

Διεθνής Χρηματοοικονομική Κρίση 2007 & Οικονομικές Επιπτώσεις

Γκίκας Α. Χαρδούβελης

16 Ιανουαρίου 2008

Καθηγητής,
Τμήμα Χρηματοοικονομικής & Τραπεζικής Διοικητικής Παν. Πειραιώς
& Οικονομικός Σύμβουλος Ομίλου Eurobank EFG

Κυρίες και κύριοι,

Ξεκινώντας επιθυμώ να ευχαριστήσω το Κέντρο Ερευνών Προοδευτικής Πολιτικής για την τιμητική πρόσκληση που μου έκανε να συμμετάσχω στο εξαιρετο σημερινό πάνελ και να αναλύσω τα αίτια και τις επιπτώσεις της σημερινής παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης. Η σημερινή κρίση, όπως έχω επανειλημμένα και δημοσίως αναφέρει τους τελευταίους μήνες, είναι ίσως η μεγαλύτερη της τελευταίας 25-ετίας, κατά την οποία εγώ προσωπικά παρακολούθησα εκ του σύνεγγυς την χρηματοοικονομική αγορά. Αιτία της σφοδρότητας αποτελεί το γεγονός ότι η κρίση ξεκίνησε στις Η.Π.Α., μια χώρα που παράγει το 27% του παγκόσμιου Ακαθάριστου Εγχωρίου Προϊόντος. Είναι, επομένως, σημαντικό η κρίση να τύχει και της αντίστοιχης προβολής και ανάλυσης και στη χώρα μας.

Στην παρουσίασή μου θα αναφερθώ στις αιτίες και τα χαρακτηριστικά της χρηματοοικονομικής κρίσης, καθώς και στις επιπτώσεις της κρίσης στις επιμέρους αγορές και οικονομίες. Θα κλείσω με ορισμένα σχόλια για τα μέτρα που πιστεύω ότι χρειάζεται να παρθούν ώστε να αποφευχθούν παρόμοιες κρίσεις στο μέλλον.

I. Χαρακτηριστικά και Αιτίες Δημιουργίας της Κρίσης

Οι χρηματοοικονομικές κρίσεις του παρελθόντος έχουν πολλά κοινά χαρακτηριστικά. Πριν την εκδήλωση μιας κρίσης, παρατηρείται συνήθως μια ραγδαία αύξηση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων, όπως π.χ. της αγοράς κατοικίας. Παρατηρείται, επίσης, πτώση της οικονομικής δραστηριότητας, αύξηση του χρέους (ιδιωτικού / δημόσιου τομέα) και αύξηση του ελλείμματος τρεχουσών συναλλαγών. Πολλές φορές οι κρίσεις συμβαίνουν και σε εποχές ραγδαίων μεταβολών στον χρηματοοικονομικό τομέα μιας οικονομίας, όπως είναι η απελευθέρωση των αγορών. Σήμερα δεν έχω το χρόνο να αναλύσω τις λεπτομέρειες προηγούμενων χρηματοοικονομικών κρίσεων. Επισημαίνω απλώς ότι είναι δύσκολο να απομονωθούν οι αιτιώδεις και οι αιτιατοί παράγοντες στην κάθε κρίση.

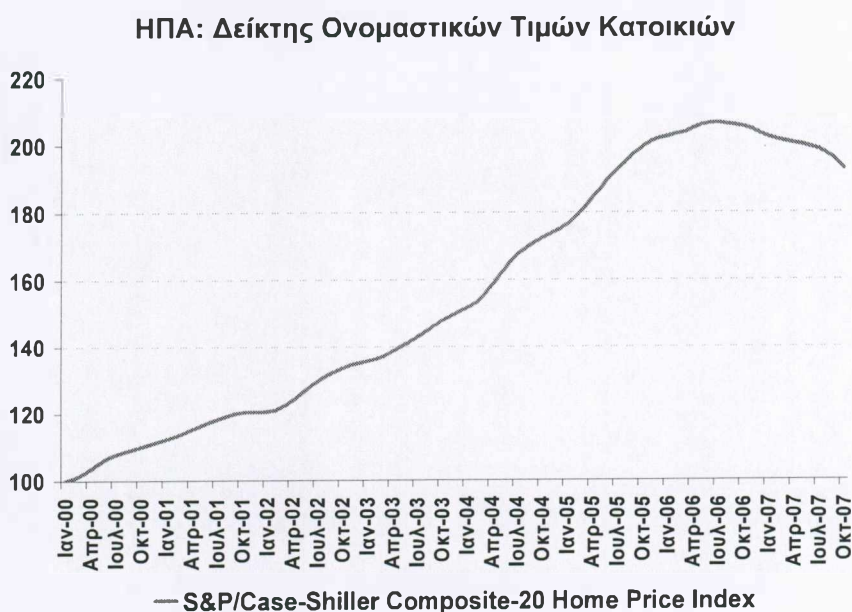
Η σημερινή κρίση παρουσιάζει πολλά από τα προηγούμενα χαρακτηριστικά, ενώ αιτία της είναι η ταυτόχρονη συνύπαρξη των ακόλουθων τριών παραγόντων:

- 1) Η φούσκα στις τιμές των ακινήτων σε πολλές περιοχές των ΗΠΑ, η οποία διευκόλυνε την υπέρ-κατανάλωση (μέσω δανεισμού βασισμένου στην υπεραξία των ακινήτων, το αποκαλούμενο mortgage equity withdrawal), με αποτέλεσμα την υπέρ-θέρμανση της οικονομίας και την αύξηση του ελλείμματος τρεχουσών συναλλαγών, όπως πολλές φορές συμβαίνει σε παρόμοιες κρίσεις.
- 2) Η ραγδαία εξάπλωση στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου (subprime), δηλαδή μια αχαλίνωτη πιστωτική επέκταση σε κατηγορίες νοικοκυριών που υπό κανονικές συνθήκες δεν θα έπρεπε να έχουν δανειοδοτηθεί.
- 3) Η μεταφορά του ρίσκου από τους ισολογισμούς των τραπεζών στο κοινό και τους επενδυτές μέσω τιτλοποιήσεων, οι οποίοι αγνοούσαν το ύψος του κινδύνου και υπήρξαν επιρρεπείς στις τότε υψηλές αποδόσεις. Η μεταφορά αυτή επέτρεπε στις τράπεζες να δανείζουν άφοβα σε μη φερέγγυους δανειολήπτες.

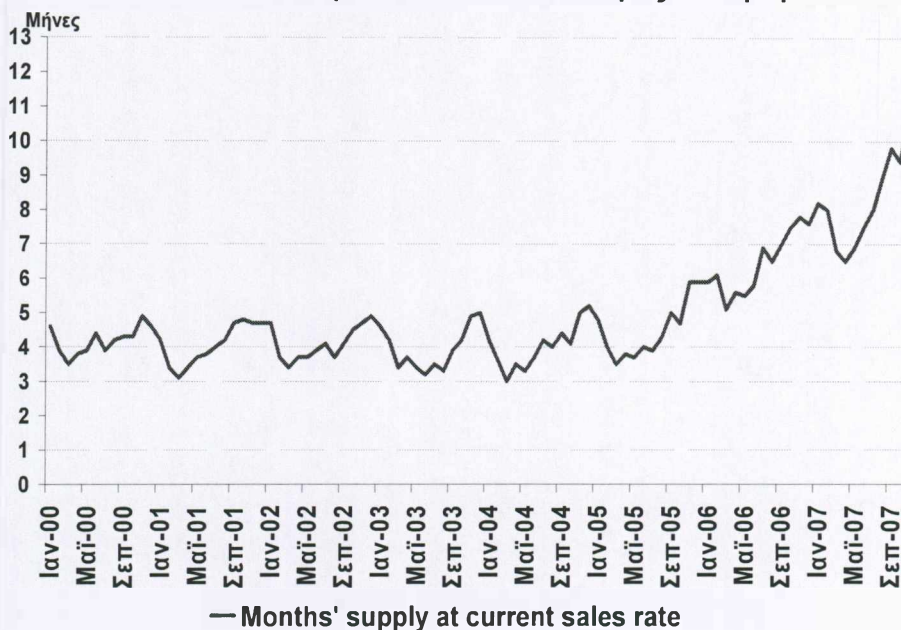
Στη συνέχεια, παραθέτω στοιχεία που περιγράφουν κάθε έναν από τους παραπάνω τρεις παράγοντες με περισσότερη λεπτομέρεια.

I.1 Η φούσκα στα ακίνητα των ΗΠΑ

Η ραγδαία αύξηση στις τιμές των κατοικιών στις ΗΠΑ κορυφώθηκε στα μέσα του 2006, ενώ στη συνέχεια, κατά τη διάρκεια του 2007, ακολούθησε πτώση των τιμών και αύξηση των αποθεμάτων προς πώληση νέων κατοικιών. Είναι χαρακτηριστικό ότι ζούμε τη μεγαλύτερη πτώση στην ιστορία των δεικτών, ενώ σε ορισμένες περιοχές, οι τιμές έχουν πέσει ως και 40%.

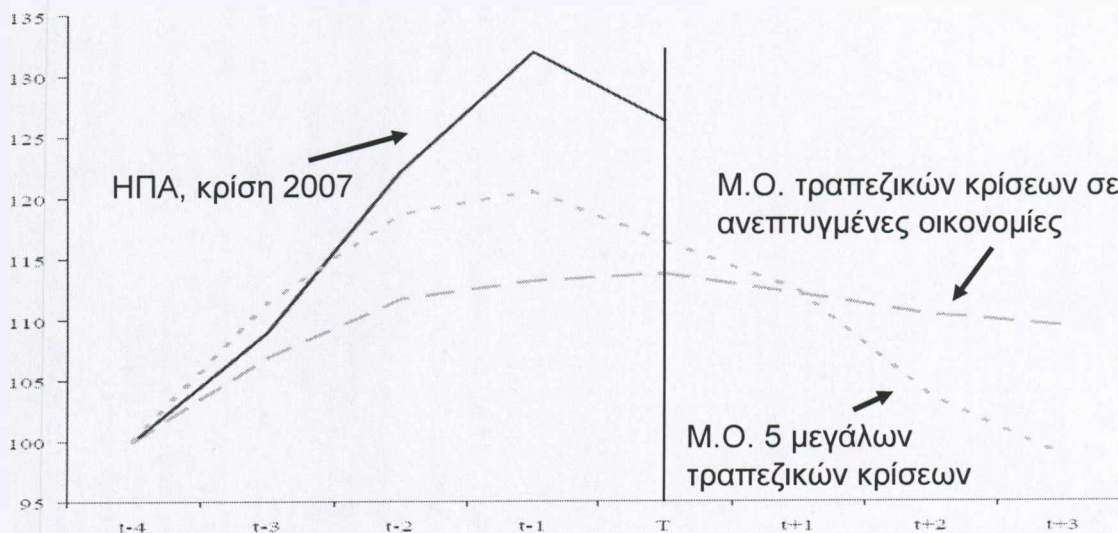


Η.Π.Α.: Απόθεμα Νέων Κατοικιών προς Πώληση



Παρόμοια συμπεριφορά στις τιμές των κατοικιών παρατηρήθηκε και σε προηγούμενες χρηματοοικονομικές κρίσεις, σύμφωνα με πρόσφατη εργασία των Reinhart και Rogoff (2008), που παρουσιάστηκε πριν δύο εβδομάδες στο ετήσιο συνέδριο της Αμερικανικής Ένωσης Οικονομολόγων :

Πραγματικές Τιμές Ακινήτων 4 Έτη πριν έως 3 Έτη μετά την Κρίση t = έτος τραπεζικής κρίσης



Πηγή: Reinhart & Rogoff (2008)

Σημειώσεις: 5 «μεγάλες» τραπεζικές κρίσεις: Ισπανία (1977), Νορβηγία (1987), Φινλανδία (1991), Σουηδία (1991), Ιαπωνία (1992).

Μικρότερες τραπεζικές κρίσεις σε ανεπτυγμένες οικονομίες: Αυστραλία (1989), Καναδάς (1983), Δανία (1987), Γαλλία (1994), Γερμανία (1977), Ελλάδα (1991), Ισλανδία (1985), Ιταλία (1990), Ν. Ζηλανδία (1987), Ην. Βασίλειο (1974, 1991, 1995) και ΗΠΑ (1984).

Στο παραπάνω διάγραμμα, η άνοδος των τιμών των κατοικιών στη σημερινή κρίση είναι πολύ μεγαλύτερη από την αντίστοιχη μέση άνοδο στις πέντε μεγάλες μεταπολεμικές τραπεζικές κρίσεις. Συνεπώς, οι επιπτώσεις της κρίσης στην αμερικανική οικονομία αναμένεται να είναι ισχυρότερες σε σχέση με προηγούμενα επεισόδια. Άλλωστε, η αξία των ακινήτων αποτελεί ένα μεγάλο μέρος του πλούτου των νοικοκυριών. Κατά συνέπεια, η σημερινή τους πτώση στις ΗΠΑ μειώνει τον πλούτο και την οικονομική δραστηριότητα. Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται στοιχεία για το μέγεθος της αγοράς ακινήτων στις ΗΠΑ σε σύγκριση με την Ελλάδα.

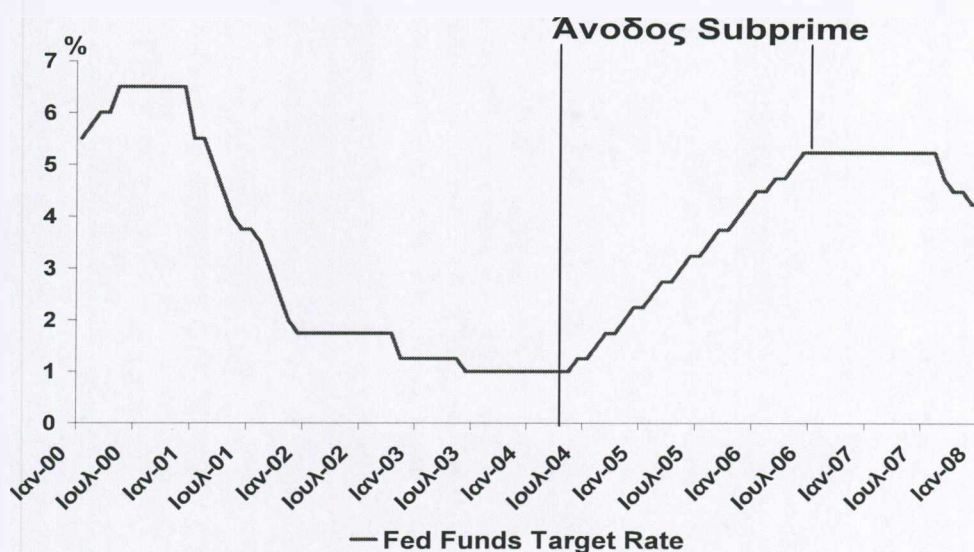
ΗΠΑ (3q2007):	Αξία κατοικιών	\$21,0 τρις (150% του ΑΕΠ)
		30% της περιουσίας των νοικοκυριών
	Στεγαστικά	\$10,4 τρις
Ελλάδα (4q2006):	Αξία κατοικιών	\$1,14 τρις (404% του ΑΕΠ)
		80% της περιουσίας των νοικοκυριών
	Στεγαστικά	\$0,07 τρις

I.2 Ραγδαία άνοδος στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου (subprime)

Η αγορά των στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου (subprime) στις ΗΠΑ γνώρισε τεράστια άνθηση μεταξύ του 2003 και του 2007. Από το 9% των συνολικών στεγαστικών δανείων το 2003 έφτασε το 24% στα μέσα του 2007 (subprime & Alt-A δάνεια). Κύριες αιτίες ανόδου των subprime είναι:

- Η άνοδος των επιτοκίων το διάστημα 5/2004 – 6/2006, όταν το επιτόκιο παρέμβασης της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ (Fed Funds Rate) αναρριχήθηκε από το πολύ χαμηλό ύψος του **1,00%** στο **5,25%**, με αποτέλεσμα τα νοικοκυριά που είχαν δανειστεί με κυμαινόμενο επιτόκιο να αντιμετωπίζουν όλο και μεγαλύτερες μηνιαίες δόσεις και πολλά από αυτά να μην μπορούν να ανταποκριθούν στις υποχρεώσεις τους.
- Δεύτερη αιτία υπήρξε η πίεση του **ανταγωνισμού**, που ώθησε τις τράπεζες να χορηγούν δάνεια σε νοικοκυριά με γνωστό προβληματικό παρελθόν στην αποπληρωμή, έχοντας ως ασφαλιστική δικλείδα τη μελλοντική ανατίμηση της κατοικίας! Οι τράπεζες αυτές αναλάμβαναν το χρέος με την αρχική τράπεζα, παρέχοντας έτσι δάνεια υψηλού κινδύνου και στηρίζοντας τα νοικοκυριά με χαμηλά ή και μηδενικά επιτόκια για ένα μικρό αρχικό χρονικό διάστημα.
- Τρίτη αιτία ήταν η **δυνατότητα μεταφοράς του υψηλού πιστωτικού κινδύνου εκτός ισολογισμού** σε τρίτους επενδυτές, μέσω τιτλοποιήσεων, γεγονός που έκανε τις τράπεζες αδιάστακτες στη χορήγηση δανείων υψηλού πιστωτικού κινδύνου. Το θέμα αυτό αναλύω με περισσότερη λεπτομέρεια στη συνέχεια.

Επιτόκιο Παρέμβασης της Federal Reserve

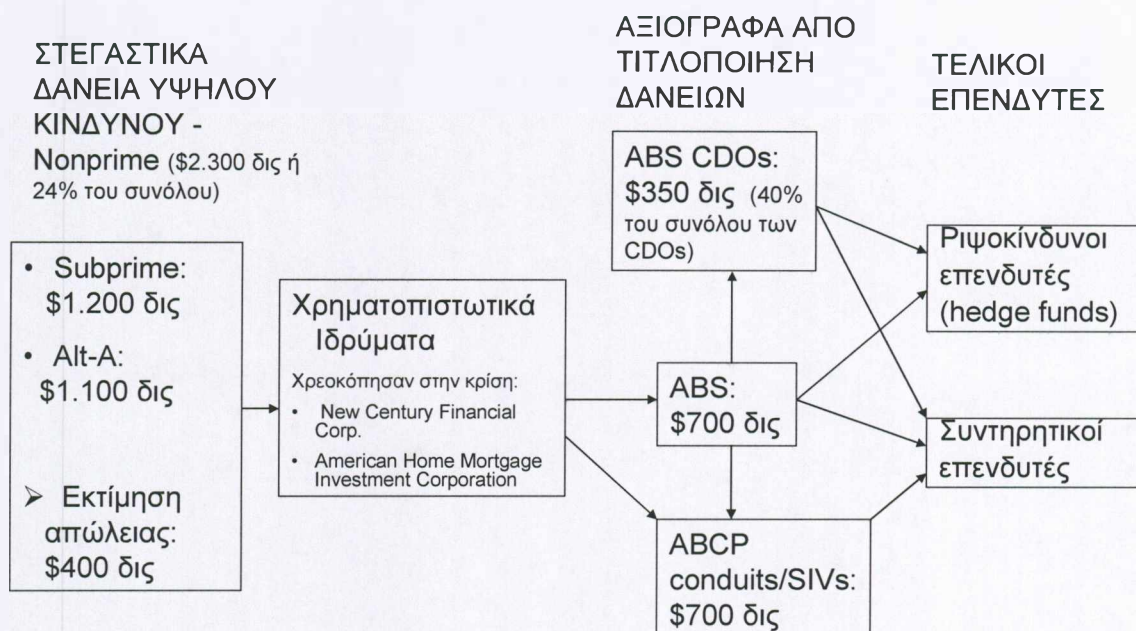


1.3 Ο κανιβαλισμός μιας χρήσιμης καινοτομίας: Τιτλοποιήσεις

Οι τιτλοποιήσεις έδωσαν τη δυνατότητα στις τράπεζες να ξεφορτώνονται το ρίσκο και να αποκτούν ρευστότητα για νέα δάνεια. Οι τράπεζες παίζουν πλέον απλό διαμεσολαβητικό ρόλο στα στεγαστικά δάνεια, ενώ με τις τιτλοποιήσεις προάγουν αυτόνομα την πιστωτική επέκταση και αυξάνουν την ποσότητα χρήματος στην οικονομία. Το ποσοστό των στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου που τιτλοποιήθηκαν είναι σήμερα περίπου 77%. Οι τιτλοποιήσεις διαχωρίζουν το ρίσκο σε διαφορετικές βαθμίδες (tranches). Διαφορετικοί επενδυτές αγοράζουν διαφορετικά tranches ανάλογα με το ρίσκο που επιθυμούν να αναλάβουν. Όσο μεγαλύτερος ο κίνδυνος τόσο μικρότερη η τιμή πώλησης και συνεπώς μεγαλύτερη η αναμενόμενη απόδοση. Το αποκαλούμενο equity portion είχε το μεγαλύτερο ρίσκο και τη μεγαλύτερη απόδοση. Οι τιτλοποιήσεις παράγουν οικονομική αξία, αφού προσφέρουν το ύψος εκείνο του ρίσκου που ο κάθε επενδυτής επιθυμεί να απορροφήσει. Οι τιτλοποιήσεις δεν είναι κάτι νέο στην αμερικανική αγορά, έχουν ξεκινήσει από το 1939 στις ΗΠΑ στην προσπάθεια της αμερικανικής κυβέρνησης να πριμοδοτήσει την ιδιοκατοίκηση διευκολύνοντας τη χρηματοδότηση των στεγαστικών δανείων. Η σημερινή τους μορφή, με το διαχωρισμό του ρίσκου σε βαθμίδες, ξεκίνησε το 1983 με τα τότε Collateralized Mortgage Obligations (CMOs). Οι βαθμίδες αυτές – οι νέοι τίτλοι - διοχέτευαν το ρίσκο προπληρωμής των στεγαστικών δανείων σε συγκεκριμένους επενδυτές, προστατεύοντας άλλους.

Η μεγάλη διαδρομή και οι μεταλλάξεις του αρχικού δανείου από το νοικοκυριό – δανειολήπτη στον τελικό επενδυτή σκιαγραφούνται στο παρακάτω διάγραμμα, όπου συμπεριλαμβάνονται και ορισμένα στοιχεία για τα σημερινά μεγέθη της αγοράς στις Η.Π.Α. Πηγή των στοιχείων είναι δημοσίευμα του Οκτωβρίου του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου.

Η Διαδρομή των Τιτλοποιημένων Στεγαστικών Δανείων (Στοιχεία από μελέτη του ΔΝΤ)

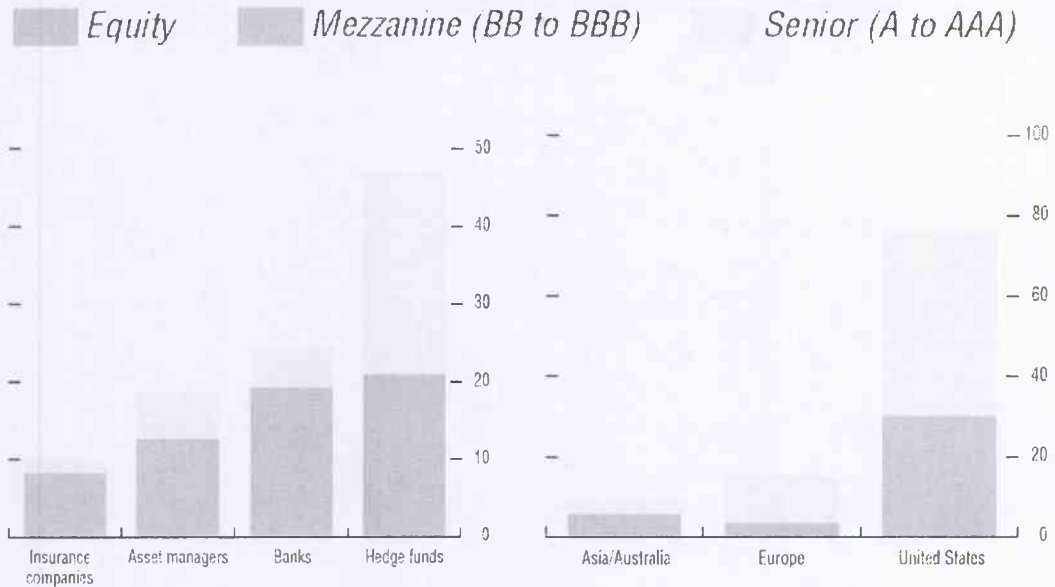


CDO: Collateralized Debt Obligation, ABS: Asset-Backed Security,
ABCP: Asset-Backed Commercial Paper, SIV: Structured Investment Vehicle

Τα τελευταία πέντε χρόνια η διαφάνεια υπήρξε το πρώτο θύμα της πολυπλοκότητας των τιτλοποιήσεων. Αποδείχτηκε εκ των υστέρων, ότι η αδιαφάνεια και η απληστία υπερίσχυαν της σωστής πρακτικής. Μάλιστα, οι ίδιες οι επενδυτικές τράπεζες που δημιουργούσαν τους τίτλους, διακρατούσαν το equity portion, δηλαδή το κομμάτι με το μεγαλύτερο ρίσκο, ίσως επειδή δεν μπορούσαν και να το πουλήσουν. Αυτό είναι δύσκολο να το μάθουμε. Πάντως, γνωρίζουμε ότι η πρακτική των τιτλοποιήσεων επεκτάθηκε και σε άλλα στοιχεία του ισολογισμού, χωρίς φραγμό και επίγνωση των πραγματικών κινδύνων. Τιτλοποιήθηκαν και άλλα στοιχεία υψηλού ρίσκου του ενεργητικού των τραπεζών και εκδόθηκαν τίτλοι commercial paper με βάση αυτά, τα ABCP, κλπ. Έτσι, όταν η αγορά κατοικίας στις ΗΠΑ άρχισε να ξεφουσκώνει και οι μη-πληρωμές τοκοχρεολυσίων να πολλαπλασιάζονται, οι πρώτοι τίτλοι που έχασαν την αξία τους ήταν αυτοί με τον υψηλότερο κίνδυνο. Οι τράπεζες υπέστησαν τις πρώτες και σοβαρότερες απώλειες.

Στο παρακάτω διάγραμμα, παρουσιάζεται η κατανομή ανά τύπο αγοραστή, καθώς και ανά γεωγραφική περιοχή, ενός συγκεκριμένου τύπου επενδυτικού προϊόντος βασισμένου σε τιτλοποιημένα στεγαστικά subprime δάνεια.

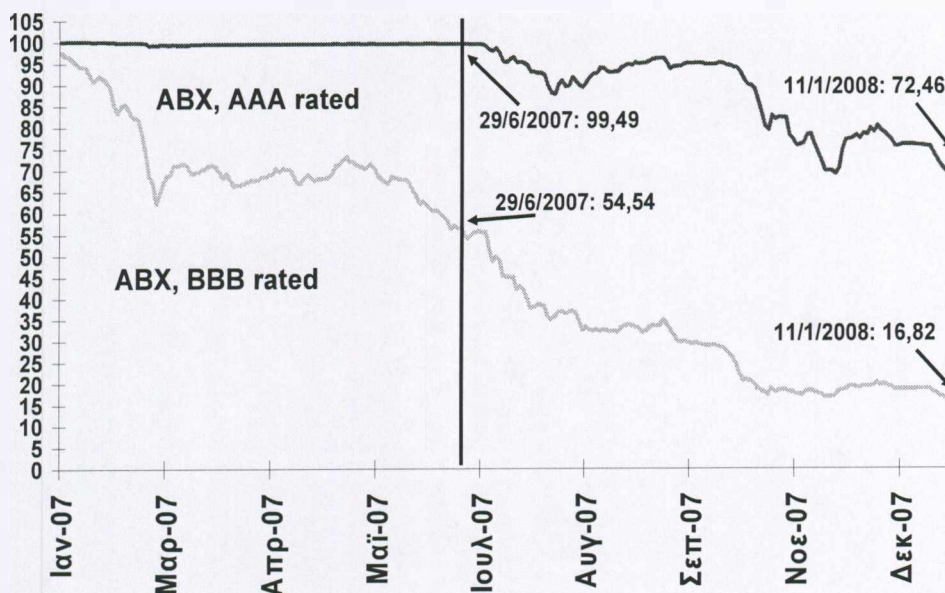
Κατανομή Αγοραστών ABS CDOs και Ρίσκου (Μέγεθος αγοράς: \$350 δις)



Πηγή: ΔΝΤ

Παρατηρήσατε στο παραπάνω σχεδιάγραμμα ότι οι τράπεζες και οι ασφαλιστικές εταιρείες κατέχουν κυρίως το τμήμα με τον υψηλότερο κίνδυνο, το equity portion. Παρατηρήσατε, επίσης, ότι η αγορά subprime στην Ευρώπη ήταν περιορισμένη. Δεν εκδόθηκαν πολλοί τέτοιοι τίτλοι στην Ευρώπη. Παρόλα αυτά, η κρίση επεκτάθηκε και εδώ, στην Ευρώπη, κυρίως επειδή οι τελικοί κάτοχοι των τίτλων ήταν και ευρωπαίοι επενδυτές.

Τιμές Δεικτών ABX για swaps Στεγαστικών Δανείων



Η αρνητική δύναμη της κρίσης στην αγορά στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου στις ΗΠΑ φαίνεται και στις τιμές των παραγώγων, οι οποίες υπέστησαν καθίζηση. Η πτώση των δεικτών ABX (swaps βασισμένα σε στεγαστικά δάνεια) ήταν μεγάλη:

- Τίτλοι βασισμένοι σε δάνεια υψηλής φερεγγυότητας AAA: - 27%
- Τίτλοι βασισμένοι σε δάνεια χαμηλής φερεγγυότητας BBB: - 69%

Είναι ιδιαίτερα αξιοσημείωτη η πτώση των τίτλων που έχουν βαθμολογηθεί με την υψηλότερη δυνατή βαθμολογία, AAA. Η πτώση δείχνει ότι στην κρίση μέρος της ευθύνης έχουν και οι αξιολογικοί οίκοι, οι οποίοι αστόχησαν σημαντικά στο παρελθόν στις αξιολογήσεις τους.

II. Οι επιπτώσεις της κρίσης στις αγορές και τις οικονομίες

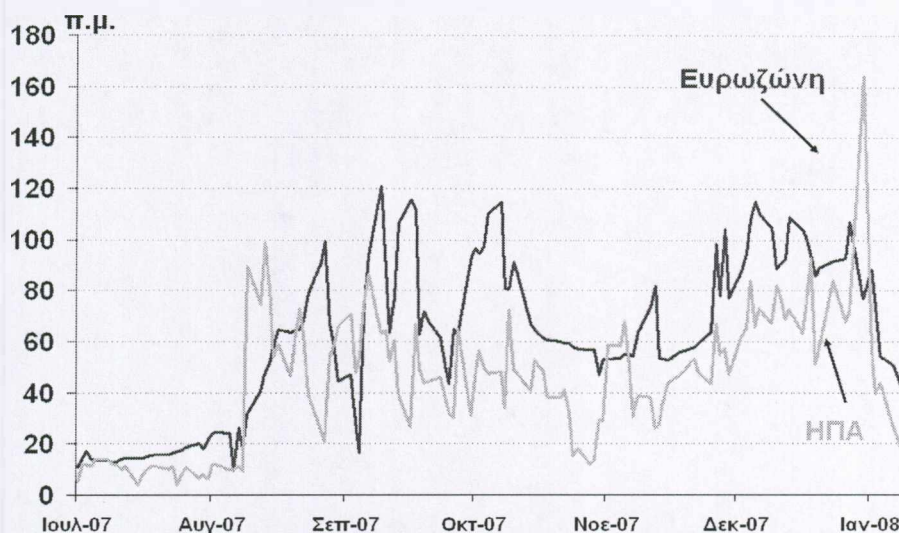
Θα αναφερθώ στη συνέχεια στις επιπτώσεις της κρίσης. Πρώτα στις άμεσες επιπτώσεις στη διατραπεζική ρευστότητα και το κόστος κεφαλαίου και, στη συνέχεια, στην οικονομική ανάπτυξη και την πιθανή αντίδραση των οικονομικών αρχών.

II.1 Επιπτώσεις στη ρευστότητα και το κόστος κεφαλαίου

Η χρηματοοικονομική κρίση δημιούργησε έλλειψη εμπιστοσύνης ανάμεσα στις τράπεζες για το αν οι αντισυμβαλλόμενες τράπεζες στη διατραπεζική αγορά είχαν υγιείς ισολογισμούς ή αν έκρυβαν σκελετούς δανείων subprime. Η έλλειψη εμπιστοσύνης, στη συνέχεια, οδήγησε σε αποφυγή διατραπεζικού δανεισμού πέραν της ημέρας με επακόλουθο την αύξηση στα περιθώρια επιτοκίων (Spreads) μεταξύ τρίμηνου και ημερήσιου (overnight) δανεισμού. Οι πρόσφατες ενέσεις ρευστότητας από τις μεγάλες κεντρικές τράπεζες μείωσαν αυτά τα περιθώρια.

Όσον αφορά τις ελληνικές τράπεζες, αυτές δεν αντιμετωπίζουν πρόβλημα βραχυχρόνιας ρευστότητας, όπως πολλές τράπεζες στο εξωτερικό. Ο λόγος δανείων προς καταθέσεις στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα είναι περίπου 100%. Οι επιμέρους τράπεζες με το μεγαλύτερο λόγο δανείων προς καταθέσεις έχουν ήδη εξασφαλίσει την απαραίτητη ρευστότητα για ένα μακρύ χρονικό διάστημα, ενώ προέβησαν και σε αυξήσεις κεφαλαίου λίγο πριν το ξεκίνημα της κρίσης. Επιπλέον, οι ελληνικές τράπεζες έχουν πλέον τη δυνατότητα άντλησης βραχυχρόνιας ρευστότητας μέσω της αγοράς συμφωνιών επαναγοράς (repos) με την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, χρησιμοποιώντας καλυμμένες ομολογίες (covered bonds). Η Τράπεζα της Ελλάδος πρόσφατα επέτρεψε -- κάτω από αυστηρούς κανόνες -- την έκδοση καλυμμένων ομολογιών με εγγύηση στοιχεία του ενεργητικού των τραπεζών, όπως στεγαστικά δάνεια, ομόλογα του δημοσίου κ.τ.λ.

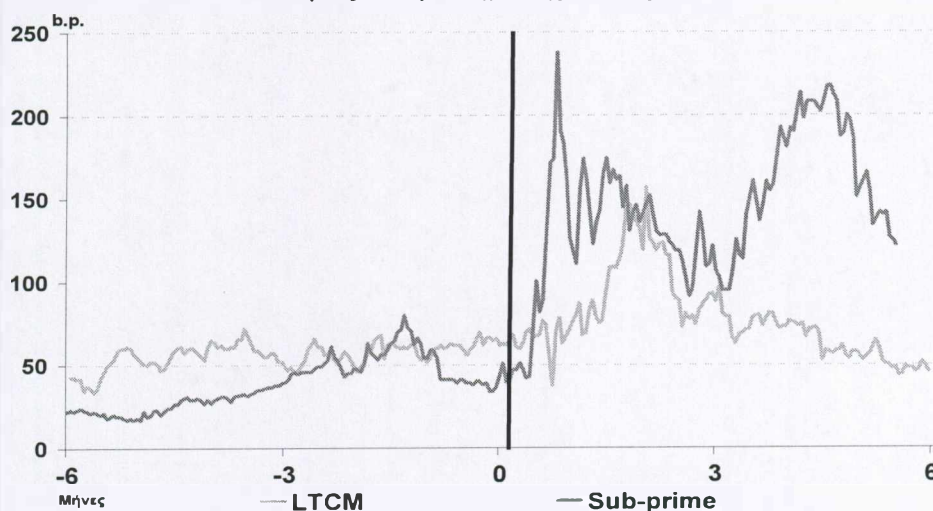
Η Διαφορά Επιτοκίων τριών Μηνών και μιας Ημέρας (μονάδες βάσης)



Σημειώσεις: Ευρωζώνη: EURIBOR 3 μηνών μείον EONIA overnight rate
 ΗΠΑ: LIBOR 3 μηνών μείον Effective Fed Funds rate

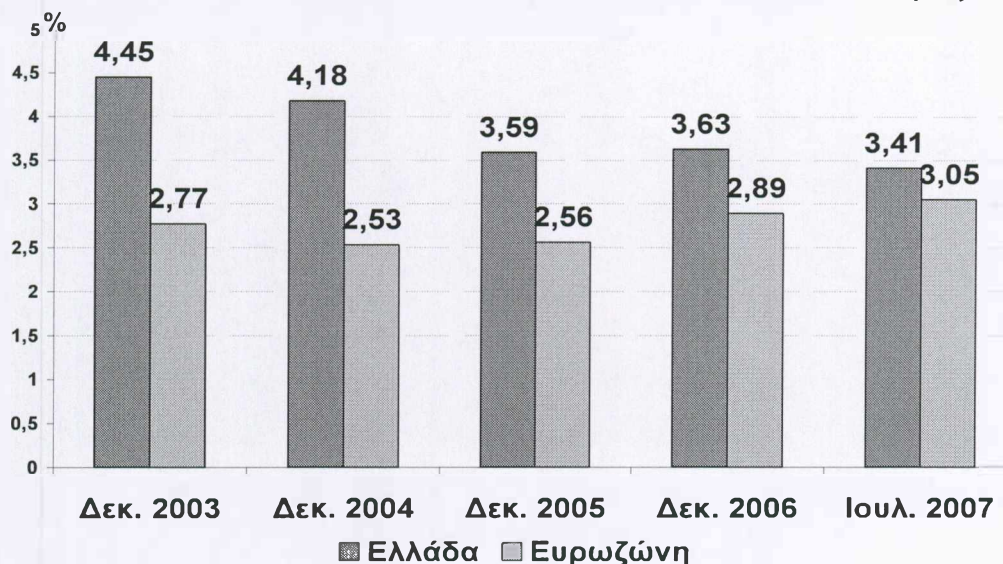
Η επίδραση της κρίσης στο οριακό κόστος κεφαλαίου των τραπεζών φαίνεται στο παρακάτω διάγραμμα. Στο διάγραμμα απεικονίζεται το επιπλέον επιτόκιο σε δολάρια που πρέπει να πληρώσει μια τράπεζα στις Η.Π.Α. για να δανειστεί για τρεις μήνες σε σχέση με τον δανεισμό του δημοσίου των Η.Π.Α. Το επιπλέον αυτό κόστος φτάνει το 1,30% σήμερα από 0,20% περίπου στο πρώτο τρίμηνο του 2007. Στο ίδιο διάγραμμα περιγράφεται και η αντίστοιχη εμπειρία του 1998 με τη ρωσική κρίση και τη χρεοκοπία του αμοιβαίου κεφαλαίου LTCM. Τότε τα περιθώρια αυξήθηκαν μετά το ξέσπασμα της κρίσης, αλλά στη συνέχεια μειώθηκαν. Σήμερα, δεν έχουν μειωθεί σε αντίστοιχο βαθμό, γεγονός που υποδηλώνει ακόμα μια φορά τη σοβαρότητα της σημερινής κρίσης.

Το Περιθώριο Επιτοκίων TED στη Διάρκεια δύο Κρίσεων (3m-Eurodollar μείον 3m-Tbill σε μονάδες βάσης, Μήνας 0 = ξεκίνημα της κρίσης)



Από την αύξηση του οριακού κόστους δανεισμού των τραπεζών είναι πιθανή η μετακύλιση έως και μίας ποσοστιαίας μονάδας στους καταναλωτές και τις επιχειρήσεις το 2008. Αντισταθμιστικά, στην περίπτωση της Ελλάδας λειτουργεί η εντατικοποίηση του ανταγωνισμού στην τραπεζική αγορά, που οδηγεί τις τράπεζες να απορροφούν μέρος του κόστους. Χαρακτηριστικά, από το 2003, η διαφορά επιτοκίων χορηγήσεων-καταθέσεων διαρκώς μειώνεται στη χώρα μας, σε αντίθεση με την ΕΕ, όπως φαίνεται και από το παραπάνω διάγραμμα.

Διαφορά Επιτοκίων Χορηγήσεων και Καταθέσεων σε Ελλάδα και Ευρωζώνη



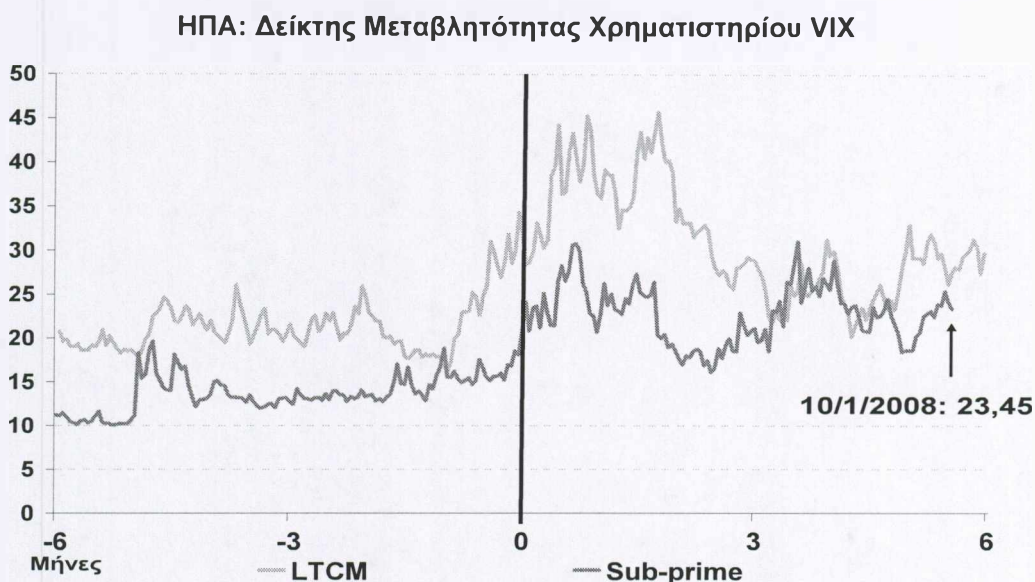
Πηγή: ΤτΕ

II.2 Επιπτώσεις στις αγορές: Επιτόκια παρέμβασης, ασφάλιστρα κινδύνου και χρηματιστήριο

Οι πληθωριστικοί φόβοι δεν επιτρέπουν μείωση των επιτοκίων στο βαθμό που επιθυμούν οι αγορές. Τόσο στις Η.Π.Α. όσο και την Ευρωζώνη, ο πληθωρισμός έχει αναζωπυρωθεί σημαντικά. Στις ΗΠΑ οι αγορές μελλοντικής εκπλήρωσης (futures) έως τις 15 Ιανουαρίου προεξοφλούσαν μείωση από το 4,25% στο 2,75% στο τέλος του 2008. Αυτό είναι πιθανό να πραγματοποιηθεί έως ένα βαθμό, αφού η Ομοσπονδιακή Τράπεζα έχει από το καταστατικό της την ευθύνη όχι μόνον του πληθωρισμού αλλά και της οικονομικής δραστηριότητας. Αντίθετα, στην Ευρωζώνη οι αντίστοιχες προθεσμιακές αγορές δεν αναμένουν καμία σημαντική μεταβολή στο επιτόκιο παρέμβασης της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας από το 4% που είναι σήμερα. Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα έχει ως αποκλειστική ευθύνη τη σταθερότητα των τιμών και, συνεπώς, έχει μεγαλύτερη ευχέρεια στο να μπορεί κατά βούληση να μην μειώνει τα επιτόκια, δηλαδή έχει τη δυνατότητα να μην υποτάσσεται στην πολιτική πίεση της οικονομικής συγκυρίας.

Η αβεβαιότητα και η μεταβλητότητα αναμένεται να είναι το κύριο χαρακτηριστικό των αγορών μέσα στο 2008. Αυτό φαίνεται ξεκάθαρα στο δείκτη VIX της αγοράς του Σικάγου, ο οποίος δείχνει τις προσδοκίες της

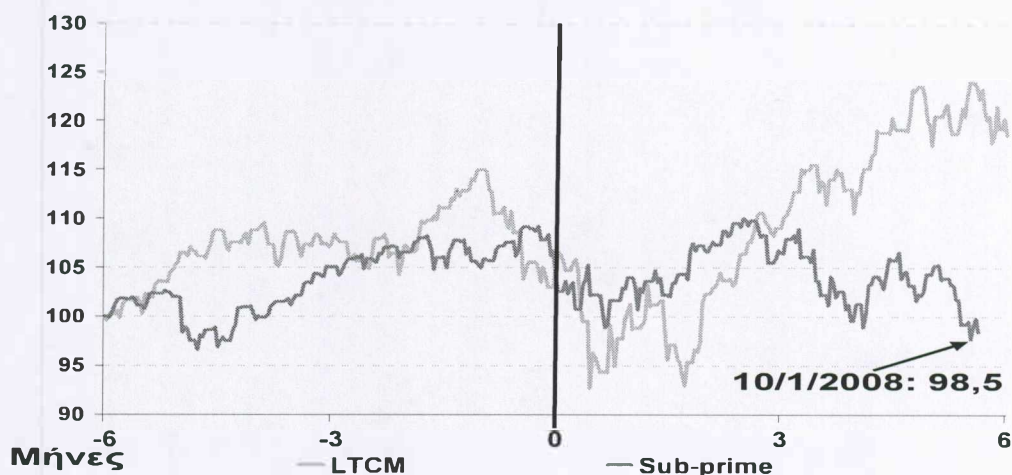
αγοράς για τη μεταβλητότητα του δείκτη S&P-500. Οι αγορές αναμένουν πολύ μεγαλύτερη μεταβλητότητα σήμερα σε σχέση με την περίοδο πριν την κρίση. Παρόμοια αύξηση στη μεταβλητότητα παρατηρήθηκε και στη ρωσική/LTCM κρίση του 1998.



Όσον αφορά τη μελλοντική πορεία των χρηματιστηρίων, αυτή είναι δύσκολο να προβλεφθεί, αν και οι πιθανότητες δείχνουν ότι στην καλύτερη περίπτωση θα παρατηρηθεί στασιμότητα στο εγγύς μέλλον. Η αιτία είναι απλή: Τόσο τα κέρδη των επιχειρήσεων δεν αναμένεται να αυξηθούν με τους ρυθμούς του παρελθόντος (βλέπε ανάλυση επόμενου εδαφίου) όσο και τα ασφαλιστρα κινδύνου έχουν πλέον αυξηθεί (βλέπε μεταβλητότητα στο προηγούμενο διάγραμμα). Η δυσμενής αυτή πορεία του αμερικανικού χρηματιστηρίου είναι ήδη εμφανής. Στο παρακάτω σχεδιάγραμμα συγκρίνεται η πορεία του στη σημερινή κρίση με την αντίστοιχη πορεία του στη ρωσική/LTCM κρίση του 1998. Τότε η κρίση δεν αφορούσε τις Η.Π.Α. και η μετέπειτα πορεία του δείκτη S&P500 ήταν πολύ καλύτερη.

Είναι, επίσης, αξιοσημείωτη η διαφοροποίηση που υπάρχει ανάμεσα στην πορεία των χρηματιστηρίων των αναδυόμενων οικονομιών από αυτή των αναπτυγμένων - το αποκαλούμενο *decoupling*, ιδιαίτερα μετά το Σεπτέμβριο του 2007. Έως τα μέσα Ιανουαρίου του 2008, οι αναδυόμενες αγορές δεν είχαν επηρεαστεί αρνητικά από την κρίση και οι αποδόσεις τους ήταν κατά μέσο όρο 17 ποσοστιαίες μονάδες υψηλότερες από τις αντίστοιχες αποδόσεις στις Η.Π.Α. και την Ευρώπη. Βεβαίως, αυτό δεν είναι ξεκάθαρο ότι θα συνεχιστεί, ιδιαίτερα επειδή τα ασιατικά χρηματιστήρια είχαν ταχεία άνοδο τον προηγούμενο χρόνο.

Η Πορεία του Αμερικανικού Χρηματιστηρίου
στην Κρίση του 2007 και του 1998



Η Συγκριτική Πορεία των Διεθνών Χρηματιστηρίων
μετά την Κρίση του 2007

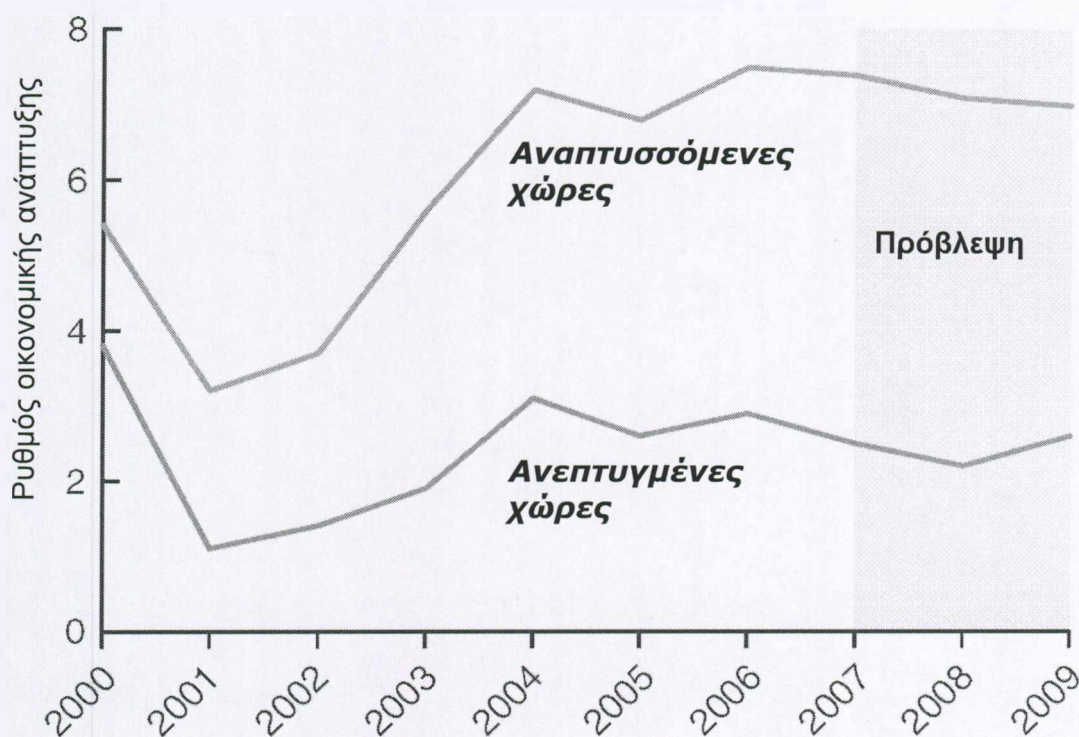


II.3 Επιπτώσεις στην οικονομική ανάπτυξη

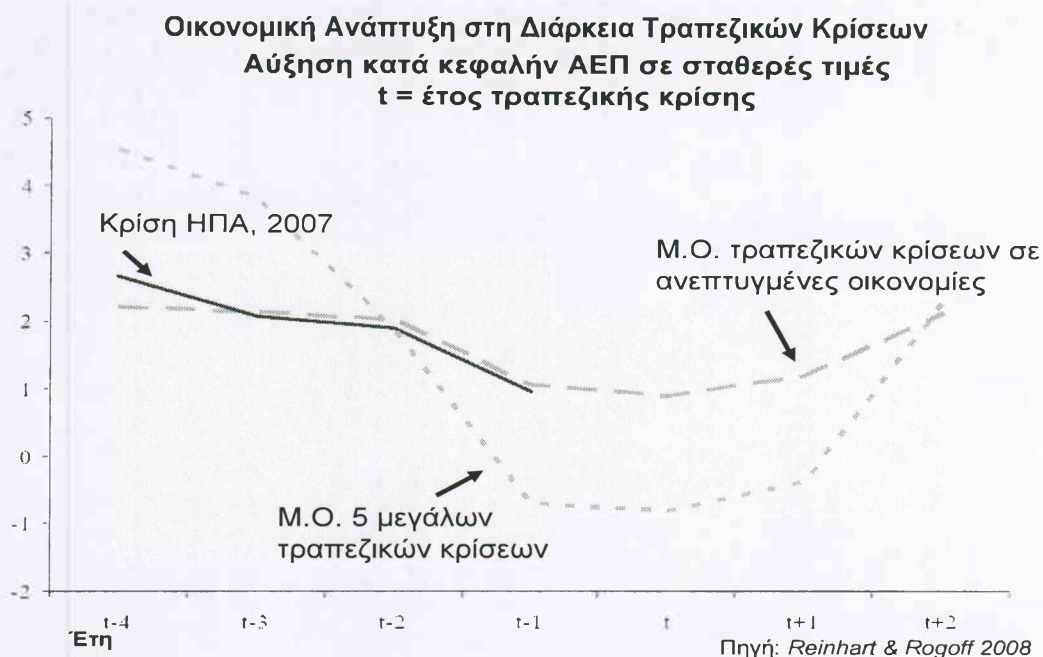
Μια επικείμενη ύφεση στις Η.Π.Α., που στις αρχές Ιανουαρίου έχει ήδη πιθανότητα πραγματοποίησης 65%, αναμένεται να επιβραδύνει ελαφρώς και τους ρυθμούς ανάπτυξης σε όλη την υφήλιο, αφού πολλές χώρες εξάγουν ένα μεγάλο μέρος της παραγωγής τους προς τις Η.Π.Α. Η επιβράδυνση φαίνεται και στο παρακάτω διάγραμμα της Παγκόσμιας Τράπεζας, στο οποίο διαχωρίζονται οι αναπτυγμένες από τις αναδυόμενες οικονομίες. Η επιβράδυνση θα είναι το χαρακτηριστικό της Ευρώπης, της Λατινικής

Αμερικής και της Ασίας. Στην Ασία, χώρες με υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης όπως η Κίνα (11,5%) και η Ινδία (8%) αναμένεται να απωλέσουν έως και δύο ποσοστιαίες μονάδες ανάπτυξης. Οι πετρελαιοπαραγωγές χώρες όπως η Ρωσία θα είναι ίσως οι μόνες που θα τρέξουν το 2008 πιο γρήγορα απ' ό,τι έτρεξαν το 2007.

Ρυθμοί Οικονομικής Ανάπτυξης στην Παγκόσμια Οικονομία
(και προβλέψεις της Παγκόσμιας Τράπεζας για το 2008-2009)



Η χρηματοοικονομική κρίση έχει προφανώς επιτείνει την ελαφρώς αρνητική αναπτυξιακή εικόνα του 2008. Καθώς η κρίση επεκτείνεται και τα ασφάλιστρα κινδύνου αυξάνονται, τα διεθνή χρηματιστήρια αναμένεται να επηρεαστούν αρνητικά, με αποτέλεσμα ο πλούτος των νοικοκυριών να μειωθεί και ο ρυθμός αύξησης της κατανάλωσης να επιβραδυνθεί. Συγχρόνως, παρά την αναμενόμενη προσπάθεια των επιμέρους κεντρικών τραπεζών να μειώσουν τα επιτόκια παρέμβασης, είναι πολύ πιθανή η αύξηση του κόστους κεφαλαίου σε πολλά μέρη του πλανήτη, γεγονός που θα έχει μια επιπλέον αρνητική επίδραση. Οι Reinhart & Rogoff συγκρίνουν τη σημερινή κρίση με προηγούμενες μεταπολεμικές τραπεζικές κρίσεις. Παραθέτω το παρακάτω διάγραμμα από τη δουλειά τους, το οποίο δείχνει ότι η αμερικανική οικονομία πιθανόν να υποστεί μια περαιτέρω σημαντική πτώση.



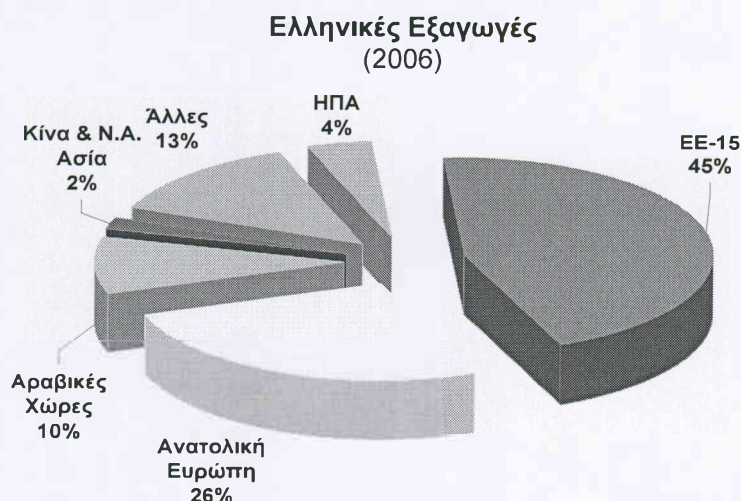
Στη γειτονιά μας, τη **Νέα Ευρώπη**, αναμένεται να έχουμε μικρές αλλά ορατές επιπτώσεις της κρίσης. Οι ρυθμοί ανάπτυξης είναι μεν ισχυροί, της τάξης του 6%, αλλά θα επιβραδυνθούν ελαφρά το 2008. Συγχρόνως, ο κίνδυνος ρευστότητας στις τράπεζες Νέας Ευρώπης έχει αυξηθεί με την Ουκρανία και τη Ρουμανία να βρίσκονται στην πιο ευάλωτη θέση, αφού έχουν τους υψηλότερους δείκτες χορηγήσεων προς καταθέσεις

Νέα Ευρώπη:



Η **ελληνική οικονομία** δεν εξαρτάται από τις ΗΠΑ όπως φαίνεται και από το μικρό ποσοστό ελληνικών εξαγωγών προς τις ΗΠΑ, που είναι μόλις 4% των συνολικών εξαγωγών μας. Συνεπώς, η άμεση επίδραση της επικείμενης

ύφεσης των Η.Π.Α. στην ελληνική οικονομία είναι ελάχιστη. Η οποιαδήποτε επίδραση είναι έμμεση, μέσω του αυξημένου κόστους κεφαλαίου, των πτωτικών διεθνών χρηματιστηρίων, αλλά και της επιβράδυνσης της ανάπτυξης στον υπόλοιπο κόσμο, που προκαλείται από την ύφεση στις Η.Π.Α.



Σύμφωνα με το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, ο ρυθμός ανάπτυξης στην Ελλάδα θα είναι 3,6% το 2008. Το επικαιροποιημένο Πρόγραμμα Σταθερότητας & Ανάπτυξης της ελληνικής κυβέρνησης είναι λίγο πιο αισιόδοξο και προβλέπει ανάπτυξη 4,0%. Σημειώνεται ότι το 2007, η ανάπτυξη έφτασε το 4,1%, δηλαδή ήταν στα ίδια περίπου επίπεδα με την πρόβλεψη του Ε.Π.Σ.Α. για το 2008. Συνεπώς, εκ πρώτης όψης η πρόβλεψη στο Ε.Π.Σ.Α. φαίνεται να αγνοεί ή να υποεκτιμά τις αρνητικές επιπτώσεις της παγκόσμιας κρίσης στην ελληνική οικονομία. Βεβαίως, αξίζει να σημειωθεί ότι από τα μέσα της δεκαετίας του 1990, οι διεθνείς οργανισμοί όπως το Δ.Ν.Τ. συστηματικά παρέχουν προβλέψεις κατώτερες από τις πραγματοποιήσεις. Αντίθετα οι ελληνικές κυβερνήσεις έκαναν πιο εύστοχες προβλέψεις. Συνεπώς, υπό το πρίσμα της προϊστορίας αυτής, η πρόβλεψη του ΔΝΤ δεν απέχει σημαντικά από αυτή της ελληνικής κυβέρνησης.

Η άποψή μου είναι ότι αυτή τη χρονιά πιθανόν ο ρυθμός ανάπτυξης να καταλήξει πιο κοντά στις προβλέψεις του Δ.Ν.Τ. Αιτία είναι το γεγονός ότι οι αρνητικοί παράγοντες σωρεύονται. Αυτοί είναι (1) η αύξηση του κόστους χρήματος στην Ευρωζώνη, (2) η μείωση του ρυθμού αύξησης του παγκόσμιου ΑΕΠ, (3) η αύξηση της τιμής του πετρελαίου, η αρνητική επίδραση της οποίας θα φανεί μέσα στο 2008, καθώς και (4) η αύξηση του πληθωρισμού στην Ευρωζώνη και την Ελλάδα, που επιδρά αρνητικά στη συνολική ζήτηση.

III. Μέτρα πρόληψης μελλοντικών κρίσεων

Κυρίες και κύριοι,

Τα μέχρι τώρα μέτρα των κεντρικών τραπεζών ανά τον κόσμο είναι μέτρα ενίσχυσης της ρευστότητας και περιορισμού εξάπλωσης της κρίσης. Είναι μέτρα που πάρθηκαν εκ των υστέρων με σκοπό τον περιορισμό της κρίσης. Δεν είναι μέτρα πρόληψης. Πρέπει σύντομα να παρθούν και μέτρα προληπτικά.

Όπως τόνισα στο ξεκίνημα της ομιλίας, η σημερινή κρίση είναι η μεγαλύτερη χρηματοοικονομική κρίση που έχω δει στη διάρκεια της ενασχόλησής μου με τις αγορές. Ζούμε σε μια εποχή χαμηλού πληθωρισμού και υψηλής παγκόσμιας οικονομικής ανάπτυξης, η οποία διαστρέβλωσε την αντίληψη του ρίσκου και ώθησε του συμμετέχοντες στις αγορές σε παρακινδυνευμένες πράξεις. Αγνοήθηκαν οι κίνδυνοι. Οι ίδιες οι εποπτικές αρχές αγνόησαν τους κινδύνους των τιτλοποιήσεων και κυριολεκτικά πιάστηκαν στον ύπνο από τα «ανοίγματα» των πιστωτικών ιδρυμάτων και την έκθεσή τους στον κίνδυνο. 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 οι στατιστικές μέθοδοι 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. 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 η υιοθέτηση πιο αξιόπιστης μεθοδολογίας καθώς και πιο διαφανείς κανονισμοί για τη λειτουργία 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 -- και ότι η διαδικασία αξιολόγησής τους είναι διαφανής και αξιόπιστη, κυρίως για τα σύνθετα δομημένα προϊόντα.

Σας ευχαριστώ για την προσοχή σας.