

Η χρηματοοικονομική κρίση και το μέλλον της παγκόσμιας οικονομίας¹

Ιανουάριος 2010

Γκίκας Α. Χαρδούβελης²

1. Εισαγωγή

Το έτος 2009 η παγκόσμια οικονομία βρέθηκε αντιμέτωπη με τη χειρότερη ύφεση της μεταπολεμικής περιόδου, με το ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης να γίνεται αρνητικός για πρώτη φορά μετά το πρώτο μισό της δεκαετίας του 1930. Ο ρυθμός ανάπτυξης μειώθηκε σημαντικά σε όλες ανεξαιρέτως τις χώρες, ακόμα και σε αυτές που απέφυγαν την ύφεση, δηλαδή τους αρνητικούς ρυθμούς ανάπτυξης. Μάλιστα οι χώρες που βασίζονται κυρίως στις εξαγωγές επλήγησαν περισσότερο, καθώς από το τελευταίο τρίμηνο του 2008, το διεθνές εμπόριο υπέστη καθίζηση.

Η κρίση στη διεθνή οικονομία ήταν το αποτέλεσμα μιας μεγαλύτερης κρίσης στον χρηματοοικονομικό τομέα, η οποία ξετυλίχτηκε σταδιακά μέσα στο 2007 και συνεχίζεται μέχρι σήμερα. Η ένταση και η διάρκεια της χρηματοοικονομικής αυτής κρίσης εξέπληξαν όλους, ιδιαίτερα μετά την δραματική επιδείνωσή της στα μέσα Σεπτεμβρίου του 2008 με την κατάρρευση της επενδυτικής Τράπεζας Lehman Brothers. Στο δίμηνο Φεβρουαρίου - Μαρτίου 2009, παρά τις προηγούμενες προσπάθειες των κυβερνήσεων και των εποπτικών αρχών για σταθεροποίηση των αγορών και των οικονομιών, ο φόβος μιας πλήρους κατάρρευσης του παγκόσμιου χρηματοοικονομικού συστήματος κυριαρχούσε έντονα στις αγορές και τιμολογούνταν με τεράστια ασφάλιστρα κινδύνου. Τελικά, όπως θα

¹ Το άρθρο βασίζεται σε παρουσίαση του συγγραφέα σε ημερίδα του Εργαστηρίου Μελετών Οικονομικής Πολιτικής του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών στις 10 Ιουνίου 2009, με τίτλο: «**Οικονομικές Πολιτικές για την Αντιμετώπιση της Κρίσης**».

² Καθηγητής, Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής Πανεπιστημίου Πειραιώς & Οικονομικός Σύμβουλος Ομίλου Eurobank EFG. Επιθυμώ να ευχαριστήσω τον Θεοδόση Σαμπανιώτη για τα εποικοδομητικά του σχόλια.

εξιστορηθεί στη συνέχεια, ο κίνδυνος αποσοβήθηκε. Άφησε, όμως, πίσω του μια παγκόσμια οικονομία πολύ διαφορετική από αυτήν πριν την κρίση και ένα χρηματοοικονομικό σύστημα ευάλωτο σε αρνητικές διαταράξεις.

Η επιστημονική κοινότητα μαζί με τις εποπτικές αρχές πιάστηκαν κυριολεκτικά στον ύπνο.³ Λίγοι ήταν αυτοί που πριν το 2007 είχαν υπεύθυνα και γραπτώς εκθέσει τους ενδιασμούς τους για τα θεμελιώδη χαρακτηριστικά του παγκόσμιου χρηματοοικονομικού συστήματος και τους κινδύνους που εγκυμονούσαν για την πραγματική οικονομία.⁴ Είναι μάλιστα αξιοσημείωτο και εκ των υστέρων ελαφρώς ειρωνικό ότι έως το 2007, πολλοί ακαδημαϊκοί μακροοικονομολόγοι προσπαθούσαν να αποδώσουν εύσημα – και διαφωνούσαν σε ποιόν – για την επίτευξη την τελευταία δεκαετία του συνδυασμού υψηλών ρυθμών παγκόσμιας ανάπτυξης με ταυτόχρονο χαμηλό πληθωρισμό.⁵

Σήμερα, το τοπίο έχει αλλάξει δραματικά. Η προσοχή όλων είναι πλέον στραμμένη στην αντιμετώπιση των καταστροφικών συνεπειών της μεγαλύτερης κρίσης στο διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα από τον καιρό της Μεγάλης Ύφεσης του 1929. Έτσι, στο παρόν δοκίμιο, πέραν της αναγκαίας επισκόπησης της κρίσης και των αιτιών της, γίνεται και μια εκτεταμένη ανάλυση των εργαλείων που χρησιμοποιήθηκαν για την

³ Οι κεντρικές τράπεζες είχαν τότε επικεντρωθεί στην δραστηριότητα των hedge funds, τα οποία, όπως θα δούμε στη συνέχεια, δεν ήταν τα κυρίως υπεύθυνα για την κρίση. Τους διέφυγε εντελώς η συμπεριφορά των επενδυτικών τραπεζών, όπως εύκολα διαπιστώνεται από τις προ της κρίσης εκθέσεις τους για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα.

⁴ Αξίζει να γίνει μνεία στη δουλειά στελεχών της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών ή BIS, η οποία προειδοποιούσε περιοδικά για τις υπάρχουσες φούσκες και την πιθανότητα κρίσης. Βλέπετε π.χ. Claudio Borio (2004). Από τους ακαδημαϊκούς οικονομολόγους, αυτός που αναφέρθηκε σε μια πιθανή κρίση ήταν ο Raghuram Rajan (2005) του Πανεπιστημίου του Σικάγο, ο οποίος στο γνωστό ετήσιο καλοκαιρινό συνέδριο της Kansas City Fed, το οποίο τη χρονιά εκείνη είχε ως κεντρικό θέμα την περίοδο νομισματικής πολιτικής του Alan Greenspan, υποστήριξε ότι η ανάπτυξη του χρηματοοικονομικού συστήματος στις Η.Π.Α. οδηγεί σε πιθανή ανεπάρκεια ρευστότητας και κρίση. Μάλιστα, η άποψή του τότε εμφανίστηκε αιρετική και του ασκήθηκε έντονη κριτική από παρισταμένους διακεκριμένους οικονομολόγους και κεντρικούς τραπεζίτες. Από τους επαγγελματίες οικονομολόγους του ιδιωτικού τομέα, ξεχώρισε ο καθηγητής του NYU Nouriel Roubini (2006), ο οποίος μέσω της εταιρείας του, RGE, είχε επισημάνει τους κινδύνους για την οικονομία πριν την εκδήλωση της κρίσης, και έτσι έγινε φίρμα στη διάρκεια της κρίσης.

⁵ Βλέπετε James Stock and Mark Watson (2003), Peter Summers (2005).

Λογαριασμός
ECOFIN
2008
Kpim

Η ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΚΑΙ ΤΟ ΜΕΛΛΟΝ ΤΗΣ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

αντιμετώπισή της, ενώ επιχειρείται και μια προβολή του μέλλοντος για το χρηματοοικονομικό σύστημα και την παγκόσμια οικονομία. Συγκεκριμένα, στην Ενότητα 2 αναλύονται τα βαθύτερα αίτια της χρηματοοικονομικής κρίσης όπου παρατίθεται ο ισχυρισμός ότι η κρίση οφείλεται σε συνδυασμό αρνητικών παραγόντων, ο καθένας από τους οποίους από μόνος του δύσκολα μπορεί να φέρει μια χρηματοοικονομική κρίση, αλλά σε συνδυασμό με τους υπολοίπους καθίσταται επικίνδυνος. Στην Ενότητα 3 περιγράφονται οι τρόποι με τους οποίους αντέδρασαν στην επέλαση της χρηματοοικονομικής κρίσης οι Αρχές ανά τον κόσμο, κυβερνήσεις και κεντρικές τράπεζες. Στην Ενότητα 4 αναλύεται η επίδραση της χρηματοοικονομικής κρίσης στην πραγματική οικονομία μέσω της μείωσης της πιστωτικής επέκτασης και του φόβου που κυριάρχησε στις εμπορικές συναλλαγές. Στην Ενότητα 5 γίνεται μια προσπάθεια πρόβλεψης της μελλοντικής διαδρομής της παγκόσμιας οικονομίας και του διεθνούς χρηματοοικονομικού συστήματος. Τα ερωτήματα για το μέλλον είναι πολλά και στη σημερινή συγκυρία ορισμένες τάσεις είναι ξεκάθαρες. Το δοκίμιο κλείνει με την Ενότητα 6, όπου γίνεται μια περιληπτική σύνοψη των κύριων συμπερασμάτων.

2. Το χρονικό της χρηματοοικονομικής κρίσης

2.1 Μια πρώτη εικόνα της διαχρονικής εξέλιξης της κρίσης

Τα πρώτα σημάδια της κρίσης εμφανίστηκαν το καλοκαίρι του 2006 όταν οι τιμές των κατοικιών στις Η.Π.Α. σταμάτησαν να ανεβαίνουν και οι χρεοκοπίες πολλών νοικοκυριών, που προηγουμένως είχαν πάρει στεγαστικά δάνεια μειωμένης εξασφάλισης – τα λεγόμενα subprime, δηλαδή δάνεια που δεν είχαν ισχυρή εγγύηση είτε από την αξία του σπιτιού είτε από το εισόδημα του νοικοκυριού είτε από το επιτόκιο, κλπ - άρχισαν να αυξάνονται. Το Δεκέμβριο του 2006 ο αξιολογικός οίκος Fitch προειδοποιούσε ότι ένας μεγάλος αριθμός οφειλετών με στεγαστικά δάνεια subprime θα αντιμετώπιζε προβλήματα το 2007, όταν ανανεώνονταν τα συμβόλαια τους με νέα επιτόκια αγοράς. Στις 28 Δεκεμβρίου η Owit Mortgage Solutions, μια επιθετική μικρή τράπεζα στην Καλιφόρνια που δάνειζε κυρίως στην αγορά των subprime κατέθεσε αίτηση πτώχευσης.

Το Φεβρουάριο του 2007 η γνωστή βρετανική τράπεζα HSBC ανακοίνωσε μια απομείωση \$10,5 δις κυρίως λόγω απωλειών της αμερικανικής θυγατρικής της, Household Finance Corporation, την οποία είχε αγοράσει το 2003. Λίγο αργότερα, στις αρχές Απριλίου η γνωστή στεγαστική τράπεζα των Η.Π.Α., η New Century, κατέθεσε αίτηση πτώχευσης. Τον Ιούνιο του 2007 η επενδυτική τράπεζα Bear Stearns αναγκάστηκε να πριμοδοτήσει με \$3,2 δις ένα δικό της hedge fund, το οποίο είχε επενδύσει σε στεγαστικά δάνεια subprime και παρουσίασε μεγάλες απώλειες, ενώ τον Ιούλιο ανακοίνωσε ότι δύο δικά της hedge funds είχαν απωλέσει το 90% της αξίας τους, περίπου \$1,4 δις. Τον Ιούλιο, οι αξιολογικοί οίκοι Standard & Poor's και Moody's έσπειραν φόβο στις αγορές ανακοινώνοντας την πρόθεσή τους να εξετάσουν την προηγούμενη βαθμολόγηση περίπου \$18 δις δανείων subprime για πιθανή υποβάθμιση. Η Fitch ακολούθησε.⁶

⁶ Μια ενδιαφέρουσα χρονολογική σειρά των γεγονότων στις Η.Π.Α. από το Δεκέμβριο του 2006 έως τον Ιούλιο του 2008 περιέχεται στο US Congress Joint Economic Committee (2008). Βλέπετε, επίσης, το εκτενές βιβλίο του John Casidy (2009).

Το ξέσπασμα τη κρίσης ήρθε στις 7 Αυγούστου του 2007, όταν η γαλλική τράπεζα BNP ανακοίνωσε τη διακοπή των ρευστοποιήσεων των επενδυτών από τρία αμοιβαία κεφάλαιά της, τα οποία είχαν επενδύσει σε αμερικανικά στεγαστικά προϊόντα. Αμέσως τα διεθνή χρηματιστήρια κατακρημνίστηκαν. Την επόμενη μέρα, Παρασκευή, οι φόβοι συνεχίστηκαν και η ρευστότητα εξαφανίστηκε, αφού στη διατραπεζική αγορά κυριάρχησε φόβος για τον κίνδυνο αντισυμβαλλομένου. Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα αναγκάστηκε να επέμβει και να δώσει ρευστότητα ύψους €61 δις.

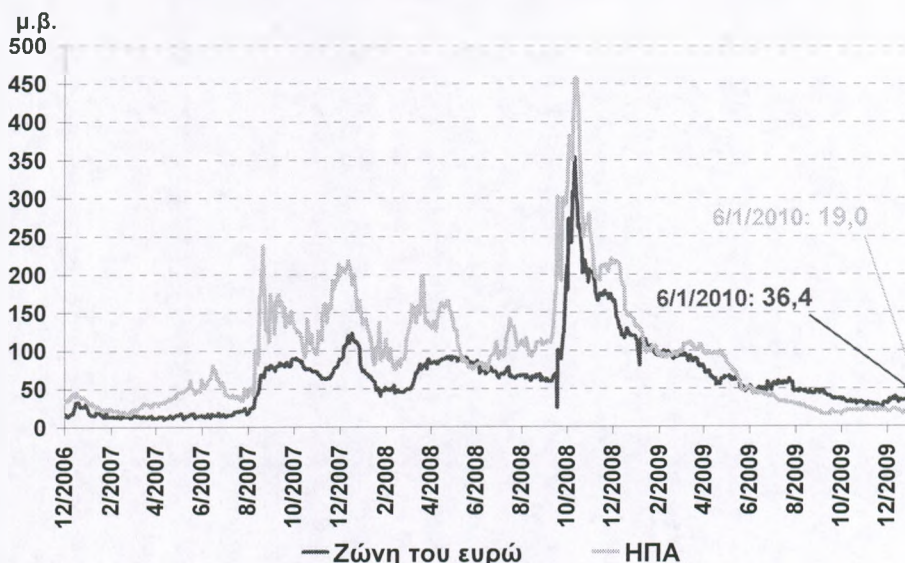
Με το ξέσπασμα της κρίσης, η αγορά των στεγαστικών δανείων subprime πάγωσε. Πολλά funds, τράπεζες επενδύσεων, ειδικοί οργανισμοί-κέλυφα και άλλοι, που ήταν επενδυτές στην αγορά των subprime και είχαν χρηματοδοτήσει την επένδυσή τους με δανεισμό, δέχτηκαν τηλεφωνήματα από τους δανειστές τους για μεγαλύτερη εγγύηση (margin).⁷ Για να βρουν την εγγύηση αναγκάστηκαν σε πωλήσεις περιουσιακών στοιχείων, με αποτέλεσμα οι τιμές πολλών περιουσιακών στοιχείων άρχισαν να πέφτουν. Οι πρώτοι οργανισμοί που χτυπήθηκαν ήταν οργανισμοί-κέλυφα, στημένα από τις τράπεζες για να μπορούν να δανείζονται εύκολα χωρίς κεφαλαιακές απαιτήσεις από τους επόπτες. Αμέσως, η αγορά των Special Investment Vehicles εξαφανίστηκε. Η αγορά αυτή χρηματοδοτούσε τις επενδύσεις σε στεγαστικά προϊόντα εκδίδοντας βραχυπρόθεσμα εταιρικά ομόλογα, τα λεγόμενα Asset-Backed Commercial Paper (ABCP). Λίγοι επιθυμούσαν πλέον να αγοράσουν ABCPs και έτσι η αγορά τους κατέρρευσε..

Η έλλειψη ρευστότητας οδήγησε πολλές τράπεζες να αναζητήσουν βραχυπρόθεσμα κεφάλαια στη διατραπεζική αγορά ώστε να καλύψουν τις χρηματοδοτικές ανάγκες τους. Η αγορά αυτή λοιπόν ήταν από τις πρώτες οργανωμένες αγορές, τα επιτόκια της οποίας αποτυπώνουν τις δυσκολίες χρηματοδότησης.

⁷ Το margin, ή καταβολή ασφάλειας, λειτουργεί επισήμως στις οργανωμένες χρηματιστηριακές αγορές (βλέπετε Gikas Hardouvelis (1990)) αλλά και ανεπίσημως από την ιδιωτική πρωτοβουλία σε όλες τις εξω-χρηματιστηριακές αγορές.

Στο Διάγραμμα 2.1 περιγράφεται η αυξομείωση στην πίεση που δέχτηκε η διατραπεζική αγορά στις Η.Π.Α. και την Ευρωζώνη. Οι μεταβλητές στο διάγραμμα είναι τα περιθώρια στις Η.Π.Α. και την Ευρωζώνη αντίστοιχα, ανάμεσα στο επιτόκιο με το οποίο δανείζεται μια τράπεζα για 3 μήνες από μια άλλη τράπεζα και το επιτόκιο με το οποίο δανείζεται το Δημόσιο για 3 μήνες. Συγκεκριμένα, για τις Η.Π.Α. το περιθώριο είναι μεταξύ του επιτοκίου των τρίμηνων καταθέσεων σε ευρώδολάρια και των τρίμηνων εντόκων γραμματίων του αμερικανικού δημοσίου (TED spread). Για την Ευρωζώνη, το περιθώριο είναι μεταξύ του τρίμηνου Euribor και των τρίμημων εντόκων γραμματίων της ζώνης του ευρώ. Αύξηση των περιθωρίων οφείλεται είτε σε αύξηση του κινδύνου χρεοκοπίας των τραπεζών – δηλαδή στον κίνδυνο αντισυμβαλλομένου - είτε στην καταφυγή των επενδυτών σε περισσότερο ασφαλείς επενδύσεις (flight to quality), και η πιο ασφαλής επένδυση είναι σε τίτλους που εκδίδει το Δημόσιο.

Διάγραμμα 2.1
Περιθώρια Τριμηνιαίων Επιτοκίων
(Η.Π.Α: TED spread = 3m Eurodollar - 3m Tbill,
Ζώνη Ευρώ: 3m Euribor - 3m Euro Area Tbills)



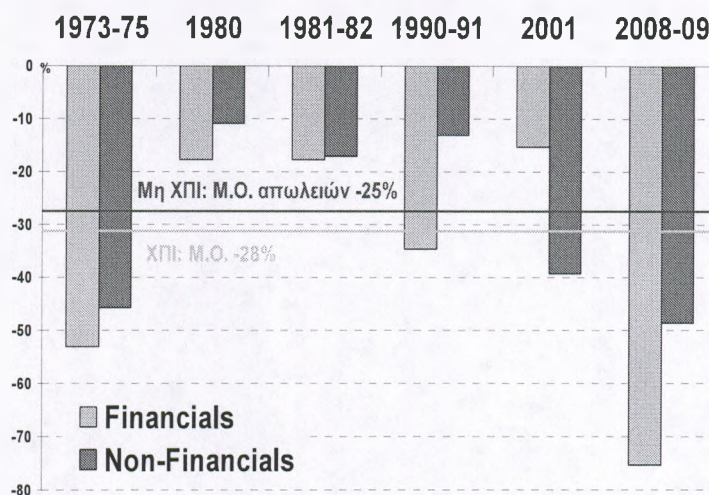
Πηγή: Bloomberg

Σημείωση: Τα επιτόκια είναι ετησιοποιημένα και η διαφορά τους εκφράζεται σε μονάδες βάσης.

Παρατηρήσατε ότι στις ΗΠΑ η πίεση στη διατραπεζική αγορά ξεκίνησε από το πρώτο εξάμηνο του 2007. Βέβαια, η πρώτη μεγάλη εκτίναξη των

περιθωρίων έγινε τον Αύγουστο του 2007 τόσο στις Η.Π.Α. όσο και την Ευρωζώνη. Ακολούθησαν συνεχείς διακυμάνσεις στα περιθώρια, με μια ανοδική τάση λίγο πριν το κλείσιμο του έτους 2007 για τεχνικούς λόγους⁸, μια δεύτερη άνοδο το Μάρτιο του 2008, όταν διασώθηκε η Bear Stearns, ενώ η μεγάλη εκτόξευση έγινε μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers τον Σεπτέμβριο του 2008. Στη συνέχεια, τα περιθώρια μειώθηκαν εκ νέου μαζί με τη σταδιακή ομαλοποίηση της αγοράς εξαιτίας των κυβερνητικών πακέτων και της παροχή ρευστότητας από τις κεντρικές τράπεζες.

Διάγραμμα 2.2
Χρηματιστηριακές αποδόσεις σε περιόδους οικονομικής ύφεσης



Πηγή: Thomson Financial Datastream

Σημείωση: Οι 6 περίοδοι του διαγράμματος αντιστοιχούν στις τελευταίες 6 περιόδους ύφεσης στις Η.Π.Α., σύμφωνα με τον ορισμό ύφεσης του NBER. Οι μπάρες περιγράφουν τα ποσοστά σωρευτικής απώλειας από το ανώτερο στο κατώτερο σημείο μέσα στη χρονική περίοδο, η οποία ξεκινά ένα χρόνο πριν την ύφεση και λήγει στο τέλος της ύφεσης.

Τα διεθνή χρηματιστήρια, αν και αντέδρασαν αρνητικά στην αρχή της κρίσης τον Αύγουστο του 2007, επανήλθαν γρήγορα στα προηγούμενα επίπεδα. Τότε οι επενδυτές θεωρούσαν δεδομένη την θεωρία της αποσύνδεσης των οικονομιών, του λεγόμενου «decoupling», ότι δηλαδή η κρίση θα περιοριστεί στις Η.Π.Α. και δεν θα επηρεάσει άλλες χώρες. Όμως, από τον Ιανουάριο του 2008, η κρίση στη διατραπεζική αγορά και τα ομόλογα

⁸ Οι τράπεζες δεν ήθελαν να εμφανίσουν στον ισολογισμό της 31^{ης} Δεκεμβρίου ότι ήταν δανεισμένες από τη διατραπεζική αγορά για λόγους σηματοδότησης προς το ευρύτερο κοινό της οικονομικής ευρωστίας τους. Αυτό είχε ως συνέπεια από ένα μήνα πριν το τέλος του έτους να αρνούνται τον δανεισμό βραχυπρόθεσμων κεφαλαίων.

μεταδόθηκε και στα χρηματιστήρια, τα οποία ξεκίνησαν μια καθοδική πορεία για περίπου 15 μήνες. Η πτώση τους στη σημερινή ύφεση αποδείχτηκε πολύ μεγαλύτερη από τις αντίστοιχες πτώσεις σε προηγούμενες υφέσεις (Διάγραμμα 2.2). Η πτώση μάλιστα των εταιρειών του χρηματοοικονομικού τομέα – του τομέα που είναι υπεύθυνος για την κρίση - ήταν πολύ μεγαλύτερη από τους υπόλοιπους τομείς.

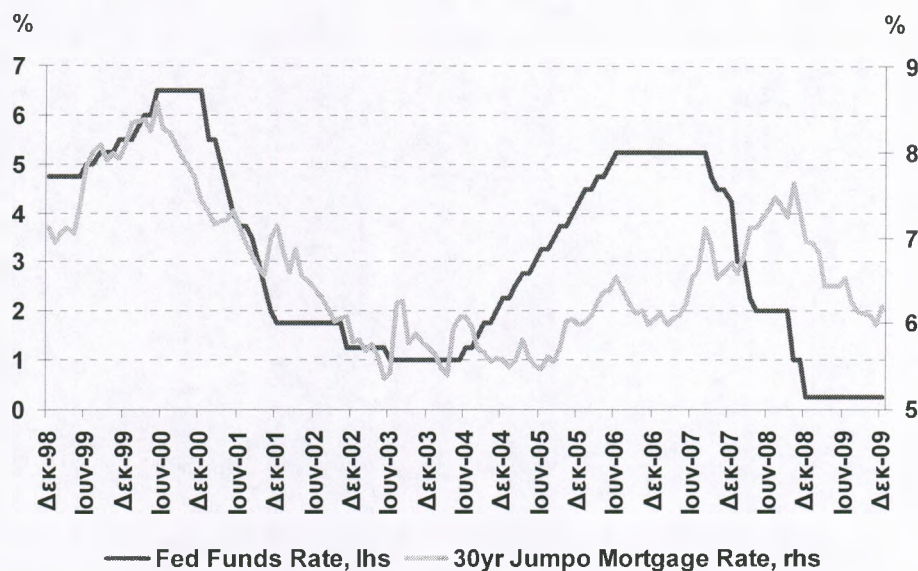
2.2 Οι αιτίες της κρίσης

Σήμερα, πολλοί οικονομολόγοι εκ των υστέρων προσπαθούν να βρουν την κύρια και βαθύτερη αιτία της κρίσης, ενώ ορισμένοι πιθανόν και να επιθυμούν να δικαιολογήσουν την προσωπική τους πολιτικοοικονομική ιδεολογία ή μεροληψία. Πιστεύω, όμως, ότι η χρηματοοικονομική κρίση δεν μπορεί εύκολα να αποδοθεί σε μία και μόνον αιτία. Γι αυτό και προβλέφθηκε από ελάχιστους. Η κρίση προήλθε από συνδυασμό παραγόντων, πολλοί από τους οποίους επηρέαζαν και επέτειναν τη δυναμική των υπολοίπων. Από μόνοι τους οι παράγοντες αυτοί δεν ήταν ικανοί να επιφέρουν την κρίση που ζούμε, αλλά ο συνδυασμός τους αποδείχτηκε καταλυτικός στις εξελίξεις.

Ως **πρώτος παράγοντας** της κρίσης – στον οποίο συνυπογράφουν πολλοί οικονομολόγοι - οριοθετείται η ανισορροπία ανάμεσα στις χώρες του πλανήτη όσον αφορά το διαφορετικό βαθμό αποταμίευσης και επένδυσης, που επικρατούσε στην κάθε χώρα (βλέπετε Obstfeld and Rogoff (2009), Portes (2009), Jagannathan et. al. (2009), Caballero and Krishnamurthy (2009)). Με άλλα λόγια, ο πρώτος παράγοντας βρίσκεται πέραν από τον περιορισμένο χρηματοοικονομικό χώρο, στις ανισορροπίες των παγκόσμιων οικονομιών οι οποίες οδήγησαν σε στρεβλώσεις επιτοκίων. Οι ανισορροπίες αυτές ήταν μεγάλες και εκδηλώθηκαν με υψηλά ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών των Η.Π.Α. και υψηλά πλεονάσματα των χωρών της Ασίας, ιδιαίτερα της Κίνας. Οι ανισορροπίες οδήγησαν σε μεταφορά κεφαλαίων από την Ασία προς τις Η.Π.Α., δηλαδή σε φτηνό χρήμα, μεγάλη ρευστότητα και χαμηλά πραγματικά επιτόκια στις Η.Π.Α. τα οποία δεν θα μπορούσαν να δικαιολογηθούν αν η οικονομία των Η.Π.Α. ήταν κλειστή. Τα χαμηλά

πραγματικά επιτόκια στη συνέχεια έδωσαν ώθηση σε ήδη υπάρχουσες ανισορροπίες του χρηματοοικονομικού τομέα, όπως η φούσκα των ακινήτων και το κυνήγι των υψηλών αποδόσεων με τη χρήση εξωτικών χρηματοοικονομικών εργαλείων.⁹

Διάγραμμα 2.3
 Το αίνιγμα κατά τον Greenspan στις Η.Π.Α.:
 Άνοδος στα επιτόκια παρέμβασης χωρίς άνοδο στα μακροπρόθεσμα επιτόκια των στεγαστικών δανείων



Πηγή: Bloomberg

Σημείωση: Jumbo είναι τα στεγαστικά δάνεια που χορηγούνται για ποσά άνω των \$417.000.

Χαρακτηριστική είναι η περίοδος από τον Ιούνιο του 2004 έως τον Σεπτέμβριο του 2005, όταν η Federal Reserve ξεκίνησε μια πολιτική αύξησης των επιτοκίων παρέμβασης, αλλά τα μακροπρόθεσμα επιτόκια δεν ακολούθησαν στην άνοδο (Διάγραμμα 2.3), ένα φαινόμενο που ο τότε

⁹ Παρατηρήσατε ότι αρνητικά πραγματικά επιτόκια είχαμε στις Η.Π.Α. και τη δεκαετία του 1970, αλλά τότε δεν είχαμε κρίση. Τα χαμηλά επιτόκια πρέπει να συνοδεύονται και από άλλους παράγοντες ώστε να οδηγήσουν σε κρίση. Την άποψη ότι τα χαμηλά επιτόκια είναι η κύρια αιτία της κρίσης δεν ενστερνίζεται ο πρώην Διοικητής της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των Η.Π.Α. κ. Alan Greenspan (Greenspan (2008a), (2008b)). Αντιλέγει ότι τα χαμηλά επιτόκια της Fed δικαιολογούνταν από την τότε κατάσταση της οικονομίας. Με την τοποθέτηση του Greenspan εμφανίζεται να συμφωνεί και η ανάλυση του Δημήτρη Μαλλιάρη (2007) μέσω ενός απλού Taylor rule. Από την άλλη πλευρά, ο ίδιος ο John Taylor (2008) ασκεί κριτική στον Greenspan για υπέρ-επεκτατική πολιτική την εποχή του 2002-2004. Πιστεύω ότι το θέμα αυτό θα αποτελέσει αντικείμενο περαιτέρω έρευνας.

Διοικητής της αμερικανικής κεντρικής τράπεζας κ. Alan Greenspan απεκάλεσε “αίνιγμα” ή Αγγλιστί conundrum. Τότε μάλιστα ο νυν Διοικητής κ. Ben Bernanke (2005) επιχειρηματολόγησε ότι το τεράστιο έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών των Η.Π.Α. και κατ’ επέκταση το αίνιγμα των επιτοκίων προέρχονται από την πληθώρα αποταμιεύσεων στην Ασία και την αθρόα αγορά αμερικανικών ομολόγων από τους Ασιάτες.

Δεύτερος καθοριστικός παράγοντας ήταν η φούσκα των τιμών των ακινήτων στις ΗΠΑ. Από τα μέσα της δεκαετίας του 1990, οι τιμές των ακινήτων ξεκίνησαν μια ανοδική πορεία, η οποία αν και προβλημάτισε πολλούς αναλυτές, αφέθηκε ελεύθερη να εξαπλωθεί (Χαρδούβελης (2009)). Ορισμένοι αναλυτές μάλιστα δικαιολογούσαν την άνοδο των τιμών ως άνοδο της ποιότητας των κατοικιών (McCarthy & Peach (2007)).¹⁰ Η άνοδος των τιμών των κατοικιών σταμάτησε στα μέσα του 2006 και, έκτοτε, οι τιμές άρχισαν να πέφτουν και να σταθεροποιούνται περίπου τον Απρίλιο του 2009 (Διάγραμμα 2.4).

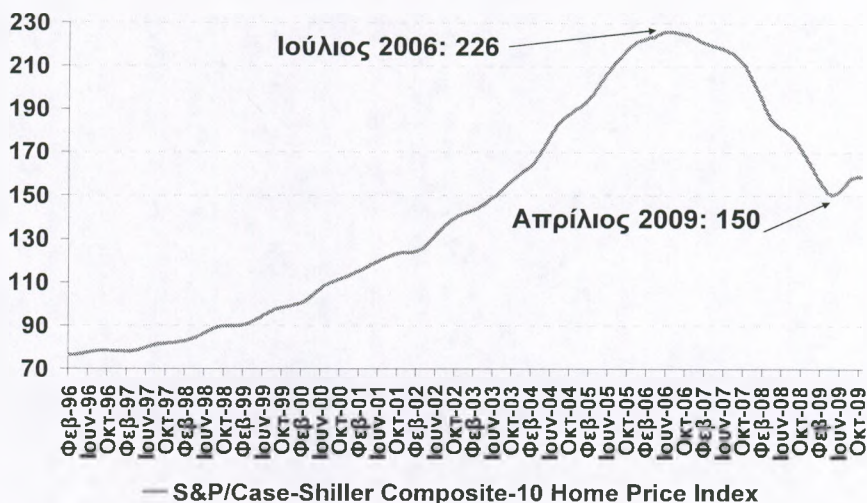
Η πτώση των τιμών των κατοικιών στις Η.Π.Α., η οποία διήρκεσε 3 περίπου χρόνια, από το καλοκαίρι του 2006 έως τον Απρίλιο του 2009, απελευθέρωσε τις δυνάμεις της κρίσης. Η πτώση των τιμών οδήγησε σε καθυστερήσεις των δόσεων των νοικοκυριών προς τις τράπεζες. Ορισμένα νοικοκυριά άρχισαν να αντιλαμβάνονται ότι η αξία του σπιτιού που πρόσφατα αγόρασαν έπεσε κάτω από την αξία του δανείου τους και ότι τους συνέφερε απλώς να παραδώσουν τα κλειδιά στην τράπεζα και να φύγουν από το σπίτι. Η χρεοκοπία των νοικοκυριών οδήγησε και σε μειωμένες εισροές στα ταμεία των τιτλοποιημένων δανείων.¹¹

¹⁰ Η φούσκα στις τιμές των ακινήτων στις Η.Π.Α. αλλά και σε ορισμένες ευρωπαϊκές χώρες με είχαν προβληματίσει από τις αρχές του 2005, με αποτέλεσμα να διοργανώσω μέσω της Eurobank EFG ημερίδα για τα ακίνητα, η οποία έλαβε χώρα στις 19/5/2006. Στην ημερίδα, ο Ισπανός Fernando Restoy (2007), στέλεχος τότε της κεντρικής τράπεζας της Ισπανίας, ανέφερε ότι η αγορά στη χώρα του ήταν ήδη υπερτιμημένη. Αντίθετα, ο Αμερικανός Jonathan McCarthy, στέλεχος της Federal Reserve Bank of New York, επέμεινε στην άποψη ότι στις Η.Π.Α. δεν υπήρχε υπερτίμηση. Τα άρθρα του συνεδρίου μαζί με τα αποτελέσματα επισκόπησης της αγοράς ακινήτων στην Ελλάδα του 2005-6 εκδόθηκαν αργότερα σε τόμο των εκδόσεων Σάκκουλα το 2007 με τίτλο: «Αγορά Κατοικίας: Τάσεις και Επενδυτικές Ευκαιρίες».

¹¹ Η άνοδος των τιμών των κατοικιών στις Η.Π.Α. από μόνη της δεν μπορεί να εξηγήσει την κρίση. Γνωρίζουμε, άλλωστε ότι την ίδια περίοδο οι τιμές κατοικιών αυξήθηκαν

Η ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΚΑΙ ΤΟ ΜΕΛΛΟΝ ΤΗΣ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

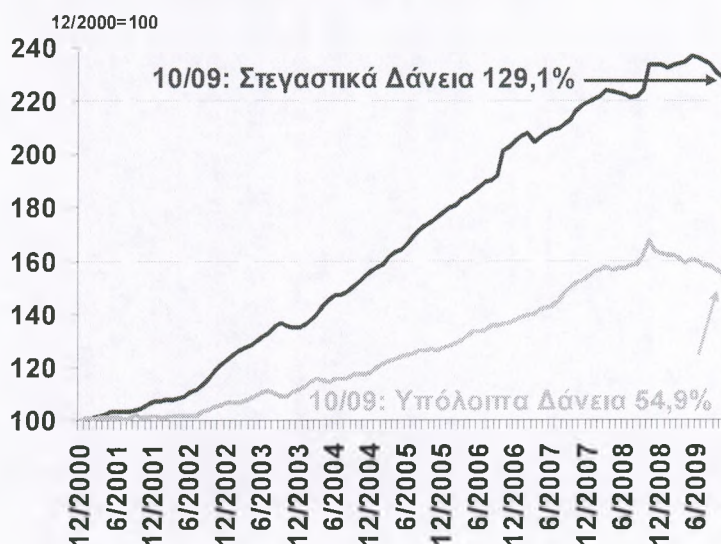
Διάγραμμα 2.4
Η πορεία των τιμών των κατοικιών στις Η.Π.Α.



Πηγή: Bloomberg

Σημείωση: Δείκτης ονομαστικών τιμών κατοικιών των Case & Shiller με βάση το 100 τον Ιανουάριο 2000. Ο δείκτης S&P/Case-Shiller-10 χρησιμοποιεί τη μέθοδο των «επαναλαμβανόμενων πωλήσεων», κατά την οποία χρησιμοποιούνται δεδομένα για κατοικίες που έχουν αποτελέσει αντικείμενο αγοροπωλησίας τουλάχιστον 2 φορές. Έχει μηνιαία συχνότητα, καλύπτει γεωγραφικά 10 μητροπολιτικές περιοχές των ΗΠΑ και τα στοιχεία συλλέγονται από γραφεία εκτιμητών.

Διάγραμμα 2.5
Πιστωτική επέκταση στις ΗΠΑ



Πηγή: Federal Reserve

πολύ περισσότερο στην Ισπανία, την Ιρλανδία ή το Ηνωμένο Βασίλειο (βλ. Χαρδούβελης (2009)). Κι όμως, δεν ξεκίνησε σ' αυτές τις χώρες η κρίση. Η κρίση ξεκίνησε στις Η.Π.Α. επειδή εκεί συνέβαλλαν και άλλοι παράγοντες.

Στη δημιουργία της αρχικής φούσκας των ακινήτων στις ΗΠΑ συνέβαλλε η ραγδαία αύξηση των δανείων μειωμένης εξασφάλισης (subprime) χωρίς να επιδεικνύεται η ανάλογη τραπεζική εγκράτεια και ο έλεγχος για τον πιστωτικό κίνδυνο. Ξεκάθαρο παράδειγμα της ίδιας επεκτατικής πολιτικής χορηγήσεων αποτελεί η εξάπλωση των «interest rate only loans», δηλαδή δανείων στα οποία η μηνιαία πληρωμή δεν ήταν το παραδοσιακό τοκοχρεολύσιο, αλλά μόνον ο τόκος και με το κεφάλαιο να πληρώνονταν εξ ολοκλήρου στη λήξη. Σε μελέτη των Mian & Soufi (2009), παρουσιάζονται στοιχεία σύμφωνα με τα οποία, σε περιοχές των Η.Π.Α. με υψηλό δανεισμό των νοικοκυριών σε σχέση με το εισόδημά τους, οι τιμές των ακινήτων αυξήθηκαν γρηγορότερα, ενώ στη συνέχεια έπεσαν περισσότερο. Είναι γεγονός ότι η στεγαστική πίστη επιταχύνθηκε πολύ περισσότερο από τα υπόλοιπα δάνεια στις Η.Π.Α. (Διάγραμμα 2.5).

Η έλλειψη εγκράτειας δανεισμού από πλευράς τραπεζών δικαιολογείται,¹² πρώτον, από το γεγονός ότι η αξία του ενέχυρου σε ένα στεγαστικό δάνειο έως το 2006 συνεχώς αυξάνονταν και, συνεπώς, ο κίνδυνος πτώχευσης του νοικοκυριού δεν ενείχε αναμενόμενες απώλειες για τις τράπεζες. Δεύτερον, δικαιολογείται και από τη δυνατότητα τιτλοποίησης των στεγαστικών δανείων. Με την τιτλοποίηση, οι τράπεζες έδιωχναν τα δάνεια και κατ' επέκταση και τον πιστωτικό κίνδυνο από τον ισολογισμό τους. Η πρακτική των τιτλοποιήσεων πολλαπλασιάστηκε από τα μέσα της δεκαετίας του 1990, με αποτέλεσμα οι τράπεζες να γίνονται απλές μεσάζουσες της γραφειοκρατίας του στεγαστικού δανείου (Πίνακας 2.1). Η τιτλοποίηση αύξησε και τη ρευστότητά τους ώστε να παρέχουν νέα στεγαστικά ή άλλα δάνεια. Μάλιστα στα μεγάλα δάνεια, με ονομαστική αξία μεγαλύτερη από αυτή που νομοθετικά επιτρεπόταν στους ημι-κρατικούς φορείς Fannie Mae ή Freddie Mac να τα τιτλοποιήσουν, τα λεγόμενα jumbo mortgages, προσφέρθηκαν άλλοι ιδιωτικοί φορείς να το κάνουν.

¹² Φυσικά, τα ριψοκίνδυνα δάνεια και, γενικότερα, οι ριψοκίνδυνες επενδύσεις, οφείλονται και στα κίνητρα των τραπεζιτών, των οποίων το μόνους ήταν συνάρτηση της ποσότητας των δανείων που παρείχαν. Από μόνα τους τα μόνους, όμως δεν εξηγούν την πολύ πιο γρήγορη αύξηση των στεγαστικών δανείων από τα υπόλοιπα δάνεια.

Η ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΚΑΙ ΤΟ ΜΕΛΛΟΝ ΤΗΣ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

Πίνακας 2.1
ΗΠΑ - Η πορεία των τιτλοποιήσεων στεγαστικών δανείων

	Σύνολο Στεγαστικών Δανείων (δισ. \$)	Τιτλοποιημένα Στεγαστικά Δάνεια / Σύνολο Στεγαστικών Δανείων (%)
1980	1,458	12%
1985	2,368	25%
1990	3,781	35%
1995	4,525	52%
2000	6,754	53%
2005	12,065	60%
2007	14,529	63%
2008	14,616	62%
3 ^ο τρίμηνο 2009	14,419	64%

Πηγή: Securities Industry and Financial Markets Association, US Census Bureau, EFG Eurobank Research

Τρίτος παράγοντας που συνέβαλλε στην κρίση ήταν το υπόβαθρο της πολιτικοοικονομικής ιδεολογίας που επικρατούσε στις Η.Π.Α. και τις υπόλοιπες αναπτυγμένες χώρες. Από την εποχή της Margaret Thatcher και του Ronald Reagan ξεκίνησε μια δεξιά στροφή στην επικρατούσα αντίληψη για το ρόλο του κράτους και των αγορών, η οποία εντάθηκε μετά την κατάρρευση του υπαρκτού σοσιαλισμού. Στον χρηματοοικονομικό τομέα είχε εδραιωθεί η πίστη στην υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς και των ορθολογικών προσδοκιών.¹³ Η υπόθεση αυτή είχε καταλήξει να αποτελεί δόγμα, το οποίο σε συνδυασμό με τα χαμηλά επιτόκια την εποχή εκείνη οδήγησε σε ακραίες συμπεριφορές. Τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα οδηγήθηκαν σε ριψοκίνδυνες επενδύσεις χωρίς – κατά τη γνώμη μου - να τιμολογούν σωστά τον κίνδυνο. Παράδειγμα αποτελεί η νέα κερδοσκοπική κουλτούρα στον τραπεζικό τομέα με βάση τη γένεση προσόδων. Παράδειγμα, επίσης, αποτελούν και οι πολύπλοκες και αδιαφανείς μορφές των

¹³ Βλέπετε Eugene Fama (1991) για μια ανάλυση της υπόθεσης των ορθολογικών προσδοκιών και της αποτελεσματικής αγοράς και επισκόπησης της βιβλιογραφίας έως το 1991. Ο Eugene Fama είναι αυτός που επινόησε τον όρο της αποτελεσματικής αγοράς από τη δεκαετία του 1960.

τιτλοποιήσεων που επεκράτησαν τη δεκαετία του 2000, όπως τα CDOs, CDOs στο τετράγωνο, κ.ά.¹⁴ Οι εποπτικές αρχές και αυτές φαίνεται να είχαν πλήρως ενστερνιστεί την υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς, ιδιαίτερα ο Alan Greenspan, όπως φαίνεται από τις απαντήσεις που έδωσε στην εξέταση του αμερικανικού Κογκρέσου για την κρίση στις 23 Οκτωβρίου 2008.¹⁵

Οι νέες μορφές τιτλοποιήσεων αρχικά – γύρω στο 1984 - δημιουργήθηκαν ώστε να διασπαρθεί ο κίνδυνος προπληρωμής των στεγαστικών δανείων που υποστήριζαν τις παραδοσιακές μορφές τιτλοποιήσεων (Χαρδούβελης (2009)). Σπάζοντας τις εισροές που προέρχονται από μια ομάδα στεγαστικών δανείων σε διαφορετικούς αποδέκτες σύμφωνα με συγκεκριμένους κανόνες, ο κίνδυνος προπληρωμής των στεγαστικών δανείων διασπείρονταν. Η αρχική αυτή μορφή σύντομα, όμως, μετεξελίχθηκε σε κατακερματισμό ακόμα και του πιστωτικού κινδύνου σύμφωνα με κανόνες και με συγκεκριμένες αξιολογήσεις που παρείχαν οι αξιολογικοί οίκοι. Ο τυπικός διαχωρισμός ήταν σε 4 ομάδες: super senior, senior, mezzanine και equity. Το μεγαλύτερο ποσοστό της τιτλοποίησης ήταν super senior ή senior. Οι δύο πρώτες ομάδες συνήθως είχαν βαθμολόγηση AAA, AA ή A. Η ομάδα mezzanine είχε βαθμολογία από BBB έως BB. Και η equity ομάδα με το μεγαλύτερο ρίσκο είχε χαμηλότερες βαθμολογήσεις, από CCC και κάτω. Στη αγορά οι ομάδες super senior και senior ήταν ιδιαίτερα δημοφιλείς αφού έδιναν υψηλότερες αποδόσεις από ομόλογα με την ίδια βαθμολόγηση. Οι ομάδες mezzanine και equity είχαν ρίσκο αλλά και υψηλότερη απόδοση.

¹⁴ Φυσικά, πολλοί οικονομολόγοι έχουν επιχειρηματολογήσει και παρουσιάσει στοιχεία ενάντια στην υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς, π.χ. Robert Shiller (2000) George Akerlof and Robert Shiller (2009), Andrei Shleifer (2000), Paul Krugman (2003). Ενδιαφέρον έχει η ανάλυση που έχει δείξει ότι η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς, τουλάχιστον βραχυχρόνια, μπορεί να παραβιαστεί ακόμη και αν υπάρχουν ορθολογικοί επενδυτές στην αγορά. Βλέπετε Dilip Abreu and Markus K. Brunnermeier (2003), Markus K. Brunnermeier and Stefan Nagel (2004), και Gikas Hardouvelis and Theodoros Stamatou (2009).

¹⁵ Ανέφερε μεταξύ άλλων ο κ. Greenspan προς τον εκπρόσωπο του Κογκρέσου, κ. Henry Waxman: «Έκανα λάθος στην εκτίμησή μου ότι το ιδιωτικό συμφέρον των οργανισμών, συγκεκριμένα των τραπεζών και άλλων, ήταν τέτοιο που θα οδηγούσε με τον καλύτερο δυνατό τρόπο στην προστασία των μετόχων και της μετοχικής αξίας των εταιρειών τους ... Έσπασε ένας βασικός πυλώνας του ανταγωνισμού και των ελεύθερων αγορών. Και με σοκάρισε. Ακόμα δεν έχω πλήρως καταλάβει τι ακριβώς συνέβη. » Βλέπετε Greenspan (2008c).

Εκ των υστέρων, αποδείχτηκε ότι οι αξιολογήσεις αυτές υπήρξαν υπέρ-αισιόδοξες, αφού δεν ελάμβαναν υπόψη τους το συστημικό κίνδυνο, δηλαδή τη θετική συσχέτιση των κινδύνων των επιμέρους τμημάτων των τίτλων (Coval, Jurek & Stafford (2009)). Οι αξιολογικοί οίκοι κατηγορήθηκαν για ανεπάρκεια ή/και για μεροληψία που πιθανόν να πήγαζε από το γεγονός οι εκδότες των τίτλων ήταν αυτοί που πλήρωναν για την αξιολόγηση¹⁶, ωθώντας έτσι τις εποπτικές αρχές να επανεξετάσουν το καθεστώς λειτουργίας τους (SEC (2008)).

Οι επενδυτές που αγόραζαν τους πολύπλοκους και υπέρ-βαθμολογημένους τίτλους πιθανόν και να γνώριζαν αλλά είτε να αφήφισαν τον κίνδυνο που αντιμετώπιζαν είτε να μην μπορούσαν να κάνουν διαφορετικά από τη φύση της δουλειάς τους. Σε μια αγορά που ανεβαίνει, αν τοποθετηθείς εναντίον της, θα χάσεις ακόμα και να έχεις δίκιο όσον αφορά τη υπέρ-τιμολόγηση που επικρατεί. Είναι γνωστή η συνέντευξη που έδωσε ο επικεφαλής της Citigroup, Chuck Prince, στους Financial Times τον Ιούλιο του 2007: «Όσο η μουσική παίζει, πρέπει να σηκωθείς και να χορέψεις». Έμπαινες λοιπόν στο χορό, αφού διαφορετικά η κερδοφορία σου θα μειώνονταν και πιθανόν να έχανες και τη δουλειά σου ή τουλάχιστον το μπόνους σου, ελπίζοντας ότι η μουσική θα συνέχιζε να παίζει. Ιδιαίτερα οι επενδυτικές τράπεζες, αυτές που δημιουργούσαν τις τιτλοποιήσεις ή αυτές που υπήρξαν σημαντικές μεσάζουσες στην πρωτογενή αγορά τους, ήταν αυτές που κυρίως διακρατούσαν το «equity tranche» των τιτλοποιήσεων, δηλαδή το κομμάτι με το μεγαλύτερο ρίσκο απωλειών αλλά και την υψηλότερη αναμενόμενη απόδοση.¹⁷ Αυτές βρέθηκαν στο μάτι του κυκλώνα όταν

¹⁶ Ενδιαφέρον έχει η τοποθέτηση του Jerome Fons (2008), παλιού μου συναδέλφου στην Federal Reserve Bank of New York, και μετέπειτα στελέχους του αξιολογικού οίκου Moody's για 17 χρόνια, που πρόσφατα είχε αποχωρήσει από την εταιρεία και εκκλήθηκε από το αμερικανικό Κογκρέσο να τοποθετηθεί στο ζήτημα: «Η άποψή μου είναι ότι ένα μεγάλο μέρος της ευθύνης ανήκει στην επιχειρηματική πρακτική που θέλει την αξιολογούμενη εταιρεία να πληρώνει για την αξιολόγηση, καθώς και στην πρακτική των εταιρειών να ψάχνουν διακριτικά ανάμεσα στους αξιολογικούς οίκους για την πιο ευμενή βαθμολόγηση των τιτλοποιημένων προϊόντων».

¹⁷ Από το 2006, όταν σταμάτησε η άνοδος στις τιμές των ακινήτων, τότε μειώθηκε και η ζήτηση από τρίτους επενδυτές για το equity tranche του CDO, οπότε οι επενδυτικές τράπεζες σταδιακά άρχισαν οι ίδιες να τα αγοράζουν. Έτσι, όταν ξέσπασε η κρίση βρέθηκαν να κρατούν πολλούς από αυτούς τους τίτλους, των οποίων η αξία μηδενίστηκε.

ξέσπασε η κρίση και οι τιμές των τίτλων άρχισαν να πέφτουν. Πιθανόν λοιπόν το 2007-9 να συνέβη το αντίθετο από το γνωστό «Πρόβλημα του Πέσο», δηλαδή να ξεσπάει μια κρίση πολύ γρήγορα, γρηγορότερα από την πιθανότητα εμφάνισής της σύμφωνα με τις αντικειμενικές πιθανότητες, και οι επενδυτές να πιάστηκαν άνέτοιμοι να αντιδράσουν.¹⁸ Η «μουσική», σύμφωνα με τον κ. Prince, δυστυχώς σταμάτησε γρήγορα.

Στο πνεύμα της αποτελεσματικότητας των αγορών κινήθηκαν για μεγάλο χρονικό διάστημα και οι εποπτικές αρχές στις Η.Π.Α., οι οποίες κατήγγησαν σταδιακά πολλούς περιοριστικούς όρους του παρελθόντος. Πολλοί αναλυτές κατηγορούν τη Federal Reserve ότι το 1999 επέτρεψε την τελική επανασύνδεση της παραδοσιακής εμπορικής τραπεζικής με την επενδυτική τραπεζική, δύο πεδία που είχαν διασπαστεί από τη δεκαετία του 1930 με τη γνωστή Glass-Steagall Act.¹⁹ Η κριτική αυτή φαίνεται εν μέρει μόνο σωστή, αφού την κρίση στις Η.Π.Α. προκάλεσαν κυρίως αμιγώς επενδυτικές τράπεζες. Άλλοι αναλυτές κατηγορούν την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των Η.Π.Α., δηλαδή το Securities & Exchange Commission, ότι ελαστικοποίησε τον περιορισμό δανεισμού των επενδυτικών τραπεζών, γεγονός που οδήγησε τις επενδυτικές τράπεζες σε άκρως ρισκοκίνδυνες επενδύσεις με δανεικά χρήματα. Αυτή η κριτική είναι κατά τη γνώμη μου ισχυρότερη. Το θέμα της μόχλευσης το αναλύουμε με μεγαλύτερη λεπτομέρεια παρακάτω.

Ο **τέταρτος σημαντικός παράγοντας** είναι η ενδογενής γένεση ρίσκων. Είναι αυτός που θα επηρεάσει το μέλλον της εποπτείας του χρηματοοικονομικού χώρου. Άλλωστε, ο συστημικός κίνδυνος που εμφανίστηκε στην κρίση ανέδειξε ότι η προηγούμενη επιμονή των εποπτικών αρχών στον περιορισμό του κινδύνου ανά τράπεζα ή χρηματοπιστωτικό ίδρυμα ή ανά χρηματοοικονομικό προϊόν είναι ανεπαρκής. Απαιτείται μια συνολικότερη σκιαγράφηση του κινδύνου όλου του χρηματοοικονομικού συστήματος. Το σύστημα δεν είναι αναγκαστικά ασφαλές όταν απλώς τα

¹⁸ Το «πρόβλημα του πέσο» δημιουργήθηκε στη δεκαετία του 1980 όταν η προθεσμιακή αγορά συναλλάγματος προεξοφλούσε υποτίμηση, δηλαδή μια τιμή για το Μεξικανικό πέσο μικρότερη της τρεχούσης, η οποία όμως δεν έρχονταν για ένα μακρύ χρονικό διάστημα. Αυτό αποτέλεσε αίνιγμα και θεωρήθηκε αρχικά ανορθολογικό.

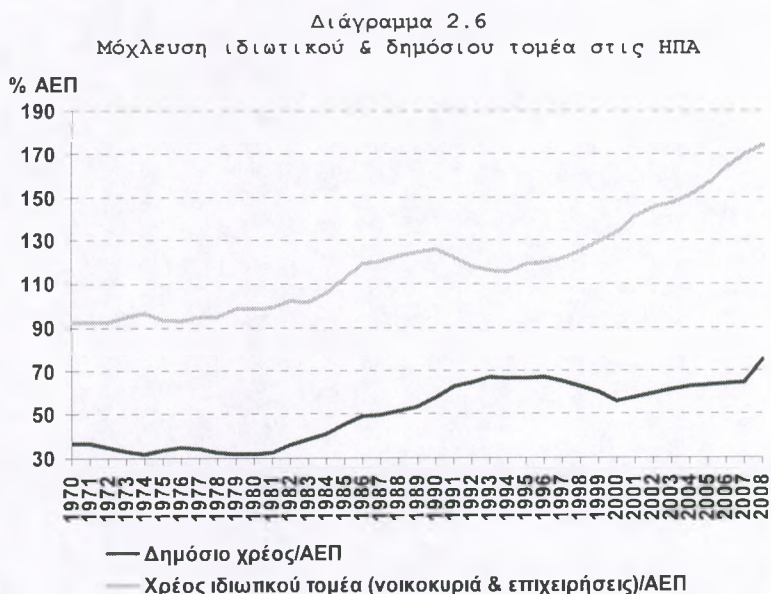
¹⁹ Η Gramm-Leach-Bliley Act υποστηρίχτηκε από τον κ. Greenspan στις ακροάσεις της αμερικανικής Γερουσίας και ψηφίστηκε τον Νοέμβριο του 1999.

επιμέρους συστατικά του είναι ασφαλή. Το παρακάτω παράδειγμα ξεκαθαρίζει τις έννοιες.

Έστω ότι ορισμένα ΧΙ κατέχουν περιουσιακό στοιχείο σχετικά χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας, εταιρικά ομόλογα που οι αξιολογικοί οίκοι έχουν βαθμολογήσει στην κατηγορία BBB+. Έστω, στη συνέχεια, ότι γίνεται μια ξαφνική υποβάθμιση των ομολόγων αυτών σε BB+, με αποτέλεσμα πολλά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να αποφασίσουν να πωλήσουν τα συγκεκριμένα ομόλογα ώστε να αποφύγουν τα απαιτούμενα επιπλέον κεφάλαια, που οι κανόνες της Βασιλείας οριοθετούν. Η πτώση όμως των τιμών δημιουργεί πρόβλημα στην εταιρεία -εκδότη των ομολόγων, η οποία με δυσκολία μπορεί πλέον να χρηματοδοτήσει το ενεργητικό της. Η επιχείρηση δεινοπαθεί ελλείψει ρευστότητας, η οικονομική της δραστηριότητα κάμπτεται και, λόγω των νέων δυσκολιών, οι αξιολογικοί οίκοι επανέρχονται με νέα υποβάθμιση στην κατηγορία CCC+. Το γεγονός αυτό πυροδοτεί μαζικές πωλήσεις των ομολόγων και η αγορά των συγκεκριμένων ομολόγων καταρρέει, διότι δεν βρίσκονται αγοραστές. Έτσι, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που συνεχίζουν να έχουν στο ενεργητικό τους τα παλαιά αυτά ομόλογα αρχίζουν να πωλούν άλλα περιουσιακά στοιχεία για να ικανοποιήσουν την αυξημένη κεφαλαιακή επάρκεια. Έπεται πτώση των τιμών υγιών περιουσιακών στοιχείων. Περιουσιακά στοιχεία άσχετα μεταξύ τους αποκτούν μια κοινή ιδιότητα: Οι τιμές όλων πέφτουν, η συσχέτιση των αποδόσεων τους είναι σχεδόν τέλεια!. Η πτώση, όμως των τιμών οδηγεί σε ακόμα υψηλότερες κεφαλαιακές απαιτήσεις, αφού πολλές από τις τιμές είναι έμμεσα ενσωματωμένες στους κανόνες της Βασιλείας: Χαμηλότερες τιμές σημαίνουν για τον τραπεζικό επόπτη υψηλότερο κίνδυνο και ο υψηλότερος κίνδυνος πυροδοτεί την ανάγκη περισσότερων κεφαλαίων. Δημιουργείται έτσι ένας φαύλος κύκλος πωλήσεων και πτώσεων των τιμών, που διασπείρει πανικό. Συνεπώς, ένα μικρό πρόβλημα σε συγκεκριμένο ομόλογο μπορεί να δημιουργήσει μεγαλύτερο πρόβλημα σε περισσότερες αγορές, και πιθανόν χώρες. Κάτι ανάλογο συνέβη και με τα δάνεια μειωμένης εξασφάλισης, τα λεγόμενα «subprime», με την αγορά των τιτλοποιημένων εμπορικών ομολόγων (Asset Backed Commercial Paper), τις εταιρείες ειδικού τύπου (Special Investment Vehicles), ή και την

εξωχρηματιστηριακή αγορά των ανταλλαγών πιστωτικού κινδύνου (credit default swaps).

Ο **πέμπτος** σημαντικός **παράγοντας** δημιουργίας της κρίσης είναι η υψηλή μόχλευση. Νωρίτερα αναφερθήκαμε στην υψηλή μόχλευση των νοικοκυριών, η οποία ευθύνεται εν μέρει και για τη μεγάλη άνοδο των τιμών των κατοικιών. Η μόχλευση νοικοκυριών και επιχειρήσεων ξεκίνησε μια ανοδική πορεία από τα μέσα της δεκαετίας του 1990 και σήμερα υπερβαίνει το 170% του ΑΕΠ. Αντίθετα, πριν την κρίση δεν παρατηρήθηκε άνοδος στη μόχλευση του δημόσιου τομέα. Στο Διάγραμμα 2.6 παρουσιάζεται η μόχλευση του ιδιωτικού (μη-χρηματοοικονομικού) και του δημόσιου τομέα στις Η.Π.Α.



Πηγή: U.S. Department of the Treasury, Federal Reserve

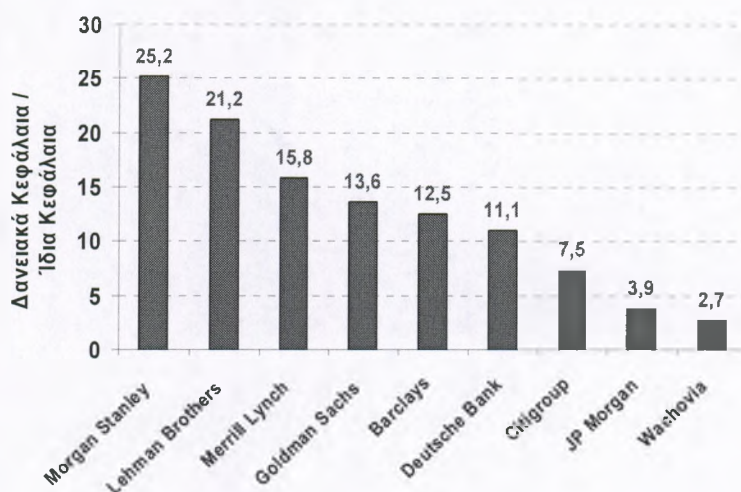
Η υψηλή μόχλευση ήταν χαρακτηριστικό και του χρηματοοικονομικού τομέα. Στο Διάγραμμα 2.7 παρουσιάζεται ο λόγος δανειακών προς ίδια κεφάλαια στο τέλος του 2006 για ορισμένες διεθνείς εμπορικές ή επενδυτικές τράπεζες. Ο λόγος αυτός ήταν πολύ υψηλός, που μάλιστα εν μέρει κρύβεται από τους κανόνες λογιστικής που επικρατούσαν στις Η.Π.Α. Η υψηλή μόχλευση, και μάλιστα με βραχυχρόνιο δανεισμό, υπήρξε η αιτία της

Η ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΚΑΙ ΤΟ ΜΕΛΛΟΝ ΤΗΣ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

γρήγορης μετάδοσης της κρίσης από την αγορά των δανείων subprime στις αγορές πολλών άλλων περιουσιακών στοιχείων.

Διάγραμμα 2.7
Μόχλευση σημαντικών Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων

Δανεισμός / Μετοχικό Κεφάλαιο
(πριν την κρίση - τέλος 2006)



Πηγή: Bloomberg

Πρέπει εδώ να τονιστεί ότι η μόχλευση στις εμπορικές τράπεζες είναι φυσικό επακόλουθο της δουλειάς τους. Οι εμπορικές τράπεζες δεν δανείζουν απλώς τα ίδια κεφάλαιά τους, αλλά κυρίως τις καταθέσεις των πελατών τους. Αυτός είναι ο διαμεσολαβητικός τους ρόλος και γι' αυτή τη διαμεσολάβηση υπάρχουν ως εταιρείες. Το πρόβλημα βρίσκεται με τις επενδυτικές τράπεζες ή με τους επενδυτικούς βραχίονες των εμπορικών τραπεζών, των οποίων ο ρόλος υποτίθεται ότι είναι συμβουλευτικός. Οι επενδυτικές τράπεζες επένδυσαν κεφάλαια που δανείζονταν από τρίτους για ίδιο λογαριασμό - και όχι για λογαριασμό πελατών όπως κάνουν, π.χ. τα παραδοσιακά αμοιβαία κεφάλαια. Οι επενδυτικές τράπεζες είναι από τις κύριες πηγές της απληστίας και της κρίσης.

Υψηλή μόχλευση σημαίνει λιγιστά ίδια κεφάλαια και υψηλός δανεισμός σε σχέση με το ενεργητικό ενός χρηματοοικονομικού ιδρύματος. Μάλιστα ο δανεισμός που χρηματοδοτούσε τις επενδύσεις την εποχή εκείνη ήταν κυρίως βραχυχρόνιος. Έτσι, όταν οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων στα οποία

είχαν επενδύσει οι επενδυτικές τράπεζες άρχισαν να πέφτουν και οι αγορές αντιλήφθηκαν την κεφαλαιακή απώλεια των δανεισμένων επενδυτικών τραπεζών, τότε δυσκόλεψαν ή και αρνήθηκαν την ανανέωση της βραχυχρόνιας χρηματοδότησης, αναγκάζοντας έτσι τις επενδυτικές τράπεζες να προβαίνουν σε περαιτέρω πωλήσεις άλλων υγιών περιουσιακών στοιχείων, οι οποίες με τη σειρά τους πίεζαν τις τιμές των περιουσιακών στοιχείων ακόμα περισσότερο προς τα κάτω.

Η έλλειψη επαρκών κεφαλαίων έχει μια πολλαπλασιαστική αρνητική επίδραση στο ενεργητικό των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Δημιουργεί τη λεγόμενη απομόχλευση: Στην προσπάθειά τους να κρατήσουν το λόγο ιδίων κεφαλαίων προς ενεργητικό σταθερό, όπως τους επιβάλουν οι εποπτικές αρχές, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα μειώνουν τον παρονομαστή του κλάσματος όταν δεν μπορούν να αυξήσουν τον αριθμητή. Η μείωση, όμως, του παρονομαστή είναι εξ ορισμού πολλαπλάσια της αρχικής μείωσης των κεφαλαίων. Το αρχικό χάσμα κεφαλαίων αναγκάζει τις τράπεζες να περιορίζουν το μέγεθος του ενεργητικού τους μέσω πωλήσεων στοιχείων του ενεργητικού, όπως ομόλογα και μετοχές, ή και του περιορισμού στην παροχή νέων δανείων. Η πώληση στοιχείων του ενεργητικού επεκτείνει την κρίση. Η δε άρνηση νέου δανεισμού μεταφέρει την κρίση στην πραγματική οικονομία.

Περίπου \$ 1,7 τρις. είναι στο τέλος του 2009 οι σωρευμένες απώλειες, τις οποίες έχουν αποδεχτεί λογιστικά τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα στους ισολογισμούς τους, ενώ οι απομειώσεις αυτές αυξάνονται με την πάροδο του χρόνου, αν και αναπληρώνονται σε μεγάλο ποσοστό από αντίστοιχες αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου. Τον Ιούνιο του 2008, οι απομειώσεις έφτασαν τα \$ 698,2 δισ., τον Ιούνιο του 2009 υπερδιπλασιάστηκαν στα \$ 1.662,7 δισ. και στο τέλος Δεκεμβρίου 2009 βρίσκονται στα \$1.811 δισ. Το Ιούνιο του 2008 το χάσμα μεταξύ απομειώσεων και εισροών νέων κεφαλαίων ήταν \$314,6 δισ. Σήμερα φαίνεται να μην υπάρχει χάσμα, αφού οι σωρευτικές αυξήσεις κεφαλαίου υπερβαίνουν τις σωρευτικές απομειώσεις, αλλά αυτό έγινε κυρίως λόγω των κυβερνητικών παρεμβάσεων με αγορές προνομιούχων ή απλών μετοχών, ενώ η αύξηση των κινδύνων έχει δημιουργήσει επιπλέον κεφαλαικές απαιτήσεις. Το ΔΝΤ εκτιμά ότι το σύνολο των απομειώσεων θα φτάσει τα \$3,4

Η ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΚΑΙ ΤΟ ΜΕΛΛΟΝ ΤΗΣ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

τρις. στο τέλος του 2010 (IMF (2009a)), αν και αυτό φαίνεται σήμερα αρκετά απαισιόδοξο. Όπως αναλύεται παρακάτω, τα χειρότερα της κρίσης έχουν περάσει.

Πίνακας 2.2
Απομειώσεις και Εισροές Κεφαλαίων στα Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα
(δισεκατομμύρια \$)

	ΗΠΑ			Ευρώπη			Ασία		
	Α*	ΚΑ*	Δ*	Α*	ΚΑ*	Δ*	Α*	ΚΑ*	Δ*
2° τρίμ. 07	4,3	0,0	-4,3	0,3	0,0	-0,3	0,3	0	-0,3
3° τρίμ. 07	47,2	3,1	-44,1	16,2	13,0	-3,2	1,6	0	-1,6
4° τρίμ. 07	175,5	50,2	-125,3	101,1	41,2	-59,9	13,1	0	-13,1
1° τρίμ. 08	310,7	113,2	-197,5	183,4	64,6	118,8	24,7	3,9	-20,8
2° τρίμ. 08	422,4	217,1	-205,3	247,3	148,8	-98,5	28,5	17,7	-10,8
3° τρίμ. 08	627,7	261,3	-366,4	305,8	206,9	-98,9	34,3	26,8	-7,5
4° τρίμ. 08	870,9	527,7	-343,2	455,4	356,7	-98,7	38,7	55,8	17,1
1° τρίμ. 09	971,6	649,7	-321,9	496,7	468,6	-28,1	42,4	75,5	33,1
2° τρίμ. 09	1074,3	741,3	-333,0	545,9	484,1	-61,8	42,5	87,1	44,6
3° τρίμ. 09	1107,4	757,4	-350,0	553,5	518,6	-34,9	42,4	107,4	65,0
4° τρίμ. 09	1108,3	760,9	-347,4	552,4	604,9	52,5	41,8	120,7	78,9

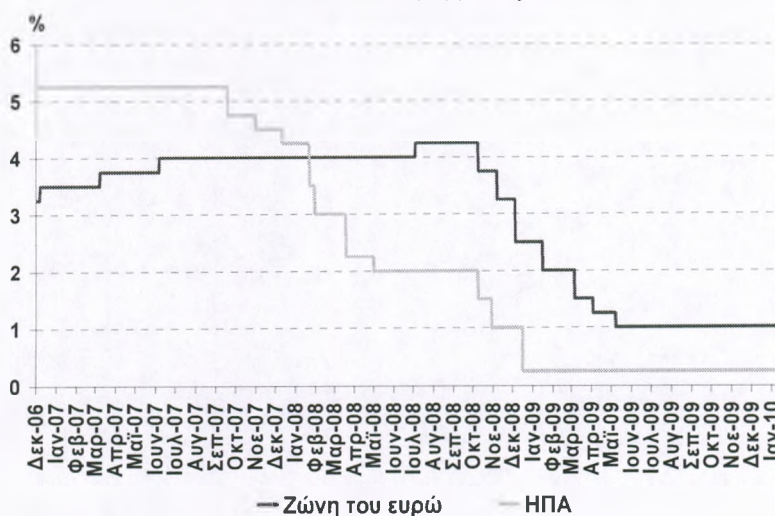
* Α ≡ Απομειώσεις, ΚΑ ≡ Κεφαλαιακές Αυξήσεις, Δ ≡ Διαφορά = ΚΑ - Α
Πηγή: Bloomberg.

3. Μέτρα αντιμετώπισης της κρίσης

Η κρίση αιφνιδίασε κυβερνήσεις, κεντρικές τράπεζες, διεθνείς οργανισμούς και πολύ περισσότερο την επιστημονική κοινότητα. Οι Αρχές, όμως, αντέδρασαν άμεσα και συντονισμένα, έχοντας πάρει πολύτιμα μαθήματα από την Μεγάλη Ύφεση του 1929. Οι παρεμβάσεις αυτές οδήγησαν στην αποφυγή των εφιαλτικών σεναρίων ολοκληρωτικής κατάρρευσης του διεθνούς χρηματοοικονομικού συστήματος και της παγκόσμιας οικονομίας. Οι κεντρικές τράπεζες δεν περιορίστηκαν μόνον στη μείωση των επιτοκίων. Εφεύραν νέους τρόπους παροχής ρευστότητας, αύξησαν το ελάχιστο ποσό των εγγυημένων τραπεζικών καταθέσεων, συνέδραμαν τις κυβερνήσεις στον καθορισμό πακέτων διάσωσης των τραπεζών. Οι κυβερνήσεις με τη σειρά τους αποφάσισαν μια πιο επεκτατική δημοσιονομική πολιτική, συνεργάστηκαν με ξένες κυβερνήσεις και προσπάθησαν να μην χτίσουν νέα τείχη προστατευτισμού έναντι των εισαγωγών από ξένα κράτη.

3.1 Πολιτική επιτοκίων

Διάγραμμα 3.1
Επιτόκια Παρέμβασης



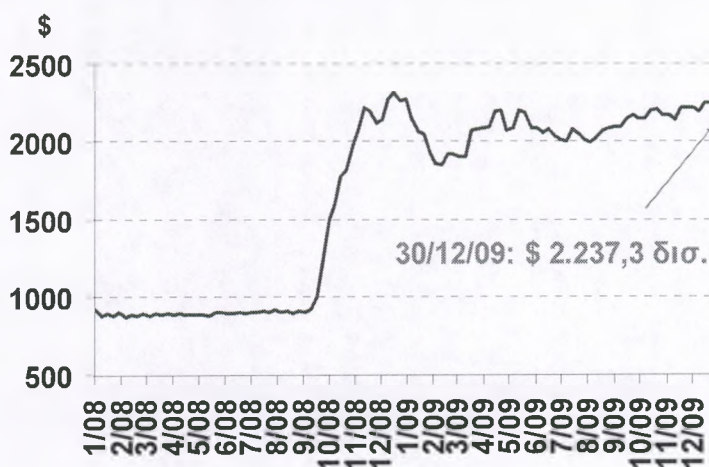
Πηγή: ΕΚΤ, Federal Reserve

Οι κεντρικές τράπεζες προέβησαν σε συντονισμένες μειώσεις επιτοκίων και ενέσεις ρευστότητας. Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ (Fed)

μείωσε το βασικό της επιτόκιο από 5,25% τον Σεπτέμβριο του 2007 στο 0% με 0,25% τον Δεκέμβριο του 2008. Για πρώτη φορά η Fed έθεσε ως στόχο για το βασικό της επιτόκιο ένα εύρος παρά ένα συγκεκριμένο νούμερο. Η ΕΚΤ προχώρησε πιο διστακτικά στη μείωση των επιτοκίων, καθώς περιορίζεται από την βασική της αποστολή, που είναι η διατήρηση χαμηλού πληθωρισμού. Η ΕΚΤ ξεκίνησε τις μειώσεις μόλις τον Οκτώβριο του 2008 από το 4,25% στο 1% τον Ιούνιο του 2009 (Διάγραμμα 3.1). Παρόλα αυτά, πρέπει να τονιστεί ότι ο μηχανισμός μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής είχε, ιδίως στην κορύφωση της κρίσης, ουσιαστικά παραλύσει.

3.2 Καινοτομίες στη νομισματική πολιτική: Νέες πολιτικές παροχής ρευστότητας

Διάγραμμα 3.2α
Ύψος συνολικού ενεργητικού Ομοσπονδιακής Τράπεζας των Η.Π.Α.



Πηγή: Federal Reserve

Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των Η.Π.Α. (Fed) δεν περιορίστηκε στο εργαλείο των επιτοκίων. Προέβη και στη λήψη μη συμβατικών μέτρων, τα οποία ονομάστηκαν «μέτρα ποσοτικής και ποιοτικής χαλάρωσης» ή «quantitative and qualitative easing». Πιο συγκεκριμένα, διοχέτευσε ρευστότητα στο χρηματοπιστωτικό σύστημα δια της αγοράς κρατικών ομολόγων, ομολόγων ημι-κρατικών φορέων ή ακόμα και εταιρικών γραμματίων, ενώ ξεκίνησε τον δανεισμό με ενέχυρο ευρείας κλίμακας, όχι μόνον ομολόγων του κράτους. Η παροχή άφθονης ρευστότητας από την

Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ είχε ως αποτέλεσμα τον υπερδιπλασιασμό του ύψους του ενεργητικού της από το Σεπτέμβριο του 2008 έως σήμερα (Διάγραμμα 3.2α).

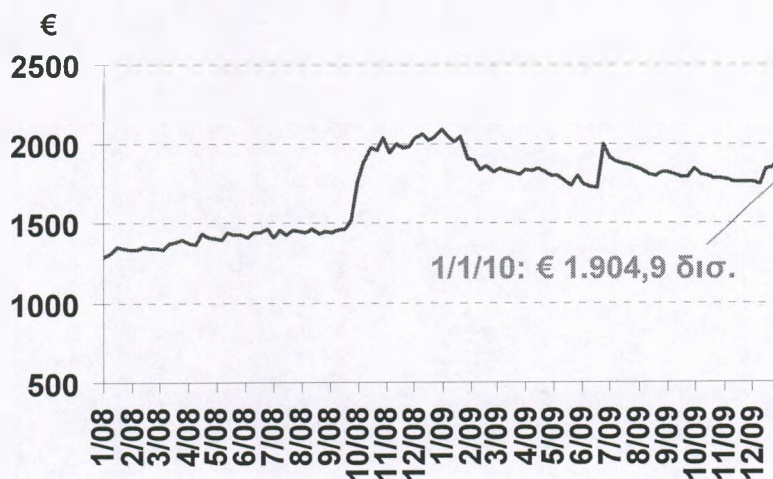
Παρακάτω περιγράφονται τα κυριότερα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής της Fed:

- i. 12/12/2007: Η Fed ξεκινάει το πρόγραμμα «ποσοτικής χαλάρωσης» το Δεκέμβριο του 2007 με τη μορφή διευκολύνσεων μέσω δημοπρασιών καθορισμένης διάρκειας (Term Auction Facility), δίνοντας τη δυνατότητα στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να αποκτούν ρευστότητα, έναντι ενέχυρου με τη μορφή αποδεκτών περιουσιακών στοιχείων. Επιπλέον, η Fed, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και η Κεντρική Τράπεζα της Ελβετίας συμφωνούν σε διαδικασία ανοικτών γραμμών ανταλλαγής νομισμάτων μεταξύ τους (swap currency lines), προκειμένου να βελτιωθούν οι συνθήκες ρευστότητας στις διεθνείς χρηματαγορές.
- ii. 11/3/2008: Ανακοίνωση νέου προγράμματος δανεισμού τίτλων (Term Securities Lending Facility) σύμφωνα με το οποίο η Fed θα δανείζει τίτλους αξίας έως και \$ 200 δισ. για μια περίοδο 28 ημερών, δεσμεύοντας χρεόγραφα διάφορων μορφών, όπως για παράδειγμα τιτλοποιημένα στεγαστικά δάνεια (Mortgage Backed Securities).
- iii. 14/3/2008: Διάσωση της Bear Stearns από τη JP Morgan χάρη στην παρέμβαση της Fed, η οποία παρέχει στη JP Morgan πιστωτική διευκόλυνση ύψους \$29 δισ.
- iv. 16/3/2008: Διεύρυνση της λίστας αποδεκτών περιουσιακών στοιχείων στο μηχανισμό δανεισμού προς τους βασικούς διαπραγματευτές της αγοράς (Primary Dealer Credit Facility).
- v. 16/9/2008: Διάσωση της AIG από τη Fed μέσω παροχής διετούς δανείου ύψους \$85 δισ., με αντάλλαγμα τον έλεγχο του μετοχικού κεφαλαίου της σε ποσοστό 79,9%.
- vi. 19/9/2008: Θεσμοθέτηση διευκόλυνσης για τη διασφάλιση ρευστότητας σε χρηματοπιστωτικά ιδρύματα μέσω απόκτησης τιτλοποιημένων εμπορικών ομολόγων από αμοιβαία κεφάλαια της αγοράς χρήματος, τα οποία βρίσκονται αντιμέτωπα με ρευστοποιήσεις (Asset-Backed

Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility, (AMLF)).

- vii. 7/10/2008: Χρηματοδότηση των αμερικανικών επιχειρήσεων μέσω αγοράς 3μηνων εμπορικών ομολόγων απευθείας από τους εκδότες τους (Commercial Paper Funding Facility).
- viii. 14/10/2008: Σχέδιο διάσωσης TARP (Troubled Asset Relief Program), ύψους \$700 δισ. ή 5% του ΑΕΠ για τη στήριξη των εμπορικών τραπεζών.
- ix. 25/11/2008: Θεσμοθέτηση της διευκόλυνσης Term Asset Backed Securities Loan Facility (TALF), σύμφωνα με την οποία η Fed θα χορηγεί έως και \$200 δισ. χωρίς το δικαίωμα προσφυγής σε κατόχους αξιόγραφων που προέρχονται από τιτλοποίηση (asset-backed securities) και φέρουν αξιολόγηση AAA.

Διάγραμμα 3.2β
Υψος συνολικού ενεργητικού
Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας



Πηγή: EKT Statistical Data Warehouse

Στη ζώνη του ευρώ, η ΕΚΤ αποδείχτηκε πολύ πιο συντηρητική στην αντίδρασή της από τη Fed, παρά το γεγονός ότι αυτή αντέδρασε πρώτα στην κρίση στις 8 Αυγούστου του 2007 με την παροχή έκτακτης ρευστότητας. Αυτό φαίνεται τόσο από την πορεία των επιτοκίων (Διάγραμμα 3.1) όσο και από την μετέπειτα χρήση έκτακτων μέτρων παροχής ρευστότητας. Ενώ η ΕΚΤ αναγκάστηκε να καταφύγει και αυτή σε μη συμβατικά μέτρα νομισματικής

πολιτικής, ώστε να διοχετεύσει ρευστότητα στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, το ενεργητικό της αυξήθηκε πολύ λιγότερο από το αντίστοιχο ενεργητικό της Fed. (Διάγραμμα 3.2β).

Τα κυριότερα μέτρα της ΕΚΤ περιγράφονται παρακάτω με χρονολογική σειρά:

- i. 9/8/2007: Η ΕΚΤ είναι η πρώτη κεντρική τράπεζα που αντιδρά στην κρίση, παρέχοντας ρευστότητα ύψους €95 δισ. με σταθερό επιτόκιο.
- ii. 17/12/2007: Επέκταση της χρονικής διάρκειας των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης από 1 σε 2 εβδομάδες (εκτάκτως μόνο σε αυτή τη δημοπρασία), παρέχοντας μάλιστα απεριόριστη ρευστότητα. Σημειώσατε ότι η παροχή απεριόριστης ρευστότητας δεν επαναλήφθηκε στη συνέχεια, παρά μόνον μετά τις 15/10/2008.
- iii. 4/3/2008: Επέκταση της χρονικής διάρκειας των πράξεων μακροχρόνιας αναχρηματοδότησης από 3 μήνες σε έως και 6 μήνες.
- iv. 15/10/2008: Διεύρυνση των αποδεκτών ως εγγύηση τίτλων από το Ευρωσύστημα.
- v. 15/10/2008 έως σήμερα: Παροχή απεριόριστης χρηματοδότησης μέσω των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης σταθερού επιτοκίου.
- vi. 30/10/2008 έως σήμερα: Παροχή απεριόριστης χρηματοδότησης μέσω των μακροχρόνιων πράξεων αναχρηματοδότησης σταθερού επιτοκίου.
- vii. 7/5/2009: Εκ νέου επέκταση της χρονικής διάρκειας των πράξεων μακροχρόνιας αναχρηματοδότησης σε έως και 1 χρόνο, με σταθερό επιτόκιο.

3.3 Εγγυήσεις για τη διάσωση του χρηματοοικονομικού συστήματος

Ένας από τους σημαντικότερους τρόπους προστασίας της σταθερότητας ενός χρηματοπιστωτικού συστήματος είναι η ύπαρξη ενός συστήματος εγγύησης των καταθέσεων. Χωρίς την εγγύηση αυτή, φερέγγυες και συντηρητικές τράπεζες με υψηλή κεφαλαιακή επάρκεια, μπορεί και αυτές να αντιμετωπίσουν τον γενικευμένο πανικό των επενδυτών σε μια εποχή με χαμηλή ρευστότητα. Ως γνωστόν, οι τράπεζες δανείζουν τα χρήματα των

καταθετών για χρονικούς ορίζοντες πολύ μεγαλύτερους από το δικαίωμα που δίνουν στον καταθέτη να αποσύρει την κατάθεση ανά πάσα στιγμή. Το σύστημα λειτουργεί εφόσον σε καθημερινή βάση γίνονται όχι μόνον αποσύρσεις αλλά και νέες καταθέσεις και εφόσον οι τράπεζες διαθέτουν ένα μαξιλάρι ρευστότητας. Είναι όμως εύκολο το σύστημα να αποσυντονιστεί σε περιόδους που οι καταθέτες νιώθουν ότι οι καταθέσεις τους δεν είναι ασφαλείς και σπεύδουν όλοι μαζί να τις αποσύρουν. Η εγγύηση στις καταθέσεις καθυστερεί τους καταθέτες ώστε να μην σπεύδουν σε αποσύρσεις. Έτσι, την περίοδο της χρηματοοικονομικής κρίσης, ένα από τα πρώτα μέληματα των κυβερνήσεων ήταν η αύξηση του ελάχιστου ποσού της εγγύησης των καταθέσεων, ώστε να αποφευχθεί η εκδήλωση πανικού.

Σήμερα, σύμφωνα με στοιχεία του International Association of Deposits Insurers, υπάρχουν συστήματα εγγύησης των καταθέσεων σε περίπου 100 χώρες. Στην Ε.Ε. η οδηγία 94/19/EC της 30/5/1994 υποχρεώνει όλα τα κράτη μέλη να έχουν ένα σύστημα εγγύησης των καταθέσεων που να καλύπτει τουλάχιστον το 90% μιας κατάθεσης έως το ποσό των €20.000 ανά άτομο. Στις 7/10/2008, υπό την πίεση της διεθνούς χρηματοοικονομικής κρίσης, το ποσό αυτό αυξήθηκε στα €50.000. Στην Ελλάδα²⁰ το όριο αυξήθηκε από τις €20.000 στις €100.000. Στις ΗΠΑ²¹ το ελάχιστο ασφαλισμένο ποσό ανήλθε τον Οκτώβριο 2008 στα \$250.000 από \$100.000, αλλά αυτό ισχύει μόνο μέχρι το τέλος του 2013. Στον Πίνακα 3.1 παρατίθενται τα αντίστοιχα όρια και οι αυξήσεις τους.

Μια δεύτερη και επίσης σημαντική πρωτοβουλία των κυβερνήσεων ήταν η ενεργοποίηση πακέτων διάσωσης και ενίσχυσης των εγχωρίων τραπεζών. Το μέγεθος των πακέτων διάσωσης κυμάνθηκε από το 3% του εγχωρίου ΑΕΠ στην Ιταλία, έως το 220% στην Ιρλανδία. Στην Ελλάδα αντιστοιχούσε στο 11% του ΑΕΠ (Πίνακας 3.2). Σε πολλές χώρες κρίθηκε

²⁰ Στην Ελλάδα το Ταμείο Εγγύησης Καταθέσεων ιδρύθηκε το 1995. Διάδοχός του το 2009 είναι το Ταμείο Εγγύησης Καταθέσεων & Επενδύσεων (ν. 3746/2009).

²¹ Στις ΗΠΑ το Federal Deposit Insurance Corporation ιδρύθηκε το 1933 με το Banking Act του 1933, πιο γνωστό ως Glass - Steagall Act.

Η ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΚΑΙ ΤΟ ΜΕΛΛΟΝ ΤΗΣ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

αναγκαία ακόμα και η – έστω και μερικώς – κρατικοποίηση χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων²².

ΠΙΝΑΚΑΣ 3.1
Συστήματα Εγγύησης Καταθέσεων - Αύξηση Ορίων

Χώρα	Παλαιό όριο	Νέο όριο	Ημερομηνία Αλλαγής
ΗΠΑ	\$ 100.000	\$ 250.000	Οκτώβριος 2008 – Δεκέμβριος 2013
Καναδάς	CAD 60.000	CAD 100.000	Ιούλιος 2005
Βέλγιο	€20.000 – €40.000	€100.000	Οκτώβριος 2008
Βουλγαρία	BGN 40.000	BGN 100.000	Νοέμβριος 2008
Δανία	DKK 300.000	χωρίς όριο	Οκτώβριος 2008 – Σεπτέμβριος 2010
Φινλανδία	€25.000	€50.000	Οκτώβριος 2008
Γαλλία	€70.000		
Γερμανία	€20.000	€50.000 €100.000	Ιούλιο 2009 Ιανουάριος 2011
Ελλάδα	€20.000	€100.000	Οκτώβριος 2008 – Δεκέμβριος 2011
Ιρλανδία	€20.000	€100.000 χωρίς όριο	Σεπτέμβριος 2008 Σεπτέμβριος 2008 – Σεπτέμβριος 2010
Ιταλία	€100.000		
Ολλανδία	€38.000	€100.000	Οκτώβριος 2008
Πολωνία	€20.350	€50.000	Οκτώβριος 2008
Πορτογαλία	€25.000	€100.000	Νοέμβριος 2008
Ισπανία	€20.000	€100.000	Οκτώβριος 2008
Σουηδία	SEK 250.000	SEK 500.000	Οκτώβριος 2008
Ην. Βασίλειο	£ 35.000	£ 50.000	Οκτώβριος 2008
Ισλανδία	€20.887		
Ρωσία	RUB 400.000	RUB 700.000	Οκτώβριος 2008
Ελβετία	CHF 30.000	CHF 100.000	Νοέμβριος 2008
Αυστραλία	AUD 20.000	χωρίς όριο	Οκτώβριος 2008 – Δεκέμβριος 2011
Ινδία	INR 100.000		
Ρουμανία	€20.000	€50.000	Οκτώβριος 2008
Αυστρία	€20.000	χωρίς όριο	Οκτώβριος 2008
Κύπρος	€20.000	€100.000	Ιούλιος 2009
Τσεχία	€25.000	€50.000	Οκτώβριος 2008
Τουρκία	TRY 50.000		

Πηγή: Εθνικά συστήματα εγγύησης καταθέσεων

Στα πακέτα διάσωσης περιλαμβάνονται αυξήσεις κεφαλαίου, αγορές στοιχείων του ενεργητικού και εγγυήσεις χρέους. Στην Ελλάδα το αντίστοιχο πακέτο ονομάστηκε Πρόγραμμα Ενίσχυσης της Ρευστότητας της Οικονομίας

²² Για παράδειγμα, στο Ην. Βασίλειο: Royal Bank of Scotland, Bradford & Bingley, Northern Rock, Lloyds, στις Η.Π.Α.: Fannie Mae, Freddie Mac, AIG, στην Ισλανδία: Landsbanki, Kaupthing Bank, Glitnir, Icebank, στην Ιρλανδία: Anglo Irish Bank, Bank of Ireland, Allied Irish Bank, στην Αυστρία: Hypo Alpe Adria.

(ν. 3723/2009) και είναι ύψους €28 δισ. Πρέπει να τονιστεί ότι σε αντίθεση με τα προγράμματα άλλων χωρών, δεν ήταν πρόγραμμα διάσωσης τραπεζών, αλλά πρόγραμμα ενίσχυσης της οικονομίας (νοικοκυριών και επιχειρήσεων) μέσω των τραπεζών.

Στην Ελλάδα το πρόγραμμα έχει τρία σκέλη και αφορά συνδυασμό προνομιούχων μετοχών και εγγυήσεων του Δημοσίου προς τις ελληνικές τράπεζες. Στοιχεία για την πορεία υλοποίησής του έως το τέλος του Σεπτεμβρίου 2009 έχουμε από την Ενδιάμεση Έκθεση Νομισματικής Πολιτικής της Τραπέζης της Ελλάδος του Οκτωβρίου.

- 1) Στο πρώτο σκέλος προβλέπεται η αγορά από το Δημόσιο προνομιούχων μετοχών των τραπεζών έναντι ομολόγων, συνολικού ύψους €5 δισ., με ετήσια σταθερή απόδοση 10% για το Δημόσιο. Η ρευστότητα που αποκτούν έτσι οι τράπεζες μπορεί να διοχετευθεί μέσω δανείων στην αγορά αλλά και να ενισχύσει τους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας. Τα ομόλογα θα επιστραφούν το αργότερο έως την 1/7/2014. Οι προνομιούχες μετοχές δεν παρέχουν δικαίωμα ψήφου στο Δημόσιο, αλλά το Δημόσιο έχει το δικαίωμα βέτο σε αποφάσεις που αφορούν τη διανομή μερισμάτων και την πολιτική παροχών προς τα μέλη Διοίκησης και τα ανώτατα στελέχη των τραπεζών. Σύμφωνα με την Τράπεζα της Ελλάδος (2009), από το πρώτο αυτό σκέλος έχουν έως τον Νοέμβριο του 2009 αξιοποιηθεί από τις τράπεζες τα €3,8 δισ..
- 2) Το δεύτερο σκέλος αφορά την έκδοση ομολόγων ύψους €15 δισ. από τις τράπεζες ώστε να αντλήσουν ρευστότητα με εγγύηση του ελληνικού δημοσίου, έναντι προμήθειας. Η διευκόλυνση αυτή θα έχει μέγιστη διάρκεια 3 έτη. Οι τράπεζες έχουν αξιοποιήσει τα €4,5 δισ. έως τον Νοέμβριο 2009 (ΤτΕ (2009)).
- 3) Το τρίτο σκέλος αφορά την έκδοση ειδικών ομολόγων του Δημοσίου ύψους €8 δισ. τα οποία θα δοθούν στις τράπεζες έναντι προμήθειας ή έναντι εκχώρησης στο Δημόσιο ισόποσου χαρτοφυλακίου δανείων. Η αποκτηθείσα ρευστότητα θα διατείνονταν σε στεγαστικά δάνεια και σε μικρομεσαίες επιχειρήσεις. Τα ειδικά αυτά ομόλογα θα επιστραφούν στο Δημόσιο το αργότερο μέσα σε τρία χρόνια. Μικρό μέρος αυτού του ποσού έχει αξιοποιηθεί από τις τράπεζες, μόνο €3 δισ., αφενός λόγω του σχετικά

Η ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΚΑΙ ΤΟ ΜΕΛΛΟΝ ΤΗΣ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

υψηλού κόστους και αφετέρου λόγω της σχετικής ομαλοποίησης των χρηματαγορών (ΤτΕ (2009)). Συνολικά τον Νοέμβριο 2009, το ποσοστό αξιοποίησης έφτασε το 40%, έναντι 43% στη ζώνη του ευρώ (ΤτΕ (2009)).

Πίνακας 3.2
Σχέδια Διάσωσης Τραπεζών

	Κόστος Σχεδίου	% ΑΕΠ 2009
Ιταλία	€52 δισ.	3,2 %
Βέλγιο	€19.6 δισ.	5,5 %
Ελλάδα	€28 δισ.	10,8 %
Νορβηγία	NOK 350 δισ.	13,5 %
Πορτογαλία	€24 δισ.	13,9 %
ΗΠΑ	\$ 2,500 δισ.	17,2 %
Γαλλία	€360 δισ.	18,0 %
Γερμανία	€500 δισ.	19,5 %
Ισπανία	€250 δισ.	22,4 %
Φινλανδία	€54 δισ.	27,3 %
Αυστρία	€100 δισ.	34,2 %
Ολλανδία	€237 δισ.	39,1 %
Σουηδία	SEK 1,565 δισ.	49,3 %
Ην. Βασίλειο	£ 1,163 δισ.	78,7 %
Ιρλανδία	€410 δισ.	220,0 %
Ε.Ε.-27	€3,460 δισ.	26,8 %

Πηγή: ΔΝΤ, κεντρικές τράπεζες και υπουργεία Οικονομικών

Στις Η.Π.Α. το αρχικό σχέδιο (Οκτώβριος 2008), το αποκαλούμενο TARP (Troubled Asset Relief Program), ύψους \$700 δισ. ή 5% του ΑΕΠ αποδείχτηκε ανεπαρκές και χρειάστηκε η υιοθέτηση ενός νέου σχεδίου του Financial Stability Plan με επιπλέον πόρους ύψους \$2 τρισ. ή 14% του ΑΕΠ. Το FSP περιλαμβάνει προγράμματα κεφαλαιακής στήριξης χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, τη δημιουργία ταμείων, προϊόν συνεργασίας ιδιωτικού και κρατικού τομέα²³, για την απομάκρυνση «τοξικών»

²³ Σημαντική πρωτοβουλία για την επίτευξη αυτού του στόχου είναι η δημιουργία στις ΗΠΑ ενός επενδυτικού προγράμματος το Legacy Loans Program (LLP). Χρησιμοποιώντας \$75 έως \$100 δισ. από τα κεφάλαια του TARP σχεδιάστηκε έτσι ώστε να προσελκύσει ιδιωτικά κεφάλαια ώστε με συνολική αγοραστική δύναμη έως και \$1000 δισ. να μπορεί να αγοράσει σχετικά περιουσιακά στοιχεία από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα σε

περιουσιακών στοιχείων από τους ισολογισμούς των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, την παροχή χρηματοδότησης σε ιδιώτες για αγορά δανείων στις δευτερεύουσες αγορές, ώστε να επαναδραστηριοποιηθεί η πιστωτική αγορά και να μειωθούν τα επιτόκια των καταναλωτικών και επιχειρηματικών δανείων και τέλος την υποστήριξη δανειοληπτών με την αναδιάρθρωση στεγαστικών δανείων ώστε να περιοριστούν οι κατασχέσεις.

Από τα κεφάλαια του TARP χρησιμοποιήθηκαν \$319 δισ. για την ενίσχυση χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων (Citigroup, Bank of America, JPMorgan, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Wells Fargo, AIG κ.α.), \$81 δισ. στις αυτοκινητοβιομηχανίες (GM, Chrysler) και \$27 δισ. για την ενίσχυση δανειοληπτών. Συνολικά έως το τέλος Δεκεμβρίου του 2009, έχουν χρησιμοποιηθεί \$454 δισ. από τα διαθέσιμα κεφάλαια.

3.4 Δημοσιονομικά πακέτα στήριξης της οικονομίας

Πολλές κυβερνήσεις στο τέλος του 2008 υιοθέτησαν επιπλέον δημοσιονομικά πακέτα στήριξης των οικονομιών τους (Πίνακας 3.3). Τότε, εν μέσω κρίσης, ορισμένοι αναλυτές ισχυρίζονταν ότι τα δημοσιονομικά αυτά μέτρα ήταν ανεπαρκή, δεν θα σταματούσαν την κρίση και απεναντίας, θα έδιναν επιχειρήματα σε όσους αντιδρούν σε κρατικές παρεμβάσεις, καθώς αύξαναν τα δημοσιονομικά ελλείμματα. Μάλιστα για μεγάλο χρονικό διάστημα, οι Αμερικανοί πίεζαν για περαιτέρω επεκτατική δημοσιονομική πολιτική στην Ευρώπη, καθώς θεωρούσαν τα ευρωπαϊκά μέτρα ανεπαρκή.

Σημαντικό επίσης ήταν την εποχή εκείνη το ζήτημα της ενίσχυσης των ανατολικοευρωπαϊκών οικονομιών από την Ε.Ε. Η Δυτική Ευρώπη ήταν ιδιαίτερος εκτεθειμένη στην Ανατολική Ευρώπη ((% ΑΕΠ: 82% Αυστρία, 53% Ελβετία, 49% Ολλανδία, 42% Βέλγιο) και είχε ισχυρό κίνητρο να βοηθήσει. Οι υποχρεώσεις των τραπεζών της Α. Ευρώπης προς την Δ. Ευρώπη ανέρχονταν στο τρίτο τρίμηνο του 2009 σε 1,5 τρις επί συνολικών

υποχρεώσεων 1,66 τρις σύμφωνα με τα στοιχεία της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών.²⁴

Πίνακας 3.3
Δημοσιονομικά Πακέτα

	Κόστος	% ΑΕΠ 2009
ΗΠΑ		
2008	\$ 168 δισ.	1,2%
2009-19	\$ 789 δισ.	5,5%
Ε.Ε.-16 2009-10		
	€245 δισ.	2,6%
Κίνα		
2009-10	CHY 4 τρις.	13,0%

Δημοσιονομικό Έλλειμμα
(% ΑΕΠ)

	2008	2009
ΗΠΑ	-6,4%	-11,3%
Ζώνη του ευρώ	-2,0%	-6,4%
Κίνα	-0,4%	-3,8%

Πηγή: European Commission, Economist Intelligence Unit

Σημείωση: Στις Η.Π.Α. τα στοιχεία αντιπροσωπεύουν την American Recovery and Reinvestment Act

3.5 Ο νέος ρόλος των G-20 και του ΔΝΤ

Η αντιμετώπιση της κρίσης απαιτούσε διεθνή συντονισμό. Αυτό έγινε εμφανές πολύ σύντομα. Το ρόλο του συντονισμού ανέλαβε να παίξει η ομάδα χωρών των G-20, η ομάδα των 19 σημαντικότερων οικονομιών συν την Ε.Ε.. Επειδή η κρίση ήταν διεθνής, η ομάδα των G-20 αναδείχτηκε φυσιολογικά ως το κυριότερο όργανο διαβούλευσης και συντονισμού των οικονομικών

²⁴ Όπως θα αναλυθεί στο επόμενο τμήμα, οι δημοσιονομικές πολιτικές έχουν κόστος και δημιουργούν με τη σειρά τους νέους κινδύνους. Τα συνεχώς διογκούμενα δημοσιονομικά χρέη απειλούν να ξεφύγουν εκτός ελέγχου και η μελλοντική τους εξυπηρέτηση σε ένα διεθνές περιβάλλον χαμηλής ανάπτυξης θα επιβαρύνει τις μελλοντικές αναπτυξιακές δυνατότητες. Ορισμένοι αναλυτές επιπλέον φοβούνται τη μελλοντική αναζωπύρωση του πληθωρισμού, αφού κατά τη γνώμη τους η νομισματική και δημοσιονομική επέκταση είναι δύσκολο να αναστραφούν.

πολιτικών σε διεθνές επίπεδο, υπέρ-σκιάζοντας την παραδοσιακή ομάδα των πλουσιότερων χωρών, των G -8.

Στις τρεις μέχρι τώρα συνεδριάσεις σε επίπεδο αρχηγών κρατών των G-20 (Ουάσιγκτον 11/2008, Λονδίνο 4/2009 και Πίτσμπουργκ 9/2009) πάρθηκαν μια σειρά από σημαντικές αποφάσεις, οι οποίες ενίσχυσαν σε μεγάλο βαθμό την εμπιστοσύνη των αγορών και βοήθησαν στην αντιμετώπιση της κρίσης. Οι αποφάσεις αφορούσαν κυρίως:

- i. τον συντονισμό των οικονομικών πολιτικών (δημοσιονομική επέκταση) για τον περιορισμό της κρίσης
- ii. την αναδιάρθρωση των χρηματοοικονομικών αγορών
- iii. την ενίσχυση του διεθνούς εμπορίου με αποφυγή μέτρων προστατευτισμού και τη χρηματοδότησή του με \$250 δισ.
- iv. την ενίσχυση του ΔΝΤ ως κύριου μέσου χρηματοδότησης των οικονομιών σε κρίση (επιπλέον πόροι ύψους \$750 δισ.) και με χαλάρωση των κριτηρίων χρηματοδότησης
- v. την ενίσχυση του ρόλου των αναπτυσσόμενων οικονομιών, ιδίως της Κίνας – αύξηση του αριθμού ψήφων των αναδυόμενων οικονομιών στο ΔΝΤ και την Παγκόσμια Τράπεζα εις βάρος των ανεπτυγμένων κρατών
- vi. την αναπτυξιακή βοήθεια στις φτωχότερες οικονομίες (επιπλέον πόροι \$100 δισ.)
- vii. την αναστροφή της τάσης απορύθμισης του χρηματοπιστωτικού συστήματος, που αναγνωρίστηκε ως βασική αιτία δημιουργίας της κρίσης, με αυστηρότερους κανόνες για τα hedge funds και τους οίκους αξιολόγησης
- viii. τη δημιουργία του Financial Stability Board (βλέπετε επόμενη ενότητα) για τον διεθνή συντονισμό των προσπαθειών.

Οι πολιτικές των G-20 ήταν ευπρόσδεκτες από τις αγορές αλλά έτυχαν και κριτικής. Τέθηκαν θέματα εκπροσώπησης του υπόλοιπου κόσμου, ο οποίος επηρεάζεται από αυτές τις αποφάσεις, αλλά και θέματα της μη επαρκούς εφαρμογής των αποφάσεων. Επίσης, κάποιοι θεωρούν ότι η χαλάρωση των κριτηρίων χρηματοδότησης από το ΔΝΤ μπορεί να βοηθά στην αντιμετώπιση των κρίσεων αλλά δεν βοηθά στην άσκηση πίεσης για την

πραγματοποίηση των απαραίτητων μεταρρυθμίσεων από τα κράτη που αντιμετωπίζουν προβλήματα (Edwards (2009)).

3.6 Ο Γολγοθάς της προσπάθειας απάλειψης του πανικού στο πρώτο τρίμηνο του 2009

Παρά τα προηγούμενα μέτρα, η κρίση εντάθηκε τους πρώτους μήνες του 2009 και ο φόβος κατάρρευσης συνέχισε να υπάρχει. Έτσι, η αμερικανική κυβέρνηση προσπάθησε να βάλει τέλος στα σενάρια χρεοκοπίας του τραπεζικού συστήματος, δημοσιοποιώντας τον Μάιο του 2009 τα αποτελέσματα των ασκήσεων προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων των αμερικανικών τραπεζών. Τα αποτελέσματα αυτά αποδείχτηκαν πολύ σημαντικά για την αποκατάσταση ως ένα βαθμό της εμπιστοσύνης στο τραπεζικό σύστημα. Συμμετείχαν 19 αμερικανικές τράπεζες, αυτές με ενεργητικό στο τέλος του 2008 άνω των \$100 δισ. Οι 19 αυτές τράπεζες είχαν συνολικό ενεργητικό περίπου \$10 τρισ. και αντιπροσώπευαν το 70% του ενεργητικού του τραπεζικού τομέα των ΗΠΑ.

Στην προσομοίωση χρησιμοποιήθηκαν δύο σενάρια κάτω από τα οποία οι τράπεζες εκτίμησαν τις απώλειες στην αξία των στοιχείων του ενεργητικού τους και τα έσοδά τους για την περίοδο 2009-2010. Η κυριότερη κριτική στα τέστ ήταν ότι τα σενάρια δεν ήταν αρκετά ακραία/δυσμενή. Στον Πίνακα 3.4 παρατίθενται οι λεπτομέρειες των δύο σεναρίων. Σύμφωνα με το χειρότερο από τα δύο σενάρια, οι συνολικές εκτιμώμενες απομειώσεις για το 2009-2010 φτάνουν τα \$599 δισ.. Αν αφαιρεθούν οι απώλειες του πρώτου τριμήνου 2009 ύψους \$64 δισ., που ήδη έχουν αφαιρεθεί από τα κεφάλαια, και τα εκτιμώμενα έσοδα της περιόδου, ύψους \$350 δισ., τότε οι κεφαλαιακές ανάγκες φτάνουν τα \$185 δισ.. Αν επιπλέον αφαιρεθούν οι ήδη προγραμματισμένες αυξήσεις κεφαλαίου και τα κέρδη του 1^{ου} τριμήνου του 2009, ύψους \$110 δισ., τότε απομένουν \$75 δισ. ως συνολικές κεφαλαιακές ανάγκες. Το τελικό μικρό αυτό

Η ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΚΑΙ ΤΟ ΜΕΛΛΟΝ ΤΗΣ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

ποσό, αν και ο υπολογισμός του περιέχει πολλά ερωτηματικά, καθυσύχασε τις αγορές.²⁵

Πίνακας 3.4
Σενάρια ασκήσεων προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων

Σενάριο	2009	2010
ΑΕΠ		
% πραγματικός ρυθμός ανάπτυξης		
Βασικό	-2,0	2,1
Δυσμενές	-3,3	0,5
Ανεργία		
Βασικό	8,4	8,8
Δυσμενές	8,9	10,3
Τιμές Ακινήτων		
Βασικό	-14	-4
Δυσμενές	-22	-7

Πηγή: Brookings Institution

²⁵ Ο υπολογισμός δεν είναι υπολογισμός για ακραίες καταστάσεις, αλλά έφερε το αποτέλεσμα που ήθελαν οι Αρχές. Οι αγορές αναζητούσαν μια άγκυρα από επίσημη πηγή και τη βρήκαν. Την εποχή εκείνη το ΔΝΤ και ο γνωστός αναλυτής Ν. Ρουμπίνι δημοσίευσαν τις δικές τους εκτιμήσεις για την ανάγκη κεφαλαιακής ενίσχυσης των 19 τραπεζών (Douglas E. (2009)). Το ΔΝΤ εκτιμούσε ότι δεν απαιτούνται επιπλέον κεφάλαια, ενώ ο Ρουμπίνι εκτιμούσε τις επιπλέον απαιτήσεις στα \$491 δισ.

4. Η παγκόσμια οικονομία

Μέχρι πρόσφατα, οι μακροοικονομολόγοι, αγνοώντας τις αρνητικές ενδείξεις από την ύπαρξη αδικαιολόγητα υψηλών τιμών ορισμένων περιουσιακών στοιχείων – ή «φουσκών» – καθώς και τις μεγάλες παγκόσμιες ανισορροπίες στην προσφορά και τη ζήτηση αγαθών και υπηρεσιών ανάμεσα στις διαφορετικές χώρες του πλανήτη, συζητούσαν σε ποιον θα πρέπει να αποδοθούν τα εύσημα για την περίοδο της τελευταίας δεκαετίας με την υψηλή παγκόσμια ανάπτυξη και τον χαμηλό πληθωρισμό, ή την περίοδο του “great moderation», όπως ονομάστηκε. Διαφωνούσαν, δηλαδή, αν ήταν αποτέλεσμα τύχης ή της νέας και βελτιωμένης πρακτικής των κεντρικών τραπεζών να στοχεύουν σε συγκεκριμένο ρυθμό πληθωρισμού (Bernanke (2004), Stock and Watson (2003)). Η πεποίθηση για το great moderation εδραιώθηκε και από το γεγονός ότι την περίοδο 2002-2007 σημειώθηκε η υψηλότερη ανάπτυξη των τελευταίων 40 ετών. Όμως, η κρίση που πρώτα εκδηλώθηκε στη διεθνή διατραπεζική αγορά τον Αύγουστο του 2007, έδωσε τέλος στην αυταπάτη των χαμηλών πληθωρισμών με υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης.

4.1 Η επίδραση της χρηματοοικονομικής κρίσης στην πραγματική οικονομία

Η χρηματοοικονομική κρίση πολύ γρήγορα μετατράπηκε σε οικονομική, καθώς τα προβλήματα μεταδόθηκαν στην πραγματική οικονομία. Το χρηματοπιστωτικό σύστημα βρίσκεται στην καρδιά της σύγχρονης παγκόσμιας οικονομικής δομής. Οι απομειώσεις δημιούργησαν προβλήματα φερεγγυότητας και οδήγησαν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα σε βίαιη απομόχλευση. Τράπεζες που στο παρελθόν δάνειζαν 50 φορές τα ίδια κεφάλαιά τους αναγκάστηκαν να περιορίσουν το δανεισμό προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά κατά 50 φορές το χάσμα στα κεφάλαιά τους. Έτσι, θέσπισαν αυστηρότερα πιστωτικά κριτήρια (Διάγραμμα 4.1) και περιορίσαν τις πιστώσεις (Διάγραμμα 4.2).²⁶

Η απομόχλευση, απαραίτητη για να επανέλθει η ισορροπία στον χρηματοοικονομικό τομέα, οδηγεί τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά σε

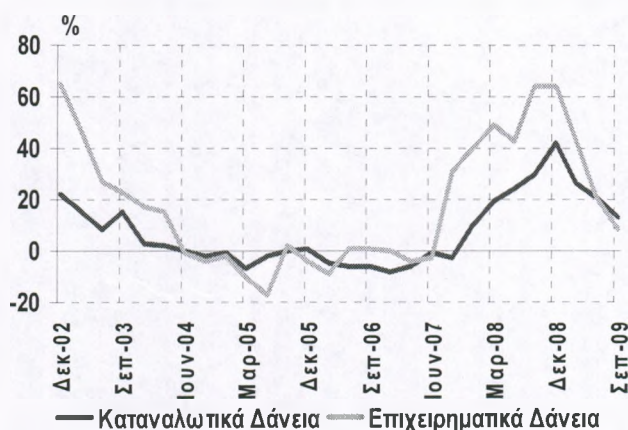
²⁶ Από το 1ο τρίμηνο του 2009, σε Ευρωζώνη και ΗΠΑ παρατηρείται μείωση της τάσης για αυστηρότερα πιστωτικά κριτήρια.

Η ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΚΑΙ ΤΟ ΜΕΛΛΟΝ ΤΗΣ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

συρρίκνωση των δραστηριοτήτων τους, γεγονός που σημαίνει μείωση του προσωπικού, αύξηση της ανεργίας, λιγότερη παραγωγή, λιγότερο εισόδημα και επιμήκυνση της ύφεσης. Η πολλαπλασιαστική αυτή αρνητική επίδραση από το χάσμα κεφαλαίων στο νέο δανεισμό καθώς και στην ανανέωση των παλαιών δανείων μεταφέρει την κρίση στην πραγματική οικονομία. Η έλλειψη πιστώσεων συνέβαλλε μαζί με την πτώση της καταναλωτικής και επιχειρηματικής εμπιστοσύνης και στην κατάρρευση του παγκόσμιου εμπορίου.

Διάγραμμα 4.1α

% τραπεζών που αναφέρουν αυστηρότερα πιστωτικά κριτήρια στην Ευρωζώνη



Πηγή: EKT, The Euro Area Bank Lending Survey, September 2009

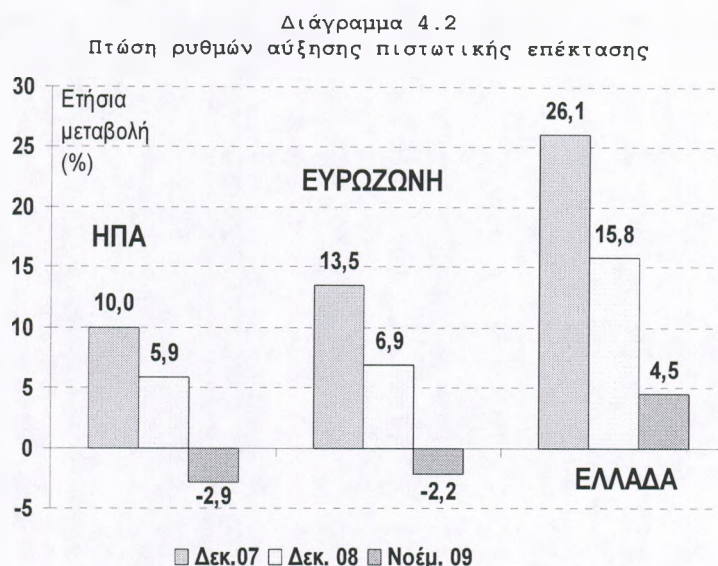
Διάγραμμα 4.1β

% τραπεζών που αναφέρουν αυστηρότερα πιστωτικά κριτήρια στις Η.Π.Α.



Πηγή: Federal Reserve, The Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices, September 2009

Η ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΚΑΙ ΤΟ ΜΕΛΛΟΝ ΤΗΣ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ



Πηγή: ΕΚΤ, Federal Reserve

Σήμερα γνωρίζουμε ότι το 2009 η παγκόσμια οικονομία βρέθηκε αντιμέτωπη με τη χειρότερη ύφεση της μεταπολεμικής περιόδου, με το ρυθμό ανάπτυξης να μειώνεται σημαντικά και την ανάκαμψη να αναμένεται αναιμική για το 2010. Από τη δεκαετία του 1930 και την τότε Μεγάλη Ύφεση, ποτέ ξανά η υφήλιος δεν είχε αρνητικούς ρυθμούς ανάπτυξης. Οι τελευταίες προβλέψεις του ΔΝΤ (Οκτώβριος 2009) για τον παγκόσμιο ρυθμό ανάπτυξης του 2009 είναι -1,1% (Διάγραμμα 4.3). Η επιβράδυνση της παγκόσμιας ανάπτυξης επιταχύνθηκε με τη ραγδαία πτώση των εξαγωγών εξαιτίας της μείωσης της παγκόσμιας ζήτησης, τη μείωση των δανείων που χορηγούν οι τράπεζες και την πτώση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων (μετοχές, ακίνητα κτλ.). Μέσα στο 2009 οι προβλέψεις για την εξέλιξη της ύφεσης συμπλήρωσαν έναν κύκλο, με τους αναλυτές σχετικά αισιόδοξους για το μέγεθος και την διάρκειά της, στη συνέχεια εξαιρετικά απαισιόδοξους και προς το τέλος του 2009 σχετικά αισιόδοξους. Πριν έξι μήνες, οι προβλέψεις του Απριλίου 2009 του ΔΝΤ για το 2010 ήταν στο 1,9%. Τον Οκτώβριο του 2009 έγιναν 3,1%.

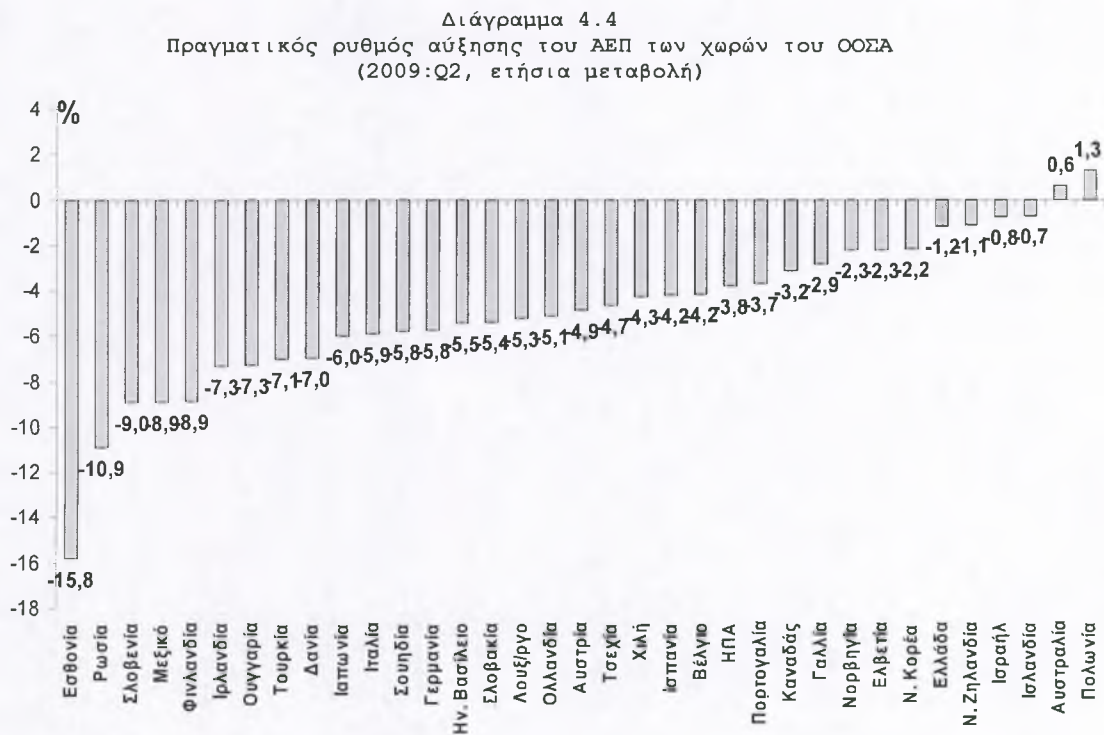
Οι επιπτώσεις της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης έγιναν λοιπόν εμφανείς στις πραγματικές οικονομίες, πλήττοντας όχι μόνο χώρες όπως οι ΗΠΑ, που βρέθηκαν στο επίκεντρο της κρίσης, αλλά τις οικονομίες όλων των χωρών ανεξαιρέτως, αναπτυγμένων και αναπτυσσόμενων (Διάγραμμα 4.4). Πλέον στο τρίτο τρίμηνο του 2009 οι ρυθμοί ανάπτυξης έχουν αρχίσει να

Η ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΚΑΙ ΤΟ ΜΕΛΛΟΝ ΤΗΣ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

επανέρχονται σε θετικό έδαφος και η ανάπτυξη αναμένεται να ενισχυθεί περαιτέρω το 2010.



Πηγή: ΔΝΤ, World Bank

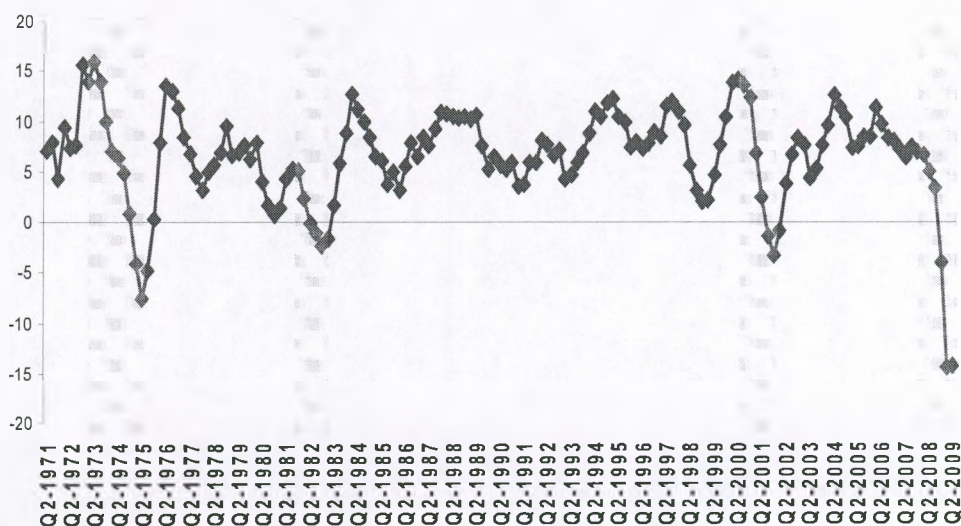


Πηγή: ΟΟΣΑ

4.2 Η πτώση του διεθνούς εμπορίου

Η κρίση και οι επιπτώσεις της στην πραγματική οικονομία δεν άφησαν ανεπηρέαστο το διεθνές εμπόριο. Η κατάρρευση του διεθνούς εμπορίου είναι χαρακτηριστικό σημάδι της ύφεσης και σημαντικός παράγων εμβάθυνσής της. Το παγκόσμιο εμπόριο έχει σημειώσει σημαντική πτώση σε τρεις περιπτώσεις μετά το Β΄ Παγκόσμιο Πόλεμο: Κατά την διάρκεια της πετρελαϊκής κρίσης το 1974-75, το 1982-83 και κατά το 2001-02 με το σπάσιμο της φούσκας των τεχνολογικών μετοχών και τις επιθέσεις της 11^{ης} Σεπτεμβρίου (Διάγραμμα 4.5). Η πτώση, όμως, που ξεκίνησε στα μέσα του 2007 μαζί με την χρηματοοικονομική κρίση, εξελίχτηκε από τα μέσα του 2008 σε κατάρρευση. Η πτώση αυτή ήταν συγχρονισμένη, αφορούσε όλες τις οικονομίες και όλες τις κατηγορίες εμπορευμάτων.

Διάγραμμα 4.5
Διεθνές Εμπόριο
(Τριμηνιαία στοιχεία 1971 Q2 - 2009 Q2, σε σταθερές τιμές 2000, ετήσιοι ρυθμοί μεταβολής %)



Πηγή: ΟΟΣΑ

Το διεθνές εμπόριο είναι διαχρονικά πολύ ευαίσθητο σε μεταβολές του ΑΕΠ. Ο μέσος όρος αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ την περίοδο 1980 – 2008 ήταν 3,3% ενώ η αντίστοιχη αύξηση του παγκόσμιου εμπορίου ήταν 6,8%. Η οικονομετρική ανάλυση δείχνει ότι η ελαστικότητα του εμπορίου ως προς την οικονομική δραστηριότητα ήταν 2,3, δηλαδή μια πτώση της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας κατά μία ποσοστιαία μονάδα οδηγεί σε πτώση

του παγκόσμιου εμπορίου κατά 2,3 ποσοστιαίες μονάδες. Έτσι, η προβλεπόμενη μεγάλη πτώση του παγκόσμιου ΑΕΠ (-1,1% το 2009 σύμφωνα με τις προβλέψεις του ΔΝΤ) θα περιμέναμε να οδηγήσει σε συρρίκνωση του ρυθμού ανάπτυξης του παγκόσμιου εμπορίου το 2009 στο -2,9% από περίπου +2,8% το 2008. Σε περιόδους υφέσεων, περιμένει κανείς αυτή η σχέση να διαταράσσεται. Σύμφωνα με τη Freund (2009), κατά τη διάρκεια των προηγούμενων τεσσάρων μεγαλύτερων μεταπολεμικών υφέσεων το παγκόσμιο εμπόριο έπεσε 4,8 φορές περισσότερο από ότι το παγκόσμιο ΑΕΠ. Τα στοιχεία όμως για το πρώτο μισό του 2009 δείχνουν μια πολύ μεγαλύτερη πτώση που ξεπερνά το -14%, πολύ μεγαλύτερη από ότι αναμένονταν με βάση την προϊστορία των υφέσεων.

Οι αιτίες της πολύ μεγάλης πτώσης είναι, σύμφωνα με τους ερευνητές, η σύνθεση του παγκόσμιου εμπορίου και η παγκοσμιοποίηση (Baldwin (2009)). Η ύφεση και η ανασφάλεια προκάλεσαν αναβολές στην κατανάλωση και την παραγωγή κάποιων αγαθών και υπηρεσιών π.χ. διαρκή καταναλωτικά αγαθά, περισσότερο από κάποια άλλα, καθώς και στα ενδιάμεσα αγαθά που αφορούν την παραγωγή αυτών π.χ. πλαστικά και χημικά. Η παραγωγή αυτών των αγαθών αποτελεί μικρό κομμάτι του παγκόσμιου ΑΕΠ αλλά το σύνολο σχεδόν του διεθνούς εμπορίου. Η διαταραχή λοιπόν στην πλευρά της ζήτησης της παγκόσμιας οικονομίας αφορούσε μέρος μόνο της παγκόσμιας παραγωγής αλλά το σύνολο σχεδόν του διεθνούς εμπορίου. Έτσι, σε αντίθεση με το παρελθόν, το εμπόριο επηρεάστηκε πολύ περισσότερο. Η δεύτερη αιτία πρέπει να αναζητηθεί στην επίδραση της παγκοσμιοποίησης και στη δημιουργία διεθνών αλυσίδων παραγωγής. Οι διεθνείς αλυσίδες παραγωγής βοήθησαν στην εκτίναξη του όγκου του παγκόσμιου εμπορίου τη δεκαετία του 90. Το άνοιγμα πολλών οικονομιών και η κατάργηση των περιορισμών στο εμπόριο βοήθησαν στη δημιουργία τους. Μεγάλο μέρος του παγκόσμιου εμπορίου αφορά τη μεταφορά πρώτων υλών σε χώρες που κατασκευάζονται κάποια μέρη των τελικών προϊόντων, από εκεί σε χώρες που γίνεται η συναρμολόγηση και τέλος τη μεταφορά του τελικού προϊόντος στον καταναλωτή. Αυτή η διαδικασία σε συνδυασμό με τη χρήση μεθόδων παραγωγής just-in-time βοηθούν στη πιο άμεση από ποτέ μετάδοση των σοκ από την πλευρά της ζήτησης. Ακόμα και πριν από μια δεκαετία μία πτώση

στις λιανικές πωλήσεις στις ΗΠΑ θα έπαιρνε κάποιους μήνες για να επηρεάσει την παραγωγή των εργοστασίων και ακόμα περισσότερο να φτάσει στους προμηθευτές αυτών των εργοστασίων. Σήμερα η μετάδοση μέσω των διεθνών αλυσίδων παραγωγής είναι αστραπιαία.

Οι προοπτικές του διεθνούς εμπορίου για τα επόμενα χρόνια εξαρτώνται από την πορεία της παγκόσμιας οικονομίας. Η ανάκαμψη του διεθνούς εμπορίου αναμένεται να είναι ανάλογη με της ανάκαμψης της παγκόσμιας οικονομίας αλλά, τηρουμένων των αναλογιών, εξίσου απότομη και μεγάλη σε έκταση με την προηγούμενη πτώση του.

4.3 Ξεπεράστηκε η κρίση:

Υπάρχουν στοιχεία που δείχνουν ότι πλησιάζουμε στο τέλος της κρίσης. Οι πρόσφατες αποφάσεις των ηγετών των 20 πλουσιότερων κρατών (G-20), ιδίως η δέσμευση για επιπλέον χρηματοδότηση του ΔΝΤ, επέδρασαν θετικά κυρίως στις οικονομίες της Νέας Ευρώπης.²⁷ Οι ασκήσεις προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων (stress tests) των αμερικανικών τραπεζών βοήθησαν να μειωθεί σημαντικά, αλλά όχι και να εξαλειφθεί, η αβεβαιότητα στις αγορές. Τα περιθώρια στις χρηματοοικονομικές αγορές μειώθηκαν αν και παραμένουν υψηλότερα των ιστορικών τους μέσων όρων. Τα επίπεδα ρευστότητας έχουν επίσης ομαλοποιηθεί σε μεγάλο βαθμό.

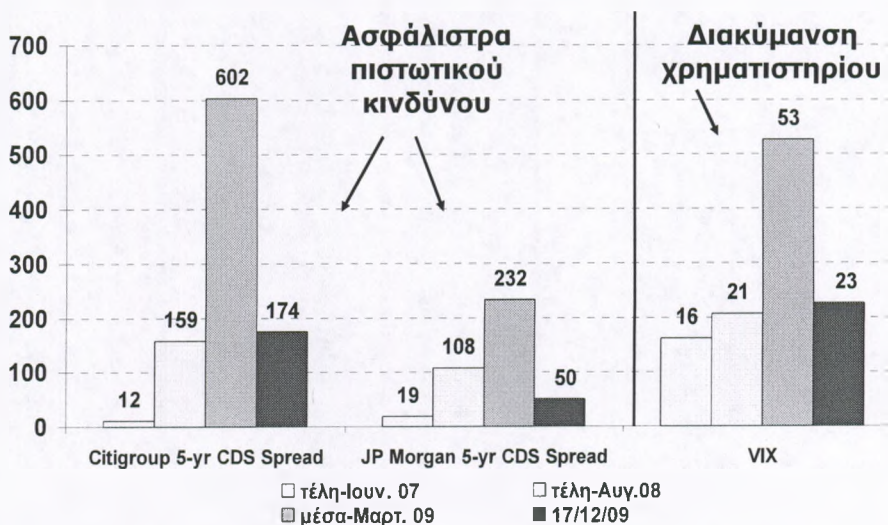
Πολλά θα εξαρτηθούν από την πολιτική που θα ακολουθήσουν οι κεντρικές τράπεζες για την απόσυρση των έκτακτων μέτρων παροχής ρευστότητας που μαζί με τα δημοσιονομικά πακέτα των κυβερνήσεων βοήθησαν τα μέγιστα στην αποτροπή κατάρρευσης του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος και στην επανεκκίνηση της παγκόσμιας οικονομίας. Είναι πιθανό η απόσυρση αυτή να μην αποφασιστεί εύκολα, παρά μόνον όταν η ανάκαμψη δείχνει μη αναστρέψιμη. Πολλοί επιθυμούν να δοθεί

²⁷ Το ΔΝΤ αναμένεται να βγει από την κρίση ενδυναμωμένο και με μεγαλύτερη ικανότητα και περισσότερα μέσα για να καταπολεμήσει μελλοντικές κρίσεις. Ένα επιπλέον κέρδος από την κρίση θα είναι η συνειδητοποίηση σε παγκόσμια κλίμακα ότι ο προστατευτισμός πλήττει την παγκόσμια ανάπτυξη.

αρκετός χρόνος στο σύστημα ώστε να επανέλθει σε φυσιολογικούς ρυθμούς. Εκτιμώ ότι στην Ευρώπη η απόσυρση θα ξεκινήσει γρηγορότερα από τις ΗΠΑ, καθώς η ΕΚΤ εμφανίζεται πιο επιθετική στις ανακοινώσεις της. Επίσης, είναι πιθανό πρώτα οι κεντρικές τράπεζες να αποσύρουν τη ρευστότητα και μετά να αρχίσουν να ανεβάζουν τα επιτόκια παρέμβασης. Το θέμα αυτό έχει ξεκινήσει να γίνεται αντικείμενο ευρύτερης συζήτησης στα ερευνητικά τμήματα των κεντρικών τραπεζών.

Τα ασφάλιστρα κινδύνου έχουν μειωθεί δραματικά σε σχέση με το πρώτο τρίμηνο του 2009, όταν ο κίνδυνος κατάρρευσης κυριαρχούσε. Όμως, τα ασφάλιστρα αυτά παραμένουν πολύ υψηλότερα από το επίπεδο που βρίσκονταν πριν το ξεκίνημα της κρίσης. Για παράδειγμα, το ασφάλιστρο πιστωτικού κινδύνου της Citigroup το Δεκέμβριο του 2009 είναι 15 φορές μεγαλύτερο από τον Ιούνιο του 2007. Το αντίστοιχο ασφάλιστρο της J. P. Morgan είναι δύο φορές μεγαλύτερο (Διάγραμμα 4.6). Εκτιμώ ότι τα ασφάλιστρα αυτά δεν πρόκειται να μειωθούν στα προ κρίσης επίπεδα τα επόμενα χρόνια. Η αγορά θα τιμολογεί πιο ορθολογικά τον πιστωτικό κίνδυνο στο μέλλον.

Διάγραμμα 4.6
Ασφάλιστρα Κινδύνου



Πηγή: Bloomberg

Η ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΚΑΙ ΤΟ ΜΕΛΛΟΝ ΤΗΣ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

Από τα μέσα Μαρτίου 2009, τα χρηματιστήρια εισήρθαν σε ανοδική τροχιά εξαιτίας (i) μείωσης του ασφαλιστικού κινδύνου και (ii) του τερματισμού της επιτάχυνσης της πτώσης του ΑΕΠ. Φυσικά δεν επανήλθαν στα προ της κρίσης επίπεδα. Η πορεία των χρηματιστηριακών δεικτών δείχνει να υποστηρίζει την άποψη ότι η κρίση τελείωσε. Όμως, το ερώτημα είναι αν μπορούμε να εμπιστευτούμε μία αγορά η οποία έδειχνε να αγνοεί την εξελισσόμενη κρίση για τουλάχιστον 6 μήνες στη διάρκεια του 2007. Τα χρηματιστήρια έδειξαν να αντιλαμβάνονται το μέγεθος της κρίσης το Ιανουάριο του 2008. Η πτώση τους έγινε πιο έντονη με τον πανικό που ακολούθησε την κατάρρευση της Lehman Brothers τον Σεπτέμβριο του 2008.

Υπάρχουν και στοιχεία που υποδεικνύουν ότι έχουμε ακόμα αρκετό δρόμο πριν το τέλος της κρίσης και αρκετούς σκοπέλους να αποφύγουμε. Τα προβληματικά δάνεια αναμένεται να αυξηθούν ακόμα περισσότερο, αφού η ιστορική εμπειρία δείχνει ότι αυξάνονται με κάποια καθυστέρηση σε σχέση με την είσοδο της παγκόσμιας οικονομίας σε ύφεση, κάτι που επιμηκύνει την χρηματοπιστωτική πίεση. Επίσης, παρά τη μεγάλη ρευστότητα και τα χαμηλά επιτόκια, οι αδυναμίες του τραπεζικού συστήματος παραμένουν. Η πιθανότητα μιας νέας μεγάλης αρνητικής έκπληξης, όπως αυτή της κατάρρευσης της Lehman Brothers τον Σεπτέμβριο του 2008 είναι μικρή αλλά όχι μηδενική. Μάλιστα στο παρελθόν, ορισμένοι αναλυτές εξέφραζαν ανησυχίες για τις επιπτώσεις μιας πιθανής κατάρρευσης του δολαρίου συνδυασμένης με κάποιο λάθος πολιτικής ή τις επιπτώσεις από τις απώλειες στην αγορά των εμπορικών ακινήτων. Εκτιμώ όμως ότι οι φόβοι για μια νέα κατάρρευση είναι υπέρ τονισμένοι. Τα χειρότερα της κρίσης ξεπεράστηκαν και το ερωτηματικό είναι πόσο ακόμα θα διαρκέσει η ύφεση.

5. Τι μας επιφυλάσσει το μέλλον;

5.1 Η παγκόσμια ανάπτυξη στο μέλλον

Η κρίση δεν εξελίχτηκε στη Μεγάλη Ύφεση της εποχής μας, ούτε είναι τελικά για τον καπιταλισμό ότι ήταν το «1989» για τον κομμουνισμό. Η κρίση έχει όμως αφήσει μόνιμα σημάδια στην παγκόσμια οικονομία και, ιδιαίτερα, σε αυτό που ενδιαφέρει όλους μας, τις μεσο-μακροπρόθεσμες αναπτυξιακές προοπτικές της. Ακόμα και αν υποθέσουμε ότι ο χρηματοοικονομικός τομέας θα σταθεροποιηθεί σταδιακά, παραμένει αναπάντητο το ερώτημα από πού θα προέλθει η μελλοντική ανάπτυξη. Κίνδυνοι και ανισορροπίες εξακολουθούν να υπάρχουν, ενώ η προσπάθεια αντιμετώπισης της κρίσης δημιούργησε νέους κινδύνους.

Παρελθούσες χρηματοοικονομικές κρίσεις ακολουθήθηκαν από μειωμένους ρυθμούς ανάπτυξης (IMF (2009b)). Σήμερα οι εκτιμήσεις συγκλίνουν ότι εισερχόμαστε σε μια τέτοια περίοδο χαμηλότερης παγκόσμιας οικονομικής ανάπτυξης από ότι την περίοδο που μας οδήγησε στην κρίση. Οι επενδύσεις έχουν μειωθεί δραστικά και η ανεργία αναμένεται να παραμείνει σε υψηλά επίπεδα. Οι προσπάθειες που καταβάλλονται για τον περιορισμό των επιπτώσεων της κρίσης και τη σταθεροποίηση, κυρίως του χρηματοπιστωτικού τομέα, δεν είναι χωρίς κόστος. Ως κόστος δεν είναι μόνο στο άμεσο χρηματικό κόστος αλλά και η αρνητική επίπτωση στις αναπτυξιακές προοπτικές. Οι ενέργειές μας σήμερα, όσο απαραίτητες και αν είναι, κοστίζουν σε μονάδες μελλοντικής οικονομικής ανάπτυξης.

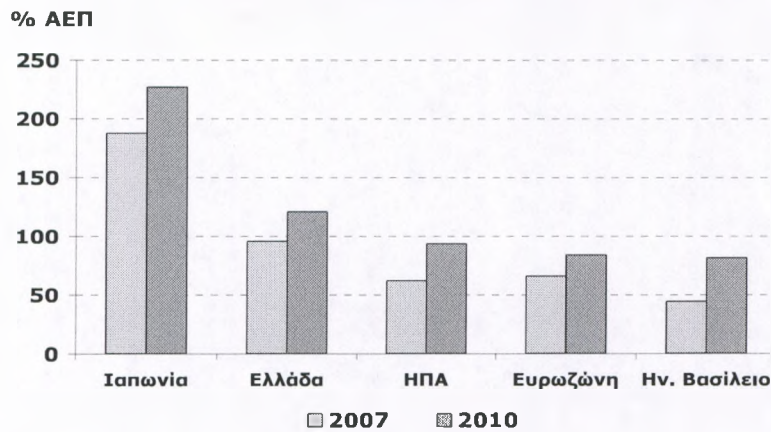
Ο δυνητικός ρυθμός ανάπτυξης αναμένεται να μειωθεί στο άμεσο μέλλον καθώς τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα θα χρειαστεί να αναδιοργανωθούν και οι αγορές να ομαλοποιηθούν ώστε να καταστεί δυνατή η απαραίτητη πιστωτική επέκταση για την αύξηση των επενδύσεων, της παραγωγικότητας και την ανακατανομή του εργατικού δυναμικού. Μεσοπρόθεσμα, επίσης, θα πρέπει να προσεχθεί από την πλευρά των κεντρικών τραπεζών ο κίνδυνος πληθωριστικών πιέσεων, που πηγάζει από τη σημερινή επεκτατική νομισματική πολιτική. Πέραν, όμως, από τις μεσοπρόθεσμες τριβές στο παγκόσμιο σύστημα και την οικονομική πολιτική,

υπάρχουν και άλλοι αιτιώδεις και ουσιαστικοί παράγοντες αναμενόμενης πτώσης του ρυθμού ανάπτυξης. Οι κύριοι παράγοντες είναι τρεις: Η αναμενόμενη άνοδος των πραγματικών επιτοκίων, η περιοριστική δημοσιονομική πολιτική και η αποκατάσταση των παγκόσμιων ανισορροπιών.

Ο πρώτος παράγοντας, το κόστος χρήματος, αναμένεται να αυξηθεί ως συνέπεια ενός αριθμού αιτιών: α) Τα απαιτούμενα ασφάλιστρα κινδύνου θα παραμείνουν αυξημένα σε σχέση με τα – όπως αποδείχτηκαν – μη κανονικά επίπεδα προ της κρίσης, β) Θα αυξηθεί το κόστος διαμεσολάβησης λόγω υψηλής ζήτησης από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα για νέα κεφάλαια ώστε να αντισταθμίσουν τις απώλειες τους αλλά και εξαιτίας των απαιτήσεων της αναμενόμενης αυστηρότερης νομοθεσίας για υψηλότερους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας, γ) Η αύξηση του δημοσίου χρέους διεθνώς – απαραίτητη για την οικονομική σταθεροποίηση και την αποφυγή ολικής κατάρρευσης – έχει ως συνέπεια την αύξηση του ανταγωνισμού με τον ιδιωτικό τομέα για προσέλκυση πόρων (crowding out effect) και δ) Η επεκτατική νομισματική πολιτική που ακολουθούν οι κεντρικές τράπεζες κάποια στιγμή θα αποσυρθεί όταν γίνει σαφές ότι οι μεγάλες οικονομίες έχουν βγει από την ύφεση.

Ο δεύτερος αρνητικός παράγοντας είναι η μελλοντική δημοσιονομική πολιτική. Η μελλοντική οικονομική ανάπτυξη δεν θα μπορεί να στηριχθεί, στο βαθμό που το κάνει σήμερα, στη δημοσιονομική επέκταση. Οι κυβερνήσεις άσκησαν επεκτατική δημοσιονομική πολιτική, αυξάνοντας σημαντικά τα δημοσιονομικά ελλείμματα και το δημόσιο χρέος, σε μια προσπάθεια να διοχετεύσουν κεφάλαια στην οικονομία και να αποφύγουν μια ύφεση διαρκείας. Όμως δεν μπορούν να συνεχίσουν για πολύ ακόμα αυτή την πολιτική, είτε λόγω περιορισμών όπως το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης είτε και λόγω της πειθαρχίας που επιβάλλουν οι αγορές, καθώς ιδίως σε ένα μελλοντικό περιβάλλον χαμηλής οικονομικής ανάπτυξης το κόστος χρηματοδότησής αυξάνεται. Τα επόμενα χρόνια στόχος θα είναι η επίτευξη πρωτογενών πλεονασμάτων για να μειωθεί το δημόσιο χρέος (Διάγραμμα 5.1).

Διάγραμμα 5.1
Χρέος Γενικής Κυβέρνησης ως προς ΑΕΠ



Πηγή: IMF WEO October 2009

Ο τρίτος αρνητικός παράγοντας σχετίζεται με τη επάνοδο σε βελτιωμένη διεθνή μακροοικονομική ισορροπία. Το μοντέλο οικονομικής ανάπτυξης των τελευταίων ετών στηρίχθηκε σε μια σειρά από παράγοντες, οι οποίοι σήμερα δεν μπορούν να συνεχίσουν να αποτελούν σημεία στήριξης του παγκόσμιου οικονομικού συστήματος. Κάποιοι από αυτούς ήταν αποτέλεσμα ανισορροπιών, οι οποίες δεν είναι πλέον διατηρήσιμες και αναμένεται να αποκατασταθούν σταδιακά. Το μοντέλο ανάπτυξης πολλών χωρών στηρίχθηκε στην κατανάλωση. Ο αμερικανός καταναλωτής είναι αναγκασμένος να μειώσει τη μόχλευσή του και να αυξήσει την αποταμίευση, όπως άλλωστε συμβαίνει και σε πολλές άλλες οικονομίες με υψηλά ποσοστά δανειακής επιβάρυνσης των νοικοκυριών. Η παγκόσμια οικονομία θα είναι πιο ισορροπημένη με τις Η.Π.Α. να μην έχουν τεράστια ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών και την Ασία να μην τα χρηματοδοτεί με τα δικά της τεράστια πλεονάσματα. Αυτό δημιουργεί πρόβλημα στις χώρες που εξάγουν προς τις Η.Π.Α. διότι αναγκάζονται να μειώσουν την παραγωγή τους. Και είναι δύσκολο να αναπληρωθεί παγκοσμίως το χάσμα κατανάλωσης που αναμένεται να αφήσουν οι Αμερικανοί. Ο κινέζος καταναλωτής δεν είναι ακόμα έτοιμος για να αναλάβει τέτοιο ρόλο. Η Ινδία παραμένει μια σχετικά κλειστή οικονομία, ενώ η Ευρώπη πάντα ακολουθούσε τις ΗΠΑ με καθυστέρηση όσον αφορά την ανάπτυξη.

5.2 Η ελληνική οικονομία σε στενωπό διάρκειας

Όσον αφορά την ελληνική οικονομία, είναι μια σχετικά κλειστή οικονομία χωρίς τραπεζικά προβλήματα, η οποία κατά συνέπεια εισήλθε σε ύφεση με καθυστέρηση, το πρώτο τρίμηνο του 2009. Σύμφωνα με όλες τις προβλέψεις, όμως, θα συνεχίσει να κινείται με αρνητικούς ρυθμούς και το 2010, όταν ο υπόλοιπος κόσμος αναμένεται να έχει μπει ήδη σε τροχιά ανάκαμψης. Έτσι, το 2010 τερματίζεται μια πορεία σύγκλισης του ελληνικού βιοτικού επιπέδου με αυτό της ΕΕ-15, που διήρκεσε 13 έτη, από το 1996. Εν τω μεταξύ, η ανεργία αυξάνεται, τα πραγματικά εισοδήματα συμπιέζονται και τα κέρδη των επιχειρήσεων μειώνονται.

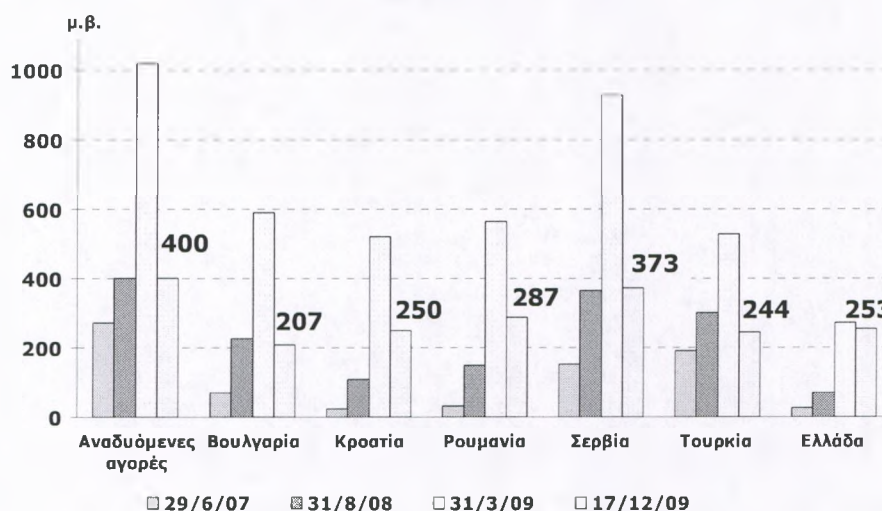
Το μεγάλο ερωτηματικό σήμερα είναι η διάρκεια της στενωπού στην οποία έχει εισέλθει η ελληνική οικονομία κυρίως λόγω των δικών της εγγενών ανισοροπιών, του δημοσιονομικού ελλείμματος και του ελλείμματος τρεχουσών συναλλαγών. Οι τρεις μεγάλοι αξιολογικοί οίκοι, Moody's, Standard & Poor's and Fitch-IBCA, επικεντρώθηκαν στο δημοσιονομικό πρόβλημα και υποβάθμισαν στο τέλος του 2009 την πιστοληπτική ικανότητα της χώρας, επειδή το χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ εκτροχιάστηκε και ξεκίνησε από το 2009 μια ανοδική πορεία. Άλλωστε, οι δαπάνες Γενικής Κυβέρνησης το 2009 βρέθηκαν στο 50% του ΑΕΠ, 5 μονάδες του ΑΕΠ πάνω από τον ιστορικό μέσο όρο τους, μια επιδείνωση που έχει ξεκινήσει από τα μέσα του 2007. Και οι τρεις οίκοι διατηρούν την Ελλάδα στο θάλαμο της αρνητικής προοπτικής (negative outlook), γεγονός που συνεπάγεται πιθανή περαιτέρω υποβάθμιση στο μέλλον.

Το έλλειμμα ανταγωνιστικότητας είναι ακόμα μεγαλύτερο πρόβλημα. Οι δείκτες της Παγκόσμιας Τράπεζας για την ευκολία του επιχειρείν δείχνουν συνεχή επιδείνωση τα τελευταία χρόνια ενώ η σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία της χώρας διαρκώς ανατιμάται. Το έλλειμμα ανταγωνιστικότητας αντικατοπτρίζεται τόσο στον υψηλότερο ελληνικό πληθωρισμό σε σχέση με άλλες χώρες της Ευρωζώνης όσο και στο τεράστιο έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών. Αγοράζουμε πολύ περισσότερα αγαθά και υπηρεσίες από ότι πουλάμε στους ξένους. Η ελληνική οικονομία δεν έχει τη δυνατότητα να παράγει ανταγωνιστικά αγαθά και υπηρεσίες. Ως αποτέλεσμα, το εξωτερικό

χρέος της χώρας έχει αυξηθεί από 94% του ΑΕΠ στο τέλος του 2003 στο 163% στο δεύτερο τρίμηνο του 2009.

Οι αγορές δεν αισιοδοξούν για τη μακροχρόνια προοπτική της ελληνικής οικονομίας. Πιθανόν να θεωρούν ότι η Ελλάδα, αφού δεν κατάφερε να λύσει τα διαθρωτικά της προβλήματα και να εξαλείψει τα διπλά ελλείμματα στην καλή εποχή των υψηλών ρυθμών ανάπτυξης, είναι εξαιρετικά δύσκολο να τα λύσει σε εποχή οικονομικής στασιμότητας. Έτσι, τα περιθώρια δανεισμού του ελληνικού δημοσίου έναντι του γερμανικού έχουν αυξηθεί υπερβολικά και πλησιάζουν τα αντίστοιχα περιθώρια χωρών που δεν είναι μέλη της ζώνης του ευρώ (Διάγραμμα 5.1).

Διάγραμμα 5.1
Περιθώρια επιτοκίων
(10-ετή \$ ομόλογα - ομόλογα ΗΠΑ)



Πηγή: JP Morgan EMBIG, Bloomberg

Σημείωση: Στην περίπτωση της Ελλάδας, το περιθώριο αναφέρεται σε ομόλογα που εκδίδονται σε ευρώ και η χώρα σύγκρισης είναι η Γερμανία. Σε όλες τις υπόλοιπες χώρες, τα περιθώρια εκφράζονται σε \$ και η χώρα σύγκρισης είναι οι Η.Π.Α.

Σήμερα στην Ελλάδα είναι απαραίτητη η στροφή προς ένα μοντέλο πιο εξωστρεφές, βασισμένο στην ανταγωνιστικότητα των ελληνικών επιχειρήσεων και την καινοτομία, τις εξαγωγές και τις επενδύσεις και όχι την κατανάλωση. Είναι, επίσης, απαραίτητο να νοικοκυρευτούν τα δημόσια οικονομικά, να εξισορροπηθεί διαχρονικά το ασφαλιστικό, να γίνει πιο αποτελεσματική και

λιγότερο γραφειοκρατική η λειτουργία του κράτους, να γίνει η Ελλάδα κέντρο προσέλκυσης και όχι απώθησης των ξένων επενδύσεων. Η νέα κυβέρνηση μπορεί να ξεκινήσει με διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις που δεν έχουν χρηματοοικονομικό κόστος, αλλά μόνον πολιτικό. Και το παράθυρο ευκαιρίας βρίσκεται στην αρχή της διακυβέρνησης.

5.3 Νομισματική Πολιτική

Η σημερινή επεκτατική νομισματική πολιτική των κεντρικών τραπεζών δημιουργεί πλήθος ερωτηματικών. Πολλοί αναρωτιούνται για παράδειγμα, πόσο εύκολα μπορεί η Fed ή η ΕΚΤ να αποσύρουν την ρευστότητα που έχουν δώσει όταν η ανάκαμψη των οικονομιών ξεκινήσει. Η γνώμη μου είναι ότι το πρόβλημα δεν είναι τεχνικό αλλά ζήτημα επιθυμητής πολιτικής. Ιδιαίτερα η ΕΚΤ θα μπορεί με μεγάλη ευκολία να αποσύρει τη ρευστότητα. Αιτία είναι το γεγονός ότι για να αποσυρθεί η ρευστότητα αρκεί η ΕΚΤ να μην ανανεώσει τα δάνεια που έχει δώσει στις τράπεζες (Πίνακας 5.1). Για τη Fed, η απόσυρση της ρευστότητας είναι πιο δύσκολη, αφού όχι μόνο η υπάρχουσα ρευστότητα στο σύστημα είναι τεράστια (Διάγραμμα 3.2α), αλλά η Fed έχει στον ισολογισμό της τίτλους από τον ιδιωτικό και ημι-κρατικό τομέα. Δύσκολα πωλούνται τέτοιοι τίτλοι. Θα χρειαστεί πιθανόν να δημιουργηθεί κάποιο ειδικό σχήμα μέσω τρίτων κρατικών φορέων.

Πίνακας 5.1
Υπόλοιπο Χρηματοδότησης από την ΕΚΤ
(Οκτώβριος 2009, δισεκατομμύρια €)

	Ελλάδα	Ζώνη Ευρώ
Συνολική Χρηματοδότηση	42	710,6
εκ της οποίας:		
Πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης	0,2	79,1
Πράξεις μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης	41,8	616,9
Λοιπές πράξεις		14,6
Σύνολο Ενεργητικού	485	31.211
Συνολική Χρηματοδότηση από την ΕΚΤ ως προς σύνολο ενεργητικού τραπεζών	8,7%	2,3%

Πηγή: Ισολογισμοί κεντρικών τραπεζών

Βραχυπρόθεσμα, ένα άλλο ενδιαφέρον ερώτημα είναι αν θα παραμείνουν τα επιτόκια παρέμβασης χαμηλά για αρκετό χρονικό διάστημα

ώστε να παγιωθεί η ανάπτυξη. Και εδώ πιθανόν να υπάρξουν διαφοροποιήσεις ανάμεσα στην ΕΚΤ και τη Fed. Στις Η.Π.Α. η κεντρική τράπεζα εμφανίζεται περισσότερο πρόθυμη να διατηρήσει τα επιτόκια χαμηλά. Εκεί έχει μάλιστα ήδη ξεκινήσει η συζήτηση για τον τρόπο περιορισμού της νομισματικής πολιτικής στο μέλλον, δηλαδή για τον επιθυμητό συνδυασμό των εργαλείων περιορισμού της ρευστότητας και ανόδου των επιτοκίων παρέμβασης. Βέβαια, το 2011 αναμένεται ίσως δυσκολότερο από το 2010, αφού πέραν της περιοριστικής νομισματικής πολιτικής, θα σταματήσει και η σημερινή επεκτατική δημοσιονομική πολιτική.

Πιο μακροπρόθεσμα, η εξέλιξη της κρίσης μπορεί να επιφέρει μια σειρά από αλλαγές πολιτικής. Στο πεδίο της νομισματικής πολιτικής ένα ερώτημα είναι αν η ΕΚΤ θα αναθεωρήσει τον στόχο της, που είναι αποκλειστικά η διατήρηση χαμηλού πληθωρισμού, για να συμπεριλάβει και την οικονομική ανάπτυξη. Η γνώμη μου είναι ότι παρά τις πολυπληθείς πολιτικές πιέσεις, η ΕΚΤ θα αρνηθεί να υποκύψει. Οι πολιτικές πιέσεις στην Ευρωζώνη δύσκολα πιάνουν τόπο, αφού η πιθανότητα συμφωνίας όλων των κυβερνήσεων είναι μικρή και έτσι δύσκολα δημιουργείται συμπαγές μέτωπο απέναντι στην ΕΚΤ.

Ένα δεύτερο ερώτημα μακροπρόθεσμης πολιτικής είναι αν θα αποτελέσουν οι «φούσκες» και ο περιορισμός τους ένα νέο στόχο των νομισματικών αρχών. Είναι ένα ερώτημα που απασχολεί όλες τις κεντρικές τράπεζες. Όμως, είναι εξαιρετικά δύσκολο να απαντηθεί επειδή στη διάρκεια μιας ραγδαίας αύξησης των τιμών των περιουσιακών στοιχείων είναι δύσκολο να διαπιστωθεί αν πρόκειται για φούσκα ή για μείωση των απαιτούμενων ασφάλιστρων κινδύνου των επενδυτών. Ο διαχωρισμός μεταξύ δικαιολογημένων και μη δικαιολογημένων μεταβολών στις τιμές δεν είναι εύκολος και μπροστά στην αβεβαιότητα, οι Αρχές συνήθως διστάζουν να αντιμετωπίσουν μια άνοδο των τιμών των περιουσιακών στοιχείων, αφού η πολιτική τους μπορεί να οδηγήσει σε ύφεση. Η σημερινή κρίση φυσικά θα ενισχύσει αυτούς που πιστεύουν σε μια πιο ενεργή αντίδραση των κεντρικών τραπεζών στις αυξήσεις των τιμών των περιουσιακών στοιχείων.²⁸

²⁸ Για μια γρήγορη επισκόπηση της σχετικής βιβλιογραφίας, βλέπετε Χαρδούβελης (2009).

Ένα τρίτο ερώτημα είναι αν και πως θα επιτευχθεί ο συντονισμός νομισματικής και εποπτικής πολιτικής. Στις Η.Π.Α. η εποπτεία είναι κατακερματισμένη και ο συντονισμός της φαίνεται δύσκολος. Στη ζώνη του ευρώ, η εποπτεία του χρηματοπιστωτικού χώρου σε μερικές χώρες ασκείται μέσα στην κεντρική τράπεζα και σε άλλες χώρες από ανεξάρτητη Αρχή. Η κρίση προφανώς θα εντείνει τις συζητήσεις για τα θέματα συντονισμού των φορέων άσκησης πολιτικής.

5.4 Έλεγχος και Εποπτεία

Στη διάρκεια της κρίσης υπήρξε σοβαρός κίνδυνος ολικής κατάρρευσης του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος. Στο πλαίσιο αυτό, η αποτελεσματικότητα του διεθνούς συστήματος ελέγχου και εποπτείας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων αναδεικνύεται ως κορυφαίο θέμα προς εξέταση. Ο επανασχεδιασμός του αποτελεί αντικείμενο εκτεταμένης συζήτησης και διαπραγμάτευσης.

Η προσπάθεια κατασκευής ενός νέου παγκόσμιου εποπτικού πλαισίου του χρηματοοικονομικού συστήματος είναι πλέον υπό τη αιγίδα των G-20 χωρών. Οι διεργασίες στις συναντήσεις των G-20 χωρών έχουν οδηγήσει σε μια σειρά από αποφάσεις οι οποίες θέτουν τα πλαίσια για την αναδιοργάνωση του συστήματος. Θα απαιτηθεί διεθνής συντονισμός σε πέντε τομείς:

- i. ενίσχυση της διαφάνειας και της λογοδοσίας
- ii. δημιουργία ενός ισχυρού ρυθμιστικού πλαισίου και πιο συγκεκριμένα ενίσχυση της Βασιλείας II
- iii. προώθηση της ακεραιότητας των χρηματοπιστωτικών αγορών
- iv. ενίσχυση της διεθνούς συνεργασίας και συντονισμού
- v. μεταρρύθμιση των διεθνών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, όπως το ΔΝΤ.

Η συζήτηση και τα σχέδια προς επεξεργασία των G-20, αν δεν χάσουν τη σημερινή ορμή τους, μπορούν να οδηγήσουν σε μια σειρά από μέτρα και νέες πολιτικές. Όλες οι πρωτοβουλίες που αφορούν την σταθερότητα του

χρηματοπιστωτικού συστήματος συντονίζονται πλέον από το Financial Stability Board (FSB), το οποίο έχει ενισχυθεί.

Στην Ευρώπη ίσως δούμε περισσότερο αυστηρούς κανόνες λειτουργίας και εποπτείας από ότι στις ΗΠΑ. Σύμφωνα με τις πρόσφατες αποφάσεις της συνόδου κορυφής του Δεκεμβρίου 2009, η μακρο-προληπτική εποπτεία στην ΕΕ, ανατίθεται στο Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου (ESRB). Η ΕΚΤ θα παρέχει υλικοτεχνική υποστήριξη. Η κύρια αποστολή του ESRB θα είναι ο εντοπισμός, η παρακολούθηση και η αξιολόγηση των πιθανών κινδύνων για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα στην ΕΕ, που προκύπτουν από το μακροοικονομικό περιβάλλον, καθώς και από τις εξελίξεις στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Αν οποιοσδήποτε κίνδυνος φαίνεται να είναι σημαντικός, το ESRB θα εκδίδει προειδοποιήσεις και θα κάνει συστάσεις. Στο μικρο-επίπεδο προληπτικής εποπτείας θα συσταθεί το Ευρωπαϊκό Σύστημα Εποπτικών Αρχών. Θα αποτελείται από τρεις ευρωπαϊκές εποπτικές αρχές για τις τράπεζες, τα χρηματιστήρια και τις ασφαλιστικές εταιρείες αντίστοιχα. Ξεχωριστές ομάδες εποπτών θα δημιουργηθούν για μεγάλους διεθνείς χρηματοπιστωτικούς ομίλους.

Η Επιτροπή της Βασιλείας (Basel Committee) που θέτει τους κανόνες εποπτείας ενισχύθηκε από τις αποφάσεις των G-20 και συμμετέχουν πλέον σε αυτές και εκπρόσωποι των αναδυόμενων αγορών. Η επιτροπή έχει θέσει μια σειρά από προτεραιότητες για την γενική αναδιοργάνωση του εποπτικού πλαισίου, που έχουν επιπτώσεις για όλα τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα:

- i. Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα θα πρέπει να αυξήσουν την ποιότητα, τη συνοχή και τη διαφάνεια της κεφαλαιακής δομής τους. Τα κεφάλαια Tier I θα πρέπει να αποτελούνται κυρίως από κοινές μετοχές και κέρδη εις νέον για την αύξηση της ικανότητας απορρόφησης ζημιών. Θα καθοριστεί σε διεθνές επίπεδο ένας κοινός ορισμός αυτών των κεφαλαίων και διαδικασίες δημοσιοποίησης των επιμέρους στοιχείων. Αυτό θα συμβάλει στην αύξηση της διαφάνειας και της συγκρισιμότητας. Πολλοί διατείνονται ότι το ύψος των κεφαλαίων, σε μια ανάλογη με την πρόσφατη κρίση, όσο υψηλό και αν είναι δεν μπορεί να αποτελέσει σανίδα σωτηρίας. Η απάντηση συνοψίζεται στο

ότι αν όλα τα τραπεζικά ιδρύματα είχαν υψηλά ίδια κεφάλαια, δεν θα υπήρχε κρίση. Το βασικό σημείο που συμφωνούν οι αναλυτές είναι η διεθνής εφαρμογή των όποιων μέτρων, ώστε να διασφαλίζονται όροι ίσου ανταγωνισμού.

- ii. Η υιοθέτηση ενός πλαισίου κυκλικών δεικτών κεφαλαιακής επάρκειας, που να είναι κατά μέσο όρο υψηλότερα των σημερινών ελάχιστων απαιτήσεων. Το ύψος των απαιτούμενων ιδίων κεφαλαίων δεν θα είναι το ίδιο σε όλες τις φάσεις του οικονομικού κύκλου.²⁹ Προβλέπεται να είναι μεγαλύτερο σε περιόδους οικονομικής ανάπτυξης και χαμηλότερο σε περιόδους ύφεσης της οικονομίας. Οι σημερινοί κανόνες της Βασιλείας έχουν την αντίθετη φορά ίοτι καταλήγουν να μειώνουν τα απαιτούμενα κεφάλαια σε περιόδους ευφορίας. Ορισμένοι οικονομολόγοι (Squam (2009), Kashyap et. al. (2008)) έχουν τελευταία προτείνει το επιπλέον κεφάλαιο στις περιόδους ευφορίας να είναι σε μορφή μετατρέψιμων ομολογιών, οι οποίες κοστίζουν στην τράπεζα λιγότερο. Η μετατροπή των ομολογιών σε μετοχές θα γίνεται σύμφωνα με κανόνες που να καθορίζουν εκ των προτέρων τον ορισμό μιας κρίσης.
- iii. Θέσπιση περισσότερων και πιο διαφανών περιορισμών στη μόχλευση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Ένας νέος δείκτης μόχλευσης μη-βασισμένος στον κίνδυνο θα συμπληρώσει τους σημερινούς βασισμένους στον κίνδυνο δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας, βοηθώντας στον περιορισμό της υπερβολικής επέκτασης των ισολογισμών.
- iv. Οι τράπεζες θα πρέπει να τηρούν ένα ελάχιστο διεθνές πρότυπο χρηματοδότησης της ρευστότητάς τους. Αυτό το νέο πρότυπο θα περιλαμβάνει ένα δείκτη κάλυψης ρευστότητας υπό δυσχερείς συνθήκες που θα υποστηρίζεται από ένα πιο μακροπρόθεσμο διαρθρωτικό δείκτη ρευστότητας.
- v. Τέλος το FSB θα θέσει πρότυπα για την συσχέτιση των αμοιβών με τη συνετή ανάληψη κινδύνου και τις μακροπρόθεσμες αποδόσεις. Η

29

Σημαντική όσον αφορά τους κυκλικούς κανόνες για την κεφαλαιακή επάρκεια είναι η προηγούμενη επιστημονική δουλειά του Claudio Borio (2003) στην Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών. Στο ίδιο πνεύμα περιορισμών της αγοράς μέσω υποχρεωτικών καταβολών ασφάλειας στο χρηματιστήριο που θα λαμβάνουν υπόψη τους την αύξηση των τιμών των μετοχών, βλέπετε τις προτάσεις του Hardouvelis (2003).

Επιτροπή της Βασιλείας έχει δημιουργήσει ένα δίκτυο για να παρακολουθεί την εφαρμογή των προτύπων αυτών.

Μακροπρόθεσμα τα μέτρα αυτά αναμένεται να αυξήσουν το ύψος των απαιτούμενων κεφαλαίων, να αυξήσουν τα επίπεδα ρευστότητας, να μειώσουν τα επίπεδα μόχλευσης και να προσδώσουν χαρακτήρα αντικυκλικότητας στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Τα μέτρα αναμένεται να συγκεκριμενοποιηθούν μέσα στο 2010. Η εφαρμογή τους θα γίνει σταδιακά, λαμβάνοντας υπόψη την παγκόσμια οικονομική κατάσταση και τις συνθήκες στις αγορές. Θα υπάρξει εκτίμηση των συνδυασμένων επιπτώσεων από την εφαρμογή αυτών των μέτρων ώστε να αποφευχθούν αλληλοκαλύψεις, αναντιστοιχίες και αντικρουόμενοι στόχοι.

Φυσικά, τα ζητήματα που αφορούν μια νέα διεθνή συμφωνία για κοινές αρχές όσον αφορά την εποπτεία και του κανόνες λειτουργίας του χρηματοπιστωτικού συστήματος δεν εξαντλούνται στα παραπάνω μέτρα. Σημαντικό σημείο είναι η επίτευξη συμφωνίας για το συνολικό ύψος των απαιτούμενων κεφαλαίων στο χρηματοπιστωτικό σύστημα σε σύγκριση με τα προ της κρίσης επίπεδα, με βάση την εμπειρία από προηγούμενες αλλά και τη σημερινή χρηματοοικονομική κρίση. Στο πλαίσιο αυτό, θα πρέπει να επιτευχθεί ισορροπία μεταξύ του επιπέδου των κεφαλαίων που προωθεί τη μακροπρόθεσμη οικονομική σταθερότητα και την ανάπτυξη και την αποτελεσματικότητα του τραπεζικού τομέα.

Κρίσιμο ζήτημα αποτελεί η υπερ-συγκέντρωση όλων των εργασιών (επενδυτικών, τραπεζικών κλπ) σε μεγάλους τραπεζικούς ομίλους. Οι εποπτικές αρχές θα πρέπει να έχουν την ευελιξία να επιβάλλουν αυστηρότερους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας ανάλογα με το μέγεθος της τράπεζας, π.χ. για διεθνείς τραπεζικούς ομίλους. Πρέπει να μπορούν να επιβάλλουν πιο αυστηρούς κανόνες σε χρηματοπιστωτικούς ομίλους και αγορές που είναι συστημικά σημαντικοί. Ο ορισμός και η αναγνώριση του τι είναι συστημικά κρίσιμος οργανισμός μπορεί να γίνει αξιολογώντας τα αποτελέσματα των ασκήσεων προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων (stress tests) που θα διεξάγουν τακτικά οι εποπτικές αρχές. Η προηγούμενη επιμονή

των εποπτικών αρχών στον περιορισμό του κινδύνου ανά τράπεζα ή χρηματοπιστωτικό ίδρυμα ή ανά χρηματοοικονομικό προϊόν φάνηκε στην κρίση ανεπαρκής. Απαιτείται μια συνολικότερη σκιαγράφηση του κινδύνου όλου του χρηματοοικονομικού συστήματος. Το σύστημα δεν είναι αναγκαστικά ασφαλές όταν απλώς τα επιμέρους συστατικά του είναι ασφαλή.

Σήμερα γίνεται ευρεία συζήτηση για το διαχωρισμό της εμπορικής από την επενδυτική τραπεζική όπως ίσχυε στις ΗΠΑ σύμφωνα με το νόμο Glass-Steagall, ο οποίος καταργήθηκε το 1999. Η κρίση ανέδειξε τους κινδύνους για το διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα από πολύπλοκους, δύσκολο να ελεγχθούν και «πολύ μεγάλους για να χρεοκοπήσουν» – too big to fail – και «πολύ μεγάλους για να σωθούν» - too big to save - τραπεζικούς ομίλους. Πολλοί αναλυτές, όπως ο πρώην πρόεδρος της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των Η.Π.Α. Paul A. Volcker (Volcker (2009)) και ο διοικητής της Τραπέζης της Αγγλίας Mervyn King (King (2009)), έχουν εκφραστεί υπέρ κάποιου είδους διαχωρισμού μεταξύ των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων που δραστηριοποιούνται κυρίως στις αγορές κεφαλαίου και στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που ασχολούνται κυρίως με την παραδοσιακή τραπεζική – συγκέντρωση καταθέσεων και παροχή πιστώσεων σε επιχειρήσεις και καταναλωτές. Η άποψή μου είναι ότι δύσκολα θα ξαναγυρίσουμε σε περιορισμούς που αποδείχτηκαν ανεφάρμοστοι στο παρελθόν. Το πιο πιθανό είναι να μπουκ επιπλέον κεφαλαιακές απαιτήσεις στο μέγεθος του ισολογισμού ενός πιστωτικού ιδρύματος, κάτι που είναι πολύ πιο απλό και διαφανές. .

Όλα τα παραπάνω αποτελούν ήδη αντικείμενο διαπραγματεύσεων μεταξύ χωρών, κυβερνήσεων και τραπεζών, διεθνών και τοπικών εποπτικών αρχών. Υπάρχουν αντικρουόμενοι στόχοι, συμφέροντα αλλά και δυσκολία να επιτευχθεί ισορροπία μεταξύ θεμιτών επιδιώξεων. Η Wall Street π.χ. δείχνει να έχει ακόμα υπολογίσιμη πολιτική δύναμη για να επηρεάσει τις αποφάσεις για τους μελλοντικούς κανόνες και περιορισμούς. Δεν είναι πάντα όμως απλώς θέμα επιβολής της μία ή της άλλης πλευράς, πολλές φορές απλώς είναι αδύνατον να επιτύχεις ταυτόχρονα δύο καθόλα επιθυμητούς στόχους,

όπως π.χ. αύξηση των παρεχόμενων πιστώσεων σε περίοδο κρίσης, μείωσης του αναλαμβανόμενου ρίσκου και αυξήσεις των προβλέψεων.

6. Συμπέρασμα

Η χρηματοοικονομική κρίση, που ξεκίνησε το καλοκαίρι του 2007, είχε πολλές αιτίες: Τα χαμηλά επιτόκια της περιόδου μετά το 2000, τη φούσκα των ακινήτων στις Η.Π.Α. και τη συναφή εξάπλωση στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης, την παράβλεψη των κινδύνων από μη ορθολογικούς επενδυτές σε επενδύσεις δομημένων ομολόγων με βάση τα δάνεια μειωμένης εξασφάλισης, την υψηλή μόχλευση των επενδυτικών τραπεζών με βραχυχρόνιο δανεισμό, την ανεπαρκή εποπτεία, καθώς και την ενδογενή γένεση μακροοικονομικών ρίσκων. Καθένας από αυτούς τους παράγοντες δεν θα μπορούσε να επιφέρει την κρίση από μόνος του, αλλά ο συνδυασμός τους δημιούργησε μια εκρηκτική δυναμική και ένα φαύλο κύκλο χρεοκοπιών και πτώσεων των τιμών των περιουσιακών στοιχείων που ξεπέρασε τα όρια των Η.Π.Α. και επεκτάθηκε παγκοσμίως, κυρίως στην Ευρώπη, σε τραπεζικούς ομίλους που είχαν εκτεθεί στους αμερικανικούς κινδύνους. Έσπειρε τον πανικό και τον φόβο, με αποτέλεσμα να σταματήσουν να λειτουργούν πολλές αγορές χρήματος και κεφαλαίου.

Η χρηματοοικονομική κρίση μεταφέρθηκε στην πραγματική οικονομία όταν οι τράπεζες, ελλείπει κεφαλαίων και ρευστότητας, μείωσαν τις πιστώσεις προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά και όταν ο φόβος των πτωχεύσεων των αντισυμβαλλόμενων χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων στέρεψε πρώτα τη ρευστότητα και στη συνέχεια τις πιστώσεις στο εξαγωγικό εμπόριο. Στο τέταρτο τρίμηνο του 2008, μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers, κατέρρευσε το διεθνές εμπόριο και η παραγωγή των χωρών διεθνώς. Επηρεάστηκαν όλες οι χώρες, ανεξάρτητα από την οικονομική πολιτική που στο παρελθόν είχαν ακολουθήσει, διότι όλες οι οικονομίες είναι διεθνοποιημένες.

Οι οικονομικές Αρχές, κεντρικές τράπεζες και κυβερνήσεις, αντέδρασαν με σχετική ταχύτητα. Δεν επανέλαβαν τα λάθη της δεκαετίας του 1930. Οι κεντρικές τράπεζες μείωσαν τα επιτόκια παρέμβασης και επινόησαν νέους τρόπους παροχής ρευστότητας στην αγορά. Οι κυβερνήσεις αύξησαν το κατώτατο όριο στην εγγύηση των καταθέσεων, παρείχαν πακέτα διάσωσης των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων και ακολούθησαν επεκτατική δημοσιονομική πολιτική. Οι προσπάθειές τους συντονίστηκαν μέσω των G-20 χωρών, του αναβαθμισμένου Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου και του Financial Stability Board. Προσπάθησαν να μην χτίσουν νέα τείχη προστατευτισμού και να ακολουθήσουν μια κοινή πολιτική εξόδου από την κρίση.

Η κατάρρευση των αγορών και των οικονομιών αποφεύχθηκε και το 2010 αναμένεται να είναι έτος αναιμικής μεν αλλά θετικής ανάπτυξης. Οι κίνδυνοι φυσικά παραμένουν και τιμολογούνται στις αγορές, με τον πιστωτικό κίνδυνο να παραμένει σε εξαιρετικά υψηλά επίπεδα. Σήμερα, όμως, ίσως ο μεγαλύτερος κίνδυνος είναι η πιθανή πρόωμη απόσυρση της ρευστότητας και της δημοσιονομικής στήριξης.

Στο μέλλον, όταν η παγκόσμια οικονομία βρει τη νέα ισορροπία της, οι ρυθμοί ανάπτυξης αναμένονται χαμηλότεροι σε σχέση με το προ κρίσης παρελθόν. Τα πραγματικά επιτόκια θα είναι υψηλότερα, τα υπέρ-χρεωμένα κράτη θα ακολουθούν περιοριστική δημοσιονομική πολιτική, και οι Αμερικανοί καταναλωτές, που στο παρελθόν τόνωναν τις εξαγωγές πολλών χωρών, θα αποταμιεύουν περισσότερο.

Ο χρηματοοικονομικός τομέας θα υποστεί μεγάλες πιέσεις, κυρίως από τους επτόπτες, οι οποίοι αναμένεται να αυστηροποιήσουν τους κανόνες κεφαλαιακής επάρκειας, να τους κάνουν περισσότερο προ-κυκλικούς, να περιορίσουν τη μόχλευση, να επιβάλλουν μεγαλύτερη προστασία απέναντι στην έλλειψη ρευστότητας, να επιβάλλουν μεγαλύτερο κόστος στο μέγεθος των τραπεζικών ομίλων. Περισσότερη διαφάνεια και απλότητα και κοινοί λογιστικοί κανόνες διεθνώς είναι η τάση του μέλλοντος. Μεγαλύτερη ευαισθησία στα μακροοικονομικά ενδογενή ρίσκα είναι επίσης η νέα τάση.

Η ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΚΑΙ ΤΟ ΜΕΛΛΟΝ ΤΗΣ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

Μεγαλύτερη προσοχή στη σταθερότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος και στις φούσκες των τιμών των περιουσιακών στοιχείων είναι κάτι που θα δούμε τόσο στη θεωρία των ακαδημαϊκών κύκλων όσο και στην πράξη των εποπτικών αρχών.

Η Ευρώπη ίσως είναι πιο έτοιμη για αλλαγές στο θεσμικό πλαίσιο. Στις Η.Π.Α. το εποπτικό σύστημα είναι κατακερματισμένο και η Wall Street εξακολουθεί να μπορεί να ασκεί τεράστια επιρροή στην ακολουθούμενη πολιτική. Η εκεί διαμάχη ανάμεσα στους τραπεζίτες και τους επόπτες αναμένεται έντονη και ενδιαφέρουσα.

Βιβλιογραφικές Αναφορές

Στην ελληνική γλώσσα

- Ayuso, J. and F. Restoy** (2007), «Τιμές Κατοικίας και Ενοίκια στην Ισπανία: Είναι ο Συντελεστής Προεξόφλησης Σημαντικός Παράγων;» Κεφάλαιο 6, σελ. 125-150, στον τόμο: Αγορά Κατοικίας: Τάσεις και Επενδυτικές Ευκαιρίες, Επιμέλεια Καραμούζης Ν. και Γκ. Χαρδούβελης, Αθήνα: Εκδόσεις Σάκκουλα.
- Μαλλιάρόπουλος, Δ.** (2007) «Ο Alan Greenspan δικαιώνεται» Οικονομία & Αγορές, Eurobank Research, Τόμος II, Τεύχος 1, Φεβρουάριος.
- McCarthy J. και W. R. Peach** (2007) «Είναι η αγορά κατοικίας υπερτιμημένη στις ΗΠΑ;» Κεφάλαιο 8, σελ. 163-188, στον τόμο: Αγορά Κατοικίας: Τάσεις και Επενδυτικές Ευκαιρίες, Επιμέλεια Καραμούζης Ν. και Γκ. Χαρδούβελης, Αθήνα: Εκδόσεις Σάκκουλα.
- Τράπεζα της Ελλάδος** (2009) «Νομισματική Πολιτική Ενδιάμεση Έκθεση 2009», σελ. 35, Οκτώβριος 2009.
- Χαρδούβελης, Γκ.** (2009) «Η σπουδαιότητα της αγοράς κατοικίας στην οικονομία» στον τόμο Αγορές Ακινήτων: Εξελίξεις και Προοπτικές, Τράπεζα της Ελλάδος, σελ. 13-57.

Στην αγγλική γλώσσα

- Abreu, D. and M. K. Brunnermeier**, (2003), "Bubbles and Crashes," Econometrica, January, Vol. 71, No. 1, pp. 173-204
- Akerlof, G. and R. Shiller** (2009), Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why it Matters for Global Capitalism, Princeton University Press, Princeton, NJ, USA
- Baldwin, R.** (2009) "The great trade collapse: What caused it and what does it mean?," Foreword in "The Great Trade Collapse: Causes, Consequences and Prospects", CEPR, November 2009.
- Bernanke, B.** (2004) "The Great Moderation" Remarks at the meetings of the Eastern Economic Association, Washington, DC, February 20, 2004.

- _____ (2005) "The Global Savings Glut and the Current Account Deficit," speech delivered at the Sandridge lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia, March 10.
- Borio, C.** (2003) "Towards a Macro Prudential Framework for Financial Supervision and Regulation?" BIS Working Paper No. 128, February.
- _____ (2004) "Market distress and vanishing liquidity: Anatomy and policy options", BIS Working Paper No. 158, July.
- Brunnermeier, M. K. and S. Nagel,** (2004), "Hedge Funds and the Technology Bubble," *The Journal of Finance*, October, Vol. 59, No. 5, pp. 2013-2040
- Caballero R. and A. Krishnamurthy** (2009) "Global Imbalances and Financial Fragility" *American Economic Review Papers and Proceedings*, May, pp. 584-88.
- Cassidy, J.** (2009), *How Markets Fail: The Logic of Economic Calamities*, New York, Penguin Books (Allen Lane).
- Coval J., J. Jurek and E. Stafford** (2009) "The Economics of Structured Finance" *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 23, No 1, Winter 2009.
- Douglas, E.** (2009) "Implications of the Bank Stress Tests," *The Brookings Institution*, May 11, 2009.
- Edwards, M.** (2009) "The International Monetary Fund, Conditionality, and the World Economic Crisis: New Beginning or False Dawn?".
<http://pirate.shu.edu/~edwardmb/conditionalityreform.pdf>
- Fama, E.** (1991) "Efficient Markets: II," Fiftieth Anniversary Invited Paper, *Journal of Finance*, 46 (December), pp. 1575-1617, Presidential Address at the American Finance Association.
- Fons, J.** (2008), testimony in front of the Committee on Oversight and Government Reform, United States House of Representatives, October 22, 2008. [www.astrid-online.it/Dossier--d1/United.../FONS Audiz 22 10 08.pdf](http://www.astrid-online.it/Dossier--d1/United.../FONS_Audz_22_10_08.pdf)
- Freund, C.** (2009) "The trade response to global downturns", *Chapter 7 in "The Great Trade Collapse: Causes, Consequences and Prospects"*, CEPR, November.
- Greenspan, A.** (2008a) "We will never have a perfect model of risk " *Financial Times*, March 16, 2008.
- _____ (2008b) "A response to my critics" *Financial Times Economists Forum*, <http://blogs.ft.com/economistsforum/2008/04/alan-greenspan-a-response-to-my-critics/>, April 6, 2008.

- _____ (2008c), testimony in front of the Committee on Oversight and Government Reform, United States House of Representatives, October 23, 2008. http://www.nytimes.com/2008/10/24/business/economy/24panel.html?_r=1
- Hardouvelis, G.** (1990), "Margin Requirements, Volatility and the Transitory Component of Stock Prices," *The American Economic Review*, September, Vol. 80, No. 4, pp. 736-62.
- _____ (2003), "Asset Prices and the Need for New Policy Instruments: The Case of Countercyclical Margin Policy," in Banque de France, Proceedings from the *International Symposium on Monetary Policy, Economic Cycle and Financial Dynamics*, March, pp. 331-350.
- _____ and **Th. Stamatiou**, (2009), "Hedge Funds and the US Real Estate Bubble: Evidence from NYSE Real Estate Firms," *University of Piraeus Working Paper*
- House Committee on Oversight and Government Reform** (2008), "The Financial Crisis and the Role of Federal Regulators," Washington D.C., October 23, <http://oversight.house.gov/documents/20081024163819.pdf>
- International Monetary Fund** (2009a) "Global Financial Stability Report", *Chapter 1*, p. 5, October 2009.
- _____ (2009b) "World Economic Outlook, Sustaining the Recovery", *Chapter 4*, pp. 121 – 151, October 2009.
- Jagganathan R., M. Kapoor and E. Schaumberg** (2009) "Why are we in a recession? The financial crisis is the symptom not the disease!" *mimeo, Finance Bag Lunch Series*, Northwestern University, Kellogg School of Management, September 3.
- Kashyap A., R. Rajan and J. Stein** (2008) "Rethinking Capital Regulation" *Federal Reserve Bank of Kansas City*, 2008 Jackson Hole Economic Symposium "Maintaining Stability in a Changing Financial System", August
- King, M.** (2009) "Finance a return from risk," *speech to the Worshipful Company of International Bankers*, March.
- Krugman, P.** (2003), *The Great Unravelling: Losing our Way in the New Century*. New York: W.W. Norton & Company
- Mian R. A. and A. Soufi** (2008) "The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the U.S. Mortgage Default Crisis" *NBER Working Paper 13936*, April
- Obstfeld M. and K. Rogoff** (2009) "Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes" *Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference, Santa Barbara*, October 2.

- Portes R.** (2009) "Global Imbalances" in *Macroeconomic Stability and Financial Regulation: Key Issues for the G-20*, edited by Dewatripont M., Freixas X. and Portes R, CEPR March.
- Rajan, R.** (2005) "Has Financial Development made the World Riskier?" *Proceedings, Federal Reserve Bank of Kansas City*, August, pp. 313-370.
- Roubini, N.** (2006) "U.S. Hard Landing And Recession Steaming Ahead: Now More Likely than a 70% Probability", Σεπτέμβριος 2006. www.roubini.com
- Securities and Exchange Commission** (2008) "Proposed Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations".
- Shiller, R.** (2000), *Irrational Exuberance*, Princeton: Princeton University Press
- Shleifer, A.** (2000), *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*, New York: Oxford University Press.
- Squam Lake Working Group on Financial Regulation** (2009) "An Expedited Resolution Mechanism for Distressed Financial Firms: Regulatory Hybrid Securities" *Council on Foreign Relations, Centre for Geoeconomic Studies*, Working Paper, April.
- Stock, J. and M. Watson** (2003) "Has the Business Cycle Changed? Evidence and Explanations" *prepared for the Federal Reserve Bank of Kansas City symposium, "Monetary Policy and Uncertainty,"* Jackson Hole, Wyoming, August 28-30.
- Summers, P.** (2005), "What caused the Great Moderation? Some cross-country evidence," *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City, 3rd Quarter, pp. 5-32.
- Taylor, J.** (2008), "The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong," Paper presented in a conference organized by the Bank of Canada in Ottawa, November 14.
- US Congress Joint Economic Committee** (2008) "Subprime Mortgage Market Crisis Timeline," Senator Charles E. Schumer, Chairman, July. http://iec.senate.gov/index.cfm?FuseAction=Files.View&FileStore_id=4cdd7384-dbf6-40e6-adbc-789f69131903
- Volcker, P.** (2009) Conference at the Stern School of Business of New York University "Restoring Financial Stability: how to Repair a Failed System", March 6.