

Χρηματιστικοποίηση, διανομή του εισοδήματος και η βιωσιμότητα των νοικοκυριών

ΣΤΕΛΛΑ ΜΙΧΟΠΟΥΛΟΥ

Μελέτες (Studies)

53



Χρηματιστικοποίηση, διανομή του εισοδήματος και η βιωσιμότητα των νοικοκυριών

Στέλλα Μιχοπούλου

ΑΘΗΝΑ
2020

Χρηματιστικοποίηση,
διανομή του εισοδήματος και η
βιωσιμότητα των νοικοκυριών

Χρηματιστικοποίηση, διανομή του εισοδήματος και η βιωσιμότητα των νοικοκυριών

Copyright © INE ΓΣΕΕ
ISBN: 978-960-7402-88-2

ΙΝΣΤΙΤΟΥΤΟ ΕΡΓΑΣΙΑΣ ΓΣΕΕ Παρατηρητήριο Οικονομικών και Κοινωνικών Εξελίξεων

Εμμανουήλ Μπενάκη 71Α, 106 81, Αθήνα
Τ: 210 332 7710 • F: 210 330 4452
www.ineobservatory.gr • www.inegsee.gr

Οι απόψεις που διατυπώνονται στο παρόν κείμενο είναι της συγγραφέα
και δεν εκφράζουν κατ' ανάγκη τις θέσεις της ΓΣΕΕ.

Art Direction - Design: Αμαλία Χριστακοπούλου
Παραγωγή - Εκτύπωση: ΚΑΜΠΥΛΗ ΑΕΒΕ • www.kambili.gr
Γλωσσική επιμέλεια – Διορθώσεις: Στέλλα Ζούπα, Γιώτα Χρόνη

*Απαγορεύεται η με οποιονδήποτε τρόπο ανατύπωση ή
μετάφραση όλου ή μέρους του κειμένου χωρίς την άδεια του εκδότη.
Επίσης, η αναδημοσίευση (όλου ή μέρους του) χωρίς αναφορά της πηγής.*

Η παρούσα έρευνα εκπονήθηκε στο πλαίσιο του Υποέργου 1 της Πράξης «Διεύρυνση της λειτουργίας και των δράσεων του Παρατηρητηρίου Κοινωνικών και Οικονομικών Εξελίξεων του Ινστιτούτου Εργασίας (INE) της ΓΣΕΕ» με κωδικό ΟΠΣ 5000996. Το έργο συγχρηματοδοτείται από την Ελλάδα και την Ευρωπαϊκή Ένωση (Ευρωπαϊκό Κοινωνικό Ταμείο) μέσω του Επιχειρησιακού Προγράμματος «Ανάπτυξη Ανθρώπινου Δυναμικού, Εκπαίδευση και Διά Βίου Μάθηση 2014-2020».

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

1. Εισαγωγή.....	7
2. Χρηματιστικοποίηση: Μια νέα φάση ανάπτυξης των σύγχρονων οικονομιών;	11
3. Οι επιπτώσεις της χρηματιστικοποίησης	15
4. Εμπειρικά ευρήματα για τη χρηματιστικοποίηση των νοικοκυριών	19
5. Χρηματιστικοποίηση και διανομή του εισοδήματος.....	25
6. Χρηματιστικοποίηση και ευθραυστότητα των νοικοκυριών	37
7. Συμπεράσματα.....	43
Βιβλιογραφία	45

01 Εισαγωγή

Η παγίωση του φαινομένου της χρηματιστικοποίησης ως μοντέλου χρηματοδότησης της δαπάνης των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων τις τελευταίες δεκαετίες έχει επιφέρει σημαντικές συνέπειες στη διατηρησιμότητα του ΑΕΠ και στη βιωσιμότητα των εθνικών υποδειγμάτων ανάπτυξης. Πολλοί αναλυτές ισχυρίζονται ότι η διάσταση του φαινομένου της χρηματιστικοποίησης των σύγχρονων οικονομιών είναι τέτοια που θα μπορούσε να χαρακτηριστεί και ως μια νέα φάση ανάπτυξης των σύγχρονων καπιταλιστικών οικονομιών. Ανάμεσα στα κύρια χαρακτηριστικά της φάσης αυτής είναι η ακραία απελευθέρωση των αγορών χρήματος και κεφαλαίου, η υπερδιόγκωση του χρηματοπιστωτικού τομέα, η υπερμόχλευση όλων των βασικών θεσμικών τομέων και η διαμόρφωση χαρτοφυλακίων υψηλού κινδύνου, που οδηγούν σε κερδοσκοπικές συμπεριφορές.

Αν συσχετίσουμε τις προαναφερόμενες χρηματοπιστωτικές εξελίξεις με τη συνεχώς εντεινόμενη εισοδηματική ανισοκατανομή σε βάρος κυρίως των μεσαίων και χαμηλών εισοδηματικών τάξεων, τότε δημιουργούνται προϋποθέσεις ενδογενούς υπονόμησης όχι μόνο της σταθερότητας του οικονομικού συστήματος, αλλά και της βιωσιμότητας της διαδικασίας κοινωνικής προόδου. Η παγκόσμια κρίση του 2007-2008 καθώς και η κρίση χρέους της Ευρωζώνης το 2010 αποτελούν χαρακτηριστικά παραδείγματα της εύθραυστης οικονομικής και χρηματοπιστωτικής κατάστασης των σύγχρονων «money-driven» οικονομιών.

Ωστόσο, η κατανόηση του φαινομένου της χρηματιστικοποίησης και των συνεπειών του προϋποθέτει ένα ρεαλιστικό υπόδειγμα ιδεών για την ανάλυση του ρόλου του χρήματος και της βιώσιμης χρηματοδότησης στις σύγχρονες νομισματικές οικονομίες, καθώς επίσης και για την αναγκαιότητα δομικών μεταρρυθμίσεων στη λειτουργία και στις προτεραιότητες των αγορών χρήματος και κεφαλαίου που να περιορίζουν την οικονομική αστάθεια. Όπως θα αναλύσουμε στη συνέχεια, σύμφωνα με τη μετακεϊνσιανή θεωρία, οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις αποτελούν ένδειξη πως οι αγορές στην

πραγματικότητα δεν αυτορυθμίζονται, αλλά ενέχουν μια εγγενή αποσταθεροποιητική τάση, η ένταση και η έκταση της οποίας σε σημαντικό βαθμό προσδιορίζονται από τα διαθρωτικά και θεσμικά χαρακτηριστικά της εθνικής οικονομίας.

Στον αντίποδα, το κυρίαρχο μοντέλο της νέας νεοκλασικής σύνθεσης¹ ερμηνεύει την αστάθεια βάσει ακαμψιών που δεν επιτρέπουν στις αγορές να λειτουργήσουν αποτελεσματικά. Οι χρηματοπιστωτικές και οικονομικές κρίσεις δεν χαρακτηρίζονται και δεν αντιμετωπίζονται από τη συμβατική οικονομική σκέψη ως αποτυχίες ενός λανθασμένου status quo οικονομικής διαχείρισης, αλλά ως τυχαία εξωγενή συμβάντα που εκτρέπουν τις αγορές από τη φυσική ροπή τους προς την ισορροπία. Αντίθετα, σε μια μετακεϋσιανή προσέγγιση, όπως παρατηρεί ο Kregel (2007), η αστάθεια συσχετίζεται με την υπερσυσσώρευση χρέους και με μη βιώσιμες δανειακές συμβάσεις εξαιτίας των δυσκολιών των δανειζόμενων νοικοκυριών και επιχειρήσεων να αντεπεξέλθουν στις δανειακές τους υποχρεώσεις. Σε αυτό το θεωρητικό πλαίσιο, η χρηματιστικοποίηση είναι πολύ πιθανό να επηρεάζει αρνητικά τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος και τη βιωσιμότητα της οικονομικής μεγέθυνσης, ειδικά σε συνθήκες όξυνσης της ανισοκατανομής του εισοδήματος. Όπως έχουν σημειώσει οι Minsky (1991, 1992) και Kregel (1997), η διατηρησιμότητα των εισοδηματικών ροών των δανειζόμενων οικονομικών μονάδων είναι εκείνη που προσδιορίζει τόσο τη φερεγγυότητα όσο και το πιστωτικό ρίσκο τους, και επομένως τον όγκο και την εξυπηρέτηση των παρεχόμενων δανείων και τη διατηρησιμότητα των δαπανών τους. Μεταξύ των δύο αυτών παραδειγμάτων οικονομικής σκέψης υπάρχει μια βαθιά ιδεολογική απόκλιση που σε σημαντικό βαθμό προσδιορίζει αμφότερες τις θέσεις σε σημαντικά ζητήματα όπως η κοινωνική δικαιοσύνη, η κοινωνική συνοχή και η διαμόρφωση ευρύτερων/πολυεπίπεδων συνθηκών σταθερότητας και βιωσιμότητας.

Η παρούσα μελέτη διερευνά τη συσχέτιση μεταξύ χρηματιστικοποίησης και άνισης διανομής τους εισοδήματος, ενώ συνοπτικά θέτει και το θέμα της βιώσιμης χρηματοοικονομικής κατάστασης των νοικοκυριών που δημιουργείται από τον συνδυασμό χρηματιστικοποίησης και άνισης διανομής του εισοδήματος. Ειδικότερα, στην Ενότητα 2 αναλύονται οι βασικές διαστάσεις του φαινομένου της χρηματιστικοποίησης. Στην Ενότητα 3 παρουσιάζονται οι κύριες συνέπειες της χρηματιστικοποίησης όπως καταγράφονται στη σχετική βιβλιογραφία. Στην Ενότητα 4 εξετάζεται εμπειρικά το φαινόμενο της χρηματιστικοποίησης των νοικοκυριών στην Ευρωζώνη. Στην Ενότητα 5 αναλύεται η σχέση χρηματιστικοποίησης και διανομής του εισοδήματος και παρου-

1. Το μοντέλο της «νέας νεοκλασικής σύνθεσης» αποτελεί προϊόν σύνθεσης του μονεταρισμού, των ορθολογικών προσδοκιών και των νέων-κλασικών οικονομικών με τα νέα-κεϋνσιανά οικονομικά. Βλ., για παράδειγμα, Allsopp and Vines, 2000, 2006· Blanchard, 2008· Clarida et al., 1999· Goodfriend, 2007· Woodford, 2009.

σιάζονται εμπειρικά ευρήματα κυρίως για την Ευρωζώνη. Στην Ενότητα 6 διερευνάται η συσχέτιση της χρηματιστικοποίησης και της ευθραυστότητας των νοικοκυριών βάσει των διαθέσιμων στατιστικών δεδομένων για τα νοικοκυριά της Housedold Financial Consumer Survey (στο εξής HFCS) της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας. Τέλος, στα Συμπεράσματα παρουσιάζονται τα βασικά επιχειρήματα και εμπειρικά ευρήματα της μελέτης.

02 Χρηματιστικοποίηση: Μια νέα φάση ανάπτυξης των σύγχρονων οικονομιών;

Η χρηματιστικοποίηση, ως όρος, χρησιμοποιείται για να περιγράψει ένα εύρος σημαντικών αλλαγών που έχουν λάβει χώρα κυρίως στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου, στο τραπεζικό σύστημα, στις σχέσεις μεταξύ του χρηματοπιστωτικού και του πραγματικού τομέα της οικονομίας και στη διαδικασία συσσώρευσης κεφαλαίου με σημαντικές οικονομικές και κοινωνικές προεκτάσεις. Οι αλλαγές αυτές συντελούνται στη διάρκεια των τεσσάρων τελευταίων δεκαετιών, δηλαδή χρονικά ταυτίζονται με την επιτάχυνση των φαινομένων της παγκοσμιοποίησης και της κυριαρχίας του νεοφιλελευθερισμού ως υποδείγματος οικονομικής πολιτικής.

Στη σχετική βιβλιογραφία, για παράδειγμα, ο Palley (2013) ισχυρίζεται ότι η χρηματιστικοποίηση ακολουθεί τον νεοφιλελευθερισμό, τον οποίο θεωρεί ως την κύρια αιτία και την κινητήρια δύναμη της χρηματιστικοποίησης. Από την άλλη πλευρά, η Van der Zwan (2014: 104) υποστηρίζει ότι «η χρηματιστικοποίηση και η παγκοσμιοποίηση δεν αποτελούν χωριστά πεδία ανάλυσης, αλλά είναι οι δύο όψεις του ίδιου νομίσματος».

Ωστόσο, ο μεγαλύτερος όγκος της σχετικής βιβλιογραφίας προσπαθεί να προσδιορίσει τα βασικά προσδιοριστικά στοιχεία του φαινομένου της χρηματιστικοποίησης βάσει των επιδράσεων που έχει προκαλέσει στο οικονομικό σύστημα και στη συμπεριφορά κυρίως των επενδυτών και των ασκούντων οικονομική πολιτική. Έτσι λοιπόν, για τον Stockhammer (2017: 2) η χρηματιστικοποίηση «περιλαμβάνει φαινόμενα όπως η εμμονή των διευθυντών στην προστασία της αξίας των μετοχικών μεριδίων, η αύξηση του χρέους των νοικοκυριών, η αλλαγή στη συμπεριφορά των ατόμων, η αύξηση των εισοδημάτων από χρηματοπιστωτικές δραστηριότητες, η αυξημένη συχνότητα χρηματοπιστωτικών κρίσεων και η αυξημένη διεθνής κινητικότητα κεφαλαίων». Για τους Glynn (2006) και Harvey (2005) η χρηματιστικοποίηση αποτελεί ένα κομβικό σημείο μιας δομικής μεταστροφής των κοινωνικών και οικονομικών σχέσεων από το φορντικό προς το

νεοφιλελεύθερο μοντέλο κεφαλαιακής συσσώρευσης. Για την Krippner (2005) η χρηματιστικοποίηση είναι συνυφασμένη με την αλλαγή των μέσων κεφαλαιακής συσσώρευσης, καθώς η πραγματοποίηση των κερδών συντελείται μέσω χρηματοπιστωτικών πηγών και όχι μέσω της πραγματικής παραγωγής και διακίνησης προϊόντων.

Σε ένα ευρύτερο πλαίσιο πολιτικής οικονομίας, ο Epstein (2005: 3) ταυτίζει τη χρηματιστικοποίηση με «τον αυξανόμενο ρόλο των χρηματοπιστωτικών κινήτρων, των χρηματοπιστωτικών αγορών, και των χρηματοπιστωτικών θεσμών στη λειτουργία των εγχώριων και διεθνών αγορών». Ο Palley (2007: 2) ισχυρίζεται ότι η χρηματιστικοποίηση έχει αλλάξει τη λειτουργία του οικονομικού συστήματος τόσο σε μακροοικονομικό όσο και σε μικροοικονομικό επίπεδο, καθώς «αυξάνει την επιρροή του χρηματοπιστωτικού τομέα έναντι του πραγματικού τομέα, μεταφέρει εισόδημα από τον πραγματικό τομέα στον χρηματοπιστωτικό τομέα και αυξάνει την εισοδηματική ανισότητα και τη μισθολογική στασιμότητα». Βέβαια, η ένταση του φαινομένου της χρηματιστικοποίησης, καθώς και οι συνέπειές του τόσο σε οικονομικό όσο και σε κοινωνικό επίπεδο, διαφέρει σε κάθε περίοδο, ενώ εμφανίζει κυκλικά χαρακτηριστικά εξάρσεων και υφέσεων (Sawyer, 2013). Παράλληλα, σε ένα ιστορικό πλαίσιο ανάλυσης του ρόλου του χρήματος και του χρηματικού κεφαλαίου, η χρηματιστικοποίηση είναι μια έννοια μεταλλασσόμενη μέσα στον χρόνο και προσδιοριζόμενη από τις εκάστοτε κοινωνικές, πολιτικές, οικονομικές, θεσμικές και διαρθρωτικές συνθήκες (Graeber, 2011).

Είναι σημαντικό να σημειωθεί ότι ο ισχυρισμός περί εντατικοποίησης του φαινομένου της χρηματιστικοποίησης από τις αρχές της δεκαετίας του 1980 τυγχάνει κριτικής και μερικής αμφισβήτησης, καθώς, όπως τονίζεται από τον Vercelli (2014), σημαντικοί δείκτες του μεγέθους και της κλίμακας του χρηματοπιστωτικού συστήματος εμφανίζουν μια σχετική χρονική συνέχεια, ενώ η χρηματοπιστωτική απελευθέρωση έχει τις ρίζες της στη δεκαετία του 1970. Σημειώνεται επίσης ότι πριν το 1980, η επέκταση του χρηματοπιστωτικού τομέα προσδιοριζόταν από την αύξηση της ρευστότητας του τραπεζικού συστήματος κυρίως μέσω των ιδιωτικών αποταμιεύσεων. Στο πλαίσιο αυτό, η επέκταση του χρηματοπιστωτικού τομέα σχετιζόταν θετικά με την αύξηση του ιδιωτικού πλούτου και του ΑΕΠ. Από την άλλη πλευρά, ο τύπος της χρηματιστικοποίησης που διαμορφώθηκε ειδικότερα τη δεκαετία του 1990 αλλά και του 2000, αποσύνδεσε την επέκταση του χρηματοπιστωτικού τομέα από την αύξηση του ιδιωτικού πλούτου και των αποταμιεύσεων και τη συσχέτιση αυτών με την οικονομική μεγέθυνση. Κεντρικό πλέον ρόλο στην επέκταση της χρηματιστικοποίησης έχει η αύξηση των περιουσιακών στοιχείων των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων, κυρίως μέσω της αγοραπωλησίας χρηματοπιστωτικών προϊόντων υψηλού ρίσκου και της συσσώρευσης ιδιωτικού χρέους.

Συνοψίζοντας, ως κύρια χαρακτηριστικά της χρηματιστικοποίησης, όπως έχουν υπογραμμιστεί στη σχετική βιβλιογραφία, θα σημειώναμε τα εξής:

- ▶ μεγάλης κλίμακας επέκταση των αγορών χρήματος και κεφαλαίου
- ▶ απορρύθμιση του χρηματοπιστωτικού συστήματος και γενικότερα των αγορών
- ▶ ανάπτυξη νέων χρηματοοικονομικών εργαλείων υψηλού πιστωτικού ρίσκου
- ▶ κυριαρχία του χρηματοπιστωτικού τομέα (τράπεζες, αγορές κεφαλαίου, χρηματοπιστωτικά ιδρύματα) πάνω στον παραγωγικό τομέα (βιομηχανία) με σημαντικές επιπτώσεις στη συσσώρευση κεφαλαίου, στην απασχόληση και στην παραγωγικότητα
- ▶ αύξηση της συμμετοχής των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων σε δραστηριότητες του ευρύτερου χρηματοπιστωτικού τομέα με στόχο την εύκολη και υψηλή κερδοφορία και διαμόρφωση ενός νέου πλαισίου εταιρικής διακυβέρνησης που στοχεύει κυρίως στην προστασία της αξίας του μετοχικού κεφαλαίου
- ▶ αυξημένη εξάρτηση των νοικοκυριών, των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και των εθνικών κρατών από τις χρηματοπιστωτικές αγορές είτε μέσω του δανεισμού είτε μέσω της αγοραπωλησίας επενδυτικών προϊόντων
- ▶ άσκηση προ-κυκλικών οικονομικών πολιτικών και εφαρμογή διαρθρωτικών αλλαγών στην αγορά εργασίας, οι οποίες αυξάνουν την εισοδηματική ανισότητα και την άνιση διανομή του εισοδήματος σε όφελος του χρηματοπιστωτικού τομέα
- ▶ κυριαρχία μιας κουλτούρας που προάγει την ατομικότητα, τον ορθολογισμό στις οικονομικές αποφάσεις και την κυριαρχία των θεσμών και των μηχανισμών της αγοράς.

Φυσικά, οι παραπάνω αναφορές, αποτελούν ένα αρκετά γενικευμένο πλαίσιο των χαρακτηριστικών του φαινομένου της χρηματιστικοποίησης όπως αυτά μπορούν εμπειρικά να εκτιμηθούν κυρίως στις αναπτυγμένες καπιταλιστικές οικονομίες. Ωστόσο, η εξέλιξη του φαινομένου της χρηματιστικοποίησης και οι επιπτώσεις της διαφέρουν από χώρα σε χώρα και είναι συνυφασμένες με τα εκάστοτε θεσμικά, διαρθρωτικά και οικονομικά χαρακτηριστικά των χωρών (Coates, 2005· Hall, 2007).

03 Οι επιπτώσεις της χρηματιστικοποίησης

Πριν την παγκόσμια οικονομική κρίση του 2007-2008, η κυρίαρχη οικονομική σκέψη θεωρούσε το φαινόμενο της χρηματιστικοποίησης θετική εξέλιξη. Η νεοκλασική ιδέα που στήριζε αυτή την εκτίμηση ήταν ότι η χρηματιστικοποίηση θα οδηγούσε σε άριστη κατανομή της παγκόσμιας αποταμίευσης μεταξύ των πιο κερδοφόρων επενδύσεων με το λιγότερο ρίσκο (Eatwell and Taylor, 2002· Argitis and Pitelis, 2006). Η συζήτηση επικεντρωνόταν κυρίως στην έκταση και την ταχύτητα της απορρύθμισης των αγορών χρήματος και κεφαλαίου (Schor, 1992). Από την πλευρά της συμβατικής θεώρησης, η έννοια της χρηματιστικοποίησης είναι συνυφασμένη με την επέκταση και την ωρίμανση των αγορών χρήματος και κεφαλαίου. Σε αυτό το πλαίσιο, δεν λαμβάνονται υπόψη ευρύτερες πτυχές της που αφορούν τον οικονομικό και κοινωνικό συσχετισμό δυνάμεων καθώς και τις συνεπαγόμενες διανεμητικές συνέπειες (Sawyer, 2013).

Συνεπώς, στο πλαίσιο της συμβατικής οικονομικής σκέψης, η διεύρυνση του χρηματοπιστωτικού τομέα συνδέεται με την οικονομική μεγέθυνση, δίχως πολλές φορές να αποσαφηνίζεται η σχέση μεταξύ αιτίας και αιτιατού, καθώς επίσης και οι σχετικές διανεμητικές προεκτάσεις και οι συνέπειες στα συστήματα παραγωγής και χρηματοδότησης. Όπως σχολιάζει σχετικά ο Palley (2007: 7): «[...] οι χρηματοπιστωτικές αγορές αξιολογούνται βάσει του νεο-κλασικού παραδείγματος αποτελεσματικής κατανομής των πόρων, παρά ως μέρος ενός ευρύτερου οικονομικού συστήματος που επηρεάζει τον χαρακτήρα της παραγωγής και τη διανομή του εισοδήματος». Συνεπώς, σε σημαντικό βαθμό, η αξιολόγηση της χρηματιστικοποίησης και των συνεπειών της εξαρτάται από τον εννοιολογικό της προσδιορισμό. Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2007-2008 αμφισβήτησε αυτή τη συμβατική θεώρηση της άριστης κατανομής των πόρων, καθώς ανέδειξε πολλές από τις αρνητικές επιπτώσεις της χρηματιστικοποίησης, όπως οι ακόλουθες:

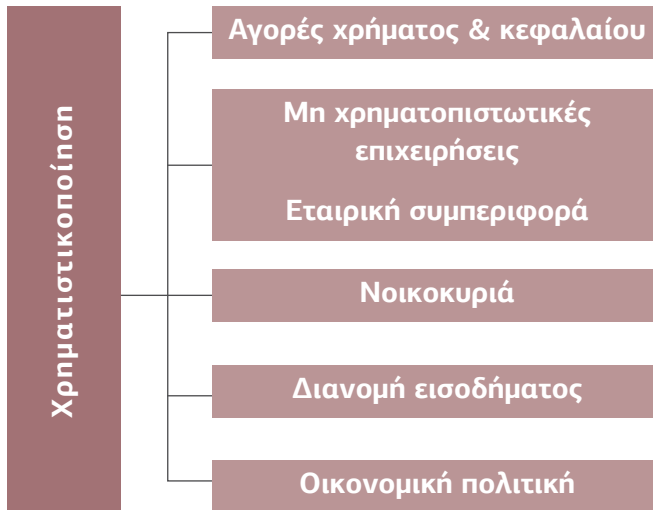
- ▶ μείωση του συνολικού όγκου και της αποτελεσματικότητας των πραγματικών επενδύσεων

- ▶ κυριαρχία των συμφερόντων των μετόχων και της χρηματιστηριακής αξίας των επιχειρήσεων στις επενδυτικές και επιχειρησιακές αποφάσεις
- ▶ σημαντική επιρροή των χρηματοπιστωτικών συμφερόντων στην άσκηση οικονομικής και κοινωνικής πολιτικής με στόχευση τη συγκράτηση του πληθωρισμού σε χαμηλό επίπεδο και την αποδόμηση του κοινωνικού κράτους και των εργασιακών δικαιωμάτων
- ▶ διεύρυνση της εισοδηματικής ανισότητας κυρίως σε βάρος της εργασίας.

Από την οπτική της πολιτικής οικονομίας και της μετακεϋνσιανής θεωρίας, οι επιπτώσεις της χρηματιστικοποίησης είναι στενά συνυφασμένες με τις παραγωγικές δομές, τα παραγωγικά πρότυπα και τη χρηματοπιστωτική δυναμική της κάθε οικονομίας. Αυτό σημαίνει πως οι αναπτυγμένες οικονομίες, που είχαν ήδη μια ισχυρή χρηματοπιστωτική δομή αλλά και ένα σχετικά ανταγωνιστικό παραγωγικό σύστημα, κατάφεραν να προσαρμοστούν στις αλλαγές που επέφερε η χρηματιστικοποίηση με τρόπο οικονομικά αλλά και κοινωνικά πιο αποτελεσματικό, σε σχέση με τις λιγότερο αναπτυγμένες οικονομίες. Στο πλαίσιο της παγκόσμιας πολιτικής οικονομίας, η χρηματιστικοποίηση έχει ενισχύσει το ηγεμονικό προφίλ των αναπτυγμένων οικονομιών που ήταν παραγωγικά αλλά και θεσμικά πιο ώριμες να αφομοιώσουν –προς όφελος τους– τις αλλαγές που επέφερε η χρηματιστικοποίηση (De Cecco, 2012).

Συνοψίζοντας (βλ. Σχήμα 1), οι επιπτώσεις της χρηματιστικοποίησης είναι πολυδιάστατες και αφορούν τόσο αλλαγές στη δομή και τη λειτουργία των αγορών χρήματος και κεφαλαίου, όσο και αλλαγές στην επενδυτική συμπεριφορά των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων αλλά και των νοικοκυριών.

Σχήμα 1: Κανάλια επιρροής της χρηματιστικοποίησης



Ωστόσο, ως βασικές συνέπειες της χρηματιστικοποίησης θα μπορούσαμε να θεωρήσουμε την αύξηση του ιδιωτικού χρέους, καθώς και της άνισης κατανομής του εισοδήματος, οι οποίες με τη σειρά τους έχουν αυξήσει την ευθραυστότητα των σύγχρονων οικονομιών. Όλες αυτές οι αλλαγές στο μοντέλο του σύγχρονου καπιταλισμού εκτυλίσσονται και εξελίσσονται στο πλαίσιο του νεοφιλελεύθερου υποδείγματος άσκησης οικονομικής πολιτικής που προτάσσει τα συμφέροντα του χρηματοπιστωτικού συστήματος, υποτιμώντας τις αποσταθεροποιητικές συνέπειες της χρηματιστικοποίησης με όρους οικονομικής και κοινωνικής βιωσιμότητας.

04 Εμπειρικά ευρήματα για τη χρηματοπιστικοποίηση των νοικοκυριών

Η εμπειρική ανάλυση της παρούσας μελέτης επικεντρώνεται στον τομέα των νοικοκυριών, ο οποίος είναι ένας από τους θεσμικούς τομείς των σύγχρονων οικονομιών που έχει δεχτεί τις συνέπειες της χρηματοπιστικοποίησης. Το χρέος των νοικοκυριών εμφανίζει ανοδική πορεία από τα μέσα του 1970 και κορυφώνεται τη δεκαετία του 2000. Στον Πίνακα 1 παρατηρούμε τη μεταβολή του λόγου του χρέους προς το διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών τις περιόδους 1995-2005 και 2006-2017 για 15 χώρες της Ευρωζώνης. Με εξαίρεση τη Γερμανία, σε όλες τις ώρες το ποσοστό του χρέους προς το διαθέσιμο εισόδημα αυξάνεται σημαντικά. Ενδεικτικά αναφέρουμε τις περιπτώσεις της Ολλανδίας, όπου το ποσοστό του χρέους αυξήθηκε από 193,6% σε 262,7%, της Ισπανίας, όπου το ποσοστό αυξήθηκε από 99% σε 137,3% και της Ελλάδας, από 35,1% σε 103,2%. Σε όρους ποσοστού αύξησης του χρέους μεταξύ των δύο υποπεριόδων σημειώνεται η περίπτωση της Λιθουανίας (508%), της Λετονίας (310%), της Ελλάδας (194%), της Σλοβακίας (173,6%) και της Σλοβενίας (74,3%). Όπως προαναφέρθηκε, εξαίρεση αποτελεί η Γερμανία το ποσοστό χρέους της οποίας την ίδια περίοδο μειώθηκε κατά 11,6%.

Πίνακας 1: Το χρέος των νοικοκυριών ως ποσοστό [%] του διαθέσιμου εισοδήματος σε 15 χώρες της Ευρωζώνης (1995-2017)

	1995-2005	2006-2017	Ποσοστό μεταβολής (%)
Αυστρία	75,2	91,09	21,1
Βέλγιο	71,3	101,08*	41,7
Εσθονία	27,2	91,1	23,4
Φινλανδία	74	123,3	66,6
Γαλλία	78,9	109,9	39,2
Γερμανία	109,3	97,1	-11,6
Ελλάδα	35,1	103,2*	194,01
Ιρλανδία	150,5**	217,5*	44,5
Ιταλία	54,2	86,5	59,5
Λετονία	17	69,7	310,0
Λιθουανία	7,9	48,05	508,0
Λουξεμβούργο	99,2***	154,9*	56,1
Ολλανδία	193,6	262,7	35,6
Πορτογαλία	98,06	147,6	50,5
Σλοβακία	20,5	56,1	173,6
Σλοβενία	32,7	57,01	74,3
Ισπανία	99,0***	137,3	38,6

Πηγή: ΟΟΣΑ Household Accounts (2018)

Σημείωση: *δεν περιλαμβάνεται το 2017, **2001-2005, *** 1999-2005

Στον Πίνακα 2 παρουσιάζεται το ποσοστό των χρεωμένων νοικοκυριών στο σύνολο των νοικοκυριών και η κατανομή του χρέους τους σε ενυπόθηκο και μη ενυπόθηκο χρέος στην Ευρωζώνη. Στο σύνολο της Ευρωζώνης το ποσοστό των χρεωμένων νοικοκυριών ανέρχεται στο 42,4% του συνόλου των νοικοκυριών. Το υψηλότερο ποσοστό παρατηρείται στην Ολλανδία (63,1%), και ακολουθεί η Φινλανδία (57,4%), η Ισπανία (49,3%) και το Βέλγιο (48,4%). Στην Γερμανία το αντίστοιχο ποσοστό είναι (45,1%). Η Ελλάδα σημειώνει το χαμηλότερο ποσοστό χρεωμένων νοικοκυριών (μόλις 27,1% του συνόλου των νοικοκυριών).

Πίνακας 2: Ποσοστό χρεωμένων νοικοκυριών και η διάρθρωση του χρέους σε ενυπόθηκο και μη ενυπόθηκο χρέος στο σύνολο των χωρών της Ευρωζώνης

	Ευρωζώνη	Βέλγιο	Γερμανία	Εσθονία	Ιρλανδία	Ελλάδα	Ισπανία
Συνολικό χρέος	42,4	48,4	45,1	36,8	56,8	27,1	49,3
Ενυπόθηκο χρέος	23,3	34,5	20,4	20,7	37,0	13,3	35,0
Ενυπόθηκο χρέος για μόνιμη κατοικία	19,7	31,9	16,5	18,7	33,9	11,4	27,8
Μη ενυπόθηκο χρέος	28,2	25,2	32,8	25,1	41,4	17,1	27,4
	Γαλλία	Ιταλία	Κύπρος	Λετονία	Λιθουανία	Μάλτα	Ολλανδία
Συνολικό χρέος	47,2	21,2	59,1	33,5	54,6	37,1	63,1
Ενυπόθηκο χρέος	24,3	10,1	42,0	17,0	35,2	19,1	42,0
Ενυπόθηκο χρέος για μόνιμη κατοικία	19,0	9,6	34,3	13,5	29,1	15,9	40,6
Μη ενυπόθηκο χρέος	33,6	13,9	37,0	23,0	33,9	25,5	27,6
	Αυστρία	Πορτογαλία	Σλοβενία	Σλοβακία	Φινλανδία		
Συνολικό χρέος	34,4	45,9	38,6	36,7	57,4		
Ενυπόθηκο χρέος	16,7	34,7	9,1	16,2	35,2		
Ενυπόθηκο χρέος για μόνιμη κατοικία	15,5	32,7	8,2	15,2	32,8		
Μη ενυπόθηκο χρέος	37,9	22,6	34,8	25,3	43,9		

Πηγή: ECB (2016)

Σημείωση: Στο HFCS (2016) το έτος αναφοράς των δεδομένων είναι το 2015.

Παρατηρούμε ότι το ενυπόθηκο χρέος αποτελεί μια βασική πηγή χρηματοδότησης των νοικοκυριών σε όλες τις χώρες. Μαζί με τις υπεραξίες των χρηματοπιστωτικών προϊόντων και ειδικότερα των μετοχών, προσδιορίζουν –πλέον σε σημαντικότερο βαθμό από ό,τι το διαθέσιμο εισόδημα– τη συνολική δαπάνη των νοικοκυριών (Guttman and Plihon, 2010). Παρατηρούμε επίσης ότι το μεγαλύτερο μέρος του ενυπόθηκου χρέους αφορά την ακίνητη ιδιοκτησία.

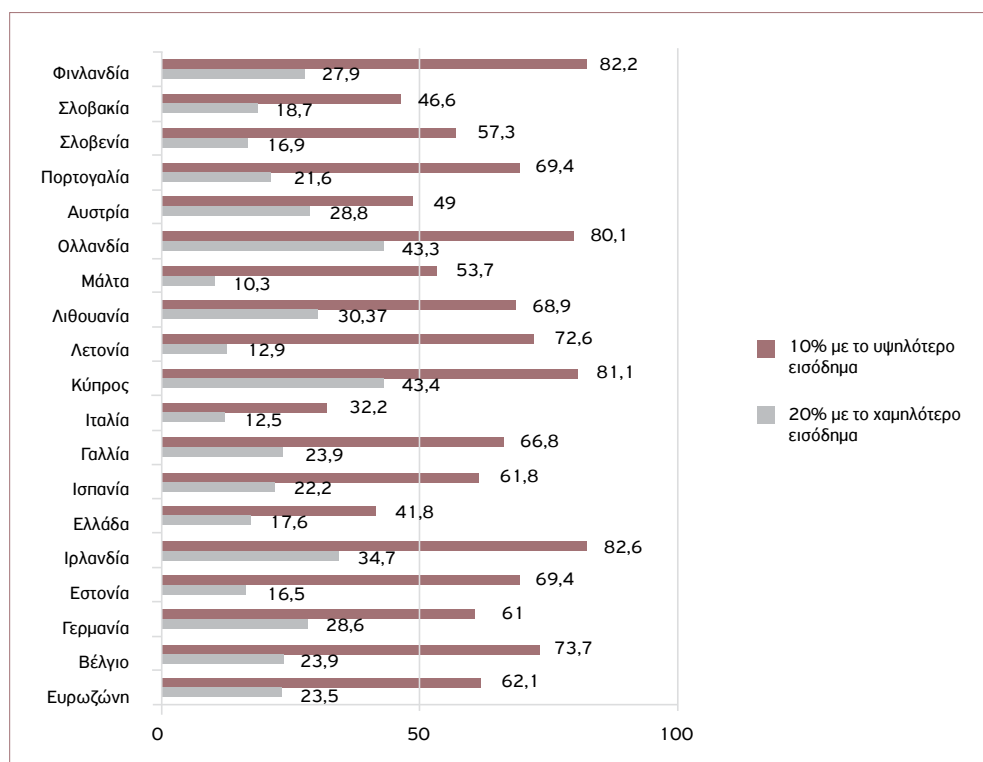
Στο σημείο αυτό έχει ενδιαφέρον να σημειώσουμε ότι, σύμφωνα με τη συμβατική οικονομική σκέψη, η αύξηση του χρέους των νοικοκυριών είναι ένα θετικό αποτέλεσμα της αύξησης του πλούτου τους. Για τη μετακεϋνσιανή οικονομική σκέψη, η αύξηση του χρέους των νοικοκυριών δεν είναι αποτέλεσμα του «*wealth-effect*», το οποίο δημιουργήθηκε από καιροσκοπικές φούσκες στις αγορές ακινήτων και στις χρηματιστηριακές αγορές, αλλά αποτέλεσμα του «*credit access effect*», που δημιουργήθηκε από τη χρηματιστικοποίηση και την απελευθέρωση των χρηματοπιστωτικών αγορών (Stockhammer, 2013).

Επίσης, το αυξημένο χρέος των νοικοκυριών μπορεί να ερμηνευθεί και ως συνέπεια της προσπάθειάς τους να αντισταθμίσουν τη μείωση του διαθέσιμου εισοδήματός τους, έτσι ώστε να διατηρήσουν αμετάβλητο το επίπεδο των δαπανών τους. Ειδικότερα, οι Barda and Pivetti (2009) υποστηρίζουν ότι ένα σημαντικό τμήμα των μεσαίων και των χαμηλών εισοδηματικών τάξεων αύξησε τον δανεισμό του με στόχο τη διατήρηση του καταναλωτικού του προφίλ. Το υψηλό χρέος ήταν το αποτέλεσμα της «*αμυντικής στάσης*» των νοικοκυριών στη μείωση του διαθέσιμου εισοδήματός τους. Στον αντίποδα, ο Goldstein (2013: 4) υποστηρίζει από ότι «[...] το αυξημένο χρέος, αποτελεί μια περισσότερο επιθετική παρά αμυντική στρατηγική ορισμένων νοικοκυριών που υιοθέτησαν τη στρατηγική της μόχλευσης με στόχο την ενίσχυση της θέσης τους στην κοινωνικοοικονομική ιεράρχηση επενδύοντας σε περιουσιακά στοιχεία (ιδιαίτερα σε κατοικίες) [...]».

Στο Διάγραμμα 1 παρατηρούμε το ποσοστό των χρεωμένων νοικοκυριών βάσει της εισοδηματικής κατανομής τους, και ειδικότερα το ποσοστό εκείνων που ανήκουν στο 10% με το υψηλότερο εισόδημα και στο 20% με το χαμηλότερο εισόδημα. Είναι αξιοσημείωτο ότι σε όλες τις χώρες-μέλη της Ευρωζώνης το ποσοστό των χρεωμένων νοικοκυριών είναι σημαντικά μεγαλύτερο στα νοικοκυριά που ανήκουν στο 10% με το υψηλότερο εισόδημα. Ειδικότερα, για το σύνολο της Ευρωζώνης, το ποσοστό των χρεωμένων νοικοκυριών που ανήκουν στο 10% των υψηλότερων εισοδημάτων είναι 62,2% έναντι του 23,5% των νοικοκυριών στο 20% των χαμηλότερων εισοδημάτων. Πολύ υψηλό ποσοστό χρεωμένων νοικοκυριών στο 10% των υψηλότερων εισοδημάτων έχουν η Φινλανδία (82,2%), η Κύπρος (81,1%), η Ολλανδία (80,1%) και ακο-

λουθούν το Βέλγιο (73,7%) και η Γερμανία (61%). Το ποσοστό στην Ελλάδα είναι στο 41,8%. Στις ίδιες οικονομίες το ποσοστό των χρεωμένων νοικοκυριών που βρίσκονται εισοδηματικά στο χαμηλότερο 20% είναι στη Φινλανδία (27,9%), στην Κύπρο (43,4%), στην Ολλανδία (43,3%), στο Βέλγιο (23,9%) και στη Γερμανία (28,6%). Το αντίστοιχο ποσοστό στην Ελλάδα είναι στο 17,6%.

Διάγραμμα 1: Ποσοστό χρεωμένων νοικοκυριών βάσει της εισοδηματικής κατανομής τους στις χώρες-μέλη της Ευρωζώνης (2015)



Πηγή: ECB (2016)

Συνολικά, τα συμπεράσματα που προκύπτουν είναι ότι στις χώρες-μέλη της Ευρωζώνης παρατηρείται μια συσσώρευση χρέους στον τομέα των νοικοκυριών που αποτυπώνει τη χρηματιστικοποίησή τους. Επίσης, ένα σχετικά υψηλό ποσοστό των νοικοκυριών είναι χρεωμένο, ωστόσο το ποσοστό αυτό εμφανίζει σημαντικές διαφορές μεταξύ των χωρών-μελών. Τέλος, το ποσοστό των νοικοκυριών που είναι χρεωμένο και ανήκει εισοδηματικά στην κατηγορία του υψηλότερου 10% είναι σαφώς πολύ μεγαλύτερο συγκριτικά με το ποσοστό των χρεωμένων νοικοκυριών που ανήκει εισοδηματικά στην κατηγορία του χαμηλότερου 20%. Με άλλα λόγια, τα πιο εύπορα νοικοκυριά εμφανίζουν πολύ υψηλότερη ροπή προς δανεισμό προφανώς για να υποστηρίξουν τα καταναλωτικά τους πρότυπα, αλλά και για να συσσωρεύσουν περιουσιακά στοιχεία και κοινωνική και πολιτική ισχύ και επιρροή.

05 Χρηματιστικοποίηση και διανομή του εισοδήματος

Η χρηματιστικοποίηση έχει προκαλέσει μια δομική μεταβολή στο μοντέλο οικονομικής μεγέθυνσης σε πολλές εθνικές οικονομίες. Ειδικότερα, η χρηματιστικοποίηση έχει συμβάλει στον μακροοικονομικό μετασχηματισμό του μοντέλου μεγέθυνσης πολλών οικονομιών από «wage-led» και «profit-led» μοντέλα σε ένα «finance-led» μοντέλο οικονομικής μεγέθυνσης (Lavoie and Stockhammer, 2013). Η ουσιαστική διαφορά μεταξύ αυτών των μοντέλων είναι η εξής: Στα «wage-led» μοντέλα η οικονομική μεγέθυνση στηριζόταν στον άξονα παραγωγικότητα-εισοδήματα-κατανάλωση ως προωθητικό μηχανισμό της αύξησης του ΑΕΠ. Στα «profit-led» μοντέλα η οικονομική μεγέθυνση στηριζόταν στον άξονα κέρδος-ιδιωτικές επενδύσεις. Στο «finance-led» μοντέλο η οικονομική μεγέθυνση στηρίζεται στον άξονα δανεισμός-κατανάλωση/επένδυση, με την επένδυση να στοχεύει πρωτίστως στη δημιουργία υπεραξιών στις αγορές χρεογράφων και όχι στην ενίσχυση της παραγωγής. Ωστόσο, η αντίθεση μεταξύ της χρηματοπιστωτικής επέκτασης και της παραγωγικής συρρίκνωσης καθιστά το «finance-led» μοντέλο εύθραυστο, μη διατηρήσιμο και εξαρτημένο σε μεγάλο βαθμό από τη φερεγγυότητα του δανειζόμενου. Επιπλέον, η συρρίκνωση του παραγωγικού τομέα της οικονομίας δημιουργεί μακροοικονομικές ανισορροπίες (π.χ. ανεργία) και υποσκάπτει τη διατηρησιμότητα των ροών εισοδήματος στο οικονομικό σύστημα, ενώ διευρύνει την εισοδηματική ψαλίδα σε βάρος των μισθωτών.

Στη σχετική βιβλιογραφία υποστηρίζεται ότι υπάρχει ισχυρή συσχέτιση μεταξύ χρηματιστικοποίησης και διανομής του εισοδήματος. Οι Argitis and Michoroulou (2011, 2013) χωρίζουν τη βιβλιογραφία σε δύο βασικές κατηγορίες επιχειρημάτων. Στην πρώτη κατηγορία το βασικό επιχείρημα είναι ότι η χρηματιστικοποίηση έχει αλλάξει τη διανομή του εισοδήματος μεταξύ του πραγματικού/παραγωγικού τομέα και του χρηματοπιστωτικού τομέα. Η απελευθέρωση των χρηματοπιστωτικών αγορών σε συν-

δουασμό με την αντιπληθωριστική εμμονή των κεντρικών τραπεζών έχουν αποτελέσει θεμελιακές θεσμικές αλλαγές στις σύγχρονες οικονομίες, που σε σημαντικό βαθμό συνδέονται με τη χρηματοπιστικοποίηση και οι οποίες έχουν καταστήσει τη σταθερότητα των τιμών κεντρικό στόχο της νομισματικής πολιτικής.

Το χρηματοπιστωτικό κεφάλαιο, υπό την απειλή της «φυγής» του από τη μια οικονομία στην άλλη, έχει καταφέρει να επιβληθεί στους θεσμούς άσκησης οικονομικής πολιτικής. Το αποτέλεσμα ήταν η αναδιανομή εισοδήματος σε όφελος του χρηματοπιστωτικού κεφαλαίου και σε βάρος του βιομηχανικού/παραγωγικού κεφαλαίου. Σημαντικά εμπειρικά ευρήματα δείχνουν ότι η διανομή του εισοδήματος σημειώνει μια σημαντική τάση αύξησης των εισοδηματικών μεριδίων των *rentiers*, των ιδιωτικών τραπεζών και γενικότερα των κατόχων χρηματοπιστωτικών προϊόντων σε βάρος του εισοδήματος των μη-χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (Epstein and Power, 2003· Epstein and Jayadev, 2005· Palley, 2007· Dünhaupt, 2016).

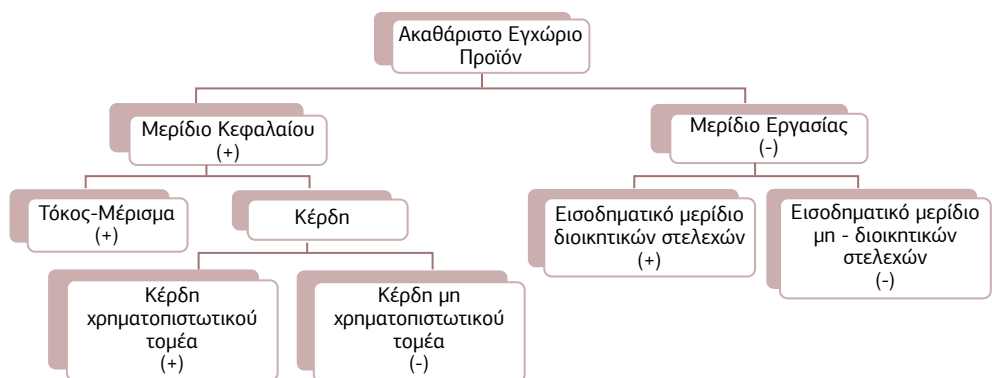
Η πτώση του τρέχοντος, και κυρίως του προσδοκώμενου, κέρδους της βιομηχανίας λειτουργεί ως αντικίνητρο στην επένδυση σε πραγματικά περιουσιακά στοιχεία ενισχύοντας τη ροπή των οικονομιών προς τη στασιμότητα. Στη μετακεϋνσιανή προσέγγιση, η μείωση της επένδυσης οδηγεί με τη σειρά της σε περαιτέρω μείωση το κέρδος της βιομηχανίας, βάσει της εξίσωσης κέρδους του Kalecki (1971). Η μείωση των κερδών είναι μια από τις αιτίες αύξησης της ανάγκης δανεισμού της βιομηχανίας από τις χρηματοπιστωτικές αγορές. Στη σχετική βιβλιογραφία υποστηρίζεται ότι το αυξανόμενο επιχειρηματικό χρέος είναι πιθανό να μετριάσει την αρνητική επίδραση των κερδών στις επενδύσεις βραχυπρόθεσμα. Όμως, όσο η κερδοφορία του χρηματοπιστωτικού κεφαλαίου παραμένει υψηλή, αυτό μπορεί να έχει ως συνέπεια τη μετατόπιση των πόρων της βιομηχανίας στα πιο κερδοφόρα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία, περιορίζοντας την αύξηση των επενδύσεων, της ζήτησης, της απασχόλησης και της οικονομικής δραστηριότητας.

Στη δεύτερη κατηγορία το βασικό επιχείρημα είναι ότι η χρηματοπιστικοποίηση έχει αλλάξει τη διανομή του εισοδήματος ανάμεσα στο κεφάλαιο και την εργασία. Εμπειρικές μελέτες παρέχουν ευρήματα που δείχνουν ότι σε πολλές χώρες το μερίδιο της εργασίας στο εθνικό εισόδημα έχει μειωθεί (π.χ. Jayadev, 2007· Hein, 2015). Η μείωση του εισοδηματικού μεριδίου της εργασίας επηρεάζει αρνητικά την αύξηση των καταναλωτικών δαπανών (Palley, 2007· Dünhaupt, 2016). Έτσι, στο προαναφερθέν αρνητικό αποτέλεσμα των επενδύσεων στη συν-αθροιστική ζήτηση προστίθεται και η πτώση της κατανάλωσης προκαλώντας ακόμη μεγαλύτερη μείωση της ζήτησης και της απασχόλησης (Hein, 2015· Karsten et al., 2018).

Είναι σημαντικό και πρέπει να τονιστεί μια επιπλέον διανεμητική επίδραση της χρηματιστικοποίησης. Η σύνδεση της βραχυπρόθεσμης κερδοφορίας των μη-χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων με αγοραπωλησίες στον ευρύτερο χρηματοπιστωτικό τομέα έχει δημιουργήσει ένα νέο πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης που εστιάζει στην προστασία των συμφερόντων των μετόχων και των αμοιβών των υψηλόβαθμων στελεχών των επιχειρήσεων σε βάρος των εργαζομένων. Εμπειρικές μελέτες δείχνουν μια σταθερή αύξηση των μερισμάτων (Dumenil and Levy, 2004). Βέβαια, αν και το θεμελιώδες κίνητρο της νέας χρηματιστικοποιημένης εταιρικής διακυβέρνησης είναι η αύξηση του μετοχικού μεριδίου, η ταύτιση των υψηλών μερισμάτων αλλά και των αποδόσεων από άλλες χρηματοπιστωτικές επενδύσεις, με την αμοιβή των υψηλόβαθμων στελεχών, έχει οδηγήσει στη δημιουργία μιας νέας τάξης από νεόπλουτους, τους «golden managers», σε βάρος της πλειονότητας των εργαζομένων (Englander and Kaufman, 2004· Bebchuk and Grinstein, 2005).

Συνεπώς, οι διανεμητικές επιπτώσεις της χρηματιστικοποίησης συσχετίζονται από τη μια πλευρά με τη συρρίκνωση των μισθών και του εισοδηματικού μεριδίου της εργασίας και από την άλλη πλευρά με την αύξηση του εισοδηματικού μεριδίου των κεφαλαιούχων και των υψηλόβαθμων στελεχών. Το Σχήμα 2 αποτυπώνει αυτή την εικόνα της ενδοκαπιταλιστικής και διαταξικής διανομής του εισοδήματος, όπως φαίνεται να διαμορφώνεται στη χρηματιστικοποιημένη φάση ανάπτυξης του καπιταλιστικού συστήματος.

Σχήμα 2: Χρηματιστικοποίηση και διανομή του εισοδήματος



Πηγή: Palley (2013)

Σημαντικό είναι επίσης το γεγονός ότι ο μετασχηματισμός της εταιρικής διαχείρισης από «productivity-led» σε «finance-led» συσχετίζεται όχι μόνο με μεγάλες μισθολογικές μειώσεις, αλλά και με ευρύτερες αλλαγές στις συνθήκες εργασίας, όπου κυριαρχεί η εργασιακή αβεβαιότητα και η επισφάλεια. Η υποεκτίμηση των οικονομικών και των κοινωνικών συνεπειών της διανομής του εισοδήματος εγκυμονεί σοβαρό κίνδυνο κοινωνικής αστάθειας. Στο πλαίσιο της μετακεϋνσιανής οικονομικής σκέψης, η διανομή του εισοδήματος παίζει σημαντικό ρόλο στη δημιουργία αλλά και τη διατήρηση της μακροοικονομικής σταθερότητας (Hein, 2015· Palley, 2013). Στον βαθμό που η χρηματιστικοποίηση έχει αλλάξει τις παραγωγικές δομές και τις επενδυτικές προτεραιότητες έχει μεταβάλει και την κατανομή της κοινωνικής και της οικονομικής ισχύος επηρεάζοντας σε σημαντικό βαθμό τη διανομή του εισοδήματος (Whalen, 2017).

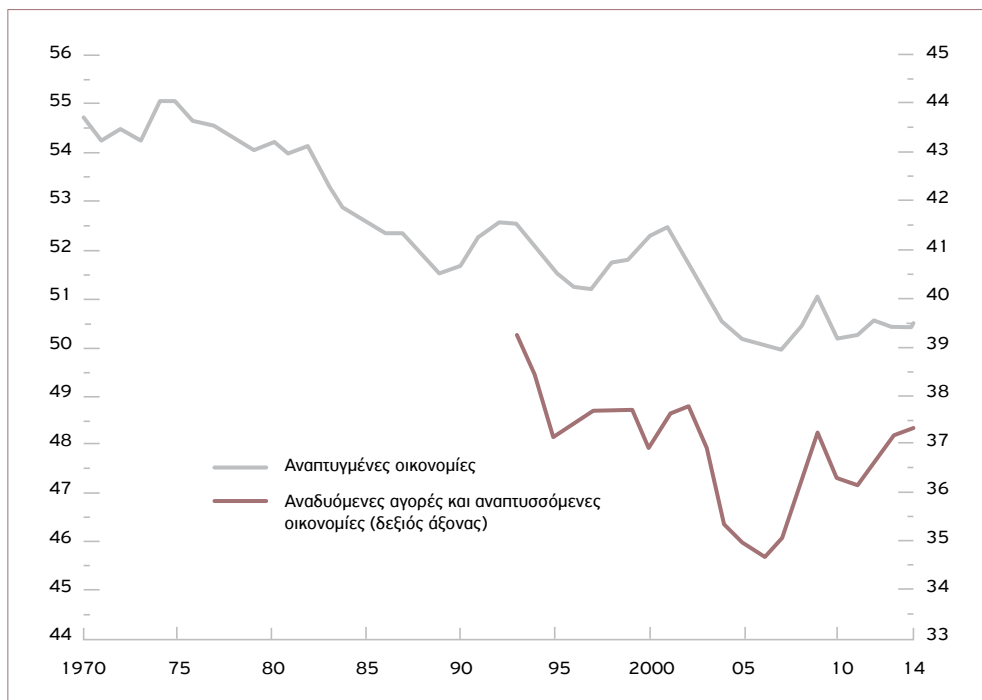
Τέλος, αξιοσημείωτο είναι επίσης ότι η αρνητική επίδραση της χρηματιστικοποίησης στο μερίδιο των μισθών είναι αποτέλεσμα και της αύξησης του χρέους των νοικοκυριών. Ειδικότερα, οι Dutt (2005, 2006), Bhaduri et al. (2006) και Hein (2015) υπογραμμίζουν ότι η ευκολότερη πρόσβαση στον καταναλωτική πίστωση, που διευκολύνεται από την απελευθέρωση των χρηματοπιστωτικών αγορών, ενθαρρύνει τους εργαζομένους να αυξήσουν την κατανάλωσή τους ως αποτέλεσμα της αύξησης του δανεισμού τους, η οποία αντισταθμίζει τη μείωση του εισοδήματός τους, τουλάχιστον για τη χρονική περίοδο που δεν θα δημιουργηθούν περιορισμοί φερεγγυότητας. Οι Barba and Pivetti (2009) καθώς και ο Stockhammer (2013) υποστηρίζουν ότι η αύξηση του χρέους λειτουργεί ως ένας εξωγενής μηχανισμός ενίσχυσης των εισοδηματικών ροών των νοικοκυριών και των δαπανών τους. Οι Barba and Pivetti (2009) θεωρούν πως ο εύκολος δανεισμός λόγω της χρηματιστικοποίησης αποτέλεσε το κίνητρο για τα νοικοκυριά των μεσαίων κυρίως εισοδηματικών στρωμάτων να εξισώσουν κατά το δυνατό τα καταναλωτικά τους πρότυπα με εκείνα των υψηλότερων εισοδημάτων. Οι Fligstein and Goldstein (2015), αναλύοντας ένα δείγμα 4.000 νοικοκυριών της μεσαίας και υψηλότερης εισοδηματικής τάξης των ΗΠΑ για την περίοδο 1989-2007, διαπίστωσαν ότι τα νοικοκυριά είχαν αποκτήσει μια «finance-based» επενδυτική κουλτούρα η οποία χαρακτηριζόταν από την ανάληψη μεγαλύτερου επενδυτικού ρίσκου και από τη συσσώρευση χρέους κυρίως για καταναλωτικούς σκοπούς. Στη βάση λοιπόν ενός τέτοιου επαναπροσδιορισμού των επενδυτικών και καταναλωτικών προτεραιοτήτων και συμπεριφορών, η εισοδηματική ανισότητα σε βάρος κυρίως του μεριδίου των μισθών και των χαμηλών εισοδηματικών στρωμάτων είναι πιθανό να αυξηθεί. Ο λόγος είναι ότι η μεσαία τάξη, που αποσκοπεί στην απόκτηση εισοδημάτων από χρηματοπιστωτικές δραστηριότητες, από τη διαχείριση χαρτοφυλακίων και από τον δανεισμό, είναι λιγότερο πιθανό να επιδιώκει να συμμετάσχει σε συλλογικές δράσεις για τη διεκδίκηση υψηλότερων μισθών.

Βέβαια, η απροθυμία ή η αδιαφορία των νοικοκυριών της μεσαίας τάξης να διεκδικήσουν ένα υψηλότερο εισοδηματικό μερίδιο αφορά κυρίως την πρώτη φάση της συσσώρευσης χρέους, όπου λειτουργικά αξιοποιούν τις δυνατότητες εξωτερικής χρηματοδότησής τους. Στη δεύτερη φάση της συσσώρευσης χρέους, στη διάρκεια της οποίας πρέπει να αποπληρωθούν τόκοι και χρεολύσια, η στασιμότητα ή και η συρρίκνωση του εισοδηματικού τους μεριδίου μπορεί να λειτουργήσει ως ενδογενής αιτία μείωσης της φερεγγυότητάς τους και της δυνατότητας αναχρηματοδότησής τους. Στην περίπτωση αυτή τα νοικοκυριά αυτά είναι πιθανό να γίνουν μέρος ενός φαύλου κύκλου συσσώρευσης χρέους και μείωσης του εισοδηματικού τους μεριδίου που θα τα οδηγήσει σε χρεοκοπία και μείωση των περιουσιακών τους στοιχείων (Kim et al., 2017).²

Σε εμπειρικό επίπεδο, πολλές είναι οι μελέτες που δείχνουν μια αρνητική και στατιστικά σημαντική σχέση ανάμεσα στη χρηματιστικοποίηση και τη διαπραγματευτική δυναμική των εργαζομένων και του εισοδηματικού τους μεριδίου (ILO, 2008, 2011· Jayadev, 2007· Stockhammer, 2009· Alvarez, 2015). Όπως παρατηρούμε στο Διάγραμμα 2, το εισοδηματικό μερίδιο της εργασίας στο ΑΕΠ εμφανίζει σαφή τάση μείωσης από τη δεκαετία του 1960 στις αναπτυγμένες οικονομίες, η οποία γίνεται πιο έντονη από το 1990 και μετά, όταν εντάθηκε το φαινόμενο της χρηματιστικοποίησης. Ίδια είναι και η εικόνα στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες, στις οποίες ωστόσο παρατηρούμε μια τάση αντιστροφής από τα μέσα της δεκαετίας του 2000 μετά την κατάρρευση του εισοδηματικού μεριδίου της εργασίας σε αξιοσημείωτα χαμηλό επίπεδο.

2. Η αρνητική σχέση ανάμεσα στον δανεισμό των νοικοκυριών και στο εισοδηματικό μερίδιο από την εργασία, επιβεβαιώνεται εμπειρικά και από τους Guschanski and Onaran (2017) για την Αυστρία, τη Μεγάλη Βρετανία και τις ΗΠΑ για την περίοδο 1970-2010.

Διάγραμμα 2: Η εξέλιξη του εισοδηματικού μεριδίου της εργασίας ως ποσοστό (%) του ΑΕΠ στις αναπτυγμένες και αναπτυσσόμενες οικονομίες



Πηγή: World Economic Outlook (2017)

Στον Πίνακα 3 παρουσιάζουμε το εισοδηματικό μερίδιο της εργασίας ως ποσοστό του ΑΕΠ στις χώρες-μέλη της Ευρωζώνης. Παρατηρούμε ότι σχεδόν σε όλες τις οικονομίες το εισοδηματικό μερίδιο της εργασίας εμφανίζει τάση μείωσης, ενώ κυμαίνεται μεταξύ 50-60% του ΑΕΠ. Στην περίπτωση της Ελλάδας σημειώνεται αύξηση στη διάρκεια της δεκαετίας του 2000 και στη συνέχεια πτώση που συσχετίζεται με την κρίση χρέους και τα προγράμματα οικονομικής προσαρμογής.

Πίνακας 3: Η εξέλιξη του εισοδηματικού μεριδίου της εργασίας ως ποσοστό (%) του ΑΕΠ στην Ευρωζώνη (1995-2017)

Έτη	Χώρες								
	Βέλγιο	Γερμανία	Εσθονία	Ιρλανδία	Ελλάδα	Ισπανία	Γαλλία	Ιταλία	Κύπρος
1995	69,04	64,67	61,72	60,06	54,26	64,99	66,2	59	59,28
1996	69,54	64,44	60,68	58,78	53,58	64,48	66,31	59,5	59,73
1997	69,36	63,6	58,84	56,84	54,62	65,1	65,73	60,1	60,07
1998	68,9	63,3	57,69	56,81	55,13	65,29	64,91	59,4	58,09
1999	69,58	64,02	56,08	55,05	55,58	65,19	65,25	59,3	57,57
2000	68,4	64,95	55,91	53,13	55,72	64,91	64,64	58,4	57,61
2001	69,4	64,08	54,72	52,01	54,93	63,47	64,4	58,1	56,92
2002	70,09	63,83	53,88	49,72	57,83	62,94	64,85	58,5	58,87
2003	69,36	64,03	54,61	50,6	57,23	62,14	64,97	59	62,3
2004	67,68	62,83	54,74	51,67	56,23	62,16	64,64	59	61,94
2005	66,56	62,31	53,32	52,55	60,04	61,89	64,9	59,5	64,33
2006	66,26	60,83	54,12	53,34	58,06	61,7	64,61	60	63,76
2007	65,76	60,05	56,37	55	57,73	61,25	63,82	59,7	63,2
2008	67,63	61,15	60,23	58,77	58,34	62,11	63,93	60,1	61,69
2009	69,13	64,04	63,02	58,2	60,24	61,77	65,98	61,3	64,62
2010	67,21	62,73	58,01	55,27	61,14	62,38	65,74	61,4	62,99
2011	67,78	62,44	55,55	53,1	59,96	61,18	66,1	60,8	62,75
2012	68,61	63,67	55,89	52,06	58,89	60,18	66,91	61,5	62,87
2013	68,8	63,79	56,66	52,27	56,32	59,88	67,53	61	60,47
2014	67,89	63,51	57,81	49,91	57,34	60,17	67,4	60,7	59,94
2015	66,27	63,74	60,28	38,4	57,26	60,09	66,63	60,7	58,5
2016	65,64	63,79	61,62	39,48	57,95	59,25	66,92	59,7	57,31
2017	65,53	64,04	61,33	37,99	57,87	58,74	67,29	59,6	58,07

(Συνέχεια στην επόμενη σελίδα)

Έτη	Χώρες									
	Λετονία	Λιθουανία	Λουξεμβούργο	Μάλτα	Ολλανδία	Αυστρία	Πορτογαλία	Σλοβενία	Σλοβακία	Φινλανδία
1995	55,08	51,6	56,6	60,3	67,7	66,9	66,5	77,2	47,1	62,7
1996	59,58	55,0	56,2	58,8	67,2	66,4	67,6	75,1	48,9	63,6
1997	57,86	57,9	57,0	58,6	66,0	65,6	67,6	72,5	50,3	62,0
1998	56,83	59,8	58,3	56,4	65,5	65,2	68,0	71,4	51,0	60,8
1999	57,34	61,4	55,9	56,5	66,1	65,2	67,6	70,6	49,3	60,9
2000	55,01	55,1	56,5	55,1	65,7	64,0	68,2	71,5	49,7	59,7
2001	53,46	53,21	59,6	57,5	65,1	63,4	68,3	71,4	48,2	59,0
2002	49,85	54,2	60,0	56,1	65,6	63,0	67,9	70,9	48,8	59,3
2003	49,77	54,5	59,4	56,2	65,8	62,8	67,7	70,0	48,0	59,7
2004	49,48	54,7	59,7	57,9	65,0	61,7	66,7	70,1	46,3	59,2
2005	51,33	54,2	59,5	56,4	63,8	60,7	67,3	70,1	47,4	60,0
2006	53	57,1	56,7	57,1	62,3	60,2	66,0	68,9	46,1	60,1
2007	55,68	55,4	56,2	56,5	62,1	59,5	64,4	67,6	45,7	58,2
2008	58,88	55,5	58,6	56,4	62,7	60,6	64,8	68,2	45,7	59,6
2009	57,92	56,2	62,1	58,3	65,5	62,7	64,7	70,8	49,3	63,6
2010	53,66	51,1	59,2	55,9	64,0	62,3	63,9	72,1	48,1	62,3
2011	49,53	48,8	57,8	57,9	64,6	61,7	63,1	71,3	48,1	62,9
2012	49,98	48,1	59,3	58,2	65,3	62,4	61,4	71,9	47,5	64,4
2013	52,06	49,1	58,5	57,7	65,3	63,0	60,9	71,3	48,0	64,0
2014	54,16	50,3	58,2	55,3	65,6	62,9	60,2	70,4	48,6	63,5
2015	57,72	53,0	57,5	53,1	64,2	62,6	59,4	70,2	49,2	62,8
2016	60,3	55,4	56,6	53,2	64,8	62,4	58,9	70,8	50,8	62,2
2017	60,54	55,4	58,2	52,4	64,1	62,1	59,5	70,3	52,7	59,7

Πηγή: AMECO (2018)

Αυτή η συνεχής πτωτική τάση στο εισοδηματικό μερίδιο της εργασίας έχει διευρύνει την εισοδηματική ανισοκατανομή. Στον Πίνακα 4 παρατηρούμε ότι ο συντελεστής ανισοκατανομής Gini είναι ιδιαίτερα υψηλός σε όλες τις χώρες, ενώ στο σύνολο της Ευρωζώνης σημειώνεται αύξηση από 29,4 το 2005 σε 30,4 το 2017. Στην Ελλάδα, όπως και στις άλλες χώρες του ευρωπαϊκού νότου (Ιταλία, Ισπανία, Πορτογαλία), ο δείκτης Gini είναι υψηλότερος, αποτυπώνοντας μεγαλύτερη οικονομική ανισότητα. Οι οικονομικοί και κοινωνικοί κίνδυνοι που ενέχει η παρατεταμένη εισοδηματική ανισοκατανομή εγείρουν την αναγκαιότητα θεσμοθέτησης ενός νέου πλαισίου οικονομικής, κοινωνικής και πολιτικής παρέμβασης, καθώς η ανισότητα των τελευταίων δεκαετιών δεν υπονομεύει μόνο την κοινωνική συνοχή, αλλά παράλληλα υποσκάπτει τη βιωσιμότητα του ίδιου του οικονομικού συστήματος.

Πίνακας 4: Συντελεστής Gini του ισοδύναμου διαθέσιμου εισοδήματος πριν τις κοινωνικές μεταβιβάσεις στην Ευρωζώνη (1996-2017)

Έτη	Χώρες									
	Ευρωζώνη-19	Βέλγιο	Γερμανία	Εσθονία	Ιρλανδία	Ελλάδα	Ισπανία	Γαλλία	Ιταλία	Κύπρος
1996	:	28	27	:	33	34	34	29	32	:
1997	:	27	25	:	33	35	35	29	31	29
1998	:	27	25	:	34	35	34	28	31	:
1999	:	29	25	:	32	34	33	29	30	:
2000	:	30	25	36	30	33	32	28	29	:
2001	:	28	25	35	29	33	33	27	29	:
2002	:	:	:	35	:	:	31	27	:	:
2003	:	28,3	:	:	30,6	34,7	:	:	:	:
2004	:	26,1	:	37,4	31,5	33,0	31,0	28,2	32,9	:
2005	29,4	28,0	26,1	34,1	31,9	33,2	32,2	27,7	32,7	28,7
2006	29,4	27,8	26,8	33,1	31,9	34,3	31,9	27,3	32,1	28,8
2007	30,0	26,3	30,4	33,4	31,3	34,3	31,9	26,6	32,0	29,8
2008	30,5	27,5	30,2	30,9	29,9	33,4	32,4	29,8	31,2	29,0
2009	30,3	26,4	29,1	31,4	28,8	33,1	32,9	29,9	31,8	29,5
2010	30,3	26,6	29,3	31,3	30,7	32,9	33,5	29,8	31,7	30,1
2011	30,6	26,3	29,0	31,9	29,8	33,5	34,0	30,8	32,5	29,2
2012	30,5	26,5	28,3	32,5	30,4	34,3	34,2	30,5	32,4	31,0
2013	30,7	25,9	29,7	32,9	30,7	34,4	33,7	30,1	32,8	32,4
2014	31,0	25,9	30,7	35,6	31,1	34,5	34,7	29,2	32,4	34,8
2015	30,7	26,2	30,1	34,8	29,7	34,2	34,6	29,2	32,4	33,6
2016	30,7	26,3	29,5	32,7	29,6	34,3	34,5	29,3	33,1	32,1
2017	30,4	26,1	29,1	31,6	30,6	33,4	34,1	28,8	32,7	30,8

(Συνέχεια στην επόμενη σελίδα)

ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΙΚΟΠΟΙΗΣΗ, ΔΙΑΝΟΜΗ ΤΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ
ΚΑΙ Η ΒΙΩΣΙΜΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΝΟΙΚΟΚΥΡΙΩΝ

Έτη	Χώρες									
	Λετονία	Λιθουανία	Λουξεμβούργο	Μάλτα	Ολλανδία	Αυστρία	Πορτογαλία	Σλοβενία	Σλοβακία	Φινλανδία
1996	:	:	28	:	29	26	36	:	:	22
1997	:	:	25	:	26	25	36	:	:	22
1998	:	:	26	:	25	24	37	:	:	22
1999	:	:	27	:	26	26	36	:	:	24
2000	34	31	26	30	29	24	36	22	:	24
2001	:	31	27	:	27	24	37	22	:	27
2002	:	:	:	:	27	:	:	22	:	26
2003	:	:	27,6	:	:	27,4	:	:	:	:
2004	:	:	26,5	:	:	25,8	37,8	:	:	25,5
2005	36,2	36,3	26,5	27,0	26,9	26,3	38,1	23,8	26,2	26,0
2006	38,9	35,0	27,8	27,1	26,4	25,3	37,7	23,7	28,1	25,9
2007	35,4	33,8	27,4	26,3	27,6	26,2	36,8	23,2	24,5	26,2
2008	37,5	34,5	27,7	28,1	27,6	27,7	35,8	23,4	23,7	26,3
2009	37,5	35,9	29,2	27,4	27,2	27,5	35,4	22,7	24,8	25,9
2010	35,9	37,0	27,9	28,6	25,5	28,3	33,7	23,8	25,9	25,4
2011	35,1	33,0	27,2	27,2	25,8	27,4	34,2	23,8	25,7	25,8
2012	35,7	32,0	28,0	27,1	25,4	27,6	34,5	23,7	25,3	25,9
2013	35,2	34,6	30,4	28,0	25,1	27,0	34,2	24,4	24,2	25,4
2014	35,5	35,0	28,7	27,7	26,2	27,6	34,5	25,0	26,1	25,6
2015	35,4	37,9	28,5	28,1	26,7	27,2	34,0	24,5	23,7	25,2
2016	34,5	37,0	31,0	28,6	26,9	27,2	33,9	24,4	24,3	25,4
2017	34,5	37,6	30,9	28,2	27,1	27,9	33,5	23,7	23,2	25,3

Πηγή: Eurostat Living Conditions (2018)

Σημείωση: Από τις κοινωνικές μεταβιβάσεις εξαιρούνται οι συντάξεις.

Όλη αυτή η αναγκαία κοινωνικοοικονομική αναθεώρηση πρέπει να βασιστεί σε μια *de facto* αμφίδρομη σχέση ανάμεσα στην οικονομική μεγέθυνση και την κοινωνικά δίκαιη διανομή του εισοδήματος. Για παράδειγμα, η ψηφιακή επανάσταση έχει ενισχύσει την αναπτυξιακή δυναμική των οικονομιών, αλλά έχει φέρει και σημαντικές αλλαγές στις ισορροπίες στην αγορά εργασίας, αυξάνοντας τη ζήτηση αλλά και τη μισθολογική απολαβή του εργατικού δυναμικού με υψηλή και εξειδικευμένη μόρφωση. Η σχετική έλλειψη σε πολλές οικονομίες κατάλληλων κοινωνικών πολιτικών και ενεργητικών πολιτικών απασχόλησης, οι οποίες θα μπορούσαν να λειτουργήσουν ως θεσμικά αντίβαρα στις εισοδηματικές ανισοκατανομές, αλλοιώνουν τα οφέλη από τον εν δυνάμει αναπτυξιακό χαρακτήρα του τεχνολογικού εκσυγχρονισμού. Αυτό σημαίνει πως μια κοινωνικά συνεπής και οικονομικά βιώσιμη αναπτυξιακή στρατηγική πρέπει να έχει παράλληλες και πολυεπίπεδες στοχεύσεις, οι οποίες στο σύνολό τους θα διαμορφώνουν ένα οικονομικά αποτελεσματικό και κοινωνικά αποδεκτό πλαίσιο δράσης. Συνεπώς, η πρόκληση για τις σύγχρονες οικονομίες είναι μια πολιτική, κοινωνική και πολιτική μεταρρύθμιση με στόχο την πιο δίκαιη κατανομή του «μερίσματος» της οικονομικής μεγέθυνσης.

06 Χρηματιστικοποίηση και ευθραυστότητα των νοικοκυριών

Η διαμόρφωση αξιόπιστων δεικτών χρηματοπιστωτικής ευθραυστότητας είναι πολύ σημαντική για την απεικόνιση των συνθηκών δανειακής χρηματοδότησης και τη διαμόρφωση προληπτικών μέτρων αποτροπής ή και αντιμετώπισης φαινομένων οικονομικής αστάθειας. Συνεπώς, η επιλογή αξιόπιστων δεικτών φερεγγυότητας σε συνδυασμό με τη σωστή αξιολόγησή τους αποτελούν απαραίτητη προϋπόθεση για τη διαμόρφωση μιας αποτελεσματικής, σε όρους χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και μακροοικονομικής βιωσιμότητας, οικονομικής πολιτικής.

Το βασικό όμως ζήτημα που προκύπτει είναι η χρησιμοποίηση εκείνων των δεικτών που αποτυπώνουν καλύτερα τις συνθήκες μιας διατηρήσιμης χρηματοδότησης. Στη μετακεϋνσιανή παράδοση, και συγκεκριμένα στην ανάλυση του Hyman Minsky (1982, 1986), σε μακροοικονομικό επίπεδο το μέγεθος της χρηματοπιστωτικής ευθραυστότητας προσδιορίζεται κυρίως από δύο βασικούς παράγοντες. Ο πρώτος αφορά τη διάρκεια της χρηματοδότησης υπό καθεστώς Ρονζι³, ενώ ο δεύτερος σχετίζεται με τον όγκο των υπό καθεστώς Ρονζι δανειακών συμβάσεων. Όσο μεγαλύτερος είναι ο όγκος των δανείων υπό καθεστώς Ρονζι και όσο πιο μακρόχρονη είναι η χρηματοδότησή τους, τόσο πιο υψηλή είναι η πιθανότητα εμφάνισης φαινομένων χρέους-αποπληθω-

3. Ο Minsky (1986) διακρίνει τις οικονομικές μονάδες σε τρεις βασικές κατηγορίες ανάλογα με τη δυνατότητα αποπληρωμής των δανείων τους. Πιο συγκεκριμένα είναι: Οι hedge/αντισταθμιστές μονάδες, στις οποίες οι χρηματικές εισροές του δανειζόμενου επαρκούν για την κάλυψη του συνόλου των δανειακών του υποχρεώσεων (κεφάλαιο και τόκοι) τόσο βραχυχρόνια όσο και μακροχρόνια. Οι speculative/κερδοσκοπικές μονάδες, όπου οι βραχυπρόθεσμες εισροές ρευστότητας των δανειζόμενων οικονομικών μονάδων δεν επαρκούν για την κάλυψη του συνόλου των βραχυπρόθεσμων δανειακών υποχρεώσεων, αλλά καλύπτουν μόνο τους τόκους. Οι Ρονζι μονάδες, όπου οι εισροές ρευστότητας δεν επαρκούν ούτε για την αποπληρωμή των βραχυπρόθεσμων τόκων, με αποτέλεσμα τη συνεχή διόγκωση του χρέους λόγω των συσσωρευμένων απλήρωτων τόκων. Για περισσότερα, βλ. Dymski and Pollin (1992), Αργεΐτης (2012).

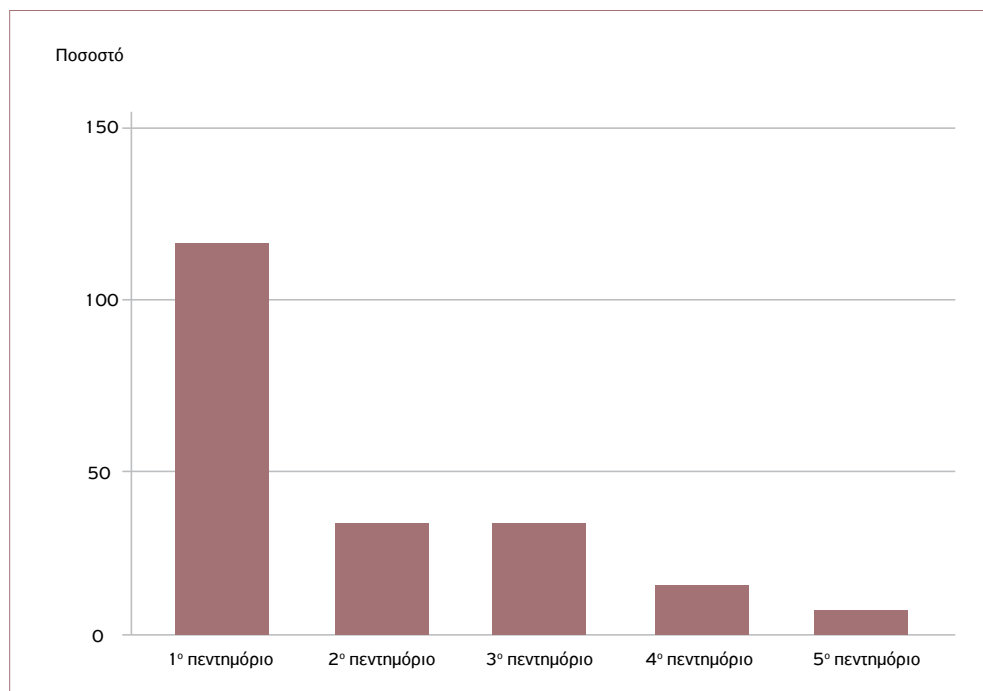
ρισμού και χρηματοπιστωτικής αστάθειας. Σύμφωνα με την ανάλυση του Minsky, σε περιόδους σταθερότητας η υπερ-συσσώρευση χρέους αυξάνει την Ροηζι χρηματοδότηση και εντείνει τη χρηματοπιστωτική ευθραυστότητα, αυξάνοντας το ρίσκο μιας χρηματοπιστωτικής κρίσης. Η έκταση και η ένταση της κρίσης εξαρτάται από το μέγεθος της χρηματοπιστωτικής ευθραυστότητας κατά τη διάρκεια της συσσώρευσης χρέους (Tytgigne, 2011, 2012).

Σε μικροοικονομικό επίπεδο, η ανάλυση των στατιστικών στοιχείων⁴ σχετικά με τη δανειακή φερεγγυότητα των οικονομικών μονάδων και ειδικότερα των νοικοκυριών δίνει μια αρκετά σαφή εικόνα για τη γενικότερη χρηματοπιστωτική σταθερότητα της οικονομίας. Στην ανάλυση που ακολουθεί εξετάζουμε τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα/αστάθεια της οικονομίας αναλύοντας δύο βασικούς δείκτες. Ο ένας είναι ο λόγος του χρέους προς τα διαθέσιμα κεφάλαια του νοικοκυριού. Ο λόγος χρέους/διαθέσιμων κεφαλαίων αποτυπώνει τη δυνατότητα των νοικοκυριών να ανταποκριθούν στις δανειακές τους υποχρεώσεις και συνεπώς αποτελεί και έναν σχετικό δείκτη της φερεγγυότητάς τους. Σε αυτό το πλαίσιο, σχετικές τιμές πάνω από το 100% ουσιαστικά δείχνουν την αδυναμία των νοικοκυριών να αποπληρώσουν τις δανειακές τους υποχρεώσεις μέσω της πώλησης περιουσιακών τους στοιχείων. Ο δεύτερος δείκτης είναι ο λόγος του χρέους των νοικοκυριών προς το διαθέσιμο εισόδημά τους, ο οποίος συνδέει τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα με το χρέος και τη διανομή του εισοδήματος.

Όπως προκύπτει από το Διάγραμμα 3, αν και το ενδιάμεσο ποσοστό του λόγου χρέους / διαθέσιμα κεφάλαια για την Ευρωζώνη είναι 25,7%, γεγονός που καταδεικνύει χαμηλό ρίσκο φερεγγυότητας, σε επίπεδο διανομής καθαρού πλούτου για το 20% των νοικοκυριών με το χαμηλότερο εισόδημα ο σχετικός δείκτης είναι 117%, που σημαίνει πως τα εν λόγω νοικοκυριά είναι χρηματοπιστωτικά αφερέγγυα.

4. Η ανάλυση της συγκεκριμένης ενότητας στηρίζεται στα βασικά τυποποιημένα στοιχεία από την έρευνα χρηματοδότησης και κατανάλωσης νοικοκυριών (HFCS) σχετικά με τα περιουσιακά στοιχεία και τις υποχρεώσεις, τα έσοδα και τους δείκτες καταναλωτικών και πιστωτικών περιορισμών των νοικοκυριών. Το δεύτερο κύμα του HFCS παρέχει ατομικά δεδομένα για τα νοικοκυριά, τα οποία συλλέγονται με εναρμονισμένο τρόπο από 18 χώρες της ζώνης του ευρώ (δηλαδή από όλες τις χώρες της ζώνης του ευρώ εκτός της Λιθουανίας), καθώς και από την Ουγγαρία και την Πολωνία. Το συνολικό μέγεθος του δείγματος αποτελείται από περισσότερες από 84.000 νοικοκυριά. Αν και η έρευνα δεν αναφέρεται στην ίδια χρονική περίοδο σε όλες τις χώρες, η πιο κοινή περίοδος αναφοράς για τα δεδομένα είναι το 2015 (δεν υπάρχει σχετική χρονολογική επέκταση των δεδομένων). Η πιο κοινή περίοδος αναφοράς για το πρώτο κύμα ήταν το 2010.

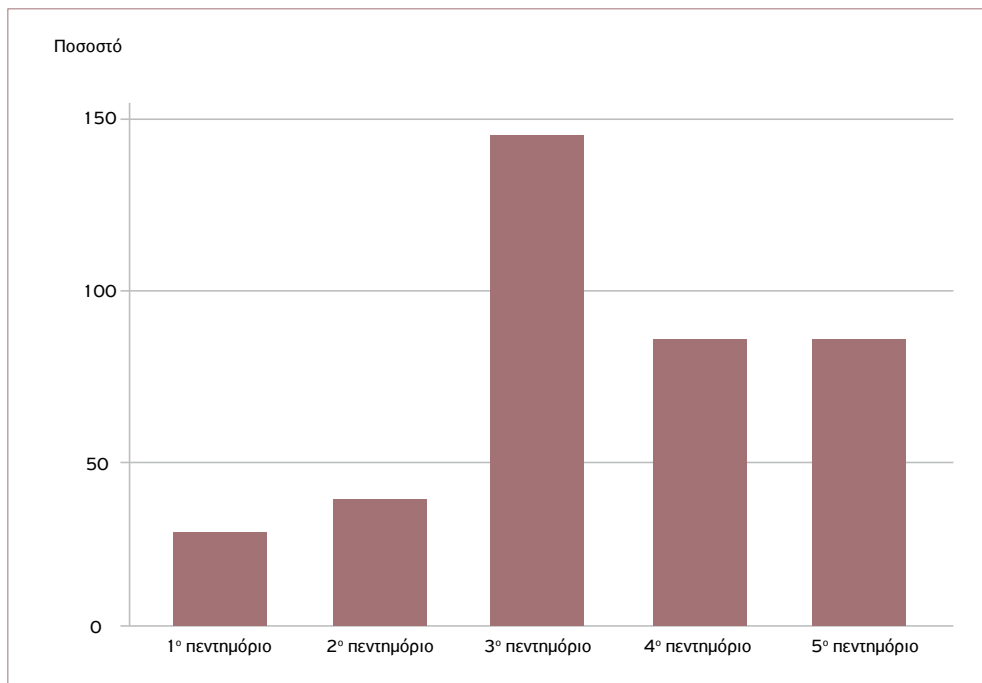
Διάγραμμα 3: Διάμεσος λόγος χρέος / διαθέσιμα κεφάλαια ανάλογα με τη διανομή του καθαρού πλούτου το 2015



Πηγή: ECB (2016)

Στο Διάγραμμα 4, ο λόγος χρέος / διαθέσιμο εισόδημα μας δείχνει ότι η εισοδηματική ομάδα η οποία αντιμετωπίζει υψηλό κίνδυνο αφερεγγυότητας είναι εκείνη που ανήκει στην τρίτη κατηγορία της εισοδηματικής κατανομής, δηλαδή ουσιαστικά η μεσαία τάξη, καθώς ο διάμεσος σχετικός δείκτης είναι 144,7%. Αντίστοιχα, στο πέμπτο και στο τέταρτο εισοδηματικό πεντημόριο ο διάμεσος λόγος είναι 84,9% και 84,5% αντίστοιχα.

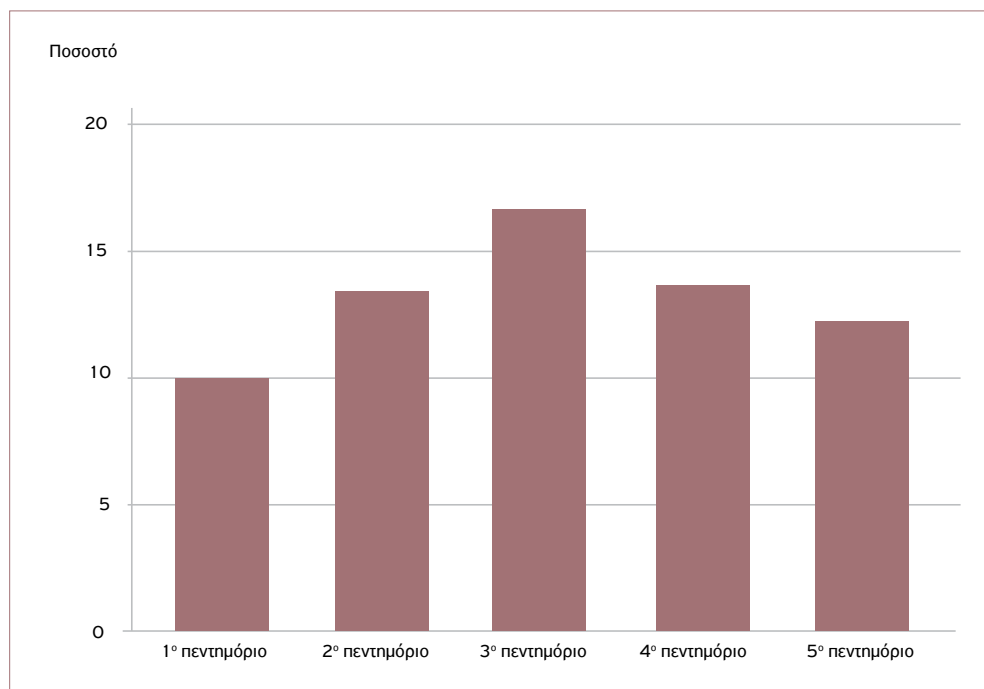
Διάγραμμα 4: Διάμεσος λόγος χρέος / διαθέσιμο εισόδημα ανάλογα με τη διανομή του καθαρού πλούτου



Πηγή: ECB (2016)

Η φερεγγυότητα και συνεπώς και η χρηματοπιστωτική ευθραυστότητα των νοικοκυριών μπορεί να αξιολογηθεί και από τον λόγο του κόστους εξυπηρέτησης δανείων προς το διαθέσιμο εισόδημα. Στο Διάγραμμα 5 παρατηρούμε ότι για το σύνολο της Ευρωζώνης, ο σχετικός διάμεσος λόγος για το τρίτο εισοδηματικό πεντημόριο είναι της τάξης του 27,5%, ενώ για το 20% των νοικοκυριών με το χαμηλότερο εισόδημα είναι γύρω στο 10%.

Διάγραμμα 5: Διάμεσος λόγος εξυπηρέτηση χρέους / διαθέσιμο εισόδημα ανάλογα με τη διανομή του καθαρού πλούτου



Πηγή: ECB (2016)

Συνεπώς, η παρατεταμένη εισοδηματική ανισοκατανομή, με τη συρρίκνωση των χαμηλών εισοδημάτων, αποτελεί βασική αιτία δημιουργίας συνθηκών χρηματοπιστωτικής ευθραυστότητας των νοικοκυριών και συνεπώς μιας μη βιώσιμης καταναλωτικής δαπάνης.

07 Συμπεράσματα

Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2007-2008, η ευρωπαϊκή κρίση χρέους του 2010, καθώς και οι μεγάλες οικονομικές και κοινωνικές ανισότητες έχουν εγείρει έναν νέο κύκλο συζητήσεων σχετικά με τον ρόλο και τις στοχεύσεις της πολιτικής, της κοινωνίας και της οικονομίας στην εποχή της αυξανόμενης χρηματιστικοποίησης των εθνικών οικονομιών. Πολλές ευρωπαϊκές χώρες αντιμετωπίζουν προβλήματα οικονομικής σταθερότητας και εισοδηματικής ανισότητας. Βέβαια, η αυξημένη εισοδηματική ανισότητα δεν είναι μόνο ευρωπαϊκό χαρακτηριστικό αλλά παγκόσμιο. Πρέπει να επισημανθεί ότι ο προσδιορισμός μιας αποτελεσματικότερης οικονομικής πολιτικής είναι στενά συνυφασμένος με τη σχετική θεωρητική αναλυτική προσέγγιση. Τις τελευταίες δεκαετίες, οι ασκούντες οικονομική πολιτική σε παγκόσμιο επίπεδο αγνοούν το γεγονός πως η «φυσική» λειτουργία μιας καπιταλιστικής οικονομίας δεν διακρίνεται από σταθερότητα, αλλά από χρηματοπιστωτικές δυσλειτουργίες και κρίσεις. Από μια μη συμβατική θεωρητική και αναλυτική οπτική, η χρηματιστικοποίηση αποτελεί μέρος της φυσικής εξέλιξης/ωρίμανσης του καπιταλιστικού συστήματος, αλλά συνάμα και βασική αιτία δημιουργίας ενός ασταθούς οικονομικού συστήματος.

Η παγίωση της χρηματιστικοποίησης ως προτύπου οργάνωσης των οικονομικών σχέσεων και άσκησης οικονομικής πολιτικής τις τελευταίες δεκαετίες έχει επιφέρει σημαντικές και πολυεπίπεδες αλλαγές. Ειδικότερα, η απελευθέρωση των αγορών χρήματος και κεφαλαίου, η ευρύτερη επέκταση του χρηματοπιστωτικού τομέα μέσω της παροχής νέων χρηματοπιστωτικών προϊόντων, η υπερμόχλευση του τραπεζικού συστήματος με την αύξηση του όγκου των πιστώσεων και η διαμόρφωση χαρτοφυλακίων υψηλού κινδύνου, όπως επίσης και η συνεχώς εντεινόμενη εισοδηματική ανισοκατανομή σε βάρος κυρίως των μεσαίων και χαμηλών εισοδηματικών τάξεων υπονομεύουν συστηματικά τη σταθερότητα του οικονομικού συστήματος. Οι έντονες εισοδηματικές ανισοκατανομές που έχει επιφέρει η χρηματιστικοποίηση αφορούν κυρίως τη μεταφορά εισοδημάτων από την εργασία στο κεφάλαιο, από τους απλούς εργαζομένους στα

ανώτερα διευθυντικά στελέχη και, σε μια γενικότερη βάση, από τις χαμηλές εισοδηματικά τάξεις στις πλούσιες, κυρίως μέσω της συρρίκνωσης του μεριδίου των μισθών προς όφελος των εισοδηματικών μεριδίων των κεφαλαιούχων και των υψηλόβαθμων στελεχών. Η διαχρονικά αυξητική τάση της εισοδηματικής ανισότητας, ακόμα και σε περιόδους οικονομικής άνθησης, την ανάγει σε ενδογενές συστημικό χαρακτηριστικό του σύγχρονου κοινωνικοοικονομικού συστήματος.

Η παγκόσμια κρίση του 2007-2008 αλλά και η κρίση ευρωπαϊκού χρέους το 2010 αποτελούν χαρακτηριστικά παραδείγματα της ευθραυστότητας του σύγχρονου οικονομικού συστήματος και επιτάσσουν την αναθεώρηση των στοχεύσεων, των προτεραιοτήτων και των εργαλείων άσκησης οικονομικής πολιτικής προς μια κατεύθυνση περισσότερο ανθρωποκεντρική που θα διαφυλάσσει εκτός από την οικονομική σταθερότητα και την κοινωνική συνοχή. Σε αυτό το πλαίσιο κρίνεται απαραίτητη η θεσμοθέτηση ενός νέου μοντέλου οικονομικής και κοινωνικής ανάπτυξης, καθώς η ανισότητα των τελευταίων δεκαετιών δεν υπονομεύει μόνο την κοινωνική συνοχή, αλλά παράλληλα υποσκάπτει τη βιωσιμότητα του ίδιου του οικονομικού συστήματος. Η βιωσιμότητα του νέου μοντέλου θα πρέπει να βασιστεί στη συσχέτιση της οικονομικής μεγέθυνσης με τη δίκαιη διανομή του εισοδήματος. Για να συμβεί αυτό, η δημόσια συζήτηση οφείλει να συμπεριλάβει στον ρυθμό μεταβολής του ΑΕΠ και νέες παραμέτρους, όπως η εισοδηματική ισότητα, η μείωση της φτώχειας, η προστασία του περιβάλλοντος και η ποιότητα ζωής.

Βιβλιογραφία

- Allsopp, C. and Vines, C. (2000). “The assessment: Macroeconomic policy”, *Oxford Review of Economic Policy*, 16 (4), pp. 1-32.
- Allsopp, C. and Vines, C. (2006). *Is There a New Consensus in Macroeconomics?*, New York: Palgrave Macmillan.
- Alvarez, I. (2015). “Financialization, non-financial corporations and income inequality: The case of France”, *Socio-Economic Review*, 13, pp. 449-475.
- Αργείτης, Γ. (2012). *Χρεοκοπία και Οικονομική Κρίση: Αποτυχία και Κατάρρευση του Ελληνικού Μοντέλου Καπιταλισμού*, Αθήνα: Αλεξάνδρεια.
- Argitis, G. and Michopoulou, S. (2011). “Are full employment and social cohesion possible under financialization?”, *Forum of Social Policy*, 40 (2), pp. 139-155.
- Argitis, G. and Michopoulou, S. (2013). *Financialization and the Greek Financial System*, FESSUD Studies in Financial Systems, No. 4
- Argitis, G. and Pitelis, C. (2006). “Global finance, income distribution and capital accumulation”, *Contributions to Political Economy*, 25, pp. 63-81.
- Barba, A. and Pivetti, M. (2009). “Rising household debt: Its causes and macroeconomic implications – A long-period analysis”, *Cambridge Journal of Economics*, 33, pp. 113-137.
- Bebchuk, L.A. and Grinstein, Y. (2005). “The growth of executive pay,” *Oxford Review of Economic Policy*, 21, pp. 283-303.
- Bhaduri, A., Laski, K. and Riese, M. (2006). “A model of interaction between the virtual and the real economy”, *Metroeconomica*, 57, pp. 412-427.
- Blanchard, O. (2008). “The state of macro”, *Working Paper Series*, 08-17, Department of Economics, Massachusetts Institute of Technology, Cambridge, MA.

- Clarida, R., Gali, J., and Gertler, M. (1999). "The science of monetary policy: A new Keynesian perspective", *Journal of Economic Literature*, 37 (4), pp. 1661-1707.
- Coates, D. (2005) (ed.). *Varieties of Capitalism, Varieties of Approaches*, Basingstoke: Palgrave Macmillan.
- De Cecco, M. (2012). "Global imbalances: Past, present, and future", *Contributions to Political Economy*, 31, pp. 29-50.
- Dumenil, G. and Levy, D. (2004). *Capital Resurgent. Roots of the Neoliberal Revolution*, Cambridge, MA, Harvard University Press.
- Dünhaupt, P. (2016). "The effect of financialization on labor's share of Income", *Cambridge Journal of Economics*, 41, pp. 283-306.
- Dutt, A.K. (2005). "Conspicuous consumption, consumer debt and economic growth", in Setterfield, M. (ed.). *Interactions in Analytical Political Economy Theory Policy and Applications*, Armonk, New York: M.E. Sharpe.
- Dutt, A.K. (2006). "Maturity, stagnation and consumer debt: A Steindlian approach", *Metroeconomica*, 57, pp. 339-364.
- Dymski, G. and Pollin, R. (1992). "Hyman Minsky as a hedgehog: The power of the Wall Street paradigm", in Fazzari, S. and Papadimitriou, D. (eds), *Financial Conditions and Macroeconomic Performance*, Armonk, New York: M.E. Sharpe.
- Eatwell, J. and Taylor, L. (2002). *International Capital Markets: Systems in Transition*, New York: Oxford University Press.
- ECB (2016). "Household finance and consumption survey, results from second wave", *Statistic Paper Series*, 18.
- Englander, E. and Kaufman, A. (2004). "The end of managerial ideology: From corporate social responsibility to corporate social indifference", *Enterprise @ Society*, 5, pp. 404-450.
- Epstein, G. (2005). "Introduction", in Epstein, G. (ed.), *Financialization and the World Economy*, Cheltenham: Edward Elgar.
- Epstein, G. and Jayader, A. (2005). "The rise of rentiers incomes in OECD countries: Financialization, Central Bank policy and labor solidarity", in Epstein, G. (ed.), *Financialization and the World Economy*, Cheltenham: Edward Elgar.
- Epstein, G. and Power, D. (2003). "Rentiers incomes and financial crises: An empirical examination of trends and cycles in some OECD countries", *Canadian Journal of Development Studies*, 29 (2), pp. 230-248.

- Fligstein, N. and Goldstein, A. (2015). "The emergence of a finance culture in American households, 1989-2007", *Socio-Economic Review*, 13, pp. 575-601.
- Glyn, A. (2006). *Capitalism Unleashed: Finance, Globalization and Welfare*, Oxford University Press.
- Goldstein, A. (2013). "Inequality, financialization, and the growth of household debt in the U.S. 1989-2007", Research papers, Institute for New Economic Thinking.
- Goodfriend, M. (2007). "How the world achieved consensus on monetary policy", *Journal of Economic Perspectives*, 21 (4), pp. 47-68.
- Graeber, D. (2011). *Debt: The First 5000 Years*, London: Melville Press.
- Guschanski, A. and Onaran, Ö. (2017). "The political economy of income distribution: Industry level evidence from 14 OECD countries", *Greenwich Papers in Political Economy* 51, London, University of Greenwich.
- Guttman, R. and Plihon, D. (2010). "Consumer debt and financial fragility", *International Review of Applied Economics*, 24 (3), pp. 269-283.
- Hall, P. (2007). "The evolution of varieties of capitalism in Europe", in Hancké, B., Rhodes, M. and Thatcher, M. (eds), *Beyond Varieties of Capitalism: Conflict, Contradictions, and Complementarities in the European Economy*, Oxford: Oxford University Press.
- Harvey, D. (2005). *A Short History of Neoliberalism*, Oxford: Oxford University Press.
- Hein, E. (2015). "Finance-dominated capitalism and re-distribution of income, a Kaleckian perspective", *Cambridge Journal of Economics*, 39 (3), pp. 907-934.
- ILO (2008). *World of Work Report. Income Inequalities in the Age of Financial Globalization*, Geneva: International Labour Organization.
- ILO (2011). *World of Work Report. Making Markets Work for Jobs*, Geneva: International Labour Organization.
- Jayadev, A. (2007). "Capital account openness and the labour share of income", *Cambridge Journal of Economics*, 31, pp. 423-443.
- Kalecki, M. (1971). *Selected Essays on the Dynamics of the Capitalist Economy*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Karsten, K. Guschanski, A., Stockhammer, E. (2018). "The impact of financialization on the wage share: A theoretical clarification and empirical test", Working Paper 1802, Post Keynesian Economics Society.

- Kim Y.K., Lima, G.T., and Setterfield, M. (2017). "Political aspects of household debt", NSSR Working Paper 24/2017, New York, New School for Social Research.
- Kregel, J. (1997). "Margins of safety and the weight of argument in generating financial fragility", *Journal of Economic Issues*, 31, pp. 543-548.
- Kregel, J. (2007). "The natural instability of financial markets", Working Paper, 523, The Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, New York.
- Krippner, G. (2005). "The financialization of the american economy", *Socio-Economic Review*, 3 (2), pp. 173-208.
- Lavoie, M. and Stockhammer, E. (2013) (eds). *Wage-led growth: An equitable strategy for economic recovery*, Basingstoke: Palgrave Macmillan.
- Minsky, H. (1982). *Inflation, Recession and Economic Policy*, New York: Wheatsheaf Books.
- Minsky, H. (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven Yale: University Press.
- Minsky, H. (1991). "Financial crisis: Systemic or idiosyncratic", Working Paper 51, The Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, New York.
- Minsky, H. (1992). "The financial instability hypothesis", Working Paper 74, The Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, New York.
- Palley, T.I. (2007). "Financialization: What is it and why it matters", Working Paper 525, The Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, New York.
- Palley, T. (2013). *Financialization: The Economics of Finance Capital Domination*, New York: Palgrave Macmillan.
- Sawyer, M. (2013). "What is financialization?", *International Journal of Political Economy*, 42 (4), pp. 5-18.
- Schor, J. (1992). "Introduction", in Banuri, T. and Schor, J. (eds), *Financial Openness and national Autonomy*, Oxford, Clarendon Press.
- Stockhammer, E. (2009). "Determinants of functional income distribution in OECD countries", IMK Studies 5/2009, Düsseldorf, Institute für Makroökonomie und Konjunkturforschung.
- Stockhammer, E. (2013). "Why have wage shares fallen? An analysis of the determinants of functional income distribution", in Lavoie, M. and Stockhammer, E. (eds), *Wage-led Growth: An Equitable Strategy for Economic Recovery*, Basingstoke: Palgrave Macmillan.

- Stockhammer, E. (2017). “Determinants of the wage share. A panel analysis of advanced and developing economies”, *British Journal of Industrial Relations*, 55, pp. 3-33.
- Tymoigne, E. (2011). “Measuring macroprudential risk: Financial fragility indexes”, Working Paper 654, The Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, New York.
- Tymoigne, E.T. (2012). “Measuring macroprudential risk through financial fragility: A Minskyan approach”, Working Paper 716, The Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, New York.
- Van der Zwan, N. (2014). “Making sense of financialization”, *Socio-Economic Review*, 12, pp. 99-129.
- Vercelli (2014). “Financialization in a Long-Run Perspective”, *International Journal of Political Economy*, 42 (4), pp. 19-46.
- Whalen, C. (2017). “Understanding financialization: Standing on the shoulders of Minsky”, Working Paper 892, The Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, New York.
- Woodford, M. (2009). “Convergence in macroeconomics: Elements of the new synthesis”, *American Economic Journal: Macroeconomics*, 1 (1), pp. 267-279.



Ευρωπαϊκή Ένωση
Ευρωπαϊκό Κοινωνικό Ταμείο

Επιχειρησιακό Πρόγραμμα
Ανάπτυξη Ανθρώπινου Δυναμικού,
Εκπαίδευση και Διά Βίου Μάθηση
Ειδική Υπηρεσία Διαχείρισης

Με τη συγχρηματοδότηση της Ελλάδας και της Ευρωπαϊκής Ένωσης



ISBN: 978-960-7402-88-2