγγλίας. Περίπου το 85% των ξένων δανείων των τραπεζών ήταν στην Ευρώπη, με το ήμισυ στις σκανδιναβικές χώρες, το ένα τρίτο στο Ηνωμένο Βασίλειο, και το ένα δέκατο των χωρών της Μπενελούξ.

Πέραν όμως, τις ευθύνες που αναλογούν στην κεντρική τράπεζα της χώρας για την διόγκωση του τραπεζικού τομέα, μεγάλες ευθύνες φέρει και για την πολιτική των υψηλών επιτοκίων. Η χώρα τα χρόνια πριν την κρίση υπέφερε από υψηλούς ρυθμούς πληθωρισμού. Γι' αυτό τον λόγο η αντιμετώπιση του πληθωρισμού βρέθηκε στο επίκεντρο της πολιτικής της Κεντρικής Τράπεζας. Την περίοδο κατά την οποία η αντιμετώπιση του πληθωρισμού αποτελούσε προτεραιότητα, οι στόχοι δεν επιτυγχάνονταν. Ο πληθωρισμός εξακολουθούσε να βρίσκεται πάνω από τους στόχους που είχαν τεθεί. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα η Κεντρική Τράπεζα να αυξάνει τα επιτόκια. Το 2007 άγγιξαν ακόμη και το 15%. Η υιοθέτηση της πολιτικής αυτής δε θα μπορούσε φυσικά να μην έχει συνέπειες στην οικονομία. Αφ' ενός μεν επιχειρήσεις και νοικοκυριά άρχισαν να δανείζονται από το εξωτερικό με χαμηλότερα επιτόκια, αφ' ετέρου έλαβε χώρα μαζική εισροή κεφαλαίων ακριβώς εξαιτίας των υψηλών επιτοκίων. Οι προϋποθέσεις για να ανθήσει η κερδοσκοπία πληρούνταν και με το παραπάνω. Η ραγδαία αύξηση της κεφαλαίων που εισάγονταν στη χώρα είχε επίσης σαν αποτέλεσμα την ανατίμηση της κορώνας. Οι Ισλανδοί ζούσαν μια επίπλαστη ευημερία. Η εισροή κεφαλαίων ενθάρρυνε όλο και περισσότερο την οικονομική ανάπτυξη και ο πληθωρισμός συνέχισε να παραμένει υψηλός. Έτσι δημιουργήθηκε ένας φαύλος κύκλος, καθώς η Κεντρική Τράπεζα διατηρούσε τα υψηλά επιτόκια για να αντιμετωπίσει τον υψηλό πληθωρισμό. Το συμπέρασμα το οποίο απορρέει από αυτή την πολιτική είναι ότι η πολιτική των υψηλών επιτοκίων απέτυχε ολοσχερώς (Gylfi Zoega & Jón Daniélfsson, 2009).

### 9.3 ΙΣΤΟΡΙΚΑ ΓΕΓΟΝΟΤΑ ΠΟΥ ΟΔΗΓΗΣΑΝ ΣΤΟ ΞΕΣΠΑΣΜΑ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

Πως, όμως έφτασε η χώρα να αντιμετωπίζει την χειρότερη κρίση στη σύγχρονη ιστορία της; Παρακάτω θα εξεταστεί η πορεία προς την κρίση μέσω της ανάλυσης των στρατηγικών κινήσεων των τριών μεγάλων τραπεζών της χώρας.

Το Φεβρουάριο του 2006 ο οίκος αξιολόγησης Fitch αξιολόγησε ως αρνητικό το χρέος της χώρας, ανοίγοντας τον ασκό του Αιόλου και ως εκ τούτου ο δανεισμός της χώρας γινόταν ολοένα και δυσκολότερος και τα ισλανδικά spreads άρχισαν να εκτοξεύονται.

Τον Ιούλιο του 2006 σε έκθεσή του το ΔΝΤ επεσήμανε ότι «οι διεθνείς αγορές εκφράζουν την ανησυχία τους για τον σημαντικό αυτό ρυθμό ανάπτυξης, εξαιτίας του οποίου το ισλανδικό χρηματοπιστωτικό σύστημα έχει εκτεθεί σε ευπάθειες». Στην απόρρητη έκδοση της έκθεσης αυτής η επέκταση του ισολογισμού των τραπεζών χαρακτηρίστηκε από το ΔΝΤ ως «ιλιγγιώδης». Στην έκθεση που αργότερα δόθηκε στη δημοσιότητα ο όρος αυτός αντικαταστάθηκε από τον μετριοπαθέστερο «αξιοσημείωτη».

Το καμπανάκι του κινδύνου είχε χτυπήσει, αλλά οι ισλανδικές τράπεζες, τα διοικητικά τους συμβούλια, η Κεντρική Τράπεζα, αλλά και ο εποπτικός φορέας δεν το άκουσαν. Η εξεύρεση κεφαλαίων έγινε δύσκολη ήδη από το καλοκαίρι του 2006. Αντί να περιορίσουν τον δανεισμό και τις εξαγορές στο εξωτερικό, οι τράπεζες που δυσκολεύονταν πλέον να δανειστούν κατέφυγαν στις καταθέσεις των υποκαταστημάτων (Icesave) σε Βρετανία και Ολλανδία.

Στο εσωτερικό, οι τράπεζες συμμετείχαν στη δημιουργία της φούσκας των ακινήτων. Προσέφεραν δάνεια με μικρότερο επιτόκιο και μεγαλύτερο χρόνο αποπληρωμής από εκείνα του Ταμείου Χρηματοδότησης Στέγασης (HFF), ενώ η αγορά κατοικίας δεν αποτελούσε προϋπόθεση για την χορήγηση του δανείου. Ο Zoega (2008a) αναφέρει σχετικά με το ρόλο των εποπτικών αρχών ότι ούτε η Κεντρική Τράπεζα, ούτε η Χρηματοπιστωτική Αρχή επιχείρησαν να περιορίσουν την ανάπτυξη των τραπεζών κατά την περίοδο της επέκτασης. Η ισλανδική οικονομία δέχτηκε ισχυρό πλήγμα



όταν κατέρρευσαν οι τρεις μεγαλύτερες τράπεζες σε διάστημα μιας εβδομάδας τον Οκτώβριο του 2008, ενώ η Κεντρική Τράπεζα επικρίθηκε για τη νομισματική πολιτική που ακολούθησε και το χειρισμό της κατάρρευσης. Σε σύγκριση με το μέγεθος της οικονομίας της, η κατάρρευση των τραπεζών της Ισλανδίας είναι η μεγαλύτερη που υπέστη ποτέ χώρα στην οικονομική ιστορία.

Η πρώτη ιδιωτικοποίηση στον τραπεζικό τομέα ξεκίνησε τον Δεκέμβριο του 1999, όταν το δημόσιο πούλησε το 15% των μετοχών της Εθνικής Τράπεζας της Ισλανδίας (Landsbanki) και της Αγροτικής Τράπεζας (Búnaðarbanki). Με την τελευταία συγχωνεύτηκε το 2003 η επενδυτική τράπεζα Kaupthing. Από την συγχώνευση αυτή δημιουργήθηκε η μεγαλύτερη τράπεζα της χώρας. Η τρίτη σημαντικότερη τράπεζα της Ισλανδίας και η πρώτη που κατέρρευσε στην κρίση του 2008, η Glitnir, προέκυψε το 1990 από τη συγχώνευση τριών ιδιωτικών τραπεζών – Alþýðubanki (Union Bank), Verzlunarbanki (Bank of Commerce) και Iðnaðarbanki (Industrial Bank)- και μιας κρατικής χρεοκοπημένης τράπεζας – της Útvegsbanki (Fisheries Bank).

Ο διεθνής δανεισμός για τις ιδιωτικοποιημένες πλέον τράπεζες ήταν πολύ εύκολος. Ένα τραπεζικό σύστημα απαλλαγμένο από ελέγχους και ρυθμίσεις, βαθιά διεφθαρμένο, γιγαντώθηκε κατά την δεκαετία του 2000. Τόσο το εγχώριο όσο και το διεθνές περιβάλλον συνηγορούσαν στην απρόσκοπτη διόγκωση των ισλανδικών τραπεζών. Στο εσωτερικό, η απουσία επαρκούς ρυθμιστικού καθεστώτος συνέβαλε στην ασυδοσία των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Σε διεθνές επίπεδο, οι συνθήκες ήταν ευνοϊκές: οι τράπεζες είχαν εύκολη πρόσβαση σε μεγάλα κεφάλαια, η ρευστότητα ήταν διασφαλισμένη και τα επιτόκια σε χαμηλά επίπεδα. Οι τρεις συστημικές ισλανδικές τράπεζες – Glitnir, Kaupthing Bank και Landsbanki- επιδόθηκαν σε μια τρελή κούρσα αναζήτησης κερδών σε διεθνές επίπεδο.

Πιο συγκεκριμένα, η Landsbanki διατηρούσε υποκαταστήματα σε Λονδίνο, Άμστερνταμ, Όσλο, Ελσίνκι και Καναδά, ενώ από το 2006 προσέφερε και υπηρεσίες ηλεκτρονικού εμπορίου στη Βρετανία και την Ολλανδία μέσω του υποκαταστήματός της, Icesave. Σημαντική ωστόσο ήταν η παρουσία θυγατρικών της σε Λονδίνο, Παρίσι, Φραγκφούρτη, Ζυρίχη, Άμστερνταμ, Μιλάνο, Γένοβα, Μαδρίτη, Λουξεμβούργο και Δουβλίνο (Zoega 2008a).

Τόσο η εμπορική Glitnir όσο και η επενδυτική Kaupthing επιδόθηκαν σε εξαγορές, κυρίως στις σκανδιναβικές χώρες και τις ΗΠΑ. Το σύνολο του ενεργητικού της

έφτανε τα 58.3 δισεκατομμύρια ευρώ στα τέλη του 2007, ενώ το μεγαλύτερο μέρος των κερδών της (το 70%), τα οποία το 2007 έφτασαν τα 812 εκατομμύρια ευρώ, προερχόταν από δραστηριότητες της τράπεζας εκτός της χώρας.

Στις 27 Σεπτεμβρίου 2008, η τράπεζα Glitnir, η μικρότερη εκ των τριών τραπεζών της χώρας, στράφηκε στην Κεντρική Τράπεζα για να αντιμετωπίσει επερχόμενο πρόβλημα ρευστότητας. Λόγω έλλειψης εμπιστοσύνης στις προσφερόμενες εξασφαλίσεις, η Κεντρική Τράπεζα αποφάσισε να αγοράσει το 75% των μετοχών της σε πολύ χαμηλή τιμή. Επίσης, η κεντρική τράπεζα της χώρας αποφάσισε να ανακαλέσει τα πιστωτικά όρια για τις άλλες δύο τράπεζες (Zoega 2008a).

Ακολούθησε η μαζική απόσυρση καταθέσεων (bank run) από τη θυγατρική Icesave της τράπεζας Landsbanki στο Ηνωμένο Βασίλειο και την Ολλανδία και η κατάρρευση της, καθώς αδυνατούσε να προβεί σε πληρωμή των πιστωτών. Οι θυγατρικές αυτές διατηρούσαν δικό τους ισολογισμό στη χώρα δραστηριοποίησης τους, ενώ η διαχείριση του Ενεργητικού και του Παθητικού γινόταν κεντρικά από τη μητρική όπως επίσης τα χρηματικά διαθέσιμα και η ρευστότητα, επομένως βρίσκονταν ουσιαστικά υπό την εποπτεία των ισλανδικών ρυθμιστικών αρχών και όχι των βρετανικών και ολλανδικών αντίστοιχα, καθώς λειτουργούσαν ως θυγατρικές ισλανδικής οικονομικής οντότητας. Κύρια λειτουργία τους ήταν η προσφορά επιτοκίων, πολύ μεγαλύτερων από τα αντίστοιχα των ημεδαπών τραπεζών για την προσέγγιση κεφαλαίων, φτάνοντας να αντλήσουν £4,5 δις στο Ηνωμένο Βασίλειο και £1 δις στην Ολλανδία.

Η υπόθεση της θυγατρικής Icesave προκάλεσε διπλωματικό επεισόδιο μεταξύ της Ισλανδίας και των άλλων δύο χωρών. Στις 8 Οκτωβρίου 2008, το Υπουργείο Οικονομικών της Μεγάλης Βρετανίας εξέδωσε το Διάταγμα για το Πάγωμα των Δραστηριοτήτων της Landsbanki καθώς και των περιουσιακών στοιχείων σχετικά με τη Landsbanki που είχαν στην κατοχή τους η Κεντρική Τράπεζα και η κυβέρνηση της Ισλανδίας. Η απόφαση δέσμευσης εφαρμόστηκε σύμφωνα με τις διατάξεις του Μέρους 2 του Νόμου περί Τρομοκρατίας, Εγκλήματος και Ασφάλειας (2001) και ελήφθη σύμφωνα με επίσημη ανακοίνωση της Κεντρικής Τράπεζας καθώς «ενέργειες σε βάρος της οικονομίας του Ηνωμένου Βασιλείου (ή μέρος του) είχαν ληφθεί ή ήταν πιθανό να ληφθούν από ορισμένα πρόσωπα που βρίσκονται στην κυβέρνηση ή είναι κάτοικοι χώρας ή εδάφους εκτός του Ηνωμένου Βασιλείου». Το μεγαλύτερο μέρος

των περιουσιακών στοιχείων της τράπεζας όμως είχε ήδη μεταφερθεί είτε στην Ισλανδία, είτε σε off-shore λογαριασμούς (Zoega 2008a).

Ως αποτέλεσμα της αρχικής κρίσης του 2006, η κορώνα υποτιμήθηκε σημαντικά, με αποτέλεσμα οι υποχρεώσεις των τριών μεγαλύτερων τραπεζών που ήταν εκφρασμένες σε ξένο νόμισμα να αυξηθούν υπερβολικά, χωρίς η Κεντρική Τράπεζα της Ισλανδίας να μπορεί να τις εγγυηθεί. Πιο συγκεκριμένα, στις 10 Νοεμβρίου 2008, η Κεντρική Τράπεζα της Ολλανδίας έθεσε σε εφαρμογή τη διαδικασία αποζημίωσης των Ολλανδών καταθετών ύψους μέχρι 100.000€ ανά καταθέτη. Ακολούθησαν δύο δημοψηφίσματα στην Ισλανδία στις 6 Μαρτίου 2010 και στις 9 Απριλίου 2011 αναφορικά με την αποπληρωμή ή όχι των χρεών από τις διεθνείς δραστηριότητες των τραπεζών Landsbanki και Kaupthing. Μετά από δύο δημοψηφίσματα, ο ισλανδικός λαός έδωσε μια «ανορθόδοξη» -για τη διεθνή πρακτική- απάντηση στο δυσεπίλυτο πρόβλημα της διάσωσης των τραπεζών: αποφάσισε το κράτος να μην εξυπηρετήσει τα εξωτερικά δάνεια των ιδιωτικών τραπεζών.

Στις 14 Δεκεμβρίου 2011, η Εποπτεύουσα Αρχή της Ευρωπαϊκής Ζώνης Ελεύθερων Συναλλαγών (EZEΣ) υπέβαλε επίσημη αίτηση στο Δικαστήριο της EZEΣ εναντίον της Ισλανδίας. Η ακρόαση της υπόθεσης έλαβε χώρα στις 18 Σεπτεμβρίου 2012, ενώ η απόφαση που εκδόθηκε στις 28 Ιανουαρίου 2013 απέρριψε και τις τρεις κατηγορίες εις βάρος της Ισλανδίας. Το δικαστήριο θεώρησε ότι η χώρα δεν παραβίασε την οδηγία περί εγγύησης καταθέσεων, δεδομένου ότι η χρηματοπιστωτική κρίση στην Ισλανδία ήταν πάρα πολύ ισχυρή. Θεώρησε επίσης ότι η Ισλανδία δεν έκανε διάκριση ανάμεσα στους εγχώριους καταθέτες και στους καταθέτες στο Ηνωμένο Βασίλειο ή την Ολλανδία. Δέχτηκε επίσης τον ισχυρισμό της ότι το κράτος ήταν υποχρεωμένο να δημιουργήσει ένα ταμείο εγγύησης των καταθέσεων, όχι όμως να το εγγυηθεί με δημόσια χρήματα. Η απόφαση αυτή θέτει, επίσης, σοβαρά ερωτήματα και δημιουργεί προηγούμενο σχετικά με τις διασυνοριακές τραπεζικές συμφωνίες στην Ευρώπη, οι οποίες επιτρέπουν σε εξωτερικούς δανειστές να δραστηριοποιούνται σε μια χώρα χωρίς να υπόκεινται σε εγχώρια χρηματοοικονομική εποπτεία (Danielsson & Zoega 2009b).

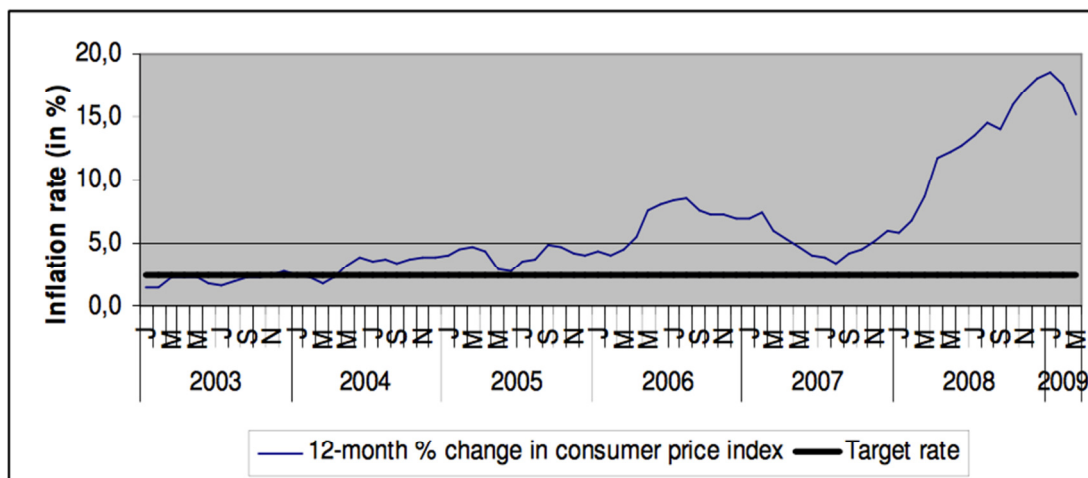
## 10. ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ ΤΗΣ ΙΣΛΑΝΔΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

Σε αυτή την υποενότητα θα αναλυθούν πως η χρηματοοικονομική κρίση επηρέασε κάποια βασικά μακροοικονομικά μεγέθη της Ισλανδίας όπως ο πληθωρισμός, η ανεργία, το χρέος της χώρας, το δημοσιονομικό της ισοζύγιο, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και η συναλλαγματική ισοτιμία της χώρας.

### 10.1 ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ

Η οικονομική κρίση στην Ισλανδία είναι αποτέλεσμα του συνδυασμού της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης και μιας σειράς ανεπιτυχών μακροοικονομικών πολιτικών που δεν είχαν προβλέψει την πραγματική πιθανότητα της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής και οικονομικής κρίσης. Μια ανεπιτυχής μακροοικονομική πολιτική ήταν η προσπάθεια της κεντρικής τράπεζας της Ισλανδίας να ελέγξει τον πληθωρισμό. Ο στόχος που εγκρίθηκε για τον πληθωρισμό το 2001, ήταν 2,5 τοις εκατό. Παρά τη δέσμευση της κεντρικής τράπεζας για τον περιορισμό των πληθωριστικών πιέσεων, το ποσοστό πληθωρισμού ήταν σταθερά πάνω από το ποσοστό-στόχο. Το παρακάτω γράφημα δείχνει τη μηνιαία δυναμική του πληθωρισμού στην Ισλανδία από το 2003 και μετά.

Γράφημα 4<sup>6</sup> Μηνιαίος Ρυθμός πληθωρισμού Ισλανδίας 2003 - 2009



Source: Central Bank of Iceland (2009)

<sup>6</sup> Κεντρική Τράπεζα Ισλανδίας 2009

Η χώρα όπως φαίνεται και από το παραπάνω γράφημα δέχτηκε ισχυρές πληθωριστικές πιέσεις, όταν τα επιτόκια ήταν ήδη υψηλά. Επίσης, υπήρχε ισχυρή οικονομική ανάπτυξη, πράγμα που σήμαινε ότι η οικονομία της χώρας είχε υπερθερμανθεί, καθώς η πραγματική οικονομική δραστηριότητα ξεπέρασε τη δυνατότητα οικονομικής δραστηριότητας. Υπό κανονικές συνθήκες, η κεντρική τράπεζα θα αύξανε τα επιτόκια για να αποτρέψει την περαιτέρω πληθωριστικές πιέσεις. Ωστόσο, τα δάνεια και οι καταθέσεις που επικρατούσαν στον ισλανδικό τραπεζικό τομέα ήταν εκφρασμένα σε ξένο νόμισμα και, κατά συνέπεια, αν η κεντρική τράπεζα είχε αυξήσει το επιτόκιο περαιτέρω θα είχε ωθήσει την πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία σε ταχεία ανατίμηση.

## 10.2 ΔΗΜΟΣΙΟ ΧΡΕΟΣ

Το δημόσιο χρέος αυξήθηκε σημαντικά μετά την κατάρρευση του τραπεζικού τομέα το 2008, λαμβάνοντας τη μεγαλύτερη τιμή του το 2009, το οποίο έφτασε να είναι 83.1% σε σχέση με το 27% δύο χρόνια νωρίτερα. Σύμφωνα με το διάγραμμα την περίοδο 2005 – 2007 παρουσίασε σημαντική μείωση. Η μεγάλη αυτή αύξηση του χρέους θα ασκούσε αργότερα πιέσεις στις δημόσιες δαπάνες, την κατανάλωση και τις επενδύσεις.

Γράφημα 5<sup>7</sup> Δημόσιο χρέος της χώρας ως ποσοστό του ΑΕΠ 2000 - 2009



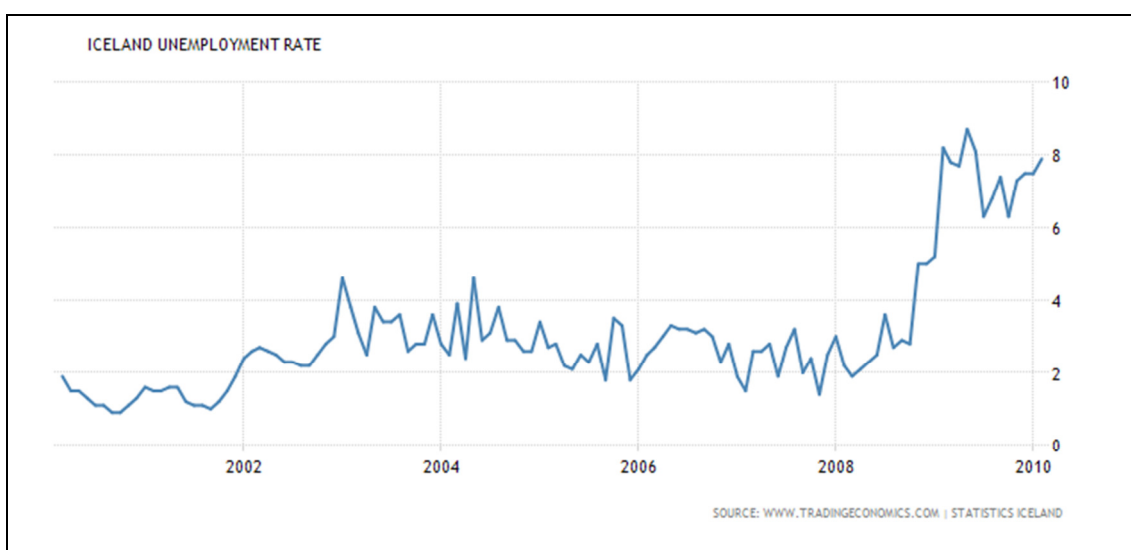
<sup>7</sup> <http://www.tradingeconomics.com/iceland/government-debt-to-gdp>

Όπως αναφέρθηκε και σε προηγούμενο κεφάλαιο το αυξανόμενο αυτό χρέος ήταν σε ξένο νόμισμα και αφότου η Ισλανδική Κορόνα έχανε αξία το πραγματικό χρέος έτεινε να είναι πολύ μεγαλύτερο από το ονομαστικό που φαίνεται από το παραπάνω γράφημα.

### 10.3 ΑΝΕΡΓΙΑ

Η κρίση είχε ως συνέπεια τη ραγδαία αύξηση της διαρθρωτικής ανεργίας. Οι εισαγωγικές επιχειρήσεις αντιμετώπισαν μεγάλα προβλήματα λόγω των περιορισμών σε συνάλλαγμα που θέσπισε η κυβέρνηση, ενώ ο ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού στην Ισλανδία κλιμακώθηκε σε 17,1%, επίπεδο ρεκόρ για τη χώρα όπως φαίνεται και σε προηγούμενο υποκεφάλαιο.

Γράφημα 6<sup>8</sup> Ποσοστό ανεργίας της Ισλανδίας 2000 - 2009



Η μεγάλη αύξηση των τιμών οδήγησε σε μεγάλη μείωση των εσόδων των επιχειρήσεων, οι οποίες με την σειρά τους έπρεπε να μειώσουν τα κόστη τους έτσι ώστε να μπορούν να ανταποκριθούν στην νέα δύσκολη πραγματικότητα που είχαν να αντιμετωπίσουν. Στα άμεσα κόστη τους όμως εμπεριέχεται και το εργατικό κόστος, οπότε οι περικοπές στα έσοδα έφεραν περικοπές στις θέσεις εργασίας, με άμεσο αποτέλεσμα τον τετραπλασιασμό των ανέργων μέσα σε δύο χρόνια.

<sup>8</sup> <http://www.tradingeconomics.com/iceland/unemployment-rate>

## 10.4 ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΟ ΙΣΟΖΥΓΙΟ

Ενώ αρχικά το ισοζύγιο της Ισλανδίας έδειχνε να κινείται ανοδικά, μετά το ξέσπασμα της κρίσης το δημοσιονομικό ισοζύγιο της Ισλανδίας επιβαρύνθηκε αρκετά. Πιο συγκεκριμένα, ο καθαρός δανεισμός της γενικής κυβέρνησης αυξήθηκε κατά περίπου 8% του ΑΕΠ κατά τα πέντε έτη έως το 2007, τότε έφτασε σε πλεόνασμα πεντέμισι τοις εκατό του ΑΕΠ όπως φαίνεται από τον παρακάτω πίνακα. Περίπου τα δύο τρίτα της αύξησης αυτής οφείλονται σε υψηλότερα έσοδα. Τα εισοδήματα της κυβέρνησης από τους έμμεσους φόρους και από φόρους επί των εταιρικών κερδών όλα αυξήθηκαν σημαντικά ως ποσοστό του ΑΕΠ, αν και οι φόροι επί εταιρικών κερδών παρέμειναν ως ένα από τα χαμηλότερα ποσοστά του ΑΕΠ στις χώρες του ΟΟΣΑ.

Πίνακας 1<sup>9</sup> Η σύνθεση του προϋπολογισμού της Ισλανδικής κυβέρνησης.

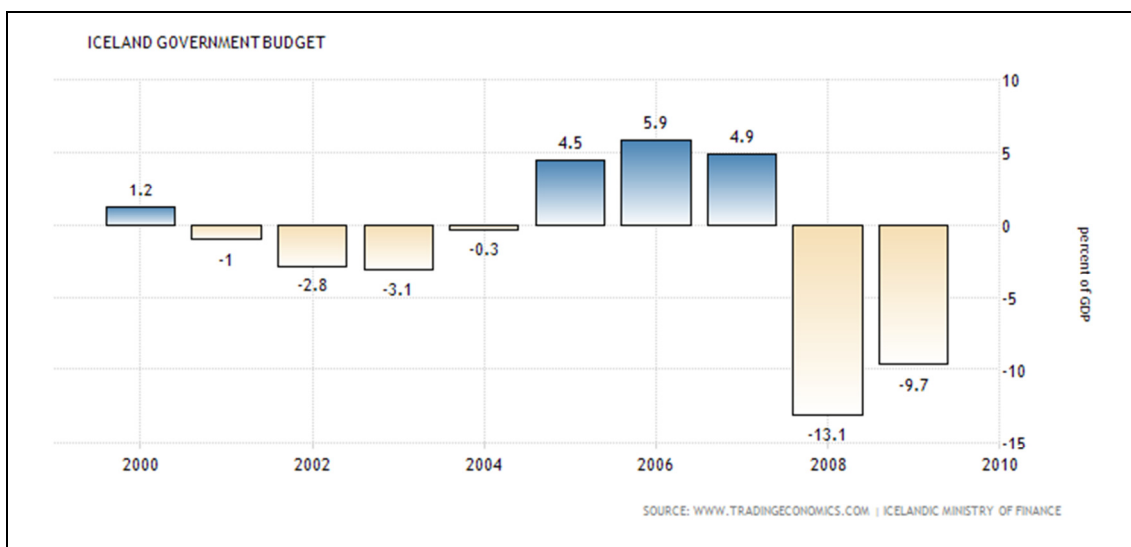
Per cent of GDP						
	2003	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Total revenue</b>	42.8	44.1	47.1	48.0	48.2	43.5
Total tax revenue	33.6	34.8	37.4	38.1	37.9	33.1
Taxes on income, profits and capital gains	16.0	16.1	17.6	18.3	18.7	17.8
<i>of which</i>						
Payable by individuals	13.9	13.9	14.2	14.0	13.9	
Payable by corporations	1.2	1.0	2.0	2.4	2.5	
Taxes on sales and services	14.8	15.7	16.7	17.2	16.2	12.5
<i>of which</i>						
General taxes on goods and services	9.7	10.4	11.1	11.3	10.6	
Excises	3.3	3.4	3.7	3.7	3.6	
Social contributions	3.1	3.1	3.2	3.3	3.2	2.9
Grants	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Other revenue	6.0	6.1	6.4	6.4	7.2	7.4
<i>of which</i>						
Property income	2.1	2.1	2.6	2.9	3.6	3.9
Sales of goods and services	3.5	3.5	3.5	3.2	3.2	3.0
<b>Total expenditure</b>	45.6	44.1	42.2	41.7	42.5	44.6
Current expense	43.9	42.0	40.9	39.5	40.1	42.0
Compensation of employees	16.3	15.7	15.6	15.3	14.9	14.8
Use of goods and services	11.3	11.1	10.7	10.6	10.9	11.0
Consumption of fixed capital	1.9	1.9	1.8	1.8	1.8	1.9
Interest	2.7	2.4	2.2	2.2	2.6	3.2
Subsidies	1.9	1.8	2.0	1.7	1.8	1.8
Grants	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
Social benefits	7.1	6.8	6.2	5.7	5.8	6.6
Other expense	2.5	2.2	2.3	2.1	2.2	2.6
Net investment	1.7	2.0	1.3	2.1	2.5	2.7

Source: Statistics Iceland.

<sup>9</sup> <http://rafhladan.is/bitstream/handle/10802/9623/1061031e-2011.pdf?sequence=37>

Όμως, το 2008, η απώλεια φορολογικών εσόδων από τους εταιρικούς φόρους και η κατάρρευση του τραπεζικού συστήματος οδήγησαν στην δραματική μείωση των εσόδων στον προϋπολογισμό και αυτό οδήγησε σε συνεχόμενα ελλείμματα στο δημοσιονομικό ισοζύγιο της χώρας.

**Γράφημα 7<sup>10</sup> Δημοσιονομικό ισοζύγιο της Ισλανδίας ως ποσοστό του ΑΕΠ 2000 - 2009**



Όπως φαίνεται από το παραπάνω γράφημα μετά το ξέσπασμα της κρίσης η Ισλανδία αντιμετώπισε ένα δημοσιονομικό έλλειμμα της τάξης του 13.1% από το πλεόνασμα της προηγούμενης χρονιάς.

## 10.5 Συναλλαγματικά Αποθέματα

Στην περίπτωση μιας μικρής ανοικτής οικονομίας η οποία έχει το δικό της νόμισμα και το τραπεζικό της σύστημα είναι διεθνοποιημένο, ο μηχανισμός πίσω από τις ενέργειες του δανειστή έσχατης ανάγκης είναι πολύπλοκος. Εάν το νόμισμα της χώρας δεν έχει καμία διεθνή πιστοληπτική ικανότητα τότε η αξιοπιστία της κεντρικής τράπεζας της χώρας να ενεργεί ως δανειστής έσχατης ανάγκης έχει επηρεαστεί σοβαρά. Ένα τέτοιο σενάριο είναι η ισλανδική οικονομία. Η ισλανδική κορώνα αποτελεί ένα μικρό νόμισμα σε αντίθεση με το ισλανδικό τραπεζικό σύστημα που στην ουσία αναπτύχθηκε σε μεγαλύτερο βαθμό από το ποσοστό του ΑΕΠ της χώρας.

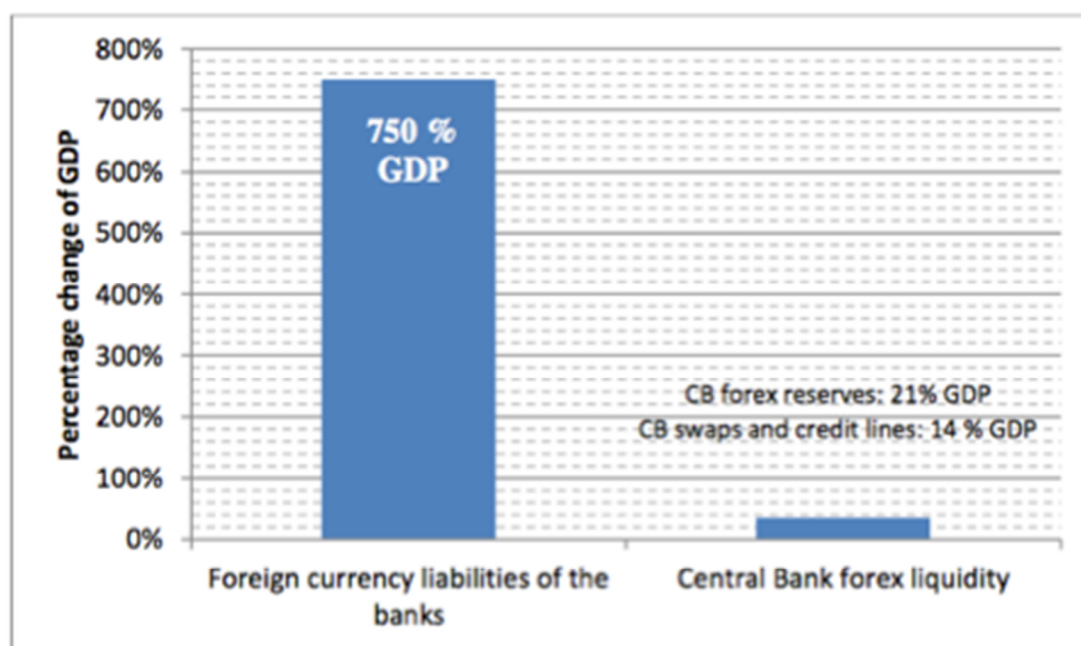
<sup>10</sup> <http://www.tradingeconomics.com/iceland/government-budget>



Η ικανότητα ενός δανειστή εσχάτης ανάγκης σε μικρές ανοικτές οικονομίες, συνεπώς περιορίζεται στο μέγεθος των συναλλαγματικών διαθεσίμων της ρευστότητας της κεντρικής τράπεζας (Κεντρική Τράπεζα της Ισλανδίας, 2011b).

Το παρακάτω γράφημα δείχνει τις ξένες υποχρεώσεις των τραπεζών το Σεπτέμβριο του 2008, οι οποίες ανήλθαν σε 750 τοις εκατό του ΑΕΠ της Ισλανδίας, ενώ τα συναλλαγματικά αποθέματα της Κεντρικής Τράπεζας της Ισλανδίας ανήλθαν σε μόνο 25 τοις εκατό του ΑΕΠ. Σύμφωνα με την Κεντρική Τράπεζα συναλλαγματικά αποθέματα ήταν 374.8 δισεκατομμύρια Κορώνα στο τέλος του Σεπτεμβρίου.

**Γράφημα 8<sup>11</sup> Ποσοστό υποχρεώσεων σε ξένο νόμισμα και ποσοστό υποχρεωτικών διαθεσίμων**



Η Κεντρική Τράπεζα της Ισλανδίας θα έπρεπε, όπως κάθε άλλη κεντρική τράπεζα στον κόσμο, να γίνει ένας δανειστής έσχατης ανάγκης, όταν οι εμπορικές τράπεζες δεν έχουν την απαραίτητη ρευστότητα για να καλύψουν τις τρέχουσες υποχρεώσεις. Η κεντρική τράπεζα πέραν από το νόμισμα της χώρας πρέπει να διαθέτει στα ταμεία της και τα απαραίτητα συναλλαγματικά διαθέσιμα. Τα συναλλαγματικά αποθέματα δείχνουν την ικανότητα αποπληρωμής του εξωτερικού χρέους και δίνουν την δυνατότητα στην κεντρική τράπεζα να ενισχύσει την άμυνα του νομίσματος της. Η ανάπτυξη του τραπεζικού τομέα σε βαθμό πολύ μεγαλύτερο από την ανάπτυξη

<sup>11</sup> Πηγή: Central Bank of Iceland (2011)

συναλλαγματικών αποθεμάτων επηρέασαν την αξιοπιστία της Κεντρικής Τράπεζας. Τα συναλλαγματικά αποθέματα δεν ήταν αρκετά για να στηρίξουν τις τράπεζες. Ο Gylfi Zoega, και ο Jon Danielsson (2009), συνέταξαν μια έκθεση, η οποία είχε τίτλο "η κατάρρευση μιας χώρας" στο οποίο εξηγούν την αδράνειά της κεντρικής τράπεζας όσον αφορά την επέκταση της σε ξένο συναλλαγματικό αποθεματικό παράλληλα με την ανάπτυξη του τραπεζικού τομέα.

## 10.6 Συναλλαγματική ισοτιμία

Το νόμισμα της χώρας ήταν και παραμένει μέχρι τώρα η Ισλανδική Κορόνα. Αυτό το νόμισμα όσο η οικονομία της χώρας βρισκόταν σε περίοδο ανάπτυξης έτεινε να ανατιμάται συνεχώς από το 2002 περίπου μέχρι τις αρχές του 2006, όπως φαίνεται και στο παρακάτω γράφημα.

Η ισχυρή συναλλαγματική ισοτιμία τα χρόνια πριν την κρίση οδήγησε στην επέκταση των εισαγόμενων αγαθών και υπηρεσιών. Την ίδια στιγμή οι εξαγωγές ήταν σχετικά πιο ακριβές για τους αλλοδαπούς, το οποίο σήμαινε ότι οι καθαρές εξαγωγές μειωνόταν συνεχώς.

Γράφημα 9<sup>12</sup> Συναλλαγματική ισοτιμία Ισλανδικής κορόνας ανά ευρώ



<sup>12</sup> <http://www.tradingeconomics.com/iceland/currency>

Όμως, από το 2006 και μετά το νόμισμα της χώρας έχασε πάνω από 100% της αξίας του. Δηλαδή, ενώ στις αρχές του 2006 το ευρωπαϊκό νόμισμα άξιζε περίπου εξήντα Ισλανδικές Κορόνες, το 2009 μετά το ξέσπασμα της κρίσης το ένα ευρώ άξιζε περίπου 130 Ισλανδικές Κορόνες. Αυτό οφείλεται κυρίως στην μεγάλη εκροή κεφαλαίων μετά το ξέσπασμα της κρίσης στην Ισλανδία. Βέβαια, η μεγάλη αυτή υποτίμηση ευνόησε τις εισαγωγές της χώρας καθώς όπως θα φανεί και σε άλλη υποενότητα, αυτή η υποτίμηση κατέστησε τα προϊόντα της χώρας πιο φθηνά για τους κατοίκους του εξωτερικού, οπότε βελτίωσε το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών.

Στην έρευνά τους οι Ólafsson και Pétursson (2011) κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι το καθεστώς των κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών, το οποίο έχει υιοθετήσει η Ισλανδία, συνέβαλε στην ανάκαμψη της οικονομίας της χώρας. Η επιλογή της υποτίμησης της κορώνας είχε σαν αποτέλεσμα οι εξαγωγές της Ισλανδίας να γίνουν περισσότερο ανταγωνιστικές, αλλά και να μετατοπιστεί η ζήτηση για εισαγόμενα αγαθά σε ζήτηση για όσα παράγονταν εγχώρια. Πιο συγκεκριμένα αύξηση παρατηρήθηκε στις εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών της χώρας, αν εξαιρέσει κανείς τους τομείς του αλουμινίου, των αεροσκαφών και των προϊόντων αλιείας, χάρη στην υποτίμηση της κορώνας. Μεταξύ αυτών θα μπορούσε αναμφισβήτητα να συγκαταλεχθεί και ο τομέας του τουρισμού, καθώς η Icelandair είδε εν μέσω κρίσης τις κρατήσεις από το εξωτερικό να αυξάνονται θεαματικά, την ίδια περίοδο κατά την οποία στις υπόλοιπες ευρωπαϊκές χώρες ο τουρισμός είχε ανεπανόρθωτα πληγεί.

Τα μεγάλα ελλείμματα του ισοζυγίου πληρωμών που ήταν χαρακτηριστικό της ισλανδικής οικονομίας καθ' όλη τη διάρκεια της φούσκας, μετά την υποτίμηση του νομίσματος άρχισαν να περιορίζονται και τη θέση τους από το 2009 πήραν πλεονάσματα. Αξίζει να σημειωθεί ότι και το εμπορικό έλλειμμα, το οποίο από τα τέλη του 2006 άγγιζε το 30% του ΑΕΠ, άρχισε και αυτό να περιορίζεται σημαντικά χάρη στην υποτίμηση της κορώνας.

Η υποτίμηση του νομίσματος είχε οφέλη και όσον αφορά στον τραπεζικό τομέα της χώρας μετά την εκδήλωση της κρίσης. Συγκεκριμένα, η κυβέρνηση μπόρεσε να εγγυηθεί για τους εγχώριους καταθέτες των τραπεζών, όχι όμως και για τους ξένους, των οποίων οι καταθέσεις ήταν εκφρασμένες σε ξένο νόμισμα. Δε θα πρέπει κανείς να παραβλέψει το γεγονός ότι η υποτίμηση της κορώνας είχε σαν αποτέλεσμα και την αναπροσαρμογή των τιμών των κινητών αξιών, καθώς ο γενικός χρηματιστηριακός

δείκτης έπεσε κατά 93%. Και οι τιμές των ακινήτων όμως κατέγραψαν σημαντική μείωση.

## **10.7 Βαθμολόγηση από τους οίκους Αξιολόγησης<sup>13</sup>**

Στις 24 Νοεμβρίου 2008, ο οίκος αξιολόγησης Standard & Poors Ratings Services («S & P») μείωσε την μακροπρόθεσμη εκτίμηση ξένου νομίσματος της σχετικά με τη Δημοκρατία της Ισλανδίας σε BBB- από BBB λόγω του υψηλού χρέους του δημόσιου τομέα αλλά την επέκταση του τραπεζικού τομέα. Προηγουμένως ο ίδιος οίκος είχε επίσης μειώσει σε BBB- από A- την αξιολόγηση της χώρας λόγω των κεφαλαιακών ελέγχων.

Στις 4 Δεκεμβρίου 2008, η Moodys Investors Service υποβάθμισε το νόμισμα της Δημοκρατίας της Ισλανδίας σε Baa1 με αρνητικές προοπτικές, από A1. Η βραχυπρόθεσμη βαθμολογία της κυβέρνησης άλλαξε σε P-2 από P-1. Επίσης ο ίδιος οίκος υποβάθμισε την πιστοληπτική ικανότητα του εκδότη των τοπικών ομολόγων ( την Ισλανδική Κυβέρνηση) σε Baa1 από A1.

Στις 23 Ιανουαρίου 2009, ο οίκος Moody's ανέφερε ότι η Ισλανδία παρά της αρνητικές τις προοπτικές και την υποβάθμιση της βαθμολογίας της παρέμεινε μια χώρα στην οποία θα μπορούσαν να πραγματοποιήσουν επενδύσεις οι επενδυτές. Η αρνητική προοπτική την οποία είχε αναφέρει σε πρόβλεψη της οφείλεται στη συνεχιζόμενη οικονομική αβεβαιότητα που εξακολουθούσε να αντιμετωπίζει η Ισλανδία.

## **11. Πολιτικές αντιμετώπισης της κρίσης από τις αρχές της χώρας**

### **11.1 Εισαγωγή**

---

<sup>13</sup> [https://www.mayerbrown.com/public\\_docs/0254fin\\_Summary\\_Government\\_Interventions\\_Iceland.pdf](https://www.mayerbrown.com/public_docs/0254fin_Summary_Government_Interventions_Iceland.pdf)

Η οικονομική κατάρρευση ήρθε ως έκπληξη σοκ για τον πληθυσμό και την οικονομία της χώρας. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα την ταχεία επιδείνωση των συνθηκών διαβίωσης και αυτό οδήγησε πολλά νοικοκυριά να αντιμετωπίζουν πολλές δυσκολίες. Η νέα κυβέρνηση η οποία ανέβηκε στην εξουσία έπρεπε να πραγματοποιήσει πολλές δομικές μεταρρυθμίσεις έτσι ώστε να προστατέψει τους πολίτες που είχαν μεγαλύτερα προβλήματα από αυτή την κρίση, αλλά και να θωρακίσει την οικονομία από μια ενδεχόμενη μελλοντική παρόμοια κατάσταση.

Μετά την εμφάνιση της κρίσης άρχισαν να πυκνώνουν οι φωνές των σωματείων εργατών αλλά και των ενώσεων των εργοδοτών για τη δημιουργία περισσότερων θέσεων εργασίας, και για προσέλκυση νέων επενδύσεων στις βιομηχανίες. Βέβαια, αυτό για την κυβέρνηση της χώρας αυτό είναι εύκολο στα λόγια αλλά δύσκολο στην πράξη, αφού η μεγάλη πλειοψηφία των επιχειρήσεων είναι πάρα πολύ υπερχρεωμένες και δεν μπορούν να πάρουν περισσότερα δάνεια για να επενδύσουν στην αγορά. Επίσης από την άλλη πλευρά οι καταναλωτές, λόγω υψηλού πληθωρισμού, έχουν χάσει σημαντική αγοραστική δύναμη, που οδηγεί σε ανεπαρκή ζήτηση προϊόντων. Όποτε καταλαβαίνει κανείς ότι η κυβέρνηση της Ισλανδίας είχε να αντιμετωπίσει πολλά ανοικτά μέτωπα και έπρεπε να πραγματοποιήσει ριζοσπαστικές μεταρρυθμίσεις έτσι ώστε να ανακάμψει άμεσα η οικονομία και να επανέλθει στα επίπεδα προ κρίσης.

Οι πρωταρχικοί στόχοι των αρχών της χώρας ήταν η μείωση της ανεργίας, η επιστροφή στην ανάπτυξη, η μείωση του πληθωρισμού, η ανοικοδόμηση του τραπεζικού τομέα και η μείωση του μεγάλου χρέους. Με βάση αυτούς τους στόχους οι αρχές της χώρας έλαβαν τα μέτρα που αναλύονται διεξοδικά στο επόμενο κεφάλαιο.

## **11.2 Μέτρα Αντιμετώπισης**

### **11.2.1 Μέτρα για ανακούφιση των χρεών των δανειοληπτών**

Η αυξημένη επιβάρυνση του χρέους είναι, μαζί με την αύξηση της ανεργίας και τις περικοπές των πραγματικών αποδοχών, μία από τις κύριες μελαγχολικές συνέπειες

της οικονομικής κρίσης που χτύπησαν την Ισλανδία. Μετά την κρίση, πολλοί εξακολουθούσαν να πιστεύουν ότι δεν είχαν γίνει αρκετά προς την ανακούφιση των νοικοκυριών από τα βάρη του χρέους, δηλαδή των δανείων που είχαν πάρει. Οι δανειολήπτες χωρίς να έχουν την απαραίτητη ρευστότητα, και έχοντας χάσει τις δουλείες τους ήταν πολύ δύσκολο γι' αυτούς να μπορέσουν να αποπληρώσουν τα δάνεια.

Η κυβέρνηση υποσχέθηκε από την αρχή να προσπαθήσει να προστατέψει νοικοκυριά, ιδιαίτερα αυτά που διαθέτουν χαμηλότερα εισοδήματα. Από νωρίς υπήρχαν έντονες εκκλήσεις για μια κατ' αποκοπή μείωση όλων των χρεών των νοικοκυριών κατά 25% (Ólafsson 2011).

Η Ισλανδική κυβέρνηση να χρησιμοποιήσει τα ακόλουθα κύρια χαρακτηριστικά που καθορίζουν τη διαδικασία ελάφρυνσης του χρέους (Ólafsson 2011):

#### **Γενική ελάφρυνση του χρέους:**

Οι οφειλέτες που αντιμετωπίζουν προβλήματα με αρνητικά κεφάλαια τα χρέη τους θα μειώνονταν έως το 110% της αξίας των περιουσιακών τους στοιχείων, μέχρι την αξία ενός μικρού σπιτιού (λαμβάνοντας υπόψη το μέγεθος της οικογένειας). Σε αυτή την ελάφρυνση υπήρχε ένα όριο στο ποσό που θα ανακούφιζε τα νοικοκυριά, πιο συγκεκριμένα ήταν 24.500 ευρώ για ένα μόνο άτομο και 43.000 ευρώ για ζευγάρια και μόνους γονείς. Για αυτούς που είχαν σοβαρότερα οικονομικά προβλήματα θα μπορούσε να δοθεί περαιτέρω ελάφρυνση του χρέους, μετά από μια πιο λεπτομερή εξέταση των οικονομικών τους και της ικανότητας τους να πληρώσουν. Σε αυτές τις περιπτώσεις οι περικοπές των χρεών των νοικοκυριών μπορούσαν να φτάσουν έως και 91.500 ευρώ για ένα άτομο και 183.000 ευρώ για ζευγάρια και μόνους γονείς.

#### **Ειδική ελάφρυνση του χρέους:**

Αυτό αποτελεί ένα πιο περιορισμένο μέτρο, το οποίο εφαρμόστηκε σε λιγότερες οικογένειες και μόνο σε άτομα τα οποία αντιμετώπιζαν πολύ σοβαρές δυσκολίες. Αυτό το μέτρο οδηγούσε σε διαγραφή χρεών αυτών των οικογενειών μέχρι και 70% της αξίας των περιουσιακών τους στοιχείων, ενώ το υπόλοιπο 30% θα πάγωνε για

διάστημα έως 3 χρόνια, χωρίς τόκους ή υποχρέωση εξόφλησης κατά τη διάρκεια αυτού του χρόνου.

#### **Επιδότησεις επιτοκίου μέσω του φορολογικού συστήματος:**

Η κυβέρνηση αποφάσισε να πραγματοποιήσει μια ειδική στοχευμένη έκπτωση φόρου επί των τόκων για στεγαστικά δάνεια για να ελαφρύνει τα φορολογικά βάρη των ήδη βεβαρημένων προϋπολογισμών των νοικοκυριών. Αυτή η έκπτωση είχε σαν βάση το εισόδημα, και επίσης λάμβανε υπόψη την καθαρή αξία του σπιτιού και τον αριθμό των παιδιών της κάθε οικογένειας. Ως εκ τούτου, απευθύνεται σε ιδιοκτήτες ακινήτων που έχουν τη μεγαλύτερη ανάγκη.

#### **Μέτρο για την ενίσχυση των οικογενειών οι οποίες είχαν πληρωμές σε καθυστέρηση:**

Αυτό το μέτρο αποτελούσε μια ιδιαίτερη προσπάθεια της κυβέρνησης για να βοηθήσει όλες τις οικογένειες που είχαν καθυστερημένες πληρωμές όσον αφορά τις υποθήκες τους πριν από την 1η Ιουνίου 2011. Η συμβολή της κυβέρνησης με αυτό το μέτρο ήταν η παροχή συμβουλών και η προσαρμογή των μέτρων που θα μπορούσαν να τους βοηθήσουν. Ο στόχος με αυτό το μέτρο ήταν η αποφυγή των κατασχέσεων όσο το δυνατόν περισσότερο.

### **11.2.2 Εθνικοποίηση της τράπεζας Glitnir**

Όπως αναφέρθηκε και σε προηγούμενο κεφάλαιο, η Glitnir ήταν η μικρότερη από τις τρεις τράπεζες που αντιμετώπισαν τα πρώτα προβλήματα αποπληρωμής του βραχυπρόθεσμου χρέους. Επειδή υπήρχε έλλειψη εμπιστοσύνης στις εγγυήσεις της Glitnir, η Κεντρική Τράπεζα της Ισλανδίας απέρριψε το αίτημα της για βοήθεια. Στις 29 Σεπτεμβρίου 2008, ανακοινώθηκε ένα σχέδιο εθνικοποίησης της τράπεζας από τις ισλανδικές αρχές με την ανάληψη του 75 τοις εκατό των μετοχών για 600 εκατομμύρια ευρώ.

Η ανακοίνωση της εθνικοποίησης της Glitnir προσέλκυσε μεγάλο ενδιαφέρον. Οι Βρετανοί, Ολλανδοί και οι Γερμανοί οι οποίοι είχαν επενδύσει αρκετά χρήματα από

τις αποταμιεύσεις τους σε λογαριασμούς που ελέγχονται από τις θυγατρικές και τα υποκαταστήματα των ισλανδικών τραπεζών, ήταν νευρικοί. Πολλές βρετανικές εφημερίδες δημοσίευσαν πολλά άρθρα σχετικά με την εθνικοποίηση της τράπεζας Glitnir και υπογράμμιζαν την υψηλή μόχλευση των άλλων τραπεζών της Ισλανδίας (Goodman, M, 2008). Στο Ηνωμένο Βασίλειο, τα άρθρα αυτά είχαν τρομοκρατήσει τόσο τους επενδυτές όσο και τους αποταμιευτές. Οι τελευταίοι μάλιστα, δειλιάστηκαν από τις διαφημίσεις που αφορούσαν υποσχέσεις για υψηλά επιτόκια από τους λογαριασμούς της Icesave.

### **11.2.3 Εφαρμογή νομοθεσίας έκτακτης ανάγκης**

Με δεδομένη την εξαιρετικά δύσκολη κατάσταση του ισλανδικού τραπεζικού εκείνη την περίοδο, το κοινοβούλιο της Ισλανδίας ψήφισε μια νομοθεσία έκτακτης ανάγκης στις 6 Οκτωβρίου 2008. Ο νόμος εξουσιοδότησε το ισλανδικό θησαυροφυλάκιο Treasure (Icelandic Treasure) να παρέχει κεφάλαια για την ίδρυση νέων τραπεζών. Η τράπεζα Landsbanki εισχώρησε στην νομοθεσία έκτακτης ανάγκης. Η νομοθεσία έκτακτης ανάγκης έδωσε επίσης την εξουσία στην Αρχή Χρηματοοικονομικής Εποπτείας (Financial Supervisory Authority - FSA) να παρεμβαίνει στις υποθέσεις των προβληματικών τραπεζών σύμφωνα με τις επικρατούσες έκτακτες περιστάσεις.

Οι άνθρωποι πίστευαν γενικά ότι η Kaupthing, η μεγαλύτερη τράπεζα της Ισλανδίας, η οποία κατείχε την μεγαλύτερη ρευστότητα θα μπορούσε να αντέξει το συστημικό κίνδυνο. Παρόλα αυτά όμως, οι βρετανικές αρχές επικαλέστηκαν τους νόμους κατά της τρομοκρατίας έτσι ώστε να παγώσει τα ξένα περιουσιακά στοιχεία της Kaupthing και με βάση αυτό το νόμο έκλεισαν οι θυγατρικές της Kaupthing στο Λονδίνο. (Halldórsson, O. & Zoega, G., 2010).

Αρχικά, η νομοθεσία που ψηφίστηκε τον Οκτώβριο του 2008 βοήθησε στην ελαχιστοποίηση των επιπτώσεων της κρίσης στην οικονομία της χώρας, η κυβέρνηση ανέλαβε τις εγχώριες δραστηριότητες των τριών τραπεζών, ενώ τέθηκαν υπό καθεστώς πτώχευσης οι διεθνείς δραστηριότητες τους. Μετά την ανακοίνωση της εθνικοποίησης της Glitnir, την επόμενη εβδομάδα η Landsbanki, όπως και η μεγαλύτερη ιδιωτική τράπεζα της χώρας η Kaupthing τέθηκαν σε καθεστώς πτώχευσης από την Ισλανδική Αρχή Χρηματοοικονομικής Εποπτείας (FME). Στη θέση τους ιδρύθηκαν αντίστοιχα:



- στις 9 Οκτωβρίου η τράπεζα NBI, γνωστή επίσης ως Nýi Landsbanki, με 200 δις. κορόνες ίδια κεφάλαια και 2,3 δις. κορόνες ενεργητικό,
- στις 15 Οκτωβρίου ιδρύθηκε η Nýi Glitnir με 110 δις. κορόνες ίδια κεφάλαια και 1,2 δις. κορόνες στοιχεία ενεργητικού και
- στις 22 Οκτωβρίου ιδρύθηκε η Nýja Kaupthing με 75 δις. κορόνες ίδια κεφάλαια και 700 δις. κορόνες στοιχεία ενεργητικού.

Τα ίδια κεφάλαια που ανήλθαν στο 30% του ΑΕΠ της Ισλανδίας, τα παρείχε η ισλανδική κυβέρνηση ενώ οι νέες τράπεζες ανέλαβαν την υποχρέωση να αποζημιώσουν τις προκατόχους τους για την καθαρή αξία των μεταβιβαζομένων στοιχείων του ενεργητικού, η οποία υπολογίστηκε ως εξής:

- NBI 558,1 δις. κορόνες (3,87€ δις.),
- NYI Glitnir 442,4 δις. κορόνες (2,95€ δις.),
- Nýja Kaupthing 172,3 δις. κορόνες (1,14€ δις.).

Το συνολικό χρέος των 1.173 δις. κορόνες των τραπεζών για το έτος 2007 αντιστοιχούσε στο 90% του ΑΕΠ για αυτό το έτος.

#### **11.2.4 Λήψη διεθνούς βοήθειας**

Η ισλανδική κυβέρνηση αποφάσισε να ζητήσει βοήθεια από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ) μετά την έναρξη της χρηματοπιστωτικής κρίσης. Η Ισλανδία ήταν η πρώτη ανεπτυγμένη χώρα που ζητούσε βοήθεια από το ΔΝΤ τα τελευταία τριάντα χρόνια. Το ΔΝΤ ενέκρινε κατόπιν αιτήματος της Ισλανδίας σύναψη διετούς Διακανονισμού Χρηματοδότησης Αμέσου Ετοιμότητας (Stand-by Agreement) ύψους \$2,1 δις δολαρίων για τη σταθεροποίηση της ισλανδικής οικονομίας. Οι στόχοι αυτού του σχεδίου ήταν να ανακτήσει η Ισλανδική οικονομία τόσο την εγχώρια όσο και την διεθνή εμπιστοσύνη προς αυτήν κα η σταθερότητα της συναλλαγματικής ισοτιμίας, η ανασυγκρότηση του χρηματοπιστωτικού τομέα και η βιώσιμη δημοσιονομική πολιτική.

Πιο συγκεκριμένα, το πρόγραμμα αποτελούνταν από τρεις πυλώνες (Zoega G, & Danielsson J, 2009).:

1. Αρχικά ένα πρόγραμμα μεσοπρόθεσμης δημοσιονομικής εξυγίανσης με επώδυνα μέτρα λιτότητας και σημαντική αύξηση των φόρων. Προέβλεπε αύξηση του βασικού επιτοκίου από 12% σε 18% με στόχο την προσέλκυση ξένων επενδύσεων και τη στήριξη της κορόνας, η οποία υποτιμήθηκε σε σχέση με το ευρώ και το δολάριο αυξάνοντας το κόστος των εισαγωγών. Το χρέος της κεντρικής διοίκησης σταθεροποιήθηκε στο 80% του ΑΕΠ.

2. Δεύτερο πυλώνα του προγράμματος αποτέλεσε η επαναλειτουργία του βιώσιμου εγχώριου τραπεζικού συστήματος στη θέση του διεθνούς που η κυβέρνηση δεν μπόρεσε να διασώσει νωρίτερα.

3. Τρίτο πυλώνα αποτέλεσε η θέσπιση ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων και η σταδιακή άρση τους, έτσι ώστε να αποκατασταθεί η σύνδεση με το διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα. Επιπλέον, συμφωνήθηκε η χορήγηση δανείου ύψους \$4 δις. από την Κεντρική Τράπεζα της Δανίας, της Νορβηγίας, της Φινλανδίας και της Σουηδίας.

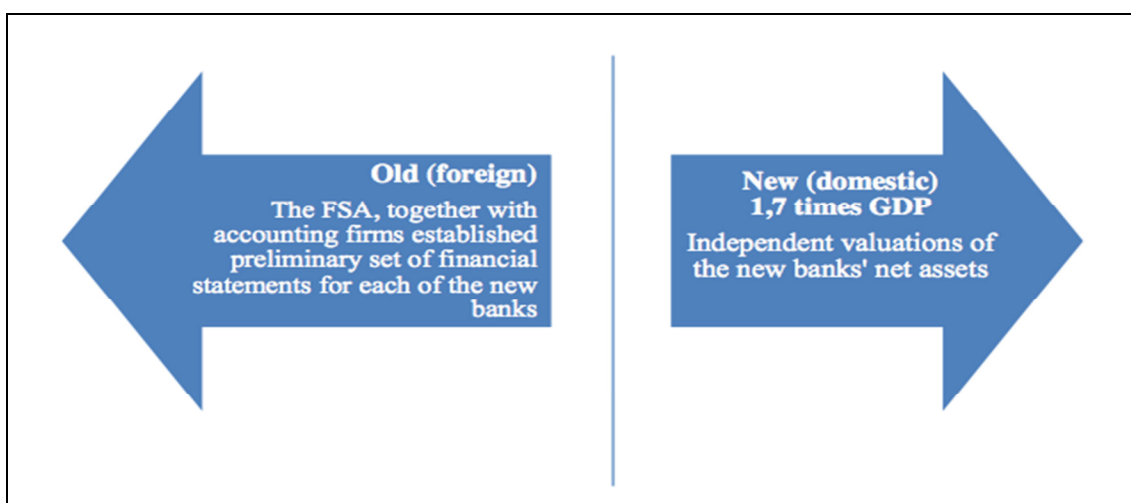
Η πρώτη αντίδραση των καταθετών και των επενδυτών στις οικονομικές διαταραχές είναι η φυγή κεφαλαίων, πράγμα που σημαίνει ότι τα περιουσιακά στοιχεία και τα χρήματα ρέουν ταχύτατα από την προβληματική χώρα προς μια άλλη χώρα, αφού οι ξένοι επενδυτές έχουν χάσει την εμπιστοσύνη τους στην οικονομική δύναμη μιας χώρας αυτής (Mankiw, N., & Taylor, M, 2006). Αυτή ακριβώς ήταν η κατάσταση που αντιμετώπισε η Ισλανδία μετά την συντριβή της οικονομίας της. Οι αρχές της χώρας ανέμεναν ότι οι ξένοι επενδυτές θα απέσυραν τα κεφάλαια τους, τα οποία εκτιμάται ότι ανέρχονταν σε 50 τοις εκατό του ΑΕΠ της Ισλανδίας (Gylfi Zoega & Jón Danielson, 2009). Εάν ένα τέτοιο σημαντικό ποσό κεφαλαίων που έρεε εκτός των συνόρων της χώρας, θα είχε σαν συνέπεια μια ακόμη μεγαλύτερη και πιο παρατεταμένη πτώση της συναλλαγματικής ισοτιμίας, η οποία θα είχε περαιτέρω καταστροφικές συνέπειες για τους ισολογισμούς των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών. Οι έλεγχοι κεφαλαίου προορίζονταν αρχικά από το ΔΝΤ για να είναι σε ισχύ για 2-3 χρόνια.

Τα προγράμματα διαρθρωτικής προσαρμογής του Δ.Ν.Τ. έχουν κατηγορηθεί συχνά στο παρελθόν (όπως στην περίπτωση της Μαλαισίας) για υπερβολικές απαιτήσεις λιτότητας από τη δικαιούχο χώρα ως αντάλλαγμα της παρεχόμενης οικονομικής βοήθειας. Οι επικρίσεις είναι λιγότερο έντονες τα τελευταία χρόνια, καθώς οι πολιτικές του Δ.Ν.Τ. τροποποιήθηκαν ώστε να ανταποκρίνονται περισσότερο στις ανάγκες των δικαιούχων χωρών.

### 11.2.5 Η αναδιάρθρωση του τραπεζικού τομέα

Η ουσία της απόφασης για την έκτακτη νομοθετική ρύθμιση των αρχών όσον αφορά τις τράπεζες ήταν να διαχωρίσει τις ξένες λειτουργίες των παλιών τραπεζών από τις νεοσύστατες τράπεζες όπου φυλάσσονταν οι εγχώριες καταθέσεις και τα δάνεια. Οι ξένες λειτουργίες έμειναν στις παλιές τράπεζες οι οποίες είχαν αφηθεί σε πτώχευση (Jón Danielsson & Gylfi Zoega, 2009). Η Αρχή Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (FSA) αποφάσισε να εξασφαλίσει τη συνέχιση των ζωτικής σημασίας εγχώριων τραπεζικών υπηρεσιών και να διασφαλίσει τις τραπεζικές καταθέσεις του κοινού. Επίσης, περιόρισε σημαντικά το μέγεθος του τραπεζικού τομέα σε ένα επίπεδο που να συμβαδίζει περισσότερο με το μέγεθος της οικονομίας της χώρας (FSA, 2008). Το παρακάτω σχήμα δείχνει πώς χωρίστηκαν οι δραστηριότητες των τραπεζών. Οι τράπεζες δεν χωρίστηκαν σύμφωνα με τη μεθοδολογία «καλή / κακή τράπεζα», όπως οι τράπεζες της Ιρλανδίας.

Σχήμα 1<sup>14</sup> Οι υπηρεσίες των νέων εγχώριων Ισλανδικών Τραπεζών



<sup>14</sup> Πηγή: Central Bank of Iceland (2011)

Αντίθετα, κάθε μία από τις τρεις τράπεζες διαιρέθηκε σε μια «νέα τράπεζα» και μια «παλιά τράπεζα». Οι νέες τράπεζες αποτελούνταν από τις εγχώριες δραστηριότητες, από τα «εγχώρια στοιχεία ενεργητικού (δάνεια) και τις υποχρεώσεις (καταθέσεις) καθώς και την πρόσθετη άμεση χρηματοδότηση των αρχών προς τις νέες τράπεζες. Οι παλιές τράπεζες αποτελούνταν από ό, τι είχε απομείνει από τις ιδιωτικές τραπεζικές εταιρίες. Ο διαχωρισμός αυτός επέτρεψε στις εγχώριες δραστηριότητες του ισλανδικού τραπεζικού συστήματος να συνεχίσουν να λειτουργούν.

### **11.2.6 Έναρξη διαδικασιών για ένταξη στην Ευρωπαϊκή Ένωση**

Ένα σημαντικό μέτρο που προσπάθησαν να λάβουν οι αρχές της χώρας για την ανάκαμψη της εθνικής οικονομίας και την αποφυγή μελλοντικών κρίσεων ήταν η υποβολή αίτησης την 17 Ιουλίου 2009 από την ισλανδική κυβέρνηση για πλήρη ένταξη αρχικά στην Ευρωπαϊκή Ένωση και στη συνέχεια στην ευρωζώνη, αφού επιτευχθούν τα κριτήρια της συνθήκης του Μαστρίχτ. Δεδομένων των προβλημάτων που αντιμετώπιζαν ορισμένα κράτη - μέλη της Ένωσης εξαιτίας της κρίσης, η λύση αυτή δεν αποτελούσε πανάκεια, αλλά η κυβέρνηση της χώρας πίστευε ότι θα συνέβαλλε βραχυχρόνια στην ενίσχυση της αξιοπιστίας της χώρας στις διεθνείς αγορές και στη γενικότερη σταθεροποίηση της οικονομίας. Η κατάρρευση της ισλανδικής οικονομίας προκάλεσε μεγάλες απώλειες σε αρκετούς ευρωπαίους επενδυτές, ενώ συνέβαλλε στην αποσταθεροποίηση των χρηματαγορών. Παρόλα αυτά τα υπάρχοντα κράτη - μέλη έπρεπε να εξετάσουν την κίνηση αυτή, καθώς η ένταξη της στην Ευρωπαϊκή Ένωση θα αποτελούσε μια ευκαιρία για ένα περισσότερο και καλύτερα ενοποιημένο χρηματοπιστωτικό σύστημα.

### **11.2.7 Μεταβολή επιτοκίων και έλεγχος συναλλαγματικής ισοτιμίας**

Λόγω της οικονομικής αστάθειας, η πρώτη αντίδραση της κεντρικής τράπεζας της χώρας ήταν να αυξήσει τα βασικά επιτόκια από το 12 τοις εκατό στις αρχές Οκτωβρίου του 2008 έως το υψηλό των 22 τοις εκατό τον Δεκέμβριο του 2008. Τον Ιανουάριο του 2009 τα επιτόκια έπεσαν ελαφρά στο 18 τοις εκατό.

Ωστόσο, η Επιτροπή Νομισματικής Πολιτικής της Κεντρικής Τράπεζας της Ισλανδίας αποφάσισε να μειωθεί αυτό το ποσοστό και πάλι σε 15,5 τοις εκατό. στις 8 Απριλίου 2009 μετά από άλλη μια μείωση στο 17 τοις εκατό στις 19 Μαρτίου 2009.

Όσον αφορά τον έλεγχο της συναλλαγματικής ισοτιμίας στις 16 Δεκεμβρίου 2008, η Κεντρική Τράπεζα της Ισλανδίας εξέδωσε νέες διατάξεις για τις συναλλαγές με συνάλλαγμα. Οι νέοι κανόνες προέβλεπαν ορισμένες εξαιρέσεις σε συγκεκριμένες ομάδες που είχαν θεωρηθεί ότι θα μπορούσαν με κάποιες συγκεκριμένες κινήσεις τους να μεταβάλουν την συναλλαγματική ισοτιμία. Στη δήλωσή της, η Κεντρική Τράπεζα της Ισλανδίας, δήλωσε ότι με βάση τους νέους κανόνες θεωρεί απίθανο ότι οι συναλλαγές αυτών των ομάδων θα μπορούσαν να προκαλέσουν κάποια σοβαρή και σημαντική μεταβλητότητα στη συναλλαγματική ισοτιμία της χώρας. Η κεντρική τράπεζα εξέδωσε όμως και εξαιρέσεις που αφορούν το κράτος, τους δήμους, ορισμένες εταιρείες συνδεδεμένες με το κράτος και κάποιες επιχειρήσεις με οι οποίες έχουν πάνω από 80 τοις εκατό των εσόδων και εξόδων τους στο εξωτερικό.

Η κυβέρνηση επίσης, επέβαλε περιορισμούς και στις ξένες χρηματοπιστηριακές συναλλαγές για την κίνηση των κεφαλαίων και ξένου νομίσματος σε χρηματοπιστωτικά ιδρύματα.

## **12. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΜΕΤΡΩΝ ΚΑΙ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΑ ΑΠΕΤΕΛΕΣΜΑΤΑ**

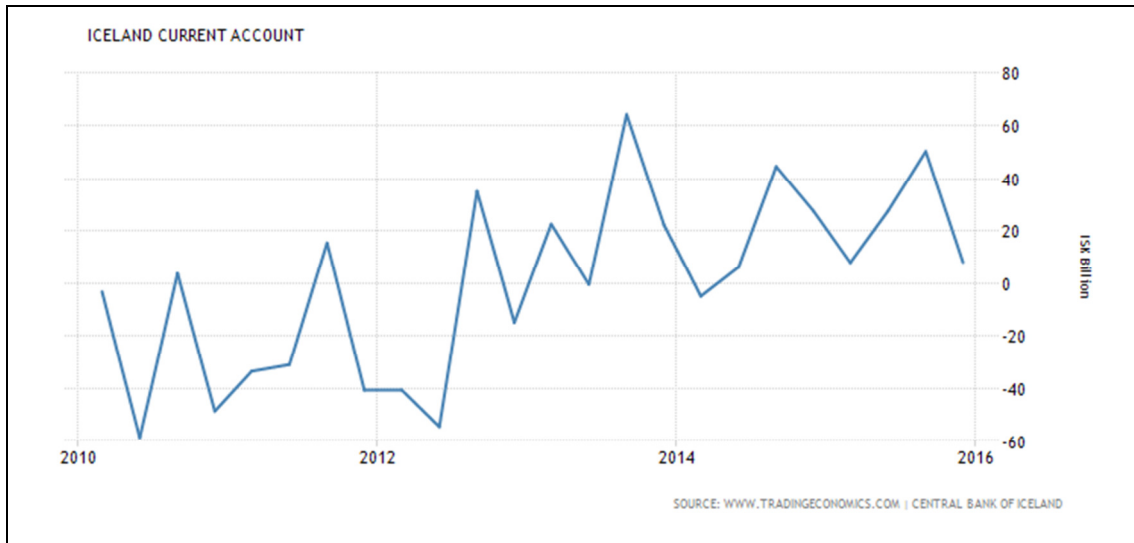
### **12.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ**

Η Ισλανδία ήταν η πρώτη χώρα, εκτός των Η.Π.Α., που ήρθε αντιμέτωπη με την παγκόσμια οικονομική κρίση. Σε διάστημα λίγων εβδομάδων κατέρρευσε το εθνικό της νόμισμα και ο τραπεζικός τομέας. Η λειτουργία της χρηματοπιστηριακής αγοράς ανεστάλη και όταν επαναλειτούργησε βυθίστηκε κατά 77%, ενώ η κορόνα υποχώρησε κατά 80%. Παρόλα αυτά ολοκλήρωσε με επιτυχία τον Αύγουστο του 2011 το τριετές πρόγραμμα διάσωσης του Δ.Ν.Τ. Παρακάτω αναλύονται πως εξελίχθηκαν οι κύριες οικονομικές μεταβλητές της Ισλανδικής οικονομίας αλλά και πως επηρέασαν την οικονομία τα μέτρα που έλαβαν οι ισλανδικές αρχές.

## 12.2 ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ

Το συνεχές έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών πριν την κρίση μετατράπηκε σε σημαντικό πλεόνασμα μετά τα μέσα του έτους 2012 όπως δείχνει και το παρακάτω γράφημα.

**Γράφημα 10<sup>15</sup> Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της Ισλανδίας ως ποσοστό του ΑΕΠ 2010 - 2016**

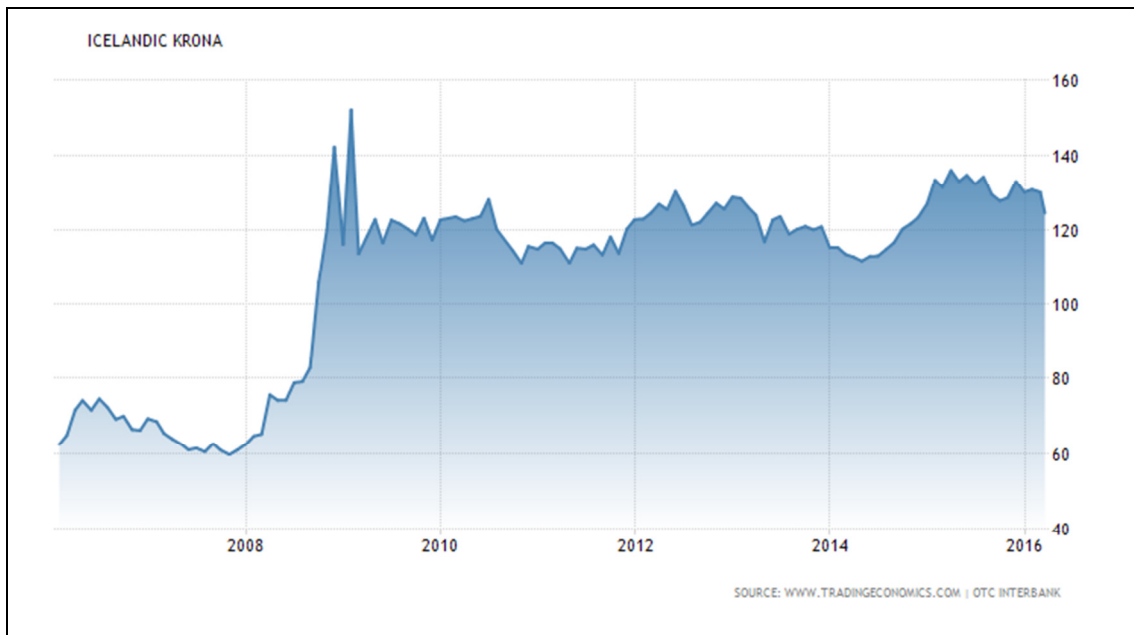


## 12.3 ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΗΣ ΙΣΟΤΙΜΙΑΣ ΤΗΣ ΧΩΡΑΣ

Η συναλλαγματική ισοτιμία σταθεροποιήθηκε στο δεύτερο μισό του 2009, ενώ από το 2010 μέχρι το 2012 ακολούθησε πτωτική πορεία. Από το 2012 μέχρι το 2014 υπήρξε μια αυξητική πορεία ενώ αντίθετα μειώθηκε το επόμενο έτος στις 110 κορόνες ανά δολάριο. Όμως το τελευταίο έτος, η συναλλαγματική ισοτιμία αυξήθηκε έντονα στις 135 κορόνες ανά δολάριο.

**Γράφημα 11<sup>16</sup> Συναλλαγματική ισοτιμία Ισλανδικής κορόνας ανά ευρώ**

<sup>15</sup> <http://www.tradingeconomics.com/iceland/current-account>



## 12.4 ΡΥΘΜΟΣ ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΥ ΤΗΣ ΧΩΡΑΣ

Ο πληθωρισμός που έφτασε σχεδόν στο 20% το 2008, παρουσίασε μείωση το δεύτερο εξάμηνο του 2010, και έφτασε στα επίπεδα του 2%. Από το 2011 μέχρι τις αρχές του 2012 αυξήθηκε στα επίπεδα του 6% περίπου.

### Γράφημα 12<sup>17</sup> Ρυθμός πληθωρισμού μετά το ξέσπασμα της κρίσης



<sup>16</sup> <http://www.tradingeconomics.com/iceland/currency>

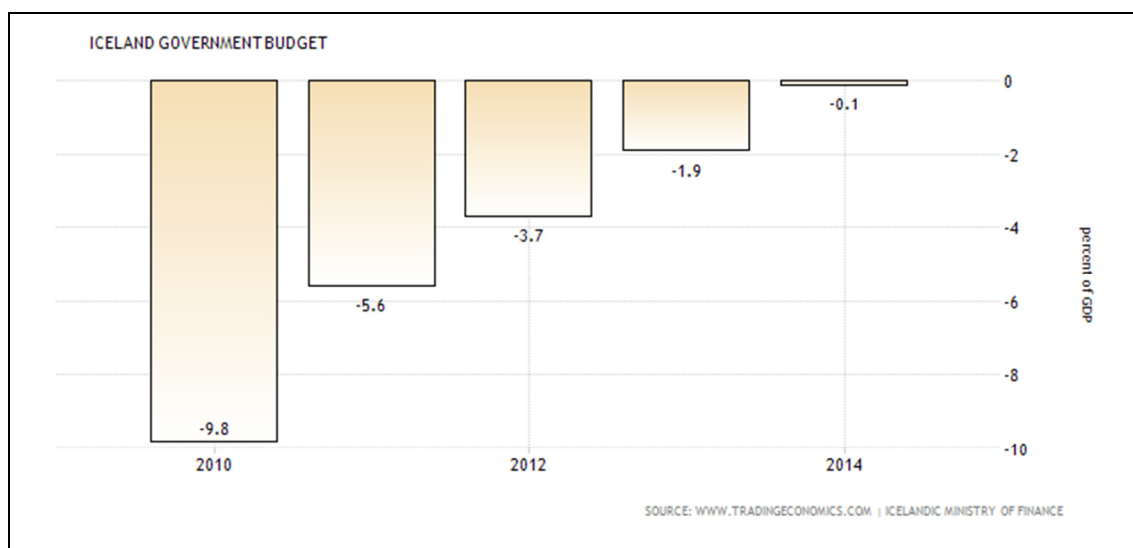
<sup>17</sup> <http://www.tradingeconomics.com/iceland/inflation-cpi>

Μετά τις αρχές του 2012 ο πληθωρισμός της χώρας ακολουθεί πτωτική πορεία και σήμερα υπολογίζεται περίπου στο 2%.

## 12.5 ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΟ ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΗΣ ΧΩΡΑΣ

Το έλλειμμα του κρατικού προϋπολογισμού από 13,5% του ΑΕΠ το 2009 μειώθηκε σε 9,8% το 2010, ενώ ότι ο προϋπολογισμός είναι ισοσκελισμένος τα τελευταία χρόνια όπως φαίνεται από το παρακάτω γράφημα.

Γράφημα 13<sup>18</sup> Δημοσιονομικό ισοζύγιο μετά το ξέσπασμα της κρίσης



## 12.6 ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΟ ΧΡΕΟΣ ΤΗΣ ΧΩΡΑΣ

Ενώ το χρέος πριν το ξέσπασμα της κρίσης ήταν γύρω στο 67% του ΑΕΠ, το χρέος για το 2011 της χώρας ανήλθε σε 95% του ΑΕΠ και μετά από αυτό το έτος φαίνεται να ακολουθεί πτωτική πορεία και να φτάνει το 2014 περίπου στο 82% του ΑΕΠ της χώρας.

<sup>18</sup> <http://www.tradingeconomics.com/iceland/government-budget>



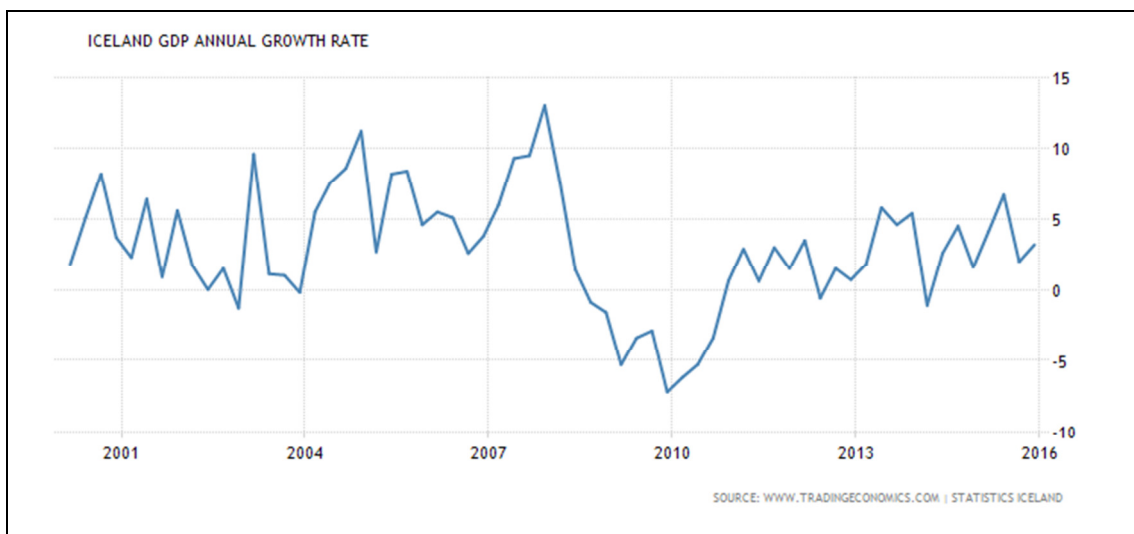
## Γράφημα 14<sup>19</sup> Χρέος της χώρας ως % του ΑΕΠ μετά το ξέσπασμα της κρίσης



## 12.7 ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΤΟΥ ΑΕΠ ΤΗΣ ΧΩΡΑΣ

Το παρακάτω γράφημα φανερώνει τη διαχρονική μεταβολή του ΑΕΠ την περίοδο 2000 - 2016. Το 2002, ο ρυθμός ανάπτυξης ήταν σχεδόν μηδενικός, τα επόμενα έτη παρουσίασε αυξητική πορεία, ενώ το 2008 παρατηρήθηκε μεγάλη πτώση. Τα επόμενα δύο έτη κινήθηκε σε αρνητικά επίπεδα. Το 2011, έτος ολοκλήρωσης του προγράμματος του Δ.Ν.Τ., το ΑΕΠ επανήλθε σε θετικό επίπεδο. Το 2012 κινήθηκε στο ίδιο επίπεδο με το 2008, ενώ το 2016 κινείται σε αρκετά ικανοποιητικά επίπεδα.

## Γράφημα 15<sup>20</sup> % μεταβολή του ΑΕΠ μετά το ξέσπασμα της κρίσης



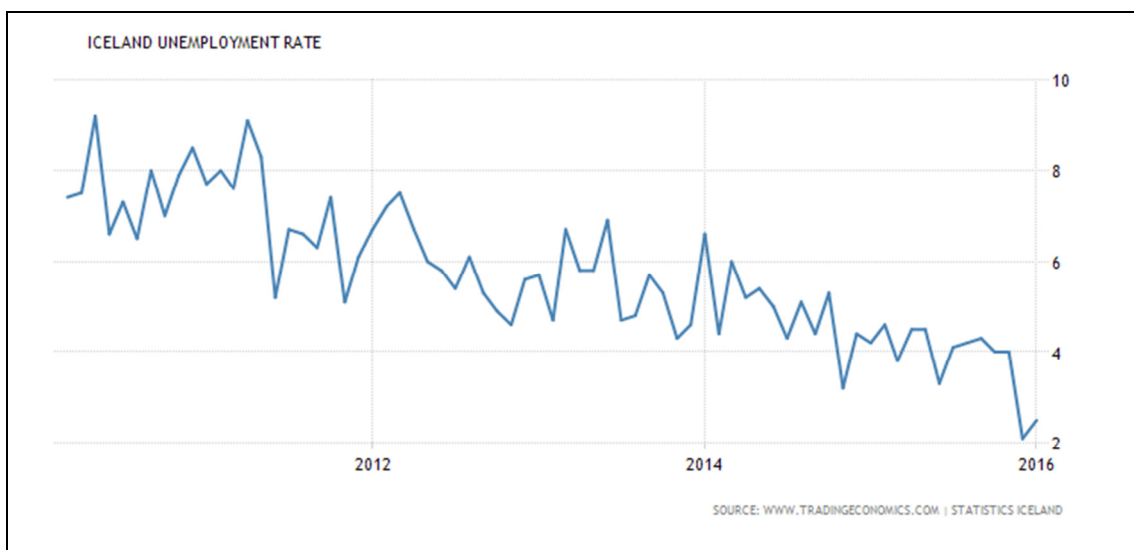
<sup>19</sup> <http://www.tradingeconomics.com/iceland/government-budget>

<sup>20</sup> <http://www.tradingeconomics.com/iceland/gdp-growth-annual>

## 12.8 ΕΠΙΠΕΔΑ ΑΝΕΡΓΙΑΣ ΤΗΣ ΧΩΡΑΣ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΚΡΙΣΗ

Η ανεργία πριν την κρίση κινούνταν σε χαμηλό επίπεδο με ελάχιστες εξαιρέσεις όπως το Μάιο του 2004. Το Νοέμβριο του 2007 έλαβε τη χαμηλότερη τιμή, στη συνέχεια όμως το τελευταίο τετράμηνο του 2008 όταν ξέσπασε η κρίση άρχισε την ανοδική της πορεία λαμβάνοντας τη μέγιστη τιμή το Μάιο του 2009. Το επόμενο διάστημα παρατηρήθηκαν σημαντικές αυξομειώσεις. Σύμφωνα με το παρακάτω γράφημα το ποσοστό ανεργίας της χώρας φαίνεται να ακολουθεί συνεχώς πτωτική πορεία.

Γράφημα 16<sup>21</sup> % Ανεργίας μετά το ξέσπασμα της κρίσης



## 12.9 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΤΩΝ ΜΕΤΡΩΝ ΠΟΥ ΕΛΑΒΑΝ ΟΙ ΑΡΧΕΣ ΤΗΣ ΧΩΡΑΣ

### 12.9.1 Αποτελέσματα στη βαθμολόγηση της χώρας από τους οίκους αξιολόγησης

Στις 17 Φεβρουαρίου 2012, ο διεθνής οίκος αξιολόγησης Fitch Ratings αναβάθμισε κατά μία βαθμίδα την πιστοληπτική ικανότητα της Ισλανδίας στην κατηγορία BBB- από BB+ για τον μακροπρόθεσμο δανεισμό της, οδηγώντας στην επιστροφή της στην

<sup>21</sup> <http://www.tradingeconomics.com/iceland/unemployment-rate>

κατηγορία «αξιόπιστος δανειολήπτης». Ο Paul Rawkins, επικεφαλής αναλυτής του οίκου αξιολόγησης επισημαίνει: «η επιστροφή της μακροπρόθεσμης αξιολόγησης σε ξένο συνάλλαγμα στην κατηγορία "επενδύσεις" εκφράζει την πρόοδο που έχει επιτευχθεί προκειμένου να αποκατασταθεί η μακροοικονομική σταθερότητα στη χώρα, η οποία έφερε επιτυχώς εις πέρας τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις και για την ανοικοδόμηση της χρηματοοικονομικής αξιοπιστίας»<sup>22</sup>.

Θετική εξέλιξη αποτέλεσε και η απόφαση του δικαστηρίου της Ευρωπαϊκής Ζώνης Ελεύθερων Συναλλαγών (ΕΖΕΣ) για την υπόθεση της Icesave σύμφωνα με την οποία η χώρα δεν θα χρειαστεί να αποπληρώσει £2,35δισ συν τους τόκους, στην Ολλανδία και το Ηνωμένο Βασίλειο. Αντίθετα, τα χρήματα αυτά θα προέλθουν από τα περιουσιακά στοιχεία της νέας τράπεζας που δημιουργήθηκε στη θέση της προηγούμενης. Μετά τη θετική απόφαση του δικαστηρίου, ο οίκος αξιολόγησης Fitch Ratings αναθεώρησε ακόμα περισσότερο τη βαθμολόγηση του από BBB- σε BBB με σταθερές προοπτικές, επικαλούμενος την επιτυχή εκπλήρωση του προγράμματος του Δ.Ν.Τ., την εντυπωσιακή πρόοδο της οικονομίας, τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις που εφαρμόστηκαν και την αποκατάσταση της μακροοικονομικής σταθερότητας.

Σύμφωνα επίσης με τον συγκεκριμένο οίκο αξιολόγησης ο επόμενο διάστημα η Ισλανδία έχει να αντιμετωπίσει τις παρακάτω προκλήσεις:

- Διατήρηση της δημοσιονομικής εξυγίανσης
- Διατήρηση του πληθωρισμού σε χαμηλά επίπεδα
- Άρση του ελέγχου στην κίνηση κεφαλαίων

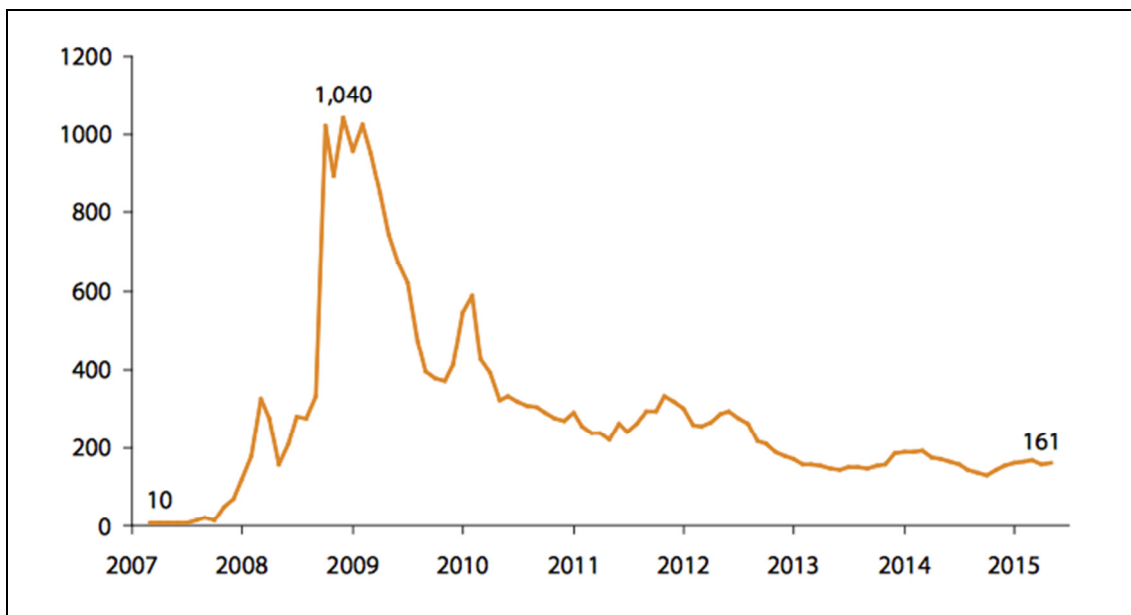
### **12.9.2 Αποτελέσματα από τα μέτρα έκτακτης νομοθεσίας**

Η έκτακτη νομοθεσία και το πρόγραμμα διάσωσης του Δ.Ν.Τ. συνέβαλλαν ώστε να μην επηρεαστεί ιδιαίτερα η χώρα από την κρίση χρέους που αντιμετωπίζει η Ευρώπη, ενώ τα ασφάλιστρα κινδύνου για το δημόσιο χρέος (CDS) έπεσαν από 1.000 μονάδες βάσης όταν ξέσπασε η κρίση το 2008, σε 200 μονάδες τον Ιούνιο του 2011 (OECD 2011). Οι τιμές των ασφαλιστρών στο τέλος του 2015, όπως δείχνει και το παρακάτω γράφημα, ήταν σχεδόν στις 160 μονάδες βάσης.

---

<sup>22</sup> <http://www.reuters.com/article/idUSL2E8DH5XA20120217>

Γράφημα 17<sup>23</sup> Τιμές ασφαλιστρών κινδύνου



### 12.9.3 Αποτελέσματα από την θέσπιση Κεφαλαιακών Ελέγχων (Capitals Controls)

Η πραγματικότητα αποδείχθηκε διαφορετική, οι ισλανδικές αρχές αποφάσισαν να κρατήσουν τους ελέγχους κεφαλαίων σε ισχύ μέχρι τουλάχιστον το έτος 2015 (Gylfason, 2011). Παρά το γεγονός ότι το ΔΝΤ αναγνωρίζει τα βραχυπρόθεσμα οφέλη των ελέγχων κεφαλαίου, τα οφέλη μακροπρόθεσμα δεν δείχνουν να είναι το ίδιο ισχυρά. Στην έκθεση του το Διεθνές Νομισματικό ταμείο για τις προοπτικές της χώρας τονίζει ότι οι έλεγχοι κεφαλαίου θα πρέπει τελικά να αφαιρεθούν. Το ΔΝΤ τονίζει ότι είναι στο πλαίσιο της προτεραιότητας του προγράμματος της Ισλανδίας για την εξάλειψη όλων των περιορισμών, έτσι ώστε η Ισλανδία να μπορεί να επιστρέψει σε ένα ελεύθερα κυmenόμενο νόμισμα (IMF, 2009).

Η απόφαση των αρχών να διατηρήσουν τους ελέγχους κεφαλαίων σε ισχύ για τέσσερα ακόμη χρόνια έχει επικριθεί ευρέως. Οι κριτικοί έχουν επισημάνει ότι οι έλεγχοι κεφαλαίων έχουν αρνητική επίδραση στην εργασία και στις συναλλαγές των

<sup>23</sup> [http://vi.is/útgáfa/kynningar/the\\_icelandic\\_economy\\_2015\\_presentation.pdf](http://vi.is/útgáfa/kynningar/the_icelandic_economy_2015_presentation.pdf)

επιχειρήσεων, επηρεάζοντας τόσο τις εξαγωγές όσο και οι εισαγωγές της χώρας. Οι κεφαλαιακοί έλεγχοι μέχρι το 2015 δεν είχαν αρθεί στην οικονομία της Ισλανδίας.

#### **12.9.4 Αποτελέσματα μέτρου μεταβολής επιτοκίου**

Μετά από τις κινήσεις που πραγματοποιήθηκαν από την κεντρική τράπεζα της χώρας οι πληθωριστικές πιέσεις υποχώρησαν, καθώς και η ζήτηση για εγχώρια προϊόντα. Επίσης τα επίπεδα της απασχόλησης και της κορώνας άρχιζαν σιγά σιγά να σταθεροποιούνται. Τέλος το μεγάλο εμπορικό έλλειμμα που είχε η κυβέρνηση της Ισλανδίας άρχισε να μετατρέπεται σε ένα σημαντικό πλεόνασμα.

### **13. ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΕΝΔΥΝΑΜΩΣΗ ΤΗΣ ΙΣΛΑΝΔΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ**

Ο Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης πρότεινε κάποια μέτρα έτσι ώστε η οικονομία της Ισλανδίας να αυξήσει την παραγωγικότητα της μακροπρόθεσμα (OECD, 2015):

- Να υιοθετήσει μια συνεχή ατζέντα για την παραγωγικότητα, και να ακολουθήσει τις προτεραιότητες που προσδιορίστηκαν από το πρόσφατο φόρουμ που αφορούσε την ανάπτυξη.
- Να μειώσει τα εμπόδια εισόδου στην αγορά μεταξύ άλλων και άρση των νομικών εμποδίων για την είσοδο επιχειρήσεων σε συγκεκριμένους τομείς.
- Να στηρίξει τη καινοτομία, και να την συνδέσει άμεσα με τα πανεπιστήμια της χώρας. Επίσης, θα πρέπει να διευκολύνει την πρόσβαση στην χρηματοδότηση, κυρίως με δημόσια επενδυτικά κεφάλαια που μπορούν να

χρηματοδοτήσουν την σταθερή επέκταση των επιχειρήσεων. Αξιολόγηση των μέτρων υποστήριξης.

- Να σκληρύνει την εφαρμογή της πολιτικής ανταγωνισμού για να εξασφαλιστεί ότι καμία επιχείρηση δεν κάνει κατάχρηση της δεσπόζουσας θέσης ή ότι δεν υπάρχει σύμπραξη ή σιωπηρή συμπαιγνία που θα παρεμποδίζει τον ανταγωνισμό. Σαν βάση θα πρέπει να χρησιμοποιήσει την εργαλειοθήκη του ΟΑΣΑ.
- Να αξιολογήσει πιθανούς τρόπους για την περαιτέρω μείωση της διάρκειας της δευτεροβάθμιας εκπαίδευσης έτσι ώστε να μειώσουν τα ποσοστά εγκατάλειψης.
- Να πραγματοποιηθεί η πλήρης εφαρμογή της Σύμβασης κατά της δωροδοκίας του ΟΟΣΑ.

## **14. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΕΠΙΛΟΓΟΣ – ΙΣΛΑΝΔΙΑΣ**

Στη διάρκεια των τελευταίων δεκαετιών, ο πληθωρισμός στην Ισλανδία ήταν πολύ ασταθής, και καθώς η χώρα εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τις εισαγωγές, οι διακυμάνσεις στην παγκόσμια οικονομία είχαν μεγάλο αντίκτυπο στην εθνική οικονομία. Από το 1939 έως το 1988, η Ισλανδική Κορόνα (ISK) έχανε αξία σε τακτική βάση και ο συνδυασμός της υποτίμησης και της τιμαριθμικής αναπροσαρμογής των μισθών, έχει οδηγήσει σε ένα υψηλό ποσοστό πληθωρισμού κατά το παρελθόν. Το 1993, ο πληθωρισμός έπεσε σε ένα επίπεδο παρόμοιο με αυτό που είχαν άλλες σκανδιναβικές χώρες, όμως η πτώση αυτή προκάλεσε την αύξηση του ποσοστού ανεργίας. Από το 1996 έως το 2001 η ισλανδική οικονομία γνώρισε μια άνευ προηγουμένου έκρηξη και η ανεργία μειώθηκε κάτω από περίπου 1 τοις εκατό κατά το έτος 2000. Ο Joseph E. Stiglitz επεσήμανε το 2001 ότι η οικονομία είχε υπερθερμανθεί και αυτή η ανισορροπία θα οδηγούσε σε συρρίκνωση, και ότι ο πληθωρισμός θα μπορούσε να αυξηθεί ακόμα παραπάνω λόγω της αδυναμίας της Ισλανδικής Κορόνας (ISK). Το 2001 η Ισλανδική κυβέρνηση έθεσε σαν στόχο να

κρατήσει το πληθωρισμό των δώδεκα μηνών όσο το δυνατόν πλησιέστερα στο 2,5 τοις εκατό με μια απόκλιση της τάξης του 1,5 τοις εκατό. Το κύριο μέσο που χρησιμοποιήθηκε για την επίτευξη του στόχου του πληθωρισμού είναι το επιτόκιο των δανείων της Κεντρικής Τράπεζας. Η Κεντρική Τράπεζα μπορεί επίσης, να επηρεάσει τη συναλλαγματική ισοτιμία της Κορόνας (ISK) και ως εκ τούτου τον εγχώριο πληθωρισμό μέσω της αγοράς ή της πώλησης ξένου συναλλάγματος στη διατραπεζική αγορά. Από την στιγμή που υιοθετήθηκε ο στόχος του πληθωρισμού, το ποσοστό υπερέβαινε συνεχώς αυτόν το στόχο και αυτό το γεγονός είχε οδηγήσει την κεντρική τράπεζα να αυξήσει τα επιτόκια για να μπορέσει να προσεγγίσει ο πληθωρισμός τον στόχο που είχε τεθεί εξ αρχής.

Στο πλαίσιο των προσπαθειών για τη συγκράτηση του πληθωρισμού, η Κεντρική Τράπεζα αύξησε τα επιτόκια, τα οποία προσέλκυσαν ξένα κεφάλαια. Η εισροή ξένων κεφαλαίων στην χώρα οδήγησαν σε απότομη αύξηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας, και οι κερδοσκόποι επωφελήθηκαν όχι μόνο από τη διαφορά των επιτοκίων μεταξύ της Ισλανδίας και του εξωτερικού, αλλά και από την ανατίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Οι εισροές συναλλάγματος ενθάρρυναν την οικονομική ανάπτυξη και τον πληθωρισμό, ο οποίος ώθησε την Κεντρική Τράπεζα να αυξήσει περαιτέρω το επιτόκιο. Λόγω των ανατιμήσεων της συναλλαγματικής ισοτιμίας της χώρας, οι πρόσφατα ιδιωτικοποιημένες τράπεζες άρχισαν να προσφέρουν δάνεια σε ξένο νόμισμα και αυτό είχε ως αποτέλεσμα το εξωτερικό χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ να παρουσιάσει δραστική αύξηση. Λόγω του υψηλού εξωτερικού δημόσιου χρέους και της τιμαριθμικής αναπροσαρμογής των δανείων σε εγχώριο νόμισμα, η Κεντρική Τράπεζα ήταν διστακτική σχετικά με τη μείωση των επιτοκίων, η οποία θα μπορούσε να οδηγήσει σε εκροή κεφαλαίων και επομένως στη μείωση της αξίας της Ισλανδικής Κορόνας (ISK).

Ο κυριότερος λόγος για τον οποίο η οικονομική κρίση ήταν τόσο σφοδρή στην Ισλανδία είναι ότι το τραπεζικό σύστημα αυξήθηκε κατά 900 τοις εκατό ως ποσοστό του ΑΕΠ από το 2003 μέχρι το 2007. Αυτή η ταχεία επέκταση του τραπεζικού τομέα στην Ισλανδία, κυρίως από δανεισμό στις διεθνείς αγορές, κατέστησε εξαιρετικά απίθανο την λειτουργία της Κεντρικής Τράπεζας ως ένα αποτελεσματικό δανειστή έσχατης ανάγκης. Η Κεντρική Τράπεζα επικρίθηκε για κακή διαχείριση της κατάρρευσης των τραπεζών, όπως και για μεγάλα λάθη πριν την κατάρρευσή τους

όπως π.χ. τα δάνεια εκατοντάδων δισεκατομμυρίων Κορόνων (ISK) που έδινε στις ισλανδικές τράπεζες, χωρίς τις απαραίτητες εγγυήσεις, λίγο πριν την κατάρρευση. Τον Οκτώβριο του 2008, οι τρεις μεγάλες τράπεζες κατέρρευσαν και κρατικοποιήθηκαν. Πριν από την εθνικοποίηση των τραπεζών, η κυβέρνηση και οι τράπεζες ισχυρίζονταν επανειλημμένα ότι αυτές οι τράπεζες ήταν ασφαλείς και κατείχαν την απαραίτητη ρευστότητα. Η κατάρρευση της πρώτης τράπεζας έδειξε ότι οι δηλώσεις αυτές ήταν αναληθείς και υπονόμισαν την εμπιστοσύνη των επενδυτών. Όταν ξεκίνησε η τραπεζική κρίση, η εμπιστοσύνη στα Ισλανδικά χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία άρχισε να μειώνεται, και αυτό αύξησε τον κίνδυνο εκροής κεφαλαίων. Αυτό είχε δραστικές επιπτώσεις στην ισοτιμία της Ισλανδικής Κορόνας (ISK) η οποία υποτιμήθηκε πολύ. Η Κεντρική Τράπεζα θεώρησε αναπόφευκτο να χρησιμοποιήσει ελέγχους στην κίνηση κεφαλαίων για την σταθερότητα του νομίσματος της χώρας, αλλά και για την προστασία των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών.

Οι αρχές της Ισλανδίας μην έχοντας κάποια άλλη λύση ζήτησαν βοήθεια από το ΔΝΤ. Το πρόγραμμα που επιβλήθηκε στην χώρα από το ΔΝΤ επικεντρώνονταν σε τρεις βασικούς τομείς: τη σταθεροποίηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας και την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης στη νομισματική πολιτική, την επανεξέταση και αναθεώρηση της φορολογικής πολιτικής, και την αναδιάρθρωση του τραπεζικού τομέα.

Η χώρα όπως εξετάστηκε, εμπεριστατωμένα στον βασικό κορμό της εργασίας, μετά τα μέτρα που έλαβε για την καταπολέμηση της κρίσης στους περισσότερους τομείς φαίνεται να έχει ανακάμψει. Πιο συγκεκριμένα, ο πληθωρισμός της χώρας μειώθηκε αρκετά και τα τελευταία χρόνια έχει σταθεροποιηθεί κοντά στο 2% το οποίο ήταν ο κύριος στόχος. Επίσης, η ισλανδική Κορόνα παρότι αρκετά υποτιμημένη σε σχέση με τα προ κρίσης επίπεδα έχει σταθεροποιηθεί και αυτή προσφέροντας κάποια ασφάλεια στους επίδοξους επενδυτές. Η ανεργία ενώ είχε φτάσει κατά την διάρκεια της κρίσης γύρω στο 8%, το 2014 είχε πέσει στο 4% όπως δείχνει το παρακάτω σχήμα και το 2016 είχε φτάσει κοντά στα προ κρίσης επίπεδα. Ακόμα, όπως φαίνεται και στο παρακάτω σχήμα, σημεία βελτίωσης και ανάκαμψης από την κρίση παρατηρούνται στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και στο δημοσιονομικό ισοζύγιο, αφού και τα δύο από ελλειμματικά σήμερα παρουσιάζονται πλεονασματικά.



## **15. Εισαγωγή Ρωσίας**

Η κρίση του 1998 ήταν εθνικού χαρακτήρα και μας παρέχει πιθανότατα πιο ενδιαφέρουσες ιδέες (αναφορικά με τη Ρωσία) από ότι η παγκόσμια κρίση του 2008. Τα αίτια της κρίσης του 1998 έχουν περισσότερο ρωσικό προσανατολισμό, ενώ οι πραγματικές αιτίες της κρίσης του 2008 βρίσκονται έξω από τα σύνορα της Ρωσίας. Υπό το φως της Ρωσικής Ομοσπονδίας, η κρίση του 1998 μπορεί να θεωρηθεί ως ένα σημείο καμπής στην οικονομική ιστορία. Η κρίση είχε σημαντικές συνέπειες και ανάγκασε την κυβέρνηση να αλλάξει τα υπάρχοντα πρότυπα. Επιπλέον, η Ρωσία κατάφερε να ανακάμψει με μια εκπληκτική ταχύτητα από την κρίση του 1998 (στα επίπεδα της παραγωγής). Αυτή η ενότητα λοιπόν, θα ξεκινήσει με μια ανάλυση της πορείας προς την κρίση. Στη συνέχεια, θα αναλυθούν οι πραγματικές αιτίες και αφορμές για την ενεργοποίηση της κρίσης και θα παρουσιασθούν οι συνέπειες της οικονομικής κρίσης του 1998 για τη Ρωσία και άλλες χώρες. Τέλος θα πραγματοποιηθεί μια ανάλυση με τις αναγκαίες μεταρρυθμίσεις που πραγματοποίησε η ρωσική κυβέρνηση για την αντιμετώπιση της κρίσης.

## **16. Η χρεωκοπία της Ρωσίας: Μια Σύντομη Ιστορία**

Μετά από έξι χρόνια οικονομικών μεταρρυθμίσεων, ιδιωτικοποιήσεων και μακροοικονομικής σταθεροποίησης, η Ρωσία είχε αρχίσει να βιώνει κάποια περιορισμένη οικονομική επιτυχία. Ωστόσο, τον Αύγουστο του 1998, μετά από την καταγραφή του πρώτου έτους της θετικής οικονομικής ανάπτυξης μετά την πτώση της Σοβιετικής Ένωσης, η Ρωσία αναγκάστηκε να προβεί σε χρεωκοπία, γιατί ήταν αδύνατο να αποπληρώσει το δημόσιο της χρέος. Επίσης, άλλες κινήσεις που υποχρεώθηκε να πραγματοποιήσει για να αντιμετωπίσει αυτή την χρεωκοπία ήταν να

υποτιμήσει το Ρωσικό ρούβλι, και να κηρύξει την αναστολή των πληρωμών από τις εμπορικές τράπεζες στους ξένους πιστωτές (Shleifer and Treisman, 2000).

Τι οδήγησε όμως τη ρωσική οικονομία να αντιμετωπίσει μια οικονομική κρίση μετά από τόσα πολλά που είχε καταφέρει;

Αυτή η ενότητα εξετάζει την ακολουθία των γεγονότων που έλαβαν χώρα στη Ρωσία από το έτος 1996 έως 1998 και τα επακόλουθα της κρίσης. Ο παρακάτω πίνακας δείχνει συνοπτικά τα σημαντικά γεγονότα που πραγματοποιήθηκαν τους μήνες αυτών των ετών.

**Πίνακας 1<sup>24</sup>** Σημαντικά γεγονότα της ρωσικής οικονομίας

Apr-96	Ξεκινούν οι διαπραγματεύσεις με τη λέσχη των Παρισίων και το London Clubs για την αποπληρωμή του χρέους που είχε δημιουργηθεί κατά την διάρκεια της εποχής της Σοβιετικής Ένωσης.
1997	Το πλεόνασμα στο εμπορικό ισοζύγιο είχε τροχιά προς μια ισορροπία
	Ο πληθωρισμός ανήλθε στο 5%
	Η τιμή του πετρελαίου ανήλθε στα \$23 το βαρέλι.
	Οι αναλυτές προβλέπουν βελτιωμένη βαθμολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας.
	Οι πραγματικοί μισθοί πέφτουν.
	Μόνο το σαράντα τα εκατό του εργατικού δυναμικού πληρώνεται κανονικά στην ώρα που πρέπει. Το έλλειμμα του δημοσίου τομέα αυξάνεται.
September/ October 1997	Ολοκληρώνονται οι διαπραγματεύσεις με την λέσχη των Παρισίων και την λέσχη του Λονδίνου.
11-Nov-97	Η Ασιατική κρίση είχε σαν συνέπεια μια κερδοσκοπική επίθεση στο Ρούβλι. Η Ρωσική Κεντρική τράπεζα προσπάθησε να διασώσει το νόμισμα της χώρας και απώλεσε συναλλαγματικά διαθέσιμα έξι δισεκατομμυρίων δολαρίων.
Dec-97	Το έτος τελειώνει με ετήσια αύξηση του εθνικού εισοδήματος της χώρας κατά 0.8%.
	Οι τιμές του πετρελαίου και των μη σιδηρούχων μετάλλων αρχίζουν να μειώνεται.
Feb-98	Εισάγεται νέος φορολογικός κώδικας στην Ντουμά. Νέο δάνειο ζητήθηκε

<sup>24</sup> Επεξεργασία από τον συγγραφέα από στοιχεία της Κεντρικής Τράπεζας της Ρωσίας

	από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο.
23-Mar-98	Ο Yelstin απέλυσε ολόκληρη την κυβέρνηση και διόρισε τον Kiriyenko. Συνεχίζονται τα αιτήματα για δανειακά κεφάλαια από το ΔΝΤ.
Apr-98	Πραγματοποιείται ακόμα μια κερδοσκοπική επίθεση στο Ρούβλι
24-Apr-98	Το κοινοβούλιο Ντουμά τελικά επιβεβαιώνει την πρόσληψη του Kiriyenko.
Early May 1998	Ο Dubinin προειδοποιεί τους υπουργούς της κυβέρνησης για την επικείμενη κρίση χρέους.
	Ο Kiriyenko αποκαλεί την ρωσική κυβέρνηση “quite poor.”, δηλαδή πολύ φτωχιά
19-May-98	Η κεντρική τράπεζα της Ρωσίας αυξάνει τα επιτόκια δανεισμού από 30% σε 50%, και προστατεύει το ρούβλι από την κερδοσκοπική επίθεση που δέχθηκε.
Mid May 1998	Οι τιμές του πετρελαίου συνεχίζουν να μειώνονται
	Οι ολιγάρχες του πετρελαίου και του φυσικού αερίου υποστηρίζουν την υποτίμηση του ρουβλίου για να αυξήσουν τις εξαγωγές τους.
23-May-98	Το ΔΝΤ αφήνει την Ρωσία χωρίς συμφωνία για το σχέδιο λιτότητας.
27-May-98	Η κεντρική τράπεζα της Ρωσίας αυξάνει τα επιτόκια δανεισμού ξανά στο 150%
Summer 1998	Η ρωσική κυβέρνηση σχηματίζει και διαφημίζει ένα πλάνο για την αποφυγή από την κρίση.
20-Jul-98	Το Διεθνές νομισματικό ταμείο εγκρίνει ένα έκτακτο πακέτο βοήθειας, η πρώτη δόση ήταν 4,8 δις δολάρια.
13-Aug-98	Το ρωσικό χρηματιστήριο, τα ομόλογα του ρωσικού κράτους χάνουν έδαφος, αφού οι επενδυτές αρχίζουν να φοβούνται την μεγάλη υποτίμηση του νομίσματος.
17-Aug-98	Η ρωσική κυβέρνηση υποτιμά το νόμισμα της, χρεοκοπεί στο εσωτερικό χρέος και δηλώνει ένα μορατόριουμ στις πληρωμές των εξωτερικών δανειστών
August 23-24, 1998	Ο Kiriyenko απολύεται
2-Sep-98	Το ρούβλι διακυμένεται πλέον ελεύθερα

Dec-98	Το έτος τελειώνει μια μεγάλη μείωση του εθνικού εισοδήματος κατά 4,9%.
--------	--

## 16.1 Η περίοδος 1996 και 1997 : Αισιοδοξία και Μεταρρυθμίσεις.

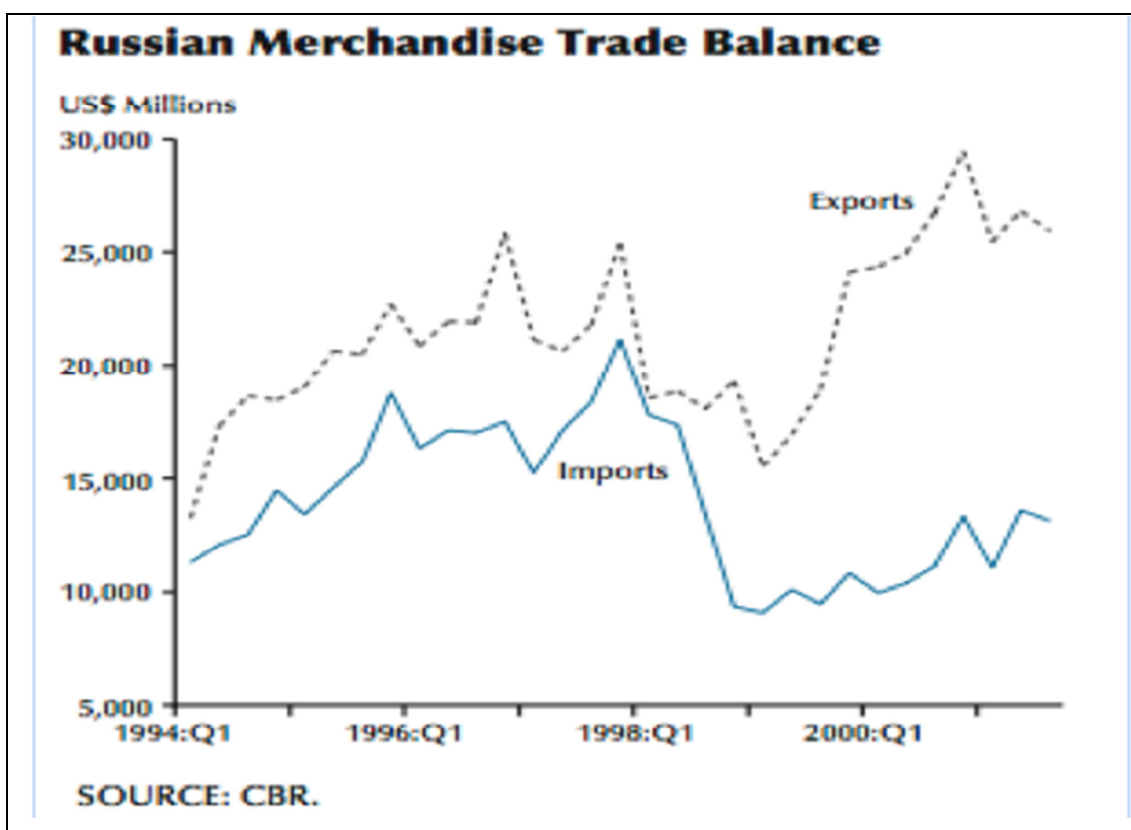
Η πορεία προς την κρίση αρχίζει με την επίσημη κατάρρευση της Σοβιετικής Ένωσης κοντά στο τέλος του έτους 1991. Το γεγονός αυτό σηματοδοτεί το τέλος μιας εποχής. Η χώρα απέκτησε νέα δυναμική και προσπάθησε να αντικαταστήσει το κεντρικά σχεδιασμένο σοβιετικό σύστημα με μια οικονομία της αγοράς. Για να γίνει αυτό το νεοφιλελεύθερο πείραμα με επιτυχία, το κράτος έπρεπε να καταργήσει τον κεντρικό σχεδιασμό και τον έλεγχο των τιμών. Επιπλέον, οι κρατικές δραστηριότητες θα έπρεπε να ιδιωτικοποιηθούν καθώς επίσης και να ανοίξουν τα σύνορα για το ελεύθερο εμπόριο και τις ξένες επενδύσεις (Kotz, 1999). Παρά τις καλές προθέσεις, η εισαγωγή της νέας οικονομίας της αγοράς ήταν κάθε άλλο παρά ομαλή. Η παλιά συμπεριφορά και οι συνήθειες του παρελθόντος ήταν ακόμα στη θέση τους και τα θεσμικά όργανα που απαιτούνταν για να υποστηρίξουν το νέο σύστημα είτε ήταν εύθραυστα είτε ανύπαρκτα (Poirot Jr., 2001). Ως εκ τούτου, η περίοδος από το 1991, έως και το 1996 χαρακτηρίζεται από επίμονα αρνητικούς ρυθμούς ανάπτυξης, πληθωρισμό και τεράστιες οικονομικές δυσκολίες.

Μόνο λίγοι είχαν την δυνατότητα να πλουτίσουν. Αυτοί, οι λεγόμενοι και ολιγάρχες κατάφεραν να κερδίσουν πολλά χρήματα με την εξαγωγή του πετρελαίου, τα δάνεια προς την κυβέρνηση και τη διαπραγμάτευση και διακίνηση των χρεογράφων. Κατά την ίδια περίοδο, οι νομισματικές αρχές πήραν μια απόφαση, η οποία αποτέλεσε ένα κρίσιμο παράγοντα αργότερα στην εμφάνιση της κρίσης. Το 1995 το ρωσικό ρούβλι συνδέθηκε με το δολάριο των ΗΠΑ, προκειμένου να μειωθεί ο εγχώριος πληθωρισμός. Ως παρενέργεια όμως, η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία επηρεάστηκε θετικά (Charman και Mulino, 2001). Παρ'όλες τις δυσκολίες, οι προοπτικές άρχισαν να βελτιώνονται το 1996. Σύμφωνα με τον Ippolito (2002), η Ρωσία ήταν σε θέση να διαπραγματευτεί την αναδιάρθρωση του χρέους αρκετών συμβάσεων. Οι νέες συμφωνίες ενίσχυσαν η εμπιστοσύνη των επενδυτών και μάλιστα προκάλεσαν καθαρές εισροές κεφαλαίων. Επιπλέον, οι αλλοδαποί άρχισαν να χρησιμοποιούν σε μεγάλο βαθμό την αγορά GKO - OFZ, αφότου άνοιξε για τους αλλοδαπούς μη μόνιμους κατοίκους το 1996 (Poirot Jr., 2001).

Τον Απρίλιο του 1996, Ρώσοι αξιωματούχοι άρχισαν διαπραγματεύσεις για την αναδιάρθρωση των πληρωμών του εξωτερικού χρέους που κληρονόμησε από την πρώην Σοβιετική Ένωση. Οι διαπραγματεύσεις για την αποπληρωμή του δημόσιου χρέους της, ήταν ένα σημαντικό βήμα προς την αποκατάσταση των σχέσεων εμπιστοσύνης των επενδυτών και της Ρώσικης οικονομίας. Επιφανειακά, το 1997 έμοιαζε ότι η Ρώσικη οικονομία ήταν έτοιμη να αντιστρέψει το κλίμα αβεβαιότητας και να στραφεί προς την οικονομική σταθερότητα. Αυτό συνέβαινε γιατί τα περισσότερα οικονομικά στοιχεία της Ρώσικης οικονομίας έδειχναν ότι η οικονομία της βρισκόταν σε τροχιά ανόδου. Παρακάτω πραγματοποιείται μια λεπτομερέστερη ανάλυση των γεγονότων του παραπάνω πίνακα.

- Το πλεόνασμα στο εμπορικό ισοζύγιο είχε τροχιά προς μια ισορροπία μεταξύ εξαγωγών και εισαγωγών, δηλαδή είχε σχεδόν ισοσκελισμένο ισοζύγιο όπως φαίνεται στο παρακάτω γράφημα

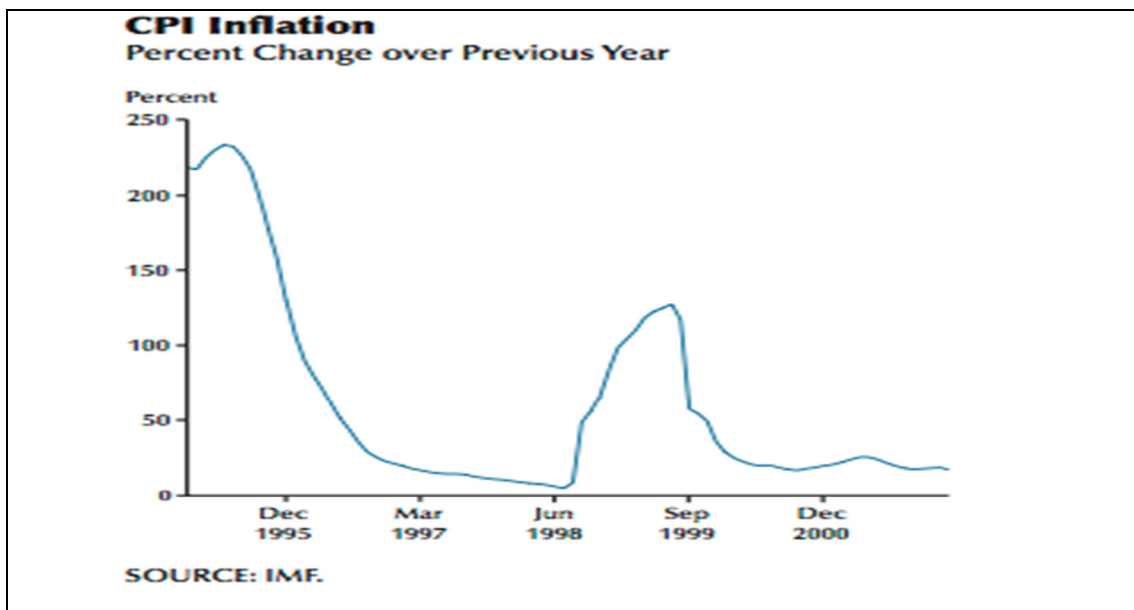
Σχήμα 1 Το εμπορικό ισοζύγιο της Ρωσίας<sup>25</sup>



<sup>25</sup> Πηγή: Κεντρική τράπεζα της Ρωσίας

- Οι σχέσεις με τη Δύση ήταν ενθαρρυντικά βελτιωμένες: Από την μία πλευρά η Παγκόσμια Τράπεζα ήταν διατεθειμένη να παράσχει εκτεταμένη βοήθεια δύο έως τριών δισεκατομμυρίων αμερικανικών δολαρίων ανά έτος και από την άλλη πλευρά το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ) συνέχισε να πραγματοποιεί συναντήσεις με Ρώσους αξιωματούχους για την παροχή περαιτέρω βοήθειας.
- Ο πληθωρισμός είχε πέσει από το 231 τοις εκατό που ήταν το 1995, δηλαδή μετά την περίοδο της Σοβιετικής Ένωσης, σε 22 τοις εκατό το 1996 και 11 τοις εκατό το 1997 όπως φαίνεται στο παρακάτω διάγραμμα. Μετά βέβαια το τέλος του 1999 φαίνεται ότι ο πληθωρισμός ξαναγύρισε στα προηγούμενα επίπεδα.

Σχήμα 2 Ρυθμός πληθωρισμού της Ρωσίας<sup>26</sup>



- Το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν της χώρας είχε αρχίσει να ανακάμπτει ελαφρώς. Όπως φαίνεται στο παρακάτω γράφημα το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν της Ρωσίας από 395 δισεκατομμύρια αμερικανικά δολάρια το 1995 είχε φτάσει στο κατώφλι του 2008 404 δισεκατομμύρια αμερικανικά δολάρια. Αυτό σήμαινε ότι η ρωσική παραγωγή είχε αρχίσει να ανακάμπτει, όμως μετά την οικονομική κρίση που ξέσπασε τον Αύγουστο του 2008 η παραγωγή της Ρωσίας μειώθηκε περίπου το 35%. Όπως επίσης φαίνεται από το διάγραμμα

<sup>26</sup> Πηγή: Διεθνές Νομισματικό Ταμείο

το 2000 το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν της Ρωσίας είχε καταβαρθρωθεί στα 195 δισεκατομμύρια αμερικανικά δολάρια.

Σχήμα 3<sup>27</sup> Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν



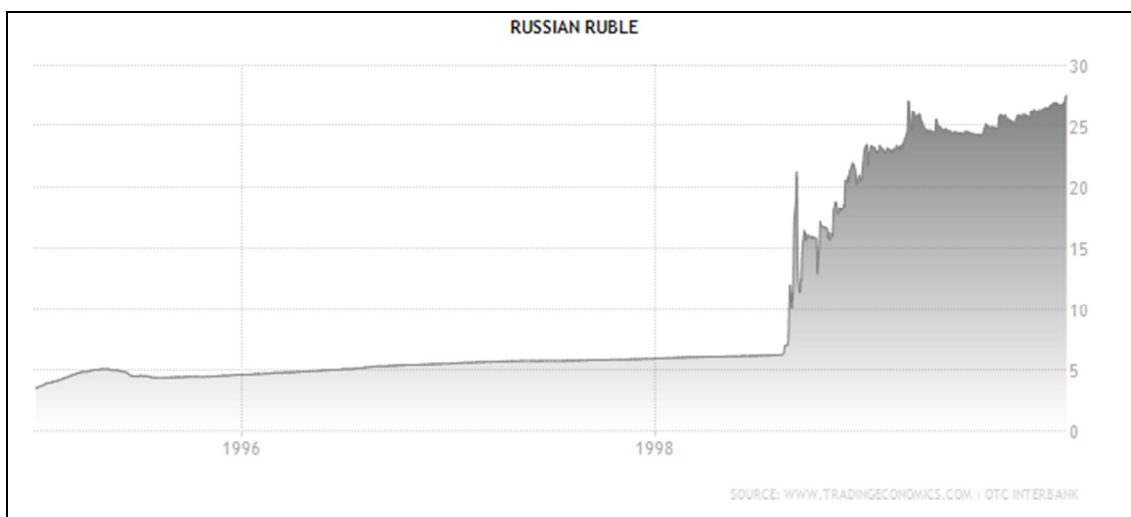
- Η Ρωσία είχε συνδέσει το νόμισμα της το Ρούβλι με το αμερικανικό δολάριο, δηλαδή το σύστημα συναλλαγματικής ισοτιμίας που χρησιμοποιούσε ήταν συνδεδεμένη ισοτιμία εντός μιας ορισμένης ζώνης - Pegged within bands. Στα συστήματα των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών η κεντρική τράπεζα καθορίζει την ισοτιμία σε ένα ορισμένο επίπεδο σε σχέση με ένα άλλο νόμισμα, το νόμισμα αναφοράς, με το οποίο παραμένει συνδεδεμένο για μήνες ή ακόμα και για χρόνια. Η ιδιαιτερότητα των συστημάτων αυτών είναι ότι η συναλλαγματική ισοτιμία της χώρας δεν εξαρτάται από την εξέλιξη της προσφοράς και της ζήτησης του νομίσματός της. Μόνο όταν η κεντρική τράπεζα της χώρας αποφασίσει την επίσημη αναθεώρηση του (υποτίμηση ή ανατίμηση) τότε μόνο παρατηρείται αλλαγή στην συναλλαγματική ισοτιμία (Edwards & Losada 1994).

Αυτό το καθεστώς που χρησιμοποιούσε η Ρωσία είναι παρόμοιο με τις συμβατικές σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες, με την μόνη διαφορά ότι οι χώρες που υιοθετούν αυτό το σύστημα έχουν περισσότερη ευελιξία, δηλαδή η συναλλαγματική ισοτιμία τους μπορεί να διακυμαίνεται εντός μιας

<sup>27</sup> <http://www.tradingeconomics.com/russia/gdp>

συγκεκριμένης στενής ζώνης (Appleyard, Field, & Cobb, 2010). Όντως οι ρωσικές αρχές είχαν συνδέσει το ένα αμερικανικό δολάριο με πέντε έως έξι ρούβλια. Αυτό σημαίνει ότι η συναλλαγματική ισοτιμία ρουβλιού με αμερικανικό δολάριο δεν θα μπορούσε να ξεφύγει από το κατώτερο και το ανώτερο όριο. Στο διάγραμμα παρακάτω φαίνεται πως κυμάνθηκε η συναλλαγματική ισοτιμία ρουβλιού αμερικανικού δολαρίου πριν από την οικονομική κρίση και μετά. Όπως είναι εμφανές, μέχρι το 1998 η συναλλαγματική ισοτιμία κυμαινόταν από 5 έως 6 ρούβλια το δολάριο Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής ενώ μετά το 1998 η ισοτιμία εκτινάχθηκε στα 25 ρούβλια το δολάριο.

**Σχήμα 4<sup>28</sup>** Συναλλαγματική ισοτιμία Ρουβλίου



- Το πετρέλαιο. Το πετρέλαιο αποτελεί μια από τις μεγαλύτερες εξαγωγές της Ρωσίας, πωλούσε σε \$ 23 ανά βαρέλι, μια τιμή η οποία ήταν πιο υψηλή από τα πρότυπα εκείνης της εποχής. Τα καύσιμα αντιπροσώπευαν πάνω από το 45 τοις εκατό από τα κυριότερα εξαγωγικά προϊόντα της Ρωσίας το 1997.

Επίσης, εκείνη την εποχή συνέβησαν και άλλα γεγονότα τα οποία ήταν ενθαρρυντικά για την οικονομία της Ρωσίας. Τον Σεπτέμβριο του 1997, η Ρωσία μπόρεσε να συμμετάσχει στην Λέσχη του Παρισιού και των πιστωτριών χωρών αφού αναδιάρθρωσε το χρέος της το οποίο ήταν άνω των 60 δις \$ από την εποχή της παλιάς Σοβιετικής Ένωσης σε άλλες κυβερνήσεις. Μια άλλη συμφωνία για την αποπληρωμή

<sup>28</sup> <http://www.tradingeconomics.com/russia/currency>



του χρέους 23 ετών \$ 33 δισεκατομμυρίων υπεγράφη ένα μήνα αργότερα με τη Λέσχη του Λονδίνου. Οι αναλυτές προέβλεψαν ότι οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας της Ρωσίας θα βελτιωνόταν, επιτρέποντας στη χώρα να δανειστεί με μικρότερο κόστος. Ακόμα, την εποχή εκείνη είχαν αρχίσει να εξαλείφονται οι περιορισμοί για την αγορά των τίτλων του Δημοσίου από μη μονίμους κατοίκους επενδυτές, προωθώντας έτσι οι ρωσικές αρχές τις ξένες επενδύσεις στη Ρωσία. Μέχρι τα τέλη του 1997, περίπου το 30 τοις εκατό του GKO (βραχυπρόθεσμου χρέους της κυβέρνησης) αντιστοιχούσε σε μη κατοίκους (Shleifer and Treisman, 2000).

Αυτό το νέο κλίμα αισιοδοξίας θα μπορούσε επίσης να συναχθεί από το γεγονός ότι η Ρωσία ήταν τελικά σε θέση να επιτύχει θετικούς ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης το έτος 1997. Επιπλέον, η Παγκόσμια Τράπεζα και το ΔΝΤ ήταν πρόθυμα να παράσχουν βοήθεια ενώ ο πληθωρισμός μειωνόταν σταθερά κατά τα τελευταία δύο χρόνια προς την κατεύθυνση 14,767% από έτος σε έτος από το 1997. Οι χρηματιστηριακοί δείκτες επίσης αυξήθηκαν ραγδαία. Για παράδειγμα, ο δείκτης RTS αυξήθηκε από 86,09 μονάδες που ήταν στο τέλος του 1995 σε 498,42 μονάδες κοντά στο τέλος του 1997, όπως δείχνει ο παρακάτω πίνακας.

**Πίνακας 2:** (α) Ποσοστό πληθωρισμού (μεταβολή% από τρίμηνο σε τρίμηνο) (β) RTS δείκτη μετοχών (δείκτης τιμών σε δολάρια ΗΠΑ)

Time period	Inflation rate	RTS equity index	Time period	Inflation rate	RTS equity index
1993:Q1	752.767	-	1996:Q1	89.996	75.630
1993:Q2	707.787	-	1996:Q2	58.532	195.970
1993:Q3	952.898	-	1996:Q3	37.246	165.930
1993:Q4	925.507	-	1996:Q4	24.247	200.500
1994:Q1	676.148	-	1997:Q1	18.216	301.300
1994:Q2	469.371	-	1997:Q2	14.793	418.630
1994:Q3	267.270	-	1997:Q3	14.570	498.420
1994:Q4	209.740	-	1997:Q4	11.852	396.860
1995:Q1	216.801	-	1998:Q1	9.3558	325.500
1995:Q2	222.596	-	1998:Q2	7.270	151.350
1995:Q3	221.106	86.090	1998:Q3	22.435	43.810
1995:Q4	156.819	82.920	1998:Q4	70.076	58.930

Source: International Financial Statistics (IMF) and DataStream, respectively

Ωστόσο, συνέχιζαν να υφίστανται κάποια σοβαρά προβλήματα. Ένα από τα σημαντικότερα προβλήματα για την κυβέρνηση ήταν το χαμηλό ποσοστό εισπραξής των φόρων. Σύμφωνα με τον Charman και Mulino (2001), το φορολογητέο πρόβλημα ήταν διπλό, η κυβέρνηση δεν μπορούσε να συγκεντρώσει επαρκή ποσό από τους φόρους, αλλά και η ποιότητα των συλλεγόμενων φόρων ήταν πολύ κακή. Εκ των φορολογικών εισπράξεων, ένα εντυπωσιακό 26% το 1996 και 20% το 1997 ήταν μη μετρητά (π.χ. γραμμάτια). Ως εκ τούτου, η ρωσική κυβέρνηση είχε ένα επίμονο έλλειμμα στον προϋπολογισμό. Επιπλέον, τα τηρούμενα αποθεματικά της Ρωσίας επιδεινώνονταν. Το Νοέμβριο του 1997, η Κεντρική Τράπεζα της Ρωσίας υπερασπίστηκε με επιτυχία το ρούβλι, ενώ ταυτόχρονα είχε απώλεια έξι δισεκατομμύρια δολάρια.

Όλα αυτά τα οικονομικά δεδομένα έδιναν θετικά σήματα στην αγορά καθώς η Ρωσία έκλεισε το 1997 με οικονομική ανάπτυξη 0,8 τοις εκατό.

## 17.2 Η ασιατική κρίση

Το προηγούμενο κομμάτι, δείχνει θετικές τάσεις στο ακόμη εύθραυστο ρωσικό οικονομικό τοπίο. Οι θεμελιώδεις αδυναμίες που εξακολουθούσαν να υφίστανται, αποδείχθηκε ότι ήταν ένας θανατηφόρος συνδυασμός για τα γεγονότα που επρόκειτο να συμβεί. Κατά τη διάρκεια του 1997, πολλές χώρες στην Ανατολική Ασία γνώρισαν μια νομισματική κρίση. Αυτό αργότερα ονομάστηκε ασιατική κρίση. Οι Charman και Mulino (2001) υποστηρίζουν ότι αυτό το ευρέως διαδεδομένο πρόβλημα στην Ανατολική Ασία επηρέασε αρνητικά τη Ρωσία. Οι επενδυτές άρχισαν να επαναξιολογούν όλες τις αναδυόμενες χώρες, συμπεριλαμβανομένης της Ρωσίας. Η επανεκτίμηση αυτή προκάλεσε την άμεση εκροή κεφαλαίων και το ρούβλι τέθηκε υπό πίεση, καθώς οι επενδυτές αντιλαμβάνονταν το ρούβλι ως υπερτιμημένο. Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, το ρούβλι ήταν συνδεδεμένο με το δολάριο και οι νομισματικές αρχές ήθελαν να υπερασπιστεί αυτή την σύνδεση με κάθε μέσο. Ως εκ τούτου, η Κεντρική Τράπεζα της Ρωσίας (CBR) αγόρασε ρούβλια με τα αποθέματα ξένου νομίσματος. Επιπλέον, το επιτόκιο δανεισμού αυξήθηκε. Μια αργή ανταπόκριση των ρωσικών αρχών μείωσε όμως περαιτέρω την εμπιστοσύνη και ως αντίδραση οι επενδυτές υπέγραψαν προθεσμιακά συμβόλαια σε ισχύ με την CBR με

στόχο την αντιστάθμιση του συναλλαγματικού κινδύνου για ομόλογα GKO που είχαν (Chiodo και Owyang, 2002). Αυτά τα προθεσμιακά συμβόλαια άσκησαν πρόσθετη πίεση στις προβλέψεις της CBR, η οποία μειώθηκε, σε μια προσπάθεια να υπερασπιστεί τη συναλλαγματική ισοτιμία. Ο Poirot Jr. (2001) υποστηρίζει ακόμη ότι η αγορά GKO θα μπορούσε να θεωρηθεί ως ένα άλλο «σύστημα Ponzi».

Η κυβέρνηση εξέδωσε ένα νέο χρέος προκειμένου να χρηματοδοτηθεί το παλιό χρέος, εκ των οποίων το ένα τρίτο κατέχονταν από ξένους και το υπόλοιπο από τις ρωσικές τράπεζες (Kabir και Hassan, 2009). Ωστόσο, λόγω της μειωμένης εμπιστοσύνης, οι επενδυτές ήθελαν υψηλότερη απόδοση από τα νέα GKO. Με άλλα λόγια, η ρωσική κυβέρνηση αναγκάστηκε να πληρώσει ένα πολύ υψηλότερο επιτόκιο για τα κρατικά της ομόλογα. Εκτός από αυτά τα προβλήματα, η τιμή του κύριου προϊόντος εξαγωγής της Ρωσίας, πετρελαίου, άρχισε να μειώνεται, ασκώντας πρόσθετη πίεση στον κυβερνητικό προϋπολογισμό. Οι Fic και Saqib (2006) βρίσκουν επίσης εμπειρικές ενδείξεις ότι η ασταθής πολιτική κατάσταση στη δεκαετία του 1990 συνέβαλε στην εμφάνιση της κρίσης του 1998, επίσης. Χρησιμοποιώντας μια τεχνική εκτίμηση OLS βρίσκουν σημαντικό αρνητικό συντελεστή για την πολιτική σταθερότητα σε σχέση με την πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία ως εξαρτημένη μεταβλητή. Παρά την πολλών δισεκατομμυρίων δολαρίων στήριξη του ΔΝΤ, η εμπιστοσύνη των επενδυτών παρέμεινε εξαιρετικά χαμηλή. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα τη ρωσική έκδοση της «Μαύρης Πέμπτης» στις 13 Αυγούστου 1998. Την συγκεκριμένη ημέρα οι απώλειες στη χρηματιστηριακή αγορά ήταν τόσο μεγάλης κλίμακας, που το χρηματιστήριο αναγκάστηκε να διακόψει τη χρηματιστηριακή λειτουργία για 35 λεπτά. Τέσσερις ημέρες αργότερα, στις 17 Αυγούστου 1998, η ρωσική κυβέρνηση δεν μπορούσε πλέον να αντέξει την πίεση καθώς τα αποθεματικά συρρικνώνονταν και αναγκάστηκε έτσι να υποτιμήσει το ρούβλι, να αυξήσει τη συναλλαγματική ισοτιμία, η προεπιλογή για το εσωτερικό χρέος, να σταματήσει τις πληρωμές για τους τίτλους χρέους ρουβλιού (GKO) και να κηρύξει στάση πληρωμών 90 ημερών μορατόριουμ για τις πληρωμές από τις εμπορικές τράπεζες σε ξένους πιστωτές (Chiodo και Owyang, 2002).

Τα μέτρα που ελήφθησαν στις 17 Αυγούστου 1998 αφορούν πολλαπλές περιοχές του οικονομικού τοπίου της Ρωσίας. Αυτό μπορεί επίσης να είναι ένας λόγος για τον οποίο υπάρχει μια τέτοια μεγάλη διαφωνία στην βιβλιογραφία καθώς ορισμένοι υποστηρίζουν ότι είναι μια νομισματική κρίση, ενώ άλλοι έχουν τη γνώμη ότι είναι ένας συνδυασμός μίας νομισματικής και τραπεζικής κρίσης (η λεγόμενη δίδυμη-

κρίση) ή ακόμη και μια συστημική χρηματοπιστωτική κρίση. Ωστόσο υπάρχουν θεμιτά επιχειρήματα για κάθε άποψη. Η κρίση μπορεί σίγουρα να χαρακτηριστεί ως μια νομισματική κρίση καθώς η Ρωσία αναγκάστηκε να αποσυνδέσει την συναλλαγματική ισοτιμία του ρουβλιού, η οποία προκάλεσε την άμεση υποτίμηση του ρουβλιού. Ωστόσο, υπάρχουν επίσης ισχυρά επιχειρήματα για να υποστηρίξει κανείς ότι η κρίση του 1998 μπορεί να θεωρηθεί ως μια τραπεζική κρίση. Σύμφωνα με τους Steinherr και Klär (2005), ο αριθμός των τραπεζών είχε ανέλθει σε τεράστιες διαστάσεις ακόμη και πριν την ίδρυση της Ρωσικής Ομοσπονδίας ο αριθμός των τραπεζών ήταν πάνω από 1300. Κατά τη διάρκεια του οικονομικού προβλήματος του 1998 πολλές τράπεζες απέκτησαν σοβαρά προβλήματα ρευστότητας. Ο Ippolito (2002) προβάλλει διάφορες πηγές από τις οποίες οι περισσότερες (μεγάλες) τράπεζες υπέστησαν απώλειες:

- (i) τα προθεσμιακά συμβόλαια ξένου συναλλάγματος,
- (ii) την υποτίμηση των χρεογράφων GKO (το 1996 οι τράπεζες είχαν αγοράσει τεράστια ποσά των Γραμματίων του Δημοσίου όταν οι αποδόσεις πέρασαν την κορυφή (Charman και Mulino, 2001)),
- (iii) η αθέτηση των πληρωμών για τα βραχυπρόθεσμα δάνεια, και
- (iv) οι εκροές καταθέσεων. Όπως εξηγείται από το μοντέλο Diamand και Dybnig (1983), οι κάτοχοι των καταθέσεων είναι επιρρεπείς να αποσύρουν τις καταθέσεις τους σε περίπτωση που υποπτεύονται ότι μια τράπεζα έχει πρόβλημα. Αυτό το συναίσθημα ήταν επίσης επηρεασμένο από την απουσία ενός συστήματος ασφάλισης των καταθέσεων στη Ρωσική Ομοσπονδία. Σύμφωνα με Tompson (2004), ένα σύστημα ασφάλισης των καταθέσεων εφαρμόστηκε μόνο μέχρι το τέλος του 2003. Σε μια προσπάθεια να αλλάξει το συναίσθημα αυτό, η Κεντρική Τράπεζα της Ρωσίας μετέφερε τις καταθέσεις της από αφερέγγυες τράπεζες στην Sberbank, η οποία ήταν η μόνη τράπεζα που εγγυούνταν ασφάλιση των καταθέσεων (Ippolito 2002). Τέλος, τα επιχειρήματα υπέρ μιας συστημικής κρίσης είναι επίσης θεμιτά. Η πραγματική οικονομία έχει

επηρεαστεί αρνητικά, με αποτέλεσμα αρνητικούς ρυθμούς ανάπτυξης και αύξηση του ποσοστού ανεργίας.

Σε όλη την ακαδημαϊκή βιβλιογραφία, δεν είναι δυνατόν να βρεθεί μια κοινά αποδεκτή εξήγηση καθώς υπάρχει μεγάλη διαφωνία για το τι πραγματικά προκάλεσε τη ρωσική οικονομική κρίση. Πολλοί διαφορετικοί παράγοντες έχουν παίξει ρόλο στην κρίση του 1998. Σύμφωνα με τους Birkenes και Pennell (1999), οι διαφορετικές απόψεις μπορούν να ταξινομηθούν σε δύο ομάδες:

- (i) η κρίση προκλήθηκε από τις δευτερογενείς επιδράσεις (μόλυνση) από το πρόβλημα στο διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα, και
- (ii) η κρίση προκλήθηκε από τις διαρθρωτικές (μακροοικονομικές) αδυναμίες στο εσωτερικό της ίδιας της Ρωσίας. Η κατηγοριοποίηση αυτή μπορεί να σχετίζεται με τα μοντέλα που αναφέρθηκαν προηγούμενα σε αυτό το κεφάλαιο.

Η πρώτη άποψη μπορεί να σχετίζεται με το μοντέλο δεύτερης γενιάς του Obstfeld (1994) μεταξύ άλλων. Οι προσδοκίες για την κατάσταση της ρωσικής οικονομίας επηρεάστηκαν αρνητικά λόγω της ασιατικής κρίσης. Η επαναξιολόγηση της Ρωσίας από τους επενδυτές ξεκίνησε τη διαδικασία της «αυτοεκπληρούμενης» κρίσης. Η δεύτερη άποψη αφορά τα μοντέλα πρώτης γενιάς (Krugman, 1979, μεταξύ άλλων), υπό την έννοια ότι οι θεμελιώδεις μακροοικονομικές αδυναμίες προκάλεσαν τη φυγή κεφαλαίων και ανάγκασαν την κυβέρνηση να υπερασπιστεί το νόμισμά της. Σύμφωνα με αυτή την άποψη, θα έπρεπε να παρθούν καλύτερα μέτρα ώστε να γίνει η χώρα λιγότερο ευάλωτη στις εξωτερικές (οικονομικές) κρίσεις. Σε γενικές γραμμές, είναι εύκολο να συναχθεί ότι ένας συνδυασμός παραγόντων προκάλεσε τη ρωσική οικονομική κρίση του 1998. Θα μπορούσε κανείς να υποστηρίξει ότι προφανώς χωρίς την ασιατική κρίση, η επανεκτίμηση της Ρωσίας ήταν λιγότερο πιθανό να συμβεί. Παρ' όλα αυτά, δεν θα μάθουμε ποτέ αν η (ακόμα) επισφαλής κατάσταση της ρωσικής οικονομίας θα δώσει στους επενδυτές αρκετή εμπιστοσύνη για να μην αποσύρουν τις επενδύσεις τους. Συμπερασματικά, ένας συνδυασμός παραγόντων έχει συμβάλει σε αυτή την κρίση: οι χαμηλές εισπράξεις φόρων και συναφών δημοσιονομικών ελλειμμάτων, η μείωση της τιμής του πετρελαίου, οι κρίσεις στα

άλλα ασιατικά νομίσματα, η ασταθής πολιτική κατάσταση και τα ξένα προθεσμιακά συμβόλαια για να αντισταθμίσει ο συναλλαγματικός κίνδυνος των επενδύσεων GKO - OFZ.

Η ρωσική οικονομική κρίση σίγουρα δεν ήταν η πρώτη στην ιστορία και δεν θα είναι ούτε η τελευταία. Με τη γενική αντίληψη σχετικά με τη ρωσική χρηματοοικονομική κρίση του 1998 κατά νου, είναι ενδιαφέρον να εξεταστεί αν τα χαρακτηριστικά αυτής της κρίσης μοιάζουν με εκείνα άλλων κρίσεων. Επιπλέον, τίθεται το ερώτημα αν οι εμπειρογνώμονες μπορούσαν να έχουν προβλέψει την κρίση. Ακολουθώντας, σύμφωνα με τον Bordo (1998), το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (1998) ήταν σε θέση να εντοπίσει αρκετές πιθανές προελεύσεις της κρίσης εκτός της κανονικής ανάπτυξης και της συρρίκνωσης του κύκλου της οικονομίας. Οι παράγοντες αυτοί προέλευσης της κρίσης είναι οι εξής: μη βιώσιμες μακροοικονομικές πολιτικές, οι αδυναμίες της χρηματοοικονομικής διάρθρωσης, οι παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές συνθήκες, οι συναλλαγματικές ισοτιμίες και η πολιτική αστάθεια. Ωστόσο, δεν διαδραματίζουν μόνο οι εγχώριες μακροοικονομικές συνθήκες σημαντικό ρόλο στις οικονομικές κρίσεις. Οι εξωτερικές οικονομικές συνθήκες διαδραματίζουν επίσης σημαντικό ρόλο, ιδιαίτερα στις αναδυόμενες χώρες, όπως η Ρωσική Ομοσπονδία. Όλα τα χαρακτηριστικά αυτά μπορούν επίσης να βρεθούν στην εμφάνιση της κρίσης στη Ρωσία. Κατά συνέπεια, η κατάσταση δεν είναι τόσο αξιοσημείωτη όσο μπορεί να φαίνεται με την πρώτη ματιά. Έτσι λοιπόν εγείρεται το εύλογο και προφανές ερώτημα εάν η κρίση θα μπορούσε να είχε προβλεφθεί. Αυτό θα μπορούσε να βοηθήσει ίσως ακόμη και στο να την εμποδίσει να συμβεί. Προκειμένου να προβλέψουμε μια κρίση, υπάρχει ένα σύνολο μεταβλητών τα οποία προειδοποιούν πως μια κρίση πρόκειται να χτυπήσει, τα αποκαλούμενα σημάδια έγκαιρης προειδοποίησης (ΔΝΤ, 1998). Ακόμα το ΔΝΤ αναγνωρίζει πολλές μεταβλητές που θα μπορούσαν ενδεχομένως να χρησιμοποιηθούν ως σημάδια:

- (i) μια υπερτίμηση της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας,
- (ii) η αύξηση των πιστώσεων,
- (iii) ο υψηλός πληθωρισμός,
- (iv) ένα διευρυνόμενο έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, και

- (v) ο δείκτης M2/ ποσοστό υποχρεωτικών διαθεσίμων.

Επιπλέον, οι Basdevant και Hall (2002) υποστηρίζουν ότι η ρωσική οικονομική κρίση θα μπορούσε να είχε προβλεφθεί με τη βοήθεια της μεταβλητότητας των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Το μοντέλο τους δείχνει ότι η διακύμανση των συναλλαγματικών ισοτιμιών αυξήθηκε απότομα λίγο πριν από την κρίση του 1998. Παρά την πιθανή ύπαρξη πολλών τέτοιων μεταβλητών-προειδοποιητικών σημαδιών (για μια νομισματική κρίση), μια κρίση δεν μπορεί απλώς να προβλεφθεί με αυτά τα σημάδια. Επιπλέον, θα πρέπει να σημειωθεί ότι μόλις μια μεταβλητή ταυτοποιείται ως δείκτης χάνει σχεδόν αμέσως αξία καθώς η συμπεριφορά και η προσδοκίες μεταβάλλονται. Οι αγορές αφού τις λάβουν υπόψη θα τις καταστήσει λιγότερο χρήσιμες. Επίσης, η δυσκολία έγκειται στο γεγονός ότι οι μεταβλητές θα πρέπει να έχουν κάποιο βαθμό αξιοπιστίας και να μην παράγουν ψευδή σήματα συχνά (ΔΝΤ, 1998). Στο πλαίσιο της πορείας προς την Ρωσική οικονομική κρίση ασφαλώς μπορούν να ανιχνευθούν κάποια στοιχεία, τα οποία καθορίζονται από το ΔΝΤ ως «γενικά χαρακτηριστικά / δείκτες». Για παράδειγμα, η πολιτική κατάσταση ήταν ασταθής, οι εξωτερικές συνθήκες ήταν μη ευνοϊκές (ασιατική κρίση) και η συναλλαγματική ισοτιμία θεωρήθηκε υπερτιμημένη. Ωστόσο, παραμένει δύσκολο να διαπιστωθεί η πραγματική αιτία, καθώς όπως και σε κάθε κρίση, ένας μοναδικός συνδυασμός των παραγόντων προκάλεσαν την οικονομική ύφεση το 1998 στη Ρωσία (Basdevant & Hall 2002).

### **17.3 Περίοδος μετά τη ρωσική χρηματοοικονομική κρίση του 1998**

Η προηγούμενη ενότητα έδωσε μια λεπτομερή περιγραφή για τη ρωσική οικονομική κρίση και τα συναφή με αυτή υπάρχοντα μοντέλα. Επίσης, επισημάνθηκαν οι άμεσες συνέπειες για το ρωσικό κράτος: η υποτίμηση του ρουβλιού, η διακύμανση στη συναλλαγματική ισοτιμία, η αθέτηση πληρωμής του εσωτερικού χρέους, η παύση πληρωμών για τα GKOs και η κήρυξη 90 ημερών μορατόριουμ για τις πληρωμές από τις εμπορικές τράπεζες σε ξένους πιστωτές (Chiodo και Owyang , 2002). Ωστόσο, η κρίση του 1998 είχε πολύ ευρύτερες συνέπειες για τη Ρωσία και άλλες χώρες. Αυτή η

ενότητα θα μελετήσει την περίοδο μετά την κρίση και θα αναλυθούν οι σχετικές συνέπειες.

Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, οι Fic και Saqib (2006) διατείνονται ότι το ασταθές πολιτικό τοπίο είχε σημαντική επίδραση στην εμφάνιση της κρίσης στη Ρωσία. Μετά από αυτή την εξέλιξη της πολιτικής αστάθειας, η κρίση έχει οδηγήσει ακόμα περισσότερο την πολιτική αστάθεια. Η κρίση ξέσπασε πλήρως στις 17 Αυγούστου 1998. Στις 23 Αυγούστου 1998 ο Ρώσος πρωθυπουργός, Sergei Kiriyenko, απολύθηκε και αντικαταστάθηκε από τον Viktor Chernomyrdin, ο οποίος προτάθηκε από τους ολιγάρχες (Kotz, 1998). Ο Chernomyrdin, με τη σειρά του, έχασε το διορισμό του μετά τον Yevgeny Primakov σε λιγότερο από ένα μήνα, λόγω της αντίθεσής του στο Κράτος Δούμα. Επιπλέον, ο Hanson (1999) υποστηρίζει ότι οι πολιτικοί δεν ήταν πρόθυμοι να αναλάβουν την ευθύνη για την εφαρμογή σκληρών μεταρρυθμίσεων με τις νέες κοινοβουλευτικές εκλογές που πλησίαζαν μέχρι το Δεκέμβριο του 1999 και τις προεδρικές εκλογές του 2000.

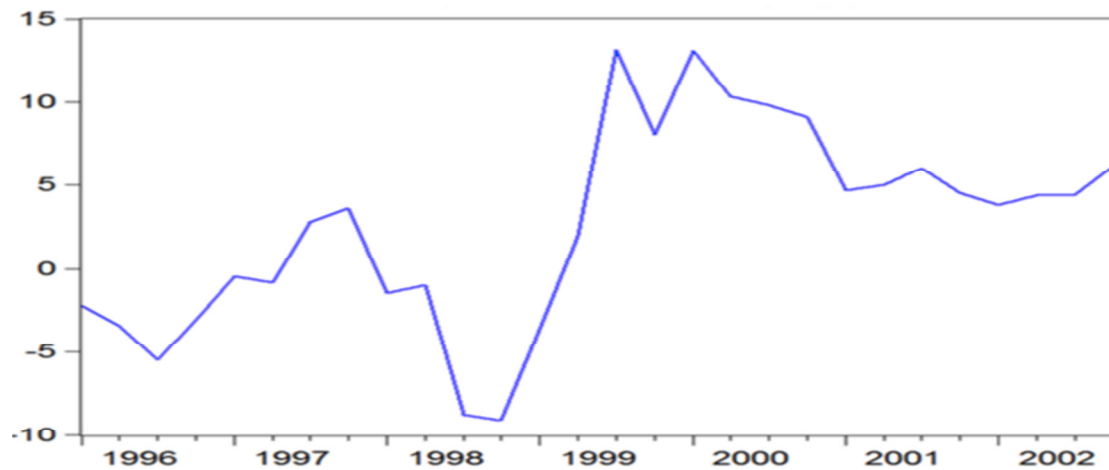
Αρχικά, η κρίση είχε αρνητικό αντίκτυπο. Οι ρυθμοί οικονομικής ανάπτυξης ήταν αρνητικοί για μία ακόμη φορά, μετά από τους θετικούς ρυθμούς του 1997, για πρώτη φορά από την ίδρυση της Ρωσικής Ομοσπονδίας. Επιπλέον, οι Birkenes και Pennell (1999) υποστηρίζουν ότι η πραγματική μέση αμοιβή το Δεκέμβριο του 1998 ήταν 39,9% χαμηλότερη από ό, τι τον αντίστοιχο μήνα ένα χρόνο νωρίτερα, λόγω του σημαντικά υψηλότερων ποσοστών πληθωρισμού. Επιπλέον, η δραματική μείωση της εμπιστοσύνης των ξένων επενδυτών οδήγησε σε μείωση των ποσοστών των άμεσων ξένων επενδύσεων άνω του 60% (φυγή κεφαλαίων). Όλοι αυτοί οι κύριοι οικονομικοί δείκτες δείχνουν μια σαφή καθοδική σπείρα. Ωστόσο, ορισμένοι από αυτούς τους αρνητικούς αριθμούς σύντομα έμειναν στην ιστορία. Παρά την έλλειψη πολιτικής βούλησης για μεταρρυθμίσεις και τις αρνητικές επιπτώσεις της κρίσης, η Ρωσία ήταν σε θέση να καταγράψει θετικούς ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης από το 1999 και εξής όπως δείχνει το παρακάτω σχήμα.

Σχήμα 5<sup>29</sup>: Ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ σε ποσοστά (από τρίμηνο σε τρίμηνο)

---

<sup>29</sup> Πηγή: Διεθνές Νομισματικό Ταμείο





Source: International Financial Statistics (IMF)

Εκ πρώτης όψεως αυτό φαίνεται πολύ περίεργο. Πώς θα μπορούσε η Ρωσία να καταγράψει ρεκόρ σε ρυθμούς θετικής ανάπτυξης μόλις δύο τρίμηνα μετά την τεράστια οικονομική δυσχέρεια; Σύμφωνα με τον Thiessen (2004), πρέπει να ερμηνευτεί αυτή η κατάσταση, ως το παράδοξο της Ρωσίας: η χώρα γνώρισε ραγδαία ανάπτυξη χωρίς σημαντικές (τραπεζικές) μεταρρυθμίσεις. Οι Birkenes και Pennell (1999), Butorina (2000), Chiodo και Owyang (2002) και Vedev (2003), όλοι έχουν κοινές εξηγήσεις για το "ρωσικό παζλ της ανάπτυξης". Πρώτον, η υποτίμηση του ρουβλίου έκανε πιο ακριβές τις εισαγωγές για τις ρωσικές επιχειρήσεις και τους πολίτες. Προφανώς, το ακριβώς αντίθετο ίσχυε για τις εξαγωγές, οι οποίες ήταν πολύ φθηνότερες. Το αποτέλεσμα της υποτίμησης ήταν η συμπεριφορά αντικατάστασης-αντιστάθμισης των εισαγωγών συνοδευόμενη από πρόσθετη ζήτηση προϊόντων λόγω του αυξημένων εξαγωγών. Δεύτερον, οι διεθνείς τιμές του πετρελαίου άρχισαν να αυξάνονται και πάλι. Και εφόσον το πετρέλαιο (και άλλες πρώτες ύλες) είναι η κύρια πηγή του εισοδήματος της Ρωσίας, αυτό συνεπάγεται μια τεράστια οικονομική ώθηση. Ειδικότερα, η ομοσπονδιακή κυβέρνηση ήταν σε θέση να λάβει τα οφέλη, με αποτέλεσμα βελτιώσεις στον κρατικό προϋπολογισμό. Τρίτον, ο Vedev (2003) υποστηρίζει ότι η ρύθμιση των τιμών για τις μονοπωλιακές αγορές ενέργειας συνεπάγεται μια έμμεση κρατική επιδότηση για τον πραγματικό τομέα. Όλοι αυτοί οι παράγοντες συνέβαλαν στην ταχεία ρωσική ανάταξη των επιπέδων παραγωγής. Επίσης, παρά το γεγονός ότι οι δυτικές χώρες υπέστησαν σημαντικές απώλειες λόγω της κρίσης, οι χώρες αυτές δεν έχασαν ποτέ εντελώς το ενδιαφέρον τους στη Ρωσική Ομοσπονδία. Ειδικότερα, οι δυτικές εταιρείες συνέχισαν να ενδιαφέρονται για τον τεράστιο ρωσικό πληθυσμό και τα αποθέματα πετρελαίου και αερίου (Hanson, 1999). Και ο Hanson (1999) συνεχίζει πως, αφού η Ρωσία κατέχει περίπου 30.000 πυρηνικές

κεφαλές, οι δυτικές κυβερνήσεις δεν θέλουν να χάσουμε από τα μάτια τους την Ρωσία. Στην πραγματικότητα, η Ρωσία ποτέ δεν πραγματοποίησε πραγματικά τις υποσχέσεις της για μεταρρυθμίσεις, ενώ εφοδιάζονταν συνεχώς με νέες πιστώσεις από τη Δύση. Παρ' όλα αυτά, η Ρωσία είχε λάβει πολλές φορές πρόσθετα δάνεια αφού οι Δυτικές χώρες ήθελαν να παραμείνουν σε συνομιλίες και συναλλαγές με μια σημαντική χώρα του παγκόσμιου πολιτικού φάσματος.

Όπως αναφέρθηκε προηγουμένως, οι Ρώσοι πολιτικοί δεν ήταν πρόθυμοι να κάνουν μεταρρυθμίσεις. Παρά το γεγονός ότι η παραγωγή ήταν σε θέση να ανακτηθεί γρήγορα μετά την κρίση, δεν ήταν όλα τα τμήματα στη ρωσική οικονομία σε θέση να ανακάμψουν με μια τέτοια εκπληκτική ταχύτητα. Ο τραπεζικός τομέας επλήγη σκληρά κατά τη διάρκεια της κρίσης και οι ξένοι επενδυτές είχαν σοβαρές αμφιβολίες για την ικανότητα του ρωσικού τραπεζικού τομέα να ανακάμψει. Σύμφωνα με τους Steinherr και Klär (2005), ο ρωσικός τραπεζικός τομέας ήταν σημαντικά ανεπτυγμένος σε σύγκριση με άλλες αναδυόμενες οικονομίες (π.χ. τη Πολωνία ή την Ουγγαρία). Οι ρωσικές τράπεζες απέδωσαν εξαιρετικά άσχημα στην αποτελεσματική κατανομή των κεφαλαίων. Οι εταιρείες που δεν ανήκαν σε ομίλους των ολιγαρχικών, είχαν τεράστιες δυσκολίες να λάβουν δάνεια ή τους είχε δοθεί πίστωση σε γελοίες τιμές (Steinherr και Klär, 2005). Ο Tuminez (2000) ενισχύει αυτή τη δήλωση. Στη Ρωσία, τα δάνεια προς τον ιδιωτικό τομέα και τους μη χρηματοοικονομικούς λογαριασμούς του Δημοσίου αντιπροσώπευαν το 10% του ΑΕΠ, σε σύγκριση με 20% στην Πολωνία και έως 120% στις αναπτυγμένες χώρες. Επιπλέον, οι Steinherr και Klär (2005) υποστηρίζουν ότι είναι κοινή πρακτική να εφαρμόζεται ένα πρόγραμμα μεταρρυθμίσεων μετά από μια κρίση για την εξεύρεση συγκεκριμένων λύσεων για τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια, την βελτίωση της απόδοσης των νέων δανείων και τη βελτίωση της διαχείρισης κινδύνου της τράπεζας. Η απουσία αυτών των μεταρρυθμίσεων θα πρέπει να θεωρηθεί ως αδυναμία. Μία αντίθετη αντίδραση θα μπορούσε να είχε αποτρέψει τον πραγματικό τομέα να αναπτύσσεται με ακόμη ταχύτερο ρυθμό από ό, τι ήδη έκανε (Thiessen, 2004, Steinherr και Klär, 2005). Ωστόσο, ο Vedev (2003) υποστηρίζει ότι υπάρχουν περισσότερες αιτίες από την πολιτική απροθυμία όπως το γεγονός ότι οι τράπεζες δεν ήταν σε θέση να ανακτήσουν τον εαυτό τους και εκτός από την κυβερνητική αποστροφή στις μεταρρυθμίσεις, η κυβέρνηση δεν έχει τους πόρους των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων ούτε αμέσως μετά την κρίση. Παρά την έλλειψη διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, υπήρξαν ορισμένες θετικές τάσεις ορατές στον

τραπεζικό τομέα. Από το 2000 και μετά, ο τραπεζικός τομέας γνώρισε (ήσσονος σημασίας) άνθιση όσον αφορά την αύξηση των στοιχείων του ενεργητικού, των ιδίων κεφαλαίων, δανείων και καταθέσεων (Ippolito, 2002).

Επιπλέον, το ποσοστό των μη εξυπηρετούμενων δανείων είχε μειωθεί. Ωστόσο, ο ρωσικός τραπεζικός τομέας παρέμεινε πολύ περιορισμένος και ο ανταγωνισμός ήταν χαμηλή λόγω της δεσποζουσας θέσης της Sberbank. Το 2002, η Sberbank κατείχε το 75% του συνόλου των καταθέσεων, και ακόμη το 90% των καταθέσεων των νοικοκυριών (Steinherr και Klär, 2005). Επιπλέον, το 2004 οι καταθέσεις σε ιδιωτικές τράπεζες ανήλθαν σε 63 δισεκατομμύρια δολάρια, ενώ μία προσεγγιστική ποσότητα από 40 έως 80 δις δολάρια κρατήθηκε στο σπίτι από τους Ρώσους πολίτες. Ευτυχώς, υπήρξαν κάποιες βελτιώσεις. Μία από τις βελτιώσεις αυτές που θα αναφερθούν εν συντομία είναι η εισαγωγή ενός συστήματος ασφάλισης των καταθέσεων το Δεκέμβριο του 2003 (Vernikov, 2007, Berglof και Lehmann, 2009). Η εισαγωγή ενός συστήματος ασφάλισης των καταθέσεων ενίσχυσε σημαντικά την εμπιστοσύνη και είχε επίσης θετικό αντίκτυπο στον εγχώριο τραπεζικό ανταγωνισμό. Δεν ήταν πλέον μόνο η Sberbank στην οποία μπορούσαν να βασίζονται με ένα σύστημα ασφάλισης των καταθέσεων. Παρ' όλα αυτά, οι μεγάλες τράπεζες ήταν ακόμα οι κυρίαρχοι παίκτες στο ρωσικό τραπεζικό τομέα. Το γεγονός ότι οι ξένες τράπεζες εξαιρούνταν ρητά από το σύστημα ασφάλισης των καταθέσεων συνέβαλε επίσης σε αυτή την τάση: το 2005 μόνο το 1 στις 15 μεγαλύτερες τράπεζες ήταν ξένες (Steinherr και Klär, 2005). Κατά συνέπεια, τα θέματα που προβλήθηκαν από τους Tuminez (2000) Βασίλιεφ (2000), Ippolito (2002) και Steinherr και Klär (2005) είχαν σημασία και έπαιξαν ρόλο για ένα μεγάλο χρονικό διάστημα. Οι τομείς βελτίωσης περιλάμβαναν: την καταπολέμηση της διαφθοράς και της κακοδιαχείρισης, την τόνωση της εισόδου ξένων τραπεζικών και άλλων μορφών άμεσων ξένων επενδύσεων, τη βελτίωση των λογιστικών προτύπων, την ιδιωτικοποίηση, την περαιτέρω βελτίωση των συστημάτων πληρωμών, τη βελτίωση της εποπτείας των τραπεζών και την εισαγωγή πιστωτικών συστημάτων πληροφοριών. Η τελευταία παρατήρηση, σχετικά με τα συστήματα πιστωτικών πληροφοριών, έχει επίσης καλυφθεί από την ακαδημαϊκή βιβλιογραφία. Οι Pagano και Japelli (1993) υποστηρίζουν ότι τα γραφεία πιστωτικών πληροφοριών τόνωσαν την τάση για δανειοδότηση, αφού οι δανειστές μπορούσαν να αποκτήσουν καλύτερη ενημέρωση σχετικά με τους (νέους) δανειολήπτες τους. Με αυτόν τον τρόπο, η έννοια της πίστωσης (rationing) μπορούσε να αποφευχθεί, ή τουλάχιστον να μειωθεί σημαντικά. Συμπερασματικά, σύμφωνα και με τον συλλογισμό του Ippolito

(2002) σχετικά με τις εγχώριες επιπτώσεις της κρίσης, ο οποίος συμπεραίνει ότι η ρωσική κυβέρνηση δεν ήταν σε θέση να επωφεληθεί πλήρως από τις ευκαιρίες που προσφέρθηκαν από την κρίση. Μια κρίση μπορεί να λειτουργήσει ως ένα σημείο καμπής σε διάφορες πτυχές, καθώς και οι πολιτικές και οι οικονομικές μεταρρυθμίσεις μπορεί να αλλάξουν την πορεία της χώρας. Η Ρωσία δεν ήταν σε θέση να προβλέψει για αυτές τις ριζικές αλλαγές. Παρ'όλα αυτά, η ταχεία ανάκαμψη της οικονομίας της Ρωσίας, ιδίως από την άποψη της παραγωγής, είναι αξιοσημείωτη.

## **18. Δομικές μεταρρυθμίσεις στην Ρωσική οικονομία μετά την κρίση**

Οι δομικές μεταρρυθμίσεις οι οποίες εφαρμόζονται από διεθνείς οικονομικούς θεσμούς στο πλαίσιο των μεταρρυθμιστικών προγραμμάτων συνήθως σημαίνουν την μεταμόρφωση της οικονομίας η οποία περιλαμβάνει αλλαγές στο υπάρχον θεσμικό πλαίσιο και στην ισχύουσα νομοθεσία του εν λόγω κράτους. Συνολικά ο όρος δομικές μεταρρυθμίσεις σημαίνει ότι δεν συμπεριλαμβάνεται στις μικροοικονομικές, δημοσιονομικές και νομισματικές πολιτικές. Με την στενή έννοια του όρου οι δομικές μεταρρυθμίσεις περιλαμβάνουν τις δραστηριότητες που αφορούν τις δυναμικές των θεσμικών πλαισίων για την ανάπτυξη των επιχειρήσεων, ονομαστικά περιλαμβάνουν (Gaidar Y., 2007):

- i. τις ιδιωτικοποιήσεις και την εταιρική διακυβέρνηση των επιχειρήσεων,
- ii. την διαδικασία πτώχευσης των επιχειρήσεων,
- iii. την ανάπτυξη μιας σταθερής και λειτουργούσας αγοράς γης και της αγοράς ακινήτων,
- iv. την διαμόρφωση της αγοράς εργασίας,
- v. την σχεδίαση φορολογικού συστήματος,
- vi. την ανάπτυξη οικονομικών αναπτυξιακών θεσμών,
- vii. την βελτίωση των διεθνών οικονομικών συναλλαγών,
- viii. την ανάπτυξη μιας πολιτικής ξένων άμεσων επενδύσεων,
- ix. την ρύθμιση συγκεκριμένων τομέων (φυσικά μονοπώλια, του τομέα της γεωργίας)
- x. και την αναδιάρθρωση των τραπεζών της χώρας.

Με την ευρεία έννοια του όρου οι δομικές μεταρρυθμίσεις περιλαμβάνουν επιπρόσθετα ένα σύνολο θεμάτων που σχετίζονται με το τμήμα δαπανών του προϋπολογισμού, όπως τις μεταρρυθμίσεις που στοχεύουν στην μείωση των δαπανών του εκπαιδευτικού τομέα, του τομέα των παροχών και του τομέα της υγείας. Γενικά οι δομικές μεταρρυθμίσεις με την στενή έννοια του όρου επηρεάζουν περισσότερο την πραγματική ανάπτυξη και οι δομικές μεταρρυθμίσεις με την ευρεία έννοια του όρου επηρεάζουν έμμεσα την πραγματική ανάπτυξη (ελλείμματα στον προϋπολογισμό, κοινωνικά κίνητρα). Για αυτό τον λόγο παρακάτω θα πραγματοποιηθεί περισσότερη εστίαση στην στενή έννοια του όρου. Η επιλογή να πραγματοποιηθεί η εστίαση στην στενή έννοια του όρου είναι απόλυτα δικαιολογημένη υπό το πρίσμα ότι η πραγματική ανάπτυξη αποτέλεσε μια από τις πιο σημαντικές προτεραιότητες μετά την κρίση του Αυγούστου του 1998. Εάν εξαιρεθεί η σημαντική μείωση των οικονομικών αποτελεσμάτων κατά την διάρκεια της κρίσης, οι συνθήκες μετά την κρίση ευνοούσαν την οικονομική ανάκαμψη και την αύξηση των ρυθμών ανάπτυξης. Οι ευνοϊκές συνθήκες περιλαμβάνουν την σταδιακή μείωση της ανάγκης του κράτους για την εύρεση χρημάτων εξαιτίας της συρρίκνωσης του δημόσιου χρέους και την ύπαρξη θετικών πρωτογενών ισοζυγίων του κρατικού προϋπολογισμού, όπως επίσης και την γρήγορη ανταπόκριση του παραγωγικού τομέα στις μεταρρυθμίσεις. Υπό το πρίσμα της ανεπάρκειας των κεφαλαίων για τον τομέα της ανάπτυξης ήταν φυσικό για τους πολιτικούς να κινητοποιούν θεσμικές πηγές για την εξεύρεση αυτών των κεφαλαίων. Ταυτόχρονα αυτές θεσμικές πηγές χρηματοδότησης παρείχαν περισσότερη ελευθερία για πολιτικούς ελιγμούς ενώ η μικροοικονομικές πολιτικές ήταν προκαθορισμένες από την σκληρή πραγματικότητα (Gaidar Y., 2007).

Υπάρχουν δύο έγγραφα που διατυπώνουν τις προτεραιότητες της διαρθρωτικής πολιτικής του κράτους (1) Το έγγραφο που αναγράφονται τα μέτρα που σχεδιάστηκαν από την κυβέρνηση της ρωσικής ομοσπονδίας για να σταθεροποιήσουν τις κοινωνικοοικονομικές συνθήκες της Ρωσίας με την ημερομηνία 16 Φεβρουαρίου του 1998 και το συναφή σχέδιο δράσης (κυβερνητική απόφαση με το νούμερο 1529 που εκδόθηκε στις 20 Δεκεμβρίου του 1998) και (2) Το γράμμα για την αναπτυξιακή πολιτική για το τρίτο δάνειο διαρθρωτικής προσαρμογής και το σχετικό σχέδιο δράσης (και τα δύο έγγραφα εγκρίθηκαν από με την κυβερνητική απόφαση με το νούμερο 829 που εκδόθηκε στις 19 Ιουλίου του 1999)

Στην πραγματικότητα το πρώτο από τα δύο έγγραφα έγινε το πρώτο μεταρρυθμιστικό. Το πρόγραμμα που ήταν αποτέλεσμα ενός σύντομου διαλόγου με τους διεθνείς οικονομικούς θεσμούς και που υπογράφηκε μετά την παραίτηση της κυβέρνησης του Primakov εξέφραζε τις οικονομικές πολιτικές που συζητήθηκαν το καλοκαίρι του 1998 κατά τη διάρκεια της προετοιμασίας του πακέτου βοήθειας εκτάκτου ανάγκης που προτάθηκε από τους διεθνείς οικονομικούς θεσμούς.

Καθώς επρόκειτο για συμβιβασμό, αυτά τα έγγραφα δεν ήταν μία έκφραση της ιδεολογίας τους αλλά δηλώσεις πολιτικών και υποκειμενικές απόψεις ειδικών. Τα αρχικά σχέδια υποβλήθηκαν σε επιπλέον αλλαγές στα σχετικά Πλάνα Δράσεις και κυρίως σε ότι αφορούσε την πραγματοποίηση τους υπήρξαν σημαντικές αλλαγές. Ωστόσο, από τη μία πλευρά διαφαίνονται εμφανώς τα δύο δομικά παραδείγματα πολιτικών πρακτικών στις αποφάσεις του συμβουλίου του Primakov και από την άλλη οι αποφάσεις των κυβερνήσεων που ακολούθησαν με επικεφαλής τους Stepashin και Putin.

Δεδομένης μίας ανάκαμψης της παραγωγής το δεύτερο μισό της περιόδου 1998-1999, ένας στόχος υψίστης σημασίας των δομικών μεταρρυθμίσεων ήταν η δημιουργία ενός ικανού θεσμικού και ευνομούμενου περιβάλλοντος για τις εταιρίες, η μείωση των διοικητικών ρίσκων και το κόστος συναλλαγής.

Η παραγωγή το δεύτερο μισό του 1999 ανέκαμψε, ο σημαντικότερος στόχος των δομικών μεταρρυθμίσεων ήταν να δημιουργηθεί ένα θεσμικό και ρυθμιστικό περιβάλλον για τις εταιρίες, που θα επιτρέπει να εφαρμοστούν οι αποφάσεις των θεσμών, να μειωθούν οι διοικητικοί κίνδυνοι και τα κόστη των συναλλαγών. Σε αυτό το περιβάλλον ήταν πιθανό να εφαρμοστούν οι εξής μεταρρυθμίσεις: να ιδιωτικοποιηθούν κρατικές εταιρίες, να γίνουν διαρθρώσεις στην διακυβέρνηση των εταιριών, να αυξηθεί η προστασία των δικαιωμάτων των μετόχων και των επενδυτών και επίσης να βελτιωθούν οι διαδικασίες που αφορούν τις πτωχεύσεις εταιριών. Όσον αφορά τις φορολογικές μεταρρυθμίσεις το πρόγραμμα στόχευε στην μείωση των φορολογικών επιβαρύνσεων των εταιριών και στην εγκαθίδρυση ενός φορολογικού συστήματος που θα ήταν πιο δίκαιο και πιο φιλικό προς τις επιχειρήσεις το οποίο θα ενθάρρυνε να συνεχιστεί η ανάπτυξη τους. Όσον αφορά την χρηματοοικονομική αναδιάρθρωση των τραπεζών στόχος αυτού του προγράμματος ήταν η εγκαθίδρυση ενός σταθερού τραπεζικού συστήματος που θα ανταποκρίνεται στις ανάγκες της πραγματικής οικονομίας από πλευράς των πληρωμών και των πιστώσεων. Όσον αφορά την διεθνής εμπορική πολιτική αυτό πρόγραμμα στόχευε

στην ενθάρρυνση των εξαγωγών και στην προστασία της εγχώριας αγοράς. Όσον αφορά τον στόχο του προγράμματος που σχετικά με τα φυσικά μονοπώλια αυτός ήταν η δημιουργία ενός ανταγωνιστικού περιβάλλοντος στους τομείς των φυσικών μονοπωλίων με βλέψεις στην ποιο αποτελεσματική διαχείριση του κόστους και στον έλεγχο των τιμών (Gaidar Y., 2007).

Αν και το πρόγραμμα του Primakov είχε μια ολόκληρη ξεχωριστή ενότητα που αφορούσε τις ιδιωτικοποιήσεις περιελάμβανε μόνο μια παράγραφο ελάσσοнос σημασίας για αυτές τις ιδιωτικοποιήσεις. Ταυτόχρονα περιελάμβανε μια λίστα με μεταρρυθμίσεις για την βελτίωση της διαχείρισης της κρατικής περιουσίας. Υπό το πρίσμα του εντατικοποίησης του ρυθμιστικού ρόλου του κράτους η διαχείριση της κρατικής περιουσίας ήταν αναμενόμενο να επικεντρωθεί στην παρακολούθηση και στην ενθάρρυνση των διαχειριστών των κρατικών εταιρειών, όπως και στην ανάπτυξη της εμπιστοσύνης για τους διαχειριστικούς μηχανισμούς. Μια άλλη προτεραιότητα που βασίστηκε στην ίδια λογική ήταν η αναδιάρθρωση των κρατικών εταιρειών με την διοικητική δομή των εισηγμένων στο χρηματιστήριο ανώνυμων εταιρειών. Αυτές οι εταιρείες έχουν διοικητικό συμβούλιο και γενικότερα την διοικούνται όπως οι ανώνυμες εταιρείες. Επίσης εκδίδουν μετοχές αλλά το κράτος αποτελεί τον μοναδικό τους μέτοχο. Το κράτος ήθελε να αναδιοργανώσει με αυτόν τον τρόπο τις κρατικές εταιρείες για βελτιώσει την διοίκηση τους, να βελτιστοποιήσει τις ροές των κεφαλαίων και να αναδιοργανώσει την αδρανή κρατική περιουσία με σκοπό την παραγωγή ποιοτικών αγαθών. Επίσης είχε διακηρυχθεί και μια πολιτική για την στήριξη της ανταγωνιστικότητας των μικρομεσαίων επιχειρήσεων αλλά δεν πραγματοποιήθηκαν κινήσεις προς αυτήν την κατεύθυνση.

Στην πράξη το μόνο αποτέλεσμα του προγράμματος του Primakov ήταν η αναστολή της διαδικασίας ιδιωτικοποιήσεων. Για αυτόν τον λόγο η λίστα με τις επιχειρήσεις που δεν είχαν ιδιωτικοποιηθεί είχε μεγαλώσει τον Φεβρουάριο του 1999.

Η κυβέρνηση θα έπρεπε να επανεξετάσει το θέμα των ιδιωτικοποιήσεων κρατικών εταιρειών όταν προετοίμαζε το γράμμα που αφορούσε την αναπτυξιακή πολιτική. Επίσης είχε εντοπίσει 7 μεγάλες κρατικές εταιρείες που θα έπρεπε ιδιωτικοποιηθούν μέσα στο 1998 και άλλες 8 που θα έπρεπε ιδιωτικοποιηθούν μέσα στο 1999. Επίσης είχε προταθεί από την κυβέρνηση να επιταχυνθούν οι πωλήσεις των κρατικών μετοχών μικρομεσαίων εταιρειών συμπεριλαμβανομένων και αυτών που βρίσκονταν ήδη υπό την δικαιοδοσία του ρωσικού ταμείου περιουσιακών στοιχείων (RFPF) και αυτών που είχαν αφαιρεθεί από την στρατηγική λίστα του 1998.

Μία πιο λεπτομερής περιγραφή της πολιτικής που θα ακολουθούνταν στα θέματα που αφορούσαν τις ιδιωτικοποιήσεις δόθηκε στους υπευθύνους για την διαχείριση των ρωσικών περιουσιακών και το πλάνο που αφορούσε τις ιδιωτικοποιήσεις εγκρίθηκε από την κυβέρνηση με την απόφαση νούμερο 1024 της 9<sup>ης</sup> Σεπτεμβρίου του 1999. Αυτό το πλάνο περιλάμβανε και μια ιδιαίτερα σημαντική αξιολόγηση της κατάστασης του κρατικού συστήματος διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων και στην πραγματικότητα αναγνωρίζει το κράτος ήταν ανίκανο να διαχειριστεί αποτελεσματικά τα περιουσιακά του στοιχεία εκείνη την εποχή. Το πλάνο αυτό πρότεινε την μεγαλύτερη δυνατή μείωση του αριθμού των κρατικών επιχειρήσεων. Αυτές οι κρατικές επιχειρήσεις πρέπει να αναδιοργανωθούν και να εισαχθούν στο χρηματιστήριο. Όμως αυτό το πλάνο δεν ανέφερε αν τις μετοχές αυτών των εταιρειών θα τις κρατούσε στην κατοχή του το κράτος ή αν θα της πουλούσε σε ιδιώτες. Αυτή η ασάφεια του πλάνου οδήγησε σε πολιτικές διενέξεις. Αυτό το πλάνο περιελάμβανε διαφορετική προσέγγιση στις πωλήσεις μετοχών με μεγάλη εμπορευσιμότητα και διαφορετική σε αυτές που είχαν μικρή εμπορευσιμότητα. Οι πωλήσεις κρατικών μετοχών με μεγάλη εμπορευσιμότητα στόχευαν στην βελτίωση των οικονομικών αποτελεσμάτων ενώ οι πωλήσεις των μετοχών με μικρή εμπορευσιμότητα αποτελούσαν μια μορφή επένδυσης και ήταν απαραίτητο οι αγοραστές αυτών των μετοχών να δεσμευτούν ότι θα τηρήσουν κάποιες κοινωνικές δεσμεύσεις (Gaidar Y., 2007).

Η ανακατανομή των περιουσιακών στοιχείων με την χρήση των διαδικασιών πτώχευσης αποτελούσε ένα ισχυρό εργαλείο για την βελτίωση της αποδοτικότητας της παραγωγής σε περιπτώσεις όπου οι εταιρείες είχαν ήδη ιδιωτικοποιηθεί. Για αυτό τον λόγο το Φιλελεύθερο Δημοκρατικό Κόμμα (LDP) έδινε ιδιαίτερη σημασία στην εφαρμογή τέτοιων μέτρων. Πιο συγκεκριμένα τον Ιούλιο του 1999 η κυβέρνηση ανακάλεσε την αναστολή των οφειλών προς τις εταιρείες τους υπόλοιπους φορείς, οι οποίες ήταν συσσωρευμένες καθυστερούμενες οφειλές προς τον προϋπολογισμό και προς ταμεία που δεν συμπεριλαμβάνονταν στον προϋπολογισμό.

Το Φιλελεύθερο Δημοκρατικό Κόμμα είχε οραματιστεί μια σειρά από τροποποιήσεις στους νόμους που αφορούσαν τις πτωχεύσεις των εταιρειών και στόχευαν:

(1) στην μείωση της διακριτικής ευχέρειας των δικαστηρίων να απορρίπτουν τις αποφάσεις υπέρ των πιστωτών, οι οποίες αφορούσαν τις ρευστοποιήσεις



περιουσιακών στοιχείων των χρεοκοπημένων εταιρειών που χρωστούσαν χρήματα σε αυτούς.

(2) στην επιτάχυνση της τοποθέτησης εξωτερικής διοίκησης στις εταιρείες που βρίσκονται υπό καθεστώς πτώχευσης.

(3) στην διενέργεια εκτεταμένων αναδιαρθρώσεων στις μη βιώσιμες εταιρείες χωρίς να καταλήγουν στην δικαστική επίλυση των θεμάτων που αφορούν τις πτωχεύσεις των εταιρειών.

(4) στην αύξηση των ευθυνών των διαχειριστών των εταιρειών που έχουν πολλά χρέη.

Για την ανάπτυξη της ανταγωνιστικότητας και την γενικότερη υποστήριξη των εταιρειών του ιδιωτικού τομέα, το Φιλελεύθερο Δημοκρατικό Κόμμα (LDP) πρότεινε τα ακόλουθα μέτρα:

(1) την πραγματοποίηση αλλαγών στις μη ανταγωνιστικές οριζόντιες και κάθετες διαρθρώσεις των δομών των εταιρειών του ιδιωτικού τομέα

(2) την επιβολή μιας καινούργιας κατευθυντηρίας γραμμής στις συγχωνεύσεις των εταιρειών του ιδιωτικού τομέα.

(3) την μείωση του αριθμού των δραστηριοτήτων, που για την πραγματοποίησή τους χρειάζεται η χορήγηση ειδικής άδειας.

(4) Εγκαθίδρυση ενός διακρατικού δικτύου που θα περιλαμβάνει κέντρα τα οποία θα παρέχουν πληροφορίες σε αυτούς που θέλουν να δημιουργήσουν από την αρχή μια καινούργια εταιρεία.

Κάποιες σημαντικές πολιτικές προτεραιότητες σχετικές με την εταιρική διακυβέρνηση και την προστασία των δικαιωμάτων των επενδυτών ήταν οι εξής:

(1) Εξασφάλιση της προστασίας των δικαιωμάτων των μειοψηφούντων μετόχων των εταιρειών.

(2) Βελτίωση του ελέγχου των συναλλαγών μεταξύ ατόμων που υπάρχει κάποια σχέση μεταξύ τους.

Τα παραπάνω μέτρα φαίνονται αρκετά λογικά, αλλά τα περισσότερα από αυτά για να εφαρμοστούν θα έπρεπε να ψηφιστούν οι σχετικοί νόμοι. Όμως κανένας από αυτούς δεν εγκρίθηκε από την Duma το ρωσικό κοινοβούλιο και έτσι αυτά τα μέτρα δεν επέφεραν καμία επίδραση το 1999. Για αυτό οι δομικές μεταρρυθμίσεις στον ιδιωτικό τομέα δεν απέδωσαν τα αναμενόμενα αποτελέσματα. Η αναπτυξιακή πολιτική του

ιδιωτικού τομέα σε μεγάλο βαθμό αποτελούνταν από προθέσεις παρά από δράσεις. Η διαδικασία ιδιωτικοποιήσεων διακόπηκε μερικώς το 1999. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα το σχέδιο για την εγκαθίδρυση κρατικών εταιρειών να μην εφαρμοστεί και το νομικό πλαίσιο που αφορούσε τις ιδιωτικές εταιρείες μην αλλάξει σημαντικά. Η χρεωκοπία όμως έγινε ένα σημαντικό εργαλείο για την ανακατανομή των περιουσιακών στοιχείων (Gaidar Y., 2007).

Παρακάτω θα εξεταστούν λεπτομερώς οι μεγαλύτερες μεταρρυθμίσεις που προσπάθησε να πραγματοποιήσει η ρωσική κυβέρνηση. Πιο συγκεκριμένα θα εξεταστούν οι αλλαγές που πραγματοποιήθηκαν, στο φορολογικό σύστημα της χώρας, στον τραπεζικό τομέα, στον εμπορικό τομέα, στον τομέα των φυσικών μονοπωλίων, στο συνταξιοδοτικό και το χρηματιστήριο.

## **18.1 Φορολογικές μεταρρυθμίσεις**

Παρά την βάση του προγράμματος του Primankon που ήταν η επίτευξη οικονομικών αποτελεσμάτων, το φορολογικό σκέλος αυτού του προγράμματος περιλάμβανε μια περισσότερο φιλελεύθερη προσέγγιση στις φορολογικές μεταρρυθμίσεις. Ο σημαντικότερος στόχος του φορολογικού τομέα του προγράμματος μεταρρυθμίσεων ήταν να μειωθούν οι φορολογικές επιβαρύνσεις των πολιτών και η δημιουργία ενός περιβάλλοντος που θα εξασφάλιζε τη συνέχιση της ανάπτυξης. Πιο συγκεκριμένα ο φορολογικός τομέας του προγράμματος προσδοκούσε στην σταδιακή μείωση του συντελεστή ΦΠΑ (στο 10% με ημερομηνία έναρξης τον Ιανουάριο του 2000). Επίσης προσδοκούσε την μείωση της φορολόγησης των κερδών από το 35% στο 30% και την εξάλειψη ενός αριθμού αδικαιολόγητων φορολογικών προνομίων. Στις αρχές του 1999 η κυβέρνηση του Primakov κατάφερε να περάσει από το ρωσικό κοινοβούλιο ένα πακέτο βασικών νόμων που στην ουσία έθετε σε εφαρμογή το φορολογικό σκέλος του προγράμματος. Ο πρόεδρος του κοινοβουλίου στην συνέχεια ενέκρινε την εφαρμογή του νόμου που αφορούσε την μείωση του ΦΠΑ (Gaidar Y., 2007).

Ωστόσο παρά τον φιλελεύθερο προσανατολισμό του φορολογικού τομέα του προγράμματος, αυτό απέτυχε να διευθετήσει ένα από τα πιο σημαντικά ζητήματα του φορολογικού συστήματος. Αυτό ήταν η ιδιαίτερα μεγάλη αύξηση του συντελεστή του φόρου επί των μισθών (συμπεριλαμβανομένων και των εισφορών σε ταμεία εκτός προϋπολογισμού), που ενθάρρυνε την φοροαποφυγή, δημιουργώντας ένα αίσθημα

αδικίας σε αυτούς που πλήρωναν κανονικά τους φόρους τους και αποτρέποντας την γενική μείωση αυτού του συντελεστή. Ακόμα στις αρχές του 1999 το ρωσικό κοινοβούλιο αύξησε τον ελάχιστο συντελεστή φορολογίας εισοδήματος στο 45%, ο οποίος ήταν προσαρμοσμένος προς τα κάτω μόνο στο τέλος του 1999 (στο 30%).

Πρέπει να σημειωθεί ότι μια παρόμοια αδυναμία υπήρχε και στο πρόγραμμα που είχε προετοιμαστεί και από την κυβέρνηση του Stepashin το καλοκαίρι του 1999, το οποίο επίσης αγνοούσε τα βασικά ελαττώματα του φορολογικού συστήματος εκείνης της εποχής. Ακόμα, οι εισαγόμενες από την κυβέρνηση τροποποιήσεις στο πρώτο μέρος του φορολογικού κώδικα επηρέασαν την ισορροπία των δικαιωμάτων των φορολογουμένων και των φορολογικών αρχών επειδή ο φορολογούμενος κατά την διάρκεια του φορολογικού έλεγχου έπρεπε να προσκομίσει τα απαραίτητα έγγραφα, για να αποδείξει ότι τα στοιχεία που είχε δηλώσει ήταν αληθινά. Επίσης, κατήργησε το νόμο για την υποχρεωτική προσφυγή στο δικαστήριο των φορολογικών αρχών που ήταν άλλοτε αναγκαία για την επίλυση διαφόρων θεμάτων μεταξύ των αρχών και των φορολογουμένων. Αυτή η απόφαση επέτρεψε στις φορολογικές αρχές να χρησιμοποιούν αυτό το προνόμιο κατά την διακριτική τους ευχέρεια και να αποφασίζουν για όλες τις πηγές των εσόδων των φορολογουμένων χωρίς να χρειάζεται να επιλύουν αυτές τις διαμάχες δικαστικά. Σε μία κατάσταση όπου οι φορολογικές αρχές χρησιμοποιούσαν ευρέως τους δημόσιους οργανισμούς και τις τοπικές αρχές για να ασκήσουν πιέσεις σε εμπορικές εταιρείες και φορείς ή όταν δρούσαν αυθαίρετα. Αυτές οι πιέσεις των φορολογικών αρχών δεν ευνοούσαν την ανάπτυξη του ιδιωτικού τομέα, ειδικά των μικρομεσαίων επιχειρήσεων οι οποίες σε αντίθεση με τις μεγάλες εταιρείες δεν διέθεταν τους απαραίτητους οικονομικούς πόρους και τις διασυνδέσεις για να αποτρέψουν τις αυθαίρετες δράσεις των φορολογικών αρχών. Η υπερβολική εξουσία που είχαν αποκτήσει οι φορολογικές αρχές είχε αυξήσει σημαντικά το κόστος λειτουργίας των επιχειρήσεων. Συνολικά το 1999 σημειώθηκε μια πρόοδος προς την κατεύθυνση της βελτίωσης του φορολογικού συστήματος (σημειώθηκε μείωση στον συντελεστή φορολόγησης των κερδών και εξαλείφθηκε ένας αριθμός αδικαιολόγητων φορολογικών προνομίων) αλλά δόθηκε επίσης υπερβολική εξουσία στις φορολογικές αρχές (Gómez-Ibáñez J., 2006).

## **18.2 Διεθνής πολιτική εμπορικού ισοζυγίου**

Η διεθνής εμπορική πολιτική είναι ένας τομέας δομικών μεταρρυθμίσεων στον οποίο σημειώθηκαν σημαντικές αλλαγές το 1999 καθότι αντικειμενικές και υποκειμενικές προετοιμασίες για διάφορες δράσεις συνέπεσαν σε αυτή την περίοδο. Το αντικειμενικό κίνητρο για την τροποποίηση των κανονισμών του διεθνούς εμπορικού συστήματος ήταν η δραστική αλλαγή στο διεθνές εμπορικό περιβάλλον η οποία προκλήθηκε πρώτα από την μεγάλη υποτίμηση που σημειώθηκε στο ρούβλι και δεύτερον από τις γρήγορες διακυμάνσεις των τιμών στην διεθνή αγορά της ενέργειας και των πρώτων υλών. Στην υποκειμενική πλευρά η κεντροαριστεροί πολιτικοί έδωσαν ιδιαίτερη σημασία στην προστασία της εγχώριας αγοράς, στην αντικατάσταση των εισαγόμενων με εγχώρια προϊόντα, ενθάρρυναν τις εξαγωγές των μαζικά κατασκευασμένων προϊόντων.

Ωστόσο οι προτεραιότητες άλλαξαν ως συνεπακόλουθο της κρίσης. Η υποτίμηση που σημειώθηκε στο ρούβλι επέφερε δραστικές μειώσεις στις εισαγωγές ,και για αυτό η κυβέρνηση αποφάσισε να μειώσει τους δασμούς στις εισαγωγές, παρόλο που στα τέλη του 1998 το κυβερνητικό πλάνο προέβλεπε την αύξηση αυτών των δασμών. Ωστόσο η μείωση των δασμών ήταν επιλεκτική. Οι δασμοί των εισαγωγών μειώθηκαν αρχικά στα αγαθά πρώτης ανάγκης και ορισμένα στοιχεία που ήταν απαραίτητα για την λειτουργία συγκεκριμένων βιομηχανικών κλάδων. Ταυτόχρονα η εφαρμογή του προγράμματος θα εξασφάλιζε την σταδιακή μείωση των δασμών στις εισαγωγές η οποία ανακοινώθηκε το 1998. Όμως η κυβέρνηση με την απόφαση νούμερο 1894-Γ της 30ης Δεκεμβρίου του 1998 ανέστειλε την εφαρμογή αυτού του προγράμματος. Η αναστολή της εφαρμογής αυτού του προγράμματος συνεχίστηκε και στους επόμενους μήνες παρά τις δεσμεύσεις της Ρωσίας προς την Παγκόσμια Τράπεζα.

Η δεύτερη φάση των ρυθμίσεων για την ανάπτυξη του εξωτερικού εμπορίου περιελάμβανε την αύξηση των δασμών στις εξαγωγές. Το εξωτερικό εμπόριο όσον αφορά τους ενεργειακούς πόρους και τις πρώτες ύλες αποδείχτηκε ιδιαίτερα θετικό για την Ρωσία και ενίσχυσε τις συνολικές της εξαγωγές. Όμως παράλληλα συνετέλεσε στο να αυξηθούν οι τιμές στην εγχώρια αγορά και δημιούργησε προβλήματα στην δευτερογενή βιομηχανία. Όλα αυτά τα γεγονότα διαδραματίστηκαν μέσα σε συνθήκες που ευνοούσαν τις αυξήσεις των τιμών παγκοσμίως.

Στις αρχές του 1999 επιβλήθηκαν δασμοί στις εξαγωγές πετρελαίου (αυτοί οι δασμοί αυξήθηκαν επανειλημμένα από την στιγμή που εισήχθησαν και έπειτα),και άλλων ενεργειακών πόρων και πρώτων υλών. Αν και τέτοια μέτρα έμοιαζαν λογικά

από την σκοπιά της αποδοτικότητας των εξαγωγών και της αύξησης που σημειώθηκε στις εισπράξεις εσόδων. Ακόμα οι εγχώριοι παραγωγοί προσαρμόστηκαν στις καινούργιες συνθήκες και μείωσαν τις τιμές των προϊόντων που παρήγαν. Εκείνη την εποχή όχι μόνο οι εισαγωγικοί δασμοί αλλά και οι εξαγωγικοί δασμοί αποτελούσαν αντικείμενο διαπραγματεύσεων.

Εκτός από τους περιορισμούς που εφαρμόστηκαν στους δασμούς των διεθνών εμπορικών συναλλαγών, αυξήθηκαν επίσης και οι μη δασμολογικοί περιορισμοί. Τον Οκτώβριο του 1998 εξαγωγικές άδειες θεσπίστηκαν για τους σπόρους των ελαιούχων φυτών και για τα ακατέργαστα δέρματα (κυβερνητικές αποφάσεις νούμερο 1267 και νούμερο 1268 της 31ης Οκτωβρίου του 1998). Η κυβέρνηση συνέχισε τις προσπάθειες να ρυθμίσει τις εξαγωγές μέσω μίας υποχρεωτικής αξιολόγησης της ποσότητας και της ποιότητας (κυβερνητική απόφαση νούμερο 155 της 11ης Φεβρουαρίου του 1999). Πρέπει να σημειωθεί ότι η επανεισαγωγή των εξαγωγικών ποσοτώσεων για το πετρέλαιο και τα πετρελαϊκά προϊόντα αποτέλεσε το σημείο που έγειρε τις περισσότερες αντιδράσεις στον κανονισμό των διεθνών εμπορικών συναλλαγών. Η κυβερνητική απόφαση νούμερο 262 της 10ης Μαρτίου του 1999 κατέστησε σαφές ότι οι παραγωγοί πετρελαίου θα μπορούσαν να έχουν πρόσβαση σε αγωγούς μέσω των οποίων θα μπορούσαν να εξάγουν πετρέλαιο σε άλλες χώρες, υπό την προϋπόθεση να υπάρχει μία επαρκής προμήθεια πετρελαίου για την εγχώρια αγορά, ενώ στον νόμο νούμερο 866 της 10ης Ιουλίου του 1999 διατυπώθηκε ξεκάθαρα ότι όλοι οι παραγωγοί θα έπρεπε να καταρτίσουν σχέδια δράσης που θα αφορούσαν την προμήθεια πετρελαιοειδών στην εγχώρια αγορά. Εάν ο παραγωγός αποτύγχανε να εκπληρώσει το σχέδιο δράσης της προμήθειας πετρελαιοειδών, τότε οι τελωνειακές αρχές δεν θα ενέκριναν τα εξαγωγικά του έγγραφα. Αυτοί οι κανονισμοί γύρισαν την Ρωσία χρόνια πίσω, ούτε καν στο 1995 που είχε γίνει μεγάλος αγώνας για την εξάλειψη των ποσοτώσεων στις πετρελαϊκές εξαγωγές, όπως επίσης και για να μην ρυθμίζεται η τιμή του πετρελαίου από την κυβέρνηση, αλλά απευθείας στην Σοβιετική Περίοδο.

Η απόφαση νούμερο 866 δημοσιεύθηκε 10 ημέρες μετά την υπογραφή του εγγράφου για την αναπτυξιακή πολιτική το 1999 όπου η κυβέρνηση δεσμεύτηκε να μην εφαρμόσει ποσοτικούς περιορισμούς στις διεθνείς εμπορικές συναλλαγές.

Οι κανονισμοί των διεθνών συναλλαγών έγιναν πιο αυστηροί μέσω της εφαρμογής καινούργιων γραφειοκρατικών πρακτικών και της άσκησης παρασκηνιακής πολιτικής πίεσης αποκαλύπτοντας το θεμελιώδες πρόβλημα της διεθνούς εμπορικής πολιτικής της Ρωσίας, δηλαδή της μεγάλης εξάρτησης των Ρώσων παραγωγών από τις συνθήκες που

επικρατούν στην διεθνή αγορά. Αρχικά το 1998 οι βραχυπρόθεσμες διακυμάνσεις των τιμών των διεθνών ενεργειακών πόρων και των πρώτων υλών μείωσαν δραστικά την αποδοτικότητα των ρωσικών εξαγωγών και έγιναν ένας από τους παράγοντες που οδήγησαν στο να υποτιμηθεί το Ρούβλι, αλλά τότε βελτιώθηκε γρήγορα η αποδοτικότητα των εξαγωγών διευκολύνοντας την σταθεροποίηση του ρωσικού εθνικού νομίσματος δημιουργώντας απρόσμενα κέρδη στον πρωτογενή τομέα.

Οι συνεχείς διακυμάνσεις των διεθνών τιμών και της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ρωσικού εθνικού νομίσματος δημιούργησαν ένα ασταθές περιβάλλον στους παραγωγούς αγροτικών αγαθών. Είναι φανερό ότι κάτω από αυτές τις συνθήκες το κράτος από την μία μεριά προσπαθούσε να μετριάσει τις επιδράσεις, των μεταβαλλόμενων συνθηκών που επικρατούν στις διεθνείς εμπορικές συναλλαγές, στην εγχώρια αγορά και από την άλλη μεριά να αποκομίσει κέρδη από τις εξαγωγές επιβάλλοντας εξαγωγικούς δασμούς. Ωστόσο το κράτος απέτυχε να πετύχει τους στόχους του επειδή η προσπάθεια του να εφαρμόσει εξεζητημένες μεταρρυθμίσεις αύξησε την αβεβαιότητα στις οικονομικές οντότητες και απότρεψε τις μακροπρόθεσμες επενδύσεις. Εντούτοις μια σχετική σταθεροποίηση των διεθνών εμπορικών συνθηκών ήταν αναγκαία για την αναδιάρθρωση και την επανάκαμψη της οικονομίας. Για να επιτευχθεί αυτή η σταθεροποίηση έπρεπε να εφαρμοστούν αποδοτικές συναλλαγματικές πολιτικές και οι δασμοί έπρεπε να επιβληθούν συνετά, επίσης ήταν απαραίτητη η σωστή διαπραγμάτευση στις συνεδριάσεις του Παγκόσμιου Οργανισμού Εμπορίου (WTO).

### **18.3 Οι υποδομές που λειτουργούσαν σαν φυσικά μονοπώλια**

Στο δεύτερο εξάμηνο του 1998 και στις αρχές του 1999 το θέμα των μεταρρυθμίσεων στις υποδομές που λειτουργούσαν σαν φυσικά μονοπώλια είχε πρακτικά αφαιρεθεί από τον κυβερνητικό προγραμματισμό. Το βασικό ζήτημα ήταν να διασφαλιστεί ο έλεγχος στις χρεώσεις και τους δασμούς αυτών των υποδομών, οι οποίες είχαν εφαρμοστεί βασιζόμενες στην (Κυβερνητική απόφαση νούμερο 253 της 3ης Μαρτίου του 1999). Ένα βελτιωμένο σύστημα χρησιμοποιήθηκε στον τομέα της ηλεκτρικής ενέργειας. Αυτό το σύστημα περιελάμβανε και μια πολιτική διπλών χρεώσεων για τα νοικοκυριά όλων των περιοχών που τέθηκε σε ισχύ από την πρώτη Ιανουαρίου του 1999. Οι υψηλότερες χρεώσεις αντιστοιχούσαν στο πραγματικό

κόστος του ηλεκτρικού ρεύματος, ενώ οι μειωμένες χρεώσεις αντιστοιχούσαν στο 50% του πραγματικού κόστους του (το κόστος του ρεύματος ήταν διαφορετικό από περιοχή σε περιοχή).

Το ζήτημα των μεταρρυθμίσεων στις υποδομές που λειτουργούσαν σαν φυσικά μονοπώλια τέθηκε ξανά σε προτεραιότητα στις συνεδριάσεις που αφορούσαν τις οικονομικές πολιτικές καθώς οι διεθνείς οικονομικοί οργανισμοί πίεζαν προς αυτήν την κατεύθυνση. Σε αυτές τις συνεδριάσεις αποφασίστηκε να δοθεί προτεραιότητα στις εξής μεταρρυθμίσεις Gómez-Ibáñez J., (2006):

(1) να διευκολυνθεί η παροχή οικονομικών πληροφοριών στους επενδυτές και να περιοριστούν τα έξοδα αυτών των υποδομών.

(2) να μειωθούν οι καθυστερήσεις στις πληρωμές προς αυτές τις υποδομές.

(3) να διασφαλιστεί ο θεσμικός διαχωρισμός των φυσικών μονοπωλιακών και των μη μονοπωλιακών τμημάτων των τομέων, με την δημιουργία ενός ανταγωνιστικού περιβάλλοντος στα μη μονοπωλιακά τμήματα, επιτρέποντας την πρόσβαση τους στα δίκτυα με τους ίδιους όρους.

Σύμφωνα με το πρόγραμμα των δομικών μεταρρυθμίσεων, οι υποδομές που λειτουργούσαν σαν φυσικά μονοπώλια έπρεπε να διαμορφώσουν τους χρηματοπιστωτικούς τους λογαριασμούς σύμφωνα με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (IAS) ξεκινώντας από τις αρχές του 2000. Αυτοί οι χρηματοπιστωτικοί λογαριασμοί θα έπρεπε να ελέγχονται ετησίως από διεθνείς ελεγκτές. Αυτό το πρόγραμμα είχε ως στόχο την μετάβαση σε ένα σύστημα που θα βασίζεται σε διαγωνισμούς για την υπογραφή συμβάσεων, οι οποίοι θα διασφάλιζαν την μείωση του κόστους. Όσον αφορά το θέμα των διακανονισμών, ο στόχος ήταν να μειωθούν και στην συνέχεια να εξαλειφθούν οι πληρωμές που δεν γίνονταν σε μετρητά καθώς επίσης και οι καθυστερούμενες οφειλές. Ακόμα έπρεπε να διασφαλιστεί το μερίδιο από τις εισπράξεις μετρητών στις συνολικές πωλήσεις μέσω της αύξησης του μεταξύ του δεύτερου τριμήνου του 1999 και του τέταρτου τριμήνου του 2000 από το 25% στο 75% στο τομέα της ηλεκτρικής ενέργειας, και από το 25% στο 75% στον τομέα του φυσικού αερίου και από το 25% στο 90% στον τομέα σιδηροδρόμων (Gómez-Ibáñez J., 2006).

Οι δράσεις για την εφαρμογή αυτού του προγράμματος περιελάμβαναν την περαιτέρω μείωση της λίστας με τις επιχειρήσεις που έπρεπε να ιδιωτικοποιηθούν, την εξάλειψη του συστήματος των μεσαζόντων στις αγορές υλών και στις πωλήσεις

προϊόντων, την θέσπιση νέων συστημάτων πληρωμών που θα περιλαμβάνουν προκαταβολές, πιστωτικά όρια, κοινών και δεσμευμένους λογαριασμούς.

Οι πιο σημαντικές αλλαγές έπρεπε να πραγματοποιηθούν στον τομέα της ηλεκτρικής ενέργειας. Μερικές από αυτές ήταν η ίδρυση εταιρειών για την παραγωγή ηλεκτρικού ρεύματος (Gencos), η πώληση μετοχών των τοπικών εταιρειών παραγωγής ηλεκτρικού ρεύματος (AO Energos), οι οποίες άνηκαν στο ενοποιημένο σύστημα ενέργειας της Ρωσίας (RAO UES), σε ιδιώτες επενδυτές. Ακόμα για να μειωθούν τα κόστη στα καύσιμα και να εξαλειφθούν οι διακρίσεις που αφορούν την πρόσβαση στα δίκτυα, έπρεπε οι παρεχόμενες κατευθυντήριες γραμμές να αποκτήσουν μεγαλύτερη αποτελεσματικότητα.

Οι στόχοι που τέθηκαν για την αναδιάρθρωση του τομέα του φυσικού αερίου ήταν λιγότερο φιλόδοξοι. Η ίδρυση εταιρειών παροχής φυσικού αερίου ήταν μόνη σημαντική δράση που υπήρχε στο πρόγραμμα, αλλά επίσης αυτό περιελάμβανε την ανάπτυξη ενός συστήματος χρεώσεων για την παροχή φυσικού αερίου και την ρύθμιση των δασμών στα μονοπώλια παραγωγής φυσικού αερίου.

Οι λιγότερο σημαντικές μεταρρυθμίσεις που περιλάμβανε το πρόγραμμα αφορούσαν τους σιδηροδρόμους. Στην πραγματικότητα όλα τα σχέδια που είχαν αναπτυχθεί το 1997 για την αναδιάρθρωση αυτού του τομέα είχαν εγκαταλειφθεί με μοναδική εξαίρεση την παραχώρηση ορισμένων μη βασικών δραστηριοτήτων του σε ιδιώτες. Οι μεταρρυθμίσεις στις υποδομές που λειτουργούσαν σαν φυσικά μονοπώλια αποτελούσαν ένα τυπικό παράδειγμα της υποβάθμισης της αναδιρθρωτικής πολιτικής (Gómez-Ibáñez J., 2006).

Ξεκινώντας από το 1998 η κυβέρνηση και οι υποδομές που λειτουργούσαν σαν φυσικά μονοπώλια δεν θέλησαν να υιοθετήσουν τις δομικές μεταρρυθμίσεις και εκποιήσουν τους τομείς που δεν αποτελούσαν μονοπώλια. Ταυτόχρονα οι υποδομές που λειτουργούσαν σαν φυσικά μονοπώλια προσπαθούσαν να κρύψουν τα πραγματικά τους κόστη χρησιμοποιώντας περίπλοκα λογιστικά συστήματα και κάνοντας διακανονισμούς. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα το πρόγραμμα δομικών μεταρρυθμίσεων να μην μπορεί να εφαρμοστεί σωστά, ενώ ταυτόχρονα οι διεθνείς οικονομικοί θεσμοί προσπαθούσαν να μειώσουν τις εκπρόθεσμες οφειλές με μεθόδους που εφαρμόζονταν στην Σοβιετική περίοδο, δηλαδή θέτοντας τριμηνιαίους και συγκεκριμένους ανά τομέα στόχους. Εκείνη την περίοδο έγινε φανερό ότι ο μόνος τρόπος για να διευθετηθούν τα ζητήματα του ελέγχου του κόστους και των χρεώσεων και τα σχετικά ζητήματα των μεσαζόντων και των εκπρόθεσμων οφειλών, είναι η



εσωτερική αναδόμηση των υποδομών που λειτουργούσαν σαν φυσικά μονοπώλια, δηλαδή έπρεπε να διαχωριστεί η παραγωγική διαδικασία από την διανομή και να γίνουν οι επακόλουθες ιδιωτικοποιήσεις. Μόνο με την εφαρμογή των παραπάνω μεταρρυθμίσεων θα μπορούσαν να δοθούν τα απαραίτητα κίνητρα για την αποτελεσματική διαχείριση των πόρων.

## **18.4 Οι μεταρρυθμίσεις στο συνταξιοδοτικό τομέα**

### **18.4.1 Γιατί ήταν επιβεβλημένη η αλλαγή στο συνταξιοδοτικό σύστημα**

Η άμεση ανάγκη της Ρωσίας για μεταρρυθμίσεις στο συνταξιοδοτικό σύστημα της παλιάς εποχής ήταν εμφανής μετά την διάλυση της Σοβιετικής Ένωσης. Η νέα ρωσική κυβέρνηση ήρθε αντιμέτωπη με την καινούργια σκληρή οικονομική πραγματικότητα καθιστώντας αδύνατη την διατήρηση των συντάξεων στα επίπεδα που πολλοί Ρώσοι είχαν συνηθίσει από την Σοβιετική εποχή. Η αποδυνάμωση των κυβερνητικών εξουσιών συρρίκνωσε τον αριθμό των κοινωνικών προγραμμάτων προστασίας σε όλη την επικράτεια. Όσον αφορά τα συνταξιοδοτικά προγράμματα συγκεκριμένα, το σύστημα τα ώθησε στην μη βιωσιμότητα εξαιτίας της όλο και αυξανόμενης γήρανσης του πληθυσμού της χώρας και της οξείας πτώσης των εισφορών εξαιτίας της οικονομικής στασιμότητας και των αυξημένων επιπέδων της ανεργίας (Jensen & Richter, 2004).

Κατά την διάρκεια της Σοβιετικής περιόδου εφαρμοζόταν συνταξιοδοτικά σχήματα που χρηματοδοτούνταν άμεσα από τις εισφορές του εργατικού δυναμικού και των υπαλλήλων (PAYG schemes). Για την διατήρηση ενός τέτοιου συνταξιοδοτικού συστήματος είναι απαραίτητος μία σχετικά μεγάλη αναλογία μεταξύ του ενεργού εργατικού δυναμικού και των ατόμων που δικαιούνται τις συντάξεις. Όταν αυτή η αναλογία μειώνεται εξαιτίας της συστηματικής αύξησης της υπογεννητικότητας, της γήρανσης του πληθυσμού και των δεικτών της ανεργίας καθίσταται αναγκαία η χρηματοδότηση αυτού του συστήματος από την κυβέρνηση. Η επιδείνωση των ρυθμών γεννήσεων και οι συστηματικές αυξήσεις στους δείκτες ανεργίας την δεκαετία του 90' οδήγησε τους Ρώσους που είχαν αναλάβει την ρύθμιση των συνταξιοδοτικού συστήματος να πραγματοποιήσουν πολλές αναδιαρθρώσεις

όπου αυτές ήταν αναγκαίες (Tanner, 2004). Από την στιγμή που ο ρωσικός πληθυσμός άνω των 60 αυξάνονταν σταθερά μέσα στα επόμενα χρόνια (Jones, 2002) η αναλογία των νεαρών ατόμων και των γηραιών εξακολούθησε την πτωτική της πορεία. Αυτή η πτώση της αναλογίας επέφερε με την σειρά της αρνητικά αποτελέσματα στην βιωσιμότητα του συνταξιοδοτικού συστήματος. Τα οικονομικά ελλείμματα αποτέλεσαν έναν σημαντικό παράγοντα για την ριζική μετατροπή του ρωσικού συνταξιοδοτικού συστήματος.

Με την εφαρμογή των αρχών του καπιταλισμού στην αγορά, ήταν αδύνατο να συνεχίσουν να διαρθρώνονται οι μισθοί με βάση τα ήδη υπάρχοντα πρότυπα μισθοδοσίας της χώρας. Τα μειωμένα οικονομικά αποτελέσματα μαζί με τον υψηλό πληθωρισμό προκάλεσαν μια απότομη μείωση στα επίπεδα απασχόλησης και στους πραγματικούς μισθούς. Με τις συνεχόμενες μειώσεις στην απασχόληση και στους μισθούς αυξήθηκαν οι δείκτες φτώχειας. Αυτή η τάση της για συνεχή επιδείνωση των διαφόρων οικονομικών μεγεθών συνεχίστηκε στο μεγαλύτερο μέρος της δεκαετίας που ακολούθησε την πτώση της Σοβιετικής Ένωσης οδηγώντας σε μία δυσχερή κατάσταση όπου τα επίπεδα των μισθών του 2000 κυμαίνονταν στο ένα τρίτο των επιπέδων των μισθών του 1990 (Zelenev, 2002).

Η αυξημένη φτώχεια και η μισθοδοτική κρίση οδήγησε πολλούς εργαζόμενους στην αγορά της μαύρης εργασίας. Ακόμα και κατά την διάρκεια των μεταγενέστερων χρόνων της Σοβιετικής περιόδου η μαύρη αγορά εργασίας άρχισε να απορροφά όσους εργαζόμενους, οι οποίοι αποφάσισαν να αφήσουν την επίσημη αγορά εργασίας εξαιτίας των κυβερνητικών κανονισμών και των ελκυστικών ευκαιριών για αποφυγή των φόρων που προσφέρει η μαύρη αγορά εργασίας. Κατά την διάρκεια της Σοβιετικής περιόδου η κυβέρνηση παρείχε γενική ιατροφαρμακευτική περίθαλψη και ακόμα χρηματοδοτούσε το φαγητό και την στέγαση των πολιτών. Αυτή όμως η πολιτική επέφερε τα αντίθετα από τα προσδοκώμενα αποτελέσματα καθώς έδινε πολύ λίγα κίνητρα στους εργαζόμενους για να δουλέψουν στην επίσημη αγορά εργασίας (Dobronogov & Mayhew, 2000). Παρότι τα περισσότερα από αυτά τα προνόμια δεν ίσχυαν στο κράτος μετά την διάλυση της Σοβιετικής Ένωσης, πολλοί εργαζόμενοι συνέχιζαν να στρέφονται στην μαύρη αγορά εργασίας επειδή ήρθαν αντιμέτωποι με την ολοένα και αυξανόμενη ανεργία και αυτό είχε ως συνεπεία να αυξήσει τις περικοπές στα κυβερνητικά φορολογικά έσοδα.

Ο γερασμένος πληθυσμός, η οικονομική αστάθεια και η συνεχιζόμενη μεγέθυνση της αγοράς μαύρης εργασίας είχαν συνεπώς μια σοβαρή αρνητική επίδραση στα

συνταξιοδοτικά κεφάλαια της Ρωσίας (PFR). Με λιγότερους εργαζόμενους να συνεισφέρουν οικονομικά και μεταξύ αυτών να υπάρχουν και αυτοί που συνεισφέρουν λιγότερα από όσα θα έπρεπε παρότι αμείβονται με μεγάλους μισθούς, το υπάρχον συνταξιοδοτικό σύστημα (PAYG Scheme) αποδείχτηκε μη βιώσιμο και τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια της Ρωσίας (PFR) ήταν αναγκασμένα να επωμισθούν το βάρος αυτών τις οικονομικών συνεπειών. Καθ' όλη τη διάρκεια των αρχών του '90 η κυβέρνηση κατέβαλε σημαντική προσπάθεια, προσπαθώντας να βρει νέους τρόπους να διορθώσει το συνταξιοδοτικό σύστημα της Σοβιετικής εποχής. Αυτές οι προσπάθειες συγκράτησαν το μέσο επίπεδο των συντάξεων από το να κυμανθεί κάτω επίπεδα βιωσιμότητας του συστήματος μειώνοντας περιοδικά τις κατώτατες συντάξεις και ταυτόχρονα βάζοντας όριο στα ανώτατα επίπεδα των συντάξεων. Στην πράξη όμως αυτές οι ενέργειες δεν έφεραν τα προσδοκώμενα οικονομικά αποτελέσματα (Markova, 2001).

Σε συνάρτηση με την οικονομική κρίση του Αυγούστου του 1998 κατέστη εμφανές ότι αυτές οι μεταρρυθμίσεις δεν μπορούσαν να σταματήσουν την κρίση στον εθνικό συνταξιοδοτικό τομέα. Η οικονομική κρίση του 1998 άφησε την Ρωσία ανήμπορη να πραγματοποιήσει ένα μέρος των αποπληρωμών των χρεών της, οι οποίες γρήγορα οδήγησαν στην εξάπλωση της οικονομικής αστάθειας και της αβεβαιότητας. Το συνολικό εγχώριο κατά κεφαλήν ΑΕΠ μειώθηκε κατά 40% και τα επίπεδα ανεργίας άγγιξαν το 12%. Η κρίση μείωσε δραστικά το βιοτικό επίπεδο των κατοίκων της χώρας και απέδειξε την ανεπάρκεια στο ρωσικό σύστημα κοινωνικής προστασίας στην οικονομία της ελεύθερης αγοράς (Zelenev, 2002). Κατά την διάρκεια αυτής της κρίσης, οι οικογένειες έχασαν τις περισσότερες από τις αποταμιεύσεις τους και μειώθηκαν οι συντάξεις τους ενώ ο πληθωρισμός αναζωπυρώθηκε. Μέχρι το τέλος του 1998 η αγοραστική δύναμη του μέσου συνταξιούχου από το 120% των ελάχιστων μέσων διαβίωσης είχε πέσει μεταξύ του 60% και του 70% αυτών των ελαχίστων. Η κυβέρνηση έπρεπε να επικεντρωθεί στην παροχή κατώτερων συντάξεων ή και μεγαλύτερων σε όσους περισσότερους ανθρώπους ήταν δυνατόν (Afanasiyev, 2003). Αν και υπήρχαν προβλήματα στον συνταξιοδοτικό τομέα πριν, η κρίση τα πολλαπλασίασε.

Στην μέση της οικονομικής κρίσης, όλα τα προβλήματα που αντιμετώπιζε το ρωσικό σύστημα κοινωνικής προστασίας ήρθαν στην επιφάνεια, καθιστώντας αναγκαία την εφαρμογή καινούργιων μεταρρυθμίσεων. Οι ειδικοί των συντάξεων στην Ρωσία ήταν ενήμεροι για ένα σύστημα πολλαπλών πυλώνων που προτάθηκε από την παγκόσμια

τράπεζα, η εφαρμογή του οποίου ήταν επιτυχημένη στην Ανατολική Ευρώπη και στην Λατινική Αμερική κατά συνέπεια προωθήθηκε ευρέως από την Παγκόσμια Τράπεζα και παρουσιάστηκε σαν τον καλύτερο τρόπο για να δομηθούν τα εθνικά συνταξιοδοτικά προγράμματα. Εξαιτίας αυτών των ισχυρισμών μια παραλλαγή αυτού του μοντέλου που προτάθηκε από την Παγκόσμια Τράπεζα φάνηκε ελκυστική στην Ρωσία. Αυτό που χρειαζόταν από την δική τους οπτική γωνία ήταν ένα μοντέλο που θα εκμεταλλευθεί τις εισφορές όσο τον δυνατόν περισσότερο και να μειώσει δραστικά την επιβάρυνση στον εθνικό προϋπολογισμό. Ωστόσο η επιλογή της Ρωσίας να εφαρμόσει μια παραλλαγή του μοντέλου που προτάθηκε από την Παγκόσμια Τράπεζα δεν ήταν οικειοθελής ούτε μια αναπόφευκτη διαδικασία. Μετά την οικονομική κρίση του 1998 η Ρωσία εξαναγκάστηκε να εγκαταλείψει το ασταθές συνταξιοδοτικό σχήμα που χρηματοδοτούνταν άμεσα από τις εισφορές του εργατικού δυναμικού και των υπαλλήλων (PAYG scheme). Ωστόσο το νέο μοντέλο που προτάθηκε από την Παγκόσμια Τράπεζα δεν θεωρήθηκε υποσχόμενη εναλλακτική μέχρι την έναρξη της προεδρίας του Vladimir Putin. Για να διαχειριστεί την κρίση στον συνταξιοδοτικό τομέα που συνεχώς μεγάλωνε, ο Putin δημιούργησε την εθνική σοβιετική επιτροπή για τον συνταξιοδοτικό μετασχηματισμό. Αυτή η επιτροπή ήταν εξουσιοδοτημένη να βρει έναν τρόπο για να λύσει τα προβλήματα του εθνικού συνταξιοδοτικού τομέα (Ohtsu, 2002). Επικεφαλής αυτής της επιτροπής ήταν ο Ρώσος πρωθυπουργός Michael Kasiyanov ο οποίος συνηγόρησε στην γρηγορότερη δυνατή επίλυση των ρωσικών συνταξιοδοτικών ζητημάτων. Επίσης και άλλες ισχυρές πολιτικές προσωπικότητες διορίστηκαν σε αυτή την επιτροπή όπως ο υπουργός οικονομικών German Gref και ο αναπληρωτής υπουργός οικονομικών Michael Dmitriev οι οποίοι, υποστήριξαν θερμά την ιδιωτικοποίηση του συνταξιοδοτικού τομέα, καθώς επίσης και τον Michael Zurabo ο οποίος συσχετιζόταν με το συνταξιοδοτικό ταμείο της Ρωσίας και ήταν κάθετα αντίθετος στις μαζικές ιδιωτικοποιήσεις (Ohtsu, 2002). Σε αυτούς τους κυβερνητικούς εκπροσώπους ασκούσαν πιέσεις οι ηγέτες του χρηματοπιστωτικού κλάδου οι οποίοι διατείνονταν ότι η θέσπιση ενός κεφαλαιοποιητικού συνταξιοδοτικού συστήματος θα ήταν ένας τρόπος να τονωθούν οι επενδύσεις στις κεφαλαιαγορές.

Εκείνη την εποχή οι εκπρόσωποι της Κεντρικής Τράπεζας συμμετείχαν περισσότερο ενεργά στην διαδικασία μετασχηματισμού του συνταξιοδοτικού τομέα. Η Παγκόσμια Τράπεζα πρόσφερε στη Ρωσία ένα δάνειο αξίας 800 εκατομμυρίων αμερικανικών δολαρίων που προοριζόταν να βοηθήσει στις τροποποιήσεις του

ρωσικό σύστημα κοινωνικής προστασίας υπό τον όρο η Ρωσία να επιλύσει την κρίση του συνταξιοδοτικού τομέα (Blagon, 2004; World Bank, 1998). Η Παγκόσμια Τράπεζα δεν σκιαγράφησε τους ειδικούς όρους της μεταρρύθμισης, αλλά συνέστησε ιδιαίτερα μια μετάβαση από το τότε υπάρχον σχήμα που βασίζονταν στις εισφορές του εργατικού δυναμικού και των υπαλλήλων σε ένα εναλλακτικό που θα αποτελείται από δύο σκέλη, το μέρος προκαθορισμένων εισφορών και το άμεσα χρηματοδοτούμενο μέρος.

Λόγω της προσφοράς της Παγκόσμιας Τράπεζας και της δημόσιας επιδοκimasίας για το σύστημα πολλαπλών πυλώνων, η εθνική σοβιετική επιτροπή για τον συνταξιοδοτικό μετασχηματισμό συγκλήθηκε να αποφασίσει για το μεταρρυθμιστικό σχήμα. Τόσο το Υπουργείο Οικονομικών όσο και το συνταξιοδοτικό ταμείο της Ρωσίας ασκούσαν πιέσεις στο νομοθετικό σώμα να εφαρμόσει τις συγκεκριμένες μεταρρυθμίσεις. Η επιτροπή αφού άκουσε τα πειστικά επιχειρήματα της κάθε πλευράς αποφάσισε, αν και είχε κάποιους ενδοιασμούς, να εφαρμόσει ένα σύστημα παρόμοιο με αυτό που πρότεινε η Παγκόσμια Τράπεζα. Παράλληλα είχε απαγορευθεί στους εκπροσώπους της Παγκόσμιας Τράπεζας να πάρουν αυτοπροσώπως μέρος στις διαπραγματεύσεις (Ohtsu, 2002). Η παρουσία τους όμως, όπως και η επιρροή τους ήταν εμφανής και θα αναλυθούν περαιτέρω αργότερα.

#### **18.4.2 Η δομή του νέου συνταξιοδοτικού προγράμματος**

Το σύστημα μεταρρυθμίσεων που εφαρμόστηκε από το ρωσικό κράτος βασίστηκε πάνω στο σύστημα τριών πυλώνων της Παγκόσμιας Τράπεζας που αφορούσε τις μεταρρυθμίσεις των κοινωνικών συντάξεων (World Bank, 1994). Το αρχικό σύστημα της Παγκόσμιας Τράπεζας αποτελούνταν από: (1) Τον πρώτο πυλώνα, ο οποίος χρηματοδοτούνταν άμεσα από την αναδιανομή των εισφορών του εργατικού δυναμικού και των υπαλλήλων. Τα προτερήματα αυτού ήταν ότι οι παροχές του στο σύστημα είναι καθορισμένες και ήταν υποστηριζόμενος από το κράτος. (2) Τον δεύτερο πυλώνα ο οποίος ήταν υποχρεωτικός, κεφαλαιοποιητικός και περιελάμβανε όλες τις καθορισμένες εισφορές. (3) Τον τρίτο πυλώνα ο οποίος ήταν εθελοντικός, ιδιωτικός και κεφαλαιοποιητικός. Η επιρροή από το σύστημα της Παγκόσμιας Τράπεζας είναι φανερή στην δομή του καινούργιου συστήματος στην Ρωσία το οποίο αποτελείται και αυτό από τρεις πυλώνες: (1) Τον πρώτο που είναι κυβερνητικά

χρηματοδοτούμενος, αλλά τα χρήματα αυτά προέρχονταν από τις εισφορές του εργατικού δυναμικού και των υπαλλήλων. (2) Τον δεύτερο πυλώνα ο οποίος αποτελούνταν από δύο μέρη (τα οποία θα κατηγοριοποιηθούν από μερικούς αναλυτές σαν δύο πυλώνες) και οι δύο ήταν υποχρεωτικά το πρώτο διανεμητικό χαρακτήρα και χρηματοδοτούνταν από τις καθορισμένες εισφορές του εργατικού δυναμικού και των υπαλλήλων (μη κεφαλαιοποιητικός) ενώ το δεύτερο είχε κεφαλαιοποιητικό χαρακτήρα αν και ασκούσε την διοίκηση του το κράτος. (3) Τον τρίτο πυλώνα που αφορούσε το εργατικό δυναμικό και τους υπαλλήλους που είχαν επιλέξει ιδιωτικές ασφαλιστικές εταιρείες να αναλάβουν την συνταξιοδότηση τους και ήταν συμπληρωματικός των άλλων δύο (World Bank, 1994).

Όταν η εφαρμογή του καινούργιου ρωσικού συστήματος κοινωνικής προστασίας, Ο πρώτος ή βασικός αναδιανεμητικός πυλώνας περιλαμβάνει την παροχή καθορισμένων κρατικά χρηματοδοτούμενων συντάξεων. Τα απαραίτητα ποσά για την παροχή αυτών των συντάξεων είχαν εξασφαλιστεί από τις ισότιμα κατανομημένων εισφορών των πολιτών στο κράτος (ανάλογα με τον μισθό του καθενός) και από την χορήγηση πιστώσεων από τον προϋπολογισμό σε ομοσπονδιακό και περιφερειακό επίπεδο (Afanasiev, 2003). Αυτό το σύστημα εξασφαλίζει ότι θα δικαιούνται την κατώτατη ή και ακόμα μεγαλύτερη σύνταξη όλοι οι εργάτες που ανήκαν στο εργατικό δυναμικό για πέντε ή περισσότερα έτη και είναι σχεδιασμένο για να εξασφαλίζει ότι όλοι οι συνταξιούχοι θα λαμβάνουν τουλάχιστον ένα εισόδημα που θα τους επιτρέπει να επιβιώσουν. Αυτός ο βασικός πυλώνας θα αποτελούσε μόνο ένα μέρος ενός ευρύτερου κρατικού συνταξιοδοτικού συστήματος το οποίο επίσης περιλαμβάνει στρατιωτικές συντάξεις, συντάξεις που παρέχονται από την πρόνοια και τώρα τις συντάξεις που παρέχονται στον γενικό πληθυσμό. Η κεντρική κυβέρνηση θα είναι υπεύθυνη για την πληρωμή αυτών των συντάξεων.

Η συντάξεις που αφορούσαν τον δεύτερο πυλώνα βασιζόνταν εν μέρει σε ένα μη κεφαλαιοποιητικό υποσύστημα καθορισμένων εισφορών και εν μέρει σε ένα άλλο κεφαλαιοποιητικό υποσύστημα καθορισμένων εισφορών. Και τα δύο αυτά υποσυστήματα θα χρηματοδοτηθούν από υποχρεωτικές ασφαλιστικές εισφορές και το ύψος των συντάξεων θα είναι κυμαίνεται ανάλογα με το ποσό που εισφέρει ο κάθε δικαιούχος (Afanasiev, 2003). Το μη κεφαλαιοποιητικό υποσύστημα που στηρίζεται σε καθορισμένες εισφορές αποκαλείται σύστημα NDC (σύστημα Πλασματικά Καθορισμένων Εισφορών) ένα σύστημα που χρησιμοποιούνταν σε έξι άλλες χώρες εκείνη την περίοδο δύο από τις οποίες είναι πρώην Σοβιετικές δημοκρατίες

(Williamson, 2004). Το σύστημα NDC δημιουργεί ξεχωριστούς συνταξιοδοτικούς λογαριασμούς για τον κάθε εργαζόμενο. Καθώς οι εργαζόμενοι πληρώνουν τις εισφορές για το σύστημα NDC που αποτελεί ένα κομμάτι του συνολικού συνταξιοδοτικού συστήματος αυτό το ποσό των πληρωμών τους πιστώνεται σε ένα λογιστικό αρχείο που καταγράφει αυτές τις πλασματικές εισφορές (Rashid et al., 2002). Ενώ οι εισφορές αυτές ήταν πραγματικές, η πιστώσεις σε αυτούς τους πλασματικούς λογαριασμούς είναι πλασματικές επειδή τα πραγματικά κεφάλαια όπως και σε όλα τα συστήματα NDC χρησιμοποιούνται άμεσα στην πληρωμή των συντάξεων, αυτών που έχουν αποσυρθεί πλέον από την εργασία τους (Disney, 1999).

Ο δεύτερος πυλώνας επίσης περιλαμβάνει ένα κομμάτι που βασίζονταν στην επιλογή των εργαζομένων μεταξύ ενός εξ ολοκλήρου κεφαλαιοποιητικού προγράμματος μελλοντικών παροχών με την κυβέρνηση να διαχειρίζεται αυτούς τους ατομικούς κεφαλαιοποιητικούς λογαριασμούς που σχετίζονται με αυτόν τον πυλώνα ή την επιλογή της διαχείρισης αυτών των κεφαλαιοποιητικών ατομικών λογαριασμών από εταιρείες που ανήκουν στον ιδιωτικό τομέα (Rashid et al., 2002). Εκείνη την περίοδο οι περισσότεροι εργαζόμενοι επέλεξαν την κυβέρνηση για διαχειρίζεται αυτούς τους κεφαλαιοποιητικούς ατομικούς λογαριασμούς των προγραμμάτων μελλοντικών παροχών αλλά ο αριθμός των εργαζομένων που επέλεξαν ιδιωτικές εταιρείες παρουσίαζε αυξητικές τάσεις. Η προσθήκη αυτής της προαιρετικής επιλογής των ιδιωτικών εταιρειών από τους εργαζόμενους μετέτρεψε το ρωσικό συνταξιοδοτικό σύστημα σε ένα μερικώς ιδιωτικοποιημένο σύστημα. Επίσης υπολόγιζαν ότι με την πάροδο των ετών το κεφάλαιο σε αυτούς τους κεφαλαιοποιητικούς λογαριασμούς θα προέρχονταν από τις εισφορές που θα γινότουσαν και από τα κέρδη που θα προέκυπταν από τις επενδύσεις αυτών των εισφορών. Κατά την συνταξιοδότηση ενός εργαζομένου αυτές οι συσσωρευμένες εισφορές θα χρησιμοποιηθούν για την σύναψη ενός οικονομικού συμβολαίου που παρέχει πληρωμές σε μηναία βάση και από τις οποίες θα πληρώνονται οι συντάξεις (Sylva & Zeeb, 2003). Εκείνη την χρονική περίοδο παρά την ύπαρξη της προαιρετικής επιλογής των ιδιωτικών εταιρειών για την διαχείριση των εισφορών τους, για τους περισσότερους εργαζομένους οι προσωπική τους ασφάλιση είχε την δομή ενός χρηματοδοτούμενου προγράμματος μελλοντικών παροχών όπου οι εισφορές των εργαζομένων αντιστοιχίζονται με τις εισφορές των εργοδοτών τους και τις διαχειρίζεται η κυβέρνηση σε δυο ξεχωριστούς λογαριασμούς στο Ρωσικό Συνταξιοδοτικό Ταμείο (PFR).

Ο τρίτος πυλώνας του καινούργιου συνταξιοδοτικού συστήματος της Ρωσίας από ιδιωτικές συντάξεις οι οποίες χρηματοδοτούνται από εθελοντικές ασφαλιστικές εισφορές. Σε μερικές περιπτώσεις εισφορές των εργαζομένων αντιστοιχίζονται κατά κάποιον τρόπο με τις εργοδοτικές εισφορές αλλά στις περισσότερες περιπτώσεις υπάρχουν φορολογικές ελαφρύνσεις στις προσωπικές εθελοντικές εισφορές οι οποίες δεν αντιστοιχίζονται με τις εργοδοτικές εισφορές (Afanasiev, 2003). Αυτές οι συντάξεις θα ελέγχονταν εξ ολοκλήρου από μη κρατικά συνταξιοδοτικά ταμεία αλλά θα επιβλέπονταν από τον υπουργό εργασίας. Αυτός ο πυλώνας θα επιτρέψει στους εργαζόμενους που μπορούν αλλά και θέλουν να εισφέρουν μεγαλύτερα ποσά για να εξασφαλίσουν μεγαλύτερη σύνταξη όταν αποσυρθούν από την εργασία τους.

### **18.4.3. Δυνάμεις και αδυναμίες του νέου συνταξιοδοτικού συστήματος**

#### **18.4.3.1 Δυνάμεις του νέου συνταξιοδοτικού συστήματος**

Ένα προφανές δυνατό σημείο του καινούργιου συστήματος ήταν η αύξηση στα επίπεδα της οικονομικής ασφάλειας της διαφοροποίησης των συνταξιοδοτικών εσόδων. Οι Ρώσοι εργαζόμενοι και συνταξιούχοι γνωρίζοντας ότι ήταν διασφαλισμένοι από τους τρεις διακριτούς πυλώνες ήταν πιθανό να νιώθουν μεγαλύτερη ασφάλεια σχετικά με το μέλλον τους με την απόσυρση από τις δουλειές από ότι ένιωθαν με το παλιό σύστημα που εφαρμόζονταν κατά την δεκαετία του '90. Η βασική σύνταξη που ήταν διαθέσιμη σε όλους τους πολίτες θα εξασφάλιζε ότι ακόμα και οι φτωχότεροι θα δεχόντουσαν μια οικονομική βοήθεια κατά την απόσυρση τους από την εργασία τους. Ο δεύτερος και ο τρίτος πυλώνας πρόσφεραν επιπρόσθετη ασφάλεια στους ηλικιωμένους. Η διαφάνεια μεταξύ των εισφορών που γινότουσαν με το πέρασμα των χρόνων και συνεπακόλουθα των συνταξιοδοτικών παροχών βοηθούσε τους εργαζόμενους να νιώθουν περισσότερο βέβαιοι για την ασφάλεια και για την επάρκεια των επακόλουθων συντάξεων τους.

Ένα άλλο δυναμικά δυνατό σημείο του νέου συστήματος είναι η μερική ιδιωτικοποίηση που συμπεριλαμβάνονταν στον δεύτερο πυλώνα η οποία ίσως να αύξανε τα ποσοστά αποταμίευσης και συνεπακόλουθα ίσως οδηγούσαν σε άνοδο τα επίπεδα των επενδύσεων και τον ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης. Κατ' επέκταση εάν υπήρχε οικονομική ανάπτυξη ήταν πιθανό να μειώνονταν τα επίπεδα ανεργίας και να



αυξάνονταν τα επίπεδα των μισθών στην χώρα. Αυτή η οικονομική ανάπτυξη θα συνεισέφερε μεγαλύτερη εξασφάλιση της εργασίας για τους εργαζόμενους και μεγαλύτερη εξασφάλιση των συντάξεων για αυτούς που ήδη συνταξιοδοτήθηκαν ή πλησιάζει η στιγμή της συνταξιοδότησης τους (World Bank, 1994).

Ένα τρίτο πιθανό δυνατό σημείο του νέου ρωσικού συνταξιοδοτικού συστήματος είναι ότι μετρίασε τα εθνικά οικονομικά βάρη τουλάχιστον μακροπρόθεσμα. Τα δημόσια συνταξιοδοτικά ταμεία της ρωσικής ομοσπονδίας βρίσκονταν σε κρίση πριν την πτώση της Σοβιετικής Ένωσης και ξεκινώντας από το 1996 τα συνταξιοδοτικά ταμεία ήταν ανίκανα να εγγυηθούν ακόμα και την μικρότερη κάλυψη για όλους τους δικαιούχους συνταξιούχων (Markova, 2001). Με την κρίση του Αυγούστου του 1998, τα δημόσια οικονομικά χειροτέρευσαν δραματικά και έγινε εμφανής ότι το υπάρχον συνταξιοδοτικό σύστημα εκείνης της περιόδου δεν ήταν πλέον βιώσιμο. Το καινούργιο σύστημα με το εξ ολοκλήρου χρηματοδοτούμενο μέρος θεωρήθηκε από πολλούς σαν κομμάτι της επίλυσης της ρωσικής συνταξιοδοτικής κρίσης, τουλάχιστον το μακροπρόθεσμο κομμάτι της κρίσης.

Το τέταρτο δυνατό σημείο του νέου συνταξιοδοτικού συστήματος είναι η δυνατότητα που δίνει σε πολλούς εργαζομένους στην Ρωσία να επιλέξουν ποιος θα διαχειριστεί τις συντάξεις τους. Το κράτος δεν ήταν πια δεν ήταν η μοναδική τους επιλογή για την διαχείριση των συντάξεων τους, καθώς είχαν και την δυνατότητα να επιλέξουν κάποιο ασφαλιστικό γραφείο για να αναλάβει την διαχείριση των συντάξεων τους. Με αυτό το χρηματοδοτούμενο σύστημα, οι συνταξιούχοι ήταν ικανοί να επιλέξουν τους δικούς διαχειριστές για τις εισφορές τους ή εναλλακτικά να παραμείνουν στο συνταξιοδοτικό ταμείο της Ρωσίας και να επιλέξουν να παραχωρήσουν την διαχείριση των συνταξιοδοτικών τους εισφορών στο κράτος.

Το νέο συνταξιοδοτικό σύστημα προωθεί την κοινωνική ευημερία με πολλούς τρόπους. Στην Ρωσία μετά την πτώση της Σοβιετικής Ένωσης υπήρξε ξεκάθαρη επιδείνωση στο σύστημα κοινωνικής ασφάλισης που το κράτος μπορεί να προσφέρει στους πολίτες του. Τα επίπεδα της φτώχειας εκείνη την περίοδο αυξάνονταν με γρήγορους ρυθμούς και αυξανόταν συνεχώς το χάσμα μεταξύ των φτωχών και των πλουσίων (Zelenev, 2002). Το καινούργιο συνταξιοδοτικό σύστημα θα βοηθούσε να ανακουφιστεί η φτώχεια των γηραιότερων και τελικά θα βοηθούσε πολλούς άλλους συνταξιοδοτημένους εργαζομένους επίσης. Μπορεί να θεωρήθηκε από την διάρθρωση του νέου συστήματος ότι αυτό προσέφερε μειωμένες συντάξεις στους πολίτες, παρόλα αυτά αύξησε τις πιθανότητες για να ανταποκριθεί η κυβέρνηση εξ

ολοκλήρου σε όλες τις συνταξιοδοτικές υποσχέσεις της ,κάτι που αποτελούσε σημαντική βελτίωση σε σχέση με την κατάσταση που επικρατούσε στα τέλη της δεκαετίας του '90. Το χρηματοδοτούμενο μέρος του δεύτερου πυλώνα θα διασφάλιζε ότι θα υπήρχαν τουλάχιστον μερικά κεφάλαια που η κυβέρνηση δεν θα μπορούσε να τα χρησιμοποιήσει για άλλους σκοπούς παρά μόνο για συνταξιοδοτικούς. Αν και η αλλαγή προς τα αποτελέσματα του θα είναι λιγότερο διανεμητικά από αυτά του συνταξιοδοτικού συστήματος της Σοβιετικής περιόδου. Αν και δόθηκε μεγαλύτερη έμφαση στο σύστημα καθορισμένων εισφορών, τα αποτελέσματα αυτού του συστήματος ήταν λιγότερο διανεμητικά από αυτά του συστήματος της Σοβιετικής περιόδου, κάτι που συνετέλεσε στο να μειωθούν οι οικονομικές ανισότητες. Εάν τίποτα δεν είχε αλλάξει το παλιό σύστημα θα είχε οδηγηθεί σε παρακμή και το εισόδημα των ηλικιωμένων θα προέρχονταν κυρίως από τα χρήματα που θα τους έδιναν τα παιδιά του και από την προσωπική τους περιουσία. Το αποτέλεσμα θα ήταν η μεγαλύτερη αύξηση των ανισοτήτων σε σχέση με την περίοδο που θα εφαρμόζονταν το καινούργιο σύστημα μερικώς ιδιωτικοποιημένο σύστημα (Zelenev, 2002).

Ενώ πολλοί αναλυτές είναι σίγουρο ότι θα διαφωνήσουν με μερικά από τα φερόμενα ως δυνατά σημεία που έχουν ήδη αναφερθεί ήδη, λίγοι θα αμφισβητήσουν την ανάγκη που υπήρξε στην Ρωσία την δεκαετία του '90 για μετασχηματισμό του δημοσίου συνταξιοδοτικού συστήματος. Εάν στην Ρωσία είχαν επιλέξει να εφαρμόσουν λιγότερο δραστικές μεταρρυθμίσεις και να μην πρόσθεταν το μέρος των καθορισμένων εισφορών που υπάρχει στο καινούργιο σύστημα, θα ήταν απαραίτητο μειωθούν τις παροχές η να αυξηθούν οι φόροι μισθωτών υπηρεσιών σημαντικά. Ακόμα και με αυτές τις τροποποιήσεις εξαιτίας του μεγέθους του ανεπίσημου τομέα και των εκτεταμένων φοροδιαφυγών, δεν είναι ξεκάθαρο εάν θα ήταν πιθανή η διάσωση του παλιού συστήματος χωρίς επίσης να αυξάνονταν σοβαρά η ηλικία συνταξιοδότησης, μια επιλογή που θα επέφερε ένα πολύ βαρύ πολιτικό τίμημα. Αν και το καινούργιο συνταξιοδοτικό σύστημα είχε έναν μεγάλο αριθμό δυνητικά δυνατών σημείων και θεωρούνταν απαραίτητο, είχε επίσης και έναν αριθμό πιθανών περιορισμών.

#### **18.4.3.2 Αδυναμίες του νέου συνταξιοδοτικού συστήματος**

Οι επιβαρύνσεις οι οποίες σχετίζονταν με σημαντικές αλλαγές στα κοινωνικά προγράμματα ασφάλισης σπανίως κατανέμονταν ισάξια. Συνήθως κάποιες ομάδες ατόμων καλούνταν να επιμεριστούν περισσότερα βάρη από κάποιες άλλες. Οι μεταρρυθμίσεις που πραγματοποιήθηκαν εκείνη την εποχή ρωσικό σύστημα κοινωνικής ασφάλισης δεν αποτελούν εξαίρεση σε αυτή την γενίκευση. Το νέο σύστημα κοινωνικής ασφάλισης θέτει σε δυσανάλογα μειονεκτική θέση τις γυναίκες, τους χαμηλόμισθους εργαζόμενους και τους εργαζόμενους που δούλευαν στην ανεπίσημη αγορά εργασίας (Popkin & Mroz, 1995; Prokofieva, 2000). Οι χαμηλόμισθοι και οι εργαζόμενους που δούλευαν στην ανεπίσημη αγορά εργασίας υπέφεραν από τις αλλαγές που πραγματοποιήθηκαν εκείνη την χρονική περίοδο, αλλά οι γυναίκες οι οποίες απολάμβαναν τα προνόμια που τους παρείχαν οι παλαιότερες πολιτικές που ευνοούσαν τις οικογένειες, επρόκειτο να υποστούν ακόμα μεγαλύτερο πλήγμα (Prokofieva, 2000).

Το νέο σύστημα κοινωνικής ασφάλισης είναι λιγότερο προνομιούχο από το παλαιότερο σύστημα για τους χαμηλόμισθους εργαζόμενους τους εργαζόμενους που δούλευαν στην ανεπίσημη αγορά εργασίας συνταξιοδοτικές παροχές θα συνδέονταν στενότερα στις εισφορές. Οι χαμηλόμισθοι εργαζόμενοι επειδή είχαν μικρότερο εισόδημα συνεισέφεραν λιγότερα από τους υπόλοιπους εργαζόμενους τα χρόνια που εργάζονταν. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα μετά την εφαρμογή του καινούργιου συστήματος κοινωνικής ασφάλισης να καταλήξουν με χαμηλότερες συντάξεις από αυτές που θα είχαν λάβει με το παλαιότερο σύστημα κοινωνικής ασφάλισης. Οι ανισότητες στην αγορά εργασίας επηρέασαν τους ανθρώπους μεγαλύτερων ηλικιών περισσότερο μετά την εφαρμογή του καινούργιου συστήματος κοινωνικής ασφάλισης (Commander & Lee, 1998; Milanovic, 1998).

Οι πολύ χαμηλές συντάξεις είχαν δημιουργήσει μια καινούργια κατηγορία εργαζομένων συνταξιούχων, οι οποίοι είναι αναγκασμένοι να αναζητήσουν εξωτερικές συμπληρωματικές πηγές εισοδήματος κυρίως στην παράνομη αγορά εργασίας για να επιβιώσουν με την χαμηλή σύνταξη τους. Αυτοί οι οποίοι απασχολούνταν στον τομέα της παράνομης αγοράς εργασίας κατά την διάρκεια των περισσότερων χρόνων της εργασίας τους θα βρίσκονταν σε ακόμα χειρότερη κατάσταση μετά την εφαρμογή του καινούργιου συστήματος κοινωνικής ασφάλισης επειδή οι συντάξεις τους θα ήταν άμεσα συνδεδεμένες με τις εισφορές που έκαναν όταν δούλευαν στην επίσημη αγορά εργασίας. Αν και ο αυξανόμενος με γρήγορους ρυθμούς τομέας της παράνομης αγοράς εργασίας αποτελούσε μια από τις

κατευθυντήριες δυνάμεις πίσω από τις μερικώς ιδιωτικοποιημένες συντάξεις, το ζήτημα για το πώς θα αντιμετωπίζονταν αυτοί οι εργαζόμενοι εκείνη την περίοδο που δεν επιβάρυναν το κράτος, δεν είχε ακόμα επιλυθεί. Εκείνη την περίοδο πίστευαν ότι συνδέοντας τις συντάξεις με τους μισθούς θα αποθάρρυναν τους ανθρώπους από το να βρουν εργασία στον παράνομη αγορά, ωστόσο για την επίτευξη αυτού του αποτελέσματος έπρεπε να πραγματοποιηθούν ακόμα περισσότερες μεταρρυθμίσεις. Ενώ ο πρώτος πυλώνας πρόσφερε κάποια προστασία σε αυτούς τους εργαζομένους, αποδείχτηκε ότι ήταν πολύ δύσκολο να υπολογιστεί το ύψος του ποσού τις εισφορές τους από την στιγμή που δεν υπήρχαν επίσημα αρχεία του εργατικού τους ιστορικού (Karasyov & Lublin, 2001).

Επειδή οι συντάξεις ήταν άμεσα συνδεδεμένες με τους μισθούς στον καινούργιο τομέα των πλασματικά καθορισμένων εισφορών του δευτέρου πυλώνα οι γυναίκες βρισκότουσαν σε μειονεκτικότερη θέση συγκριτικά με τους άντρες επειδή αυτές κερδίζουν λιγότερα από τους άντρες που κάνουν ακριβώς τις ίδιες δουλειές με αυτές. Τα επίπεδα των μισθών των αντρών και των γυναικών διέφεραν εκείνη την περίοδο κατά 30% με 40%, κάτι που σήμαινε ότι υπήρχαν εξίσου σημαντικές αποκλίσεις και στα επίπεδα των συντάξεων τους (Baskakova & Baskokon, 2001). Καθώς το ποσοστό των ανέργων γυναικών κυμαίνονταν περίπου στο 80% του συνόλου των ανέργων στην Ρωσία εκείνη την περίοδο, αποτελούσαν ταυτόχρονα και το μεγαλύτερο μέρος των νεόπτωχων (Zelenen, 2002). Οι άνεργες γυναίκες δεν είχαν την δυνατότητα να πραγματοποιήσουν συνταξιοδοτικές εισφορές και αυτό είχε σαν αποτέλεσμα όταν έφταναν σε ηλικία συνταξιοδότησης να τους χορηγούνταν πενιχρές συντάξεις. Επίσης οι περισσότερες γυναίκες απασχολούνταν στην παράνομη αγορά εργασίας στην οποία πραγματοποιούνταν από λίγες έως καθόλου συνταξιοδοτικές εισφορές.

Υπάρχουν και άλλοι λόγοι οι οποίοι αιτιολογούν ότι οι γυναίκες βρισκότουσαν σε μειονεκτικότερη θέση σε σύγκριση με τους άνδρες μετά την εφαρμογή του καινούργιου συστήματος κοινωνικής ασφάλισης. Οι γυναίκες επίσης που είχαν ακριβώς ίδια εισοδήματα πριν την συνταξιοδότηση τους έπαιρναν μικρότερες συντάξεις αναλογικά με το παρελθόν, αυτές επίσης θα ζούσαν περισσότερα χρόνια από αυτές τις συντάξεις σε σχέση με τους άνδρες. Στην Ρωσία το 2001 το προσδόκιμο ζωής για τις γυναίκες ήταν 13 χρόνια μεγαλύτερο από αυτό των αντρών, 72 και 59 χρόνια αντίστοιχα (World Bank, 2003). Αν και για τις γυναίκες που δούλευαν μετά το πέρας της ηλικίας συνταξιοδότησης των 55 ετών ο κάθε επιπλέον

χρόνος στην αγορά εργασίας μετρούσε σαν 1,5 στις ετήσιες εισφορές, αυτές οι γυναίκες δεν δούλευαν μετά το πέρας της ηλικίας συνταξιοδότησης καθώς έπρεπε να συνταξιοδοτηθούν νωρίτερα για να φροντίσουν τα μέλη των οικογενειών τους. Τα αποτελέσματα των φυλετικών διαφορών στο προσδόκιμο ζωής συνεπώς επιδεινώνονταν εάν προσθέσουμε και την πρόθεση των γυναικών να συνταξιοδοτούνται νωρίτερα από τους άνδρες και των κοινωνικών προσδοκιών που υπήρχαν για αυτές. Τα ευχάριστα νέα είναι ότι οι γυναίκες θα συνταξιοδοτούνται για πολλά περισσότερα χρόνια σε σχέση με τους άντρες και μακροπρόθεσμα θα εισέπρατταν περισσότερα χρήματα από αυτά που θα είχαν εισπράξει χωρίς την διαφορά στο προσδόκιμο ζωής, αλλά τα δυσάρεστα νέα είναι τα φαγητά, τα ενοίκια και οι λογαριασμοί των διάφορων παροχών πρέπει να πληρώνονται σε μηνιαία βάση. Γενικά οι γυναικείες συντάξεις κυμαίνονται περίπου μεταξύ του 40% και του 60% των αντίστοιχων αντρικών (Baskakova & Baskakov, 2001).

Η μεγάλη διαφορά στο προσδόκιμο ζωής μεταξύ των ανδρών και των γυναικών είχε σαν αποτέλεσμα περισσότερες γυναίκες συγκριτικά με τους να χηρεύουν προς το τέλος της ζωής τους. Στα τέλη του 20ου αιώνα περίπου το 50% των γυναικών από 60 και άνω ετών θα χήρευαν συγκριτικά με το 12,7% των αντρών αντίστοιχών ηλικιών (Denissenko, 2001). Δεδομένου ότι μια πολιτική του καινούργιου συστήματος συντάξεων ήταν ότι οι χήροι ή χήρες είναι ανίκανοι λάβουν την σύνταξη του επιζώντος εάν αυτοί εισέπρατταν δικιά τους σύνταξη. Όταν πέθαιναν οι σύντροφοι τους, από τις συντάξεις των οποίων εξαρτιόντουσαν οικονομικά αυτοί οι συνταξιούχοι οδηγούνταν στην φτώχεια (Baskakova & Baskakov, 2001).

Ακόμα και αν δεν λάβουμε υπόψη μας αυτές τις μη προνομιούχες ομάδες συνταξιούχων, υπήρχε μια πληθώρα διοικητικών προβλημάτων τα οποία θα έπρεπε να επιλυθούν για να εφαρμοστεί αποτελεσματικά το νέο συνταξιοδοτικό σύστημα. Η επιτυχία του καινούργιου συνταξιοδοτικού σχεδίου θα εξαρτιόταν από την γρήγορη ανάπτυξη αποτελεσματικών οικονομικών θεσμών στην διαχείριση των οποίων θα έπρεπε να υπάρχει απόλυτη διαφάνεια για να επέλθουν τα επιθυμητά οικονομικά αποτελέσματα. Επιπρόσθετα ήταν επιτακτική η ανάγκη για την πρόσληψη διαχειριστών των εισφορών οι οποίοι θα κατείχαν τις προαπαιτούμενες γνώσεις και ταυτόχρονα δεν θα ήταν διεφθαρμένοι. Όπως επίσης επιτακτική ήταν και η ανάγκη για την δημιουργία αποτελεσματικών συστημάτων συλλογής των εισφορών και διανομής των συντάξεων. Η διαχείριση του καινούργιου κεφαλαιοποιητικού μέρους του δεύτερου πυλώνα θα αύξανε την ανάγκη για ταχύτητα και ακρίβεια στην

επεξεργασία των πληροφοριών οι οποίες σχετίζονταν με τις εισφορές των εργαζομένων και τους προσωπικούς λογαριασμούς των ασφαλισμένων (Rashid et al., 2002).

Για να προχωρήσουν αυτές οι μεταρρυθμίσεις, αυτό που χρειαζόταν ήταν η βελτίωση της διοικητικής ικανότητας της ρωσικής κυβέρνησης, αλλά το μετασοβιετικό κράτος παρεμποδίζονταν από εσωτερικές διενέξεις και μειωμένη διοικητική ικανότητα. Η αποκέντρωση μείωσε την ικανότητα πολλών κυβερνητικών δραστηριοτήτων. Στην περίπτωση των συντάξεων, οι ευθύνες της διαχείρισης και συλλογής πληροφοριών είχαν διαχωριστεί μεταξύ του Συνταξιοδοτικού Ταμείου της Ρωσίας (PFR) και του υπουργείου φορολόγησης (Rashid et al., 2002). Το υπουργείο φορολόγησης επικεντρώνεται στη συλλογή εισφορών, ενώ το (PFR) επικεντρώνεται στη πληρωμή των συντάξεων. Αυτός ο διαχωρισμός διευκόλυνε την επικοινωνία ανάμεσα στα δύο τμήματα, τα οποία παρότι σημαντικά για την εύρυθμη λειτουργία του συστήματος θα εμφάνιζαν πιθανά προβλήματα λόγω της μεγάλης παράδοσης διενέξεων που υπήρχε μεταξύ αυτών των οργανισμών.

Μέχρι πρόσφατα (2004), οι διαχειριστές των εισφορών του ιδιωτικού τομέα εργαζόνταν μόνο στον μικρότερο τρίτο (εθελοντικό) τομέα του ρωσικού συνταξιοδοτικού συστήματος. Πολλοί αναλυτές δικαιολογημένα ανησυχούσαν για την αυξανόμενη δύναμη αυτού του Μη - Κρατικού Συνταξιοδοτικού Ταμείου (NPFs) εφόσον υπήρχε ιστορικό μη ανταγωνιστικών μονοπωλιακών πρακτικών. Τα τέσσερα μεγαλύτερα ιδιωτικά ασφαλιστικά ταμεία Surgutneftegaz, LUKoil - Grant, GAZFOND, και Elektroenergetika έλεγχαν περίπου το 68% των επενδύσεων του ιδιωτικού τομέα των συνταξιοδοτικών εισφορών (Markova, 2001).

Ακόμη ένα πρόβλημα του νέο ρωσικό συνταξιοδοτικό συστήματος είναι ότι οι συνταξιοδοτικές εισφορές επηρεάζονταν από την αστάθεια της αγοράς. Καθώς οι συντάξεις βασίζονταν σε ένα μεγάλο βαθμό στον κεφαλαιοποιητικό τομέα καθορισμένων εισφορών και επηρεάστηκαν σε μεγάλο βαθμό από τις βραχύχρονες διακυμάνσεις του περίφημου για την αστάθεια του ρωσικού χρηματιστηρίου και της αγοράς ομολόγων. Ενώ η ρωσική κυβέρνηση εισήγαγε επενδυτικούς κανόνες και μεταρρυθμίσεις σχεδιασμένες να μειώσουν την αστάθεια της χρηματιστηριακής αγοράς, οι ειδικοί αναρωτιούνταν πόσο αποτελεσματικά θα είναι αυτά τα μέτρα (Kosmarskaya, 2002).

## 18.5 Μεταρρυθμίσεις στο ρωσικό Χρηματιστήριο

Το ρωσικό εμπορικό σύστημα συναλλαγών σχηματίστηκε το καλοκαίρι του 1995 από μία ομάδα χρηματιστών για να συνδυάζει πολλές τοπικές αγορές αξιόγραφων σε ένα οργανωμένο χρηματιστηριακό σύστημα. Στις αρχές της δεκαετίας του 1990 πραγματοποιήθηκε στην Ρωσία ένας μεγάλος αριθμός ανταλλαγών. Οι χρηματιστές αυτοί δούλευαν πάνω σε μια αρχή επονομαζόμενη (vacuum cleaner) ηλεκτρική σκούπα κατά την οποία μικρές χρηματιστηριακές φίρμες αγόραζαν χρεόγραφα για Μοσχοβίτες χρηματιστές, οι οποίοι ακολούθως τα μεταπουλούσαν σε κατοίκους του εξωτερικού. Επειδή οι συναλλαγές αξιόγραφων δεν ήταν συστηματικά οργανωμένες (καμία διαφάνεια στις τιμές επειδή διενεργούσαν τις δοσοληψίες τους τηλεφωνικά), οι χειρισμοί των συμμετεχόντων στην αγορά μετοχών ήταν αναποτελεσματική και αμφισβητήσιμη. Η μόνη πιθανότητα για να δημιουργήσουν ένα σωστό σύστημα εμπορικών συναλλαγών ήταν να οργανώσουν μια έξω - χρηματιστηριακή αγορά μεταξύ των μελών της επαγγελματικής ένωσης κεφαλαιαγοράς η οποία αποτελούνταν από 15 ηγετικές μοσχοβίτικες χρηματιστηριακές φίρμες οι οποίες οικειοθελώς θα δεσμεύονταν να ενεργούν μέσα στα πλαίσια των κοινών συμφωνιών, που θα διαφυλάσσουν την τήρηση της διαφάνειας στις συναλλαγές και θα διασφάλιζαν ότι όλοι εργάζονται για την προστασία των κοινών τους συμφερόντων και όχι για τους μεμονωμένους στόχους της κάθε φίρμας. Μετά από πολυάριθμες διαπραγματεύσεις και διαβουλεύσεις το μοντέλο του αυτορρυθμιζόμενου χρηματιστηριακού οργανισμού του NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotation) είχε γίνει κοινώς αποδεκτό (Anisimov and Maltsev, 2006).

Την 5η Ιουλίου του 1995 άνοιξε η πρώτη επίσημη συνεδρίαση στο Ρώσικο χρηματιστήριο με τις διεργασίες που αφορούσαν τις μετοχές "Mosenergo" και έκλεισε έχοντας ημερήσιο όγκο συναλλαγών αξίας 576000\$. Εκείνες τις μέρες μεγάλη ζήτηση είχαν οι μετοχές μόνο 7 επιχειρήσεων και συνολικά είχαν εισαχθεί 83 κινητές αξίες (Anisimov and Maltsev, 2006).

### **Πίνακας 3<sup>30</sup> Τα βασικά χαρακτηριστικά των δεικτών RTS (December 31, 1998)**

---

<sup>30</sup> <http://finance.yahoo.com/q/hp?s=RTS.RS+Historical+Prices>

Δείκτης	Αριθμός μετοχών	Συνολική κεφαλαιοποίηση, million US\$	Κεφαλαιοποίηση δείκτη, million US\$	Μερίδιο της συνολικής κεφαλαιοποίησης, %
RTS Index	50	296629,8	55751,2	79,1%
RTS-2 Index	75	33218,3	6166,5	8,9%
RTS Index - Oil & Gas	12	196366	32497,9	52,4%
RTS Index - Consumer & Retail	11	3783,2	578,3	1,0%
RTS Index - Metals & Mining	13	36021,1	5888	9,6%
RTS Index - Industrial	10	2388,6	407,9	0,6%
RTS Index - Electric Utilities	16	17321,7	2594,5	4,6%
RTS Index - Telecom	12	16230,2	1364,2	4,3%
RTS Index - Financials	9	29551,5	1091,4	7,9%

<http://www.investing.com/indices/rts-2>



Στη σύγχρονη εποχή το Ρώσικο χρηματιστήριο επίσης ανταλλάζει μελλοντικές συμβάσεις και συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης, εταιρικά ομόλογα καθώς και άλλα χρηματοδοτικά μέσα. Στο χρηματιστήριο υπάρχουν 363 μετοχές, 279 επιχειρήσεων, με ένα μέσο ημερήσιο όγκο συναλλαγών αξίας 420 εκατομμυρίων δολαρίων.

Η ανάλυση της ρώσικης αγοράς μετοχών μπορεί να χωριστεί σε τέσσερις φάσεις:

A) άνοιξη-Σεπτέμβριος του 1997,

B) Οκτώβριος του 1997 μέχρι τον Ιανουάριο του 1998,

Γ) Φεβρουάριος του 1998 μέχρι τον Απρίλιο του ίδιου έτους και τέλος

Δ) Μάιος του 1998 μέχρι τον Αύγουστο του ίδιου έτους ξεκινώντας με τις αναταραχές που προκλήθηκαν από την Ασιατική κρίση και καταλήγοντας στην μεγάλη ρώσικη κρίση.

Κατά την διάρκεια ολόκληρης αυτής της περιόδου κίνδυνοι όπως ο συναλλαγματικός κίνδυνος, ο κίνδυνος ρευστότητας, όπως επίσης οι νομοθετικοί και πολιτικοί κίνδυνοι και οι δυσμενείς επιπτώσεις οι οποίες συνδέονταν με το επιχειρηματικό κλίμα στην Ρωσία καθώς και η δυσπιστία των καταναλωτών, σταθερά αυξάνονταν. Παρά την υποκινούμενη οικονομική κρίση στην Ασία το ρώσικο χρηματιστήριο βρίσκονταν σε άνθηση την άνοιξη του 1997. Ο ημερήσιος όγκος πωλήσεων του RTSI (Russian Trading System Index) δηλαδή του ρώσικου χρηματιστηριακού δείκτη κυμάνθηκε από τα 45 έως 65 εκατομμύρια δολάρια τον Μάιο, από τα 60 έως 90 εκατομμύρια δολάρια τον Ιούνιο και από τα 100 έως 120 εκατομμύρια δολάρια τον Ιούλιο και τον Αύγουστο (Gaidar, 1998). Απροσδόκητα, οι πιέσεις που ασκήθηκαν στην συναλλαγματική ισοτιμία των αγορών της Ανατολικής Ευρώπης και η κατακόρυφη πτώση των χρηματιστηρίων των Ασιατικών χωρών δεν προκάλεσε απώλεια εμπιστοσύνης στην ρώσικη οικονομία (Medvedev, 2001). Ο κύριος λόγος ύπαρξης αυτής της εμπιστοσύνης ήταν οι συνεχείς μεταρρυθμίσεις που προτάθηκαν από νέους μεταρρυθμιστές ( υπό την και την καθοδήγηση του υπουργού οικονομικών A. Chubais και του αντιπρόεδρου B. Nemtsov) και οι οποίες ήταν στοχευόμενες στην βελτίωση των οικονομικών του δημόσιου τομέα. Υπήρξαν επίσης προσπάθειες να μειωθούν οι καθυστερημένες πληρωμές στον προϋπολογισμό ,να υιοθετηθεί καινούργιος φορολογικός κώδικας και ακόμα μεταρρυθμίσεις στον κρατικό προϋπολογισμό. Παράλληλα άρχισαν να γίνονται καινούργιες δημοπρασίες για την

πώληση μετοχών κρατικών επιχειρήσεων κάτι που είχε σαν αποτέλεσμα να ενισχυθεί το προφίλ των ρώσικων εταιρειών σε στρατηγικούς επενδυτές. Σε σύγκριση με το τότε υπάρχον πλαίσιο της μειωμένης κερδοφορίας των κρατικών τίτλων, η αγορά εταιρικών μετοχών έγινε η πιο ελκυστική αγορά για βραχυπρόθεσμες και μεσοπρόθεσμες επενδύσεις (Enton, 1999 and Gaidar, 1998) .

Η κάμψη του ρώσικου δείκτη του χρηματιστηρίου στο δεύτερο δεκαπενθήμερο του Αυγούστου προκλήθηκε από την πτώση του δείκτη Dow Jones, που έχασε 250 μονάδες προκαλώντας πανικό στους σε όσους είχαν επενδύσει στο χρηματιστήριο. Στην Ρωσία οι πωλήσεις πακέτων μετοχών και τίτλων που πραγματοποιήθηκαν από ξένους επενδυτές αμβλύθηκαν επειδή αυξήθηκε η ζήτηση για την αγορά αυτών των πακέτων από τους ρώσους αγοραστές και επίσης λόγω της θετικής πληροφόρησης για εκτεταμένες επενδύσεις στον βιομηχανικό τομέα. Λόγω της μηδαμινής βελτίωσης της κατάστασης των διεθνών αγορών οι ρώσοι επενδυτές έχασαν την αισιοδοξία τους και άρχισαν να πωλούν τις μετοχές τους στα τέλη του Αυγούστου. Τον Σεπτέμβριο η αγορά μετοχών ήκμασε με τις πετρελαϊκές και τις εταιρείες που εκμεταλλεύονται φυσικό αέριο να βρίσκονται στη κορυφή εξαιτίας των ενθαρρυντικών για το μέλλον πλάνων της Gazprom και της αύξησης των τιμών των αγαθών παγκοσμίως. (Masenkov and Alekseenkova, 1998)

Η δεύτερη φάση ήταν στενά συνδεδεμένη με την Ασιατική αναταραχή που έριξε όλες τις σημαντικές συναλλαγές των αμερικάνικων και των Ευρωπαϊκών κεφαλαιαγορών στα τέλη του Οκτωβρίου. Στις 27 Οκτωβρίου μέσα σε μια ημέρα ο δείκτης Hang Seng είχε ποσοστιαία πτώση 15% και οδήγησε τον μέσο όρο του δείκτη Dow Jones να μειωθεί κατά 7,18 % ή κατά 554,51 μονάδες και σε τεράστια πτώση της προσφοράς σε όλον τον κόσμο η οποία με την σειρά της προκάλεσε επιδείνωση της ρώσικης αγοράς μετοχών. Η απουσία νόμων που απαγόρευαν τον επαναπατρισμό των κερδών οδήγησε σε μεγάλης κλίμακας αποσύρσεις κεφαλαίων από τις κύριες εγχώριες επιχειρήσεις που τις πραγματοποίησαν άνθρωποι που δεν κατοικούσαν στην χώρα. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα να μειωθεί ο ρωσικός χρηματιστηριακός δείκτης RTS κατά 19,03% και να παγώσει τις ρώσικες ανταλλαγές μετοχών εκείνη την ημέρα. Παρά την γρήγορη ανάκαμψη του δείκτη Dow Jones και άλλων αμερικάνικων δεικτών, αυτή η μέρα πρέπει να θεωρηθεί ως η απαρχή της ρωσικής οικονομικής κρίσης η οποία κατέστρεψε όλα τα μακροοικονομικά αποτελέσματα τα οποία είχαν επιτευχθεί μέχρι το 1997 και

ανέτρεψε την οικονομική μεταρρυθμιστική πολιτική. Πρέπει να σημειωθεί ότι η ταύτιση, ο οποία παρατηρήθηκε μεταξύ των κινήσεων του ρωσικού χρηματιστηριακού δείκτη RTS και του δείκτη Dow Jones την περίοδο 1997-1998 ήταν ασύμμετρη και εμφανίστηκε κυρίως όταν ο δείκτης Dow Jones βρίσκονταν είχε συνεχώς πτωτικές τάσεις (Enton, 1999). Πολλοί οικονομολόγοι είδαν το τέλος του Οκτωβρίου ως μια περίοδο όπου η εμπιστοσύνη των επενδυτών στην οικονομική και μακροοικονομική σταθερότητα της Ρωσίας είχε μειωθεί, μαζί με την πτώση των τιμών των μετοχών και την αυξημένη ζήτηση για ξένο συνάλλαγμα.

## **18.6 Ρωσικό τραπεζικό σύστημα**

### **18.6.1 Ο αντίκτυπος της κρίσης στον τραπεζικό τομέα**

Ενώ ένας σημαντικός αριθμός τραπεζών επηρεάστηκαν από την οικονομική κρίση, με μεγάλη διαφορά, οι κύριοι χαμένοι ήταν μεταξύ των 20 κορυφαίων τραπεζών. Εξαιρουμένων των Sberbank και μερικών άλλων, οι οποίες παρέμειναν σχετικά αλώβητες, οι περισσότερες μεγάλες τράπεζες υπέστησαν σημαντικές απώλειες από: (1) θέσεις αγοράς και πώλησης (FX) προθεσμιακά συμβόλαια πάνω στα συναλλάγματα (2) την υποτίμηση του GKO χρεογράφων (3) την έλλειψη ρευστότητας λόγω της εκροής των λογαριασμών των πελατών και (4) την αθέτηση της υποχρέωσης καταβολής περιθωρίου ασφάλισης και πληρωμών σε βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις. Οι επιπτώσεις της υποτίμησης και η αρνητική απόδοση των επενδύσεων GKO είχαν ως αποτέλεσμα τη συνολική μείωση του τραπεζικού κεφαλαίου 40% μέχρι τον Οκτώβριο του 1998. Έτσι μέχρι το Νοέμβριο 1998, τα ενοποιημένα ίδια τραπεζικά κεφάλαια αντιπροσώπευαν λιγότερο από το 9% των περιουσιακών στοιχείων (το 1997 ο συνολικός δείκτης κεφαλαιακής διάρθρωσης / περιουσιακών στοιχείων ήταν 16%) (Kharas et. al 2001).

Πολλές μεγάλες τράπεζες εμφάνισαν σημαντική εκροή καταθέσεων στον απόηχο της κρίσης. Σχεδόν όλες τους έχασαν 10% έως 45% των λιανικών καταθέσεων τους σε πραγματικούς όρους. Αντίθετα η Sberbank κράτησε την πλειοψηφία των πελατών της που κατείχαν ρούβλια - δηλαδή τους συνταξιούχους και τη χαμηλότερο μεσαία τάξη,

αλλά έχασε πάνω από το 30% των καταθέσεων της που εκφράζονται σε δολάρια, και οι οποίες, στο σύνολό τους, αντιπροσώπευαν 15 δισεκατομμύρια ρούβλια. Για την προστασία των ατομικών καταθέσεων, η CBR αποφάσισε να μεταφέρει τις ατομικές καταθέσεις – συμπεριλαμβανομένων και αυτών που ήταν σε δολάρια - από αφερέγγυες τράπεζες στην Sberbank, η οποία ήταν η μόνη που εγγυόνταν ασφάλιση των καταθέσεων. Παρά το μέτρο αυτό, πολλά άτομα έχασαν ένα σημαντικό μέρος των αποταμιεύσεών τους που κατατέθηκαν στις εμπορικές τράπεζες. Ακόμα και αυτές οι καταθέσεις σε δολάρια που μεταφέρθηκαν στη Sberbank αποτελεσματικά, έχασαν περίπου το 50% της αξίας τους, επειδή μπορούσαν να αποσυρθούν μόνο με μία σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία 9 ρούβλια ανά δολάριο, αντί της πολύ υψηλότερης τρέχουσας συναλλαγματικής ισοτιμίας (Buchts, T., 1999).

Ωστόσο, λόγω του υψηλού μεριδίου μη ρευστοποιήσιμων διακανονισμών στην οικονομία, των ακριβών πιστωτικών πόρων και της χαμηλής χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης, οι μεγάλες εταιρείες δεν είχαν πληγεί σημαντικά από την τραπεζική κρίση. Οι βασικοί εταιρικοί πελάτες είχαν σημαντική επιρροή στις τράπεζες τους. Έτσι, οι εταιρείες ήταν σε θέση να κινήσουν τους λογαριασμούς τους από αφερέγγυες τράπεζες σε πιο ρευστά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα σύντομα. Για παράδειγμα, η Rossiisky Kredit, η Inkombank, και η Menatер έχασαν από 50% έως 70% των καταθέσεών τους μεταξύ του Αυγούστου και του Σεπτεμβρίου. Μερικές από τις μεγαλύτερες εταιρείες στράφηκαν στην καθιέρωση των νέων τραπεζών με χαμηλή μόχλευση και σταθερή ρευστότητα. Οι βασικοί πελάτες των τραπεζών είχαν επίσης τη δυνατότητα να συμψηφίζουν τις αμοιβαίες υποχρεώσεις τους με τις τράπεζες τους, χρησιμοποιώντας κοινές συνδεδεμένες με αυτές εταιρίες. Μία τέτοια δικτύωση μείωσε αποτελεσματικά την αξία των διαθέσιμων περιουσιακών στοιχείων προς τους ξένους πιστωτές και τους καταθέτες λιανικής πώλησης, των οποίων οι πόροι χρησιμοποιήθηκαν αρχικά για τη χρηματοδότηση των δανειακών χαρτοφυλακίων. Μερικές από τις εκροές των εταιρικών καταθέσεων από τις Avtobank και Mosbiznesbank εν μέρει σχετίζονταν με το γεγονός ότι η Gazprom μετέφερε όλες τις εξαγωγικές της δραστηριότητες από τις εμπορικές τράπεζες προς τη θυγατρική της Gazprombank. Ομοίως, ορισμένες πιο σταθερές τράπεζες, όπως η Τράπεζα της Μόσχας και η Sberbank, επωφελήθηκαν από την καταθετική ανακατανομή (Buchts, T., 1999).

## **18.6.2 Τι έπρεπε να αντιμετωπίσει η Ρωσική κυβέρνηση όσον αφορά τον τραπεζικό τομέα**

Ο εν ενεργεία Ρώσος πρόεδρος Βλαντιμίρ Πούτιν έχει υποσχεθεί την συμπόρευση του με τη συνεχιζόμενη μεταρρύθμιση της αγοράς στη Ρωσία. Για να γεφυρωθεί το χάσμα μεταξύ των λόγων του και της πραγματικότητας, θα έπρεπε οι Ρωσικές αρχές να καταπιαστούν με τουλάχιστον τέσσερα ζητήματα του τραπεζικού συστήματος: την κακοδιαχείριση και τη διαφθορά, τη χρηματοοικονομική αναδιάρθρωση κινούμενη υπό την κυβέρνηση, τις στρατηγικές ξένες επενδύσεις, και τη λογιστική μεταρρύθμιση.

### Κακοδιαχείριση και Διαφθορά.

Μετά την οικονομική καταστροφή του Αυγούστου 1998, ορισμένες από τις μεγαλύτερες τράπεζες της Ρωσίας έχασαν ένα μεγάλο μέρος των περιουσιακών τους στοιχείων, τα οποία μεταφέρθηκαν σε «οντότητες γέφυρες» ή νέες τράπεζες, και αρνήθηκαν να εκπληρώσουν τις υποχρεώσεις τους στους εγχώριους και διεθνείς πιστωτές. Ένα χαρακτηριστικό παράδειγμα αυτής της πρακτικής ήταν η Uneximbank, η οποία μετέφερε απλά τα περιουσιακά της στοιχεία στη νέα Rosbank. Οι διευθυντές και οι κύριοι μέτοχοι ήταν σε θέση να επωφεληθούν από τα περιουσιακά στοιχεία που μεταβιβάστηκαν με τη βοήθεια εν μέρει των ρωσικών αρχών, οι οποίες ανακοίνωσαν παύση πληρωμών ή αλλιώς μορατόριουμ στις εξωτερικές πληρωμές του χρέους, τον Αύγουστο του 1998. Μετά τον Αύγουστο, οι αρχές συνέχισαν επίσης να προμηθεύουν με χρήματος τις πτωχευμένες, αλλά υποτίθεται "σημαντικές κοινωνικά" τράπεζες (π.χ., SBS-Agro). Αυτές οι επίσημες ενέργειες βοήθησαν όχι μόνο να αναβληθεί η ημέρα της εκκαθάρισης και της εξυγίανσης των ρωσικών τραπεζών, αλλά χρησίμευσε επίσης να εμβαθύνθει η κουλτούρα της διαφθοράς και της κακοδιαχείρισης που ήταν ήδη διαδεδομένη στον κλάδο. Σαφώς, οι ρωσικές αρχές θα πρέπει να είναι πιο σοβαρές όσον αφορά την εξυγίανση του τραπεζικού συστήματος, αν θέλουν να γίνουν η κινητήρια δύναμη της οικονομικής ανάπτυξης (Kharas et. al 2001).

### Χρηματοοικονομική Αναδιάρθρωση κινούμενη υπό την κυβέρνηση

Η ρωσική κυβέρνηση δημιούργησε τον ARKO, έναν Οργανισμό για την αναδιάρθρωση των τραπεζικών ιδρυμάτων, στον απόηχο της χρηματοπιστωτικής κρίσης του Αυγούστου του 1998. Ο οργανισμός άρχισε να λειτουργεί το Μάρτιο του 1999, χρησιμοποιώντας μια κεφαλαιακή βάση 10 δισεκατομμυρίων ρουβλιών, οπλισμένος με την εντολή να συντονίσει την εκκαθάριση των αφερέγγυων ρωσικών τραπεζών, να αποκαταστήσει την φερεγγυότητα των συγκεκριμένων οργάνων, και να παράσχει ένα δίκτυο για τον έγκαιρο και ακριβή διακανονισμό των πληρωμών. Ο στόχος του οργανισμού ARKO, ωστόσο, αποδείχθηκε πολύ ευρύς για τον οργανισμό, δεδομένων των περιορισμένων πόρων και της έλλειψης πολιτικής επιρροής. Οι ειδικοί εκτίμησαν ότι ο ARKO χρειαζόταν 50-60 δισεκατομμύρια ρούβλια ώστε να καταφέρει να εκπληρώσει την αποστολή της, αλλά ο ομοσπονδιακός προϋπολογισμός του 2000 προέβλεπε μόνο 1 δισεκατομμύριο για τον οργανισμό. Ο πολιτικός συντονισμός είναι επίσης κάτι που σε μεγάλο βαθμό λείπει από το έργο του οργανισμού. Για παράδειγμα, τον Ιούνιο του 1999, λίγες ώρες μετά την ανακοίνωση του οργανισμού ότι είχε κάνει ένα δάνειο \$128 εκατομμυρίων στην Promstroibank, η CBR δήλωσε ότι ανακαλεί την άδεια της τράπεζας. Η επιτυχία στην αναδιάρθρωση του τραπεζικού τομέα εξαρτιόταν όχι μόνο από περισσότερα κεφάλαια και ισχυρότερη πολιτική αρχή για τον οργανισμό ARKO, αλλά και από την ανάπτυξη του πλήθους των νομικών και κανονιστικών μέτρων για τις τραπεζικές πτωχεύσεις, τη διαφάνεια της αγοράς, την προστασία των μετόχων και των δικαιωμάτων των καταθετών καθώς επίσης και της ασφάλεια των καταθέσεων. Η προοπτική της ταυτόχρονης εφαρμογής όλων αυτών των μέτρων ήταν ζοφερή, αλλά οι ρωσικές αρχές θα έπρεπε να επικεντρωθούν στην ανάπτυξη και την εφαρμογή συγκεκριμένων μέτρων σε όσο το δυνατόν περισσότερους τομείς, όσο το δυνατόν συντομότερα (Buchs, T., 1999).

#### Στρατηγική Ξένων Επενδύσεων

Το μερίδιο του ξένου κεφαλαίου στο τραπεζικό σύστημα της Ρωσίας στα τέλη του 1999 ήταν 12,6%, αλλά οι Ρώσοι πολιτικοί συχνά συζητούσαν την αύξηση του νόμιμου ορίου για το ξένο κεφάλαιο σε 25%. Πράγματι, η μεγαλύτερη προσέλκυση ξένων κεφαλαίων συνέβαλε σαφώς θετικά στο τραπεζικό σύστημα. Σύμφωνα και με τα παραδείγματα της Πολωνίας και της Ουγγαρίας, τέτοια κεφάλαια - σε συνδυασμό

με την εισαγωγή του δυτικού τύπου διαχείρισης και επιχειρηματικής στρατηγικής- θα μπορούσαν να ενισχύσουν σε μεγάλο βαθμό την ανάπτυξη, την αποτελεσματικότητα και την ανταγωνιστικότητα του τραπεζικού συστήματος. Εκείνη την χρονική περίοδο, υπήρχαν 21 τράπεζες στη Ρωσία με 100% ξένη ιδιοκτησία και 12 τράπεζες με πάνω από 50% ξένη ιδιοκτησία. Περισσότερες από 150 άλλες τράπεζες είχαν κάποιο ποσοστό ξένων κεφαλαίων, αλλά παρόλα αυτά σε γενικές γραμμές, οι ξένες τράπεζες δεν είχαν σκοπό να επεκτείνουν την παρουσία και τις δραστηριότητές τους στη Ρωσία. Τράπεζες όπως η Republic Bank της Νέας Υόρκης επέλεξαν να περιορίσουν τις δραστηριότητές τους στη Ρωσία δραματικά. Ως όμως μια όμως ευπρόσδεκτη εξέλιξη, ορισμένες ξένες τράπεζες στη Ρωσία μετατόπισαν τις δραστηριότητές τους από τις ρωσικές χρηματοοικονομικές αγορές σε περισσότερο κοινές εμπορικές τραπεζικές συναλλαγές (π.χ., ατομικούς και εμπορικούς λογαριασμούς, μεταφορές, πιστωτικές επιστολές, συναλλαγματικές πράξεις, χρηματοδότηση του εμπορίου, και τις πράξεις ντοκιμαντέρ). Οι τράπεζες αυτές, ωστόσο, είχαν περιορισμένο πεδίο διανομής που παρεμποδίστηκε από τους πολιτικούς και νομικούς κινδύνους που δεν μπορούσαν να αντισταθμιστούν. Αυτά συνέχισαν να εμποδίζουν την ανάπτυξη των ξένων στρατηγικών επενδύσεων στο ρωσικό τραπεζικό τομέα βραχυπρόθεσμα αλλά και μεσοπρόθεσμα - εκτός εάν η ρωσική κυβέρνηση λάμβανε μέτρα για να πείσει την ξένη τραπεζική κοινότητα ότι το επιχειρηματικό περιβάλλον στη Ρωσία πραγματικά αλλάζει προς το καλύτερο (Cerro & Meloni, 2013).

#### Η λογιστική μεταρρύθμιση.

Οι λογιστικές πρακτικές πολλών ρωσικών τραπεζών συνέχιζαν να έχουν μικρή βάση στην οικονομική πραγματικότητα. Τα πρότυπα και οι πρακτικές αναφορές (reporting practices) ήταν κακής ποιότητας, και έτσι ήταν εξαιρετικά δύσκολο για τους δυτικούς αναλυτές και άλλα ενδιαφερόμενα μέρη να πάρουν αξιόπιστες οικονομικές καταστάσεις από τις ρωσικές τράπεζες. Η δημιουργική λογιστική και η κατάφορη χειραγώγηση των αριθμών αποτέλεσαν κοινές πρακτικές, και λίγα ιδρύματα ακολουθούσαν τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (ΔΛΠ). Μετά τον Αύγουστο του 1998, η Κεντρική Τράπεζα ενέκρινε αλλαγές στα ρωσικά Λογιστικά Πρότυπα (RAS) για να επιτρέψει στις τράπεζες να απορροφήσουν τις απώλειες του 1997 και να τις συμψηφίσουν με κέρδη το 1998 επί κρατικών τίτλων της ίδιας σειράς - γεγονός το οποίο επιτρέπει στις τράπεζες να μαξιλάρι τα κέρδη τους το 1997. Αυτό το γεγονός

ανέδειξε την ανεύθυνη προσέγγιση της κυβέρνησης, ακόμη και μετά την οικονομική καταστροφή από το ξέσπασμα της κρίσης του Αυγούστου 1998 (Cerro & Meloni, 2013).

### 18.6.3 Η μετά την κρίση κατάσταση του ρωσικού τραπεζικού τομέα

Μέχρι το τέλος του Δεκεμβρίου του 2002, 1329 πιστωτικά ιδρύματα είχαν αδειοδοτηθεί για να διεξάγουν εμπορικές συναλλαγές στην Ρωσία. Το σύνολο του ενεργητικού αυτού του τομέα κυμαίνονταν στα 118 δισ. αμερικάνικα δολάρια (CBR 2002), όπως δείχνει ο παρακάτω πίνακας.

Το αντίστοιχο ποσό για τη Τσεχική Δημοκρατία το ξεπερνούσε κατά 100%, για την Εσθονία ήταν πάνω από 70% μεγαλύτερο και για την Πολωνία κυμαίνονταν περίπου στο 60% αυτού (Komulainen et al 2003). Τα χρήματα των τραπεζικών καταθέσεων αποτελούσαν μόνο το 19% του ΑΕΠ σε σύγκριση με το 50% που αποτελούσαν στη Γερμανία και στη Τσεχική Δημοκρατία. Τα δανειζόμενα ποσά αντιπροσώπευαν μόνο το 40% των τραπεζικών περιουσιακών στοιχείων. Ως ποσοστό του ΑΕΠ τα τραπεζικά δάνεια αποτελούσαν το 18,4% που ήταν πολύ μικρό ποσό σε σχέση με το 25% που αποτελούσε τον μέσο όρο στην Ανατολική Ευρώπη και το αντίστοιχο 38% στην Λατινική Αμερική (Troika Dialog, 2002).

**Πίνακας 5** Στατιστικά του ρωσικού τραπεζικού τομέα σαν % του ΑΕΠ

Year	Bank Assets	Bank Loans	Total Deposits	Household Deposits*
1995	22.23	12.74	12.59	
1996	23.19	10.56	11.75	
1997	24.93	10.88	13.21	
1998	34.04	13.83	16.77	7.3
1999	32.51	11.93	15.34	6.2



2000	30.94	12.89	15.7	6.1
2001	32.7	16.24	16.99	7.5
2002	34.84	18.37	19.07	8.8
*Household deposits for 2002 are for January-September period. Source: Central Bank of Russia.				

Οι τραπεζικές συναλλαγές στην Ρωσία πραγματοποιούνταν από 23 κρατικές τράπεζες όπως η Sberbank και η Vnesheconombank (VEB) και από ένα μικρότερο αριθμό ιδιωτικών τραπεζών όπως η Alfa Bank και η MDM Bank. Οι περισσότερες από τις μικρές τράπεζες δεν συναλλάσσονταν με το ευρύ κοινό και λειτουργούσαν σαν ταμεία για τις εταιρείες στις οποίες ανήκαν.

Συνοπτικά, παρακάτω αναφέρονται τα κυριότερα χαρακτηριστικά του τραπεζικού τομέα μετά από την πτώχευση της χώρας:

➤ Μικρό μέγεθος

Εάν λάβουμε υπόψη μας συγκεκριμένες παραμέτρους, ο τραπεζικός τομέας στην Ρωσία ήταν πολύ μικρός. Το σύνολο του ενεργητικού αυτού του τομέα υπολογίζονταν στο 15% του ΑΕΠ συγκριτικά με το 25% που αποτελούσε τον μέσο όρο στην Κεντρική Ευρώπη (Euromoney, 2003). Ακόμα οι επενδύσεις των τραπεζών αποτελούσαν το 5% των συνολικών επενδύσεων στην χώρα συγκριτικά με το αντίστοιχο ποσοστό που κυμαίνονταν από 15% με 30% σε πολλές άλλες χώρες. Παρομοίως η αναλογία των καταθέσεων των νοικοκυριών προς το ΑΕΠ υπολογίζεται στο 8% και είναι πολύ κατώτερη από τα αντίστοιχα διεθνή νούμερα. Επίσης τα δάνεια στον ιδιωτικό τομέα και στις μη χρηματοοικονομικές δημόσιες επιχειρήσεις υπολογίζονταν σε λιγότερο από το 20% του ΑΕΠ, ενώ σε πολλές δυτικές χώρες το αντίστοιχο ποσοστό κυμαίνονταν από 80% έως 120%.

➤ Κυριαρχία των κρατικών τραπεζών

Παρά την γρήγορη εξάπλωση των τραπεζών οι κρατικές τράπεζες ειδικά η Sberbank και η Vneshtorgbank (VTB) κυριαρχούσαν στον τραπεζικό τομέα και σε όγκο δραστηριοτήτων και σε αριθμό υποκαταστημάτων ανά την χώρα. Το κράτος κατείχε την πλειονότητα των μετοχών σε περισσότερες από 20 τράπεζες που υπολογίζονταν ότι αναλογούσε στο 37% του συνόλου του ενεργητικού αυτού του τομέα (Troika Dialog, 2002). Επιπρόσθετα το κράτος επίσης κατείχε μειοψηφικά πακέτα μετοχών σε εκατοντάδες τράπεζες. Αν και το ένα τρίτο των τραπεζών ήταν κρατικές υπολογίζεται ότι τους αναλογούσαν τα δυο τρίτα των συνολικών κεφαλαίων (Korhonen, 2001). Από τα 3326 υποκαταστήματα των πιστωτικών ιδρυμάτων που λειτουργούσαν στην Ρωσία, τα 1162 ήταν υποκαταστήματα της Sberbank. Στο ένα τρίτο των 89 περιοχών της Ρωσίας δεν υπήρχαν άλλες τράπεζες εκτός από την Sberbank. Η Sberbank επωφελούνταν από τις κρατικές εγγυήσεις που αφορούσαν τις καταθέσεις των νοικοκυριών, ένα ισχυρό εσωτερικό σύστημα πληρωμών και τον σημαντικό ρόλο που κατείχε στην διάθεση των κρατικών συντάξεων. Ακόμα είχε στην κατοχή της σχεδόν το 70% των καταθέσεων των νοικοκυριών σε όλο το τραπεζικό σύστημα και ευθύνονταν για το 30% του συνόλου των χορηγούμενων δανείων σε εταιρείες. Οι 29 επόμενες μεγαλύτερες τράπεζες μαζί κατείχαν το 15% των συνολικών καταθέσεων των νοικοκυριών και το 40% του συνόλου των χορηγούμενων δανείων σε εταιρείες (BOFIT, 2002).

➤ Τράπεζες "ταμεία"

Ένας μεγάλος αριθμός ιδιωτικών τραπεζών δεν λειτουργούσαν όπως τα κανονικά πιστωτικά ιδρύματα, αλλά λειτουργούσαν σαν ταμεία για χρηματοπιστωτικούς και βιομηχανικούς ομίλους όπως και για μεγάλες εταιρείες (Ippolito, 2002). Αντί για να παρέχουν διαμεσολάβηση για την πραγματοποίηση διαφόρων συναλλαγών και για την παροχή διάφορων άλλων τραπεζικών υπηρεσιών στο ευρύ κοινό, αυτές καταπιάνονταν με την έκδοση και την μείωση των τιμών συναλλαγματικών επιταγών και γραμματίων για να προωθήσουν διάφορες παράνομες δραστηριότητες όπως την μη τήρηση ελαχίστων αποθεματικών, την φοροδιαφυγή, το ξέπλυμα μαύρου χρήματος και την διευκόλυνση της διαρροής κεφαλαίου προς το εξωτερικό [World Bank (2002)]. Εκείνη την περίοδο κάποιες ιδιωτικές τράπεζες είχαν κερδίσει δημοσιότητα εξαιτίας της συναναστροφής τους με χρηματοπιστωτικούς και βιομηχανικούς ομίλους. Για

παράδειγμα η Rosbank συναστρέφονταν με την Interros group μια από τις μεγαλύτερες ιδιωτικές επενδυτικές εταιρείες στην Ρωσία, η Doveritelni I Investizioni Bank είχε αναπτύξει δεσμούς με την Rosprom και η Sobinbank είχε συνδεθεί με την Lukoil. Όμως υπήρχαν και αρκετές τράπεζες που διοικούσαν χρηματοπιστωτικούς και βιομηχανικούς ομίλους όπως η Alfa Bank την Alfa Group και η MDM Bank την MDM Group.

➤ Ιδρύματα "φαντάσματα"

Ένα άλλο εντυπωσιακό χαρακτηριστικό του τραπεζικού συστήματος ήταν ότι υπήρχαν ιδρύματα φαντάσματα. Για παράδειγμα ο αριθμός των δηλωμένων τραπεζών που πράγματι λειτουργούσαν μεταξύ του 1997 και του 2001 ποτέ δεν ξεπέρασε το 75% των αδειοδοτημένων τραπεζών.

➤ Η βραχυπρόθεσμη φύση των τραπεζικών λειτουργιών

Οι ισολογισμοί των τραπεζών ήταν βεβαρυσμένοι με βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις, επειδή ο αριθμός των πιθανών επενδυτών που ήθελαν να επενδύσουν μακροπρόθεσμα προγράμματα που σχετίζονταν με ρούβλια ήταν περιορισμένος. Ο νόμος επέβαλλε οι καταθέσεις των ιδιωτών να ήταν διαθέσιμες για ανάληψη εφόσον ζητούνταν, ανεξαρτήτως της ημερομηνίας πληρωμής τους. Στην Sberbank οι προθεσμιακές καταθέσεις των ιδιωτών με διάρκεια μεγαλύτερη του ενός έτους αποτελούσαν την πλειοψηφία των καταθέσεων ενώ οι καταθέσεις των άλλων τραπεζών ήταν στην πλειονότητα τους προθεσμιακές καταθέσεις με διάρκεια πέντε εβδομάδων η μικρότερη (Salonen, 2002). Αυτή η ανικανότητα να προσελκύσουν μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις περιόρισε την επέκταση των πιστωτικών ορίων

➤ Έλλειψη τραπεζικών υπηρεσιών

Αν και η Ρωσία παρέμενε μια κοινωνία στην οποία χρησιμοποιούνταν στις συναλλαγές κυρίως μετρητά, είχε καταγραφεί μια αύξηση στην χρήση των πιστωτικών καρτών. Η χρηματοδότηση των καταναλωτών βρισκόνταν σε πρώιμο στάδιο και μόνο μερικές τράπεζες στην Μόσχα και στην Αγία Πετρούπολη είχαν επενδύσει σε αυτόν τον τομέα. Η έλλειψη του ενδιαφέροντος των τραπεζών για τα καταναλωτικά δάνεια μπορεί να εξηγηθεί από τον περιορισμένο αριθμό μεσοπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων

χρηματοδοτήσεων, από την απουσία του πιστωτικού ιστορικού που αφορά τα δάνεια αυτού του είδους και από την μειωμένη ζήτηση από την πλευρά καταναλωτών [Fitch Ratings (2002)]. □

➤ Συγκέντρωση

Ο τραπεζικός τομέας παρουσιάζει υψηλό βαθμό συγκέντρωσης με μόλις 30 τράπεζες να κατέχουν περισσότερο από τα δύο τρίτα του ενεργητικού ολόκληρου του τομέα, όπως και τα μισά από τα κεφάλαια του. Ακόμα στην συντριπτική τους πλειονότητα οι τράπεζες ήταν πολύ μικρές. Σύμφωνα με τους νούμερα εκείνης της εποχής, λιγότερες από 250 τράπεζες είχαν υπερβεί το προαπαιτούμενο κεφάλαιο των 5 εκ. ευρώ. Επιπροσθέτως η υψηλή γεωγραφική συγκέντρωση αποτελούσε ένα ακόμα χαρακτηριστικό του τραπεζικού συστήματος. Σχεδόν τα μισά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα βρίσκονταν στην Μόσχα και είχαν στην κατοχή τους τα τέσσερα πέμπτα των περιουσιακών στοιχείων του τραπεζικού συστήματος [World Bank (2002)].

## **19. Τελικά συμπεράσματα Ρωσίας**

Η Ρωσία πριν από την οικονομική κρίση του 1998, έδειχνε ότι ήταν μια σταθερή οικονομία με υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης. Όμως αυτό ήταν μια επίπλαστη εικόνα, γιατί κατά βάθος η ρωσική οικονομία ταλανιζόταν από σοβαρά δομικά προβλήματα τα οποία ήταν απότοκα από την περίοδο της Σοβιετικής Ένωσης.

Λίγο πριν ξεσπάσει η κρίση υπήρχε μεγάλη ευφορία στις αγορές, βασικά παραδείγματα αυτής της ευφορίας ήταν το 1995 όπου το ρωσικό ρούβλι συνδέθηκε με το δολάριο των ΗΠΑ, προκειμένου να μειωθεί ο εγχώριος πληθωρισμός, οι προοπτικές άρχισαν να βελτιώνονται το 1996, η Ρωσία ήταν σε θέση να διαπραγματευτεί την αναδιάρθρωση του χρέους αρκετών συμβάσεων. Οι νέες συμφωνίες ενίσχυσαν η εμπιστοσύνη των επενδυτών και μάλιστα προκάλεσαν καθαρές εισροές κεφαλαίων. Επίσης, Οι επενδυτές άρχισαν να εμπιστεύονται ξανά την ρωσική οικονομία λόγω αρκετών ενθαρρυντικών μηνυμάτων όπως: Το πλεόνασμα στο εμπορικό ισοζύγιο, Οι σχέσεις με τη Δύση ήταν ενθαρρυντικά βελτιωμένες, Ο πληθωρισμός είχε πέσει σε πολύ χαμηλά επίπεδα σε σχέση με την

περίοδο της Σοβιετικής ένωσης, και το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν της χώρας είχε αρχίσει να ανακάμπτει ελαφρώς

Ωστόσο, παρά το κλίμα ευφορίας που επικρατούσε, συνέχιζαν να υφίστανται κάποια σοβαρά προβλήματα. Ένα από τα σημαντικότερα προβλήματα για την κυβέρνηση ήταν το χαμηλό ποσοστό εισπραξης των φόρων. Το εντυπωσιακό είναι ότι το ένα τέταρτο από τα ποσά που μάζευε δεν ήταν μετρητά αλλά γραμμάτια. Επίσης, κατά τη διάρκεια του 1997, πολλές χώρες στην Ανατολική Ασία γνώρισαν μια νομισματική κρίση. Αυτό αργότερα ονομάστηκε ασιατική κρίση. Οι επενδυτές άρχισαν να επαναξιολογούν όλες τις αναδυόμενες χώρες, συμπεριλαμβανομένης της Ρωσίας. Η επανεκτίμηση αυτή προκάλεσε την άμεση εκροή κεφαλαίων και το ρούβλι τέθηκε υπό πίεση, καθώς οι επενδυτές αντιλαμβάνονταν το ρούβλι ως υπερτιμημένο, κεντρική τράπεζα της Ρωσίας έχασε πολλά από τα συναλλαγματικά της διαθέσιμα για να υπερασπιστεί το νομισμά της. Οι επενδυτές άρχισαν να χάνουν την εμπιστοσύνη τους στην Ρωσία και στρέφονταν σε άλλες πιο ασφαλείς επενδύσεις. Λόγω, λοιπόν της έλλειψης ρευστότητας αλλά και της σημαντικής μείωσης των συναλλαγματικών διαθεσίμων της η Ρωσία στις 17 Αυγούστου 1998 κήρυξε στάση πληρωμών.

Μετά την κρίση η Ρωσία επέδειξε πρωτοφανής σημεία ανάκαμψης. Πολλοί επιστήμονες συμφωνούν στο ότι η υποτίμηση του ρουβλιού έκανε πιο ακριβές τις εισαγωγές για τις ρωσικές επιχειρήσεις και τους πολίτες, οπότε οι εξαγωγές αυξήθηκαν και έτσι βελτιώθηκε το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της. Επίσης, σημαντική βοήθεια στην ανάπτυξη μετά την κρίση έδωσε η αύξηση της τιμής του πετρελαίου.

Στην προσπάθεια της η Ρωσική κυβέρνηση να απαλλαγεί από την κρίση έπρεπε να πραγματοποιήσει κάποιες σοβαρές δομικές μεταρρυθμίσεις έτσι ώστε να θωρακίσει την ρωσική οικονομία από μελλοντικές αναταράξεις. Οι μεταρρυθμίσεις που προσπάθησε να πραγματοποιήσει η ρωσική κυβέρνηση ήταν στο φορολογικό σύστημα της χώρας, στον τραπεζικό τομέα, στον εμπορικό τομέα, στον τομέα των φυσικών μονοπωλίων, στο συνταξιοδοτικό και το χρηματιστήριο.

Όσον αφορά τις μεταρρυθμίσεις στο φορολογικό σύστημα στόχος ήταν να μειωθούν οι φορολογικές επιβαρύνσεις των πολιτών και η δημιουργία ενός περιβάλλοντος που

θα εξασφάλιζε τη συνέχιση της ανάπτυξης. Όμως παρόλα αυτά το σύστημα αυτό δεν μπόρεσε να αποτρέψει την φοροαποφυγή. Επίσης το άλλο αρνητικό του φορολογικού συστήματος ήταν η υπερβολική εξουσία που είχαν αποκτήσει οι φορολογικές αρχές είχε αυξήσει σημαντικά το κόστος λειτουργίας των επιχειρήσεων.

Όσον αφορά την πολιτική της ρωσικής κυβέρνησης στον τομέα των εισαγωγών - εξαγωγών, η πολιτική άλλαξε άρδην αφού η ραγδαία υποτίμηση του Ρουβλιού επέφερε δραστικές μειώσεις στις εισαγωγές ,και για αυτό η κυβέρνηση αποφάσισε να μειώσει τους δασμούς στις εισαγωγές, παρόλο που στα τέλη του 1998 το κυβερνητικό πλάνο προέβλεπε την αύξηση αυτών των δασμών. Επίσης, η δεύτερη φάση των ρυθμίσεων για την ανάπτυξη του εξωτερικού εμπορίου περιελάμβανε την αύξηση των δασμών στις εξαγωγές.

Όσον αφορά τα μονοπώλια, σύμφωνα με το πρόγραμμα των δομικών μεταρρυθμίσεων, οι υποδομές που λειτουργούσαν σαν φυσικά μονοπώλια έπρεπε να διαμορφώσουν τους χρηματοπιστωτικούς τους λογαριασμούς σύμφωνα με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (IAS) ξεκινώντας από τις αρχές του 2000. Αυτό το πρόγραμμα είχε ως στόχο την μετάβαση σε ένα σύστημα που θα βασίζεται στην διαφάνεια αλλά και την μείωση του κόστους. Η ρωσική κυβέρνηση πραγματοποίησε πολλές μεταρρυθμίσεις στα μονοπώλια της ενέργειας όχι όμως στα μονοπώλια των σιδηροδρόμων.

Η νέα ρωσική κυβέρνηση ήρθε αντιμέτωπη με την καινούργια σκληρή οικονομική πραγματικότητα καθιστώντας αδύνατη την διατήρηση των συντάξεων στα επίπεδα που πολλοί Ρώσοι είχαν συνηθίσει από την Σοβιετική εποχή. Το σύστημα αυτό δεν ήταν βιώσιμο εξαιτίας της όλο και αυξανόμενης γήρανσης του πληθυσμού της χώρας και της οξείας πτώσης των εισφορών εξαιτίας της οικονομικής στασιμότητας και των αυξημένων επιπέδων της ανεργίας.

Η κυβέρνηση έπρεπε να επικεντρωθεί στην παροχή κατώτερων συντάξεων ή και μεγαλύτερων σε όσους περισσότερους ανθρώπους ήταν δυνατόν

Μετά την οικονομική κρίση του 1998 η Ρωσία εξαναγκάστηκε να εγκαταλείψει το ασταθές συνταξιοδοτικό σχήμα που χρηματοδοτούνταν άμεσα από τις εισφορές του εργατικού δυναμικού και των υπαλλήλων (PAYG scheme). Ωστόσο το νέο μοντέλο

που προτάθηκε από την Παγκόσμια Τράπεζα δεν θεωρήθηκε υποσχόμενη εναλλακτική μέχρι την έναρξη της προεδρίας του Vladimir Putin. Για να διαχειριστεί την κρίση στον συνταξιοδοτικό τομέα που συνεχώς μεγάλωνε, ο Putin δημιούργησε την εθνική σοβιετική επιτροπή για τον συνταξιοδοτικό μετασχηματισμό. Τελικά το σύστημα μεταρρυθμίσεων που εφαρμόστηκε από το ρωσικό κράτος βασίστηκε πάνω στο σύστημα τριών πυλώνων της Παγκόσμιας Τράπεζας που αφορούσε τις μεταρρυθμίσεις των κοινωνικών συντάξεων. Το κυριότερο πλεονέκτημα αυτού του συστήματος ήταν ότι οι Ρώσοι εργαζόμενοι και συνταξιούχοι γνώριζαν ότι ήταν διασφαλισμένοι από τους τρεις διακριτούς πυλώνες του προγράμματος και ήταν πιθανό να νιώθουν μεγαλύτερη ασφάλεια σχετικά με το μέλλον τους με την απόσυρση από τις δουλειές. Το βασικότερο μειονέκτημα του συστήματος ήταν η ανισοκατανομή των βαρών, αφού συνήθως κάποιες ομάδες ατόμων καλούνταν να επιμεριστούν περισσότερα βάρη από κάποιες άλλες.

Όσον αφορά τον τραπεζικό τομέα, ένας σημαντικός αριθμός τραπεζών επηρεάστηκαν από την οικονομική κρίση, με μεγάλη διαφορά, οι κύριοι χαμένοι ήταν μεταξύ των 20 κορυφαίων τραπεζών λόγω των μεγάλων εκροών κεφαλαίων από την χώρα. Για να πραγματοποιηθούν οι μεταρρυθμίσεις που επιθυμούσε η ρωσική κυβέρνηση, έπρεπε πρώτα να καταπιαστούν με τουλάχιστον τέσσερα ζητήματα του τραπεζικού συστήματος: την κακοδιαχείριση και τη διαφθορά, τη χρηματοοικονομική αναδιάρθρωση κινούμενη υπό την κυβέρνηση, τις στρατηγικές ξένες επενδύσεις, και τη λογιστική μεταρρύθμιση.

Με την πραγματοποίηση αυτών των μεταρρυθμίσεων η Ρωσική οικονομία θα επιτύγχανε υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, μέχρι την επόμενη κρίση του 2008 η οποία την επηρέασε αρνητικά, όπως, άλλωστε, όλες τις χώρες παγκοσμίως.

## 19. Συμπεράσματα Εργασίας

Σε αυτό το τελευταίο κεφάλαιο θα συναχθούν τα βασικότερα συμπεράσματα από την ανάλυση των τριών χωρών που οδηγήθηκαν σε χρεοκοπία. Βασικός στόχος είναι να γίνει συνοπτική ανασκόπηση του τρόπου εξόδου από την κρίση αλλά και να τονιστούν τυχόν ομοιότητες ή διαφορές αυτών των χωρών.

Η Ρωσία πριν από την οικονομική κρίση του 1998 ταλανιζόταν από σοβαρά δομικά προβλήματα τα οποία ήταν απότοκα από την περίοδο της Σοβιετικής Ένωσης. Λίγο όμως, πριν ξεσπάσει η κρίση υπήρχε μεγάλη ευφορία στις αγορές, και χαρακτηριστικά παραδείγματα ήταν η μείωση του εγχώριου πληθωρισμού, η μεγάλη εμπιστοσύνη των επενδυτών, και το πλεόνασμα στο εμπορικό ισοζύγιο. Όμως, όλο αυτό το καλό κλίμα ήρθε να χαλάσει η Ασιατική κρίση του 1997 η οποία οδήγησε τους επενδυτές να βγάλουν τα κεφάλαια τους εκτός της χώρας φοβούμενοι την μετάδοση της κρίσης. Η εκροή κεφαλαίων και ανασφάλεια ξεσκέπασαν και άλλο ένα δομικό πρόβλημα του ρωσικού κράτους την πενιχρή είσπραξη φόρων. Οι επενδυτές άρχισαν να χάνουν την εμπιστοσύνη τους στην Ρωσία και στρέφονταν σε άλλες πιο ασφαλείς επενδύσεις. Λόγω, λοιπόν της έλλειψης ρευστότητας αλλά και της σημαντικής μείωσης των συναλλαγματικών διαθεσίμων, αφού η κεντρική τράπεζα προσπάθησε να μειώσει τις εκροές κεφαλαίων από την χώρα, της η Ρωσία στις 17 Αυγούστου 1998 κήρυξε στάση πληρωμών. Μετά την κρίση η Ρωσία επέδειξε πρωτοφανής σημεία ανάκαμψης, αφού λόγω της υποτίμησης του Ρουβλίου βελτιώθηκε το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της. Όμως δεν έφτανε μόνο αυτό, η κυβέρνηση έπρεπε να πραγματοποιήσει δομικές μεταρρυθμίσεις για να μην ξαναβρεθεί στην ίδια θέση. Οι μεταρρυθμίσεις που πραγματοποίησε η ρωσική κυβέρνηση ήταν στο φορολογικό σύστημα της χώρας, στον τραπεζικό τομέα, στον εμπορικό τομέα, στον τομέα των φυσικών μονοπωλίων, στο συνταξιοδοτικό και το χρηματιστήριο. Σκοπός της ήταν η μείωση των φορολογικών επιβαρύνσεων, χωρίς όμως αυτό τελικά να αποδώσει, αφού δεν μπόρεσε να αποτρέψει την φοροαποφυγή. Η μείωση των δασμών σε συνδυασμό με την μεγάλη υποτίμηση του ρουβλίου βελτίωσε το εμπορικό ισοζύγιο. Οι μεταρρυθμίσεις στα μονοπώλια της ενέργειας βοήθησαν τον ανταγωνισμό και την μείωση των τιμών.



Η Ισλανδία από την άλλη πλευρά είναι η μοναδική χώρα που αυτές που εξετάστηκαν η οποία οδηγήθηκε σε χρεοκοπία από την σύγχρονη οικονομική κρίση. Το μεγαλύτερο πρόβλημα που αντιμετώπισε ήταν ο υπέρογκος τραπεζικός τομέας σε σχέση με την πραγματική της παραγωγή. Ο τραπεζικός τομέας διογκώθηκε ιδιαίτερα μετά από τις προσπάθειες για τη συγκράτηση του πληθωρισμού από την Κεντρική Τράπεζα της χώρας η οποία αύξησε τα επιτόκια, τα οποία προσέλκυαν ξένα κεφάλαια. Η εισροή ξένων κεφαλαίων στην χώρα οδήγησαν σε απότομη αύξηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας, και οι κερδοσκόποι επωφελήθηκαν όχι μόνο από τη διαφορά των επιτοκίων μεταξύ της Ισλανδίας και του εξωτερικού, αλλά και από την ανατίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Λόγω αυτής της ταχείας επέκτασης του τραπεζικού τομέα στην Ισλανδία, κυρίως από δανεισμό στις διεθνείς αγορές, κατέστησε εξαιρετικά απίθανο την λειτουργία της Κεντρικής Τράπεζας ως ένα αποτελεσματικό δανειστή έσχατης ανάγκης. Όταν ξεκίνησε η τραπεζική κρίση, η εμπιστοσύνη στα Ισλανδικά χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία άρχισε να μειώνεται, και αυτό αύξησε τον κίνδυνο εκροής κεφαλαίων. Αυτό είχε δραστικές επιπτώσεις στην ισοτιμία της Ισλανδικής Κορόνας (ISK) η οποία υποτιμήθηκε πολύ.

Η χρεοκοπία της Αργεντινής ήρθε ως αποτέλεσμα των μακροχρόνιων αδυναμιών της οικονομίας οι οποίες έκαναν αδύνατη την αντιμετώπιση της ύφεσης που αντιμετώπισε η χώρα στις αρχές του εικοστού πρώτου αιώνα. Οι αναλύσεις για την κρίση της Αργεντινής αναγνωρίζουν και επικεντρώνονται σε συγκεκριμένους παράγοντες που οδήγησαν στην κρίση: η μη ολοκλήρωση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, οι οποίες είχαν ξεκινήσει αρκετά χρόνια πριν αλλά δεν υλοποιήθηκαν ποτέ. Επίσης, ένας άλλος σημαντικός λόγος είναι η δυναμική του δημοσίου χρέους που άρχισε να λαμβάνει ανησυχητικές διαστάσεις και το ανελαστικό συναλλαγματικό καθεστώς, αφού το πέσο ήταν συνδεδεμένο με το αμερικάνικο δολάριο. Σε αυτούς θα πρέπει να προστεθεί και η πολιτική αστάθεια κατά τα κρίσιμα έτη 1999 – 2001 και η έλλειψη ισχυρής πολιτικής ηγεσίας.

Το πρώτο συμπέρασμα που είναι ικανό να εξαχθεί από τις μελέτες των τριών χωρών είναι ότι η κυριότερη αιτία της κρίσης για όλες τις χώρες είναι η παγκοσμιοποιημένη αγορά αφού μια παγκόσμια οικονομική κρίση μπορεί να επηρεάσει οποιαδήποτε χώρα αντιμετωπίζει σοβαρά οικονομικά προβλήματα. Η Ισλανδία και η Ρωσία μέσω του τραπεζικού τομέα που αναπτύχθηκε λόγω αύξησης των επιτοκίων και η

Αργεντινή λόγω της κρίσης χρέους ήταν ευάλωτες από επίδοξους επενδυτές και μεγάλα χρηματοοικονομικά fund. Επίσης, ένα άλλο κοινό των χωρών αυτών ήταν δεν είχαν προβεί στις απαραίτητες μεταρρυθμίσεις έτσι ώστε να μπορούν να αντιμετωπίσουν οποιαδήποτε απειλή. Ακόμα, μετά το ξέσπασμα της κρίσης όλες οι χώρες ζήτησαν την βοήθεια του Διεθνούς νομισματικού ταμείου, και η Ισλανδία και η Ρωσία εφάρμοσαν κεφαλαιακούς ελέγχους για να εμποδίσουν την μεγάλη φυγή κεφαλαίων. Επιπλέον, όλες οι χώρες αντιμετώπισαν κρίση εμπιστοσύνης, αφού όλοι οι επενδυτές ήθελαν να αποσύρουν τα κεφάλαια τους. Αξιοσημείωτο επίσης είναι το γεγονός ότι η Αργεντινή και η Ρωσία παρότι φαινόταν να ανακάμπτουν από την πτώχευση, ξανά έπεσαν στην ίδια παγίδα και έφτασαν ξανά στο σημείο της χρεοκοπίας. Αυτό που μένει μελλοντικά να φανεί αν και η Ισλανδία με τις μεταρρυθμίσεις που πραγματοποίησε θα ξαναβρεθεί στο ίδιο σημείο.

Επίσης, αξίζει να σημειωθεί ότι η χώρα που φαίνεται να βρίσκεται σε καλύτερη χρηματοοικονομική υγεία σήμερα είναι η Ισλανδία, μετά η Ρωσία και τελευταία η Αργεντινή. Αυτό φαίνεται από τα σημερινά οικονομικά τους στοιχεία αφού η Ισλανδία έχει τη μικρότερη ανεργία (2,9%), τον μικρότερο πληθωρισμό (1,9%) και την καλύτερη αξιολόγηση από τον οίκο αξιολόγησης Moodys. Παρότι όλες οι χώρες χρησιμοποίησαν την βοήθεια του Διεθνούς Νομισματικού ταμείου, η Ισλανδία φαίνεται ότι βοηθήθηκε περισσότερο από όλες γιατί το πρόγραμμα διάσωσης του Δ.Ν.Τ. συνέβαλλε ώστε να μην επηρεαστεί ιδιαίτερα η χώρα από την κρίση χρέους που αντιμετώπισε η Ευρώπη. Επίσης, παρότι σε όλες τις χώρες οι Κεντρικές τράπεζες τους παρείχαν σημαντική βοήθεια, φαίνεται η επέμβαση της κεντρικής τράπεζας της Ισλανδίας ήταν πιο αποτελεσματική αφού μετά από τις κινήσεις που πραγματοποιήθηκαν οι πληθωριστικές πιέσεις υποχώρησαν. Επιπλέον, η Ρωσία βρίσκεται σε καλή χρηματοοικονομική κατάσταση μέχρι σήμερα και αυτό οφείλεται στις βασικές δομικές μεταρρυθμίσεις που πραγματοποίησε κατά την διάρκεια της κρίσης. Η αναδιάρθρωση του τραπεζικού και φορολογικού συστήματος οδήγησε την χώρα στην έξοδο από την κρίση αλλά και στην ανάπτυξη της μέχρι και σήμερα. Στον αντίποδα η Αργεντινή, παρότι τα πρώτα χρόνια φαίνεται να ανακάμπτει, σήμερα οδηγείται ξανά στην πτώχευση. Η διαφορά με τις άλλες χώρες είναι ότι δεν πραγματοποιήθηκαν δομικές μεταρρυθμίσεις, όπως στις άλλες δύο χώρες, τα χρήματα της βοήθειας του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου δεν αξιοποιήθηκαν κατάλληλα και εξανεμίστηκαν αντί να χρησιμοποιηθούν για την βελτίωση του βιοτικού επιπέδου της

χώρας. Επομένως η Ρωσία και η Ισλανδία πραγματοποίησαν δομικές μεταρρυθμίσεις και αξιοποίησαν την χρηματική και την τεχνική βοήθεια ενώ η Αργεντινή δεν μπόρεσε να τα καταφέρει και γι' αυτό αντιμετωπίζει σήμερα τα ίδια προβλήματα τα οποία ενδεχομένως να μην αντιμετώπιζε αν ακολουθούσε τον δρόμο που χάραξε η Ρωσία αφού η περίοδος εμφάνισης της κρίσης στις δύο αυτές χώρες είναι πολύ κοντά.

Η μελέτη των αιτιών της κρίσης σε όλες αυτές τις χώρες αλλά οι τρόποι αντιμετώπισης μπορούν να αποτελέσουν οδηγό για κάποιες χώρες είτε να μην περιέλθουν σε μια τέτοια κατάσταση είτε να μπορέσουν να ανακάμψουν γρήγορα από μια τέτοια ανεπιθύμητη κατάσταση.

## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ-ΠΗΓΕΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ**

### **ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

1. Κ. Μελάς, Οι σύγχρονες Κρίσεις του Παγκόσμιου Χρηματοπιστωτικού Συστήματος (1974-1978), 2011
2. Κ. Μελάς, Αργεντινή-Ελλάδα, Μια περιγραφική συγκριτική ανάλυση των οικονομικών εξελίξεων στις δύο χώρες μετά τις αθετήσεις πληρωμών, 2015
3. Γκαργκάνας Χ., (Ιούλιος 2007), Διεθνές Πιστωτικό Σύστημα: Προκλήσεις και Προοπτικές, Ομιλία του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος στο Ελληνοβρετανικό Επιμελητήριο, Αθήνα.

4. Χριστοδουλάκης Ν., (26 Μαρτίου 2003), Ελληνική Οικονομία και ο Ρόλος των Τραπεζών, Ομιλία στην Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, Αθήνα.

## **ΞΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

1. N.Shumway, The Invention of Argentina, University Of California, 1993
2. S Edwards, «Latin America's Decline: A Long Historical View », National of Economic Research, July 2009
3. N. P. Richardson, «Export-Oriented Populism: Commodities and Coalitions in Argentina » Studies in Comparative International Development, 2009
4. World Trade Organization, Argentina Trade Policy Review Report, WTO Secretariat, February 2013
5. Banco Central de la Republica, Inflation Report Second Quarter 2012, May 2012 Financial Stability Report: Second Half 2012, October 2012
6. The Economist, Some like it hot, Which emerging economies are at greatest risk of overheating?, 2011
7. Banco Central de la Republica Argentina, Macroeconomic and Monetary Policy Report, July 2013
8. Banco Central de la Republica Argentina, Inflation Report Second Quarter, 2012

9. United Nations, Economic Commission on Latin America and the Caribbean, Macroeconomic Report on Latin America and the Caribbean, Washington D.C., June 2012
10. Reuters, Argentine peso hits record low of 14 per dollar on black market , 2014
11. N. Gennaioli, A. Martin και St. Rossi « Sovereign Defaults, Domestic Banks, and Financial Institutions »CEPR Discussion Paper, 2011
12. M. Miller και D. Thomas, « Sovereign Debt Restructuring: The Judge, the vultures, and Creditor Rights », The World Economy, October 2007
13. IPS News, « Argentina Seeks to Restructure Debt Held by Vulture Funds », 2013
14. Arthur Phillips and Jake Johnston, Argentina vs. the Vultures: What You Need to know, CEPR 2013
15. Huffington Post , Was Romney Blind to his Adviser’s Vulture Fund?, 2012
16. Vulture Funds to Pirate: Blocks Argentine Ship from Leaving Ghana, CEPR 2012
17. Danielson J., Zoega G, (2009a), The Collapse of a Country, 2nd Edition
18. Mankiw, N., & Taylor, M. (2006). Principles of Economics. 3rd Edition. USA: Thomson/South Western

19. Nello, S. S. (2009). *The European Union: Economics, politics and history* (2nd edition). London: McGraw-Hill

20. Buiters W.H., Silbert A. (2008a), *The Icelandic Banking Crisis and what to do about it: The lender of last resort theory of optimal currency areas*, CEPR Policy Insight no: 26.

121

21. Buiters W.H., Silbert A. (2008b), *The Collapse of Iceland's Banks: The predictable End of a non-viable business model*, VoxEU

22. Central Bank of Iceland (2009), *Annual Report 2008*, Reykjavik, Iceland

23. Central Bank of Iceland (2009b), "Monetary Bulletin." Reykjavik, Iceland. Available from:  
<http://sedlabanki.is/?PageID=287&NewsID=2287>

24. Central Bank of Iceland (2011). *The Financial Crisis in Iceland: Reflections on causes, consequences and lessons to be learnt*. Retrieved from <http://sedlabanki.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=8715>

25. Financial Supervisory Authority (FSA) – Iceland (2008, December 2008). *Restructuring the Icelandic banking sector*. Retrieved from <http://www.fme.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=5883>

26. Gylfason, T. (2011). Houston, we have a problem: Iceland's capital controls. Retrieved from <http://voxeu.org/index.php?q=node/6597>
27. Halldórsson, O. & Zoega, G. (2010, August). Iceland's Financial Crisis in an International Perspective. Retrieved from: [http://www.hi.is/files/skjol/felagsvisindasvid/deildir/hagfraedi/2010/GZ\\_OGH\\_iceland-paper-10october2010x.pdf](http://www.hi.is/files/skjol/felagsvisindasvid/deildir/hagfraedi/2010/GZ_OGH_iceland-paper-10october2010x.pdf)
28. International Monetary Fund (2009a). "Transcript of a Conference Call on the Completion of the First Review of Iceland's Stand-By-Arrangement". Available from: <http://www.imf.org/external/np/tr/2009/tr110209.htm>
29. International Monetary Fund (2009b). The Use of Blanket Guarantees in Banking Crisis. Retrieved from <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08250.pdf>
30. OECD (2009), "OECD Economic Surveys: Iceland" Volume 2009/16.
31. Ólafsson Thorvaldur and Pétursson Thórarinn (2010 October), "Weathering the financial storm: The importance of fundamentals and flexibility", Central Bank of Iceland, Working paper Series No. 51.
32. ÓLAFSSON, S., (2011), Iceland's Financial Crisis and Level of Living Consequences, Reykjavík: University Press and Social Science Research Institute

33. Rosas, G. (2006, January) Bagehot or Bailout? An Analysis of Government Policy Responses to Banking Crises. *American Journal of Political Science* 50 (1), 175-191
34. Steingrímur J. Sigfússon (2011, May 26). Iceland's Road To Recovery: What Lessons To Be Learned. Archives of Iceland's Ministry of Finance. Retrieved from [http://www.fjarmalaraduneyti.is/media/Radherra/Icelands\\_Road\\_To\\_Recovery.pdf](http://www.fjarmalaraduneyti.is/media/Radherra/Icelands_Road_To_Recovery.pdf)
35. Stiglitz, Joseph E. (2001) "Monetary and Exchange Rate Policy in Small Open Economies: The Case of Iceland." Central Bank of Iceland, Working Papers No. 15. Available from: <http://sedlabanki.is/uploads/files/WP-15.pdf>
36. United Nations (2007), Human Development Report 2007/2008. Retrieved from United Nations Development Program Archive website: [http://hdr.undp.org/en/media/HDR\\_20072008\\_EN\\_Complete.pdf](http://hdr.undp.org/en/media/HDR_20072008_EN_Complete.pdf)
37. Valgreen C., Christensen L., Andersen P., Kallestrup R., (2006), Iceland: Geyser crisis, Danske Bank, Denmark.
38. Zoega G., (2008a), Icelandic Turbulence: A Spending Spree Ends, VoxEU, 9 April.
39. Zoega G., (2008b), Iceland Faces the Music, VoxEU, 27 November.



40. Goodman, M. (2008, October 5). An icy blast cuts deep into Iceland. Sunday Times
41. Krugman, P. (2010, June 30). The Icelandic Post Crisis Miracle. Retrieved from <http://krugman.blogs.nytimes.com/2010/06/30/the-icelandic-post-crisis-miracle/>
42. Pierce, A (2008), “Financial crisis: Iceland’s dreams go up in smoke”, UK, The Telegraph, Retrieved from: <http://www.telegraph.co.uk/finance/financetopics/financialcrisis/3147866/Financial-crisis-Iceland-s-dreams-go-up-in-smoke.html>
43. Appleyard, D. R., Field, A. J. & Cobb, S. L. (2010). International economics (7th ed.). Boston: McGraw-Hill Irwin.
44. Gaidar Y., (2007), Collapse of an Empire: Lessons for Modern Russia, Washington, Brookings Institution Press.
45. Gómez-Ibáñez J., (2006), Regulating Infrastructure Monopoly, Contracts, and Discretion, Harvard University Press.
46. Shleifer, A. and Treisman, D. (2000) Without A Map: Political Tactics and Economic Reform in Russia. Cambridge, MA: MIT Press.
47. Afanasiev, S. A. (2003). “Pension reform in Russia: First year of implementing.” Paper presented at the Institute of Economic Research's PIE International Workshop on Pension Reform in Transition Economies, February 2003, Hitotsubashi University, Japan.

48. Basdevant, O. & Hall, S.G. (2002). The 1998 Russian crisis: could the exchange rate volatility have predicted it? *Journal of Policy Modeling*, Vol. 24(2), pp. 151-168
49. Baskakova, M., & Baskakova, V. (2001). Gender aspects of pension reform in Russia. *Problems of Economic Transition*, 43, 61–71.
50. Berglof, E. & Lehmann, A. (2009). Sustaining Russia's growth: The role of financial reform. *Journal of Comparative Economics*, Vol. 37(2), pp. 198-206
51. Birkenes R.M. & Pennell J.A. (1999). *The Russian Financial Crisis: Causes and Effects on ENI Countries*. US Agency for International Development.
52. Blagov, S. 2004. “Case study: Russian pension system faces major revamp.” Initiative for Policy Dialogue (IPD), Columbia University. Retrieved June 10, 2015 ([http://www-1.gsb.columbia.edu/ipd/j\\_pension\\_russia.html](http://www-1.gsb.columbia.edu/ipd/j_pension_russia.html)).
53. BOFIT, (2002) “Russian and Baltic Economies: The Week in Review”, 51-52, December 20, Helsinki.
54. Bordo, M.D. (1998). *Currency Crises (and Banking Crises) in Historical Perspective*. Stockholm School of Economics Research Report No. 10.

55. Buchs, T. (1999), 'Financial crisis in the Russian Federation: Are the Russians learning to tango?', *Economics of Transition* vol. 7 (no. 3), pp. 687-715 (29).
56. Butorina, O. (2000). Implications of the Russian Crisis. *Post-Communist Economies*, Vol. 12(4), pp. 409- 424
57. Cerro, A. M., & Meloni, O. (2013). Crises and crashes: Argentina 1825–2002. *Revista de Historia Economica*, 31(02), 219–252.
58. Chapman, S.A. & Mulino, M. (2001). Explaining Russia's Currency and Financial Crisis. *MOCT- MOST: Economic Policy in Transitional Economies*. Vol. 11 (1) pp. 1-25.
59. Chiodo, A.J. & Owyang, M.T. (November 2002). A case study of a currency crisis: the Russian default of 1998. *Review*, Federal Reserve Bank of St. Louis, pp. 7-18.
60. Commander, S., & Lee, U. (1998). “How does public policy affect the income distribution?: Evidence from Russia, 1992-1996.” Unpublished manuscript, European Bank for Reconstruction and Development, London.
70. Denissenko, M. (2001). “Intergeneration transfers of the elderly in Russian cities.” Paper presented at the International Union for the Scientific Study of Population's 24th General Population Conference, August 2001, Salvador de Bahia, Brazil.

80. Diamond, D.W. & Dybvig, P.H. (June 1983). Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity. *Journal of Political Economy*. Vol. 91(3) pp. 401-19.
81. Disney, R. (1999). "Notional accounts as a pension reform strategy: An evaluation." Working Paper No. 9928, The World Bank: Social Protection Unit Human Development Network, Washington D.C.
82. Dobronogov, A. V., & Mayhew, L. D. (2000). "Pension reform in a highly informalized post-Soviet economy." Working Paper No. IR-00-41/July, International Institute for Applied Systems Analysis, Laxenburg, Austria.
83. Edwards S., Losada F., (1994), Fixed exchange rates, inflation and macroeconomic discipline, (NBER working paper series ; 4661), Cambridge, Mass. : National Bureau of Economic Research
84. Entov, R. et all (1999). Macroeconomic and institutional problems of financial crisis in Russia. United States Agency for International Development (in Russian).
85. Euromoney, (2003) "Taking on the Big Two" January, 38-49.
86. Fic, T. & Saqib, O.F. (2006). Political Instability and the August 1998 Ruble Crisis. Discussion Papers of DIW Berlin 626, German Institute for Economic Research
87. Fitch Ratings, (2002) "Russian Bank Reform: Slow Off the Starting Block," April 15th.

88. Gaidar, Ye. (1998). *Russian Economy in 1997: Trends and Outlooks*. Moscow: Institute for the Economy in Transition.
89. Hanson, P. (1999). The Russian Economic Crisis and the Future of Russian Economic Reform. *Europe-Asia Studies*, Vol. 51(7), pp. 1141-1166
90. International Monetary Fund (May 1998). *Financial Crisis: Characteristics and Indicators of Vulnerability*. *World Economic Outlook*, pp.74-97.
91. Ippolito, F. (2002). *The Banking Sector Rescue in Russia*. BOFIT Institute for Economies in Transition, Bank of Finland, No. 12
92. Jensen, R. T., & Richter, K. (2004). The health implications of social security failure: Evidence from the Russian pension crisis. *Journal of Public Economics*, 88, 209–236.
93. Jones, R. E. (2002). The collapse of civility in Russia: The young and aged in a failed society. *Sociological Inquiry*, 72, 409–425.
94. Kabir, M.H. & Hassan, M.K. (2009). Russian financial crisis, US financial stock returns and the IMF. *Applied Financial Economics*. Vol.19 (5), pp. 409-426
95. Karasyov, D., & Lublin, Y. (2001). Trends in pension reform in the Russian Federation: A brief overview. *International Social Security Review*, 54, 139–149.

96. Kharas, H., Pinto, B. and Ulatov, S. (2001), 'An Analysis of Russia's 1998 Meltdown: Fundamentals and Market Signals', Brookings Papers on Economic Activity, 2001:1, pp. 1-67.
97. Komulainen, T., I. Korhonen, V. Korhonen, J. Rautava, and P. Sutela, (2003) "Russia: Growth Prospects and Policy Debates," Bank of Finland Institute for Economies in Transition (BOFIT) Online No. 3.
98. Korhonen, Vesa, (2001) "Will Russian Banking Sector Reform Take Off in 2004?" Russian Economy: The Month in Review, Bank of Finland Institute for Economies in Transition (BOFIT), 10 December.
99. Kosmarskaya, T. (2002). "Pension funds in Russia: Progress and prospects." Working Paper, Russian–European Centre for Economic Policy. Retrieved June 10, 2015 (<http://www.recep.ru/phase4/en/rp>).
100. Kotz, D.M. (1999). Russia's Financial Crisis: The Failure of Neoliberalism? Z Magazine. pp. 28-32
101. Krugman, P. (August 1979). A Model of Balance-of-Payments Crises. Journal of Money, Credit and Banking . Vol. 11, No. 3, pp. 311-325
102. Markova, N. (2001). Opportunities to improve the pension system. Problems of Economic Transition, 44, 40–56.
103. Medvedev, A. (2001). International Investors, Contagion and the Russian Crisis. BOFIT Discussion Paper 6, pp. 1-42.

104. Milanovic, B. (1998). "Explaining the increase in inequality during the transition." Working Paper No. 1935, World Bank, Washington D.C.
105. Obstfeld, M. (1994). The Logic of Currency Crises. NBER Working Papers. No. 4640.
106. Ohtsu, S. (2002). "The political economy of Putin's pension reform." Paper presented at the International Workshop, "Population, Labour Market, Pension and Quality of Life in Transitional Economies," February, Kuniticahi, Tokyo.
107. Pagano, M. & Jappelli, T. (1993). Information Sharing in Credit Markets. *Journal of Finance*, Vol. 48(5), pp. 1693-1718
108. Poirot Jr, C.S. (2001). Financial integration under conditions of chaotic hysteresis: The Russian financial crisis of 1998. *Journal of Post Keynesian Economics*. Vol. 23 (3), pp485-507.
109. Popkin, B., & Thomas, M. (1995). Poverty and the economic transition in the Russian Federation. *Economic Development and Cultural Change*, 44, 111–141.
110. Prokofieva, L. M. (2000). "Feminization of poverty in Russia." Unpublished manuscript, World Bank, Washington, D.C.
111. Rashid, M., Thompson, L., von Gersdorff, H., and Zotova, E. 2002. "Pension reform in Russia: Design and implementation." World Bank: Human Development Sector Unit Europe and Central Asia Region. Retrieved May 22, 2015 (<http://www.worldbank.org.ru/ECA/Russia.nsf/>).

112. Salonen, I., (2002) “The Role of Foreign Direct Investment in the Russian Banking Sector,” Russian Economy: The Month in Review, Bank of Finland Institute for Economies in Transition (BOFIT).
113. Steinherr, A. & Klär E. (2005). The Russian Banking sector: Unsolved Problems Seven Years after the Crisis. Weekly report No. 25, pp. 289-296. German Institute for Economic Research
114. Sylva, L. and Zeeb, M. (2003). Russia: Country overview. Unpublished manuscript, Callund Consulting Ltd.
115. Tanner, M. (2004). “A tale of two countries: Russia and the United States face pension reform.” Paper presented at the Cato Institute's, the Institute of Economic Analysis', and the Russian Union of Industrialists and Entrepreneurs' “A Liberal Agenda for the New Century: A Global Perspective” conference, April 2004, Moscow.
116. Thießen, U. (2004). Financial System Development, Regulation and Economic Growth: Evidence from Russia. Discussion Papers of DIW Berlin 400, German Institute for Economic Research
117. Tompson, W. (2004), Banking Reform in Russia: Problems and Prospects. OECD Economics Department Working Papers, No. 410
118. Troika Dialog, (2002) “Banking Sector: Will Reform Take Root?”.



119. Tuminez, A. (2000). *Hobbling Along: Russian Banking Reform*. PONARS Policy Memo 105, American International Group, Inc. and Council on Foreign Relations
118. Vedev, A. (2003). *Russian Banking system after Crisis 1998 (Key Tendencies and structural Changes)*. Econometric Unit VEDI.
119. Vernikov, A.V. (2007). *Russia's banking sector transition: Where to?* BOFIT Institute for Economies in Transition, Bank of Finland, No. 5
120. Williamson, J. B. (2004). *Assessing the pension reform potential of a notional defined contribution pillar*. *International Social Security Review*, 57, 47–64.
121. World Bank. (1994). *Averting the old age crisis*. New York, NY: The Oxford University Press.
122. World Bank. (1998). *World Bank News Release No. 97/1408*. Retrieved June 10, 2015 (<http://www.worldbank.org/ru/ECA/Russia.nsf>).
123. World Bank. (2003). *“Russian economic report: March 2003.”* Working Paper No. 5. The Russian Country Department, World Bank, Washington D.C.
124. Zelenev, S. (2002). *“Social protection imperatives in post-Socialist Russia.”* Paper presented at the Basic Income European Network, 9th International Congress, September 2002, Geneva, Switzerland.

125. Kamin S., (1999), 'The Current International Financial Crisis: How Much Is New?', Board of Governors of the Federal Reserve System: International Financial Discussion Papers 636, 4 – 10.

126. Reinhart C. M., Rogoff K. S., (2009), This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly, Princeton University Press, Princeton, New Jersey, USA.

### Διαδικτυακές Πηγές

Finance.yahoo.com,. 'RTS.RS Historical Prices | RTSI INDEX Stock - Yahoo! Finance'. N.p., 2015. Web. 30 July. 2015.

investing.com,. 'RTS 2 | RTS 2 Index (RTS2)'. N.p., 2015. Web. 30 July. 2015.

Tradingeconomics.com,. 'Russia GDP | 1989-2015 | Data | Chart | Calendar | Forecast | News'. N.p., 2015. Web. 30 July. 2015.

Tradingeconomics.com,. 'Russian Ruble | 1993-2015 | Data | Chart | Calendar | Forecast | News'. N.p., 2015. Web. 30 July. 2015.

- [http://vi.is/útgáfa/kynningar/the\\_icelandic\\_economy\\_2015\\_presentation.pdf](http://vi.is/útgáfa/kynningar/the_icelandic_economy_2015_presentation.pdf)
- <http://www.sedlabanki.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=7592>
- <http://www.mbl.is/media/98/398.pdf>

- <http://www.tradingeconomics.com/iceland/currency>
- <http://www.tradingeconomics.com/iceland/government-debt-to-gdp>
- <http://www.tradingeconomics.com/iceland/unemployment-rate>
- <http://rafhladan.is/bitstream/handle/10802/9623/1061031e-2011.pdf?sequence=37>
- <http://www.tradingeconomics.com/iceland/government-budget>
- [https://www.mayerbrown.com/public\\_docs/0254fin\\_Summary\\_Government\\_Interventions\\_Iceland.pdf](https://www.mayerbrown.com/public_docs/0254fin_Summary_Government_Interventions_Iceland.pdf)
- <http://www.tradingeconomics.com/iceland/current-account>
- <http://www.tradingeconomics.com/iceland/inflation-cpi>
- <http://www.tradingeconomics.com/iceland/gdp-growth-annual>
- <http://www.tradingeconomics.com/iceland/unemployment-rate>
- <http://www.reuters.com/article/idUSL2E8DH5XA20120217>

## ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΑ

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1 <http://www.tradingeconomics.com/argentina/gdp-growth>

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2 <http://www.tradingeconomics.com/argentina/unemployment-rate>

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3 <http://www.tradingeconomics.com/argentina/inflation-cpi>

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4 <http://www.tradingeconomics.com/argentina/currency>