



ΣΧΟΛΗ ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ

**«Τραπεζική, Χρηματοοικονομική και Χρηματοοικονομική
Τεχνολογία (Fintech)»**

Διπλωματική Εργασία

**«Η χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 στις Ηνωμένες
Πολιτείες και οι επιδράσεις της στην ελληνική πραγματική
οικονομία του 2025»**

ΓΕΩΡΓΙΟΥ ΠΕΡΙΣΤΕΡΑ

Επιβλέπουσα καθηγήτρια: ΑΓΟΡΑΚΗ ΜΑΡΙΑ ΕΛΕΝΗ

ΑΘΗΝΑ, ΜΑΪΟΣ 2026

Η παρούσα εργασία αποτελεί πνευματική ιδιοκτησία της φοιτήτριας («ΓΕΩΡΓΙΟΥ ΠΕΡΙΣΤΕΡΑΣ») που την εκπόνησε. Στο πλαίσιο της πολιτικής ανοικτής πρόσβασης ο συγγραφέας/δημιουργός εκχωρεί στο ΕΑΠ, μη αποκλειστική άδεια χρήσης του δικαιώματος αναπαραγωγής, προσαρμογής, δημόσιου δανεισμού, παρουσίασης στο κοινό και ψηφιακής διάχυσής τους διεθνώς, σε ηλεκτρονική μορφή και σε οποιοδήποτε μέσο, για διδακτικούς και ερευνητικούς σκοπούς, άνευ ανταλλάγματος και για όλο το χρόνο διάρκειας των δικαιωμάτων πνευματικής ιδιοκτησίας. Η ανοικτή πρόσβαση στο πλήρες κείμενο για μελέτη και ανάγνωση δεν σημαίνει καθ' οιονδήποτε τρόπο παραχώρηση δικαιωμάτων διανοητικής ιδιοκτησίας του συγγραφέα/δημιουργού ούτε επιτρέπει την αναπαραγωγή, αναδημοσίευση, αντιγραφή, αποθήκευση, πώληση, εμπορική χρήση, μετάδοση, διανομή, έκδοση, εκτέλεση, «μεταφόρτωση» (downloading), «ανάρτηση» (uploading), μετάφραση, τροποποίηση με οποιονδήποτε τρόπο, τμηματικά ή περιληπτικά της εργασίας, χωρίς τη ρητή προηγούμενη έγγραφη συναίνεση του συγγραφέα/δημιουργού. Ο συγγραφέας/δημιουργός διατηρεί το σύνολο των ηθικών και περιουσιακών του δικαιωμάτων.

**«Η χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 στις Ηνωμένες
Πολιτείες και οι επιδράσεις της στην ελληνική πραγματική
οικονομία του 2025»**

ΠΕΡΙΣΤΕΡΑ ΓΕΩΡΓΙΟΥ

Επιβλέπων Καθηγητής:

ΜΑΡΙΑ ΕΛΕΝΗ ΑΓΟΡΑΚΗ

Συν-Επιβλέπων Καθηγητής:

ΕΥΑΓΓΕΛΟΣ ΒΑΣΙΛΕΙΟΥ

ΑΘΗΝΑ, ΜΑΪΟΣ 2026

«Ευχαριστίες»

Θα ήθελα να εκφράσω τις θερμές ευχαριστίες μου προς την επιβλέπουσα καθηγήτρια της διπλωματικής μου εργασίας, κα. Αγοράκη Μαρία Ελένη, για την πολύτιμη καθοδήγηση, τη συνεχή υποστήριξη και τη συμβολή της καθ' όλη τη διάρκεια της εκπόνησης της παρούσας εργασίας.

Επιπλέον, ευχαριστώ τον γιο μου, την οικογένειά μου και τους φίλους μου για τη στήριξη και την ενθάρρυνση που μου παρείχαν σε όλη αυτή τη διαδρομή.

Περίληψη

Η χρηματοπιστωτική κρίση του 2008, η οποία ξεκίνησε στις Ηνωμένες Πολιτείες από την αγορά στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου (subprime), εξελίχθηκε σε μία από τις σοβαρότερες κρίσεις της παγκόσμιας οικονομίας των τελευταίων δεκαετιών. Η κατάρρευση συστημικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, η απορρύθμιση των αγορών χρήματος και κεφαλαίου και η ανάγκη εκτεταμένων κρατικών παρεμβάσεων ανέδειξαν δομικές αδυναμίες του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Η κρίση επεκτάθηκε ταχύτατα στην Ευρωπαϊκή Ένωση και οδήγησε, ιδίως στις χώρες του ευρωπαϊκού Νότου, σε κρίση δημόσιου χρέους. Η Ελλάδα αποτέλεσε χαρακτηριστική περίπτωση, καθώς επλήγη ιδιαίτερα έντονα, βιώνοντας παρατεταμένη ύφεση και σοβαρές κοινωνικοοικονομικές επιπτώσεις.

Η παρούσα εργασία εξετάζει τις συνέπειες της κρίσης του 2008 στην ελληνική πραγματική οικονομία έως το 2025, εστιάζοντας στις διαρθρωτικές αδυναμίες του παραγωγικού μοντέλου, στις πολιτικές παρεμβάσεις που υιοθετήθηκαν και στις μακροχρόνιες επιπτώσεις σε βασικούς οικονομικούς δείκτες, όπως η απασχόληση, η κατανάλωση, οι επενδύσεις και το ιδιωτικό χρέος.

Παρά τη βελτίωση ορισμένων μακροοικονομικών μεγεθών τα τελευταία έτη, τα ευρήματα δείχνουν ότι οι επιπτώσεις της κρίσης παραμένουν, με την ανάκαμψη να εμφανίζεται άνισα κατανεμημένη. Το γεγονός αυτό αναδεικνύει την ανάγκη για πιο συνεκτικές και ανθεκτικές αναπτυξιακές στρατηγικές.

Η μελέτη αποσκοπεί στην κατανόηση των μηχανισμών μέσω των οποίων διεθνείς χρηματοπιστωτικές κρίσεις επηρεάζουν μικρές και ανοικτές οικονομίες, όπως η ελληνική, και στην εξαγωγή χρήσιμων διδαγμάτων για τη χάραξη αποτελεσματικής οικονομικής πολιτικής.

Λέξεις - Κλειδιά: Χρηματοπιστωτική κρίση, Κρίση 2008, Ελληνική οικονομία, Πραγματική οικονομία, Μακροοικονομικοί δείκτες, Ευρωζώνη .

Abstract

The global financial crisis of 2008, which originated in the United States from the subprime mortgage market, evolved into one of the most severe crises of the world economy in recent decades. The collapse of systemically important financial institutions, the disruption of money and capital markets, and the need for extensive government interventions revealed structural weaknesses in the international financial system.

The crisis quickly spread to the European Union and led, particularly in the countries of Southern Europe, to a sovereign debt crisis. Greece represented a characteristic case, as it was hit especially hard, experiencing a prolonged recession and severe socio-economic consequences.

This study examines the impact of the 2008 crisis on the Greek real economy up to 2025, focusing on structural weaknesses of the productive model, the policy measures adopted during the crisis, and the long-term effects on key economic indicators such as employment, consumption, investment, and private debt.

Despite the improvement of certain macroeconomic indicators in recent years, the findings indicate that the effects of the crisis persist, with the recovery being unevenly distributed. This highlights the need for more coherent and resilient development strategies.

The study aims to enhance the understanding of the mechanisms through which international financial crises affect small and open economies, such as Greece, and to draw useful lessons for the design of effective economic policy.

Keywords: Financial crisis, 2008 financial crisis, Greek economy, Real economy, Macroeconomic indicators, Eurozone

Περιεχόμενα

Περίληψη	5
Abstract	6
Περιεχόμενα	7
Κεφάλαιο 1: Εισαγωγή	10
1.1 Σκοπός και στόχοι της εργασίας	10
1.2 Σημασία του θέματος	11
1.3 Ερευνητικά ερωτήματα	11
1.4 Μεθοδολογία	12
1.5 Δομή της εργασίας	12
Κεφάλαιο 2: Θεωρητικό πλαίσιο και βασικές έννοιες	15
2.1 Ορισμός και χαρακτηριστικά των χρηματοπιστωτικών κρίσεων	15
2.2 Μηχανισμοί μετάδοσης κρίσεων στη διεθνή οικονομία	16
2.3 Η έννοια του «φαινομένου της πεταλούδας» στην παγκόσμια οικονομία	19
2.4 Διαφορές μεταξύ μακροοικονομικών δεικτών και πραγματικής οικονομίας	21
Κεφάλαιο 3: Η χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 στις Ηνωμένες Πολιτείες	24
3.1 Αίτια και αφετηρία της κρίσης (Subprime loans, τιτλοποιήσεις, Lehman Brothers, AIG)	24
3.2 Παρέμβαση της FED και μέτρα σταθεροποίησης	26
3.3 Επιπτώσεις στο τραπεζικό σύστημα και στον ασφαλιστικό κλάδο	29
3.4 Διεθνείς επιπτώσεις και εξάπλωση της κρίσης	31
Κεφάλαιο 4: Η μετάδοση της κρίσης στην Ευρώπη	34
4.1 Ο ρόλος της Ευρωζώνης και των θεσμικών αδυναμιών της	34
4.2 Το φαινόμενο των PIIGS και η κρίση χρέους	37
4.3 Τα εργαλεία διάσωσης (EFSF, ESM, εμπλοκή ΔΝΤ)	41
4.4 Διαφορετικές προσεγγίσεις αντιμετώπισης της κρίσης ανά κράτος-μέλος	43
Κεφάλαιο 5: Η ελληνική οικονομική κρίση	46
5.1 Η είσοδος της Ελλάδας στην κρίση (2010)	46
5.2 Μνημόνια, capital controls και αναδιαρθρώσεις χρέους	48

5.3 Ο ρόλος των τραπεζών, των θεσμών και της πολιτικής οικονομίας.....	51
5.4 Επιπτώσεις στην πραγματική οικονομία: κατανάλωση, επενδύσεις, ανεργία, επιχειρηματικότητα	54
Κεφάλαιο 6: Βιβλιογραφική Ανασκόπηση	58
6.1 Θεωρητικό υπόβαθρο της κρίσης του 2008	58
6.2 Τρόπους μετάδοσης στην Ευρώπη και στην Ελλάδα	59
6.3 Συγκριτική παρουσίαση ερευνών (IMF, OECD, Τράπεζα της Ελλάδος, ακαδημαϊκές μελέτες)	61
Κεφάλαιο 7: Η ελληνική οικονομία το 2015-2025	63
7.1 Μακροοικονομικοί δείκτες (ΑΕΠ, ανάπτυξη, πληθωρισμός, εξαγωγές - εισαγωγές, επενδύσεις, δημόσιο χρέος)	64
Διάγραμμα 7.1.1 ΑΕΠ και ρυθμός ανάπτυξης της Ελλάδας (2015-2025)	64
Διάγραμμα 7.1.2 Ελλάδα vs Ευρωζώνη-Ρυθμός ανάπτυξης (%)	65
Διάγραμμα 7.1.3 Πληθωρισμός στην Ελλάδα (2015–2025)	66
Διάγραμμα 7.1.4 Εξαγωγές και Εισαγωγές Αγαθών & Υπηρεσιών (% ΑΕΠ), Ελλάδα (2015–2025)	67
Διάγραμμα 7.1.5 Επενδύσεις ως ποσοστό του ΑΕΠ (2015–2025)	69
Διάγραμμα 7.1.6 Δημόσιο χρέος της Ελλάδας ως ποσοστό του ΑΕΠ (2015-2025)	70
Διάγραμμα 7.1.7 Σύγκριση δημόσιου χρέους Ελλάδας, Ευρωζώνης και χωρών PIIGS (2025)	71
Διάγραμμα 7.1.8 Ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης (%) – Ελλάδα, Ευρωζώνη και χώρες PIIGS (2025)	73
7.2 Εξέλιξη αγοράς εργασίας -ανεργία, μισθοί, παραγωγικότητα, μη εξυπηρετούμενα δάνεια στην Ελλάδα	74
Διάγραμμα 7.2.1 Ποσοστό ανεργίας στην Ελλάδα (2015–2025)	74
Διάγραμμα 7.2.2 Μισθοί και παραγωγικότητα εργασίας στην Ελλάδα (δείκτης 2015=100)	75
Διάγραμμα 7.2.3 Μη εξυπηρετούμενα δάνεια (NPL ratio) στην Ελλάδα (2015– 2025)	76
7.3 Η αναντιστοιχία μακροοικονομικών δεικτών και πραγματικής οικονομίας	77
Διάγραμμα 7.3.1 Εξέλιξη βασικών δεικτών: Ελλάδα vs Ευρωζώνη (2015-2025)	77
Διάγραμμα 7.3.2 Συγκριτική αποτύπωση μακροοικονομικών δεικτών και δεικτών πραγματικής οικονομίας (επιλεγμένα έτη 2015-2025)	79

Διάγραμμα 7.3.3 Πιστωτική επέκταση προς τον ιδιωτικό τομέα (ετήσια μεταβολή %)	81
Διάγραμμα 7.3.4 ΑΕΠ (ρυθμός ανάπτυξης %) και Επενδύσεις (% ΑΕΠ), Ελλάδα (2015–2025)	82
Κεφάλαιο 8: Συμπεράσματα	84
8.1 Περιορισμοί της μελέτης	86
8.2 Προτάσεις για μελλοντική έρευνα και βελτίωση	87
Βιβλιογραφία	89
Ελληνική βιβλιογραφία	89
Διεθνής βιβλιογραφία	90
Παραρτήματα	94
10.1. Διαγράμματα και πίνακες	94
Συνοτομογραφίες	102

Κεφάλαιο 1: Εισαγωγή

1.1 Σκοπός και στόχοι της εργασίας

Σκοπός της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι η διερεύνηση της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008 στις Ηνωμένες Πολιτείες και η ανάλυση των μηχανισμών μέσω των οποίων αυτή μεταδόθηκε στην Ευρώπη και ειδικότερα στην ελληνική οικονομία. Ιδιαίτερη έμφαση δίνεται στις μακροχρόνιες επιπτώσεις της κρίσης στην ελληνική πραγματική οικονομία έως το 2025, πέρα από τη στενή αποτύπωση των μακροοικονομικών δεικτών.

Οι βασικοί στόχοι της εργασίας είναι:

- η ανάλυση των αιτίων και της εξέλιξης της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008 στις Ηνωμένες Πολιτείες,
- η διερεύνηση των διαύλων μετάδοσης της κρίσης στο ευρωπαϊκό οικονομικό σύστημα,
- η αποτύπωση της ελληνικής εμπειρίας και των ιδιαιτεροτήτων της κρίσης χρέους,
- η αξιολόγηση των πολιτικών αντιμετώπισης που εφαρμόστηκαν στην Ελλάδα,
- και η εξέταση της απόκλισης μεταξύ μακροοικονομικής ανάκαμψης και πραγματικής οικονομικής ευημερίας την περίοδο 2015–2025.

Τελικός στόχος είναι η κατανόηση των μακροχρόνιων συνεπειών μιας διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης σε μια μικρή και ανοικτή οικονομία, όπως η Ελλάδα.

1.2 Σημασία του θέματος

Η σημασία του θέματος έγκειται στο γεγονός ότι η χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 αποτέλεσε ένα από τα πιο χαρακτηριστικά παραδείγματα παγκόσμιας οικονομικής διασύνδεσης, επιβεβαιώνοντας στην πράξη τη θεωρία του «φαινομένου της πεταλούδας». Μια κρίση που εκδηλώθηκε στον τραπεζικό και στεγαστικό τομέα των Ηνωμένων Πολιτειών εξελίχθηκε σε παγκόσμια οικονομική αναταραχή, επηρεάζοντας οικονομίες που εκ πρώτης όψεως φαίνονταν ανεξάρτητες.

Ιδιαίτερα για την Ευρωπαϊκή Ένωση, η κρίση ανέδειξε σοβαρές θεσμικές αδυναμίες, όπως η απουσία έγκαιρων μηχανισμών διαχείρισης κρίσεων και η ατελής οικονομική ενοποίηση. Η ελληνική περίπτωση υπήρξε η πλέον χαρακτηριστική, καθώς συνδύασε εξωτερικούς κλυδωνισμούς με χρόνιες εσωτερικές αδυναμίες.

Το θέμα παραμένει εξαιρετικά επίκαιρο, καθώς παρά τη βελτίωση βασικών οικονομικών δεικτών έως το 2025, η ελληνική πραγματική οικονομία εξακολουθεί να αντιμετωπίζει προβλήματα αγοραστικής δύναμης, ιδιωτικού χρέους και ασθενούς παραγωγικού μοντέλου. Η κατανόηση των αιτιών και των συνεπειών της κρίσης συμβάλλει στον σχεδιασμό πιο ανθεκτικών και αποτελεσματικών οικονομικών πολιτικών στο μέλλον.

1.3 Ερευνητικά ερωτήματα

Η παρούσα εργασία επιχειρεί να απαντήσει στα ακόλουθα βασικά ερευνητικά ερωτήματα:

- Ποια ήταν τα βασικά αίτια της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008 στις Ηνωμένες Πολιτείες;
- Μέσω ποιων μηχανισμών μεταδόθηκε η κρίση στην Ευρώπη και εξελίχθηκε σε κρίση χρέους;
- Ποιοι παράγοντες κατέστησαν την ελληνική οικονομία ιδιαίτερα ευάλωτη στην κρίση;
- Πώς επηρέασαν τα μέτρα αντιμετώπισης (μνημόνια, capital controls, αναδιαρθρώσεις χρέους) την ελληνική πραγματική οικονομία;

- Σε ποιο βαθμό η βελτίωση των μακροοικονομικών δεικτών της ελληνικής οικονομίας αντανακλάται στην πραγματική οικονομία μετά την κρίση;

1.4 Μεθοδολογία

Η εργασία υιοθετεί συνδυαστική ποιοτική και ποσοτική μεθοδολογική προσέγγιση. Η ανάλυση βασίζεται σε δευτερογενή δεδομένα, τα οποία προέρχονται από επίσημες και αξιόπιστες πηγές, όπως διεθνείς οργανισμοί, ευρωπαϊκοί θεσμοί και εθνικές στατιστικές αρχές.

Η μεθοδολογία περιλαμβάνει:

- θεωρητική και ιστορική ανάλυση της κρίσης του 2008,
- επεξεργασία και ανάλυση μακροοικονομικών δεικτών της ελληνικής οικονομίας,
- συγκριτική προσέγγιση της ελληνικής περίπτωσης με άλλες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης,
- αξιολόγηση των εφαρμοσμένων οικονομικών πολιτικών και των αποτελεσμάτων τους στην πραγματική οικονομία.

Η έρευνα αποσκοπεί στη σύνθεση θεωρητικών και εμπειρικών δεδομένων, ώστε να αποτυπωθεί ολοκληρωμένα η πορεία και οι συνέπειες της κρίσης.

1.5 Δομή της εργασίας

Η παρούσα διπλωματική εργασία οργανώνεται σε οκτώ κεφάλαια και συνοδεύεται από παραρτήματα, τα οποία συνθέτουν ένα ολοκληρωμένο πλαίσιο θεωρητικής τεκμηρίωσης, εμπειρικής ανάλυσης και εξαγωγής συμπερασμάτων.

Στο **Κεφάλαιο 1 (Εισαγωγή)** παρουσιάζονται ο σκοπός και οι στόχοι της εργασίας, η σημασία του θέματος, τα ερευνητικά ερωτήματα, η ακολουθούμενη μεθοδολογία, καθώς και η δομή της μελέτης.

Το **Κεφάλαιο 2 (Θεωρητικό πλαίσιο και βασικές έννοιες)** αναπτύσσει το θεωρητικό υπόβαθρο της εργασίας. Παρουσιάζονται ο ορισμός, τα χαρακτηριστικά

και οι τύποι των χρηματοπιστωτικών κρίσεων, οι βασικοί μηχανισμοί μετάδοσης τους στη διεθνή οικονομία, η έννοια του «φαινομένου της πεταλούδας» και η διάκριση μεταξύ μακροοικονομικών δεικτών και πραγματικής οικονομίας.

Στο **Κεφάλαιο 3 (Η χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 στις Ηνωμένες Πολιτείες)** αναλύονται τα αίτια και η αφετηρία της κρίσης, με έμφαση στον ρόλο των subprime loans και των τιτλοποιήσεων. Εξετάζονται, η κατάρρευση της Lehman Brothers και η περίπτωση της AIG, οι παρεμβάσεις της Federal Reserve, καθώς και οι επιπτώσεις στο τραπεζικό και ασφαλιστικό σύστημα. Το κεφάλαιο ολοκληρώνεται με την ανάλυση των πρώτων διεθνών επιπτώσεων της κρίσης.

Το **Κεφάλαιο 4 (Η μετάδοση της κρίσης στην Ευρώπη)** επικεντρώνεται στη μετάβαση της κρίσης στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Αναλύονται οι θεσμικές αδυναμίες της Ευρωζώνης, η εξέλιξη της κρίσης χρέους και ο ρόλος των χωρών PIGS. Παρουσιάζονται τα εργαλεία διάσωσης (EFSF; ESM), η εμπλοκή του ΔΝΤ, καθώς και οι διαφορετικές στρατηγικές αντιμετώπισης που υιοθετήθηκαν από τα κράτη-μέλη.

Στο **Κεφάλαιο 5 (Η ελληνική οικονομική κρίση)** εξετάζεται η ελληνική περίπτωση από το 2010 και έπειτα. Αναλύονται η είσοδος της Ελλάδας στην κρίση, τα μνημόνια, τα capital controls και οι αναδιαρθρώσεις χρέους, καθώς και ο ρόλος των τραπεζών, των θεσμών και της πολιτικής οικονομίας. Ιδιαίτερη έμφαση δίνεται στις επιπτώσεις της κρίσης στην πραγματική οικονομία, όπως η κατανάλωση, οι επενδύσεις, η ανεργία και η επιχειρηματικότητα.

Το **Κεφάλαιο 6 (Βιβλιογραφική ανασκόπηση)** λειτουργεί συνθετικά, συγκεντρώνοντας και συγκρίνοντας τις θεωρητικές και εμπειρικές προσεγγίσεις που έχουν παρουσιαστεί στα προηγούμενα κεφάλαια. Περιλαμβάνει το θεωρητικό υπόβαθρο της κρίσης του 2008, τους τρόπους μετάδοσής της στην Ευρώπη και την Ελλάδα, καθώς και συγκριτική παρουσίαση ερευνών διεθνών οργανισμών (IMF; OECD; ECB; Τράπεζα της Ελλάδος) και ακαδημαϊκών μελετών.

Στο **Κεφάλαιο 7 (Η ελληνική οικονομία την περίοδο 2015–2025)** εξετάζονται οι μακροοικονομικές εξελίξεις της τελευταίας δεκαετίας, όπως η πορεία του ΑΕΠ, των εξαγωγών και εισαγωγών, της αγοράς εργασίας και της παραγωγικότητας. Ιδιαίτερη έμφαση δίνεται στην αναντιστοιχία μεταξύ της βελτίωσης των μακροοικονομικών δεικτών και της πραγματικής οικονομικής εμπειρίας των πολιτών.

Τέλος, στο **Κεφάλαιο 8 (Συμπεράσματα)** συνοψίζονται τα βασικά πορίσματα της έρευνας, εξάγονται συνολικά συμπεράσματα για την περίοδο 2008–2025 και διατυπώνονται προτάσεις οικονομικής πολιτικής με στόχο την ενίσχυση της ανθεκτικότητας της ελληνικής οικονομίας απέναντι σε μελλοντικές κρίσεις.

Η εργασία ολοκληρώνεται με τη **Βιβλιογραφία**, όπου παρατίθενται όλες οι πηγές που χρησιμοποιήθηκαν, και τα **Παραρτήματα**, στα οποία περιλαμβάνονται διαγράμματα, πίνακες, χρονοσειρές και υποστηρικτικό υλικό της εμπειρικής ανάλυσης.

Κεφάλαιο 2: Θεωρητικό πλαίσιο και βασικές έννοιες

2.1 Ορισμός και χαρακτηριστικά των χρηματοπιστωτικών κρίσεων

Οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις αποτελούν σύνθετα και συστημικά φαινόμενα, τα οποία εκδηλώνονται όταν το χρηματοπιστωτικό σύστημα αδυνατεί να επιτελέσει τον βασικό του ρόλο, δηλαδή την αποτελεσματική διαμεσολάβηση κεφαλαίων μεταξύ αποταμιευτών και επενδυτών. Σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία, μια χρηματοπιστωτική κρίση ορίζεται ως η κατάσταση κατά την οποία παρατηρείται απότομη απώλεια εμπιστοσύνης στους χρηματοπιστωτικούς θεσμούς, σοβαρή διαταραχή στη λειτουργία των χρηματοπιστωτικών αγορών και περιορισμός της ρευστότητας, με άμεσες και έμμεσες επιπτώσεις στην πραγματική οικονομία (Mishkin, 1992; Kindleberger and Aliber, 2011).

Κεντρικό χαρακτηριστικό των χρηματοπιστωτικών κρίσεων αποτελεί η απότομη συρρίκνωση της ρευστότητας και η διακοπή της ομαλής ροής χρηματοδότησης προς την οικονομία. Η αύξηση της αβεβαιότητας και της ασύμμετρης πληροφόρησης οδηγεί τις τράπεζες και τους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς σε περιορισμό της πιστωτικής επέκτασης, αυξάνοντας το κόστος κεφαλαίου για επιχειρήσεις και νοικοκυριά.

Όπως επισημαίνει ο Gorton (1988), οι τραπεζικοί πανικοί και οι μαζικές αποσύρσεις καταθέσεων λειτουργούν ως μηχανισμοί ενίσχυσης της κρίσης, μετατρέποντας μεμονωμένες δυσλειτουργίες σε συστημικά προβλήματα.

Ένα ακόμη βασικό γνώρισμα των χρηματοπιστωτικών κρίσεων είναι η απότομη πτώση της αξίας των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων, όπως μετοχές, ομόλογα και ακίνητα, γεγονός που προκαλεί σημαντικές απώλειες πλούτου και επιβαρύνει περαιτέρω την οικονομική δραστηριότητα. Η εξέλιξη αυτή συνδέεται στενά με την απώλεια εμπιστοσύνης των επενδυτών και τη μεταβολή των προσδοκιών, οι οποίες διαδραματίζουν καθοριστικό ρόλο στη δυναμική των κρίσεων (Kindleberger and Aliber, 2011).

Ιδιαίτερη σημασία στην ανάλυση των χρηματοπιστωτικών κρίσεων έχει η θεωρία της χρηματοπιστωτικής αστάθειας του Minsky (1986), σύμφωνα με την οποία οι κρίσεις αποτελούν ενδογενές αποτέλεσμα της ίδιας της λειτουργίας του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Σε περιόδους οικονομικής σταθερότητας και ανάπτυξης, οι οικονομικοί φορείς τείνουν να αναλαμβάνουν αυξημένους κινδύνους και να βασίζονται σε ολοένα και πιο επισφαλείς μορφές χρηματοδότησης, οδηγώντας σε υπερβολική μόχλευση. Η συσσώρευση αυτών των ανισορροπιών καθιστά το σύστημα ευάλωτο, με αποτέλεσμα ακόμη και μικρές διαταραχές να μπορούν να πυροδοτήσουν ευρύτερη κρίση.

Στη σύγχρονη παγκοσμιοποιημένη οικονομία, οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις χαρακτηρίζονται, επιπλέον, από τον έντονα διεθνή τους χαρακτήρα. Η αυξημένη διασύνδεση των χρηματοπιστωτικών αγορών και των τραπεζικών συστημάτων διευκολύνει τη μετάδοση των κρίσεων μεταξύ χωρών, μετατρέποντας τοπικά προβλήματα σε διεθνείς ή και παγκόσμιες κρίσεις (IMF, 2009). Η κρίση του 2008 αποτελεί χαρακτηριστικό παράδειγμα αυτής της δυναμικής, καθώς ένα πρόβλημα που εκδηλώθηκε στην αγορά στεγαστικών δανείων των Ηνωμένων Πολιτειών εξελίχθηκε σε παγκόσμια χρηματοπιστωτική και οικονομική κρίση.

Συνεπώς, οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις συνιστούν πολυδιάστατα φαινόμενα, τα οποία χαρακτηρίζονται από απώλεια εμπιστοσύνης, έλλειψη ρευστότητας, πτώση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων, υπερβολική μόχλευση και ισχυρές επιπτώσεις στην πραγματική οικονομία. Η κατανόηση των χαρακτηριστικών αυτών αποτελεί αναγκαία βάση για την ανάλυση των μηχανισμών μέσω των οποίων οι κρίσεις μεταδίδονται στη διεθνή οικονομία, θέμα που εξετάζεται στην επόμενη ενότητα της παρούσας εργασίας.

2.2 Μηχανισμοί μετάδοσης κρίσεων στη διεθνή οικονομία

Η μετάδοση των χρηματοπιστωτικών κρίσεων στη διεθνή οικονομία αποτελεί βασικό χαρακτηριστικό του σύγχρονου παγκοσμιοποιημένου οικονομικού συστήματος, το οποίο χαρακτηρίζεται από αυξημένη κινητικότητα κεφαλαίων, στενή διασύνδεση των χρηματοπιστωτικών αγορών και έντονη αλληλεξάρτηση των εθνικών οικονομιών. Υπό αυτές τις συνθήκες, μια κρίση που εκδηλώνεται σε μία χώρα δύναται να

εξαπλωθεί ταχύτατα σε άλλες οικονομίες, ακόμη και σε εκείνες που δεν παρουσίαζαν αρχικά σοβαρές μακροοικονομικές ανισορροπίες (IMF, 2009).

Κεντρικό ρόλο στη διεθνή διάχυση των κρίσεων διαδραματίζει ο χρηματοπιστωτικός διάυλος. Οι διεθνείς τράπεζες και χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί δραστηριοποιούνται σε πολλαπλές αγορές και διακρατούν διασυννοριακά χαρτοφυλάκια. Όταν προκύπτουν σημαντικές ζημιές σε μία χώρα, οι οργανισμοί αυτοί προχωρούν σε απομόχλευση και περιορισμό της πιστωτικής τους δραστηριότητας σε διεθνές επίπεδο, μεταφέροντας την κρίση μέσω της συρρίκνωσης της χρηματοδότησης προς άλλες οικονομίες (Allen and Gale, 2000). Η διαδικασία αυτή εντείνει την πιστωτική ασφυξία και επιβαρύνει άμεσα την πραγματική οικονομία.

Παράλληλα, ιδιαίτερη σημασία έχει ότι σε περιόδους αυξημένης αβεβαιότητας, οι επενδυτές επαναξιολογούν τον κίνδυνο και υιοθετούν στρατηγικές «φυγής προς την ασφάλεια», ρευστοποιώντας επενδύσεις σε αγορές που θεωρούνται περισσότερο επισφαλείς.

Η ταυτόχρονη αποχώρηση κεφαλαίων από αγορές (χώρες) οδηγεί σε πτώση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων, αύξηση των επιτοκίων δανεισμού και επιδείνωση των συνθηκών χρηματοδότησης, ακόμη και σε οικονομίες με σχετικά υγιή θεμελιώδη μεγέθη (Forbes and Rigobon, 2002).

Σημαντικός είναι, επίσης, ο ρόλος του εμπορικού διαύλου. Η ύφεση που προκαλείται από μια χρηματοπιστωτική κρίση σε μεγάλες οικονομίες μειώνει τη διεθνή ζήτηση και περιορίζει το παγκόσμιο εμπόριο. Η εξέλιξη αυτή μεταφέρεται στην πραγματική οικονομία των εμπορικών εταίρων μέσω της μείωσης της παραγωγής, της απασχόλησης, των εισοδημάτων, και κατ' επέκταση της αγοραστικής δύναμης (κατανάλωση) ενισχύοντας τη διεθνή διάχυση της κρίσης (Krugman, 2009).

Ιδιαίτερη βαρύτητα αποδίδεται στον ρόλο των προσδοκιών και της ψυχολογίας των αγορών. Η αρνητική πληροφόρηση, η αβεβαιότητα και η μεταβολή των προσδοκιών μπορούν να οδηγήσουν σε φαινόμενα μίμησης και υπερβολικών αντιδράσεων των επενδυτών, ανεξάρτητα από τα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη μιας χώρας. Όπως

επισημαίνεται στη σχετική βιβλιογραφία, οι κρίσεις συχνά εξαπλώνονται όχι μόνο μέσω πραγματικών οικονομικών δεσμών, αλλά και μέσω κρίσεων εμπιστοσύνης που επηρεάζουν συλλογικά τη συμπεριφορά των αγορών (Kindleberger and Aliber, 2011).

Στο πλαίσιο της Ευρωζώνης, οι μηχανισμοί μετάδοσης των κρίσεων ενισχύονται από τις θεσμικές ιδιαιτερότητες της νομισματικής ένωσης. Η ύπαρξη ενιαίου νομίσματος χωρίς πλήρη δημοσιονομική και τραπεζική ενοποίηση καθιστά τις οικονομίες περισσότερο ευάλωτες σε κρίσεις εμπιστοσύνης, καθώς οι αγορές διαφοροποιούν την αξιολόγηση του κινδύνου μεταξύ των κρατών-μελών.

Η δυναμική αυτή συνέβαλε καθοριστικά στη μετατροπή της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008 σε κρίση δημόσιου χρέους στην Ευρώπη (De Grauwe, 2011).

Επιπλέον, σημαντικό ρόλο στη διεθνή μετάδοση αλλά και στη διαχείριση των χρηματοπιστωτικών κρίσεων διαδραματίζουν οι διεθνείς οικονομικοί και νομισματικοί θεσμοί.

Οι παρεμβάσεις οργανισμών όπως το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο και οι κεντρικές τράπεζες επηρεάζουν άμεσα τη ροή ρευστότητας και τις προσδοκίες των αγορών, λειτουργώντας άλλοτε ως μηχανισμοί σταθεροποίησης και άλλοτε ως παράγοντες έμμεσης μετάδοσης της κρίσης μέσω της υιοθέτησης κοινών πολιτικών προσαρμογής (IMF, 2009). Παράλληλα, η άσκηση νομισματικής πολιτικής από μεγάλες κεντρικές τράπεζες επηρεάζει τις διεθνείς κεφαλαιακές ροές, τα επιτόκια και τις συναλλαγματικές ισοτιμίες, ενισχύοντας τη διασύνδεση των οικονομιών σε παγκόσμιο επίπεδο. Τέλος, η διεθνής εμπειρία καταδεικνύει ότι οι επιπτώσεις των χρηματοπιστωτικών κρίσεων δεν εκδηλώνονται ταυτόχρονα ούτε με την ίδια ένταση σε όλες τις χώρες, αλλά εμφανίζουν χρονική υστέρηση και ασυμμετρία, ανάλογα με τα διαρθρωτικά χαρακτηριστικά και τον βαθμό οικονομικής ανθεκτικότητας κάθε οικονομίας.

Συνολικά, από την ανάλυση των μηχανισμών διεθνούς μετάδοσης των χρηματοπιστωτικών κρίσεων προκύπτει ότι οι σύγχρονες οικονομίες χαρακτηρίζονται από υψηλό βαθμό αλληλεξάρτησης, γεγονός που καθιστά τη διάχυση των κρίσεων

σχεδόν αναπόφευκτη. Οι χρηματοπιστωτικοί, εμπορικοί και συμπεριφορικοί διάυλοι λειτουργούν ταυτόχρονα και αλληλοενισχύονται, επιτρέποντας τη μεταφορά των οικονομικών αναταράξεων πέραν των εθνικών συνόρων.

Κατά συνέπεια, μια κρίση που εκδηλώνεται σε μία οικονομία δύναται να επηρεάσει δυσμενώς την πραγματική οικονομία άλλων χωρών, ακόμη και όταν αυτές δεν παρουσιάζουν αρχικά σοβαρές εσωτερικές ανισορροπίες.

Η διαπίστωση αυτή δημιουργεί το αναγκαίο θεωρητικό υπόβαθρο για την κατανόηση της έννοιας του «φαινομένου της πεταλούδας» στην παγκόσμια οικονομία, η οποία εξετάζεται στην επόμενη ενότητα της παρούσας εργασίας.

2.3 Η έννοια του «φαινομένου της πεταλούδας» στην παγκόσμια οικονομία

Η έννοια του «φαινομένου της πεταλούδας» προέρχεται από τη θεωρία του χάους και αποδίδεται αρχικά στον μετεωρολόγο Edward Lorenz, ο οποίος υποστήριξε ότι μικρές μεταβολές στις αρχικές συνθήκες ενός δυναμικού συστήματος μπορούν να οδηγήσουν σε μεγάλες και απρόβλεπτες αποκλίσεις στην εξέλιξή του. Αν και η έννοια αυτή διατυπώθηκε στο πλαίσιο των φυσικών επιστημών, έχει υιοθετηθεί ευρέως στην οικονομική θεωρία ως μεταφορικό αλλά ουσιαστικό εργαλείο ερμηνείας της συμπεριφοράς σύνθετων οικονομικών συστημάτων.

Στην παγκόσμια οικονομία, το «φαινόμενο της πεταλούδας» χρησιμοποιείται για να περιγράψει τον τρόπο με τον οποίο φαινομενικά περιορισμένες ή τοπικές οικονομικές διαταραχές μπορούν να οδηγήσουν, μέσω αλληλεπιδράσεων και μη γραμμικών σχέσεων, σε δυσανάλογα μεγάλες διεθνείς οικονομικές κρίσεις.

Οι σύγχρονες οικονομίες λειτουργούν ως σύνθετα συστήματα, στα οποία οι χρηματοπιστωτικές αγορές, τα τραπεζικά συστήματα, οι θεσμοί και οι προσδοκίες των οικονομικών παραγόντων αλληλεπιδρούν συνεχώς, καθιστώντας δύσκολη την πρόβλεψη της εξέλιξης των κρίσεων (IMF, 2009).

Η παγκοσμιοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών έχει ενισχύσει καθοριστικά τη λειτουργία του «φαινομένου της πεταλούδας» στην οικονομία. Η απελευθέρωση των κεφαλαιακών ροών, η ανάπτυξη σύνθετων χρηματοοικονομικών προϊόντων και η διεθνοποίηση των τραπεζικών δραστηριοτήτων έχουν δημιουργήσει ένα περιβάλλον στο οποίο οι οικονομικές εξελίξεις σε μία χώρα μεταφέρονται ταχύτατα σε άλλες. Υπό αυτές τις συνθήκες, ακόμη και μικρές ανισορροπίες μπορούν να λειτουργήσουν ως καταλύτες ευρύτερων κρίσεων, όταν συναντήσουν ένα ευάλωτο διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Η χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 αποτελεί χαρακτηριστικό παράδειγμα εφαρμογής του «φαινομένου της πεταλούδας» στην οικονομική ανάλυση. Ένα πρόβλημα που αρχικά εκδηλώθηκε σε ένα τμήμα της αμερικανικής αγοράς στεγαστικών δανείων εξελίχθηκε, μέσω των μηχανισμών τιτλοποίησης, της διεθνούς διασποράς κινδύνου και της απώλειας εμπιστοσύνης, σε παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση. Η κατάρρευση μεμονωμένων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων (Freddie Mac, Fannie Mae) λειτούργησε ως σημείο πυροδότησης αλυσιδωτών αντιδράσεων, αποκαλύπτοντας τη συστημική ευπάθεια του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος (Kindleberger and Aliber, 2011).

Η έννοια του «φαινομένου της πεταλούδας» αναδεικνύει επίσης τον μη γραμμικό χαρακτήρα των οικονομικών κρίσεων. Οι επιπτώσεις μιας αρχικής διαταραχής δεν είναι ανάλογες του μεγέθους της, αλλά εξαρτώνται από τη δομή και τη δυναμική του συστήματος στο οποίο εκδηλώνεται. Όπως υποστηρίζει ο Minsky (1986), η συσσώρευση χρηματοπιστωτικών ανισορροπιών κατά τη διάρκεια περιόδων οικονομικής σταθερότητας δημιουργεί συνθήκες υπό τις οποίες ακόμη και μικρά σοκ μπορούν να οδηγήσουν σε εκτεταμένη αποσταθεροποίηση.

Επιπλέον, το «φαινόμενο της πεταλούδας» συμβάλλει στην κατανόηση της χρονικής υστέρησης και της ασυμμετρίας των επιπτώσεων των κρίσεων. Οι οικονομικές συνέπειες δεν εκδηλώνονται ταυτόχρονα ούτε με την ίδια ένταση σε όλες τις χώρες.

Ορισμένες οικονομίες επηρεάζονται άμεσα, ενώ άλλες βιώνουν τις επιπτώσεις σε μεταγενέστερο χρόνο, ανάλογα με τον βαθμό έκθεσής τους στο διεθνές

χρηματοπιστωτικό σύστημα, τη θεσμική τους επάρκεια και τη διαρθρωτική τους ανθεκτικότητα (De Grauwe, 2011).

Στο πλαίσιο της παρούσας εργασίας, η έννοια του «φαινομένου της πεταλούδας» λειτουργεί ως ερμηνευτικό σχήμα για την κατανόηση του τρόπου με τον οποίο η χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 στις Ηνωμένες Πολιτείες μεταδόθηκε στην Ευρώπη και, τελικά, στην Ελλάδα.

Παρά το γεγονός ότι η ελληνική οικονομία δεν αποτέλεσε την αφετηρία της κρίσης, οι διεθνείς χρηματοπιστωτικές διασυνδέσεις, σε συνδυασμό με τις θεσμικές αδυναμίες της Ευρωζώνης και τα εσωτερικά διαρθρωτικά προβλήματα, ενίσχυσαν τις επιπτώσεις της κρίσης στη χώρα και συνέβαλαν στη μακροχρόνια διάρκειά της.

Συνεπώς, το «φαινόμενο της πεταλούδας» στην παγκόσμια οικονομία δεν αποτελεί απλώς μια μεταφορική έννοια, αλλά ένα χρήσιμο αναλυτικό εργαλείο που αναδεικνύει την πολυπλοκότητα, την αλληλεξάρτηση και την ευπάθεια του διεθνούς οικονομικού συστήματος. Η κατανόηση της έννοιας αυτής είναι καθοριστική για την ερμηνεία των μακροχρόνιων επιπτώσεων της κρίσης του 2008 και δημιουργεί το αναγκαίο θεωρητικό υπόβαθρο για την ανάλυση της ελληνικής πραγματικής οικονομίας στα επόμενα κεφάλαια της παρούσας εργασίας.

2.4 Διαφορές μεταξύ μακροοικονομικών δεικτών και πραγματικής οικονομίας

Η διάκριση μεταξύ μακροοικονομικών δεικτών και πραγματικής οικονομίας αποτελεί κεντρικό ζήτημα της σύγχρονης οικονομικής ανάλυσης, ιδιαίτερα σε περιόδους οικονομικής κρίσης και μεταβατικής ανάκαμψης. Οι μακροοικονομικοί δείκτες χρησιμοποιούνται για την αποτύπωση της συνολικής οικονομικής εικόνας μιας χώρας και αποτελούν βασικά εργαλεία αξιολόγησης από κυβερνήσεις, διεθνείς οργανισμούς και αγορές. Ωστόσο, η βελτίωση αυτών των δεικτών δεν συνεπάγεται κατ' ανάγκη και αντίστοιχη βελτίωση των συνθηκών διαβίωσης και οικονομικής ευημερίας των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων.

Οι βασικοί μακροοικονομικοί δείκτες, όπως το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν, οι ρυθμοί οικονομικής μεγέθυνσης, ο πληθωρισμός, η ανεργία, το δημόσιο χρέος και το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, παρέχουν μια συνοπτική εικόνα της οικονομικής δραστηριότητας σε εθνικό επίπεδο.

Οι δείκτες αυτοί είναι ιδιαίτερα χρήσιμοι για τη χάραξη μακροοικονομικής πολιτικής και τη διεθνή σύγκριση οικονομιών, ωστόσο χαρακτηρίζονται από εγγενείς περιορισμούς, καθώς δεν αποτυπώνουν ποιοτικές διαστάσεις της οικονομικής ζωής, όπως η κατανομή του εισοδήματος, η ποιότητα της απασχόλησης και η οικονομική ασφάλεια των πολιτών (Blanchard, 2017).

Η πραγματική οικονομία, αντιθέτως, αναφέρεται στην καθημερινή οικονομική δραστηριότητα όπως αυτή βιώνεται από τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις. Περιλαμβάνει την αγοραστική δύναμη των εισοδημάτων, τη σταθερότητα της απασχόλησης, τη δυνατότητα πρόσβασης σε χρηματοδότηση, το επίπεδο της κατανάλωσης, τη βιωσιμότητα των επιχειρήσεων και τις επενδυτικές αποφάσεις. Οι παράμετροι αυτές επηρεάζουν άμεσα το επίπεδο οικονομικής ευημερίας, χωρίς να αντικατοπτρίζονται πάντοτε άμεσα στους μακροοικονομικούς δείκτες (Stiglitz et al., 2009).

Η απόκλιση μεταξύ μακροοικονομικών επιδόσεων και πραγματικής οικονομίας γίνεται ιδιαίτερα εμφανής μετά από βαθιές χρηματοπιστωτικές κρίσεις. Σε τέτοιες περιόδους, η οικονομία μπορεί να εμφανίζει θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης και δημοσιονομική σταθεροποίηση, ενώ ταυτόχρονα η ανεργία παραμένει υψηλή, οι μισθοί συμπιέζονται και η ιδιωτική κατανάλωση παραμένει ασθενής. Η εμπειρία δείχνει ότι οι μακροοικονομικοί δείκτες ανταποκρίνονται ταχύτερα στις πολιτικές σταθεροποίησης, ενώ η πραγματική οικονομία ανακάμπτει με σημαντική χρονική υστέρηση (IMF, 2012).

Ιδιαίτερη κριτική έχει ασκηθεί στον δείκτη του ΑΕΠ, ο οποίος, αν και αποτελεί τον πλέον διαδεδομένο δείκτη οικονομικής επίδοσης, δεν λαμβάνει υπόψη τη διανομή του παραγόμενου εισοδήματος ούτε τις κοινωνικές και περιβαλλοντικές διαστάσεις της ανάπτυξης. Όπως επισημαίνουν οι Stiglitz, Sen και Fitoussi (2009), η αύξηση του

ΑΕΠ μπορεί να συνυπάρχει με αύξηση των κοινωνικών ανισοτήτων, επιδείνωση της ποιότητας ζωής και ενίσχυση της οικονομικής ανασφάλειας, γεγονός που περιορίζει τη χρησιμότητά του ως δείκτη κοινωνικής ευημερίας.

Επιπλέον, σε περιόδους δημοσιονομικής προσαρμογής, η βελτίωση ορισμένων μακροοικονομικών δεικτών μπορεί να επιτευχθεί μέσω πολιτικών λιτότητας, οι οποίες επηρεάζουν δυσμενώς την πραγματική οικονομία. Η μείωση των δημόσιων δαπανών, η αύξηση της φορολογικής επιβάρυνσης και η συμπίεση των μισθών ενδέχεται να συμβάλλουν στη βελτίωση των δημοσιονομικών μεγεθών, αλλά ταυτόχρονα περιορίζουν την κατανάλωση, αποθαρρύνουν τις επενδύσεις και εντείνουν τις κοινωνικές πιέσεις (OECD, 2015).

Η διεθνής εμπειρία μετά τη χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 ανέδειξε ότι η ανάκαμψη των μακροοικονομικών δεικτών δεν είναι απαραίτητα συνώνυμη με την αποκατάσταση της κοινωνικοοικονομικής ευημερίας.

Σε αρκετές χώρες, η επιστροφή σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης συνοδεύτηκε από αύξηση της επισφαλούς απασχόλησης, διεύρυνση των εισοδηματικών ανισοτήτων και περιορισμένη βελτίωση του βιοτικού επιπέδου για μεγάλα τμήματα του πληθυσμού (OECD, 2015).

Στο πλαίσιο της παρούσας εργασίας, η διάκριση μεταξύ μακροοικονομικών δεικτών και πραγματικής οικονομίας αποκτά ιδιαίτερη σημασία για την ανάλυση της ελληνικής οικονομίας. Παρά τη σταδιακή βελτίωση βασικών μακροοικονομικών μεγεθών μετά το 2015, η ελληνική πραγματική οικονομία εξακολουθεί να αντιμετωπίζει δομικές προκλήσεις, όπως το υψηλό ιδιωτικό χρέος, η περιορισμένη πρόσβαση σε τραπεζική χρηματοδότηση, η χαμηλή επενδυτική δραστηριότητα και η συμπίεση των πραγματικών εισοδημάτων. Η κατανόηση της απόκλισης αυτής αποτελεί κρίσιμο θεωρητικό υπόβαθρο για την ερμηνεία της ελληνικής οικονομικής πραγματικότητας έως το 2025, η οποία αναλύεται στα επόμενα κεφάλαια της παρούσας εργασίας.

Κεφάλαιο 3: Η χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 στις Ηνωμένες Πολιτείες

3.1 Αίτια και αφετηρία της κρίσης (Subprime loans, τιτλοποιήσεις, Lehman Brothers, AIG)

Η χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 στις Ηνωμένες Πολιτείες αποτέλεσε μία από τις σοβαρότερες κρίσεις του σύγχρονου οικονομικού συστήματος και λειτούργησε ως αφετηρία μιας παγκόσμιας οικονομικής αναταραχής. Αν και η κορύφωσή της σημειώθηκε την περίοδο 2007–2008, οι βασικές αιτίες της είχαν διαμορφωθεί σταδιακά κατά την προηγούμενη δεκαετία, μέσα σε ένα περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων, χρηματοπιστωτικής απορρύθμισης, αυξημένης ρευστότητας και ενίσχυσης της ανάληψης κινδύνων.

Κεντρικό ρόλο στην έναρξη της κρίσης διαδραμάτισε η εκτεταμένη χορήγηση στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου (subprime loans). Τα δάνεια αυτά απευθύνονταν σε δανειολήπτες με χαμηλή πιστοληπτική ικανότητα, ασταθή εισοδήματα και περιορισμένο πιστωτικό ιστορικό. Η ευρεία διάδοσή τους ευνοήθηκε από τη μακροχρόνια άνοδο των τιμών των ακινήτων στις Ηνωμένες Πολιτείες, η οποία δημιούργησε την εσφαλμένη αντίληψη ότι ο πιστωτικός κίνδυνος ήταν περιορισμένος, καθώς η αύξηση της αξίας των ακινήτων θα επέτρεπε τη συνεχή αναχρηματοδότηση των δανείων. Πολλά subprime δάνεια περιλάμβαναν επισφαλείς όρους, όπως κυμαινόμενα επιτόκια και αρχικά χαμηλές δόσεις, οι οποίοι απέκρυπταν τον πραγματικό μακροπρόθεσμο κίνδυνο αθέτησης.

Η πιστωτική αυτή επέκταση συνδέθηκε άμεσα με τη ραγδαία ανάπτυξη της τιτλοποίησης στεγαστικών δανείων. Μέσω της διαδικασίας αυτής, τα στεγαστικά δάνεια συγκεντρώνονταν και μετατρέπονταν σε σύνθετα χρηματοοικονομικά προϊόντα, όπως τα *Mortgage-Backed Securities (MBS)* και τα *Collateralized Debt Obligations (CDOs)*, τα οποία διακινούνταν σε διεθνείς αγορές.

Αν και θεωρητικά η τιτλοποίηση αποσκοπούσε στη διασπορά του κινδύνου, στην πράξη συνέβαλε στην απόκρυψη της πραγματικής ποιότητας των υποκείμενων

δανείων και στην υπερβολική μόχλευση του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Η πολυπλοκότητα των προϊόντων αυτών, σε συνδυασμό με τις υψηλές αξιολογήσεις των οίκων πιστοληπτικής αξιολόγησης, δημιούργησε συνθήκες έντονης ασύμμετρης πληροφόρησης και συστημικής ευπάθειας.

Η σταδιακή αύξηση των επιτοκίων και η επιβράδυνση της αγοράς ακινήτων από το 2006 οδήγησαν σε αύξηση των καθυστερήσεων και των αθετήσεων πληρωμών. Η πτώση των τιμών των ακινήτων κατέστησε αδύνατη την αναχρηματοδότηση πολλών στεγαστικών δανείων, οδηγώντας σε μαζικές κατασχέσεις και σε σημαντικές ζημιές για τράπεζες και επενδυτικά ιδρύματα. Το πρόβλημα, που αρχικά εμφανιζόταν ως κρίση στεγαστικής πίστης, εξελίχθηκε σταδιακά σε γενικευμένη χρηματοπιστωτική κρίση.

Καθοριστικό σημείο καμπής στην εξέλιξη της κρίσης αποτέλεσε η πτώχευση της Lehman Brothers τον Σεπτέμβριο του 2008. Η Lehman Brothers λειτουργούσε στο πλαίσιο του λεγόμενου *shadow banking system*, με ιδιαίτερα υψηλό βαθμό μόχλευσης και εκτεταμένη εξάρτηση από βραχυπρόθεσμο δανεισμό στις αγορές χρήματος.

Η σημαντική έκθεσή της σε τιτλοποιημένα στεγαστικά προϊόντα και παράγωγα την καθιστούσε ιδιαίτερα ευάλωτη στη μείωση της αξίας των περιουσιακών της στοιχείων. Η απόφαση των αμερικανικών αρχών να μην προχωρήσουν στη διάσωση της δημιούργησε σοβαρή αβεβαιότητα ως προς το ποιοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί θεωρούνταν συστημικά σημαντικοί, προκαλώντας κατάρρευση της εμπιστοσύνης στις αγορές. Ως αποτέλεσμα, η διατραπεζική αγορά «πάγωσε», η ρευστότητα εξαφανίστηκε και η κρίση μετατράπηκε σε πλήρους κλίμακας χρηματοπιστωτική κρίση με παγκόσμιες διαστάσεις.

Παράλληλα, κομβικό ρόλο στην κλιμάκωση της κρίσης διαδραμάτισε ο ασφαλιστικός όμιλος AIG, ο οποίος ανέδειξε τη συστημική σημασία μη τραπεζικών χρηματοπιστωτικών οργανισμών. Η AIG είχε αναλάβει τεράστιο όγκο κινδύνου μέσω συμβολαίων ασφάλισης πιστωτικού κινδύνου (*credit default swaps – CDS*), τα οποία παρείχαν εγγυήσεις έναντι αθέτησης πληρωμών σε τιτλοποιημένα στεγαστικά προϊόντα. Το κρίσιμο πρόβλημα ήταν ότι οι δραστηριότητες αυτές δεν συνοδεύονταν

από επαρκή κεφαλαιακή κάλυψη και δεν υπόκειντο σε αυστηρή εποπτεία. Όταν η αξία των υποκείμενων προϊόντων κατέρρευσε, η AIG βρέθηκε αντιμέτωπη με τεράστιες απαιτήσεις παροχής εγγυήσεων (*margin calls*), τις οποίες αδυνατούσε να καλύψει. Η ενδεχόμενη χρεοκοπία της θα είχε αλυσιδωτές επιπτώσεις στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα, γεγονός που κατέστησε αναγκαία την κρατική της διάσωση από τις αμερικανικές αρχές.

Συνολικά, η χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 στις Ηνωμένες Πολιτείες δεν αποτέλεσε αποτέλεσμα ενός μεμονωμένου γεγονότος, αλλά προϊόν της αλληλεπίδρασης χαλαρής πιστωτικής πολιτικής, ανεπαρκούς εποπτείας, υπερβολικής μόχλευσης και σύνθετων χρηματοοικονομικών πρακτικών. Το αρχικό σοκ από την αγορά στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου εξελίχθηκε, μέσω των τιτλοποιήσεων και της κατάρρευσης συστημικά σημαντικών οργανισμών όπως η Lehman Brothers και η AIG, σε μια γενικευμένη κρίση εμπιστοσύνης. Η κρίση αυτή λειτούργησε ως το αρχικό γεγονός που, σύμφωνα με τη λογική του «φαινομένου της πεταλούδας», πυροδότησε μια παγκόσμια οικονομική αναταραχή με μακροχρόνιες επιπτώσεις.

3.2 Παρέμβαση της FED και μέτρα σταθεροποίησης

Η ραγδαία κλιμάκωση της χρηματοπιστωτικής κρίσης κατά την περίοδο 2007–2008 κατέστησε αναγκαία την άμεση, εκτεταμένη και πολυεπίπεδη παρέμβαση της Federal Reserve System (FED), με στόχο τη διατήρηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και την αποτροπή μιας γενικευμένης οικονομικής κατάρρευσης. Η κατάρρευση της εμπιστοσύνης στις αγορές, το «πάγωμα» της διατραπεζικής χρηματοδότησης και η αδυναμία βασικών χρηματοπιστωτικών οργανισμών να αντλήσουν ρευστότητα κατέδειξαν ότι τα παραδοσιακά εργαλεία νομισματικής πολιτικής δεν επαρκούσαν για την αντιμετώπιση μιας κρίσης συστημικού χαρακτήρα.

Σε πρώτο στάδιο, η FED προχώρησε σε επιθετική και ταχεία μείωση των βασικών επιτοκίων, μειώνοντας το ομοσπονδιακό επιτόκιο (*federal funds rate*) σχεδόν στο μηδέν. Η πολιτική αυτή αποσκοπούσε στη μείωση του κόστους δανεισμού και στη στήριξη της οικονομικής δραστηριότητας. Ωστόσο, η ένταση της κρίσης περιόρισε την αποτελεσματικότητα της συμβατικής νομισματικής πολιτικής, καθώς οι τράπεζες,

παρά τη χαμηλή τιμή του χρήματος, παρέμεναν απρόθυμες να αναλάβουν νέο πιστωτικό κίνδυνο, επιλέγοντας τη διακράτηση ρευστότητας (Mishkin, 2011).

Υπό αυτές τις συνθήκες, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ (Federal Reserve – FED) υιοθέτησε μη συμβατικά εργαλεία νομισματικής πολιτικής, εγκαινιάζοντας την περίοδο της ποσοτικής χαλάρωσης (Quantitative Easing – QE). Μέσω διαδοχικών προγραμμάτων αγοράς κρατικών ομολόγων και τίτλων που βασίζονταν σε στεγαστικά δάνεια (mortgage-backed securities), η κεντρική τράπεζα επιδίωξε την ενίσχυση της ρευστότητας, τη μείωση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων και την αποκατάσταση της εύρυθμης λειτουργίας των αγορών κεφαλαίου. Η πολιτική αυτή οδήγησε σε σημαντική διεύρυνση του ισολογισμού της FED και σηματοδότησε μια ουσιαστική μεταβολή στον τρόπο άσκησης της νομισματικής πολιτικής (Gagnon et al., 2011).

Παράλληλα, η FED λειτούργησε ως δανειστής έσχατης προσφυγής (lender of last resort) και, σε αρκετές περιπτώσεις, ως διαμορφωτής αγοράς έσχατης προσφυγής (market maker of last resort), παρέχοντας ρευστότητα όχι μόνο στο τραπεζικό σύστημα αλλά και σε κρίσιμους χρηματοπιστωτικούς διαμεσολαβητές εκτός του παραδοσιακού τραπεζικού πλαισίου. Στο πλαίσιο αυτό, η θέσπιση έκτακτων μηχανισμών, όπως ο Μηχανισμός Δημοπρασίας Προθεσμιακής Ρευστότητας (Term Auction Facility – TAF), ο Μηχανισμός Παροχής Πίστωσης σε Πρωτογενείς Διαπραγματευτές (Primary Dealer Credit Facility – PDCF) και ο Μηχανισμός Χρηματοδότησης Εμπορικών Χρεογράφων (Commercial Paper Funding Facility – CPFF), συνέβαλε καθοριστικά στη στήριξη κρίσιμων αγορών και στον περιορισμό του κινδύνου συστημικής μετάδοσης και αλυσιδωτών χρεοκοπιών στο ευρύτερο χρηματοπιστωτικό σύστημα (Gorton and Metrick, 2012).

Ιδιαίτερη σημασία είχε και η διεθνής διάσταση της παρέμβασης της FED. Μέσω της δημιουργίας γραμμών ανταλλαγής νομισμάτων (swap lines) με άλλες μεγάλες κεντρικές τράπεζες, όπως η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και η Τράπεζα της Αγγλίας, διασφαλίστηκε η παροχή δολαριακής ρευστότητας σε διεθνές επίπεδο. Η πολιτική αυτή συνέβαλε ουσιαστικά στη σταθεροποίηση του παγκόσμιου

χρηματοπιστωτικού συστήματος και ανέδειξε τον κεντρικό ρόλο του δολαρίου και της αμερικανικής νομισματικής πολιτικής στη διεθνή οικονομία (IMF, 2009).

Σε συνεργασία με το αμερικανικό Υπουργείο Οικονομικών, η FED υποστήριξε την εφαρμογή του προγράμματος *Troubled Asset Relief Program (TARP)*, το οποίο επέτρεψε την ανακεφαλαιοποίηση τραπεζών και τη στήριξη συστημικά σημαντικών χρηματοπιστωτικών οργανισμών. Αν και το πρόγραμμα αυτό προκάλεσε έντονες πολιτικές και κοινωνικές αντιδράσεις, θεωρείται ότι συνέβαλε αποφασιστικά στην αποκατάσταση της εμπιστοσύνης και στη σταθεροποίηση του τραπεζικού συστήματος (IMF, 2009).

Ωστόσο, οι παρεμβάσεις της FED δεν υπήρξαν απαλλαγμένες από κριτική. Η εκτεταμένη παροχή ρευστότητας και η διάσωση μεγάλων χρηματοπιστωτικών οργανισμών εγείρουν ζητήματα ηθικού κινδύνου (*moral hazard*), καθώς ενδέχεται να ενθαρρύνουν την ανάληψη υπερβολικών κινδύνων στο μέλλον.

Επιπλέον, η παρατεταμένη περίοδος χαμηλών επιτοκίων συνέβαλε στην αύξηση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων, ενισχύοντας ανισότητες και δημιουργώντας νέες χρηματοπιστωτικές ευπάθειες (Blanchard, 2017).

Συνολικά, η παρέμβαση της FED κατά τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008 σηματοδότησε μια ιστορική μεταβολή στον ρόλο των κεντρικών τραπεζών. Από διαχειριστής της νομισματικής σταθερότητας, η FED εξελίχθηκε σε κεντρικό θεσμικό πυλώνα διαχείρισης συστημικών κρίσεων, με αποφάσεις που επηρέασαν όχι μόνο την αμερικανική οικονομία αλλά και το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Οι παρεμβάσεις αυτές αποτέλεσαν κρίσιμο μηχανισμό ανάσχεσης της κρίσης και διαμόρφωσαν το πρότυπο αντιμετώπισης μελλοντικών χρηματοπιστωτικών κρίσεων, επηρεάζοντας άμεσα και τις πολιτικές που υιοθετήθηκαν αργότερα στην Ευρώπη.

3.3 Επιπτώσεις στο τραπεζικό σύστημα και στον ασφαλιστικό κλάδο

Η χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 προκάλεσε βαθιές και διαρθρωτικές επιπτώσεις στο τραπεζικό σύστημα και στον ασφαλιστικό κλάδο των Ηνωμένων Πολιτειών, αποκαλύπτοντας τη συστημική ευπάθεια του χρηματοπιστωτικού τομέα και την έντονη αλληλεξάρτηση μεταξύ διαφορετικών χρηματοπιστωτικών θεσμών. Οι επιπτώσεις της κρίσης δεν περιορίστηκαν σε μεμονωμένες ζημιές, αλλά επηρέασαν τη συνολική λειτουργία, τη σταθερότητα και το θεσμικό πλαίσιο του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

3.3.1 Επιπτώσεις στο τραπεζικό σύστημα

Το τραπεζικό σύστημα επλήγη άμεσα από την κατάρρευση της αγοράς στεγαστικών δανείων και την απότομη απαξίωση των τιτλοποιημένων χρηματοοικονομικών προϊόντων.

Η έντονη έκθεση των τραπεζών σε σύνθετα χρηματοοικονομικά προϊόντα, όπως τα τιτλοποιημένα στεγαστικά δάνεια (mortgage-backed securities – MBS) και οι τιτλοποιημένες υποχρεώσεις χρέους (collateralized debt obligations – CDOs), οδήγησε σε εκτεταμένες ζημιές αποτίμησης, αποδυναμώνοντας τη χρηματοοικονομική τους θέση και περιορίζοντας την κεφαλαιακή τους επάρκεια.

Η αβεβαιότητα σχετικά με την πραγματική οικονομική κατάσταση των τραπεζών προκάλεσε σοβαρή κρίση εμπιστοσύνης, η οποία εκδηλώθηκε με τη συρρίκνωση της διατραπεζικής αγοράς. Οι τράπεζες περιόρισαν τη χορήγηση δανείων και υιοθέτησαν αμυντική στάση διακράτησης ρευστότητας, γεγονός που μετέφερε την κρίση από το χρηματοπιστωτικό σύστημα στην πραγματική οικονομία μέσω της πιστωτικής ασφυξίας (Gorton and Metrick, 2012).

Παράλληλα, η κρίση ανέδειξε τις αδυναμίες του λεγόμενου *shadow banking system*, δηλαδή του πλέγματος χρηματοπιστωτικών διαμεσολαβητών που λειτουργούσαν εκτός του παραδοσιακού εποπτικού πλαισίου. Η κατάρρευση επενδυτικών τραπεζών και η ανάγκη εκτεταμένων κρατικών παρεμβάσεων κατέστησαν σαφές ότι ο

συστημικός κίνδυνος δεν περιοριζόταν στις εμπορικές τράπεζες, αλλά εκτεινόταν σε ολόκληρο το χρηματοπιστωτικό οικοσύστημα.

Ως αποτέλεσμα της κρίσης, το τραπεζικό σύστημα οδηγήθηκε σε εκτεταμένη αναδιάρθρωση. Πραγματοποιήθηκαν συγχωνεύσεις, ανακεφαλαιοποιήσεις και αυστηρότερες ρυθμιστικές παρεμβάσεις, με στόχο την ενίσχυση της κεφαλαιακής επάρκειας, της διαφάνειας και της διαχείρισης κινδύνου. Η κρίση λειτούργησε ως καταλύτης για την αναθεώρηση του εποπτικού πλαισίου και την ενίσχυση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας (IMF, 2009).

3.3.2 Επιπτώσεις στον ασφαλιστικό κλάδο

Ο ασφαλιστικός κλάδος επηρεάστηκε σημαντικά από τη χρηματοπιστωτική κρίση, παρά το γεγονός ότι δεν αποτελούσε την αρχική εστία της.

Η αυξημένη συμμετοχή ασφαλιστικών εταιρειών στις κεφαλαιαγορές και η έκθεσή τους σε σύνθετα χρηματοοικονομικά προϊόντα οδήγησαν σε σημαντικές απώλειες στα επενδυτικά τους χαρτοφυλάκια, επηρεάζοντας την κεφαλαιακή τους επάρκεια.

Ιδιαίτερη σημασία είχε η περίπτωση της AIG, η οποία κατέδειξε ότι μεγάλες ασφαλιστικές εταιρείες μπορούν να διαδραματίσουν κρίσιμο ρόλο στη μετάδοση συστημικού κινδύνου.

Η εκτεταμένη δραστηριοποίησή της στην αγορά παραγώγων και ειδικότερα στα συμβόλαια ανταλλαγής πιστωτικού κινδύνου ή *credit default swaps (CDS)* την κατέστησε ευάλωτη σε μαζικές απαιτήσεις παροχής εγγυήσεων, τις οποίες αδυνατούσε να καλύψει. Η πιθανή χρεοκοπία της θα είχε αλυσιδωτές επιπτώσεις στο διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα, γεγονός που οδήγησε στην κρατική της διάσωση.

Η κρίση ανέδειξε τα όρια της παραδοσιακής εποπτείας του ασφαλιστικού κλάδου και υπογράμμισε την ανάγκη ενιαίας ρυθμιστικής προσέγγισης για το σύνολο του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Κατέστη σαφές ότι ο διαχωρισμός μεταξύ τραπεζικού και ασφαλιστικού κινδύνου δεν ανταποκρίνεται πλέον στην πραγματικότητα των σύγχρονων χρηματοπιστωτικών αγορών (Mishkin, 2011).

Οι επιπτώσεις της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008 στο τραπεζικό σύστημα και στον ασφαλιστικό κλάδο ανέδειξαν τον βαθμό αλληλεξάρτησης των χρηματοπιστωτικών θεσμών και τη δυνατότητα ταχείας μετάδοσης του συστημικού κινδύνου. Η κρίση δεν περιορίστηκε σε βραχυπρόθεσμες οικονομικές απώλειες, αλλά οδήγησε σε βαθιές θεσμικές αλλαγές, αυστηρότερη εποπτεία και επαναπροσδιορισμό του ρόλου των χρηματοπιστωτικών οργανισμών στην οικονομία.

Υπό το πρίσμα αυτό, η εμπειρία των Ηνωμένων Πολιτειών αποτέλεσε κρίσιμο σημείο αναφοράς για τη διεθνή οικονομική πολιτική και διαμόρφωσε τις συνθήκες για τη διεθνή εξάπλωση της κρίσης, η οποία εξετάζεται στο επόμενο κεφάλαιο της παρούσας εργασίας.

3.4 Διεθνείς επιπτώσεις και εξάπλωση της κρίσης

Η χρηματοπιστωτική κρίση του 2008, αν και εκδηλώθηκε αρχικά στις Ηνωμένες Πολιτείες, δεν παρέμεινε ένα εθνικό φαινόμενο. Αντιθέτως, εξελίχθηκε ταχύτατα σε παγκόσμια κρίση, γεγονός που ανέδειξε τον υψηλό βαθμό διασύνδεσης των σύγχρονων οικονομιών και τον καθοριστικό ρόλο των διεθνών χρηματοπιστωτικών αγορών στη μετάδοση οικονομικών αναταράξεων.

Η διεθνής εξάπλωση της κρίσης πραγματοποιήθηκε πρωτίστως μέσω του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Τράπεζες και χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί εκτός Ηνωμένων Πολιτειών είχαν σημαντική άμεση ή έμμεση έκθεση σε αμερικανικά τιτλοποιημένα στεγαστικά προϊόντα, είτε μέσω επενδύσεων είτε μέσω παραγώγων και διατραπεζικών συναλλαγών. Όταν η αξία των προϊόντων αυτών κατέρρευσε, οι ζημιές μεταφέρθηκαν άμεσα στους ισολογισμούς τραπεζών στην Ευρώπη και σε άλλες περιοχές, περιορίζοντας την κεφαλαιακή τους επάρκεια και τη δυνατότητά τους να χρηματοδοτούν την οικονομία (IMF, 2009).

Η χρηματοπιστωτική αυτή μετάδοση συνοδεύτηκε από μια γενικευμένη κρίση εμπιστοσύνης στις διεθνείς αγορές. Η κατάρρευση μεγάλων χρηματοπιστωτικών οργανισμών στις Ηνωμένες Πολιτείες ενίσχυσε την αβεβαιότητα και οδήγησε τους επενδυτές σε αποστροφή κινδύνου. Ως αποτέλεσμα, περιορίστηκαν οι διεθνείς

κεφαλαιακές ροές, αυξήθηκε το κόστος δανεισμού και δυσχεράνθηκε η πρόσβαση σε χρηματοδότηση για κράτη, τράπεζες και επιχειρήσεις, ιδίως σε οικονομίες με αυξημένες χρηματοδοτικές ανάγκες.

Η κρίση δεν περιορίστηκε στο χρηματοπιστωτικό επίπεδο, αλλά μεταδόθηκε γρήγορα και στην πραγματική οικονομία μέσω του διεθνούς εμπορίου. Η ύφεση στις Ηνωμένες Πολιτείες και σε άλλες ανεπτυγμένες οικονομίες οδήγησε σε μείωση της παγκόσμιας ζήτησης, επηρεάζοντας αρνητικά τις εξαγωγές χωρών με έντονο εξαγωγικό προσανατολισμό.

Η συρρίκνωση του διεθνούς εμπορίου συνέβαλε στη μείωση της παραγωγής, στην αύξηση της ανεργίας και στη γενικευμένη επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας σε παγκόσμιο επίπεδο (OECD, 2010).

Παράλληλα, η διεθνής νομισματική διάσταση της κρίσης ενίσχυσε περαιτέρω τη μετάδοσή της. Η κυρίαρχη θέση του δολαρίου στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα δημιούργησε σοβαρά προβλήματα ρευστότητας εκτός Ηνωμένων Πολιτειών, καθώς πολλές τράπεζες και επιχειρήσεις χρειάζονταν δολάρια για την εξυπηρέτηση των υποχρεώσεών τους. Η έλλειψη δολαριακής ρευστότητας άσκησε πιέσεις στα τραπεζικά συστήματα άλλων χωρών και κατέστησε αναγκαία τη διεθνή συνεργασία κεντρικών τραπεζών μέσω μηχανισμών ανταλλαγής νομισμάτων (*swap lines*), προκειμένου να αποτραπεί μια γενικευμένη χρηματοπιστωτική ασφυξία.

Η κρίση ανέδειξε, τέλος, τον ρόλο αλλά και τα όρια της διεθνούς οικονομικής διακυβέρνησης. Η παρέμβαση διεθνών οργανισμών, όπως το International Monetary Fund, και ο συντονισμός οικονομικών πολιτικών συνέβαλαν στη σταθεροποίηση των αγορών και στη στήριξη οικονομιών που αντιμετώπιζαν σοβαρές χρηματοδοτικές πιέσεις. Ωστόσο, η απουσία ενιαίων κανόνων εποπτείας και προληπτικών μηχανισμών σε παγκόσμιο επίπεδο επέτρεψε στην κρίση να εξαπλωθεί γρήγορα και να πλήξει οικονομίες με διαφορετικά διαρθρωτικά χαρακτηριστικά.

Συνολικά, η χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 κατέδειξε ότι οι οικονομικές κρίσεις στη σύγχρονη παγκοσμιοποιημένη οικονομία δεν παραμένουν τοπικές, αλλά

μεταδίδονται μέσω χρηματοπιστωτικών, εμπορικών και νομισματικών διαύλων. Η κρίση που ξεκίνησε στις Ηνωμένες Πολιτείες εξελίχθηκε σε παγκόσμια ύφεση, δημιουργώντας το υπόβαθρο για την ευρωπαϊκή κρίση που ακολούθησε. Η ανάλυση των θεσμικών αδυναμιών και των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών της Ευρωζώνης αποτελεί το αντικείμενο του επόμενου κεφαλαίου της παρούσας εργασίας.

Η διεθνής εξάπλωση της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008 κατέδειξε ότι μια κρίση που εκδηλώνεται σε ένα εθνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα μπορεί, υπό συνθήκες έντονης διασύνδεσης και θεσμικών αδυναμιών, να μετατραπεί σε παγκόσμια οικονομική αναταραχή. Οι μηχανισμοί μετάδοσης μέσω των χρηματοπιστωτικών αγορών, του διεθνούς εμπορίου και της νομισματικής διασύνδεσης δημιούργησαν τις προϋποθέσεις για τη μεταφορά της κρίσης από τις Ηνωμένες Πολιτείες προς άλλες οικονομίες. Ιδιαίτερη σημασία παρουσίασε η περίπτωση της Ευρώπης, όπου τα θεσμικά χαρακτηριστικά της Ευρωζώνης και οι διαρθρωτικές ανισορροπίες των κρατών-μελών επέτειναν τις επιπτώσεις της κρίσης, οδηγώντας σε μια ξεχωριστή αλλά άμεσα συνδεδεμένη κρίση, η οποία αναλύεται στο επόμενο κεφάλαιο της παρούσας εργασίας.

Κεφάλαιο 4: Η μετάδοση της κρίσης στην Ευρώπη

4.1 Ο ρόλος της Ευρωζώνης και των θεσμικών αδυναμιών της

Η «αμερικανική» χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 μεταδόθηκε στην Ευρώπη ως εξωτερικό σοκ μέσω των διεθνών χρηματοπιστωτικών αγορών, της διασύνδεσης των τραπεζικών συστημάτων και της απότομης συρρίκνωσης της ρευστότητας. Ωστόσο, η μετατροπή της σε βαθιά και παρατεταμένη κρίση εντός της Ευρωζώνης δεν μπορεί να αποδοθεί αποκλειστικά σε εξωγενείς παράγοντες.

Η διεθνής βιβλιογραφία συγκλίνει στο ότι η ίδια η θεσμική αρχιτεκτονική της Νομισματικής Ένωσης λειτούργησε ως μηχανισμός ενίσχυσης των αρχικών διαταραχών, μετατρέποντας ένα εξωτερικό χρηματοπιστωτικό σοκ σε κρίση δημόσιου χρέους και χρηματοπιστωτικής σταθερότητας (De Grauwe, 2011; Lane, 2012). Η προσέγγιση αυτή ενισχύεται και από πιο πρόσφατη βιβλιογραφία. Οι Berger, Dell'Ariccia και Obstfeld (2019), σε μελέτη για το ΔΝΤ, αποδεικνύουν ότι, χωρίς μηχανισμούς δημοσιονομικής κατανομής κινδύνου στο επίπεδο της Ευρωζώνης, η ΟΝΕ παραμένει διαρθρωτικά ευάλωτη σε κρίσεις, εύρημα που επιβεβαιώνει την ένταση της κρίσης της περιόδου 2008–2012.

Ο ρόλος της Ευρωζώνης στην εξέλιξη της κρίσης δεν ήταν αυτός της αρχικής αιτίας, αλλά εκείνος του θεσμικού πλαισίου μέσα στο οποίο αναπτύχθηκαν δυναμικές αστάθειας. Η Ευρωζώνη συγκροτήθηκε ως νομισματική ένωση με κοινό νόμισμα και ενιαία νομισματική πολιτική, χωρίς όμως πλήρη δημοσιονομική και τραπεζική ενοποίηση. Τα κράτη-μέλη απώλεσαν τη δυνατότητα άσκησης ανεξάρτητης νομισματικής πολιτικής, ενώ παρέμειναν υπεύθυνα για τη δημοσιονομική τους σταθερότητα. Η ασυμμετρία αυτή θεωρείται κρίσιμος παράγοντας ευαλωτότητας, καθώς περιόρισε τη δυνατότητα απορρόφησης ασύμμετρων σοκ και αύξησε την ευαισθησία των κρατών-μελών σε μεταβολές των προσδοκιών στις αγορές ομολόγων (De Grauwe, 2011; Pisani-Ferry, 2014).

Η διαπίστωση αυτή τεκμηριώνεται και από πιο πρόσφατη έρευνα. Οι Bénassy-Quéré et al. (2018), σε πρόταση μεταρρύθμισης της Ευρωζώνης, επισημαίνουν ότι η απουσία συντονισμού δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής αποτελεί τη

βαθύτερη αρχιτεκτονική αδυναμία της ONE, η οποία επέτρεψε στην κρίση του 2008 να μετατραπεί σε κρίση δημόσιου χρέους.

Η ενιαία νομισματική πολιτική της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας εφαρμόστηκε σε οικονομίες με σημαντικές διαφοροποιήσεις ως προς την ανταγωνιστικότητα, την παραγωγικότητα και τη δημοσιονομική θέση. Κατά την προ της κρίσης περίοδο, η σύγκλιση των επιτοκίων και η αυξημένη εμπιστοσύνη των αγορών οδήγησαν σε εκτεταμένες κεφαλαιακές ροές προς τις οικονομίες της περιφέρειας. Η εξέλιξη αυτή διευκόλυνε την αύξηση του δανεισμού και την επέκταση της πιστωτικής δραστηριότητας, χωρίς όμως αντίστοιχη σύγκλιση των παραγωγικών δομών. Όταν οι συνθήκες στις διεθνείς αγορές επιδεινώθηκαν, οι ροές αυτές αντιστράφηκαν απότομα, οδηγώντας σε φαινόμενα διακοπής χρηματοδότησης και κρίση ρευστότητας (Lane, 2012).

Η δυναμική αυτή αναλύεται διεξοδικά από τον Constâncio (2020), ο οποίος τεκμηριώνει ότι η ενιαία νομισματική πολιτική, ελλείψει αντίστοιχης δημοσιονομικής ικανότητας, ενίσχυσε τις εσωτερικές αποκλίσεις αντί να τις περιορίσει, επιβεβαιώνοντας θεωρητικά το δίλημμα του Mundell (1961) για τις βέλτιστες νομισματικές περιοχές.

Σε αυτό το πλαίσιο, η αδυναμία άσκησης εθνικής νομισματικής πολιτικής περιόρισε τα διαθέσιμα εργαλεία προσαρμογής. Οι χώρες της Ευρωζώνης δεν μπορούσαν να καταφύγουν σε υποτίμηση του νομίσματος ή σε αυτόνομη νομισματική χαλάρωση, γεγονός που μετέφερε το βάρος της προσαρμογής στην πραγματική οικονομία μέσω ύφεσης, μείωσης μισθών και αύξησης της ανεργίας.

Η διαδικασία αυτή, γνωστή ως εσωτερική υποτίμηση, συνοδεύτηκε από υψηλό κοινωνικό και οικονομικό κόστος και ενίσχυσε τις αποκλίσεις εντός της Ευρωζώνης (Shambaugh, 2012). Θεσμικές αποτιμήσεις επισημαίνουν ότι η απουσία αυτών των εργαλείων συνέβαλε στην ένταση και στη διάρκεια της κρίσης (IMF, 2010).

Η διαπίστωση αυτή ενισχύεται από την εμπειρική έρευνα των Blanchard και Leigh (2013), οι οποίοι δείχνουν ότι οι δημοσιονομικοί πολλαπλασιαστές σε συνθήκες

ύφεσης ήταν σημαντικά υψηλότεροι από τις αρχικές εκτιμήσεις, εξηγώντας γιατί οι πολιτικές προσαρμογής είχαν εντονότερες υφειακές επιπτώσεις. Ο Stiglitz (2016) υποστηρίζει ότι η εφαρμογή ομοιόμορφης λιτότητας σε οικονομίες με διαφορετικές αφετηρίες αποτέλεσε σφάλμα σχεδιασμού με σημαντικό κοινωνικό κόστος.

Παράλληλα, το θεσμικό πλαίσιο της Ευρωζώνης είχε σχεδιαστεί με έμφαση στη δημοσιονομική πειθαρχία και στη σταθερότητα των τιμών, χωρίς να προβλέπει αποτελεσματικούς μηχανισμούς διαχείρισης κρίσεων δημόσιου χρέους. Το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης εστίαζε στον περιορισμό ελλειμμάτων και χρέους, αλλά δεν παρείχε σαφή εργαλεία αντιμετώπισης κρίσεων ή στήριξης χωρών που έχαναν την πρόσβαση στις αγορές. Η απουσία ενός αξιόπιστου μηχανισμού συλλογικής στήριξης ενίσχυσε την αβεβαιότητα και τη μεταβλητότητα στις αγορές κρατικών ομολόγων.

Σε θεωρητικό επίπεδο, έχει υποστηριχθεί ότι σε μια νομισματική ένωση όπου τα κράτη εκδίδουν χρέος σε νόμισμα που δεν ελέγχουν, οι αγορές μπορούν να οδηγήσουν σε δυναμικές αυτοτροφοδοτούμενης κρίσης, καθώς η αύξηση των επιτοκίων επιβαρύνει τη βιωσιμότητα του χρέους και ενισχύει τις αρνητικές προσδοκίες (De Grauwe, 2011; Krugman, 2012). Η εμπειρική τεκμηρίωση αυτής της δυναμικής παρέχεται από τους De Grauwe και Ji (2013), οι οποίοι δείχνουν ότι σημαντικό μέρος της διεύρυνσης των spreads δεν ανταποκρινόταν στα θεμελιώδη μεγέθη, αλλά σε δυναμικές αγοράς.

Η κρίση ανέδειξε επίσης τις μακροοικονομικές ανισορροπίες στο εσωτερικό της Ευρωζώνης. Ορισμένες χώρες παρουσίαζαν επίμονα ελλείμματα και απώλεια ανταγωνιστικότητας, ενώ άλλες κατέγραφαν πλεονάσματα. Όταν οι κεφαλαιακές ροές περιορίστηκαν, οι ανισορροπίες μετατράπηκαν σε κρίση χρέους και φερεγγυότητας (Baldwin και Giavazzi, 2015; IMF, 2010). Οι Chen, Milesi-Ferretti και Tresselt (2013) δείχνουν ότι οι χώρες με τα μεγαλύτερα ελλείμματα πριν το 2008 υπέστησαν τις βαθύτερες υφέσεις.

Τέλος, ιδιαίτερα σημαντική υπήρξε η απουσία ενιαίας τραπεζικής εποπτείας και μηχανισμών εξυγίανσης. Οι τράπεζες λειτουργούσαν σε κοινό νομισματικό πλαίσιο,

αλλά παρέμεναν υπό εθνική ευθύνη, ενισχύοντας τον φαύλο κύκλο μεταξύ τραπεζικού και κρατικού κινδύνου (ECB, 2010). Η διεθνής βιβλιογραφία αναδεικνύει τον μηχανισμό αυτό ως βασικό παράγοντα ενίσχυσης της κρίσης (Acharya et al., 2014). Οι Alogoskoufis και Langfield (2020) επισημαίνουν ότι η ενίσχυση των κεφαλαιακών απαιτήσεων μειώνει τη δυναμική αυτού του κύκλου, χωρίς όμως να τον εξαλείφει πλήρως.

Συνολικά, η Ευρωζώνη εισήλθε στην παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση φέρουσα σημαντικές θεσμικές αδυναμίες. Η έλλειψη δημοσιονομικής ενοποίησης, μηχανισμών διαχείρισης κρίσεων και τραπεζικής ένωσης συνέβαλε καθοριστικά στη μετατροπή ενός εξωτερικού σοκ σε βαθιά και παρατεταμένη κρίση δημόσιου χρέους (De Grauwe, 2011; Pisani-Ferry, 2014; Berger, Dell'Ariccia και Obstfeld, 2019).

Αξίζει να σημειωθεί ότι τα θεσμικά αυτά κενά δεν εξαλείφθηκαν πλήρως και μετά την κρίση. Ο Swinkels (2022) επισημαίνει ότι η Τραπεζική Ένωση παραμένει ημιτελής, καθώς απουσιάζει ακόμη το κοινό ευρωπαϊκό σύστημα ασφάλισης καταθέσεων. Η κατανόηση αυτών των αδυναμιών αποτελεί απαραίτητο υπόβαθρο για την ανάλυση της κρίσης χρέους και του φαινομένου των PIGS.

4.2 Το φαινόμενο των PIGS και η κρίση χρέους

Η ευρωπαϊκή κρίση χρέους που εκδηλώθηκε μετά το 2009 συνδέθηκε στενά με την ομάδα χωρών που επικράτησε να αποκαλούνται PIGS, δηλαδή η Πορτογαλία, η Ιταλία, η Ιρλανδία, η Ελλάδα και η Ισπανία. Ο όρος χρησιμοποιείται στη διεθνή βιβλιογραφία για να περιγράψει κράτη-μέλη της Ευρωζώνης που παρουσίαζαν αυξημένα ευπάθεια λόγω υψηλού δημόσιου ή ιδιωτικού χρέους, διαρθρωτικών αδυναμιών και περιορισμένης ικανότητας προσαρμογής σε συνθήκες κρίσης (IMF, 2010; Lane, 2012).

Ουσιώδες χαρακτηριστικό αυτής της ομάδας είναι η εσωτερική ετερογένεια. Παρά τον κοινό χαρακτηρισμό, οι χώρες PIGS εισήλθαν στην κρίση μέσω διαφορετικών μηχανισμών και παρουσίαζαν σημαντικές αποκλίσεις ως προς τα δημοσιονομικά θεμελιώδη μεγέθη, την παραγωγική δομή και τον βαθμό χρηματοπιστωτικής έκθεσης.

Η πιο πρόσφατη εμπειρική βιβλιογραφία επιβεβαιώνει αυτή τη διάγνωση. Οι Filoso et al. (2017) αποδεικνύουν οικονομετρικά ότι η κρίση χρέους ξεκίνησε τον Μάιο του 2010 και ότι τα θεσμικά κενά της ONE ήταν εξίσου καθοριστικά με τις μακροοικονομικές ανισορροπίες κάθε χώρας, ένα εύρημα που αμφισβητεί τις προσεγγίσεις που αποδίδουν την κρίση αποκλειστικά σε εθνικές δημοσιονομικές αστοχίες.

Κατά την προ της κρίσης περίοδο, η συμμετοχή των χωρών αυτών στην Ευρωζώνη συνοδεύτηκε από σημαντική μείωση του κόστους δανεισμού. Η σύγκλιση των επιτοκίων και η αυξημένη εμπιστοσύνη των αγορών οδήγησαν σε εκτεταμένη εισροή κεφαλαίων προς τις οικονομίες της περιφέρειας, η οποία διευκόλυνε τη συσσώρευση χρέους τόσο στον δημόσιο όσο και στον ιδιωτικό τομέα, χωρίς να συνοδεύεται από αντίστοιχη αύξηση της παραγωγικότητας ή της ανταγωνιστικότητας. Ως αποτέλεσμα, δημιουργήθηκαν σημαντικές μακροοικονομικές ανισορροπίες, οι οποίες παρέμειναν υποτιμημένες έως την εκδήλωση της κρίσης (De Grauwe, 2011; Baldwin και Giavazzi, 2015).

Η δυναμική αυτή αναλύεται ποσοτικά από τους Martin και Philippon (2017), οι οποίοι αποδεικνύουν ότι ο συνδυασμός ιδιωτικής υπερμόχλευσης κατά τη φάση ανάπτυξης και ανεπαρκούς δημοσιονομικής πειθαρχίας καθόρισε το βάθος της ύφεσης, ανεξάρτητα από το αν η αρχική ανισορροπία ήταν δημόσια ή ιδιωτική. Η μελέτη αυτή αναδεικνύει μια σημαντική θεωρητική διαφοροποίηση, καθώς η κοινή πορεία των χωρών PIIGS δεν προκύπτει από κοινά αίτια, αλλά από το κοινό θεσμικό πλαίσιο που επηρεάζει με άνισο τρόπο διαφορετικές μορφές ανισορροπιών.

Με την εκδήλωση της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης, οι διεθνείς αγορές επαναξιολόγησαν απότομα τον πιστωτικό κίνδυνο των κρατών της Ευρωζώνης. Η ραγδαία αύξηση των spreads των κρατικών ομολόγων της περιφέρειας μετέτρεψε ένα αρχικό πρόβλημα ρευστότητας σε κρίση φερεγγυότητας (IMF, 2010). Η εμπειρική τεκμηρίωση αυτής της μεταμόρφωσης παρέχεται από τους Ehrmann και Fratzscher (2017), οι οποίοι, αναλύοντας δεδομένα υψηλής συχνότητας στις αγορές κρατικών ομολόγων, διαπιστώνουν σταδιακό και ουσιαστικό κατακερματισμό από το 2010, καθώς και έντονο φαινόμενο μετακίνησης κεφαλαίων προς ασφαλέστερα

περιουσιακά στοιχεία. Η δυναμική αυτή αντιστράφηκε μετά την παρέμβαση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας μέσω του προγράμματος Outright Monetary Transactions (OMT), το οποίο προέβλεπε αγορές κρατικών ομολόγων με στόχο τη σταθεροποίηση των αγορών. Αυτό υποδηλώνει ότι για μεγάλο χρονικό διάστημα οι χώρες PIIGS αντιμετώπιζαν χρηματοδοτικές συνθήκες δυσανάλογα επαχθείς σε σχέση με τα θεμελιώδη μεγέθη τους, επιβεβαιώνοντας την αυτοεκπληρούμενη διάσταση της κρίσης.

Στο πλαίσιο αυτό, η κρίση χρέους απέκτησε χαρακτηριστικά αυτοτροφοδοτούμενης δυναμικής. Σε μια νομισματική ένωση χωρίς πλήρη δημοσιονομική στήριξη, η αύξηση των επιτοκίων επιβαρύνει τη δυναμική του χρέους και ενισχύει περαιτέρω τις αρνητικές προσδοκίες των αγορών, δημιουργώντας έναν φαύλο κύκλο μεταξύ spreads, βιωσιμότητας χρέους και εμπιστοσύνης (De Grauwe, 2011; Krugman, 2012).

Οι Caporin et al. (2018), εφαρμόζοντας εξελιγμένη μεθοδολογία διαχωρισμού μεταξύ μόλυνσης και αλληλεξάρτησης, συμπεραίνουν ότι η μετάδοση της κρίσης λειτούργησε κυρίως μέσω αλλαγής των αντιλήψεων κινδύνου και όχι μέσω ουσιαστικής επιδείνωσης των δημοσιονομικών θεμελιωδών μεγεθών. Το εύρημα αυτό ενισχύει την άποψη ότι η κρίση περιείχε ισχυρά στοιχεία αυτοεκπλήρωσης, τα οποία θα μπορούσαν να είχαν περιοριστεί μέσω έγκαιρης θεσμικής παρέμβασης.

Η αδυναμία άσκησης ανεξάρτητης νομισματικής πολιτικής επιδείνωσε περαιτέρω την κατάσταση. Οι χώρες των PIIGS δεν μπορούσαν να χρησιμοποιήσουν νομισματική υποτίμηση ή αυτόνομη μείωση επιτοκίων, γεγονός που καθιστούσε τη διαδικασία προσαρμογής ιδιαίτερα επώδυνη. Ως αποτέλεσμα, η δημοσιονομική εξυγίανση και η αποκατάσταση της ανταγωνιστικότητας πραγματοποιήθηκαν κυρίως μέσω ύφεσης, μείωσης μισθών και περιορισμού της εγχώριας ζήτησης, εντείνοντας τις κοινωνικές επιπτώσεις (IMF, 2010).

Σύμφωνα με τους Martin και Philippon (2017), μια έγκαιρη παρέμβαση της ΕΚΤ, σε συνδυασμό με λιγότερο επιθετική δημοσιονομική προσαρμογή, θα μπορούσε να είχε περιορίσει σημαντικά την ανεργία στις χώρες της περιφέρειας. Ιδιαίτερα στην Ισπανία και την Ιρλανδία, όπου η κρίση είχε κυρίως ιδιωτικό χαρακτήρα, η εφαρμογή

μακροπροληπτικών πολιτικών κατά την περίοδο ανάπτυξης θα μπορούσε να είχε αποτρέψει μεγάλο μέρος της ύφεσης, γεγονός που αναδεικνύει ότι το κοινωνικό κόστος δεν ήταν πλήρως αναπόφευκτο.

Η κρίση εκδηλώθηκε με διαφορετικά χαρακτηριστικά σε κάθε χώρα, αναδεικνύοντας τη μη ομοιογενή φύση του φαινομένου. Στην Ελλάδα κυριάρχησε ο δημοσιονομικός χαρακτήρας, με υψηλό δημόσιο χρέος και διαρθρωτικές αδυναμίες. Στην Ιρλανδία και την Ισπανία, η κατάρρευση της αγοράς ακινήτων μετέφερε τον ιδιωτικό τραπεζικό κίνδυνο στα δημόσια οικονομικά. Στην Πορτογαλία και την Ιταλία, η χαμηλή αναπτυξιακή δυναμική και το υψηλό χρέος περιόρισαν τις δυνατότητες προσαρμογής (Krugman, 2012).

Η διαφοροποίηση αυτή επιβεβαιώνεται και εμπειρικά από τους Filoso et al. (2017), οι οποίοι εντοπίζουν διαφορετικά σημεία καμπής στα επιτόκια ομολόγων ανά χώρα.

Σε θεωρητικό επίπεδο, η ετερογένεια αυτή επιβεβαιώνει τη θέση του Mundell (1961), σύμφωνα με την οποία μια νομισματική ένωση χωρίς δυνατότητα διαφοροποιημένης δημοσιονομικής προσαρμογής δεν μπορεί να ανταποκριθεί αποτελεσματικά σε ασύμμετρα οικονομικά σοκ. Κοινός παρονομαστής σε όλες τις περιπτώσεις υπήρξε ο φαύλος κύκλος μεταξύ τραπεζικού και κρατικού κινδύνου. Οι τράπεζες κατείχαν σημαντικό όγκο κρατικών ομολόγων, ενώ τα κράτη ήταν υπεύθυνα για τη διάσωσή τους, δημιουργώντας έναν μηχανισμό αλληλοενίσχυσης (ECB, 2010; Acharya et al., 2014). Οι Alogoskoufis και Langfield (2020) δείχνουν ότι ο μηχανισμός αυτός παρέμεινε ενεργός μέχρι την ενίσχυση της τραπεζικής εποπτείας, επιβεβαιώνοντας ότι η θεσμική ατέλεια αποτέλεσε βασικό παράγοντα ευαλωτότητας.

Συνολικά, το φαινόμενο των PIIGS μπορεί να ερμηνευθεί ως αποτέλεσμα της αλληλεπίδρασης τριών βασικών παραγόντων, των εσωτερικών διαρθρωτικών αδυναμιών των οικονομιών αυτών, των θεσμικών περιορισμών της ΟΝΕ που περιόριζαν τη δυνατότητα αποτελεσματικής προσαρμογής και των αγοραίων δυναμικών που ενίσχυσαν τις αποκλίσεις πέραν των θεμελιωδών μεγεθών. Η κρίση χρέους δεν αποτέλεσε αποκλειστικά αποτέλεσμα εθνικών αστοχιών, αλλά την

έκφραση ενός θεσμικά ανεπαρκούς σχεδιασμού, του οποίου οι περιορισμοί καθόρισαν τόσο την ένταση όσο και τη διάρκεια της κρίσης.

4.3 Τα εργαλεία διάσωσης (EFSF, ESM, εμπλοκή ΔΝΤ)

Η ευρωπαϊκή κρίση χρέους ανέδειξε με ιδιαίτερη ένταση το θεσμικό κενό της Ευρωζώνης ως προς τη διαχείριση κρίσεων δημόσιου χρέους. Το αρχικό πλαίσιο της νομισματικής ένωσης είχε σχεδιαστεί με στόχο κυρίως την πρόληψη κρίσεων μέσω κανόνων δημοσιονομικής πειθαρχίας και όχι την ενεργή αντιμετώπισή τους.

Η ρήτρα μη διάσωσης (no-bailout clause), η οποία προέβλεπε ότι τα κράτη-μέλη δεν αναλαμβάνουν τις υποχρεώσεις άλλων κρατών, περιόριζε θεσμικά τη δυνατότητα συλλογικής χρηματοδοτικής στήριξης. Ωστόσο, η ένταση της κρίσης και ο κίνδυνος συστημικής αποσταθεροποίησης οδήγησαν σε μια σταδιακή αναθεώρηση της πρακτικής εφαρμογής του κανόνα αυτού (De Grauwe, 2011; Pisani-Ferry, 2014).

Η ραγδαία αύξηση των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων και η αδυναμία άντλησης κεφαλαίων από τις αγορές με βιώσιμους όρους, κατέστησαν σαφές ότι η Ευρωζώνη στερούνταν ενός μηχανισμού που θα λειτουργούσε ως “δανειστής έσχατης ανάγκης” σε επίπεδο κρατών. Υπό αυτές τις συνθήκες δημιουργήθηκε το 2010 ο European Financial Stability Facility (EFSF) ως προσωρινός μηχανισμός χρηματοδοτικής στήριξης. Ο EFSF δεν αποτέλεσε θεσμικό όργανο της Ευρωπαϊκής Ένωσης, αλλά διακρατική εταιρική δομή με εγγυήσεις από τα κράτη-μέλη της Ευρωζώνης. Μέσω της έκδοσης ομολόγων στις διεθνείς αγορές, ο μηχανισμός παρείχε δάνεια σε χώρες που αντιμετώπιζαν οξύ πρόβλημα χρηματοδότησης, λειτουργώντας ουσιαστικά ως ενδιάμεσος μηχανισμός αναχρηματοδότησης του δημόσιου χρέους. Η δημιουργία του συνέβαλε στην προσωρινή σταθεροποίηση των αγορών, καθώς μείωσε τον άμεσο κίνδυνο αθέτησης πληρωμών και περιόρισε την αβεβαιότητα σχετικά με τη βιωσιμότητα της Ευρωζώνης (IMF, 2011).

Η λειτουργία του EFSF κατέδειξε, ωστόσο, τα όρια ενός προσωρινού μηχανισμού σε ένα περιβάλλον συστημικής κρίσης. Ως αποτέλεσμα, το 2012 δημιουργήθηκε ο European Stability Mechanism (ESM), ένας μόνιμος θεσμός χρηματοδοτικής

στήριξης με ίδια κεφαλαιακή βάση και θεσμική υπόσταση. Η ίδρυση του ESM αποτέλεσε ουσιαστική τομή στην αρχιτεκτονική της Ευρωζώνης, καθώς εισήγαγε για πρώτη φορά έναν μηχανισμό διαχείρισης κρίσεων με δυνατότητα άμεσης παρέμβασης σε περιπτώσεις απώλειας πρόσβασης στις αγορές. Σε αντίθεση με τον EFSF, ο ESM διαθέτει μόνιμο χαρακτήρα, αυξημένη χρηματοδοτική ισχύ και ευρύτερο φάσμα εργαλείων, όπως προληπτικές πιστωτικές γραμμές, παρεμβάσεις στις αγορές ομολόγων και συμμετοχή στην ανακεφαλαιοποίηση τραπεζών.

Από χρηματοοικονομική σκοπιά, η λειτουργία των μηχανισμών αυτών συνδέθηκε άμεσα με τη σταθεροποίηση των αγορών κρατικού χρέους. Η ύπαρξη ενός «δανειστή έσχατης ανάγκης» σε επίπεδο Ευρωζώνης μείωσε τον κίνδυνο μετάδοσης της κρίσης και περιόρισε τη δυναμική των αυτοτροφοδοτούμενων αυξήσεων στα spreads, οι οποίες είχαν παρατηρηθεί στα πρώτα στάδια της κρίσης (De Grauwe, 2011).

Κεντρικό στοιχείο της λειτουργίας τόσο του EFSF όσο και του ESM αποτέλεσε η αρχή της αιρεσιμότητας (conditionality). Η χρηματοδοτική στήριξη συνδέθηκε με την εφαρμογή προγραμμάτων οικονομικής προσαρμογής, τα οποία περιλάμβαναν δημοσιονομική εξυγίανση, μεταρρυθμίσεις στην αγορά εργασίας, στο ασφαλιστικό σύστημα και στη δημόσια διοίκηση. Στόχος των προγραμμάτων αυτών ήταν η αποκατάσταση της δημοσιονομικής βιωσιμότητας και της εμπιστοσύνης των αγορών, ώστε τα κράτη-μέλη να μπορέσουν σταδιακά να επανέλθουν σε καθεστώς αυτόνομης χρηματοδότησης. Ωστόσο, η ένταση και η ταχύτητα της δημοσιονομικής προσαρμογής προκάλεσαν σημαντικές υφεσιακές πιέσεις και τροφοδότησαν έντονη συζήτηση στη διεθνή βιβλιογραφία σχετικά με την αποτελεσματικότητα της εφαρμοζόμενης πολιτικής (Krugman, 2012).

Ιδιαίτερη σημασία είχε η εμπλοκή του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (IMF) στα ευρωπαϊκά προγράμματα διάσωσης. Η συμμετοχή του αντανάκλυνε σε μεγάλο βαθμό την απουσία προηγούμενης εμπειρίας της Ευρωπαϊκής Ένωσης στη διαχείριση κρίσεων κυρίαρχου χρέους. Το Ταμείο παρείχε όχι μόνο χρηματοδότηση, αλλά και τεχνική τεχνογνωσία, μεθοδολογία ανάλυσης βιωσιμότητας χρέους και μηχανισμούς παρακολούθησης της εφαρμογής των προγραμμάτων. Παράλληλα, η παρουσία του ενίσχυσε την αξιοπιστία των παρεμβάσεων απέναντι στις διεθνείς αγορές,

λειτουργώντας ως παράγοντας σταθεροποίησης σε περιόδους έντονης αβεβαιότητας (IMF, 2013).

Η συνεργασία της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας και του ΔΝΤ, γνωστή ως «Τρόικα», αποτέλεσε τον βασικό μηχανισμό σχεδιασμού και εποπτείας των προγραμμάτων προσαρμογής.

Αν και συνέβαλε καθοριστικά στη σταθεροποίηση της Ευρωζώνης και στην αποτροπή ανεξέλεγκτων χρεοκοπιών, επικρίθηκε για έλλειμμα δημοκρατικής νομιμοποίησης και περιορισμένη ευελιξία στην προσαρμογή των πολιτικών στις εθνικές ιδιαιτερότητες.

Συνολικά, τα εργαλεία διάσωσης που δημιουργήθηκαν κατά την περίοδο της κρίσης αποτέλεσαν αναγκαίες αλλά έκτακτες λύσεις σε μια θεσμικά ατελή νομισματική ένωση. Η δημιουργία του EFSF και του ESM, καθώς και η εμπλοκή του ΔΝΤ, σηματοδότησαν μια σταδιακή μετάβαση της Ευρωζώνης προς βαθύτερη οικονομική διακυβέρνηση και προς την ενίσχυση των μηχανισμών χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Παράλληλα, ανέδειξαν ότι η διαχείριση της κρίσης βασίστηκε σε μεγάλο βαθμό σε παρεμβάσεις εκ των υστέρων, οι οποίες επιχειρούσαν να αντιμετωπίσουν τις συνέπειες μιας κρίσης που είχε ήδη λάβει συστημικές διαστάσεις.

4.4 Διαφορετικές προσεγγίσεις αντιμετώπισης της κρίσης ανά κράτος-μέλος

Παρότι η ευρωπαϊκή κρίση εκδηλώθηκε εντός ενός κοινού νομισματικού πλαισίου, οι τρόποι με τους οποίους τα κράτη-μέλη της Ευρωζώνης αντέδρασαν διαφοροποιήθηκαν σημαντικά ως προς τη στρατηγική, την ταχύτητα και την ένταση των παρεμβάσεων. Οι αποκλίσεις αυτές δεν οφείλονταν μόνο στις εξωτερικές πιέσεις των αγορών, αλλά και στις εθνικές επιλογές οικονομικής πολιτικής, στη δομή των οικονομιών και στη θεσμική ικανότητα εφαρμογής μεταρρυθμίσεων.

Σε ορισμένα κράτη-μέλη, όπως η Ελλάδα, η Πορτογαλία και η Ιρλανδία, η αντιμετώπιση της κρίσης βασίστηκε σε προγράμματα ταχείας και εκτεταμένης δημοσιονομικής προσαρμογής. Οι πολιτικές αυτές επικεντρώθηκαν στη μείωση των

δημοσιονομικών ελλειμμάτων, στον περιορισμό των δημόσιων δαπανών και στην εφαρμογή διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων σε σύντομο χρονικό διάστημα.

Αν και ορισμένοι δημοσιονομικοί δείκτες βελτιώθηκαν σχετικά γρήγορα, η ένταση της προσαρμογής συνοδεύτηκε από βαθιά ύφεση, αύξηση της ανεργίας και σημαντικές κοινωνικές επιπτώσεις, ιδίως σε χώρες με ασθενέστερη παραγωγική βάση και διοικητικές αδυναμίες (IMF, 2013).

Αντίθετα, χώρες όπως η Ιρλανδία και η Ισπανία έδωσαν μεγαλύτερη έμφαση στη σταθεροποίηση του χρηματοπιστωτικού τομέα. Η αντιμετώπιση της κρίσης επικεντρώθηκε στην αναδιάρθρωση και ενίσχυση των τραπεζών, με στόχο την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης και την επανεκκίνηση της πιστωτικής δραστηριότητας. Στην περίπτωση της Ιρλανδίας, ο έντονος εξαγωγικός προσανατολισμός και η ευελιξία της αγοράς εργασίας συνέβαλαν σε ταχύτερη επιστροφή σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης σε σύγκριση με άλλες οικονομίες του ευρωπαϊκού Νότου (OECD, 2014).

Η Ιταλία ακολούθησε μια περισσότερο σταδιακή προσέγγιση προσαρμογής, επιδιώκοντας τη διατήρηση της πρόσβασης στις αγορές χωρίς την ένταξη σε πλήρες πρόγραμμα χρηματοδοτικής στήριξης. Η επιλογή αυτή παρείχε μεγαλύτερο βαθμό αυτονομίας στη χάραξη οικονομικής πολιτικής, ωστόσο η χαμηλή μακροχρόνια αναπτυξιακή δυναμική και οι καθυστερήσεις στην εφαρμογή μεταρρυθμίσεων περιόρισαν την αποτελεσματικότητα των παρεμβάσεων, οδηγώντας σε παρατεταμένη οικονομική στασιμότητα (ECB, 2015).

Στον πυρήνα της Ευρωζώνης, χώρες όπως η Γερμανία αντιμετώπισαν την κρίση από σαφώς ευνοϊκότερη αφετηρία. Η δημοσιονομική σταθερότητα, η ανθεκτικότητα του παραγωγικού μοντέλου και η ισχυρή εξαγωγική βάση επέτρεψαν την εφαρμογή ηπιότερων μέτρων προσαρμογής. Παράλληλα, οι χώρες αυτές επηρέασαν καθοριστικά τη διαμόρφωση της ευρωπαϊκής στρατηγικής αντιμετώπισης της κρίσης, προωθώντας πολιτικές δημοσιονομικής πειθαρχίας και σταδιακής προσαρμογής (De Grauwe, 2011).

Οι διαφοροποιήσεις αυτές ανέδειξαν ότι η κοινή νομισματική πολιτική δεν οδηγεί αυτομάτως σε συγκλίνοντα οικονομικά αποτελέσματα. Η αποτελεσματικότητα της αντιμετώπισης της κρίσης εξαρτήθηκε σε μεγάλο βαθμό από τον χρόνο εφαρμογής των μέτρων, τη θεσμική ικανότητα υλοποίησης, τη δομή της κάθε οικονομίας και τον βαθμό κοινωνικής ανθεκτικότητας.

Οι χώρες με ισχυρότερες εξαγωγικές δομές, πιο ευέλικτες αγορές και αποτελεσματική δημόσια διοίκηση προσαρμόστηκαν ταχύτερα, ενώ εκείνες με χρόνιες διαρθρωτικές αδυναμίες βίωσαν βαθύτερη και πιο παρατεταμένη κρίση.

Συνολικά, οι διαφορετικές εθνικές προσεγγίσεις στην αντιμετώπιση της κρίσης ανέδειξαν τα όρια της υφιστάμενης ευρωπαϊκής οικονομικής διακυβέρνησης και κατέστησαν σαφές ότι η απουσία κοινής δημοσιονομικής πολιτικής οδηγεί σε αποκλίνοντα αποτελέσματα εντός της Ευρωζώνης. Οι εμπειρίες αυτές διαμορφώνουν το συγκριτικό και θεσμικό πλαίσιο εντός του οποίου μπορεί να αναλυθεί η ελληνική περίπτωση.

Κεφάλαιο 5: Η ελληνική οικονομική κρίση

5.1 Η είσοδος της Ελλάδας στην κρίση (2010)

Η ελληνική οικονομική κρίση εκδηλώθηκε με οξύ τρόπο το 2010, όταν η χώρα απώλεσε ουσιαστικά την πρόσβασή της στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές και οδηγήθηκε στην ανάγκη εξωτερικής χρηματοδοτικής στήριξης. Αν και η κρίση εντάσσεται στο ευρύτερο πλαίσιο της ευρωπαϊκής κρίσης χρέους, η ελληνική περίπτωση παρουσιάζει ιδιαίτερα χαρακτηριστικά και δεν μπορεί να ερμηνευθεί αποκλειστικά ως αποτέλεσμα εξωτερικών εξελίξεων. Αντιθέτως, αποτέλεσε το αποτέλεσμα μιας μακράς περιόδου συσσώρευσης δημοσιονομικών, διαρθρωτικών και θεσμικών ανισορροπιών, οι οποίες κατέστησαν την οικονομία ιδιαίτερα ευάλωτη σε εξωγενείς κλυδωνισμούς (European Commission, 2010; Featherstone, 2011).

Κατά την περίοδο που προηγήθηκε της κρίσης, ιδίως μετά την ένταξη της Ελλάδας στη ζώνη του ευρώ, η ελληνική οικονομία εμφάνισε σχετικά υψηλούς ρυθμούς μεγέθυνσης. Η νομισματική σταθερότητα και η πρόσβαση σε χαμηλότοκο δανεισμό δημιούργησαν ένα περιβάλλον αυξημένης κατανάλωσης, επενδυτικής δραστηριότητας και πιστωτικής επέκτασης. Ωστόσο, η αναπτυξιακή αυτή πορεία στηρίχθηκε κυρίως στην ενίσχυση της εγχώριας ζήτησης και στον δανεισμό, και όχι σε διαρθρωτικές βελτιώσεις της παραγωγικότητας ή της εξαγωγικής βάσης (OECD, 2011; Pagoulatos, 2018). Η ευκολία χρηματοδότησης εντός της Ευρωζώνης μείωσε τα κίνητρα δημοσιονομικής πειθαρχίας και συνέβαλε στη σταδιακή διόγκωση του δημόσιου χρέους.

Τα δημοσιονομικά προβλήματα επιδεινώθηκαν από χρόνιες αδυναμίες της δημόσιας διοίκησης και της θεσμικής λειτουργίας του κράτους. Η χαμηλή φορολογική συμμόρφωση, η εκτεταμένη φοροδιαφυγή, η περιορισμένη αποτελεσματικότητα του φοροεισπρακτικού μηχανισμού και τα επίμονα πρωτογενή ελλείμματα υπονόμισαν τη βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών (IMF, 2013; Matsaganis, 2011). Παράλληλα, η αύξηση των δημόσιων δαπανών ιδίως σε μισθούς και συντάξεις δεν συνοδεύτηκε από αντίστοιχες μεταρρυθμίσεις στο ασφαλιστικό σύστημα και στη

λειτουργία της δημόσιας διοίκησης, ενισχύοντας τη διαρθρωτική δημοσιονομική ανισορροπία.

Σε επίπεδο παραγωγικής δομής, η ελληνική οικονομία χαρακτηριζόταν από έντονη εξάρτηση από μη εμπορεύσιμους τομείς, όπως οι υπηρεσίες και οι κατασκευές, και από περιορισμένη εξαγωγική δραστηριότητα. Η σταδιακή απώλεια ανταγωνιστικότητας, σε συνδυασμό με την αύξηση του μοναδιαίου κόστους εργασίας, οδήγησε σε διαχρονικά ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, τα οποία χρηματοδοτούνταν μέσω εξωτερικού δανεισμού (European Commission, 2010, Lane, 2012). Στη θεωρία των κρίσεων χρέους, η συσσώρευση εξωτερικών ανισορροπιών θεωρείται βασικός παράγοντας που αυξάνει την πιθανότητα χρηματοπιστωτικής αστάθειας, ιδιαίτερα σε οικονομίες που συμμετέχουν σε νομισματικές ενώσεις χωρίς δυνατότητα συναλλαγματικής προσαρμογής (De Grauwe, 2011).

Η συμμετοχή στην Ευρωζώνη περιόρισε τη δυνατότητα άσκησης ανεξάρτητης νομισματικής πολιτικής και υποτίμησης του νομίσματος, γεγονός που περιόρισε τα διαθέσιμα εργαλεία μακροοικονομικής προσαρμογής. Παρότι επιτεύχθηκε ονομαστική σύγκλιση σε όρους επιτοκίων και πληθωρισμού, δεν συνοδεύτηκε από αντίστοιχη πραγματική σύγκλιση ως προς την παραγωγικότητα, την ανταγωνιστικότητα και τη θεσμική αποτελεσματικότητα (Featherstone, 2011; De Grauwe, 2011). Η απόκλιση αυτή κατέστη εμφανής όταν οι διεθνείς χρηματοπιστωτικές συνθήκες επιδεινώθηκαν.

Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 λειτούργησε ως καταλύτης που αποκάλυψε και επιδείνωσε τις υποκείμενες αδυναμίες της ελληνικής οικονομίας. Η αυξημένη αποστροφή κινδύνου στις διεθνείς αγορές οδήγησε σε επαναξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας χωρών με υψηλό δημόσιο χρέος. Η αναθεώρηση των δημοσιονομικών στοιχείων το 2009 και η αποκάλυψη της πραγματικής έκτασης των ελλειμμάτων έπληξαν σοβαρά την αξιοπιστία της χώρας και επιτάχυναν την απώλεια εμπιστοσύνης των επενδυτών (IMF, 2013; Arghyrou & Tsoukalas, 2011). Τα επιτόκια δανεισμού αυξήθηκαν απότομα, καθιστώντας πρακτικά αδύνατη τη χρηματοδότηση του ελληνικού κράτους από τις διεθνείς αγορές.

Η κρίση αξιοπιστίας μεταφέρθηκε γρήγορα στο τραπεζικό σύστημα, λόγω της στενής διασύνδεσης κράτους και τραπεζών. Οι ελληνικές τράπεζες διακρατούσαν σημαντικό όγκο κρατικών ομολόγων, γεγονός που τις καθιστούσε ιδιαίτερα ευάλωτες στην επιδείνωση της πιστοληπτικής ικανότητας του Δημοσίου. Η άνοδος των αποδόσεων των κρατικών τίτλων και ο αποκλεισμός από τις αγορές περιόρισαν τη ρευστότητα του τραπεζικού συστήματος και μετέφεραν την κρίση στην πραγματική οικονομία μέσω της συρρίκνωσης της πιστωτικής επέκτασης (ECB, 2010; Hardouvelis, 2016).

Υπό αυτές τις συνθήκες, η προσφυγή της Ελλάδας σε μηχανισμό εξωτερικής χρηματοδοτικής στήριξης το 2010 αποτέλεσε ουσιαστικά μονόδρομο για την αποτροπή μιας άτακτης χρεοκοπίας. Η είσοδος της χώρας σε πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής σηματοδότησε την αρχή μιας βαθιάς και παρατεταμένης κρίσης, η οποία δεν ήταν μόνο δημοσιονομική, αλλά και θεσμική, παραγωγική και κοινωνική. Η ελληνική περίπτωση εξελίχθηκε έτσι σε ένα από τα πιο χαρακτηριστικά παραδείγματα κρίσης χρέους εντός νομισματικής ένωσης, προσφέροντας σημαντικό πεδίο ανάλυσης για τη μελέτη των ορίων της οικονομικής σύγκλισης και της λειτουργίας της Ευρωζώνης.

5.2 Μνημόνια, capital controls και αναδιαρθρώσεις χρέους

Μετά την είσοδο της Ελλάδας σε καθεστώς εξωτερικής χρηματοδοτικής στήριξης το 2010, η διαχείριση της κρίσης οργανώθηκε γύρω από την εφαρμογή διαδοχικών προγραμμάτων οικονομικής προσαρμογής. Τα Μνημόνια δεν αποτέλεσαν απλώς μηχανισμό χρηματοδότησης, αλλά λειτούργησαν ως ένα ολοκληρωμένο πλαίσιο άσκησης οικονομικής πολιτικής, επηρεάζοντας τη δημοσιονομική στρατηγική, τη λειτουργία των θεσμών, τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις και τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Στη βιβλιογραφία για τις κρίσεις δημόσιου χρέους επισημαίνεται ότι τα προγράμματα προσαρμογής συνδέονται συχνά με βαθιές μεταβολές στη δομή της οικονομίας, ιδίως όταν εφαρμόζονται σε περιβάλλον περιορισμένης νομισματικής αυτονομίας, όπως στην περίπτωση της Ευρωζώνης (Blanchard, 2013; Stiglitz, 2016).

Το πρώτο πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής επικεντρώθηκε κυρίως στη δημοσιονομική σταθεροποίηση μέσω άμεσων και εκτεταμένων παρεμβάσεων. Η στρατηγική αυτή βασίστηκε στη λογική της ταχείας προσαρμογής, με στόχο την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης των αγορών και τη δημιουργία πρωτογενών πλεονασμάτων. Ωστόσο, η εφαρμογή περιοριστικών δημοσιονομικών πολιτικών σε συνθήκες βαθιάς ύφεσης είχε έντονα υφεσιακές συνέπειες. Σύμφωνα με το IMF (2013), η ταυτόχρονη δημοσιονομική προσαρμογή και συρρίκνωση της οικονομικής δραστηριότητας οδήγησε σε μεγαλύτερη από την αναμενόμενη πτώση του ΑΕΠ, γεγονός που επιβάρυνε βραχυπρόθεσμα τη δυναμική του χρέους. Η εξέλιξη αυτή συνδέεται θεωρητικά με την έννοια των υψηλών δημοσιονομικών πολλαπλασιαστών σε περιόδους ύφεσης, οι οποίοι καθιστούν την προσαρμογή πιο επώδυνη οικονομικά και κοινωνικά.

Η αναγνώριση των περιορισμών της αρχικής στρατηγικής οδήγησε το 2012 στην αναδιάρθρωση του δημόσιου χρέους μέσω της συμμετοχής του ιδιωτικού τομέα (Private Sector Involvement – PSI). Η παρέμβαση αυτή σηματοδότησε μια σημαντική μεταβολή στη διαχείριση της κρίσης, καθώς για πρώτη φορά δόθηκε έμφαση στη μείωση του αποθέματος του χρέους και όχι μόνο στη δημοσιονομική προσαρμογή. Σύμφωνα με την European Commission (2012), η αναδιάρθρωση συνέβαλε στη βελτίωση της βιωσιμότητας του ελληνικού χρέους, αλλά προκάλεσε σημαντικές κεφαλαιακές απώλειες στο τραπεζικό σύστημα και στα ασφαλιστικά ταμεία. Η εμπειρία αυτή επιβεβαιώνει μια βασική διαπίστωση της διεθνούς βιβλιογραφίας, σύμφωνα με την οποία οι αναδιρθρώσεις χρέους, αν και μειώνουν τις χρηματοδοτικές ανάγκες των κρατών, συχνά μεταφέρουν μέρος του κόστους στο εγχώριο χρηματοπιστωτικό σύστημα, ενισχύοντας την αλληλεξάρτηση μεταξύ κρατικού και τραπεζικού κινδύνου (Reinhart & Rogoff, 2009).

Το δεύτερο πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής μετέβαλε σταδιακά το επίκεντρο της πολιτικής από τη βραχυπρόθεσμη δημοσιονομική προσαρμογή προς την εφαρμογή διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και τη σταθεροποίηση του χρηματοπιστωτικού τομέα. Η περίοδος αυτή χαρακτηρίστηκε από προσπάθειες θεσμικού εκσυγχρονισμού, μεταρρυθμίσεις στην αγορά εργασίας και παρεμβάσεις

στο φορολογικό και διοικητικό σύστημα, καθώς και από εκτεταμένες διαδικασίες ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών. Στη σχετική βιβλιογραφία επισημαίνεται ότι η σταθερότητα του τραπεζικού τομέα αποτελεί κρίσιμο παράγοντα για την ανάκαμψη της οικονομίας, καθώς επηρεάζει άμεσα τη διαθεσιμότητα πιστώσεων προς επιχειρήσεις και νοικοκυριά (ECB, 2015). Παρά τις παρεμβάσεις αυτές, η ανάκαμψη παρέμεινε αργή και εύθραυστη, γεγονός που συνδέεται, σύμφωνα με τον Stiglitz (2016), με τις αρνητικές επιπτώσεις της παρατεταμένης λιτότητας σε οικονομίες με περιορισμένη επενδυτική δυναμική και χαμηλή εσωτερική ζήτηση.

Η διεθνής βιβλιογραφία δεν προσεγγίζει ενιαία την αποτελεσματικότητα των προγραμμάτων προσαρμογής στην ελληνική περίπτωση. Ορισμένοι οικονομολόγοι υποστηρίζουν ότι η έμφαση στη γρήγορη δημοσιονομική προσαρμογή ήταν αναγκαία για την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης των αγορών και τη διασφάλιση της παραμονής της χώρας στη ζώνη του ευρώ. Αντίθετα, άλλοι υποστηρίζουν ότι η ένταση και η ταχύτητα των μέτρων λιτότητας επιδείνωσαν την ύφεση, αυξάνοντας τελικά τον λόγο χρέους προς ΑΕΠ και καθυστερώντας την οικονομική ανάκαμψη (Stiglitz, 2016; Krugman, 2012). Αντίστοιχα, στη συζήτηση για την αναδιάρθρωση του χρέους, έχει διατυπωθεί η άποψη ότι το PSI πραγματοποιήθηκε με καθυστέρηση, με αποτέλεσμα το κόστος της προσαρμογής να μεταφερθεί σε μεγαλύτερο βαθμό στην πραγματική οικονομία και στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα. Η εμπειρία αυτή ενίσχυσε τη σχετική βιβλιογραφία που υποστηρίζει ότι σε κρίσεις δημόσιου χρέους η έγκαιρη αναδιάρθρωση μπορεί να περιορίσει την ένταση της ύφεσης και να αποτρέψει τη συσσώρευση χρηματοπιστωτικών κινδύνων (Blanchard, 2013).

Η αναζωπύρωση της αβεβαιότητας το 2015 οδήγησε σε νέα κρίση εμπιστοσύνης και σε έντονη εκροή καταθέσεων από το τραπεζικό σύστημα, με αποτέλεσμα την επιβολή capital controls ως εργαλείου έκτακτης διαχείρισης χρηματοπιστωτικού κινδύνου. Τα μέτρα αυτά στόχευαν στον περιορισμό των εκροών κεφαλαίων και στη διατήρηση της σταθερότητας του τραπεζικού συστήματος, αποτρέποντας μια ανεξέλεγκτη τραπεζική κρίση. Παρότι συνέβαλαν στη συγκράτηση της κρίσης ρευστότητας, επέβαλαν σημαντικούς περιορισμούς στη λειτουργία της πραγματικής οικονομίας,

επηρεάζοντας αρνητικά το εμπόριο, τις επενδύσεις και τη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων (ECB, 2015).

Σε θεωρητικό επίπεδο, οι περιορισμοί στην κίνηση κεφαλαίων θεωρούνται μέτρα έκτακτης ανάγκης που εφαρμόζονται σε συνθήκες τραπεζικής αστάθειας για την αποτροπή συστημικής κατάρρευσης.

Το τρίτο πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής επικεντρώθηκε περισσότερο στην αποκατάσταση της εμπιστοσύνης, στη σταδιακή άρση των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων και στη βελτίωση των όρων εξυπηρέτησης του δημόσιου χρέους. Σε αντίθεση με το PSI, οι μεταγενέστερες παρεμβάσεις έλαβαν τη μορφή επιμηκύνσεων ωριμάνσεων, περιόδων χάριτος και μειώσεων επιτοκίων, με στόχο τη σταθεροποίηση των χρηματοδοτικών αναγκών της χώρας χωρίς να προκληθούν νέες αναταράξεις στο χρηματοπιστωτικό σύστημα (IMF, 2018). Η προσέγγιση αυτή συνδέεται με τη σταδιακή μετατόπιση της ευρωπαϊκής πολιτικής προς πιο μακροπρόθεσμες λύσεις βιωσιμότητας χρέους.

Συνολικά, τα Μνημόνια, τα capital controls και οι αναδιαρθρώσεις χρέους αποτέλεσαν αλληλοσυμπληρούμενα εργαλεία διαχείρισης της ελληνικής κρίσης. Η ανάγκη ταυτόχρονης δημοσιονομικής προσαρμογής, σταθεροποίησης του τραπεζικού συστήματος και αποκατάστασης της εμπιστοσύνης των αγορών δημιούργησε ένα περιβάλλον υψηλής χρηματοοικονομικής αβεβαιότητας και περιορισμένης ρευστότητας. Η ελληνική εμπειρία επιβεβαιώνει ότι η αποτελεσματικότητα των προγραμμάτων προσαρμογής δεν εξαρτάται μόνο από το περιεχόμενο των μέτρων, αλλά και από τον χρόνο εφαρμογής, τη συνοχή της στρατηγικής και τη θεσμική ικανότητα υλοποίησής τους παράγοντες που αναδεικνύονται συστηματικά στη διεθνή βιβλιογραφία για τις κρίσεις χρέους και τις πολιτικές σταθεροποίησης.

5.3 Ο ρόλος των τραπεζών, των θεσμών και της πολιτικής οικονομίας

Κατά την εξέλιξη της ελληνικής οικονομικής κρίσης, το τραπεζικό σύστημα, οι ευρωπαϊκοί και εγχώριοι θεσμοί, καθώς και οι πολιτικές επιλογές λειτούργησαν ως αλληλοεξαρτώμενοι μηχανισμοί που διαμόρφωσαν τόσο τη διάρκεια όσο και την

ένταση της ύφεσης. Η ανάλυση της ελληνικής περίπτωσης δεν μπορεί να περιοριστεί αποκλειστικά σε δημοσιονομικούς δείκτες, αλλά απαιτεί την κατανόηση της δυναμικής σχέσης μεταξύ χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, θεσμικής λειτουργίας και πολιτικών αποφάσεων. Στη σχετική βιβλιογραφία για τις κρίσεις χρέους και τις τραπεζικές κρίσεις επισημαίνεται ότι η αλληλεπίδραση αυτών των παραγόντων μπορεί να ενισχύσει τη μετάδοση της κρίσης στην πραγματική οικονομία και να επιμηκύνει τη διάρκεια της προσαρμογής (Mishkin, 1992; Reinhart & Rogoff, 2009).

Το τραπεζικό σύστημα διαδραμάτισε κεντρικό ρόλο στη μετάδοση της κρίσης στην πραγματική οικονομία. Οι ελληνικές τράπεζες ήταν στενά συνδεδεμένες με το κράτος, καθώς διακρατούσαν σημαντικό όγκο κρατικών ομολόγων και εξαρτώνταν σε μεγάλο βαθμό από τη δημοσιονομική σταθερότητα. Όταν η πιστοληπτική ικανότητα της χώρας επιδεινώθηκε, οι απώλειες μεταφέρθηκαν άμεσα στους τραπεζικούς ισολογισμούς, περιορίζοντας τη δυνατότητα άντλησης ρευστότητας από τις αγορές και ενισχύοντας την εξάρτηση από τη χρηματοδότηση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας. Ως αποτέλεσμα, η παροχή πιστώσεων προς επιχειρήσεις και νοικοκυριά μειώθηκε δραστικά, εντείνοντας την ύφεση και ενισχύοντας τον φαύλο κύκλο μεταξύ χρηματοπιστωτικής αστάθειας και πραγματικής οικονομίας (ECB, 2015).

Η εξέλιξη αυτή συνδέεται με τη θεωρητική προσέγγιση σύμφωνα με την οποία οι τραπεζικές κρίσεις επηρεάζουν άμεσα την οικονομική δραστηριότητα μέσω της συρρίκνωσης της πιστωτικής επέκτασης. Όπως επισημαίνει ο Mishkin (1992), η αποδυνάμωση των τραπεζικών ισολογισμών αυξάνει την αβεβαιότητα, περιορίζει τη διαθεσιμότητα δανεισμού και οδηγεί σε μείωση των επενδύσεων και της κατανάλωσης. Η ελληνική εμπειρία επιβεβαίωσε τη σημασία αυτού του μηχανισμού, καθώς η πιστωτική ασφυξία αποτέλεσε βασικό παράγοντα ενίσχυσης της ύφεσης.

Η αποδυνάμωση του τραπεζικού συστήματος δεν λειτούργησε μόνο ως μηχανισμός μετάδοσης της κρίσης, αλλά και ως πολλαπλασιαστής της. Η μείωση της πιστωτικής επέκτασης περιόρισε τις επενδύσεις, ενίσχυσε την ανεργία και επιδείνωσε τα δημόσια οικονομικά μέσω της συρρίκνωσης των φορολογικών εσόδων. Η δυναμική αυτή επιβεβαιώνει τη θεωρητική προσέγγιση σύμφωνα με την οποία η αλληλεξάρτηση μεταξύ τραπεζών και κράτους μπορεί να δημιουργήσει έναν αυτοτροφοδοτούμενο

μηχανισμό κρίσης, στον οποίο η αποδυνάμωση του ενός τομέα επιβαρύνει τον άλλο. Η διεθνής βιβλιογραφία έχει αναδείξει ότι η στενή διασύνδεση μεταξύ τραπεζικού και κρατικού κινδύνου (sovereign–bank nexus) αποτελεί έναν από τους βασικούς μηχανισμούς ενίσχυσης χρηματοπιστωτικών κρίσεων (Acharya et al., 2014).

Η αναδιάρθρωση του δημόσιου χρέους το 2012 (PSI) επηρέασε περαιτέρω τη σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος. Παρότι συνέβαλε στη μείωση του αποθέματος χρέους, προκάλεσε σημαντικές κεφαλαιακές απώλειες στις τράπεζες, καθιστώντας αναγκαία τη διαδικασία ανακεφαλαιοποίησής τους. Η ανάγκη ενίσχυσης της κεφαλαιακής επάρκειας περιόρισε για μεγάλο χρονικό διάστημα τη δυνατότητα του τραπεζικού τομέα να στηρίζει την οικονομική δραστηριότητα μέσω της παροχής νέων δανείων. Η εμπειρία αυτή συνάδει με τη διεθνή βιβλιογραφία, όπου επισημαίνεται ότι οι τραπεζικές κρίσεις έχουν συχνά μακροχρόνιες επιπτώσεις στην ανάπτυξη, λόγω της καθυστέρησης στην αποκατάσταση της χρηματοδότησης της οικονομίας (Reinhart & Rogoff, 2009).

Παράλληλα, καθοριστικός υπήρξε ο ρόλος των θεσμών στη διαχείριση της κρίσης. Σε ευρωπαϊκό και διεθνές επίπεδο, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο διαμόρφωσαν το πλαίσιο χρηματοδότησης και εποπτείας των προγραμμάτων προσαρμογής. Οι θεσμοί αυτοί καθόρισαν τους δημοσιονομικούς στόχους, το περιεχόμενο των μεταρρυθμίσεων και το χρονοδιάγραμμα εφαρμογής τους, περιορίζοντας σε σημαντικό βαθμό την αυτονομία της εθνικής οικονομικής πολιτικής. Η θεσμική αυτή επιτήρηση στόχευε στην αποκατάσταση της εμπιστοσύνης των αγορών και στη διασφάλιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, αλλά ταυτόχρονα μετέβαλε τη διαδικασία λήψης οικονομικών αποφάσεων σε ένα πιο σύνθετο πολυεπίπεδο πλαίσιο οικονομικής διακυβέρνησης (Pisani-Ferry, 2014).

Σε εγχώριο επίπεδο, οι αδυναμίες της δημόσιας διοίκησης και η περιορισμένη θεσμική ικανότητα εφαρμογής πολιτικών επηρέασαν την αποτελεσματικότητα των μεταρρυθμίσεων. Οι καθυστερήσεις στην υλοποίηση μέτρων, οι συχνές αλλαγές στρατηγικής και η έλλειψη πολιτικής συναίνεσης υπονόμειναν την αξιοπιστία των παρεμβάσεων και ενίσχυσαν το κλίμα αβεβαιότητας. Η εμπειρία αυτή επιβεβαιώνει

τη θεωρητική προσέγγιση της πολιτικής οικονομίας, σύμφωνα με την οποία η επιτυχία των μεταρρυθμίσεων εξαρτάται όχι μόνο από τον σχεδιασμό τους αλλά και από τη θεσμική ικανότητα εφαρμογής τους και από το επίπεδο κοινωνικής αποδοχής (Stiglitz, 2012).

Η διάσταση της πολιτικής οικονομίας αποτέλεσε, επομένως, κρίσιμο παράγοντα στην εξέλιξη της κρίσης. Οι οικονομικές αποφάσεις ελήφθησαν σε ένα περιβάλλον έντονων κοινωνικών πιέσεων, υψηλής ανεργίας και περιορισμένης κοινωνικής ανοχής στα μέτρα προσαρμογής. Η ανάγκη εξισορρόπησης μεταξύ οικονομικής σταθεροποίησης και κοινωνικής συνοχής επηρέασε τον ρυθμό και το εύρος των μεταρρυθμίσεων. Συχνά, οι πολιτικές επιλογές αντανάκλασαν έναν συμβιβασμό μεταξύ των απαιτήσεων των ευρωπαϊκών θεσμών και των εγχώριων πολιτικών περιορισμών, γεγονός που επηρέασε τη συνέπεια και τη συνέχεια της οικονομικής πολιτικής (De Grauwe, 2011).

Συνολικά, η ελληνική εμπειρία ανέδειξε ότι η διαχείριση μιας κρίσης χρέους δεν μπορεί να περιοριστεί σε τεχνικές δημοσιονομικές παρεμβάσεις. Η λειτουργία του τραπεζικού συστήματος, ο ρόλος των θεσμών και οι πολιτικές ισορροπίες διαμόρφωσαν από κοινού την πορεία της κρίσης και τις επιπτώσεις της στην πραγματική οικονομία. Η αλληλεπίδραση αυτών των παραγόντων εξηγεί σε μεγάλο βαθμό γιατί η κρίση στην Ελλάδα υπήρξε τόσο βαθιά και παρατεταμένη, επιβεβαιώνοντας τη σημασία της θεσμικής επάρκειας, της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και της αποτελεσματικής οικονομικής διακυβέρνησης στην αντιμετώπιση κρίσεων δημόσιου χρέους.

5.4 Επιπτώσεις στην πραγματική οικονομία: κατανάλωση, επενδύσεις, ανεργία, επιχειρηματικότητα

Η ελληνική οικονομική κρίση είχε πολυεπίπεδες και διαχρονικές επιπτώσεις στην πραγματική οικονομία, επηρεάζοντας άμεσα τη συμπεριφορά των νοικοκυριών, τη λειτουργία των επιχειρήσεων και τη δομή της αγοράς εργασίας. Σε αντίθεση με τη μακροοικονομική σταθεροποίηση που παρατηρήθηκε σε μεταγενέστερα στάδια, οι επιπτώσεις στην πραγματική οικονομία υπήρξαν βαθιές, παρατεταμένες και

κοινωνικά ορατές, αποτυπώνοντας την ένταση της προσαρμογής που απαιτήθηκε. Η διεθνής βιβλιογραφία επισημαίνει ότι οι κρίσεις δημόσιου χρέους που συνοδεύονται από χρηματοπιστωτική αστάθεια οδηγούν συχνά σε μακροχρόνιες απώλειες εισοδήματος και παραγωγικής δυναμικής, ιδίως όταν συνδυάζονται με τραπεζική απομόχλευση και περιορισμό της πιστωτικής επέκτασης (Reinhart & Rogoff, 2009).

Η ιδιωτική κατανάλωση σημείωσε έντονη και διαρκή πτώση, αντανakλώντας τη σημαντική συρρίκνωση του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών. Οι μειώσεις μισθών και συντάξεων, η αύξηση της άμεσης και έμμεσης φορολογίας και η εκτόξευση της ανεργίας περιόρισαν δραστικά την αγοραστική δύναμη. Παράλληλα, η αυξημένη αβεβαιότητα για την απασχόληση και το εισόδημα οδήγησε σε αλλαγή της καταναλωτικής συμπεριφοράς, με τα νοικοκυριά να περιορίζουν τις δαπάνες τους και να υιοθετούν στάση προληπτικής αποταμίευσης. Η συμπεριφορά αυτή συνδέεται θεωρητικά με την υπόθεση της κατανάλωσης υπό συνθήκες αβεβαιότητας, όπου τα νοικοκυριά προσαρμόζουν τις επιλογές τους προκειμένου να εξομαλύνουν τον διαχρονικό κίνδυνο εισοδήματος (Blanchard, 2013).

Η εξέλιξη αυτή επιδείνωσε τη μείωση της συνολικής ζήτησης, ενισχύοντας τον υφεσιακό κύκλο και επιβραδύνοντας τη διαδικασία οικονομικής ανάκαμψης (OECD, 2016).

Οι επενδύσεις αποτέλεσαν τον τομέα που επλήγη εντονότερα από κάθε άλλον. Η κατάρρευση της εμπιστοσύνης, η περιορισμένη πρόσβαση σε τραπεζική χρηματοδότηση και η αβεβαιότητα ως προς το θεσμικό και φορολογικό περιβάλλον ανέστειλαν τόσο τις ιδιωτικές όσο και τις δημόσιες επενδύσεις. Η αποδυνάμωση των τραπεζικών ισολογισμών και η αυστηροποίηση των πιστοδοτικών κριτηρίων περιόρισαν τη διαθεσιμότητα χρηματοδότησης, ιδίως για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις που εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό από τον τραπεζικό δανεισμό. Στη διεθνή βιβλιογραφία έχει αναδειχθεί ότι η αυξημένη αβεβαιότητα και η περιορισμένη ρευστότητα λειτουργούν αποτρεπτικά για την ανάληψη επενδυτικού κινδύνου, οδηγώντας σε σημαντική μείωση του σχηματισμού παγίου κεφαλαίου (Bernanke, 1983).

Η παρατεταμένη απομόχλευση του τραπεζικού συστήματος ενίσχυσε περαιτέρω τη μείωση των επενδύσεων, καθώς περιορίσε τη δυνατότητα χρηματοδότησης της παραγωγικής δραστηριότητας και αύξησε το κόστος δανεισμού. Η απότομη πτώση των επενδύσεων σε πάγιο κεφάλαιο υπονόμωσε τη μακροπρόθεσμη αναπτυξιακή προοπτική της οικονομίας, περιορίζοντας την ανανέωση του παραγωγικού εξοπλισμού και τη μετάβαση σε πιο παραγωγικές δραστηριότητες. Επιπλέον, η χαμηλή επενδυτική δραστηριότητα λειτούργησε αποτρεπτικά και για τις άμεσες ξένες επενδύσεις, ενισχύοντας την εικόνα οικονομικής στασιμότητας και περιορίζοντας τη δυνατότητα διαρθρωτικού μετασχηματισμού της οικονομίας (European Commission, 2017).

Η αγορά εργασίας υπέστη βαθιά και παρατεταμένη αναδιάρθρωση ως αποτέλεσμα της ύφεσης. Η ανεργία αυξήθηκε σε πρωτοφανή επίπεδα, πλήττοντας ιδιαίτερα τους νέους και τους χαμηλής ειδίκευσης εργαζομένους. Η μακροχρόνια ανεργία εντάθηκε, οδηγώντας σε απώλεια δεξιοτήτων και αποδυνάμωση του ανθρώπινου κεφαλαίου. Παράλληλα, η προσαρμογή πραγματοποιήθηκε σε μεγάλο βαθμό μέσω της μείωσης των πραγματικών μισθών και της αύξησης των ευέλικτων μορφών απασχόλησης, γεγονός που επηρέασε την ποιότητα της εργασίας και την κοινωνική συνοχή. Αν και μετά το 2016 καταγράφηκε σταδιακή μείωση της ανεργίας, μεγάλο μέρος της νέας απασχόλησης χαρακτηριζόταν από χαμηλή αμοιβή και περιορισμένη σταθερότητα (IMF, 2018). Η διεθνής εμπειρική έρευνα δείχνει ότι οι κρίσεις χρέους συνδέονται με επίμονη αύξηση της ανεργίας και καθυστερημένη ανάκαμψη της απασχόλησης, ακόμη και μετά τη σταθεροποίηση των μακροοικονομικών δεικτών (OECD, 2016).

Η επιχειρηματικότητα επηρεάστηκε με διττό τρόπο. Από τη μία πλευρά, η πτώση της ζήτησης, η έλλειψη ρευστότητας και η αυξημένη φορολογική επιβάρυνση οδήγησαν σε μαζικά λουκέτα, κυρίως μικρομεσαίων επιχειρήσεων που αποτελούν τη βασική δομή της ελληνικής οικονομίας. Η περιορισμένη πρόσβαση σε τραπεζική χρηματοδότηση και η αβεβαιότητα ως προς το θεσμικό πλαίσιο περιόρισαν τη βιωσιμότητα πολλών επιχειρηματικών δραστηριοτήτων και ανέστειλαν την υλοποίηση νέων επενδυτικών σχεδίων. Από την άλλη πλευρά, η κρίση δημιούργησε συνθήκες αναδιάρθρωσης, ενισχύοντας μορφές επιχειρηματικότητας ανάγκης, καθώς

και επιλεκτικά την ανάπτυξη καινοτόμων και εξαγωγικά προσανατολισμένων επιχειρήσεων. Ωστόσο, η συνολική συμβολή της επιχειρηματικότητας στην ανάκαμψη παρέμεινε περιορισμένη, λόγω των διαρθρωτικών και χρηματοδοτικών περιορισμών που χαρακτήριζαν το οικονομικό περιβάλλον (World Bank, 2019).

Οι επιπτώσεις αυτές δεν λειτούργησαν μεμονωμένα αλλά σωρευτικά. Η πτώση της κατανάλωσης περιόρισε τα έσοδα των επιχειρήσεων, οδηγώντας σε μείωση των επενδύσεων και της απασχόλησης, γεγονός που με τη σειρά του επιδείνωσε περαιτέρω τη ζήτηση. Παράλληλα, η πιστωτική συρρίκνωση περιόρισε τη δυνατότητα των επιχειρήσεων να χρηματοδοτήσουν τη λειτουργία και την ανάπτυξή τους. Δημιουργήθηκε έτσι ένας αυτοτροφοδοτούμενος υφεσιακός κύκλος, στον οποίο η αποδυνάμωση της πραγματικής οικονομίας και η χρηματοπιστωτική αστάθεια ενίσχυαν αμοιβαία η μία την άλλη.

Συνολικά, οι επιπτώσεις της κρίσης στην πραγματική οικονομία ανέδειξαν την έντονη απόκλιση μεταξύ μακροοικονομικής προσαρμογής και κοινωνικοοικονομικής ευημερίας. Παρά τη σταδιακή βελτίωση ορισμένων δημοσιονομικών και χρηματοοικονομικών δεικτών, η κατανάλωση, οι επενδύσεις, η απασχόληση και η επιχειρηματική δραστηριότητα ανέκαμψαν με βραδύτερο ρυθμό. Η εμπειρία της Ελλάδας επιβεβαιώνει ότι η έξοδος από μια κρίση χρέους δεν ταυτίζεται με την άμεση αποκατάσταση της πραγματικής οικονομίας, αλλά αποτελεί μια μακρόχρονη διαδικασία αναδιάρθρωσης, η οποία εξαρτάται από τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος, την ενίσχυση της εμπιστοσύνης και τη δημιουργία συνθηκών βιώσιμης επενδυτικής ανάπτυξης.

Κεφάλαιο 6: Βιβλιογραφική Ανασκόπηση

6.1 Θεωρητικό υπόβαθρο της κρίσης του 2008

Η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 αποτέλεσε μία από τις σημαντικότερες διαταραχές του παγκόσμιου οικονομικού συστήματος μετά τη Μεγάλη Ύφεση. Η διεθνής βιβλιογραφία συγκλίνει στο ότι η κρίση δεν περιορίστηκε στη στεγαστική αγορά των Ηνωμένων Πολιτειών, αλλά εξελίχθηκε σε συστημική κρίση λόγω υπερβολικής μόχλευσης, αδιαφάνειας σύνθετων χρηματοοικονομικών προϊόντων και ανεπαρκούς εποπτείας (IMF, 2009).

Η Υπόθεση Χρηματοπιστωτικής Αστάθειας του Minsky παρέχει ένα βασικό ερμηνευτικό πλαίσιο, σύμφωνα με το οποίο περίοδοι παρατεταμένης σταθερότητας δημιουργούν υπερβολική αισιοδοξία και αυξημένη ανάληψη κινδύνου. Η επέκταση των στεγαστικών δανείων χαμηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης και η συνεχής άνοδος των τιμών ακινήτων επιβεβαιώνουν αυτή τη δυναμική (Reinhart and Rogoff, 2009).

Παράλληλα, η θεωρία του χρηματοοικονομικού επιταχυντή (Bernanke, Gertler and Gilchrist, 1999) εξηγεί πώς η πτώση των τιμών περιουσιακών στοιχείων επιδεινώνει τους ισολογισμούς νοικοκυριών και επιχειρήσεων, αυξάνοντας το κόστος χρηματοδότησης και ενισχύοντας την ύφεση. Η επιδείνωση των τραπεζικών ισολογισμών μεταφέρθηκε ταχύτατα στην πραγματική οικονομία μέσω της πιστωτικής συστολής.

Η ανάλυση των σπειρών ρευστότητας (Brunnermeier, 2009) αναδεικνύει ότι η απώλεια εμπιστοσύνης και οι αναγκαστικές πωλήσεις περιουσιακών στοιχείων ενισχύουν τη συστημική αστάθεια. Επιπλέον, η θεωρία των παγκόσμιων μακροοικονομικών ανισορροπιών επισημαίνει ότι η υπερβάλλουσα διεθνής ρευστότητα και τα διαρθρωτικά ελλείμματα συνέβαλαν στη δημιουργία φούσκας στην αγορά ακινήτων (Bernanke, 2005).

Στην ελληνική βιβλιογραφία, μελέτες της Τράπεζας της Ελλάδος επισημαίνουν ότι η κρίση του 2008 και η μετέπειτα κρίση χρέους στην Ελλάδα δεν μπορούν να ιδωθούν αποκλειστικά ως χρηματοπιστωτική διαταραχή, αλλά και ως κρίση του αναπτυξιακού

μοντέλου που στηρίχθηκε σε υψηλό δανεισμό, κατανάλωση και διαρθρωτικές ανισορροπίες (Τράπεζα της Ελλάδος, 2014). Η προσέγγιση αυτή ενισχύει τη θεωρητική κατανόηση της κρίσης ως πολυπαραγοντικού φαινομένου, το οποίο συνδέεται με τη λειτουργία των αγορών, των θεσμών και των οικονομικών πολιτικών.

Συνεπώς, η κρίση του 2008 αποτέλεσε αποτέλεσμα αλληλεπίδρασης χρηματοπιστωτικών κύκλων, μακροοικονομικών ανισορροπιών και θεσμικών αδυναμιών, με άμεσες επιπτώσεις στην πραγματική οικονομία.

6.2 Τρόπους μετάδοσης στην Ευρώπη και στην Ελλάδα

Η μετάδοση της χρηματοπιστωτικής κρίσης από τις Ηνωμένες Πολιτείες προς την Ευρώπη πραγματοποιήθηκε μέσω πολλαπλών καναλιών, τα οποία σχετίζονταν με τη διασύνδεση των τραπεζικών συστημάτων, τις διεθνείς κεφαλαιακές ροές και την αλληλεξάρτηση των οικονομιών. Η διεθνής βιβλιογραφία αναδεικνύει ότι η Ευρωζώνη αποτέλεσε ιδιαίτερα εύάλωτο περιβάλλον μετάδοσης της κρίσης, λόγω της θεσμικής της αρχιτεκτονικής και των προϋπαρχουσών μακροοικονομικών ανισορροπιών (De Grauwe, 2011; Lane, 2012).

Κατά την προ της κρίσης περίοδο, η κοινή νομισματική πολιτική και η σύγκλιση των επιτοκίων διευκόλυναν τη ροή κεφαλαίων προς τις οικονομίες της περιφέρειας. Η εξέλιξη αυτή οδήγησε σε αύξηση του ιδιωτικού και δημόσιου δανεισμού, χωρίς να συνοδεύεται από αντίστοιχη βελτίωση της παραγωγικότητας και της ανταγωνιστικότητας. Όταν οι διεθνείς χρηματοπιστωτικές συνθήκες επιδεινώθηκαν, οι κεφαλαιακές ροές περιορίστηκαν απότομα, δημιουργώντας συνθήκες χρηματοπιστωτικής ασφυξίας και αυξημένης αβεβαιότητας (Lane, 2012).

Η βιβλιογραφία υπογραμμίζει επίσης τον ρόλο των εσωτερικών μακροοικονομικών ανισορροπιών εντός της Ευρωζώνης. Οι οικονομίες της περιφέρειας παρουσίαζαν υψηλότερα επίπεδα δημόσιου και ιδιωτικού χρέους, χαμηλότερη ανταγωνιστικότητα και επίμονα ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών, ενώ οι οικονομίες του Βορρά κατέγραφαν πλεονάσματα και ισχυρότερη εξαγωγική βάση. Όταν οι

χρηματοπιστωτικές συνθήκες επιδεινώθηκαν, οι ανισορροπίες αυτές μετατράπηκαν σε κρίσεις χρηματοδότησης και δημόσιου χρέους (Baldwin and Giavazzi, 2015). Παράλληλα, η ανάλυση των De Grauwe και Ji (2013) δείχνει ότι η απουσία μηχανισμού πλήρους νομισματικής στήριξης προς τα κράτη-μέλη ενίσχυσε τη δυναμική αυτοεκπληρούμενων κρίσεων στις αγορές ομολόγων.

Η Ελλάδα αποτελέσει χαρακτηριστική περίπτωση έντονης μετάδοσης της κρίσης, καθώς η επιδείνωση των διεθνών χρηματοπιστωτικών συνθηκών συνέπεσε με την αποκάλυψη διαρθρωτικών αδυναμιών της οικονομίας. Μελέτες της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και της Τράπεζας της Ελλάδος επισημαίνουν ότι η ελληνική οικονομία ήταν ιδιαίτερα ευάλωτη λόγω του υψηλού δημόσιου χρέους, της χαμηλής παραγωγικότητας και της εξάρτησης από τον εξωτερικό δανεισμό (European Commission, 2010; Τράπεζα της Ελλάδος, 2014).

Παράλληλα, η στενή διασύνδεση μεταξύ τραπεζικού και δημόσιου τομέα ενίσχυσε τη μετάδοση της κρίσης. Οι ελληνικές τράπεζες κατείχαν σημαντικό όγκο κρατικών ομολόγων, ενώ η επιδείνωση της πιστοληπτικής ικανότητας του Δημοσίου επηρέασε άμεσα τη σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος. Η δυναμική αυτή, γνωστή στη βιβλιογραφία ως «φαύλος κύκλος κράτους–τραπεζών», αποτέλεσε βασικό μηχανισμό ενίσχυσης της κρίσης (Acharya et al., 2014). Επιπλέον, η αύξηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων, ως αποτέλεσμα της βαθιάς ύφεσης, επιβάρυνε περαιτέρω τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα (Louzis, Vouldis and Metaxas, 2012).

Συνολικά, η βιβλιογραφία συγκλίνει στο ότι η μετάδοση της κρίσης στην Ευρώπη και στην Ελλάδα δεν οφειλόταν αποκλειστικά σε εξωγενείς χρηματοπιστωτικούς παράγοντες, αλλά και σε εσωτερικές διαρθρωτικές αδυναμίες και θεσμικούς περιορισμούς της νομισματικής ένωσης (De Grauwe, 2011). Η ελληνική εμπειρία καταδεικνύει ότι η ένταση μιας κρίσης εξαρτάται από τη δομή της οικονομίας, τη βιωσιμότητα του παραγωγικού μοντέλου και τη θεσμική επάρκεια του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

6.3 Συγκριτική παρουσίαση ερευνών (IMF, OECD, Τράπεζα της Ελλάδος, ακαδημαϊκές μελέτες)

Η διεθνής και ελληνική βιβλιογραφία για την κρίση παρουσιάζει διαφορετικές αλλά συμπληρωματικές προσεγγίσεις ως προς τα αίτια, τη δυναμική και τις επιπτώσεις της. Οι μελέτες διεθνών οργανισμών, όπως το IMF και ο OECD, εστιάζουν κυρίως στη δημοσιονομική προσαρμογή, στη σταθεροποίηση του χρηματοπιστωτικού συστήματος και στις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις ως βασικούς μηχανισμούς εξόδου από την κρίση (IMF, 2013; OECD, 2016).

Το IMF δίνει ιδιαίτερη έμφαση στη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους, στη δημοσιονομική εξυγίανση και στην ανάγκη αποκατάστασης της εμπιστοσύνης των αγορών. Η προσέγγισή του εστιάζει στη σταθεροποίηση μέσω δημοσιονομικής προσαρμογής και θεσμικής ενίσχυσης της χρηματοπιστωτικής εποπτείας. Αντίθετα, ο OECD επικεντρώνεται περισσότερο στις μακροπρόθεσμες διαρθρωτικές αλλαγές, όπως η ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας, η βελτίωση της παραγωγικότητας και η αποτελεσματικότερη λειτουργία των αγορών εργασίας και προϊόντων (OECD, 2016).

Από την άλλη πλευρά, η ελληνική θεσμική βιβλιογραφία, κυρίως μέσω των αναλύσεων της Τράπεζας της Ελλάδος, εστιάζει περισσότερο στις επιπτώσεις της κρίσης στην εγχώρια οικονομία.

Οι μελέτες αυτές αναδεικνύουν τον ρόλο του τραπεζικού συστήματος, της πιστωτικής συρρίκνωσης και της πτώσης της εγχώριας ζήτησης ως βασικών παραγόντων που ενίσχυσαν την ύφεση (Τράπεζα της Ελλάδος, 2014). Ιδιαίτερη έμφαση δίνεται στη διαχείριση των μη εξυπηρετούμενων δανείων και στην ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών ως προϋποθέσεις για την αποκατάσταση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας.

Παράλληλα, η ακαδημαϊκή βιβλιογραφία προσεγγίζει την κρίση με πιο σύνθετο τρόπο, αναδεικνύοντας τη σημασία της αρχιτεκτονικής της Ευρωζώνης, των χρηματοπιστωτικών ανισορροπιών και της αλληλεπίδρασης μεταξύ θεσμών και αγορών. Μελέτες οικονομολόγων υποστηρίζουν ότι η κρίση δεν μπορεί να ερμηνευθεί αποκλειστικά ως αποτέλεσμα δημοσιονομικών αστοχιών, αλλά ως

συνέπεια της λειτουργίας μιας νομισματικής ένωσης χωρίς πλήρη δημοσιονομική και τραπεζική ενοποίηση (De Grauwe, 2011; Lane, 2012). Η ανάλυση αυτή μετατοπίζει την έμφαση από το καθαρά εθνικό επίπεδο στο θεσμικό πλαίσιο της Ευρωζώνης.

Η σύγκριση των διαφορετικών προσεγγίσεων αναδεικνύει ότι δεν υπάρχει μία ενιαία ερμηνεία για την ελληνική κρίση. Οι διεθνείς οργανισμοί τείνουν να δίνουν μεγαλύτερη έμφαση στη δημοσιονομική προσαρμογή και στις μεταρρυθμίσεις ως μέσα αποκατάστασης της εμπιστοσύνης. Οι ακαδημαϊκές μελέτες αναδεικνύουν περισσότερο τον ρόλο των θεσμικών αδυναμιών της Ευρωζώνης και της χρηματοπιστωτικής αστάθειας. Οι ελληνικές θεσμικές αναλύσεις, αντίστοιχα, εστιάζουν κυρίως στις επιπτώσεις της κρίσης στην πραγματική οικονομία και στο τραπεζικό σύστημα.

Η συνδυαστική αξιολόγηση αυτών των προσεγγίσεων οδηγεί στο συμπέρασμα ότι η ελληνική κρίση αποτέλεσε αποτέλεσμα της αλληλεπίδρασης δημοσιονομικών, χρηματοπιστωτικών και θεσμικών παραγόντων. Η κατανόηση της κρίσης απαιτεί, επομένως, μια πολυδιάστατη προσέγγιση που λαμβάνει υπόψη τόσο τις διεθνείς εξελίξεις όσο και τις ιδιαιτερότητες της ελληνικής οικονομίας. Παράλληλα, η βιβλιογραφία υποδηλώνει ότι η βελτίωση των μακροοικονομικών δεικτών δεν συνεπάγεται αυτομάτως και πλήρη αποκατάσταση της πραγματικής οικονομίας, γεγονός που καθιστά απαραίτητη τη συστηματική εμπειρική ανάλυση της περιόδου 2015–2025 στο επόμενο κεφάλαιο

Κεφάλαιο 7: Η ελληνική οικονομία το 2015-2025

Η προηγούμενη ενότητα ανέλυσε τη διεθνή και ελληνική βιβλιογραφία σχετικά με τη χρηματοπιστωτική κρίση του 2008, καθώς και τους βασικούς μηχανισμούς μετάδοσης των οικονομικών διαταραχών μεταξύ των οικονομιών. Η σχετική βιβλιογραφία αναδεικνύει τις σημαντικές επιπτώσεις της κρίσης στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα και ιδιαίτερα στις οικονομίες της Ευρωζώνης, επισημαίνοντας τον καθοριστικό ρόλο θεσμικών, δημοσιονομικών και χρηματοπιστωτικών παραγόντων στη διαμόρφωση της έντασης και της διάρκειας των κρίσεων.

Ωστόσο, πέρα από τη θεωρητική προσέγγιση, καθίσταται αναγκαία η εμπειρική διερεύνηση της πορείας της ελληνικής οικονομίας κατά την περίοδο που ακολούθησε την κρίση. Για τον λόγο αυτό, το παρόν κεφάλαιο εξετάζει την εξέλιξη της ελληνικής οικονομίας κατά την περίοδο 2015–2025, με έμφαση στη φάση της μεταμνημονιακής σταθεροποίησης και της σταδιακής οικονομικής ανάκαμψης.

Η ανάλυση βασίζεται στη συλλογή και επεξεργασία στατιστικών δεδομένων από διεθνώς αναγνωρισμένες βάσεις, όπως η Eurostat, η Ελληνική Στατιστική Αρχή (ΕΛΣΤΑΤ), η Τράπεζα της Ελλάδος, το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (IMF), η Παγκόσμια Τράπεζα και ο Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (OECD), οι οποίες διασφαλίζουν την αξιοπιστία και τη συγκρισιμότητα των στοιχείων.

Στο πλαίσιο αυτό εξετάζονται βασικοί μακροοικονομικοί δείκτες, όπως το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (ΑΕΠ) και ο ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης, ο πληθωρισμός, το δημόσιο χρέος και ο εξωτερικός τομέας, καθώς και δείκτες της αγοράς εργασίας, όπως η ανεργία, οι μισθοί και η παραγωγικότητα.

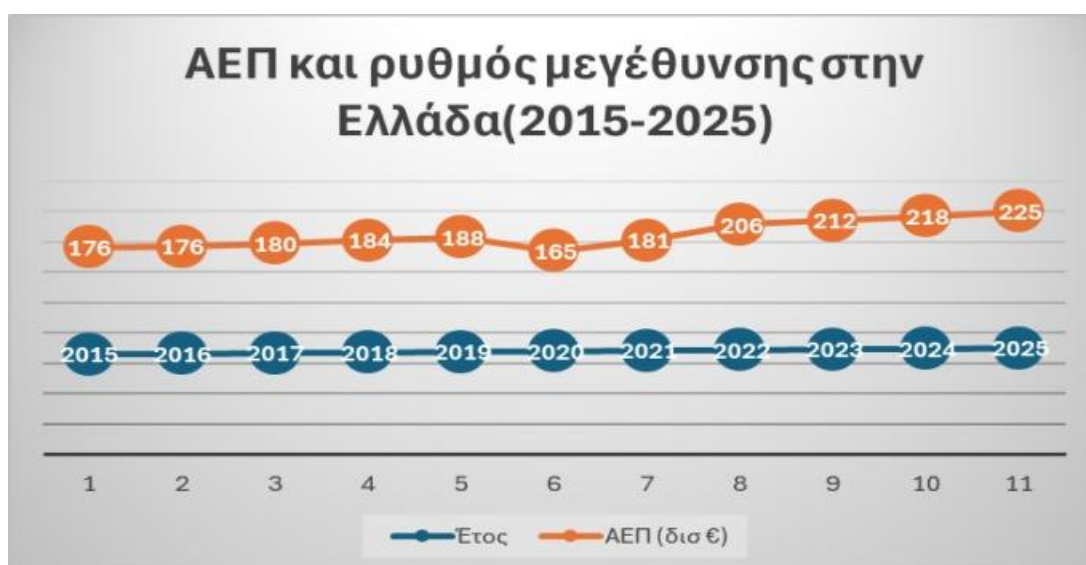
Τα δεδομένα παρουσιάζονται σε πίνακες και διαγράμματα, με στόχο την ανάδειξη των βασικών τάσεων που χαρακτηρίζουν την ελληνική οικονομία κατά την εξεταζόμενη περίοδο. Παράλληλα, πραγματοποιείται συγκριτική αξιολόγηση με τον μέσο όρο της Ευρωζώνης και επιλεγμένες οικονομίες που επηρεάστηκαν από την

κρίση, προκειμένου να αναδειχθούν οι διαφοροποιήσεις ως προς τη δυναμική της ανάκαμψης και τον βαθμό σύγκλισης.

Ιδιαίτερη έμφαση δίνεται στη διερεύνηση της σχέσης μεταξύ της εξέλιξης των μακροοικονομικών δεικτών και της πραγματικής οικονομίας, προκειμένου να αναδειχθεί ο βαθμός στον οποίο η βελτίωση των συνολικών οικονομικών μεγεθών μεταφράζεται σε ουσιαστική ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας και της ευημερίας.

7.1 Μακροοικονομικοί δείκτες (ΑΕΠ, ανάπτυξη, πληθωρισμός, εξαγωγές - εισαγωγές, επενδύσεις, δημόσιο χρέος)

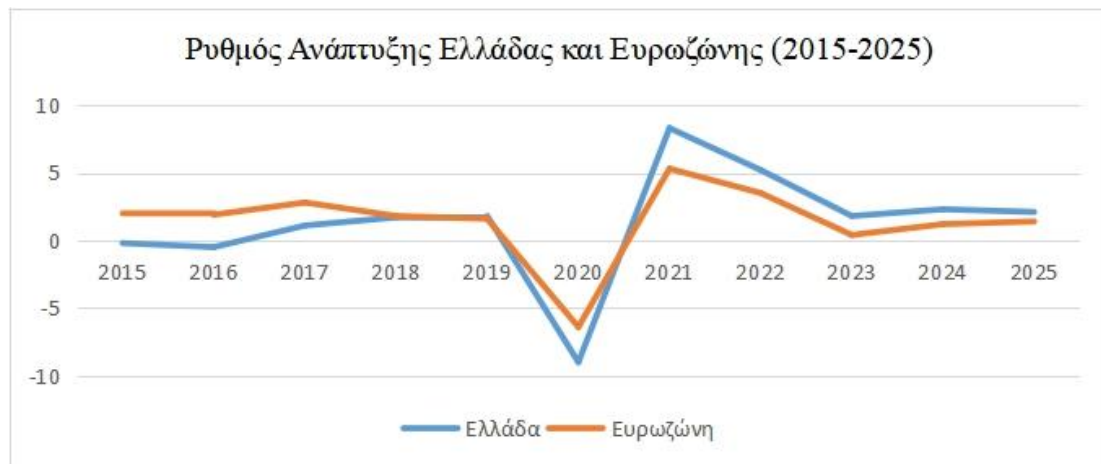
Η περίοδος 2015–2025 χαρακτηρίζεται από τη σταδιακή μετάβαση της ελληνικής οικονομίας από την ύφεση σε φάση ανάκαμψης, μετά την κρίση χρέους της προηγούμενης δεκαετίας. Η εξέλιξη των βασικών μακροοικονομικών μεγεθών αποτυπώνει μια πορεία σταθεροποίησης, η οποία όμως συνοδεύεται από σημαντικές διακυμάνσεις λόγω εξωγενών παραγόντων, όπως η πανδημία COVID-19 και η ενεργειακή κρίση.



Διάγραμμα 7.1.1 ΑΕΠ και ρυθμός ανάπτυξης της Ελλάδος (2015-2025)

Πηγή: Eurostat (2026), European Commission (2025). Σημείωση: Οι τιμές για τα έτη 2024 και 2025 αποτελούν εκτιμήσεις και βασίζονται σε στοιχεία της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, της Eurostat.

Στο διάγραμμα 7.1.1 η πορεία του ΑΕΠ καταδεικνύει μια στασιμότητα την περίοδο 2015–2016, ακολουθούμενη από ήπια ανάπτυξη έως το 2019. Η πανδημία το 2020 προκάλεσε βαθιά ύφεση (-9%), ωστόσο η οικονομία ανέκαμψε έντονα το 2021 και 2022. Παρά τη βελτίωση, οι ρυθμοί ανάπτυξης μετά το 2023 εμφανίζουν επιβράδυνση, γεγονός που υποδηλώνει περιορισμένη δυναμική.



Διάγραμμα 7.1.2 Ελλάδα vs Ευρωζώνη-Ρυθμός ανάπτυξης (%)

Πηγή: Eurostat(2026), European Commission(2025). Σημείωση: Οι τιμές για τα έτη 2024 και 2025 αποτελούν εκτιμήσεις και βασίζονται σε στοιχεία της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, της Eurostat και λοιπών διεθνών οργανισμών.

Όπως προκύπτει από το Διάγραμμα 7.1.2, η ελληνική οικονομία εμφανίζει εντονότερες διακυμάνσεις σε σχέση με την Ευρωζώνη. Η ύφεση του 2020 είναι σημαντικά βαθύτερη, ενώ η ανάκαμψη των ετών 2021–2022 παρουσιάζεται ισχυρότερη, γεγονός που αποδίδεται εν μέρει στο φαινόμενο της ανάκαμψης από χαμηλή βάση. Επιπλέον, η περίοδος 2015–2016 χαρακτηρίζεται από οικονομική στασιμότητα και αυξημένη αβεβαιότητα, γεγονός που αντανακλά τη μεταβατική

φάση της ελληνικής οικονομίας πριν την είσοδο σε τροχιά σταθεροποίησης από το 2017 και μετά.



Διάγραμμα 7.1.3 Πληθωρισμός στην Ελλάδα (2015–2025)

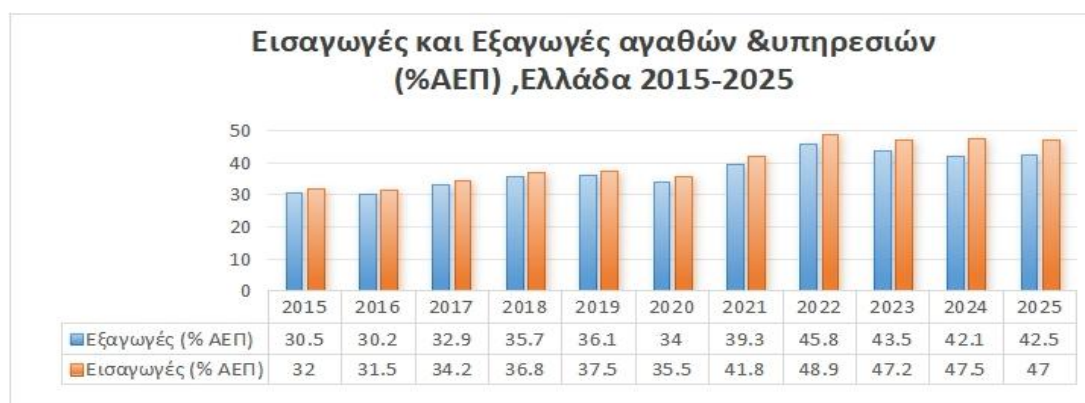
Πηγή: Eurostat (2026), ΕΛΣΤΑΤ (2025). Σημείωση: Οι τιμές για τα έτη 2024 και 2025 αποτελούν εκτιμήσεις και βασίζονται σε στοιχεία της Eurostat και της ΕΛΣΤΑΤ.

Το διάγραμμα αποτυπώνει την εξέλιξη του πληθωρισμού στην Ελλάδα για την περίοδο 2015–2025, αναδεικνύοντας τρεις διακριτές φάσεις που συνδέονται άμεσα με τις μακροοικονομικές εξελίξεις. Κατά την περίοδο 2015–2019, η ελληνική οικονομία κινείται σε περιβάλλον χαμηλού έως αρνητικού πληθωρισμού, με χαρακτηριστικό το $-1,1\%$ το 2015, γεγονός που αντανακλά την υποτονική ζήτηση και τις επιπτώσεις της παρατεταμένης δημοσιονομικής προσαρμογής.

Το 2020, η πανδημία COVID-19 εντείνει τις αποπληθωριστικές πιέσεις, οδηγώντας τον δείκτη σε $-1,3\%$, επιβεβαιώνοντας την ευαισθησία της οικονομίας σε εξωγενή σοκ και τη στενή σύνδεση του πληθωρισμού με την πορεία της κατανάλωσης.

Αντίθετα, κατά την περίοδο 2021–2025 παρατηρείται έντονη πληθωριστική άνοδος, με κορύφωση στο 9,2% το 2022, κυρίως λόγω της ενεργειακής κρίσης που προκάλεσε ο πόλεμος στην Ουκρανία. Ωστόσο, η μεταγενέστερη αποκλιμάκωση και σταθεροποίηση του πληθωρισμού κοντά στο 2,9% την περίοδο 2024–2025, επίπεδο συμβατό με τον στόχο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, δεν συνεπάγεται απαραίτητα πλήρη ομαλοποίηση των συνθηκών στην πραγματική οικονομία.

Ειδικότερα, η ταχεία αύξηση των τιμών την περίοδο 2021–2022 είχε σωρευτικές επιπτώσεις στο διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών, ενώ η μεταγενέστερη αποκλιμάκωση δεν αντισταθμίζει πλήρως την απώλεια αγοραστικής δύναμης. Συνεπώς, η εξέλιξη του πληθωρισμού αναδεικνύει μια πιθανή απόκλιση μεταξύ μακροοικονομικών δεικτών και πραγματικής οικονομικής ευημερίας, στοιχείο που χρήζει περαιτέρω διερεύνησης.



Διάγραμμα 7.1.4 Εξαγωγές και Εισαγωγές Αγαθών & Υπηρεσιών (% ΑΕΠ), Ελλάδα (2015–2025)

Πηγή: Eurostat (2026). Σημείωση: Οι τιμές για τα έτη 2024 και 2025 αποτελούν εκτιμήσεις και βασίζονται σε στοιχεία της Eurostat .

Το διάγραμμα παρουσιάζει την εξέλιξη των εξαγωγών και εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών ως ποσοστό του ΑΕΠ για την Ελλάδα την περίοδο 2015–2025, αναδεικνύοντας τη διαχρονική εξάρτηση της οικονομίας από το εξωτερικό εμπόριο. Καθ' όλη τη διάρκεια της περιόδου, οι εισαγωγές υπερβαίνουν συστηματικά τις εξαγωγές, γεγονός που υποδηλώνει τη διατήρηση εμπορικού ελλείμματος, με τη διαφορά να κυμαίνεται μεταξύ περίπου 1,5 και 6,4 ποσοστιαίων μονάδων του ΑΕΠ.

Κατά την περίοδο 2015–2019 παρατηρείται σταδιακή άνοδος και των δύο μεγεθών, εξέλιξη που συνδέεται με την ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας μετά την κρίση χρέους και την ενίσχυση της εξωστρέφειας. Το 2020, ωστόσο, η πανδημία COVID-19 προκαλεί έντονη υποχώρηση τόσο των εξαγωγών όσο και των εισαγωγών, με τις εξαγωγές να επηρεάζονται δυσανάλογα, κυρίως λόγω της κατάρρευσης του τουρισμού, ο οποίος αποτελεί βασικό πυλώνα των εξαγόμενων υπηρεσιών.

Στη συνέχεια, κατά την περίοδο 2021–2022, καταγράφεται ισχυρή άνοδος και των δύο δεικτών, οι οποίοι φθάνουν σε ιστορικά υψηλά επίπεδα το 2022. Η εξέλιξη αυτή αποδίδεται σε μεγάλο βαθμό στην ενεργειακή κρίση και την άνοδο των διεθνών τιμών ενέργειας, που διογκώνουν την ονομαστική αξία τόσο των εισαγωγών όσο και των εξαγωγών. Από το 2023 και μετά, παρατηρείται σταδιακή αποκλιμάκωση και σχετική σταθεροποίηση των μεγεθών.

Ωστόσο, η αύξηση της συμμετοχής του εξωτερικού εμπορίου στο ΑΕΠ δεν αντανakλά αποκλειστικά βελτίωση της παραγωγικής βάσης της οικονομίας. Αντίθετα, η διεύρυνση των εισαγωγών, ιδίως σε περιόδους αυξημένων τιμών ενέργειας, υποδηλώνει διαρθρωτικές αδυναμίες και εξάρτηση από εισαγόμενους πόρους. Συνεπώς, τα στοιχεία αναδεικνύουν ότι η ενίσχυση της εξωστρέφειας δεν συνοδεύεται απαραίτητα από αντίστοιχη βελτίωση του εμπορικού ισοζυγίου, γεγονός που περιορίζει τη συμβολή του εξωτερικού τομέα στη βιώσιμη ανάπτυξη.



Διάγραμμα 7.1.5 Επενδύσεις ως ποσοστό του ΑΕΠ (2015–2025)

Πηγή: Eurostat (2026), European Commission (2025c), AMECO (2025c). Σημείωση: Οι τιμές για τα έτη 2024 και 2025 αποτελούν εκτιμήσεις και βασίζονται σε στοιχεία της Eurostat, European Commission και AMECO.

Η εξέταση του διαγράμματος καταδεικνύει την πορεία των επενδύσεων ως ποσοστό του ΑΕΠ στην Ελλάδα κατά την περίοδο 2015–2025, αναδεικνύοντας μια σταδιακή αλλά εύθραυστη διαδικασία ανάκαμψης. Ειδικότερα, κατά τα πρώτα έτη της περιόδου, οι επενδύσεις κινούνται σε σχετικά χαμηλά επίπεδα, από 11,5% το 2015 σε 11,0% το 2016, αντανakλώντας την αβεβαιότητα που επικρατούσε στην οικονομία. Από το 2017 και έως το 2019 παρατηρείται σταδιακή ενίσχυση, με τις επενδύσεις να αυξάνονται από 12,5% σε 13,5% του ΑΕΠ, ως αποτέλεσμα της βελτίωσης του οικονομικού κλίματος.

Η πανδημική κρίση του 2020 οδήγησε σε νέα υποχώρηση των επενδύσεων στο 11,0% του ΑΕΠ, επιβεβαιώνοντας την ευαισθησία τους σε εξωγενή σοκ. Ωστόσο, από το 2021 και μετά καταγράφεται ισχυρή ανάκαμψη, με τις επενδύσεις να αυξάνονται σε 13,7% το 2021 και να κορυφώνονται σε ιστορικά υψηλό επίπεδο 15,0% το 2023, υπό την επίδραση των ευρωπαϊκών χρηματοδοτικών εργαλείων, όπως το Ταμείο Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας και τα προγράμματα ΕΣΠΑ. Η ανοδική πορεία

συνεχίζεται και το 2024 (15,4%), ενώ το 2025 καταγράφεται σταθεροποίηση σε υψηλό επίπεδο (15,2%).

Παρά τη σημαντική αυτή βελτίωση, το επίπεδο των επενδύσεων παραμένει σχετικά χαμηλότερο σε σύγκριση με τον ευρωπαϊκό μέσο όρο, γεγονός που υποδηλώνει ότι η ανάκαμψη δεν είναι πλήρως εδραιωμένη. Επιπλέον, η έντονη συμβολή εξωτερικών πόρων στη χρηματοδότηση των επενδύσεων αναδεικνύει την ύπαρξη διαρθρωτικών περιορισμών, οι οποίοι ενδέχεται να επηρεάσουν τη βιωσιμότητα της επενδυτικής δυναμικής στο μέλλον.



Διάγραμμα 7.1.6 Δημόσιο χρέος της Ελλάδας ως ποσοστό του ΑΕΠ(2015-2025)

Πηγή: Eurostat (2026). Σημείωση: Οι τιμές για τα έτη 2024 και 2025 αποτελούν εκτιμήσεις και βασίζονται σε στοιχεία της Eurostat.

Το διάγραμμα αποτυπώνει την εξέλιξη του δημόσιου χρέους της Ελλάδας ως ποσοστό του ΑΕΠ κατά την περίοδο 2015–2025, αναδεικνύοντας έντονες διακυμάνσεις που συνδέονται τόσο με εσωτερικούς όσο και με εξωγενείς παράγοντες. Κατά την περίοδο 2015–2019, το δημόσιο χρέος διατηρείται σε ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα, κυμαινόμενο από 177% έως 181–183% του ΑΕΠ, γεγονός που αντανακλά τη μεταμνημονιακή προσαρμογή της ελληνικής οικονομίας και τη σταδιακή σταθεροποίηση των δημοσιονομικών μεγεθών.

Το 2020 παρατηρείται απότομη εκτίναξη του χρέους σε επίπεδα άνω του 206–212% του ΑΕΠ, ως αποτέλεσμα της πανδημικής κρίσης COVID-19, η οποία προκάλεσε ταυτόχρονα αύξηση των δημοσίων δαπανών και σημαντική συρρίκνωση του ΑΕΠ. Η εξέλιξη αυτή επιβεβαιώνει την υψηλή ευαισθησία του λόγου χρέους προς ΑΕΠ σε μακροοικονομικά σοκ.

Στη συνέχεια, από το 2021 και μετά, καταγράφεται σταδιακή αποκλιμάκωση του δείκτη, από περίπου 194–198% το 2021 σε 171–173% το 2022, 166–170% το 2023 και περαιτέρω σε 154,2% το 2024 και 149,7% το 2025. Η πτωτική αυτή πορεία συνδέεται κυρίως με την ισχυρή οικονομική ανάκαμψη, την αύξηση του ονομαστικού ΑΕΠ και τη βελτίωση των δημοσιονομικών επιδόσεων.

Ωστόσο, παρά τη σημαντική μείωση μετά το 2021, το επίπεδο του δημόσιου χρέους παραμένει από τα υψηλότερα στην Ευρωζώνη, γεγονός που υποδηλώνει τη διατήρηση σημαντικών δημοσιονομικών περιορισμών. Επιπλέον, η αποκλιμάκωση του δείκτη οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στη μεγέθυνση του ΑΕΠ και λιγότερο σε απόλυτη μείωση του χρέους, γεγονός που αναδεικνύει την ανάγκη για διατηρήσιμη δημοσιονομική προσαρμογή και ενίσχυση της αναπτυξιακής δυναμικής της οικονομίας. Συνεπώς, η βελτίωση του λόγου χρέους προς ΑΕΠ δεν συνεπάγεται αυτόματα και ουσιαστική απομείωση του χρέους, αλλά αντανακλά σε σημαντικό βαθμό τη συγκυριακή ενίσχυση του ονομαστικού ΑΕΠ.



Διάγραμμα 7.1.7 Σύγκριση δημόσιου χρέους Ελλάδας, Ευρωζώνης και χωρών PIIGS (2025)

Πηγή: Eurostat (2026), European Commission (2025a)

Σημείωση: Τα στοιχεία αποτελούν εκτιμήσεις. Ο ρυθμός ανάπτυξης της Ιρλανδίας δεν είναι πλήρως συγκρίσιμος με τις υπόλοιπες οικονομίες λόγω της σημαντικής επίδρασης των πολυεθνικών επιχειρήσεων στα εθνικά λογιστικά μεγέθη.

Το διάγραμμα παρουσιάζει το επίπεδο του δημόσιου χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ για την Ελλάδα, την Ευρωζώνη και τις χώρες PIIGS το 2025, αναδεικνύοντας σημαντικές διαφοροποιήσεις μεταξύ των οικονομιών. Η Ελλάδα καταγράφει το υψηλότερο επίπεδο χρέους, περίπου 149,7% του ΑΕΠ, διατηρώντας σαφή απόσταση από τις υπόλοιπες χώρες. Ακολουθεί η Ιταλία με 137,8%, ενώ η Ισπανία και η Πορτογαλία εμφανίζουν χαμηλότερα επίπεδα, της τάξης του 103,2% και 91,5% αντίστοιχα. Ιδιαίτερα αξιοσημείωτη είναι η περίπτωση της Ιρλανδίας, η οποία παρουσιάζει εξαιρετικά χαμηλό δείκτη χρέους (33%), γεγονός που αντικατοπτρίζει τη διαφορετική δομή και δυναμική της οικονομίας της. Ο μέσος όρος της Ευρωζώνης διαμορφώνεται στο 88,5%, σημαντικά χαμηλότερα από το ελληνικό επίπεδο.

Η σύγκριση αυτή αναδεικνύει ότι, παρά τη σημαντική αποκλιμάκωση του ελληνικού χρέους τα τελευταία έτη, η χώρα εξακολουθεί να αντιμετωπίζει το υψηλότερο επίπεδο δημοσιονομικής επιβάρυνσης μεταξύ των εξεταζόμενων οικονομιών. Παράλληλα, διαπιστώνεται ότι χώρες όπως η Πορτογαλία και η Ισπανία έχουν επιτύχει μεγαλύτερη προσαρμογή, προσεγγίζοντας περισσότερο τον μέσο όρο της Ευρωζώνης.

Ωστόσο, η σύγκριση των επιπέδων χρέους δεν αποτυπώνει πλήρως τη βιωσιμότητα των δημοσίων οικονομικών, καθώς δεν λαμβάνει υπόψη παράγοντες όπως η διάρθρωση του χρέους, το κόστος εξυπηρέτησης και οι ρυθμοί ανάπτυξης. Συνεπώς, το υψηλό επίπεδο του ελληνικού χρέους, αν και παραμένει κρίσιμο ζήτημα, θα πρέπει να αξιολογείται σε συνδυασμό με τη δυναμική του ΑΕΠ και τις ευρύτερες μακροοικονομικές συνθήκες.

Συνεπώς, παρά τη βελτίωση των δημοσιονομικών δεικτών, η Ελλάδα εξακολουθεί να παρουσιάζει σημαντική απόκλιση από τον μέσο όρο της Ευρωζώνης, γεγονός που υποδηλώνει ότι η διαδικασία σύγκλισης παραμένει σε εξέλιξη.



Διάγραμμα 7.1.8 Ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης (%) – Ελλάδα, Ευρωζώνη και χώρες PIIGS (2025)

Πηγή: Eurostat (2026), European Commission (2025a)

Σημείωση: Τα στοιχεία αποτελούν εκτιμήσεις. Ο ρυθμός ανάπτυξης της Ιρλανδίας δεν είναι πλήρως συγκρίσιμος με τις υπόλοιπες οικονομίες λόγω της σημαντικής επίδρασης των πολυεθνικών επιχειρήσεων στα εθνικά λογιστικά μεγέθη.

Η συγκριτική αποτύπωση των ρυθμών οικονομικής ανάπτυξης για την Ελλάδα, τις χώρες PIIGS και την Ευρωζώνη το 2025 αναδεικνύει σημαντικές διαφοροποιήσεις μεταξύ των οικονομιών. Η Ελλάδα καταγράφει ρυθμό ανάπτυξης 2,1%, υψηλότερο από τον μέσο όρο της Ευρωζώνης (1,3%), γεγονός που υποδηλώνει ενισχυμένη αναπτυξιακή δυναμική. Η Ισπανία εμφανίζει την υψηλότερη επίδοση (2,5%), ενώ η Πορτογαλία ακολουθεί με 1,9%. Αντίθετα, η Ιταλία παρουσιάζει τον χαμηλότερο ρυθμό ανάπτυξης (0,9%), υποδηλώνοντας ασθενέστερη οικονομική δυναμική, ενώ η Ιρλανδία καταγράφει ιδιαίτερα υψηλό ρυθμό ανάπτυξης, αντανakλώντας τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της οικονομίας της.

Συνολικά, τα στοιχεία καταδεικνύουν ότι, παρά τη γενικότερη ανάκαμψη, οι διαφορές μεταξύ των χωρών παραμένουν έντονες, γεγονός που υποδηλώνει ότι η αναπτυξιακή σύγκλιση εντός της Ευρωζώνης δεν έχει ακόμη επιτευχθεί πλήρως.

Συνεπώς, η υψηλότερη ανάπτυξη ορισμένων οικονομιών δεν συνεπάγεται απαραίτητα και διαρθρωτική σύγκλιση, αλλά αντανακλά σε σημαντικό βαθμό συγκυριακούς παράγοντες.

7.2 Εξέλιξη αγοράς εργασίας -ανεργία, μισθοί, παραγωγικότητα,μη εξυπηρετούμενα δάνεια στην Ελλάδα



Διάγραμμα 7.2.1 Ποσοστό ανεργίας στην Ελλάδα (2015–2025)

Πηγή: Eurostat (2026). Σημείωση: Τα στοιχεία για τα έτη 2024 και 2025 αποτελούν εκτιμήσεις.

Η ανεργία στην Ελλάδα παρουσιάζει σαφή πτωτική πορεία κατά την περίοδο 2015–2025, μειούμενη από εξαιρετικά υψηλά επίπεδα (24,9%) σε μονοψήφια ποσοστά το 2025.

Η αποκλιμάκωση αυτή αντανακλά τη σταδιακή ανάκαμψη της οικονομίας μετά την κρίση, την αύξηση της απασχόλησης και τη βελτίωση των μακροοικονομικών συνθηκών. Ωστόσο, παρά τη σημαντική βελτίωση, το ποσοστό ανεργίας παραμένει

υψηλότερο από τον ευρωπαϊκό μέσο όρο, γεγονός που υποδηλώνει ότι η πλήρης αποκατάσταση της αγοράς εργασίας δεν έχει ακόμη επιτευχθεί.



Διάγραμμα 7.2.2 Μισθοί και παραγωγικότητα εργασίας στην Ελλάδα (δείκτης 2015=100)

Πηγή:OECD(2025), Eurostat(2026). Σημείωση: Τα στοιχεία για το έτος 2025 αποτελούν εκτιμήσεις.

Το διάγραμμα απεικονίζει την εξέλιξη των μισθών και της παραγωγικότητας της εργασίας στην Ελλάδα για την περίοδο 2015–2025, με βάση το έτος 2015 (=100). Παρατηρείται ότι η παραγωγικότητα ακολουθεί σταθερή ανοδική πορεία καθ' όλη τη διάρκεια της περιόδου, αυξανόμενη από 100 το 2015 σε 108 το 2025. Αντίθετα, οι μισθοί εμφανίζουν πιο ήπια και διακυμαινόμενη εξέλιξη, με μικρή υποχώρηση τα πρώτα χρόνια (98 το 2017), σταδιακή ανάκαμψη και τελικά σύγκλιση με την παραγωγικότητα το 2025.

Η απόκλιση που παρατηρείται μεταξύ παραγωγικότητας και μισθών κατά την ενδιάμεση περίοδο υποδηλώνει ότι η αύξηση της αποδοτικότητας της εργασίας δεν συνοδεύτηκε άμεσα από αντίστοιχη ενίσχυση των αποδοχών. Το γεγονός αυτό αντανακλά δομικές αδυναμίες της ελληνικής αγοράς εργασίας, καθώς και τις επιπτώσεις της οικονομικής κρίσης και της περιόδου προσαρμογής, κατά την οποία η

συγκράτηση του κόστους εργασίας αποτέλεσε βασικό παράγοντα βελτίωσης της ανταγωνιστικότητας.

Συνολικά, τα ευρήματα αναδεικνύουν ότι, παρά τη βελτίωση των μακροοικονομικών δεικτών και της παραγωγικότητας, η μετάδοση των ωφελειών στην πραγματική οικονομία και ειδικότερα στο επίπεδο των εισοδημάτων των εργαζομένων πραγματοποιείται με χρονική υστέρηση και περιορισμένη ένταση.



Διάγραμμα 7.2.3 Μη εξυπηρετούμενα δάνεια (NPL ratio) στην Ελλάδα (2015–2025)

Πηγή: Τράπεζα Ελλάδος (2025). Σημείωση: Τα στοιχεία για τα έτη 2024 και 2025 αποτελούν εκτιμήσεις.

Στο διάγραμμα 7.2.3 αποτυπώνεται η εξέλιξη του δείκτη μη εξυπηρετούμενων δανείων (NPL ratio) στην Ελλάδα κατά την περίοδο 2015–2025 καταδεικνύει την έντονη επιβάρυνση του τραπεζικού συστήματος στα χρόνια της κρίσης, με τα ποσοστά να διαμορφώνονται σε εξαιρετικά υψηλά επίπεδα και να κορυφώνονται την περίοδο 2016–2017 (48%–49%).

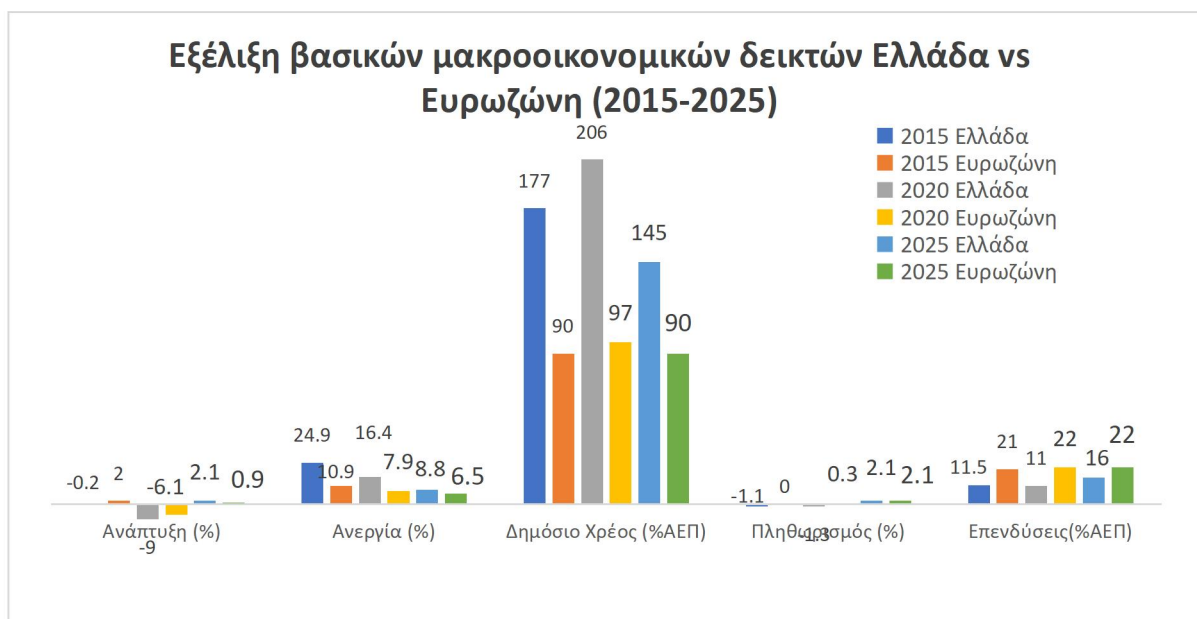
Το εύρημα αυτό αντανακλά τη σημαντική επιδείνωση της πιστοληπτικής ικανότητας νοικοκυριών και επιχειρήσεων, σε συνθήκες ύφεσης και περιορισμένης ρευστότητας.

Από το 2018 και έπειτα, καταγράφεται σαφής και συνεχής αποκλιμάκωση του δείκτη, η οποία επιταχύνεται μετά το 2019, οδηγώντας σε μονοψήφια επίπεδα το 2023 και σε

περαιτέρω υποχώρηση κάτω του 4% έως το 2025. Η πορεία αυτή συνδέεται άμεσα με την εφαρμογή συστημικών παρεμβάσεων, όπως τα προγράμματα τιτλοποίησης μη εξυπηρετούμενων δανείων («Ηρακλής»), τη βελτίωση του θεσμικού πλαισίου διαχείρισης οφειλών και τη σταδιακή ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας.

Συνολικά, η σημαντική αυτή μείωση των μη εξυπηρετούμενων δανείων υποδηλώνει ουσιαστική εξυγίανση των τραπεζικών ισολογισμών και ενίσχυση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Παρά ταύτα, η βελτίωση των σχετικών δεικτών δεν συνεπάγεται αυτομάτως αντίστοιχη ενίσχυση της πιστωτικής επέκτασης προς την πραγματική οικονομία, γεγονός που αναδεικνύει τη συνεχιζόμενη πρόκληση αποκατάστασης της διαμεσολαβητικής λειτουργίας του τραπεζικού συστήματος.

7.3 Η αναντιστοιχία μακροοικονομικών δεικτών και πραγματικής οικονομίας



Διάγραμμα 7.3.1 Εξέλιξη βασικών δεικτών: Ελλάδα vs Ευρωζώνη(2015-2025)

Πηγή: Eurostat (2026), European Commission (2025a, 2025c). Σημείωση: Τα στοιχεία για το έτος 2025 αποτελούν εκτιμήσεις

Το διάγραμμα αποτυπώνει τη διαχρονική εξέλιξη βασικών μακροοικονομικών δεικτών για την Ελλάδα και την Ευρωζώνη κατά τα έτη 2015, 2020 και 2025,

αναδεικνύοντας τόσο την ένταση των διαδοχικών κρίσεων όσο και τον βαθμό σύγκλισης της ελληνικής οικονομίας προς τον ευρωπαϊκό μέσο όρο (European Commission, 2025; Eurostat, 2026).

Αναφορικά με τον ρυθμό ανάπτυξης, η ελληνική οικονομία εμφανίζει έντονη κυκλικότητα. Από ήπια ύφεση το 2015 (-0,2%), καταγράφει βαθιά συρρίκνωση το 2020 (-9%), σημαντικά εντονότερη από την Ευρωζώνη (-6,1%), γεγονός που συνδέεται με τη μεγάλη εξάρτηση της χώρας από τον τουρισμό και τις υπηρεσίες (OECD, 2025).

Το 2025 εκτιμάται επιστροφή σε θετικούς ρυθμούς (+2,1%), υπερβαίνοντας τον μέσο όρο της Ευρωζώνης (+0,9%), στοιχείο που υποδηλώνει ισχυρή ανάκαμψη, αν και από χαμηλότερη βάση (European Commission, 2025).

Στην ανεργία καταγράφεται η σημαντικότερη βελτίωση, καθώς μειώνεται από 24,9% το 2015 σε 8,8% το 2025. Παρά την πρόοδο, το επίπεδο παραμένει υψηλότερο από τον μέσο όρο της Ευρωζώνης (6,5%), γεγονός που αντανακλά διαρθρωτικές αδυναμίες της αγοράς εργασίας, όπως η επιμονή της μακροχρόνιας ανεργίας (Eurostat, 2026).

Ως προς το δημόσιο χρέος, παρατηρείται κορύφωση το 2020 (206% του ΑΕΠ), λόγω των επεκτατικών δημοσιονομικών πολιτικών για την αντιμετώπιση της πανδημίας, και σταδιακή αποκλιμάκωση στο 145% το 2025. Ωστόσο, το επίπεδο αυτό παραμένει ιδιαίτερα υψηλό, σημαντικά άνω του μέσου όρου της Ευρωζώνης (~90%) και πολύ πάνω από το όριο του Συμφώνου Σταθερότητας (60%), διατηρώντας αυξημένους δημοσιονομικούς κινδύνους (European Commission, 2025; IMF, 2024).

Στον πληθωρισμό, η ελληνική οικονομία εμφανίζει αποπληθωριστικές πιέσεις το 2015 και το 2020 (-1,1% και -1,3%), ένδειξη ασθενούς εγχώριας ζήτησης και περιορισμένης οικονομικής δραστηριότητας. Το 2025 παρατηρείται σύγκλιση με την Ευρωζώνη (2,1%), επίπεδο συμβατό με τον στόχο σταθερότητας τιμών της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ECB, 2024).

Τέλος, οι επενδύσεις αποτελούν τον πλέον αδύναμο κρίκο της ελληνικής οικονομίας, καθώς διατηρούνται διαχρονικά σε χαμηλότερα επίπεδα σε σχέση με την Ευρωζώνη (16% έναντι 22% του ΑΕΠ το 2025). Η υστέρηση αυτή περιορίζει την αύξηση της παραγωγικότητας και υπονομεύει τη μακροπρόθεσμη αναπτυξιακή δυναμική της χώρας (OECD, 2025; European Commission, 2025).

Συνολικά, παρά τη σημαντική βελτίωση των μακροοικονομικών δεικτών μετά την κρίση της πανδημίας, η ελληνική οικονομία εξακολουθεί να παρουσιάζει δομικές αδυναμίες, κυρίως ως προς το υψηλό δημόσιο χρέος και το χαμηλό επίπεδο επενδύσεων. Το γεγονός αυτό εξηγεί γιατί η σύγκλιση με την Ευρωζώνη παραμένει μερική και δεν μεταφράζεται πλήρως σε αντίστοιχη βελτίωση της πραγματικής οικονομίας, επιβεβαιώνοντας το βασικό ερευνητικό ερώτημα της εργασίας (IMF, 2024; European Commission, 2025).



Διάγραμμα 7.3.2 Συγκριτική αποτύπωση μακροοικονομικών δεικτών και δεικτών πραγματικής οικονομίας (επιλεγμένα έτη 2015-2025)

Πηγή: Eurostat (2026), European Commission (2025a, 2025c – AMECO Database)

Σημείωση: Τα στοιχεία για το έτος 2025 αποτελούν εκτιμήσεις

Η ανάλυση του διαγράμματος 7.3.2 αποκαλύπτει τη σημαντική μεταβολή βασικών δεικτών της πραγματικής οικονομίας στην Ελλάδα κατά την περίοδο 2015–2025,

υπογραμμίζοντας την επίδραση εξωγενών διαταραχών και τη δυναμική της ανάκαμψης.

Ειδικότερα, ο ρυθμός ανάπτυξης εμφανίζει έντονη μεταβλητότητα, καθώς από οριακή ύφεση το 2015 (-0,2%) η οικονομία οδηγείται σε βαθιά συρρίκνωση το 2020 (-9%), ως συνέπεια της πανδημικής κρίσης.

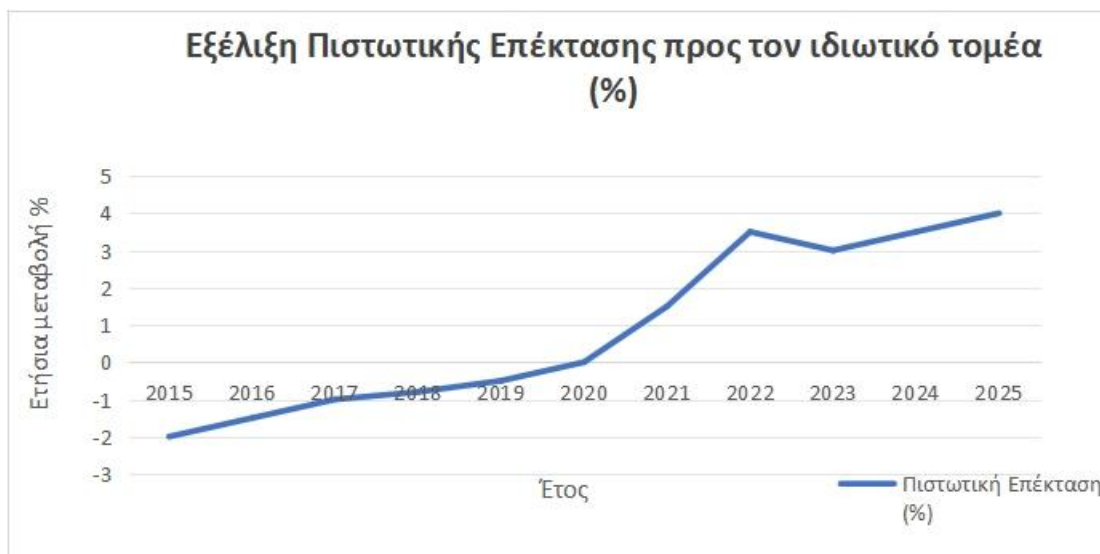
Στη συνέχεια, καταγράφεται ισχυρή ανάκαμψη, με κορύφωση το 2022 (5,2%), ενώ το 2025 ο ρυθμός ανάπτυξης διαμορφώνεται σε πιο ήπια αλλά σταθερά θετικά επίπεδα (2,1%), υποδηλώνοντας επιστροφή σε συνθήκες κανονικότητας.

Παράλληλα, η ανεργία ακολουθεί σταθερά πτωτική πορεία σε όλη την εξεταζόμενη περίοδο, μειούμενη από ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα το 2015 (24,9%) σε 8,8% το 2025. Η εξέλιξη αυτή αντανάκλα τη σταδιακή βελτίωση της αγοράς εργασίας, αν και το επίπεδο παραμένει συγκριτικά υψηλό, γεγονός που υποδηλώνει την ύπαρξη διαρθρωτικών αδυναμιών.

Όσον αφορά τον πληθωρισμό, παρατηρούνται αποπληθωριστικές πιέσεις τόσο το 2015 (-1,1%) όσο και το 2020 (-1,3%), οι οποίες συνδέονται με την ασθενή ζήτηση και τη μειωμένη οικονομική δραστηριότητα. Αντίθετα, το 2022 σημειώνεται έντονη αύξηση (9,2%), λόγω της ενεργειακής κρίσης και των διεθνών πληθωριστικών πιέσεων, ενώ το 2025 ο πληθωρισμός αποκλιμακώνεται στο 2,1%, προσεγγίζοντας επίπεδα σταθερότητας τιμών.

Συνολικά, η εικόνα που προκύπτει είναι εκείνη μιας οικονομίας που, παρά τις έντονες διακυμάνσεις και τα εξωτερικά σοκ της περιόδου, έχει εισέλθει σε φάση σταδιακής σταθεροποίησης και ανάκαμψης. Ωστόσο, η πορεία αυτή παραμένει εύθραυστη και εξαρτάται σε σημαντικό βαθμό από εξωγενείς παράγοντες και τη διατηρησιμότητα των θετικών μακροοικονομικών τάσεων.

Η εξέλιξη αυτή ενισχύει την άποψη ότι η βελτίωση των μακροοικονομικών δεικτών δεν μεταφράζεται πάντοτε άμεσα σε αντίστοιχη ενίσχυση της πραγματικής οικονομίας, στοιχείο που αποτελεί κεντρικό άξονα της παρούσας ανάλυσης.



Διάγραμμα 7.3.3 Πιστωτική επέκταση προς τον ιδιωτικό τομέα (ετήσια μεταβολή %)

Πηγή: Bank of Greece (2025). Σημείωση: Τα στοιχεία για το έτος 2025 αποτελούν εκτιμήσεις βάσει στοιχείων της Τράπεζας της Ελλάδος.

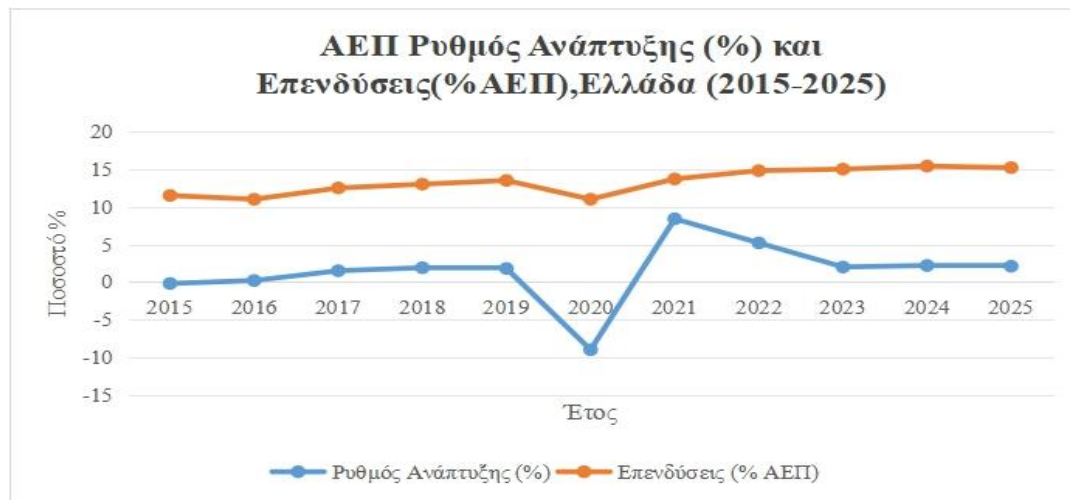
Το παραπάνω διάγραμμα αποτυπώνει τη διαχρονική εξέλιξη της πιστωτικής επέκτασης προς τον ιδιωτικό τομέα στην Ελλάδα κατά την περίοδο 2015–2025.

Ειδικότερα, κατά την περίοδο 2015–2019, η πιστωτική επέκταση παραμένει αρνητική, γεγονός που αντανακλά τον περιορισμό της τραπεζικής χρηματοδότησης και τη συνεχιζόμενη απομόχλευση του ιδιωτικού τομέα, ως απόρροια της χρηματοπιστωτικής κρίσης. Το 2020 παρατηρείται ουσιαστικά στασιμότητα, ενώ από το 2021 και έπειτα καταγράφεται σαφής μεταστροφή, με την πιστωτική επέκταση να καθίσταται θετική και να ενισχύεται σταδιακά, φθάνοντας στο 4% το 2025. Η εξέλιξη αυτή συνδέεται άμεσα με την αποκατάσταση της λειτουργίας του τραπεζικού συστήματος και την επανεκκίνηση της χρηματοδότησης προς τον ιδιωτικό τομέα, γεγονός που επηρεάζει καθοριστικά τη δυναμική της οικονομικής δραστηριότητας.

Η περιορισμένη πιστωτική επέκταση κατά τα προηγούμενα έτη συνέβαλε στη διατήρηση χαμηλών επιπέδων επενδύσεων, περιορίζοντας την αναπτυξιακή δυναμική της οικονομίας. Αντίθετα, η σταδιακή ενίσχυση της τραπεζικής χρηματοδότησης μετά

το 2021 δημιουργεί ευνοϊκότερες συνθήκες για την υλοποίηση επενδυτικών σχεδίων και την ενίσχυση της οικονομικής ανάπτυξης.

Η παραπάνω εξέλιξη επιβεβαιώνει ότι η πορεία της πιστωτικής επέκτασης αποτελεί βασικό παράγοντα διαμόρφωσης της πραγματικής οικονομίας, επηρεάζοντας άμεσα τόσο τις επενδύσεις όσο και τον ρυθμό οικονομικής μεγέθυνσης.



Διάγραμμα 7.3.4 ΑΕΠ (ρυθμός ανάπτυξης %) και Επενδύσεις (% ΑΕΠ), Ελλάδα (2015–2025)

Πηγή: Eurostat (2026), European Commission (2025a, 2025c). Σημείωση: Τα στοιχεία για τα έτη 2024 και 2025 αποτελούν εκτιμήσεις.

Όπως προκύπτει από το Διάγραμμα 7.3.4, η πορεία των επενδύσεων συνδέεται άμεσα με τη διαμόρφωση του ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης στην ελληνική οικονομία κατά την περίοδο 2015–2025, αναδεικνύοντας τον κρίσιμο ρόλο της επενδυτικής δραστηριότητας ως βασικού προσδιοριστικού παράγοντα της οικονομικής μεγέθυνσης.

Ειδικότερα, κατά την περίοδο 2015–2019, η σταδιακή ενίσχυση των επενδύσεων συνοδεύεται από ήπια ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας, γεγονός που υποδηλώνει τη σταδιακή επαναφορά της εμπιστοσύνης και της οικονομικής σταθερότητας. Αντίθετα, το 2020, η έντονη μείωση των επενδύσεων συμπίπτει με

βαθιά ύφεση, επιβεβαιώνοντας την ευαισθησία της ελληνικής οικονομίας σε εξωγενείς διαταραχές.

Κατά την περίοδο 2021–2022, η σημαντική αύξηση των επενδύσεων συνδέεται με ισχυρούς ρυθμούς ανάπτυξης, γεγονός που αναδεικνύει τη θετική συμβολή της επενδυτικής δαπάνης στην οικονομική ανάκαμψη. Ωστόσο, τα επόμενα έτη παρατηρείται επιβράδυνση του ρυθμού ανάπτυξης, παρά τη διατήρηση των επενδύσεων σε σχετικά υψηλά επίπεδα, γεγονός που υποδηλώνει την επίδραση και άλλων περιοριστικών παραγόντων, όπως η παραγωγική διάρθρωση της οικονομίας και οι εξωτερικές συνθήκες.

Η εξέλιξη αυτή ενισχύει την άποψη ότι, παρά τη βελτίωση των μακροοικονομικών δεικτών, η επενδυτική βάση της ελληνικής οικονομίας παραμένει σχετικά περιορισμένη, γεγονός που επηρεάζει τη δυνατότητα επίτευξης διατηρήσιμης και ισχυρής οικονομικής ανάπτυξης.

Η εξέλιξη αυτή συνδέεται άμεσα με τη διαμόρφωση της πιστωτικής επέκτασης προς τον ιδιωτικό τομέα, όπως παρουσιάστηκε στο Διάγραμμα 7.13. Η περιορισμένη χρηματοδότηση κατά τα προηγούμενα έτη λειτούργησε ανασταλτικά για την ενίσχυση των επενδύσεων, περιορίζοντας τη δυναμική της οικονομικής ανάπτυξης. Αντίθετα, η σταδιακή αποκατάσταση της τραπεζικής χρηματοδότησης μετά το 2021 συνέβαλε στη βελτίωση της επενδυτικής δραστηριότητας, επιβεβαιώνοντας τον καθοριστικό ρόλο του χρηματοπιστωτικού συστήματος στη λειτουργία της πραγματικής οικονομίας.

Κεφάλαιο 8: Συμπεράσματα

Η παρούσα εργασία διερεύνησε τις αιτίες και τις επιπτώσεις της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008 στις Ηνωμένες Πολιτείες, καθώς και τους μηχανισμούς μέσω των οποίων η κρίση μεταδόθηκε στην Ευρώπη και, εν συνεχεία, στην ελληνική οικονομία. Η ανάλυση κατέδειξε ότι η κρίση αποτέλεσε ένα πολυδιάστατο φαινόμενο, το οποίο ανέδειξε τις διαρθρωτικές αδυναμίες του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος, αλλά και τις θεσμικές ανεπάρκειες της Ευρωζώνης.

Η εμπειρική διερεύνηση της περιόδου 2015–2025 ανέδειξε ότι η ελληνική οικονομία εισήλθε σε φάση σταθεροποίησης και ανάκαμψης, καταγράφοντας βελτίωση σε βασικούς μακροοικονομικούς δείκτες, όπως ο ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης, η ανεργία και η δημοσιονομική εικόνα. Ωστόσο, τα ευρήματα της ανάλυσης καταδεικνύουν ότι η βελτίωση αυτή δεν μεταφράστηκε με την ίδια ένταση σε ουσιαστική ενίσχυση της πραγματικής οικονομίας, επιβεβαιώνοντας την ύπαρξη σημαντικής αναντιστοιχίας μεταξύ μακροοικονομικών μεγεθών και οικονομικής ευημερίας.

Η αναντιστοιχία αυτή ερμηνεύεται μέσω μιας σειράς αλληλοσυνδεόμενων παραγόντων. Πρώτον, η επενδυτική δραστηριότητα, παρά την ενίσχυσή της τα τελευταία έτη, παραμένει ανεπαρκής για τη στήριξη ενός διατηρήσιμου αναπτυξιακού προτύπου. Δεύτερον, η καθυστερημένη αποκατάσταση της πιστωτικής επέκτασης προς τον ιδιωτικό τομέα περιόρισε τη δυνατότητα χρηματοδότησης επιχειρηματικών πρωτοβουλιών και επενδυτικών σχεδίων. Τρίτον, η απόκλιση μεταξύ παραγωγικότητας και μισθών υποδηλώνει ότι τα οφέλη της ανάπτυξης δεν διαχέονται άμεσα και ισόρροπα στο σύνολο της οικονομίας.

Συνεπώς, η ελληνική οικονομία εμφανίζει χαρακτηριστικά “ανάκαμψης χωρίς πλήρη διάχυση”, όπου η βελτίωση των συνολικών δεικτών δεν συνοδεύεται από αντίστοιχη ενίσχυση της καθημερινής οικονομικής δραστηριότητας. Το φαινόμενο αυτό συνδέεται τόσο με διαρθρωτικές αδυναμίες της παραγωγικής βάσης όσο και με τη λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος, το οποίο για μεγάλο χρονικό

διάστημα δεν λειτούργησε ως αποτελεσματικός μηχανισμός μετάδοσης της ρευστότητας προς την πραγματική οικονομία.

Τα ευρήματα της εργασίας απαντούν στα ερευνητικά ερωτήματα, καταδεικνύοντας ότι οι μηχανισμοί μετάδοσης της κρίσης από τις ΗΠΑ στην Ευρώπη και στην Ελλάδα δεν περιορίστηκαν στο χρηματοπιστωτικό επίπεδο, αλλά επηρέασαν βαθιά τη δομή και τη λειτουργία της πραγματικής οικονομίας. Παράλληλα, αναδεικνύεται ότι η μεταγενέστερη ανάκαμψη δεν ήταν ομοιόμορφη, ούτε επαρκής για την πλήρη αποκατάσταση των οικονομικών ισορροπιών.

Σε επίπεδο οικονομικής πολιτικής, τα αποτελέσματα υποδεικνύουν ότι η επίτευξη βιώσιμης ανάπτυξης δεν μπορεί να στηρίζεται αποκλειστικά στη βελτίωση των μακροοικονομικών δεικτών. Αντιθέτως, απαιτείται η ενίσχυση της επενδυτικής δραστηριότητας, η αποτελεσματική λειτουργία του τραπεζικού συστήματος ως φορέα χρηματοδότησης, καθώς και η διασφάλιση της δίκαιης κατανομής των ωφελειών της ανάπτυξης. Η ενίσχυση της παραγωγικότητας, η αναβάθμιση της ποιότητας της απασχόλησης και η στήριξη της καινοτομίας αποτελούν κρίσιμες προϋποθέσεις για τη μετάβαση σε ένα πιο ανθεκτικό και βιώσιμο οικονομικό μοντέλο.

Καταληκτικά, η ελληνική περίπτωση αναδεικνύει ότι η έξοδος από μια χρηματοπιστωτική κρίση δεν ταυτίζεται με την πλήρη αποκατάσταση της οικονομικής ευημερίας. Η εμπειρία της περιόδου 2015–2025 επιβεβαιώνει ότι η πραγματική σύγκλιση απαιτεί όχι μόνο μακροοικονομική σταθερότητα, αλλά και ουσιαστική ενίσχυση των θεμελιωδών παραγόντων της ανάπτυξης, με έμφαση στις επενδύσεις, τη χρηματοδότηση και τη διάχυση των οικονομικών ωφελειών στο σύνολο της κοινωνίας.

8.1 Περιορισμοί της μελέτης

Η παρούσα διπλωματική εργασία επιχειρεί να αναλύσει τη χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 και τις μακροχρόνιες επιπτώσεις της στην ελληνική πραγματική οικονομία έως το 2025, συνδυάζοντας θεωρητική προσέγγιση και εμπειρική ανάλυση μακροοικονομικών δεδομένων. Παρά την προσπάθεια ολοκληρωμένης διερεύνησης του θέματος, η μελέτη παρουσιάζει ορισμένους περιορισμούς, οι οποίοι θα πρέπει να ληφθούν υπόψη κατά την αξιολόγηση των συμπερασμάτων της.

Αρχικά, η έρευνα βασίστηκε αποκλειστικά σε δευτερογενή δεδομένα και σε επίσημες στατιστικές πηγές, όπως η Eurostat, η Τράπεζα της Ελλάδος, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο και ο ΟΟΣΑ. Αν και οι πηγές αυτές θεωρούνται ιδιαίτερα αξιόπιστες, τα μακροοικονομικά δεδομένα υπόκεινται συχνά σε αναθεωρήσεις, χρονικές υστερήσεις και διαφοροποιήσεις ως προς τη μεθοδολογία καταγραφής τους. Ως αποτέλεσμα, ορισμένα στοιχεία ενδέχεται να διαφοροποιηθούν μελλοντικά.

Επιπλέον, η μελέτη επικεντρώνεται κυρίως στη μακροοικονομική διάσταση της κρίσης και λιγότερο στη μικροοικονομική αποτύπωση των συνεπειών της σε επίπεδο νοικοκυριών και επιχειρήσεων. Η απουσία πρωτογενούς έρευνας, όπως ερωτηματολόγια ή συνεντεύξεις, περιορίζει τη δυνατότητα αποτύπωσης της βιωμένης οικονομικής εμπειρίας των πολιτών και της κοινωνικής διάστασης της κρίσης.

Ένας ακόμη σημαντικός περιορισμός σχετίζεται με τη δυσκολία απομόνωσης των επιδράσεων της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008 από άλλες μεταγενέστερες διεθνείς κρίσεις και εξωγενείς παράγοντες. Η ελληνική οικονομία κατά την περίοδο 2015–2025 επηρεάστηκε παράλληλα από την πανδημία COVID-19, την ενεργειακή κρίση, τις γεωπολιτικές εντάσεις και τις πληθωριστικές πιέσεις, γεγονός που καθιστά δύσκολη την πλήρη διάκριση των αιτιών κάθε οικονομικής μεταβολής.

Παράλληλα, η ανάλυση της ελληνικής οικονομίας πραγματοποιήθηκε κυρίως σε επίπεδο συνολικών μακροοικονομικών δεικτών και όχι ανά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας. Επομένως, δεν αποτυπώνονται με την ίδια ένταση οι

διαφοροποιήσεις που εμφάνισαν επιμέρους τομείς της οικονομίας, όπως ο τουρισμός, η βιομηχανία ή οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις.

Τέλος, η ίδια η φύση των χρηματοπιστωτικών κρίσεων, ως σύνθετων και δυναμικών φαινομένων που διαμορφώνονται από την αλληλεπίδραση οικονομικών, θεσμικών, κοινωνικών και ψυχολογικών παραγόντων, περιορίζει τη δυνατότητα πλήρους πρόβλεψης και ποσοτικοποίησης των μακροχρόνιων συνεπειών τους.

8.2 Προτάσεις για μελλοντική έρευνα και βελτίωση

Η παρούσα εργασία μπορεί να αποτελέσει αφετηρία για περαιτέρω διερεύνηση των επιπτώσεων των χρηματοπιστωτικών κρίσεων στις οικονομίες της Ευρωζώνης και ιδιαίτερα στις μικρές και ανοικτές οικονομίες, όπως η ελληνική. Παρά το γεγονός ότι η κρίση του 2008 έχει πλέον παρέλθει, πολλές από τις οικονομικές και κοινωνικές της συνέπειες εξακολουθούν να επηρεάζουν τη λειτουργία της ελληνικής οικονομίας, δημιουργώντας σημαντικά περιθώρια για περαιτέρω ανάλυση.

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον θα παρουσίαζε η πραγματοποίηση πρωτογενούς έρευνας μέσω συνεντεύξεων ή ερωτηματολογίων, με στόχο την άμεση καταγραφή της εμπειρίας νοικοκυριών, επιχειρήσεων και εργαζομένων κατά την περίοδο της κρίσης και της μεταμνημονιακής προσαρμογής. Μια τέτοια προσέγγιση θα μπορούσε να συμβάλει στην πληρέστερη κατανόηση της απόκλισης μεταξύ μακροοικονομικών δεικτών και πραγματικής οικονομίας.

Παράλληλα, χρήσιμη θα ήταν η εστίαση σε επιμέρους τομείς της ελληνικής οικονομίας, όπως οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις, ο τραπεζικός κλάδος, η αγορά ακινήτων και η αγορά εργασίας, ώστε να αποτυπωθούν με μεγαλύτερη ακρίβεια οι διαφοροποιημένες επιπτώσεις της κρίσης ανά τομέα οικονομικής δραστηριότητας.

Εξίσου σημαντική θα μπορούσε να αποδειχθεί η συγκριτική μελέτη της ελληνικής εμπειρίας με άλλες χώρες της Ευρωζώνης που επηρεάστηκαν έντονα από την κρίση, όπως η Πορτογαλία, η Ισπανία και η Ιρλανδία. Μέσα από μια τέτοια ανάλυση θα ήταν δυνατό να εξαχθούν χρήσιμα συμπεράσματα σχετικά με την

αποτελεσματικότητα διαφορετικών πολιτικών διαχείρισης κρίσεων και δημοσιονομικής προσαρμογής.

Τέλος, ιδιαίτερο ερευνητικό ενδιαφέρον παρουσιάζει η διερεύνηση των επιπτώσεων της ψηφιακής μετάβασης, της πράσινης οικονομίας και των σύγχρονων γεωπολιτικών προκλήσεων στη μεταμνημονιακή ελληνική οικονομία. Η αξιοποίηση πιο εξειδικευμένων οικονομετρικών εργαλείων και δυναμικών υποδειγμάτων θα μπορούσε να ενισχύσει την ποσοτική ανάλυση της σχέσης μεταξύ χρηματοπιστωτικών κρίσεων, μακροοικονομικών δεικτών και πραγματικής οικονομίας σε βάθος χρόνου.

Βιβλιογραφία

Ελληνική βιβλιογραφία

Ελληνική Στατιστική Αρχή (ΕΛΣΤΑΤ) (2025) *Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή*. Αθήνα: ΕΛΣΤΑΤ. Διαθέσιμο στο: <https://www.statistics.gr> (Ανακτήθηκε: 22 Μαρτίου 2026).

Ίδρυμα Οικονομικών και Βιομηχανικών Ερευνών (ΙΟΒΕ) (2013) *Η Ελληνική Οικονομία*. Αθήνα: ΙΟΒΕ.

Τράπεζα της Ελλάδος (2011) *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2010*. Αθήνα: Τράπεζα της Ελλάδος.

Τράπεζα της Ελλάδος (2014) *Έκθεση Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας*. Αθήνα: Τράπεζα της Ελλάδος.

Τράπεζα της Ελλάδος (2025a) *Monetary Policy Interim Report 2024*. Αθήνα: Τράπεζα της Ελλάδος. Διαθέσιμο στο: <https://www.bankofgreece.gr> (Ανακτήθηκε: 22 Μαρτίου 2026).

Τράπεζα της Ελλάδος (2025b) *Financial Stability Review*. Αθήνα: Τράπεζα της Ελλάδος. Διαθέσιμο στο: <https://www.bankofgreece.gr> (Ανακτήθηκε: 22 Μαρτίου 2026).

Διεθνής βιβλιογραφία

Acharya, V.V., Drechsler, I. and Schnabl, P. (2014) ‘A pyrrhic victory? Bank bailouts and sovereign credit risk’, *Journal of Finance*, 69(6), pp. 2689–2739.

Allen, F. and Gale, D. (2000) *Comparing Financial Systems*. Cambridge, MA: MIT Press.

Allen, F. and Gale, D. (2000) ‘Financial contagion’, *Review of Economic Studies*, 70(1), pp. 1–33.

Baldwin, R. and Giavazzi, F. (eds.) (2015) *The Eurozone crisis: A consensus view of the causes and a few possible solutions*. London: CEPR Press.

Bernanke, B.S. (2005) *The global saving glut and the U.S. current account deficit*. Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, Virginia, 10 March.

Bernanke, B.S., Gertler, M. and Gilchrist, S. (1999) ‘The financial accelerator in a quantitative business cycle framework’, in Taylor, J.B. and Woodford, M. (eds.) *Handbook of Macroeconomics*, Vol. 1C. Amsterdam: Elsevier, pp. 1341–1393.

Blanchard, O. (2017) *Macroeconomics*. 7th edn. Boston: Pearson.

Blanchard, O. and Leigh, D. (2013) ‘Growth forecast errors and fiscal multipliers’, *American Economic Review*, 103(3), pp. 117–120.

Brunnermeier, M.K. (2009) ‘Deciphering the liquidity and credit crunch 2007–2008’, *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), pp. 77–100.

De Grauwe, P. (2011) ‘The governance of a fragile eurozone’, *CEPS Working Document*, No. 346.

De Grauwe, P. (2012) *Economics of Monetary Union*. 9th edn. Oxford: Oxford University Press.

De Grauwe, P. and Ji, Y. (2013) ‘Self-fulfilling crises in the Eurozone’, *Journal of International Money and Finance*, 34, pp. 15–36.

Forbes, K.J. and Rigobon, R. (2002) ‘No contagion, only interdependence’, *Journal of Finance*, 57(5), pp. 2223–2261.

Gagnon, J., Raskin, M., Remache, J. and Sack, B. (2011) ‘The financial market effects of the Federal Reserve’s large-scale asset purchases’, *International Journal of Central Banking*, 7(1), pp. 3–43.

Gorton, G. (1988) ‘Banking panics and business cycles’, *Oxford Economic Papers*, 40(4), pp. 751–781.

Gorton, G. and Metrick, A. (2012) ‘Regulating the shadow banking system’, *Brookings Papers on Economic Activity*, pp. 261–312.

Hardouvelis, G.A. (2012) ‘The Greek crisis: Causes and implications’, in Katseli, L., Pissarides, C. and Vamvakidis, A. (eds.) *The Greek crisis and the future of the Eurozone*. Athens: Hellenic Observatory, pp. 23–45.

Kindleberger, C.P. and Aliber, R.Z. (2011) *Manias, panics and crashes: A history of financial crises*. 6th edn. London: Palgrave Macmillan.

Krugman, P. (2009) *The return of depression economics and the crisis of 2008*. New York: W.W. Norton.

Krugman, P. (2012) *End this depression now!*. New York: W.W. Norton.

Lane, P.R. (2012) ‘The European sovereign debt crisis’, *Journal of Economic Perspectives*, 26(3), pp. 49–68.

Louzis, D.P., Vouldis, A.T. and Metaxas, V.L. (2012) ‘Determinants of non-performing loans in Greece’, *Journal of Banking & Finance*, 36(4), pp. 1012–1027.

Minsky, H.P. (1986) *Stabilizing an unstable economy*. New Haven: Yale University Press.

Mishkin, F.S. (1992) ‘Anatomy of a financial crisis’, *Journal of Evolutionary Economics*, 2(2), pp. 115–130.

Mishkin, F.S. (2011) *The economics of money, banking and financial markets*. 9th edn. Boston: Pearson.

Pisani-Ferry, J. (2014) *The euro crisis and its aftermath*. Oxford: Oxford University Press.

Reinhart, C.M. and Rogoff, K.S. (2009) *This time is different: Eight centuries of financial folly*. Princeton, NJ: Princeton University Press.

Stiglitz, J.E., Sen, A. and Fitoussi, J.P. (2009) *Report by the Commission on the Measurement of Economic Performance and Social Progress*. Paris.

Θεσμικές και στατιστικές πηγές

European Central Bank (ECB) (2010) *Financial Stability Review*. Frankfurt: ECB.

European Central Bank (ECB) (2015) *Economic Bulletin*. Frankfurt: ECB.

European Commission (2025a) *Economic forecast for Greece*. Brussels: Directorate-General for Economic and Financial Affairs. Available at: <https://economy-finance.ec.europa.eu> (Accessed: 22 March 2026).

European Commission (2025b) *Autumn 2025 economic forecast*. Brussels: Directorate-General for Economic and Financial Affairs. Available at: https://economy-finance.ec.europa.eu/publications/autumn-2025-economic-forecast_en (Accessed: 22 March 2026).

European Commission (2025c) *AMECO database*. Brussels: Directorate-General for Economic and Financial Affairs. Available at: <https://economy-finance.ec.europa.eu/ameco> (Accessed: 22 March 2026).

Eurostat (2026a) *Government finance statistics*. Luxembourg: European Commission.

Eurostat (2026b) *Harmonised Index of Consumer Prices (HICP)*. Luxembourg: European Commission.

Eurostat (2026c) *National accounts and external sector statistics*. Luxembourg: European Commission.

Eurostat (2026d) *Labour Force Survey*. Luxembourg: European Commission.

Eurostat (2026e) *Gross fixed capital formation*. Luxembourg: European Commission.

International Monetary Fund (IMF) (2009) *Global Financial Stability Report*. Washington, DC: IMF.

International Monetary Fund (IMF) (2012) *Global Financial Stability Report*. Washington, DC: IMF.

International Monetary Fund (IMF) (2024) *World Economic Outlook*. Washington, DC: IMF.

OECD (2015) *In it together: Why less inequality benefits all*. Paris: OECD Publishing.

OECD (2025) *OECD data*. Paris: OECD Publishing. Available at: <https://data.oecd.org> (Accessed: 22 March 2026).

World Bank (2025) *World Development Indicators*. Washington, DC: World Bank. Available at: <https://data.worldbank.org> (Accessed: 22 March 2026).

Παραρτήματα

10.1. Διαγράμματα και πίνακες

Στο Παράρτημα παρουσιάζονται αναλυτικά οι πίνακες και τα διαγράμματα που χρησιμοποιήθηκαν στην εμπειρική ανάλυση της εργασίας. Τα στοιχεία προέρχονται από επίσημες βάσεις δεδομένων (Eurostat, European Commission, OECD, Τράπεζα της Ελλάδος και άλλες πηγές) και χρησιμοποιήθηκαν για την κατασκευή των διαγραμμάτων του Κεφαλαίου 7.

Κεφάλαιο 7.1: Μακροοικονομικοί δείκτες (ΑΕΠ, ανάπτυξη, πληθωρισμός, εξαγωγές- εισαγωγές)

Έτος	ΑΕΠ (δισ. €)	Ρυθμός ανάπτυξης (%)
2015	176	-0,2
2016	176	-0,5
2018	184	1,7
2019	188	1,8
2020	165	-9,0
2021	181	8,3
2022	206	5,2
2023	212	1,8
2024	217	2,3
2025	222	2,1

Πίνακας 1: ΑΕΠ και ρυθμός ανάπτυξης της Ελλάδας (2015–2025)

Πηγή: Πηγή: Eurostat (2026), European Commission (2025). Οι τιμές για τα έτη 2024 και 2025 αποτελούν εκτιμήσεις.

Έτος	Πληθωρισμός %
2015	-1,1
2016	0
2017	1,1
2018	0,8
2019	0,5
2020	-1,3
2021	0,6
2022	9,2
2023	3,2
2024	2,9
2025	2,9

Πίνακας 2: Πληθωρισμός στην Ελλάδα (2015–2025)

Πηγή: Eurostat (2026), ΕΛΣΤΑΤ (2025).

Σημείωση: Τα στοιχεία για τα έτη 2024 και 2025 αποτελούν εκτιμήσεις.

Έτος	Εξαγωγές % ΑΕΠ	Εισαγωγές % ΑΕΠ
2015	30,5	32,0
2016	30,2	31,5
2017	32,9	34,2
2018	35,7	36,8
2019	36,1	37,5
2020	34,0	35,5
2021	39,3	41,8
2022	45,8	48,9
2023	43,5	47,2
2024	42,1*	47,5*
2025	42,5*	47*

Πίνακας 3: Εξαγωγές και Εισαγωγές Αγαθών & Υπηρεσιών (% ΑΕΠ), Ελλάδα (2015–2025)

Πηγή: Eurostat (2026). Σημείωση: Τα στοιχεία με (*) αποτελούν εκτιμήσεις.

Έτος	Επενδύσεις % ΑΕΠ
2015	11,5
2016	11
2017	12,5
2018	13
2019	13,5
2020	11
2021	13,7
2022	14,5
2023	15
2024	15,4
2025	15,2

Πίνακας 4: Επενδύσεις ως ποσοστό του ΑΕΠ

Πηγή: Eurostat (2026), European Commission (2025), AMECO (2025c) Σημείωση: Τα στοιχεία για τα έτη 2024 και 2025 αποτελούν εκτιμήσεις.

Έτος	Δημόσιο χρέος (% ΑΕΠ)
2015	177-179
2016	181-184
2017	179-183
2018	186-191
2019	181-186
2020	206-212
2021	194-199
2022	171-178
2023	160-170
2024	154,2
2025	149,7

Πίνακας 5: Δημόσιο Χρέος της Ελλάδας ως ποσοστό του ΑΕΠ (2015–2025)

Πηγή: Eurostat (2026)

Σημείωση: Τα στοιχεία για το 2024 και 2025 αποτελούν εκτιμήσεις.

Οικονομία	Ρυθμός ανάπτυξης 2025 (%)	Δημόσιο χρέος 2025 (% ΑΕΠ)
Ελλάδα	2,1	149,7*
Ιταλία	0,9	137,8*
Ισπανία	2,5*	103,2*
Πορτογαλία	1,9*	91,5*
Ιρλανδία	5	33*
Ευρωζώνη	1,3*	88,5*

Πίνακας 6: Σύγκριση δημόσιου χρέους Ελλάδας, Ευρωζώνης και χωρών PIIGS (2025)

Πηγή: Eurostat (2026), European Commission (2025a)

Σημείωση: Τα στοιχεία με (*) αποτελούν εκτιμήσεις. Ο ρυθμός ανάπτυξης της Ιρλανδίας δεν είναι πλήρως συγκρίσιμος με τις υπόλοιπες οικονομίες λόγω της σημαντικής επίδρασης των πολυεθνικών επιχειρήσεων στα εθνικά λογιστικά μεγέθη.

Κεφάλαιο 7.2: Εξέλιξη αγοράς εργασίας -ανεργία, μισθοί, παραγωγικότητα

Έτος	Ανεργία(%)
2015	24,9
2016	23,6
2017	21,5
2018	19,3
2019	17,3
2020	16,4
2021	15,0
2022	12,6
2023	11,1
2024	9,7
2025	8,0

Πίνακας 7: Ποσοστό ανεργίας στην Ελλάδα (2015–2025)

Πηγή: Eurostat (2026). Σημείωση: Τα στοιχεία για τα έτη 2024 και 2025 αποτελούν εκτιμήσεις.

Έτος	Μισθοί	Παραγωγικότητα
2015	100	100
2017	98	101
2019	102	103
2021	100	104
2023	105	106
2025	108	108

Πίνακας 8: Μισθοί και παραγωγικότητα εργασίας στην Ελλάδα (δείκτης 2015=100)

Πηγή: OECD(2025), Eurostat(2026)

Σημείωση: Τα στοιχεία για το έτος 2025 αποτελούν εκτιμήσεις.

Έτος	NPLs / συνολικά δάνεια (%)
2015	45,0
2016	48,0
2017	49,0
2018	47,0,
2019	40,0
2020	35,0
2021	20,0
2022	12,0
2023	8,0
2024	3,8
2025	3,5

Πίνακας 9: Μη εξυπηρετούμενα δάνεια (NPL ratio) στην Ελλάδα (2015–2025)

Πηγή: Τράπεζα Ελλάδος (2025)

Σημείωση: Τα στοιχεία για τα έτη 2024 και 2025 αποτελούν εκτιμήσεις.

Κεφάλαιο 7.3: Η αναντιστοιχία μακροοικονομικών δεικτών και πραγματικής οικονομίας

Δείκτης	Ελλάδα 2015	Ευρωζώνη 2015	Ελλάδα 2020	Ευρωζώνη 2020	Ελλάδα 2025	Ευρωζώνη 2025
Ανάπτυξη (%)	-0,2	2	-9	-6,1	2,1	0,9
Ανεργία (%)	24,9	10,9	16,4	7,9	8,8	6,5
Δημόσιο χρέος (%ΑΕΠ)	177	90	206	97	145	90
Πληθωρισμός (%)	-1,1	0	-1,3	0,3	2,1	2,1
Επενδύσεις (% ΑΕΠ)	11,5	21	11	22	16	22

Πίνακας 10: Εξέλιξη βασικών δεικτών: Ελλάδα vs Ευρωζώνη(2015-2025)

Πηγή: Eurostat (2026), European Commission (2025a, 2025c). Σημείωση: Τα στοιχεία για το έτος 2025 αποτελούν εκτιμήσεις

Έτος	Ρυθμός Ανάπτυξης (%)	Ανεργία(%)	Πληθωρισμός (%)	Δείκτης Μισθών (2015=100)
2015	-0,2	24,9	-1,1	100
2018	1,7	19,3	0,8	99
2020	-9,0	16,4	-1,3	100
2022	5,2	12,6	9,2	103
2025	2,1	8,8	2,1	108

Πίνακας 11: Συγκριτική αποτύπωση μακροοικονομικών δεικτών και δεικτών πραγματικής οικονομίας (επιλεγμένα έτη 2015-2025)

Πηγή: Eurostat (2026), European Commission (2025a, 2025c – AMECO Database)

Σημείωση: Τα στοιχεία για το έτος 2025 αποτελούν εκτιμήσεις

Έτος	Πιστωτική Επέκταση (%)
2015	-2,0
2016	-1,5
2017	-1,0
2018	-0,8
2019	-0,5
2020	0
2021	1,5
2022	3,5
2023	3,0
2024	3,5
2025	4,0

Πίνακας 12: Πιστωτική επέκταση προς τον ιδιωτικό τομέα (ετήσια μεταβολή %)

Πηγή: Bank of Greece (2025). Σημείωση: Τα στοιχεία για το έτος 2025 αποτελούν εκτιμήσεις βάσει στοιχείων της Τράπεζας της Ελλάδος.

Έτος	Ρυθμός Ανάπτυξης (%)	Επενδύσεις (% ΑΕΠ)
2015	-0,2	11,5
2016	0,2	11,0
2017	1,5	12,5
2018	1,9	13,0
2019	1,8	13,5
2020	-9,0	11,0
2021	8,4	13,7
2022	5,2	14,8
2023	2,0	15,0
2024	2,2	15,4
2025	2,1	15,2

Πίνακας 13: ΑΕΠ (ρυθμός ανάπτυξης %) και Επενδύσεις (% ΑΕΠ), Ελλάδα (2015–2025)

Πηγή: Eurostat (2026), European Commission (2025a, 2025c)

Σημείωση: Τα στοιχεία για τα έτη 2024 και 2025 αποτελούν εκτιμήσεις

Συντομογραφίες

Ελληνικές:

ΑΕΠ: Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν

ΕΛΣΤΑΤ: Ελληνική Στατιστική Αρχή

ΤτΕ: Τράπεζα της Ελλάδος

ΕΖ: Ευρωζώνη

ΔΝΤ: Διεθνές Νομισματικό Ταμείο

Ξένες:

GDP: Gross Domestic Product

EU: European Union

ECB: European Central Bank

EC: European Commission

IMF: International Monetary Fund

OECD: Organisation for Economic Co-operation and Development

BoG: Bank of Greece

PIIGS: Portugal, Italy, Ireland, Greece, Spain

Στατιστικά δεδομένα:

AMECO: Annual Macro-Economic Database

HICP: Harmonised Index of Consumer Prices

LFS: Labour Force Survey

GFCF: Gross Fixed Capital Formation

Εκθέσεις και δείκτες:

WEO: World Economic Outlook

GFSR: Global Financial Stability Report

Ευρωπαϊκοί μηχανισμοί:

ESM: European Stability Mechanism

EFSF: European Financial Stability Facility

OMT: Outright Monetary Transactions

Χρηματοπιστωτικοί όροι:

NPLs: Non-Performing Loans

PSI: Private Sector Involvement

Υπεύθυνη Δήλωση Συγγραφέα:

Δηλώνω ρητά ότι, σύμφωνα με το άρθρο 8 του Ν.1599/1986, η παρούσα εργασία αποτελεί αποκλειστικά προϊόν προσωπικής μου εργασίας, δεν προσβάλλει κάθε μορφής δικαιώματα διανοητικής ιδιοκτησίας, προσωπικότητας και προσωπικών δεδομένων τρίτων, δεν περιέχει έργα/εισφορές τρίτων για τα οποία απαιτείται άδεια των δημιουργών/δικαιούχων και δεν είναι προϊόν μερικής ή ολικής αντιγραφής, οι πηγές δε που χρησιμοποιήθηκαν περιορίζονται στις βιβλιογραφικές αναφορές και μόνον και πληρούν τους κανόνες της επιστημονικής παράθεσης.