

Οι επιπτώσεις της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης

FINANCIAL TIMES
BANKING ON GREECE CONFERENCE:
“Maximizing opportunities for growth and expansion”
Athens, September 23, 2008

του Γκίκα Α. Χαρδούβελη*

* Καθηγητής, Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής Πανεπιστημίου Πειραιώς, & Οικονομικός Σύμβουλος Ομίλου Eurobank EFG.

1. 14 μήνες μετά, η κρίση εντείνεται

Την εβδομάδα 15-19 Σεπτεμβρίου έγινε αντιληπτό από όλους ότι η παγκόσμια κρίση είναι η μεγαλύτερη που έχουμε υποστεί μετά την εποχή 1929-1933 της Μεγάλης Ύφεσης. Η άρνηση της Fed να διασώσει την επενδυτική τράπεζα Lehman Brothers πέρασε ένα ισχυρό μήνυμα μελλοντικής πειθαρχίας στην αγορά, αλλά συγχρόνως εξέπεμψε φόβο και ανησυχία, με αποτέλεσμα κανείς να μην δανείζει σε κανέναν, τα ασφάλιστρα κινδύνου να ανεβούν στα ύψη και όλοι οι δανειστές τα τρέχουν να βρουν προστασία στα ασφαλή κρατικά έντοκα γραμμάτια, των οποίων η απόδοση έπεσε ακόμα και στις 6 μονάδες βάσης. Ως αποτέλεσμα, κινδύνευσε να καταρρεύσει η πολυεθνική ασφαλιστική εταιρεία AIG, την οποία και έσπευσε να διασώσει η Fed με δάνειο \$85 δις, ενώ επιπλέον \$180 δις ρευστότητας διοχετεύθηκαν άμεσα από τις κεντρικές τράπεζες. Το Υπουργείο Οικονομικών των ΗΠΑ προέβη σε ανακοινώσεις δημιουργίας ταμείου εξαγοράς πολλών προβληματικών δανείων και τραπεζών, ενώ ο Πρόεδρος Μπους αναφέρθηκε σε κρατική παρέμβαση ύψους \$700 δις. Οι δύο εναπομένουσες επενδυτικές τράπεζες Goldman Sachs και Morgan Stanley υπέβαλαν αίτηση μετατροπής τους σε τράπεζες συμμετοχών και την υπαγωγή τους στην εποπτεία της Fed.

2. Οι αιτίες πίσω από την κρίση

Η σημερινή κρίση οφείλεται σε σειρά παραγόντων και όχι σε μία μόνον αιτία. Αναφέρω εν συντομία τους κύριους παράγοντες:

- 1) Η φούσκα στις τιμές των ακινήτων σε πολλές περιοχές των ΗΠΑ, η οποία έσπασε το 2006 και στη συνέχεια οι τιμές άρχισαν να πέφτουν.
- 2) Η εξάπλωση στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου (subprime), τα οποία αρχικά ενθαρρύνθηκαν από την κυβέρνηση Μπους, με στόχο να αποκτήσουν το δικό τους σπίτι τα φτωχότερα στρώματα και οι μειονότητες. Στη συνέχεια, όμως, ο δανεισμός αυτός πολλαπλασιάστηκε επικίνδυνα και σε οικογένειες που ξεκάθαρα δεν είχαν τη δυνατότητα πληρωμής της μηνιαίας δόσης.
- 3) Η δυνατότητα μεταφοράς του ρίσκου από τους ισολογισμούς των τραπεζών σε τρίτους επενδυτές μέσω τιτλοποιήσεων, δηλαδή η δυνατότητα συγκέντρωσης πολλών δανείων σε ένα κοινό ταμείο και η πώληση του ταμείου – υπό μορφή δομημένου ομολόγου - σε τρίτους επενδυτές. Η τιτλοποίηση είχε ως αποτέλεσμα οι τράπεζες να δανείζουν άφοβα σε μη φερέγγυους δανειολήπτες, αφού γνώριζαν εκ προοιμίου ότι τα δάνεια τελικά δεν θα έμεναν στον ισολογισμό τους.
- 4) Η επιθυμία πολλών επενδυτών να αγοράζουν τα δομημένα ομόλογα των τραπεζών, παρά το ρίσκο των μηνιαίων πληρωμών στα στεγαστικά subprime. Οι επενδυτές αυτοί υπήρξαν επιρρεπείς στις τότε υψηλές αποδόσεις ορισμένων από τα δομημένα ομόλογα, ιδιαίτερα αυτών με το μεγαλύτερο ρίσκο. Εκ των υστέρων, γνωρίζουμε ότι οι επενδυτές που αγόρασαν τα ομόλογα υψηλού ρίσκου υπήρξαν είτε αφελείς, είτε παραπληροφορημένοι για το ύψος του κινδύνου, είτε πλεονέκτες. Πιθανόν και τα τρία. Σίγουρα, όμως, δεν εκτίμησαν σωστά τον κίνδυνο. .
- 5) Τέλος, το πρόβλημα γιγαντώθηκε κυρίως από το γεγονός ότι οι επενδυτές που αγόρασαν τα δομημένα ομόλογα υψηλού κινδύνου, είχαν πολύ λίγα δικά τους χρήματα, δανειζόμενοι τα υπόλοιπα και μάλιστα βραχυπρόθεσμα. Ορισμένοι ενδιάμεσοι φορείς είχαν συντελεστή μόχλευσης 20, 30 ή 40! Για παράδειγμα, μια επενδυτική τράπεζα τύπου Bear Stearns ή Lehman Brothers με μόχλευση 19 σημαίνει ότι όταν αγοράζει ένα δομημένο ομόλογο αξίας 100, βάζει δικά της χρήματα αξίας 5 και δανείζεται τα 95. Αν λοιπόν η τιμή του ομολόγου πέσει 5% και φτάσει τα 95, θα έχει χάσει όλο το κεφάλαιο που κατέθεσε. Αν μάλιστα έχει επενδύσει σημαντικό τμήμα του χαρτοφυλακίου της σε τέτοια ομόλογα, θα υποστεί συρρίκνωση του κεφαλαίου της που μάλιστα θα πρέπει σύντομα

να δείξει στα βιβλία της λόγω της νομοθεσίας περί marking to market. Οι δανειστές της θα αντιληφθούν το πρόβλημα έλλειψης κεφαλαίων και πολύ σύντομα, λόγω και αντίστοιχης σύντομης λήξης των δανείων, θα αρνηθούν την περαιτέρω χρηματοδότηση της επενδυτικής τράπεζας. Η μόχλευση με βραχυχρόνιο δανεισμό οδηγεί λοιπόν πολύ γρήγορα στη χρεοκοπία.

- 6) Υπάρχουν και άλλοι συμπληρωματικοί παράγοντες, όπως η νέα μεγαλύτερη αυστηρότητα των αξιολογικών οίκων, η αποτίμηση της αξίας των χαρτοφυλακίων με αγοραίες τιμές λόγω Διεθνών Λογιστικών Προτύπων, κλπ.

3. Πόσο θα διαρκέσει η κρίση; Επιπτώσεις στις αγορές

Σύμφωνα με παλαιούς υπολογισμούς του ΔΝΤ, αλλά και άλλων αναλυτών πριν την πρόσφατη αναζωπύρωση της κρίσης, οι απώλειες κεφαλαίων των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων αναμένεται να φτάσουν και να ξεπεράσουν το \$1 τρις. Ήδη οι συνολικές απώλειες έφτασαν στις 19 Σεπτεμβρίου 2008 τα \$520 δις. Συγχρόνως, οι συνολικές αυξήσεις κεφαλαίου στο χρηματοπιστωτικό χώρο ανήλθαν σε \$365 δις, υπολειπόμενες κατά \$155 δις τις απώλειες. Το χάσμα των \$155 δις προφανώς θα υπερδιπλασιαστεί στον επόμενο χρόνο και με δεδομένη την αναμενόμενη δυσκολία άντλησης κεφαλαίων από το χρηματιστήριο. Αυτό συνεπάγεται – με ένα συντηρητικό συντελεστή μόχλευσης ύψους 10 – και με την υπόθεση ότι τα 2/3 των απωλειών ανήκουν στις τράπεζες, τελικές ρευστοποιήσεις περιουσιακών στοιχείων που – συντηρητικά - υπερβαίνουν τα \$ 2 τρις ($2 \times \$155 \text{ δις} \times 2/3 \times 10 = \$2,0 \text{ τρις}$). Βεβαίως, όλα τα \$2 τρις δεν θα είναι ρευστοποιήσεις, αλλά θα αντιπροσωπεύουν άρνηση δανεισμού, δηλαδή θα αποτελούν μείωση του ρυθμού αύξησης των δανείων. Οπωσδήποτε οι συνέπειες θα είναι μεγάλες: Οι ρευστοποιήσεις περιουσιακών στοιχείων θα πιέζουν τις τιμές τους προς τα κάτω ακόμα περισσότερο, ενώ η έλλειψη δανειακών κεφαλαίων θα επηρεάσει αρνητικά την οικονομική δραστηριότητα.

Η επίπτωση της κρίσης έχει ήδη φανεί στους αναμενόμενους ρυθμούς ανάπτυξης του 2008, Το ΔΝΤ, για παράδειγμα, προέβλεπε πριν το ξεκίνημα

της κρίσης έναν παγκόσμιο ρυθμό ανάπτυξης 4,8% και πριν λίγο προέβλεπε πτώση του στο 4,1%. Το 2009 αναμένεται να είναι χειρότερο από το 2008 σε όλο τον κόσμο. Η θεωρία του decoupling δεν ισχύει πλέον και αυτό φαίνεται και στην τιμολόγηση των αγορών.

Με δεδομένο ότι οι κεφαλαιακές απώλειες βρίσκονται στη μέση της διαδρομής, η κρίση βρίσκεται, τουλάχιστον ποσοτικά, περίπου στη μέση της. Βεβαίως, η περαιτέρω χρονική διάρκεια της κρίσης είναι δύσκολο να εκτιμηθεί. Θα εξαρτηθεί πολύ από την αμφίδρομη σχέση μεταξύ της χρηματοοικονομικής πλευράς της οικονομίας και της πραγματικής οικονομίας. Πολλοί ισχυρίζονται, για παράδειγμα, ότι όταν οι τιμές των σπιτιών στις ΗΠΑ σταθεροποιηθούν, τότε θα ξεκινήσουν και η αντίστροφη μέτρηση για την κρίση.

4. Η αντίδραση των εποπτικών αρχών

Αν και οι εποπτικές αρχές αρχικά πιάστηκαν στον ύπνο, στη συνέχεια αντέδρασαν γρήγορα και με φαντασία. Στο μυαλό τους ήταν πάντα η πιθανότητα κατάρρευσης του συστήματος σε αντιδιαστολή με την μελλοντική έλλειψη πειθαρχίας αν έτρεχαν να ξελασπώνουν τους πάντες στη σημερινή κρίση. Η Fed αντελήφθη από νωρίς τους κινδύνους και μείωσε γρήγορα τα επιτόκια ενώ παρείχε και πολλή ρευστότητα στην αγορά. Η ΕΚΤ, με δεδομένο το στόχο του πληθωρισμού, αρνήθηκε να προβεί σε μείωση επιτοκίων, αλλά παρείχε ρευστότητα. Οι δημοσιονομικές αρχές ενήργησαν επίσης αποτελεσματικά, ακολουθώντας μια επεκτατική δημοσιονομική πολιτική, σε αντίθεση με τη συμπεριφορά τους στην παλαιά κρίση του μεσοπολέμου. Οι Αρχές δεν επανέλαβαν τα λάθη του παρελθόντος, αλλά έμαθαν από αυτά. Η κατάρρευση απεσωβήθη. Βεβαίως, με την κατάρρευση της Lehman πέρασαν και ένα μήνυμα πειθαρχίας, αφού τότε πίστευαν ότι τα χειρότερα είχαν παρέλθει (δεν είχαν).

Το ερώτημα, βεβαίως, είναι αν η σημερινή παρεμβατική πολιτική συνεχιστεί και στο μέλλον και με ποια μορφή. Πιστεύω ότι δεν θα συνεχιστεί, αλλά ότι η

εποπτεία θα γίνει πιο αυστηρή. Συγκεκριμένα, οι κανόνες της Βασιλείας θα γίνουν πιο αυστηροί, με ιδιαίτερη έμφαση τον δεύτερο πυλώνα για την εταιρική διακυβέρνηση. Η κρίση μας έμαθε ότι η χρήση μαθηματικών υποδειγμάτων για τον υπολογισμό του κινδύνου είναι ατελής όταν δεν υποστηρίζεται από ανεξάρτητους ελέγχους μέσα στο ΧΙ, και ότι για τη σωστή διαχείριση του κινδύνου δεν αρκούν μαθηματικά μυαλά, αλλά και άνθρωποι με οικονομική παιδεία και ωριμότητα.

Τα θέματα της σωστής εποπτείας, ώστε να μην συμβάλλει και εντείνει τον οικονομικό κύκλο, επίσης θα μας απασχολήσουν. Οι σημερινοί κανόνες έχουν το χαρακτηριστικό ότι γίνονται αυστηροί στις περιόδους που τα ΧΙ έχουν πρόβλημα έλλειψης κεφαλαίων, δηλαδή σε περιόδους κρίσης ή/και οικονομικής ύφεσης. Για να ικανοποιήσουν τους επόπτες και να διατηρήσουν τη σχέση κεφάλαια προς δάνεια σταθερή, αναγκάζονται να προβαίνουν σε μείωση του δανεισμού, γεγονός που επιτείνει την ύφεση. Μια λύση θα ήταν να έχουν πολύ περισσότερα κεφάλαια από όσα χρειάζονται ακόμα και σε περιόδους ηρεμίας. Αυτό όμως κοστίζει. Στο τραπέζι υπάρχουν ιδέες χρήσης «ασφάλειας κεφαλαίου», που δεν κοστίζουν και δεν δημιουργούν τα προβλήματα που προ-αναφέρθηκαν. Η σημερινή εποπτεία επίσης βασίζεται σε κανόνες ανά πιστωτικό ίδρυμα και δεν λαμβάνουν υπόψη τους την επίδραση που έχει η συμπεριφορά του κάθε ΧΙ στο όλο χρηματοοικονομικό σύστημα. Προς αυτή την κατεύθυνση πιθανόν να εμφανιστούν καινοτόμες λύσεις.

5. Ελληνικές τράπεζες

Οι επενδυτές στο χρηματιστήριο έχουν χτυπήσει τις τιμές των μετοχών των ελληνικών τραπεζών αλύπητα. Όμως, οι ελληνικές τράπεζες δεν συμμετείχαν στα παιχνίδια των τραπεζών του εξωτερικού. Επηρεάζονται μόνον από το υψηλότερο κόστος άντλησης κεφαλαίων στη διατραπεζική. Είναι αυτό αρκετό για να δικαιολογεί την πτώση των τιμών τους; Πιστεύω όχι.

Τα θετικά των ελληνικών τραπεζών είναι πολλά:

(1) Δεν έχουν κάνει ριψοκίνδυνες επενδύσεις, με δυναμικό μάλιστα και σωστή επέκταση μέχρι σήμερα.

(2) Λειτουργούν σε χώρες που αναπτύσσονται με ραγδαίους ρυθμούς. Η Ελλάδα τρέχει με ρυθμούς υψηλότερους του μέσου όρου της Ευρωζώνης. Το ίδιο και οι χώρες της Νέας Ευρώπης. Συγχρόνως, η πορεία οικονομικής σύγκλισης με το βιοτικό επίπεδο της Ευρωζώνης συνεχίζεται, τόσο στην Ελλάδα όσο και τη Νέα Ευρώπη. Η Ελλάδα βρίσκεται σήμερα στο 90%. Οι υπόλοιπες χώρες έχουν πολύ περισσότερη απόσταση να διανύσουν, γεγονός που δείχνει τα τεράστια περιθώρια μελλοντικής ανάπτυξης. Για όλους ισχύει ότι η οικονομική τους πολιτική έχει ένα σημείο αναφοράς. Το σημείο αναφοράς είναι η ένταξη στην ΕΕ, είτε στη συνέχεια η ένταξη στην Ευρωζώνη, είτε στη συνέχεια η υπακοή στους κανόνες που επιβάλλει η συμμετοχή στην Ευρωζώνη. Ο μπόσσυλας αυτός ακολουθείται ανεξαρτήτως πολιτικών αναταραχών και προσδίδει μια οικονομική δυναμική χωρίς εμπόδια.

Βεβαίως, πολλοί ισχυρίζονται ότι τα ρίσκα για την οικονομική ανάπτυξη της Νέας Ευρώπης είναι μεγάλα. Ότι πολλές χώρες βρίσκονται σε κατάσταση υπερθέρμανσης, με υψηλά ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών και επεκτατική νομισματική και δημοσιονομική πολιτική. Τα ρίσκα υπάρχουν, αλλά είναι ελεγχόμενα. Η κρίση ξυρίζει από 1 έως 2 μονάδες από του ρυθμό ανάπτυξής τους, αλλά ο ρυθμός αυτός συνεχίζει να είναι πολύ υψηλός, της τάξης του 5%. Η θετική μακροχρόνια πορεία των οικονομιών αυτών είναι δεδομένη.

3) Ο τραπεζικός τομέας στις χώρες της Νέας Ευρώπης δεν έχει ακόμα ωριμάσει. Μια απλή σύγκριση της συνολικής αξίας των δανείων ως προς το ΑΕΠ με την Ευρωζώνη το δείχνει. Αλλά ακόμα και σε τομείς που φαινομενικά έχουμε συγκλίνει υπάρχουν περιθώρια, όπως οι ασφάλειες ζωής ή η διαχείριση κεφαλαίων.

4) Η κρίση δεν έχει επηρεάσει αρνητικά τις ελληνικές τράπεζες όπως στο εξωτερικό. Πρώτον, η επαναλαμβανόμενη κερδοφορία των 4 μεγαλύτερων ομίλων αυξήθηκε από το πρώτο εξάμηνο του 2007 στο πρώτο εξάμηνο του 2008 κατά 14%, τη στιγμή που σε πολλές τράπεζες στο εξωτερικό η

κερδοφορία δεν έπεσε απλώς, αλλά ήταν και αρνητική. Δεύτερον, τα κεφάλαιά τους παρέμειναν μετά τις αυξήσεις του Σεπτεμβρίου 2007, σταθερά – δεν είχαμε δηλαδή απομειώσεις κεφαλαίου, όπως στο εξωτερικό. Τρίτον, η ρευστότητα βελτιώθηκε, δεν επιδεινώθηκε όπως στο εξωτερικό. Ο λόγος δανείων προς καταθέσεις στις περισσότερες τράπεζες παρέμεινε σταθερός ή μειώθηκε στην Ελλάδα, γεγονός που υποδηλώνει αύξηση της ρευστότητας. Τέλος, ο λόγος των δανείων σε καθυστέρηση συνεχώς μειώνεται.

Οι ελληνικές τράπεζες θα βγουν από τη σημερινή κρίση ενισχυμένες διότι συγκριτικά με τις ξένες βρίσκονται σε καλύτερη οικονομική κατάσταση. Σίγουρα η κρίση σημαίνει ότι πρέπει να είναι πιο προσεκτικές στην επέκτασή τους. Αυτό όμως δεν σημαίνει ότι η τιμή των μετοχών τους δικαιολογείται.

6. Συμπέρασμα

Η σημερινή είναι η μεγαλύτερη κρίση μετά το μεσοπόλεμο, αλλά το ελληνικό τραπεζικό σύστημα μπορεί να την αντιμετωπίσει επιτυχώς.