

Διεθνής Χρηματοοικονομική Κρίση 2007 - 2008: Ομοιότητες και Διαφορές με το Ξεκίνημα της Μεγάλης Ύφεσης του Μεσοπολέμου

Γκίκας Α. Χαρδούβελης
Καθηγητής Χρηματοοικονομικής Πανεπιστημίου Πειραιώς
&
Οικονομικός Σύμβουλος Ομίλου Eurobank EFG

1. Εισαγωγή

Από τον Οκτώβριο του 2007, πολύ πριν την πτώση του χρηματιστηρίου του Ιανουαρίου 2008, έχω αναφέρει πολλές φορές δημοσίως ότι η σημερινή διεθνής χρηματοοικονομική κρίση που ξεκίνησε τον περασμένο Αύγουστο είναι η μεγαλύτερη της τελευταίας τουλάχιστον 25-ετίας, δηλαδή της περιόδου που προσωπικά παρακολουθώ εκ του σύνεγγυς. Σήμερα, η διάρκεια της αναταραχής είναι τέτοια ώστε πολλοί να διερωτώνται αν το μέλλον προδιαγράφεται εξ ίσου ζοφερό, όπως και στην αμερικανική και ευρωπαϊκή Μεγάλη Ύφεση (Great Depression) του μεσοπολέμου, αν δηλαδή βρισκόμαστε στο ξεκίνημα μιας μακράς περιόδου μείωσης της παραγωγής και αύξησης της ανεργίας διεθνώς.

Υπενθυμίζεται ότι στη διάρκεια των 44 μηνών από τον Αύγουστο του 1929 έως το Μάρτιο του 1933, η βιομηχανική παραγωγή στις ΗΠΑ μειώθηκε πάνω από 50%, η συνολική οικονομική δραστηριότητα κατά 30%, η ανεργία εκτινάχθηκε από το 3% στο 25% και οι τιμές έπαθαν καθίζηση της τάξης του 37% (βιομηχανικές τιμές) με 52% (τιμές χονδρικής), ενώ τα πραγματικά επιτόκια υψώθηκαν άνω του 10%. Η ύφεση αυτή είναι ευρέως γνωστή από το κραχ του χρηματιστηρίου του Οκτωβρίου του 1929, που έπεσε κατά 16% μέσα σε μια μέρα. Το χρηματιστήριο είχε υπερθερμανθεί, ανεβαίνοντας από το επίπεδο των 12,6 μονάδων στις αρχές του 1926 στις 31,7 μονάδες τον Αύγουστο του 1929 (αύξηση 150%), και στη συνέχεια από τον Αύγουστο του 1929 έως τα μέσα του 1932 έπεσε στις 4,4 μονάδες (δείκτης S&P), δηλαδή στο 1/7 περίπου του προηγούμενου υψηλού. Η ίδια περίοδος χαρακτηρίστηκε από τρία διαδοχικά κύματα τραπεζικών κρίσεων, που είχαν ως αποτέλεσμα ο αριθμός των αμερικανικών τραπεζών να μειωθεί στα 2/3 είτε λόγω πτωχεύσεων είτε λόγω αναγκαστικών συγχωνεύσεων. Η κρίση ήταν και ευρωπαϊκή, αφού από το 1929 έως το 1932 η βιομηχανική παραγωγή έπεσε

κατά 41% στη Γερμανία, 33% στην Ιταλία, 32% στον Καναδά, 26% στη Γαλλία, 14% στη Μεγάλη Βρετανία, 11% στη Σουηδία και 10% στην Ολλανδία.

2. Υπάρχουν Πολλές Ομοιότητες ανάμεσα στις Δύο Κρίσεις

Οι ομοιότητες της σημερινής κρίσης με το ξεκίνημα της Μεγάλης Ύφεσης του μεσοπολέμου είναι πολλές: Πρώτον, και στις δύο περιπτώσεις, το ξεκίνημα της κρίσης αφορά τη μεγαλύτερη οικονομία του πλανήτη, που τότε παρήγαγε πάνω από το 35% του παγκόσμιου ΑΕΠ και σήμερα το 27%. Δεύτερον, των κρίσεων προηγήθηκε μια περίοδος υπερθέρμανσης της αξίας των περιουσιακών στοιχείων, τότε στο χρηματιστήριο, σήμερα στις τιμές των ακινήτων. Η υπερθέρμανση αυτή συνοδεύτηκε από απληστία, ανάληψη υπερβολικών κινδύνων, «σκάνδαλα» και αδιαφάνεια στις χρηματοοικονομικές συναλλαγές. Σήμερα, για παράδειγμα, η άνοδος και επακόλουθη πτώση των τιμών των ακινήτων δεν θα είχε επιφέρει αναταραχή στις αγορές, αν δεν είχε προηγουμένως αυξηθεί η παροχή στεγαστικών δανείων με μηδενική σχεδόν προκαταβολή και με επιτόκια ελκυστικά για τα πρώτα έτη (τα δάνεια subprime αυξήθηκαν από 9% το 2003 στο 24% των συνολικών στεγαστικών δανείων το 2007), ή αν τα στεγαστικά αυτά δάνεια δεν τιτλοποιούνταν και έφευγαν εκτός ισολογισμού των τραπεζών, με αποτέλεσμα οι τράπεζες να αδιαφορούν για το ρίσκο που οι ίδιες αρχικά έπαιρναν αλλά στη συνέχεια διοχέτευαν στον τελικό αγοραστή του τίτλου, ο οποίος μάλιστα δεν μπορούσε και να το ελέγξει εύκολα. Τότε, την περίοδο της δεκαετίας του 1920, επίσης, η άνοδος του χρηματιστηρίου δεν θα είχε τόσο μεγάλες αρνητικές επιπτώσεις αν και οι τράπεζες δεν επένδυναν απερίσκεπτα τα χρήματα των καταθετών τους και δεν αναμίγνυαν το ρόλο τους ως τράπεζες επενδύσεων με το ρόλο τους ως εμπορικές τράπεζες. Τρίτον, και στις δύο περιπτώσεις η κρίση πολλαπλασιάστηκε από την άμεση αρνητική επίδρασή της στον χρηματοοικονομικό χώρο. Η πτώση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων δημιούργησε προβλήματα στη ρευστότητα των τραπεζών, τα οποία στη συνέχεια εξελίχθηκαν και σε προβλήματα φερεγγυότητας, οδηγώντας σε χρεοκοπίες και επηρεάζοντας αρνητικά το διαμεσολαβητικό τους ρόλο ανάμεσα στους καταθέτες και του δανειολήπτες, επιτείνοντας έτσι την ύφεση. Τέλος, η ραγδαία πτώση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων μείωσε την αίσθηση πλούτου των νοικοκυριών και την κατανάλωση, επιδεινώνοντας την ύφεση.

3. Οι Διαφορές είναι Μεγαλύτερες και Σημαντικές

Υπάρχουν, όμως, μεγάλες διαφορές ανάμεσα στις δύο περιπτώσεις, οι οποίες με οδηγούν στο συμπέρασμα ότι η μεγάλη κρίση του μεσοπολέμου στην παγκόσμια οικονομία δεν θα επαναληφθεί σήμερα. Πρώτον, η σημερινή εποχή είναι εποχή σχετικής σταθερότητας και προσομοιάζει περισσότερο την εποχή 1870-1914 της τότε πρώτης παγκοσμιοποίησης, με την ελεύθερη διασυνοριακή κίνηση των προϊόντων, των εργαζομένων και του κεφαλαίου. Αντίθετα, το παγκόσμιο πολιτικο-οικονομικό περιβάλλον την εποχή του μεσοπολέμου ήταν πολύ πιο εύθραυστο. Η εποχή του μεσοπολέμου χαρακτηρίζεται από τις δυσκολίες της Γερμανίας στην πληρωμή των αποζημιώσεων του πολέμου, από την επαναφορά των συναλλαγματικών ισοτιμιών πολλών χωρών στον κανόνα του χρυσού, αλλά με λανθασμένη κεντρική ισοτιμία, γεγονός που δημιουργούσε ανισορροπίες στο παγκόσμιο οικονομικό σύστημα, και από τη γενικότερη έλλειψη αξιοπιστίας λόγω απειρίας των Αμερικανών στο να αναπληρώσουν τον παγκόσμιο ηγεμονικό ρόλο που είχαν πριν το πρώτο παγκόσμιο πόλεμο οι Βρετανοί. Ενδεικτικό είναι το γεγονός ότι η ανάκαμψη στις επιμέρους χώρες την περίοδο 1932-1933 ξεκίνησε μετά την απόφασή της κάθε μιας να αποσυνδεθεί από τον κανόνα του χρυσού. Δεύτερον, σήμερα το παγκόσμιο οικονομικό σύστημα είναι πολυ-πολικό, με την Κίνα και την Ινδία να δημιουργούν πόλο αυτόνομης ανάπτυξης, ο οποίος επηρεάζεται μεν αρνητικά από τις εξελίξεις στην οικονομία των ΗΠΑ, αλλά διαθέτει και ενδογενείς δυνάμεις. Τρίτον, ο ρόλος των κεντρικών τραπεζών είναι σήμερα πολύ διαφορετικός διότι έχουν διδαχθεί από τα λάθη του παρελθόντος. Την περίοδο 1929-1933 η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ, αφού πρώτα συνειδητά έσπασε τη φούσκα του χρηματιστηρίου με άνοδο των επιτοκίων παρέμβασης, στη συνέχεια τα θαλάσσωσε, ακολουθώντας περιοριστική πολιτική που επιδείνωσε την ύφεση. Ενδεικτικό είναι το γεγονός ότι η Μεγάλη Ύφεση είναι η μόνη ύφεση στην αμερικανική οικονομία από την εποχή του εμφυλίου πολέμου έως σήμερα, στη διάρκεια της οποίας τα πραγματικά επιτόκια ήταν θετικά, ενώ η ποσότητα χρήματος μειώθηκε στα 2/3 του αρχικού ποσού. Αντίθετα, σήμερα ο επικεφαλής της Fed, κ. Bernanke, είναι βαθύς γνώστης των προβλημάτων της περιόδου της Μεγάλης Ύφεσης, αφού έχει ασχοληθεί ερευνητικά με το θέμα από την εποχή της διδακτορικής του διατριβής. Εμφανίζεται λοιπόν ιδιαίτερα καινοτόμος και επιθετικός στην παρέμβαση της κεντρικής τράπεζας. Τέταρον, το θεσμικό πλαίσιο των χρηματοοικονομικών αγορών έχει βελτιωθεί σημαντικά.

Σήμερα, για παράδειγμα, υπάρχει Ταμείο Εγγύησης Καταθέσεων σε όλες τις χώρες, που μειώνει την πιθανότητα κατάρρευσης υγιών τραπεζών λόγω επιδρομής των καταθετών και απόσυρσης των καταθέσεών τους, ενώ τότε δεν υπήρχε και δημιουργήθηκε ως αποτέλεσμα των τότε τραπεζικών κρίσεων. Σήμερα υπάρχει διεθνής νομοθεσία για την κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών, που είναι άμεσα συνδεδεμένη με το ρίσκο που αναλαμβάνει η κάθε τράπεζα, ενώ τότε δεν υπήρχε. Σήμερα υπάρχουν διεθνείς κανόνες για το ξέπλυμα χρήματος, για τη χρήση της εσωτερικής πληροφόρησης, κλπ. Ιδιαίτερα, η έως το 2006 ισχυρή κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών μειώνει την πιθανότητα η σημερινή κρίση να επιφέρει αλυσιδωτές χρεοκοπίες και κατάρρευση του παγκόσμιου οικονομικού συστήματος.

4. Τι μας Επιφυλάσσει το Μέλλον?

Η κρίση εκτιμάται ότι δημιουργεί απομειώσεις στα περιουσιακά στοιχεία των τραπεζών, των hedge funds και όλων των παραγόντων της αγοράς της τάξης των \$400 δις, οι οποίες μπορεί να αυξηθούν αν η πτώση των τιμών των ακινήτων διαρκέσει πέραν του εξαμήνου, ενώ η αναμενόμενη μεγαλύτερη αυστηρότητα από τις εποπτικές αρχές και τους αξιολογικούς οίκους θα επιδεινώσει το ύψος των απομειώσεων στη διάρκεια της χρονιάς. Οι απομειώσεις αναμένεται να οδηγήσουν σε σημαντικές αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου, καθώς και σε ταυτόχρονη συρρίκνωση του ενεργητικού πολλών τραπεζών, γεγονός που αναμένεται να οδηγήσει σε μείωση των δανείων στις ΗΠΑ μεγαλύτερη του ενός τρισεκατομμυρίου δολαρίων (8% του αμερικανικού ΑΕΠ). Η επίδραση αυτή θα επιτείνει την ύφεση στις ΗΠΑ, η οποία είναι μεν ανησυχητική και θα επηρεάσει αρνητικά και τον υπόλοιπο κόσμο, αλλά αναμένεται να έχει ημερομηνία λήξης. Δεν θα συνεχιστεί για 3,5 χρόνια όπως στην περίπτωση του μεσοπολέμου (ούτε για μια δεκαετία, όπως στην περίπτωση της Ιαπωνίας του 1990). Στο τέταρτο τρίμηνο του 2008 αναμένεται να γίνουν εμφανείς οι θετικές επιδράσεις της επεκτατικής νομισματικής πολιτικής και του πακέτου επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής \$160 δις. Στο μεταξύ, η αβεβαιότητα θα κρατήσει τη διακύμανση στα διεθνή χρηματιστήρια σε υψηλά επίπεδα, ενώ η παγκόσμια αύξηση του πληθωρισμού θα πιέζει την κεντρική τράπεζα από τις αρχές του 2009 προς μια εξίσου γρήγορη και απότομη αντιστροφή της σημερινής επεκτατικής πολιτικής επιτοκίων, τη στιγμή που η οικονομία έχει δείξει ξεκάθαρα σημάδια σταθεροποίησης. Ο χρηματοοικονομικός τομέας,

γενικότερα, θα περάσει μια χρονιά ισχνών αγελάδων, κάτι που προεξοφλείται ήδη στα διεθνή χρηματιστήρια.

Οι εποπτικές αρχές, που αγνόησαν τους κινδύνους των τιτλοποιήσεων και κυριολεκτικά πιάστηκαν στον ύπνο από τα «ανοίγματα» των πιστωτικών ιδρυμάτων και την έκθεσή τους στον κίνδυνο θα γίνουν πιο συντηρητικές και αυστηρές, αφού φαίνεται πλέον να αντιλαμβάνονται ότι εργαλεία μέτρησης κινδύνου βασισμένα σε στατιστικές μεθόδους τύπου Value at Risk, τα οποία έχουν ενσωματωθεί και στους νέους κανονισμούς κεφαλαιακής επάρκειας (Βασιλεία II), απέτυχαν παταγωδώς διότι δεν μπορούν ποτέ να υποκαταστήσουν την οικονομική λογική. Κατά συνέπεια, στο επόμενο διάστημα αναμένεται να δούμε νέους περιορισμούς από τις εποπτικές αρχές ώστε να δαμαστούν κίνδυνοι, που στο παρελθόν είχαν διαφύγει της προσοχής τους.

Πιστεύω ότι για να προληφθεί μια παρόμοια πιστωτική κρίση στο μέλλον απαιτούνται μέτρα για τη διαφάνεια και την καλύτερη πληροφόρηση σχετικά με τη δομή, τη σύνθεση και τους κινδύνους των σύνθετων χρηματοοικονομικών προϊόντων, τα οποία δεν πρόκειται να εξαιρεθούν, αλλά να διαφοροποιηθούν και τα μεγέθη τους να συρρικνωθούν. Σε ορισμένες μεγάλες χώρες όπως οι Η.Π.Α. απαιτείται επιπλέον η θέσπιση καλύτερων κανονισμών σχετικά με την πολιτική που ακολουθούν οι τράπεζες στη χορήγηση δανείων. Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα πρέπει να δώσουν και αυτά μεγαλύτερη βαρύτητα στη διαχείριση της ρευστότητας, αλλά και στη μέτρηση του κινδύνου αγοράς, χρησιμοποιώντας όχι μόνο άτομα με μαθηματική/στατιστική παιδεία, αλλά και οικονομολόγους. Όσον αφορά τους αξιολογικούς οίκους, απαιτείται εκ μέρους τους η υιοθέτηση πιο αξιόπιστης μεθοδολογίας καθώς και πιο διαφανείς κανονισμοί λειτουργίας τους. Πρέπει να αποδείξουν ότι είναι ανεξάρτητοι φορείς -- που δεν σπεύδουν να υπέρ-τονίσουν τα θετικά μιας επιχείρησης ή ενός προϊόντος διότι έτσι αμείβονται από την επιχείρηση για την αξιολόγηση που κάνουν -- και ότι η διαδικασία αξιολόγησής τους είναι διαφανής και αξιόπιστη, κυρίως για τα σύνθετα δομημένα προϊόντα. Και οι αξιολογικοί οίκοι θα γίνουν λοιπόν πιο συντηρητικοί και αυστηροί για να επιβιώσουν.