



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ

ΔΙΑΤΜΗΜΑΤΙΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΚΡΙΣΕΙΣ, ΑΙΤΙΑ ΚΑΙ ΑΦΟΡΜΕΣ

**ΦΟΙΤΗΤΡΙΑ
ΣΠΑΝΟΥ ΑΙΚΑΤΕΡΙΝΗ**

**ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ
ΝΟΥΛΑΣ ΑΘΑΝΑΣΙΟΣ –ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ**

**ΕΞΕΤΑΣΤΗΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ
ΠΑΠΑΝΑΣΤΑΣΙΟΥ ΙΩΑΝΝΗΣ-ΑΝΑΠΛΗΡΩΤΗΣ
ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ**

**ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ
ΟΚΤΩΒΡΙΟΣ 2009**

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

| | |
|---|--------|
| Περιεχόμενα..... | Σελ.2 |
| Περίληψη..... | Σελ.4 |
| Κεφάλαιο 1 . Εισαγωγή – Ιστορική Αναδρομή | |
| 1.Εισαγωγή- Οικονομική κρίση- Ορισμός..... | Σελ.5 |
| 1.1 Ιστορική Αναδρομή..... | Σελ.8 |
| 1.2 Το μεγάλο Κραχ του 1929..... | Σελ.10 |
| 1.2.1 Το φαινόμενο της Χιονοστιβάδας | Σελ.11 |
| 1.2.2 Τα αίτια της Κρίσης..... | Σελ.12 |
| 1.2.3 Ο υπερβολικός δανεισμός και οι συνέπειες του..... | Σελ.13 |
| 1.2.4 Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ και τα χρηματικά αποθέματα.. | Σελ.15 |
| 1.2.5 Ερμηνεία της Αυστριακής σχολής..... | Σελ.16 |
| 1.3 Η περίπτωση της Νοτιανατολικής Ασίας..... | Σελ.18 |
| 1.3.1 Το Χρονικό της Κρίσης..... | Σελ.20 |
| 1.3.2 Τα αίτια της Κρίσης | Σελ.24 |
| 1.3.3 Ο αμφιλεγόμενος ρόλος του IMF..... | Σελ.27 |
| Κεφάλαιο 2. Η τρέχουσα Χρηματοπιστωτική Κρίση | |
| 2.1. Το παγκόσμιο μακροοικονομικό περιβάλλον..... | Σελ.30 |
| 2.2 Το Θεσμικό και Οικονομικό πλαίσιο της Κρίσης..... | Σελ.39 |
| 2.2.1 Δάνεια και πιστοληπτική αξιολόγηση..... | Σελ.39 |
| 2.2.2. Τιτλοποίηση..... | Σελ.44 |
| 2.2.3 Επιχειρηματικό μοντέλο «Originate and Distribute»..... | Σελ.47 |
| 2.2.4 Εταιρείες Ειδικού σκοπού (Conduits and SIV)..... | Σελ.48 |
| 2.3 Το χρονικό της κρίσης | Σελ.50 |
| 2.4 Τα χαρακτηριστικά της κρίσης..... | Σελ.57 |
| Κεφάλαιο 3 – Τα αίτια της Διεθνούς Χρηματοπιστωτικής Κρίσης. | Σελ.60 |
| Κεφάλαιο 4 – Τα επακόλουθα της Κρίσης..... | Σελ.68 |

| | |
|--|---------|
| 4.1 Τα Γεγονότα μετά την κρίση..... | Σελ.74 |
| 4.2 Πρακτικές Δανειοδότησης..... | Σελ.80 |
| 4.3 Διακυμάνσεις στις παγκόσμιες Αγορές Ομολόγων..... | Σελ.82 |
| 4.4 Χρηματιστηριακές Αγορές..... | Σελ.85 |
| Κεφάλαιο 5 – Πολιτικές Αντιμετώπισης της Κρίσης και Αποφυγής μια νέας. | |
| 5.1 Ο ρόλος των Κεντρικών Τραπεζών..... | Σελ.87 |
| 5.2 Ο ρόλος του Κράτους..... | Σελ.91 |
| 5.3 Πολιτικές Αντιμετώπισης της Κρίσης..... | Σελ.96 |
| 5.4 Πολιτικές Αποφυγής μιας Μελλοντικής Κρίσης..... | Σελ.102 |
| ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6- ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ- ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ | |
| 6.1 Επιπτώσεις..... | Σελ.110 |
| 6.2 Συμπεράσματα..... | Σελ.113 |
| Βιβλιογραφία..... | Σελ.116 |

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Ο σκοπός εκπόνησης της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι η μελέτη της τρέχουσας χρηματοπιστωτικής κρίσης, των συνθηκών εκείνων που ευνόησαν την εκδήλωση της και τις αιτίες που οδήγησαν σε αυτή. Στην προσπάθεια αυτή συμβάλει η μελέτη των σημαντικότερων Χρηματοπιστωτικών Κρίσεων του περασμένου αιώνα που παρατίθεται στο πρώτο κεφάλαιο.

Στο δεύτερο κεφάλαιο αναλύονται οι παγκόσμιες μακροοικονομικές συνθήκες καθώς επίσης το θεσμικό και οικονομικό περιβάλλον που πλαισίωσαν την κρίση ώστε ο αναγνώστης να είναι σε θέση να κατανοήσει καλύτερα τα όσα ακολουθούν. Γίνεται επιπλέον παρουσίαση του χρονικής εξέλιξης της κρίσης και των χαρακτηριστικών αυτής για να πάμε αναλυτικά στο τρίτο κεφάλαιο όπου εξετάζονται αναλυτικά τα αίτια της Διεθνούς Χρηματοπιστωτικής κρίσης.

Στο τέταρτο κεφάλαιο γίνεται αναφορά στις εξελίξεις και τις αντιδράσεις μετά την κρίση ενώ στο πέμπτο περιγράφονται αναλυτικά οι επιπτώσεις της κρίσης στην παγκόσμια οικονομία.

Στο έκτο και τελευταίο κεφάλαιο παρατίθενται προτάσεις για την αντιμετώπιση της κρίσης καθώς επίσης και κάποια διορθωτικά μέτρα που θα μπορούσαν να προφυλάξουν στο μέλλον την παγκόσμια οικονομία από μία αναλόγου μεγέθους κρίση.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΕΙΣΑΓΩΓΗ-ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ

1. ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ-ΟΡΙΣΜΟΣ

Από τον Οκτώβριο του 2008 η Παγκόσμια οικονομική κρίση αποτελεί πλέον ένα γεγονός το οποίο επέφερε αλλαγές στην καθημερινότητα χιλιάδων πολιτών, στην λειτουργία των επιχειρήσεων, των τραπεζών και των κυβερνήσεων. Οι οικονομικές κρίσεις αποτελούν βασικό χαρακτηριστικό του καπιταλιστικού συστήματος κάνοντας την εμφάνισή τους ανά τακτά χρονικά διαστήματα.

Πώς θα μπορούσε όμως να ερμηνευθεί ο όρος **οικονομική κρίση**; Στο παρελθόν ο όρος οικονομική κρίση μπορούσε να σημαίνει μόνο ότι οι οικονομικές προσπάθειες των ανθρώπων ματαιώνονταν (λ.χ. εξαιτίας ενός πολέμου) ή τα αγαθά που παρήγαν καταστρέφονταν ή χάνονταν (από δυσμενείς καιρικές συνθήκες ή από λεηλασία). Μετά την ανάπτυξη της βιομηχανίας και της διαρκώς εξελισσόμενης τεχνολογίας οικονομική κρίση σημαίνει ότι υπάρχει παραγωγή ή υπερπαραγωγή προϊόντων, αλλά δεν υπάρχει αντίστοιχη ζήτηση για οποιοδήποτε λόγο, που συνοψίζεται σε μια πρόταση: το αγοραστικό κοινό δεν μπορεί να αγοράσει, γιατί δεν έχει επαρκές εισόδημα (από ανεργία ή άλλη αιτία).

Συνέπεια της κρίσης για τις βιομηχανίες είναι ότι μειώνουν την παραγωγή. Αυτό σημαίνει ότι χρειάζονται λιγότερο προσωπικό, λιγότερες πρώτες ύλες, λιγότερα μεταφορικά μέσα. Συνέπεια άμεση: αύξηση της ανεργίας, άρα μείωση της αγοραστικής δύναμης άρα ο φαύλος κύκλος διευρύνεται και συνεχίζεται, εκτός αν επινοηθούν άλλοι τρόποι /δρόμοι εξόδου από τον κύκλο της οικονομικής κρίσης¹.

Έχοντας ως κριτήριο τα αίτια δημιουργίας των κρίσεων, διακρίνονται τρεις κατηγορίες κρίσεων. Οι κρίσεις πρώτης γενιάς είναι αυτές των οποίων οι αιτίες εντοπίζονται στη δημοσιονομική και νομισματική πολιτική των χωρών. Τέτοιες

¹ Πηγή: Ιστορία Παγκόσμια και (ιδιαίτερα) Ελληνική κατά τον 20ό αιώνα του Φ. Βώρου.

κρίσεις προέκυψαν στις χώρες της Λατινικής Αμερικής κατά τις δεκαετίες του 1960 και 1970. Οι κρίσεις δεύτερης γενιάς είναι εκείνες που οφείλονται σε αντικυκλικές πολιτικές σε ανεπτυγμένες χώρες. Σε αυτές ανήκει η κρίση του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος στις αρχές της δεκαετίας του 1990 καθώς και σε αυτοεκπληρούμενες κρίσεις που οφείλονται σε φημολογία και πανικό που αναπτύσσεται στις τάξεις των επενδυτών χωρίς να υπάρχει στην πραγματικότητα ανισορροπία σε κάποιο τομέα της οικονομίας. Οι κρίσεις τρίτης γενιάς οφείλονται σε ηθικό κίνδυνο, ασύμμετρη πληροφόρηση καθώς και σε εξάρσεις του διεθνούς δανεισμού και τοποθετήσεις «φούσκες». Τέτοιες ήταν οι κρίσεις του Μεξικού το 1994 και των χωρών της Νοτιανατολικής Ασίας το 1997.²

Σύμφωνα δε με την μαρξιστική θεωρία ο όρος οικονομική κρίση χρησιμοποιείται για να χαρακτηρίσει τη δυσλειτουργία - αρρώστια του καπιταλιστικού συστήματος, κατά τη διάρκεια της οποίας, ενώ παρατηρείται υπερπαραγωγή προϊόντων, ταυτόχρονα αυτό συνεπάγεται μια καταστροφή σε ευρεία κλίμακα των παραγωγικών δυνάμεων της οικονομίας.

Μέσα από τις σελίδες του περίφημου "Κομμουνιστικού Μανιφέστου", ο Μαρξ σχετικά με τις κρίσεις διακήρυττε τα εξής: "Στις κρίσεις ξεσπά μια κοινωνική επιδημία, που σε κάθε άλλη προηγούμενη εποχή, θα φαινόταν σαν παραλογισμός, η επιδημία της υπερπαραγωγής. Η κοινωνία ξαφνικά βρίσκεται ριγμένη πίσω, σε κατάσταση στιγμιαίας βαρβαρότητας, θα έλεγε κανείς ότι ένας λοιμός, ένας γενικός πόλεμος ερήμωσης της έκοψε όλα τα μέσα ύπαρξης. Η βιομηχανία, το εμπόριο φαίνονται εκμηδενισμένα". Ο κοινωνικός χαρακτήρας της παραγωγής απαιτεί τη συνειδητή ρύθμιση των οικονομικών συναλλαγών, έτσι ώστε όπως συλλογικά παράγουν οι άνθρωποι, συλλογικά επίσης να καρπούνται και τα προϊόντα που οι ίδιοι παράγουν. Για να μπορούν να πωλούνται όλα τα εμπορεύματα που παράγονται θα πρέπει να υπάρχουν εντός της οικονομίας αυστηρά καθορισμένες αναλογίες ανάμεσα στην παραγωγή και την κατανάλωση. Ωστόσο, η ατομική ιδιοποίηση των μέσων παραγωγής και κατ' επέκταση και των παραγόμενων προϊόντων αποκλείει τη δυνατότητα της σχεδιασμένης ανάπτυξης της οικονομίας. Ο κάθε μεμονωμένος καπιταλιστής, κυνηγώντας το κέρδος, προσπαθεί ακριβώς στην επιχείρησή του να

² G.L. Kaminsky "Varieties of Currency crisis", NBER working paper N0 10193,2003.

παράγει και να ρίξει στην αγορά όσο περισσότερα εμπορεύματα μπορεί. Με τον ίδιο τρόπο ενεργούν και όλοι οι υπόλοιποι καπιταλιστές. Επιδιώκοντας να αυξήσουν τα κέρδη τους λοιπόν, διευρύνουν συνεχώς την παραγωγή και ρίχνουν στην αγορά όλο και νέες ποσότητες εμπορευμάτων, ελπίζοντας ότι αυτά θα πωληθούν. Ως σύνολο οι καπιταλιστές ενδιαφέρονται να διευρύνεται η αγοραστική ικανότητα των μαζών, έτσι ώστε να πωλούνται τα προϊόντα τους. Ο κάθε καπιταλιστής όμως ξεχωριστά, στην προσπάθειά του να αυξήσει το κέρδος του, επιδιώκει να περιορίσει το μισθό των δικών του εργατών, αφού αυτός αποτελεί ένα βασικό συστατικό στοιχείο του κόστους παραγωγής του. Οι εργάτες όμως ως σύνολο, είναι οι βασικοί αγοραστές των τελικών προϊόντων της συνολικής καπιταλιστικής παραγωγής. Όσο μικρότερους μισθούς έχουν, τόσο λιγότερα εμπορεύματα μπορούν να απορροφήσουν. Έτσι, εμφανίζεται η αντίθεση ανάμεσα στην απεριόριστη συσσώρευση του κεφαλαίου, που οδηγεί στην υπερπροσφορά προϊόντων και στην περιορισμένη αγοραστική ικανότητα των μαζών, που οδηγεί στο να μένουν απούλητες μεγάλες ποσότητες προϊόντων. Όταν λοιπόν η προσφορά ξεπερνάει τη ζήτηση σε μεγάλο βαθμό (υπερπαραγωγή), προκαλεί μαζική πτώση των παραγγελιών και έναρξη της δημιουργίας αποθεμάτων (απούλητων δηλαδή προϊόντων). Η έλλειψη αυτή των πωλήσεων και η συνεπαγόμενη πτώση της παραγωγής, οδηγούν στην πτώση του μέσου ποσοστού του κέρδους των επιχειρήσεων, πράγμα που οδηγεί με τη σειρά του σε αλληπάλληλες μειώσεις των επενδύσεων, που είναι το κύριο χαρακτηριστικό των κρίσεων και μεταφράζεται σε πτώση της απασχόλησης, των μισθών, του εθνικού προϊόντος και γενικά όλων των οικονομικών μεγεθών, εκτός της ανεργίας και των αποθεμάτων των επιχειρήσεων.

1.1 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ

Κάνοντας μια αναδρομή στις πιο πρόσφατες οικονομικές κρίσεις θα λέγαμε πως η παγκόσμια οικονομική κρίση του 1929 (The Great Depression) είναι η σημαντικότερη και η οποία φαίνεται να έχει αρκετά κοινά σημεία με την παρούσα κρίση. Το κραχ του 1929 προκάλεσαν τόσο η κατάρρευση των χρηματοπιστωτικών αγορών και οι πτωχεύσεις στο τραπεζικό σύστημα όσο και η έλλειψη άμεσης αντίδρασης των οικονομικών πολιτικών ή ακόμη η λάθος αντίδρασή τους.

Το Κραχ στη Wall Street το 1929, η "Μαύρη Πέμπτη" όπως έμεινε στην ιστορία, ήταν το γεγονός που οδήγησε την αμερικανική και παγκόσμια οικονομία σε μία πρωτοφανή κρίση, που κατέληξε στην ύφεση της δεκαετίας του 1930. Μετά το κερδοσκοπικό ράλι στα τέλη της δεκαετίας του 1920, που οφειλόταν εν μέρει στην ανάδειξη νέων τεχνολογιών όπως το ραδιόφωνο και η αυτοκινητοβιομηχανία, η Wall Street έκλεισε την Πέμπτη 24 Οκτωβρίου του 1929 με απώλειες 13%. Παρά τις προσπάθειες των αρχών να σταθεροποιήσουν την αγορά, το 1932 η Wall Street είχε χάσει πλέον το 90% της αξίας της.

Ο δείκτης Dow Jones χρειάστηκε 25 χρόνια για να επιστρέψει στα επίπεδα του 1929. Οι επιπτώσεις για την πραγματική οικονομία ήταν τεράστιες, καθώς οι Αμερικανοί είχαν επενδύσει τεράστια ποσά στο χρηματιστήριο, με αποτέλεσμα να χάσουν τα λεφτά τους εκατομμύρια οικογένειες της μεσαίας τάξης. Μέσα σε τρία χρόνια, το ΑΕΠ των ΗΠΑ είχε μειωθεί κατά το ήμισυ, ένας στους τρεις Αμερικανούς ήταν άνεργος, ενώ οι τράπεζες κατέβασαν ρολά τον Μάρτιο του 1933.

Τα προβλήματα επιδεινώθηκαν από τις κακές αποφάσεις των αρχών (η Fed αύξησε αντί να μειώσει τα επιτόκια για να προστατέψει το δολάριο, ενώ η κυβέρνηση αύξησε τους δασμούς και διατηρούσε δημοσιονομικά πλεονάσματα αντί να "ζεστάνει" την οικονομία με δημόσιο χρήμα). Η αμερικανική οικονομία χρειάστηκε μία δεκαετία για να συνέλθει, με τον Β' Παγκόσμιο Πόλεμο να λειτουργεί λυτρωτικά, καθώς οι τεράστιες στρατιωτικές δαπάνες εκμηδένισαν την ανεργία και εκτόξευσαν την ανάπτυξη.

Την περίοδο 1973-1974 η χρηματιστηριακή αγορά του Λονδίνου βρέθηκε σε ελεύθερη πτώση υποχωρώντας κατά 73% την περίοδο από το 1973 έως το 1974, εξαιτίας της πετρελαϊκής κρίσης, των απεργιών των ανθρακωρύχων και της κυβερνητικής κρίσης. Το 1973 εκδηλώνεται η πρώτη ενεργειακή κρίση όταν η τιμή του πετρελαίου πενταπλασιάστηκε μέσα σε μικρό χρονικό διάστημα.

Εν συνεχεία είναι η Ασιατική κρίση του 1997-1998 η οποία άγγιξε κυρίως το τραπεζικό σύστημα ωθώντας πολλές ασιατικές τράπεζες στα πρόθυρα της χρεοκοπίας. Η λύση δόθηκε μέσα από κρατικές παρεμβάσεις και εθνικοποιήσεις τραπεζών. Η συγκεκριμένη κρίση είναι περιορισμένη γεωγραφικά σε σχέση με την σημερινή κρίση και αυτή του 1929.

Η Ιαπωνική οικονομία αντιμετώπισε επίσης κρίση την δεκαετία του 1990 η οποία μάλιστα οδήγησε σε μεγάλη ύφεση. Ο λόγος είναι πως οι εθνικοποιήσεις των τραπεζών, οι οποίες τελικά έβγαλαν την οικονομία από την ύφεση, έγιναν αρκετά καθυστερημένα επιφέροντας αρκετές επιπτώσεις στην Ιαπωνική οικονομία.

Μία άλλη οικονομική κρίση είναι αυτή του 2000-2001, η λεγόμενη “φούσκα” του Internet η οποία προκάλεσε πτώση στις τιμές των μετοχών όμοια με την πτώση της κρίσης του 1929. Βέβαια δεν αγγίζει τον βαθμό σοβαρότητας της παρούσας κρίσης και του 1929 καθώς δεν επηρέασε το χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Η τεχνολογική φούσκα οδήγησε τον χρηματιστηριακό δείκτη Nasdaq της Γουόλ Στρητ σε «ελεύθερη πτώση», καθώς στη διάρκεια της διετίας υποχώρησε κατά 82% χάνοντας σχεδόν 6 τρις. δολ. της κεφαλαιοποίησής του. Η αμερικανική οικονομία προσγειώθηκε απότομα, οι επενδύσεις "πάγωσαν", ενώ τα χτυπήματα της 11ης Σεπτεμβρίου έδωσαν τη χαριστική βολή. Χάρη στην έγκαιρη παρέμβαση της Fed όμως, η οποία με διαδοχικές μειώσεις κατά τη διάρκεια του 2001 μείωσε τα επιτόκια από το 6,25% στο 1%, η μεγαλύτερη οικονομία του πλανήτη μπόρεσε να σταθεί ξανά στα πόδια της³.

³ «Τι μάθαμε από την κρίση του 1929 για τη διαχείριση της σημερινής;», Μωυσής Γ. Σιδηρόπουλος, αναπληρωτής καθηγητής ΑΠΘ.

1.2 ΤΟ ΜΕΓΑΛΟ ΚΡΑΧ ΤΟΥ 1929

Όπως προαναφέρθηκε η κρίση του 1929 αποτελεί αναμφίβολα την μεγαλύτερη ύφεση της νεότερης ιστορίας, η οποία θα μπορούσε να συγκριθεί σε μέγεθος και συνέπειες με την σημερινή Διεθνή Χρηματοπιστωτική κρίση. Θα μπορούσε να χαρακτηριστεί μια κατάσταση διεθνούς οικονομικής ύφεσης που διήρκησε από ένα μέχρι δέκα χρόνια σε διάφορες χώρες του κόσμου. Επρόκειτο για τη μεγαλύτερη οικονομική ύφεση της σύγχρονης ιστορίας και χρησιμοποιείται τον 21ο αιώνα ως παράδειγμα για το πόσο οδυνηρή μπορεί να είναι μια οικονομική καταστροφή. Η "Μεγάλη Ύφεση", όπως χαρακτηρίστηκε στις ΗΠΑ, σύμφωνα με τους αναλυτές προκλήθηκε μετά από το χρηματιστηριακό κραχ στις 29 Οκτωβρίου του 1929, γνωστό ως η Μαύρη Τρίτη. Το τέρμα της κρίσης στις ΗΠΑ ταυτίστηκε με το έναυσμα της πολεμικής οικονομίας του 2ου παγκοσμίου πολέμου, γύρω στο 1939.

Η κρίση είχε καταστροφικές επιπτώσεις τόσο στον ανεπτυγμένο, όσο και στον αναπτυσσόμενο κόσμο. Επηρεάστηκε το διεθνές εμπόριο, καθώς επίσης και τα προσωπικά εισοδήματα, τα έσοδα από φόρους, οι τιμές και τα κέρδη. Η οικονομία πόλεων ανά τον κόσμο επλήγει, ιδίως εκείνων που εξαρτώνταν άμεσα από τη βαριά βιομηχανία. Οι κατασκευές πάγωσαν, οι αγροτο-κτηνοτροφικές εργασίες υποχώρησαν λόγω πτώσης των τιμών στις σοδειές κατά 40% με 60%. Με υψηλά επίπεδα ζήτησης, σε συνδυασμό με την έλλειψη εναλλακτικών εργασιών, περιοχές που εξαρτώνταν από τον πρωτογενή τομέα όπως εκμετάλλευση γης, ορυχείων και ξύλου υπέφεραν ακόμη περισσότερο.

Η μεγάλη κρίση τερματίστηκε σε διαφορετικό χρόνο ανά χώρα. Οι περισσότερες χώρες εφήρμοσαν προγράμματα ανακούφισης και η πολιτική τους ζωή πέρασε αναταραχές, εξωθώντας την ιδεολογία στα άκρα. Σε ορισμένα κράτη, οι απελπισμένοι πολίτες στράφηκαν προς δημαγωγούς εθνικιστές, όπως τον Αδόλφο Χίτλερ, με αποτέλεσμα την έναρξη του 2ου παγκοσμίου πολέμου.

1.2.1 ΤΟ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ ΤΗΣ ΧΙΟΝΟΣΤΙΒΑΔΑΣ

Η μεγάλη κρίση δεν ήταν αποτέλεσμα μιας απότομης πτώσης. Οι χρηματιστηριακές αγορές κινούνταν ανοδικά στις αρχές του 1930, επιστρέφοντας στα αρχικά επίπεδα των αρχών του 1929 τον Απρίλιο, αν και ακόμη περίπου 30% κάτω από τα μέγιστα του Σεπτεμβρίου του 1929. Η αμερικανική κυβέρνηση και η βιομηχανία ξόδεψαν περισσότερα στο πρώτο εξάμηνο του 1930 απ' ό τι στην αντίστοιχη περίοδο του 1929. Όμως, οι καταναλωτές, πολλοί από τους οποίους είχαν υποστεί σημαντικές απώλειες στην αγορά τον προηγούμενο χρόνο, είχαν περικόψει τα έξοδά τους κατά 10%, ενώ μια μεγάλη περίοδος ξηρασίας κατέστρεψε τις αγροτικές περιοχές των ΗΠΑ, μια περίοδος που κράτησε μέχρι το καλοκαίρι του 1930.

Στις αρχές του 1930, η τραπεζική πίστη ήταν διάχυτη και διαθέσιμη σε χαμηλά επιτόκια, αλλά ο κόσμος ήταν συντηρητικός στη λήψη δανείων. Το Μάιο οι πωλήσεις αυτοκινήτων σημείωναν πτώση κάτω από τα επίπεδα του 1928. Οι τιμές άρχισαν να πέφτουν, αλλά οι μισθοί διατηρούνταν σταθεροί μέχρι το 1930, οπότε και άρχισε να υποχωρεί η αγοραστική δύναμη. Η κατάσταση ήταν ακόμα χειρότερη στις αγροτικές περιοχές, όπου οι τιμές των εμπορευμάτων έπεφταν απότομα, καθώς επίσης και σε ορυχεία και δάση, όπου η ανεργία ανέβαινε και υπήρχαν ελάχιστες δουλειές. Η υποχώρηση της αμερικανικής οικονομίας ήταν ο παράγοντας που συμπαρέσυρε και τις υπόλοιπες χώρες αρχικά, ενώ αργότερα, η εσωτερική κατάσταση στις οικονομίες της κάθε χώρας καθόρισαν τις συνθήκες σε εθνικό επίπεδο. Απέλπιδες προσπάθειες για έξοδο από την κρίση μέσα από προστατευτικές πολιτικές, όπως η Πράξη Smooth-Hawley Tariff το 1930 στις ΗΠΑ και ανταποδοτικοί δασμοί σε άλλες χώρες, κατέστησαν τελικά πιο εύκολη την κατακρήμνιση του διεθνούς εμπορίου. Από τα τέλη του 1930 μέχρι και το Μάρτιο του 1933 η οικονομία ακολουθούσε μια σταθερή πτώση.

1.2.2 ΤΑ ΑΙΤΙΑ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

Υπήρξαν πολλοί παράγοντες που προκάλεσαν την κρίση, όπως δομικές αδυναμίες και συγκεκριμένα περιστατικά τα οποία τη μετέτρεψαν σε μια γενικευμένη κατάθλιψη, καθώς και ο τρόπος με τον οποίο μεταφέρθηκε από χώρα σε χώρα. Σχετικά με την περίοδο αυτή, οι ιστορικοί αναφέρουν ως δομικούς παράγοντες μεγάλες καταστροφές τραπεζών και το χρηματιστηριακό κραχ, ενώ αναλυτές όπως ο Πίτερ Τέμιν και ο Μπάρρυ Άιχενγκριν δίνουν έμφαση στην απόφαση της Βρετανίας να επιστρέψει στις ισοτιμίες που υπήρχαν πριν το Gold Standard προτού ξεσπάσει ο 1ος παγκόσμιος πόλεμος.

Οι εναλλασσόμενοι κύκλοι ύφεσης θεωρούνται ένα σύνηθες κομμάτι της ζωής σε ένα κόσμο με αβέβαιες ισορροπίες μεταξύ προσφοράς και ζήτησης. Το ποιος παράγοντας μετατρέπει μια συνήθη ήπια και σύντομη ύφεση ή οικονομικό κύκλο σε μια γενικευμένη κατάπτωση αποτελεί αντικείμενο συζήτησης. Άνθρωποι της διανόησης δεν έχουν συμφωνήσει ως προς τα ακριβή αίτια και τη σχετική τους συμβολή στην κρίση. Η αναζήτηση των ευθυνών είναι στενά συνδεδεμένη με το ερώτημα του πώς να αποφευχθεί μια μελλοντική κρίση και ως εκ τούτου οι πολιτικές απόψεις τους αναμειγνύονται σε μια ανάλυση ιστορικών γεγονότων οκτώ παρελθουσών δεκαετιών. Το μεγαλύτερο ερώτημα εστιάζεται στο κατά πόσο επρόκειτο για μια αποτυχία της ελεύθερης αγοράς ή για μια αποτυχία εκ μέρους των τραπεζών να προλάβουν την κατάρρευση των τραπεζών, τον επακόλουθο πανικό και περικοπές στα χρηματικά αποθέματα. Εκείνοι που υποστηρίζουν ένα σημαντικό ρόλο του κράτους στην οικονομία, πιστεύουν ότι επρόκειτο κυρίως για την αποτυχία των ελεύθερων αγορών, ενώ εκείνοι που πιστεύουν στην ελεύθερη αγορά υποστηρίζουν την άποψη πως η κρίση οφειλόταν στην αποτυχία της κυβέρνησης να αντιμετωπίσει το πρόβλημα.

Σύγχρονες θεωρίες μπορεί να κατηγοριοποιούνται σε τρεις σχολές. Πρώτον, υπάρχουν οι υποστηρικτές των κλασικών οικονομικών: μονεταριστές, η αυστριακή σχολή και η νεοκλασική οικονομική θεωρία, όλες εκ των οποίων επικεντρώνονται στις μακροοικονομικές επιπτώσεις στο χρηματικό απόθεμα και στην προσφορά χρυσού που στήριζε πολλά νομίσματα προτού γενικευθεί η κρίση, συμπεριλαμβανομένης της παραγωγής και της κατανάλωσης.

Κατά δεύτερον, υπάρχουν πολλές δομικές θεωρίες, πιο γνωστή από τις οποίες η Κεϋνσιανή, αλλά και η σχολή των θεσμικών οικονομικών, που τονίζουν την υποκατανάλωση και την υπερεπένδυση (οικονομική φούσκα), προκλητική συμπεριφορά των τραπεζικών παραγόντων και βιομηχάνων, ή ανεπαρκείς κρατικοί λειτουργοί. Όταν ο πανικός ξεκίνησε και ακολούθησε η ύφεση, πολλοί πίστεψαν ότι μπορούσαν να διασώσουν τα χρήματά τους παραμένοντας μακριά από την αγορά, καθώς οι τιμές υποχωρούσαν έτσι ώστε ένα δεδομένο ποσοστό χρημάτων να μπορούσε να αγοράσει περισσότερα αγαθά.

Σε τρίτο επίπεδο, υπάρχει η μαρξιστική κριτική για την πολιτική οικονομία. Η κριτική αυτή εστιάζεται σε αντιφάσεις του ίδιου του καπιταλισμού, μια κοινωνική αντιπαλότητα ως προς την οικειοποίηση της υπεραξίας του κεφαλαίου, καθώς προαγόταν μια έμφυτη ανισορροπία στη συσσώρευσή του, με υπερβολική συσσώρευση που κλιμακωνόταν μέχρι τις περιοδικές κρίσεις που το απόμειναν. Η προέλευση της κρίσης, ως εκ τούτου, εντοπίζεται αμιγώς στη σφαίρα της παραγωγής, αν και η οικονομική κρίση δύναται να επιδεινωθεί από προβλήματα δυσαναλογίας στην υπερπαραγωγή στη βιομηχανία και συναφείς παραγωγικούς τομείς, καθώς και στην υποκατανάλωση του λαού.

1.2.3 Ο ΥΠΕΡΒΟΛΙΚΟΣ ΔΑΝΕΙΣΜΟΣ ΚΑΙ ΟΙ ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ ΤΟΥ

Ο υπερβολικός δανεισμός θεωρείται μία από τις αιτίες της μεγάλης κρίσης. Μακροοικονομολόγοι, όπως ο Μπεν Μπερνάνκε, πρόεδρος της Κεντρικής Τράπεζας των ΗΠΑ, επανέφεραν την άποψη της σχέσης χρέους-ύφεσης που πρωτοδιατυπώθηκε από τον Ίρβινγκ Φίσερ. Ο τελευταίος συνέδεσε την χαλαρή πίστωση με την υπερχρέωση, κάτι που προλείανε το έδαφος για κερδοσκοπικά παιχνίδια και επενδυτικές φούσκες. Επιπλέον, ο Μπερνάνκε προχώρησε στην ενοχοποίηση εννέα αλληλοσυσχετιζόμενων παραγόντων υπό συνθήκες χρέους και ύφεσης για να διευκρινίσει το μηχανισμό της αποτυχίας. Πιο συγκεκριμένα σύμφωνα με τον Ben Bernanke Το εύκολο χρήμα είναι η κύρια αιτία του υπερδανεισμού. Όταν ένας επενδυτής πιστεύει πως μπορεί να βγάλει κέρδος 100% ετησίως δανειζόμενος με επιτόκιο 6%, θα δελεαστεί να δανειστεί, να επενδύσει και να κερδοσκοπήσει με τα

χρήματα αυτά. Αυτός ήταν και ο πρωτεύων παράγοντας που οδήγησε στην υπερχρέωση του 1929. Εφευρέσεις και τεχνολογικές βελτιώσεις δημιούργησαν τεράστιες επενδυτικές ευκαιρίες, οδηγώντας σε μεγάλα χρέη.

Υποθέτοντας πως σε κάποιο δεδομένο χρονικό διάστημα παρουσιάζεται μια κατάσταση υπερχρέωσης, το γεγονός αυτό θα οδηγήσει σε ρευστοποίηση, είτε λόγω της ανησυχίας των πιστωτών, είτε των δανειοληπτών ή και των δύο. Τότε μπορούμε να εξαγάγουμε την ακόλουθη συμπερασματική αλυσίδα που απαρτίζεται από εννέα κρίκους: (1) Ρευστοποίηση των χρεών που οδηγεί σε εν θερμό πωλήσεις. (2) Συστολή των νομισματικών αποθεμάτων, καθώς τα τραπεζικά δάνεια αποπληρώνονται και περιορίζεται η ταχύτητα διακίνησης. (3) Πτώση στα επίπεδα των τιμών, με άλλα λόγια, μια φούσκα του δολαρίου. Συμπεραίνοντας, όπως ανεφέρθη και ανωτέρω, πως αυτή η πτώση δε σχετίζεται με ανατίμηση, πρέπει να ακολουθήσει: (4) μια ακόμη μεγαλύτερη πτώση στην καθαρή αξία των επιχειρήσεων προκαλώντας πτωχεύσεις και (5) μια παρόμοια πτώση στα κέρδη, η οποία σε ένα καπιταλιστικό μοντέλο μιας κοινωνίας των ατομικών εσόδων, οδηγεί σε ανησυχία η οποία οδηγεί σε: (6) Μείωση της παραγωγής, των συναλλαγών και της εργασίας. Αυτές οι απώλειες, οι πτωχεύσεις και η ανεργία, οδηγούν σε: (7) Απαισιοδοξία έλλειψη αυτοπεποίθησης, η οποία εν συνεχεία οδηγεί σε (8) Αποταμίευση και λιγότερη διακίνηση χρήματος. Οι οκτώ αναφερθείσες μεταβολές προκαλούν: (9) Περίπλοκες στρεβλώσεις στα επιτόκια δανεισμού και συγκεκριμένα, μια πτώση στα ονομαστικά επιτόκια και στην αξία του χρήματος, συνοδευόμενη από μια αύξηση στα πραγματικά επιτόκια και της αγοραστικής αξίας των εμπορευμάτων.

Οι τράπεζες που είχαν χρηματοδοτήσει τα υπερχρέη άρχισαν να καταρρέουν καθώς οι δανειολήπτες αδυνατούσαν να ανταποκριθούν στις συμβατικές τους υποχρεώσεις και καταθέτες σήκωναν τα χρήματά τους μαζικά από τους λογαριασμούς τους, σχηματίζοντας τραπεζικές ουρές. Κυβερνητικές εγγυήσεις και νομοθετικές ρυθμίσεις της Fed (Federal Reserve System) που είχαν σκοπό να αποτρέψουν τέτοιες ουρές πανικού απεδείχθησαν αναποτελεσματικές και σε ορισμένες περιπτώσεις αποφεύχθηκαν. Τραπεζικές καταστροφές οδήγησαν στην απώλεια αποθεμάτων εκατομμυρίων δολαρίων. Τα απλήρωτα χρέη κατέστησαν ακόμη πιο επικίνδυνα, καθώς οι τιμές και τα εισοδήματα έπεφταν 20-50%, αλλά τα χρέη παρέμεναν στα ίδια επίπεδα. Μετά την κρίση του 1929 και κατά τη διάρκεια των

10 πρώτων μηνών του 1930, 744 αμερικανικές τράπεζες κατέρρευσαν, ενώ μέχρι τα τέλη του έτους ανέρχονταν συνολικά στις 9.000. Το 1933, οι καταθέτες είχαν σημειώσει απώλειες \$ 140 δισεκατομμυρίων.

Οι καταρρεύσεις πήραν μορφή χιονοστιβάδας καθώς απελπισμένοι τραπεζίτες απέσυραν δάνεια, τα οποία δεν είχαν χρόνο ή χρήματα οι δανειολήπτες να αποπληρώσουν. Όντα τα μελλοντικά κέρδη χαμηλά, η επένδυση κεφαλαίων και οι κατασκευές περιορίστηκαν ή πάγωσαν τελείως. Εν όψει προβληματικών δανείων και χειροτέρευσης μελλοντικών προγραμμάτων, οι διασωθείσες τράπεζες κατέστησαν ακόμη πιο συντηρητικές στις χορηγήσεις δανείων. Άρχισαν να "κτίζουν" κεφαλαιακά αποθέματα και να περικόπτουν τα δάνεια, εντείνοντας την υποτίμηση του χρήματος. Ένας φαύλος κύκλος σχηματίστηκε, ενώ ακολούθησε και η οικονομική κατρακύλα. Αυτή η αυτοεκπληρούμενη προφητεία προκάλεσε μετέτρεψε την οικονομική ύφεση του 1930 σε μια μεγάλη οικονομική εξαθλίωση μέχρι το 1933.

1.2.4 ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΩΝ ΗΠΑ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΙΚΑ ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ

Οι μονεταριστές, όπως η Μίλτον Φρίντμαν, αλλά και ο πρόεδρος της Fed, Μπεν Μπερνάνκε, υποστηρίζουν πως η μεγάλη εξαθλίωση προκλήθηκε από τη συντηρητική νομισματική πολιτική, τις συνέπειες του φτωχού προγραμματισμού από τη Fed συνεχείς κρίσεις στο τραπεζικό σύστημα. Κατ' αυτή την άποψη, η Fed, με την έλλειψη δράσης, επέτρεψε στα χρηματικά αποθέματα, όπως μετρώνται από το M2 να συρρικνωθούν κατά το ένα τρίτο μεταξύ 1929 και 1933. Ο Φρίντμαν ισχυρίστηκε ότι η επακόλουθη πτώση της οικονομίας, που ξεκίνησε από το χρηματιστηριακό κράχ, θα αποτελούσε υπό φυσιολογικές συνθήκες μια ακόμη ύφεση. Το πρόβλημα εστιάστηκε στο γεγονός πως πολλές δημόσιες τράπεζες κατέρρευαν, ιδίως στην περίπτωση της Αμερικανικής Τράπεζα της Νέας Υόρκης, όπου προκλήθηκε πανικός και εκτεταμένες τραπεζικές ουρές, τη στιγμή που η Fed έμενε απαθής στη θέα της κατάρρευσης. Υποστήριξε πως, εάν η Fed είχε εξασφαλίσει έκτακτο δανεισμό σε αυτές τις νευραλγικές τράπεζες, ή είχε απλά χορηγήσει κρατικά ομόλογα στην αγορά ώστε να προμηθεύσει ρευστότητα και αύξηση της ποσότητας του διακινούμενου χρήματος μετά την πτώση των τραπεζών, όλες οι υπόλοιπες τράπεζες θα διασφαλιζόνταν από το

ντόμινο της πτώσης και τα χρηματικά αποθέματα δε θα είχαν πέσει σε τόσο χαμηλό σημείο, σε τόσο μικρό χρονικό διάστημα. Με σημαντικά περιορισμένη διακίνηση χρήματος, οι επιχειρηματίες αδυνατούσαν να λάβουν νέα δάνεια και να ανανεώσουν τα παλιά, αποτρέποντας πολλούς από νέες επενδύσεις. Αυτή η ερμηνεία κατηγορεί τη Fed για απραξία, ιδίως το κατάστημα της Νέας Υόρκης.

Ένας από τους λόγους που η Fed δεν έσπευσε να περιορίσει την πτώση των χρηματικών αποθεμάτων αφορούσε νομικές δεσμεύσεις. Εκείνη την περίοδο, το μέγεθος των πιστώσεων που η Fed μπορούσε να εκδώσει περιοριζόταν από νόμους που απαιτούσαν μερική υποστήριξη των πιστώσεων με χρυσό. Μέχρι τα τέλη του 1920, η Fed είχε σχεδόν φτάσει τα επιτρεπτά πιστωτικά όρια εντός των οποίων μπορούσε να υποστηρίξει με το χρυσό που διέθετε. Επειδή όμως ο απαραίτητος χρυσός όμως δε συνοδευόταν και από τα αντίστοιχα αποθέματα, κατά τη διάρκεια του τραπεζικού πανικού, ένα μέρος αυτών των απαιτήσεων σε χρυσό εξαργυρώθηκαν με χρυσό της Fed. Λόγω όμως των υψηλών ορίων υποστήριξης της πίστωσης της Fed με χρυσό, οποιαδήποτε μετατροπή σε χρυσό στα θησαυροφυλάκια έπρεπε να συνοδευτούν από ένα μεγαλύτερο περιορισμό στην πίστωση. Κατά τη διάρκεια της μεγάλης εξαθλίωσης, οι ιδιωτικές επενδύσεις σε χρυσό κατέστησαν παράνομες, περιορίζοντας τις πιέσεις προς τη Fed για χρυσό.

1.2.5 ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΤΗΣ ΑΥΣΤΡΙΑΚΗΣ ΣΧΟΛΗΣ

Μια άλλη ερμηνεία της κρίσης προσπαθεί να δώσει η Αυστριακή Σχολή Οικονομικών. Θεωρητικοί της σχολής που έγραψαν για τη μεγάλη εξαθλίωση περιλαμβάνουν τον αυστριακό οικονομολόγο Φρίντριχ Χάιεκ και τον αμερικανό Μούρεϋ Ρόθμπαρντ, οι οποίοι έγραψαν την πραγματεία “America's Great Depression” το 1963. Κατά την άποψή τους, ο βασικός παράγοντας της κρίσης ήταν η εξάπλωση των χρηματικών αποθεμάτων το 1920 που οδήγησε σε μια τεράστια φούσκα, καθοδηγούμενη από την πιστωτική εξάπλωση. Σύμφωνα με την ίδια μελέτη, η Fed, η οποία ιδρύθηκε το 1913, φέρει μεγάλο μέρος της ευθύνης.

Ο Χάιεκ, σε μια αναφορά στο Αυστριακό Ινστιτούτο Οικονομικών Ερευνών, το Φεβρουάριο του 1929 είχε προβλέψει την οικονομική πτώση, δηλώνοντας πως "η φούσκα θα σκάσει μέσα στους επόμενους μήνες".

Ο Λούντβιχ βον Μις περίμενε επίσης τη χρηματοοικονομική καταστροφή, δηλώνοντας πως “Έρχεται ένα μεγάλο κραχ και δεν επιθυμώ το όνομά μου να ταυτιστεί με αυτό καθ' οποιονδήποτε τρόπο”, όταν απέρριψε μια σημαντική θέση στην Kreditanstalt Bank στις αρχές του 1929.

Ένας από τους λόγους του νομισματικού πληθωρισμού ήταν η απόπειρα βοήθειας της Μεγάλης Βρετανίας, η οποία το 1920 προσπαθούσε μετά δυσκολίας να επιστρέψει στα προπολεμικά της επίπεδα χρυσού. Κατά την προσπάθεια επιστροφής στα παλαιά επίπεδα χρυσού, η Βρετανία αντιμετώπιζε πιέσεις υποτίμησης του νομίσματός της. Σύμφωνα με τον Ροθμπαρντ, η έλλειψη ευελιξίας των τιμών στη Βρετανία υποδήλωνε και αύξηση των ποσοστών της ανεργίας, ζητώντας τη βοήθεια της αμερικανικής κυβέρνησης. Οι ΗΠΑ ελάμβαναν μια καθαρή εισροή αποθεμάτων χρυσού, τα οποία διογκώθηκαν ώστε να βοηθήσουν τη Βρετανία να επιστρέψει στις παλιές της δόξες. Ο Μονταγκού Νόρμαν, πρόεδρος της Τράπεζας της Αγγλίας, είχε μια ιδιαίτερος θερμή σχέση με τον Μπέντζαμιν Στρόνγκ, τον de facto πρόεδρο της Fed. Ο κ. Νόρμαν πίεζε τους προέδρους των κεντρικών τραπεζών της Γαλλίας και της Γερμανίας να αυξήσουν τα αποθέματά τους, σε αντίθεση όμως με τον Στρόνγκ, αρνήθηκαν. Ο Ρόθμπαρντ υποστηρίζει πως η αμερικανική διόγκωση είχε στόχο να επιτρέψει στη Βρετανία να αναπτυχθεί, καθώς δεν μπορούσε να αναπτυχθεί από μόνη της.

1.3 Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΗΣ ΝΟΤΙΑΝΑΤΟΛΙΚΗΣ ΑΣΙΑΣ

Ιδιαίτερα έντονη ήταν η κρίση που εμφανίστηκε στις χώρες της Νοτιανατολικής Ασίας το 1997. Οι χώρες αυτές, από την δεκαετία του 60 μέχρι την δεκαετία του 90 γνώρισαν ταχεία ανάπτυξη με εντυπωσιακές διαρθρωτικές αλλαγές και σημαντική βελτίωση του επιπέδου διαβίωσης οδηγώντας πολλούς ερευνητές και δημοσιογράφους να μιλήσουν για ένα «ασιατικό θαύμα».⁴ Μεταξύ 1965 και 1990, οι οικονομίες της Ιαπωνίας, των τεσσάρων ασιατικών «τίγρων» (Χονγκ Κονγκ, Σιγκαπούρη, Ν. Κορέα και Ταϊβάν) και άλλων τριών αναδύμενων χωρών (Ινδονησία, Μαλαισία και Ταϊλάνδη) γνώρισαν υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης. Οι οικονομίες αυτές είχαν καθαρά εξαγωγικό εμπορικό προσανατολισμό και κατά την περίοδο 1994-1996 είχαν ιδιαίτερα χαμηλό πληθωρισμό, δημόσια ελλείμματα καθώς και υψηλές αποταμιεύσεις, επενδύσεις και εισροές κεφαλαίου καθώς και σημαντικά αποθέματα συναλλαγματικών διαθεσίμων.⁵

Ένας από τους σημαντικότερους παράγοντες της ανάπτυξης στην περιοχή υπήρξε η σημασία που δίνουν οι χώρες αυτές στην εκπαίδευση. Το εκπαιδευτικό σύστημα των χωρών αυτών ενθαρρύνει την μάθηση, τις πρακτικές γνώσεις και τον ανταγωνισμό. Έτσι μέσα σε μερικές δεκαετίες οι χώρες της Νοτιανατολικής Ασίας εξαφάνισαν σχεδόν τον αναλφαβητισμό και κατάφεραν να αυξήσουν το εργατικό τους δυναμικό, τόσο σε ποσότητα όσο και σε ποιότητα.⁶

Ένας δεύτερος παράγοντας υπήρξε το υψηλό ποσοστό της εθνικής αποταμίευσης, όπου μεγάλο μέρος του εθνικού εισοδήματος δεν κατευθυνόταν στην ιδιωτική κατανάλωση αλλά σε επενδύσεις για την βιομηχανία και το εμπόριο.⁷ Για να το πετύχουν αυτό οι κυβερνήσεις επέβαλαν περιοριστικούς δασμούς στην εισαγωγή ξένων προϊόντων και προώθησαν τις εξαγωγές κρατώντας το εθνικό τους νόμισμα σε χαμηλές ανταγωνιστικές τιμές. Στην εποχή της παγκοσμιοποίησης, όταν ο προστατευτισμός, όταν ο προστατευτισμός δεν ήταν πλέον μια εφικτή στρατηγική η

⁴ R.Glick-R.Moreno, "The East Asian miracle, Business Economics, Vol. 32, No 2, 1997, pp 681-690.

⁵ P.Bustelo, "The East Asian Financial Crises: An Analytical Survey", International Working Paper, No 10, p.3.

⁶ P. Kennedy, Προετοιμασία για τον 21^ο αιώνα, Αθήνα Λιβάνης Νέα Σύνορα, 1994 σελ. 329-330.

⁷ P. Kennedy, Προετοιμασία για τον 21^ο αιώνα, Αθήνα Λιβάνης Νέα Σύνορα, 1994 σελ. 330.

πολιτική των χωρών αυτών αποδείχθηκε ευέλικτη καθώς κατάφεραν να προσελκύσουν ένα μεγάλο ποσοστό από τις παγκόσμιες άμεσες επενδύσεις.⁸

Αυτοί οι παράγοντες, καθώς και οι υψηλές αποδόσεις που παρουσίαζαν οι επενδύσεις χαρτοφυλακίου, δημιούργησαν το πρόσφορο έδαφος για την εισροή ξένων κεφαλαίων. Την περίοδο 1990-1996, η Ανατολική Ασία κατείχε το 1/5 της παγκόσμιας παραγωγής και τα 2/3 των παγκόσμιων επενδύσεων. Μέχρι την συγκεκριμένη περίοδο, η Νοτιανατολική Ασία είχε καταφέρει να διαχειριστεί τις δυνάμεις της παγκοσμιοποίησης προς όφελος της. Όπως όμως παρατήρησαν ορισμένοι αναλυτές, τα οικονομικά αποτελέσματα της μεταπολεμικής περιόδου των χωρών της Νοτιανατολικής Ασίας δεν ήταν δυνατόν να επαναληφθούν.⁹ Το εργατικό δυναμικό δεν μπορούσε να αυξηθεί σε ακόμη μεγαλύτερα επίπεδα, ενώ το ποσοστό αποταμίευσης ήταν ιδιαίτερα υψηλό και δεν μπορούσε να γίνει υψηλότερο. Η περαιτέρω ανάπτυξη της περιοχής εξαρτιόταν από την αύξηση της παραγωγικότητας των υπαρχόντων πόρων και όχι από την κινητοποίηση νέων, κάτι πολύ πιο δύσκολο, πράγμα που έφερε τις χώρες της Νοτιανατολικής Ασίας κοντά στις προκλήσεις που αντιμετώπιζαν οι ανεπτυγμένες οικονομίες.¹⁰

⁸P. Kennedy, Προετοιμασία για τον 21^ο αιώνα, Αθήνα Λιβάνης Νέα Σύνορα, 1994 σελ. 33.

⁹ P. Krugman, “The Myth of Asia’s Miracle” p.71

¹⁰ P. Hirst-G Thomson, Globalization in Question : The international Economy and the Possibilities of Governance, p. 112.

1.3.1 ΤΟ ΧΡΟΝΙΚΟ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

Αν και η κρίση ξεκίνησε με την υποτίμηση του ταιλανδικού νομίσματος τον Ιούλιο του 1997, τα αίτια της εντοπίζονται αρκετά χρόνια πριν. Συγκεκριμένα υπήρξε μια ανησυχητικά μεγάλη εισροή κεφαλαίων με τις τέσσερις αναδυόμενες οικονομίες της Νοτιοανατολικής Ασίας (Ινδονησία, Μαλαισία, Φιλιππίνες και Ταϊλάνδη) να λαμβάνουν την μερίδα του λέοντος.¹¹ Αυτή η εισροή οφειλόταν τόσο στην υψηλή μάκρο-ανταγωνιστικότητα της περιοχής (χαμηλό εργατικό κόστος, υψηλά επιτόκια, σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες, ελάχιστη ρύθμιση της αγοράς) όσο και παράγοντες που εντοπιζόταν στις χώρες βάσης των κεφαλαίων (χαμηλά επιτόκια σε Ιαπωνία και ΗΠΑ, υπερβολική ρευστότητα στην ανεπτυγμένη δύση και η παγκόσμια ολοκλήρωση της αγοράς κεφαλαίου). Το πρόβλημα εντοπιζόταν στον υπερβολικό δανεισμό των χωρών της ανατολικής Ασίας που συνεπάγεται η εισροή των κεφαλαίων που ήταν κατά κύριο λόγο βραχυπρόθεσμος, σε ξένο νόμισμα και χωρίς τη στρατηγική εξασφάλιση (hedging).¹²

Η εισροή κεφαλαίων είχε και άλλες σημαντικές επιδράσεις στη Νοτιοανατολική Ασία καθώς άσκησε πληθωριστικές πιέσεις στην αγορά των μη εμπορεύσιμων αγαθών που οδήγησαν σε υπερεκτίμηση του πραγματικού κεφαλαίου και στη δημιουργία «φουσκών» στην αγορά.¹³ Επίσης η υπερβολική προσφορά συναλλάγματος οδήγησε σε υπερτίμηση των νομισμάτων των χωρών που μείωσε την ανταγωνιστικότητά τους και έπληξε το εξαγωγικό τους εμπόριο, ενώ οι κεφαλαιακές εισροές αύξησαν και τον εγχώριο τραπεζικό δανεισμό ώστε να καλυφθεί η ανάγκη για ιδιωτική επένδυση, της οποίας η αντίστοιχη αύξηση αναγκαστικά έπρεπε να τροφοδοτηθεί με εισαγωγές κεφαλαιουχικών αγαθών που επιδείνωσαν τα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών.¹⁴

Το καλοκαίρι του 1996, ένα χρόνο δηλαδή πριν ξεσπάσει η οικονομική κρίση στην περιοχή, πηγές ανέφεραν πως ο αριθμός των εξαγωγών στην περιοχή έπεφτε αισθητά σε σχέση με τα προηγούμενα χρόνια. Οι Paul Krugman και Marc Noland

¹¹ S. D. Sharma, "Asia's Economic Crisis and the IMF, Survival, vol.40, No 2, 1998, p.31.

¹² Bustelo, op.cit., p 7-8.

¹³ H. J. Edison –P. Luangaram –M. Miller, " Asset Bubbles, Domino Effects and Lifeboats : Elements of the East Asian Crisis" BGFERS International Finance Discussion Paper, No 606, 1998.

¹⁴ P.Bustelo, "The East Asian Financial Crises: An Analytical Survey", International Working Paper, No 10, p.7-8.

ανέφεραν πως η κατάσταση στην περιοχή είναι πιθανόν να τερματίσει την αισιοδοξία των επενδυτών, να αποσύρουν τα κεφάλαια τους και οι χώρες να οδηγηθούν σε μια οικονομική κρίση τύπου Μεξικού που έλαβε χώρα το 1994.¹⁵

Στις αρχές του 1997, η Ινδονησία, η Κορέα και η Ταϊλάνδη είχαν ένα αξιοσημείωτο δείκτη ανάπτυξης της οικονομίας και του εμπορικού τους τομέα. Το μόνο ανησυχητικό ήταν η μεγάλη ανισορροπία του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών τους και η αγορά μετοχικού κεφαλαίου, η οποία γνώριζε μια φυσιολογική πτώση μετά την κορύφωση.¹⁶ Τίποτα όμως από αυτά δεν μπορούσε να προϋδεάσει για την οικονομική καταστροφή που θα ακολουθούσε.

Η κρίση ξεκίνησε τυπικά στις 2 Ιουλίου του 1997, αλλά τα ανησυχητικά όμως φαινόμενα είχαν ξεκινήσει στο σύνολο των χωρών της Ανατολικής Ασίας αρκετά πριν με σποραδικές επιθέσεις εναντίον των τοπικών νομισμάτων από τον προηγούμενο χρόνο. Τον Ιούλιο του 1996 κατέρρευσε η Bank of Commerce και χρειάστηκε να επέμβει η κεντρική Τράπεζα της Ταϊλάνδης με ρευστά διαθέσιμα για να στηρίξει την ζήτηση για συνάλλαγμα.¹⁷ Η αναποφασιστικότητα της ταϊλανδικής κυβέρνησης κλόνησε περαιτέρω την εμπιστοσύνη των επενδυτών. Στις 14 Μαΐου του 1997 το χρηματιστήριο της χώρας σημείωσε πτώση κατά 7% και μετά την παραίτηση του υπουργού Οικονομίας στις 19 Ιουνίου σημειώθηκε νέα πτώση ύψους 11%. Η αναστολή εργασιών δεκαέξι επιχειρήσεων που αντιπροσώπευαν μεγάλο κομμάτι της κεφαλαιαγοράς, ενέτεινε τις ανησυχίες για την βιωσιμότητα της οικονομίας της χώρας.

Ένα κεντρικό χαρακτηριστικό των χωρών αυτών ήταν η πρόσδεση των νομισμάτων τους στο δολάριο και η απώλεια της ανταγωνιστικότητας τους καθώς το δολάριο ανατιμούνταν την εποχή εκείνη. Καθώς λοιπόν οι οικονομίες της περιοχής είχαν κλειδώσει τα εθνικά τους νομίσματα με την ισοτιμία του δολαρίου, η χαμηλή ισοτιμία του 1995 ενίσχυσε την ανταγωνιστικότητα της περιοχής ενώ η άνοδος του 1996 την ζημίωσε.¹⁸ Έτσι ως αντίδραση στην συνεχιζόμενη μείωση του αριθμού εξαγωγών και στην αναδυόμενη κρίση, η Ταϊλάνδη εγκατέλειψε την πρόσδεση στο

¹⁵ P. Lewis "Export growth slows for Asia's Tiger Economies", The New York Times, 3.8.1996.

¹⁶ H. J. Edison –P. Luangaram –M. Miller, " Asset Bubbles, Domino Effects and Lifeboats : Elements of the East Asian Crisis" BGFERS International Finance Discussion Paper, No 606, 1998.

¹⁷ G. L. Kaminsky- S. M. Schmuker, "What Triggers Market Jitters? A Chronicle of the Asian Crisis", Journal of international Money and finance, Vol 18, No. 4, 1999, p.540.

¹⁸ P. Lewis "Export growth slows for Asia's Tiger Economies", The New York Times, 3.8.1996.

δολάριο στις 2 Ιουλίου και ξεκίνησε μια υποτίμηση του εθνικού νομίσματος Μπαχτ κατά 50% μέσα σε διάστημα 6 μηνών από τον Μάιο του 1997.¹⁹ Η υποτίμηση του Μπαχτ πυροδότησε την κρίση στην περιοχή καθώς οι επενδυτές προσπάθησαν να αποσύρουν όλοι μαζί ταυτόχρονα τις επενδύσεις και να μετατρέψουν τα νομίσματά τους πάλι σε δολάρια.

Η εγκατάλειψη της πρόσδεσης του νομίσματος της Ταϊλάνδης στο δολάριο, ακολουθήθηκε από αντίστοιχη χαλάρωση της πρόσδεσης του νομίσματος της Μαλαισίας ενώ συμπαρέσυρε τα άλλα νομίσματα της περιοχής, όπως της Ινδονησίας, της Ν. Κορέας και των Φιλιππίνων, ακόμη και τα ισχυρότερα από αυτά, όπως τα δολάρια της Ταϊβάν και της Σιγκαπούρης.²⁰

Σταδιακά, το επίκεντρο της κρίσης μεταφέρθηκε την Ν. Κορέα στην οποία όμως η κατάσταση ήταν λιγότερη τεταμένη. Δεν υπήρξε έκρηξη της ιδιωτικής επένδυσης και ο τραπεζικός δανεισμός κρατήθηκε σε χαμηλά επίπεδα με αποτέλεσμα να μην παρουσιαστούν φούσκες στην κεφαλαιαγορά. Το νόμισμα της ανατιμήθηκε αλλά σε πολύ περισσότερο βαθμό από τις ανατιμήσεις της Ινδονησίας, της Ταϊλάνδης, της Μαλαισίας και των Φιλιππίνων και το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών ήταν μικρότερο από εκείνο των παραπάνω χωρών.²¹

Το ντόμινο συνεχίστηκε με την Ιαπωνία που από το 1997 βρισκόταν σε κατάσταση ύφεσης και αντιμετώπιζε έλλειμμα εγχώριας ζήτησης, κατανάλωσης και ιδιωτικής επένδυσης κυρίως λόγω του φόβου του αποπληθωρισμού. Για τους λόγους αυτούς εξαρτιόταν από τις αγορές της Νοτιανατολικής Ασίας στις οποίες είχε βρει διέξοδο (το 30% περίπου του τραπεζικού δανεισμού της Νοτιανατολικής Ασίας αποτελούταν από Ιαπωνικά κεφάλαια).²² Μέσα σε λίγους μήνες το χρηματιστήριο του Τόκιο κατέρρευσε εξαιτίας των πτωχεύσεων μεγάλων εταιριών , που είχαν έντονες οικονομικές διασυνδέσεις με τις χώρες που βρισκόταν ήδη σε κρίση.

¹⁹ S. Shishido – T. Nakajima, “ Asian currency Crisis and the role of Japan”, *Developing Economies*, vol. 37, 1999, p.3.

²⁰ Στη Ν. Κορέα, Ταϊλάνδη και Φιλιππίνες η πτώση ήταν της τάξης του 30-35% ενώ στην Ταϊβάν και Σιγκαπούρη 10-15%. Βλ. I. Yamazawa, “Introduction”, *Developing Economies*, Vol. 37, No 4, 1999, pp 386-387.

²¹ D. Sharma, “Asia’s Economic Crisis and the IMF”, p.38.

²² K. Kunimune , “Crisis in Japan and the way out: A counter Argument to pessimistic views”, *Developing Economies*, Vol 37, No 4, p517.

Γενικά η οικονομική κρίση πυροδότησε κοινωνικές εκρήξεις και έφερε χάος ενώ υπολογίζεται πως είχε ως αποτέλεσμα μια μειωμένη παγκόσμια απόδοση κατά δύο τρισεκατομμύρια δολάρια. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα εκατομμύρια άτομα να χάσουν την δουλειά τους, ενώ έγιναν περικοπές στις κοινωνικές υπηρεσίες σε ολόκληρο τον κόσμο.²³

Η κρίση άρχισε να ξεθουμαίνει τον Ιανουάριο με την Κορέα να δέχεται την βοήθεια των διεθνών τραπεζών. Ακολούθησε το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (IMF) που υποσχέθηκε οικονομική βοήθεια ύψους 117 δις. δολαρίων.²⁴ Τελικά το IMF χορήγησε 21,1 δις. δολάρια στην Ν. Κορέα, 11,2 δις δολάρια στην Ινδονησία και τέσσερα δις. δολάρια στην Ταϊλάνδη, ενώ η Μαλαισία αρνήθηκε την βοήθεια.²⁵ Με την βοήθεια του IMF αλλά και του πολύ υψηλού βαθμού αποταμίευσης που υπήρχε στην περιοχή, η κρίση ξεπεράστηκε και η σταθερότητα μερικώς αποκαταστάθηκε.²⁶

²³ United Nations Development Program, Human Development Report: Globalization with a human face, New York: University press, 1999, P.40.

²⁴ A. H. Meltzer, "Asian Problems and the IMF", Cato Journal, Vol. 17, No 3, p.268.

²⁵ T. Lane – M. Schulze- Ghattas, "Program Financing and Market Reactions", IMF supported programs in Indonesia, Korea and Thailand: a preliminary assessment, Washington, DC: IMF, 1999, p.21.

²⁶ "Asia's Economies: On their Feet again?" The Economist, 21.8.1999.

1.3.2 ΤΑ ΑΙΤΙΑ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

Η πολυπλοκότητα της Ασιατικής κρίσης και ο μεγάλος αριθμός των χωρών που επηρέασε καθιστούν σαφές ότι υπήρξε ένας συνδυασμός παραγόντων που συνέβαλαν στη δημιουργία και την εξέλιξη της. Θα μπορούσαμε να διακρίνουμε τους παράγοντες αυτούς σε εσωτερικούς, που εντοπίζονται δηλαδή εντός των οικονομιών της Ανατολικής Ασίας, και σε εξωτερικούς ή διεθνείς που εντοπίζονται στη λειτουργία των θεσμών της διεθνούς κεφαλαιαγοράς και του διεθνούς νομισματικού συστήματος.

Εσωτερικοί παράγοντες

Οι εσωτερικοί παράγοντες αναφέρονται τόσο στη λειτουργία των εγχώριων κεφαλαιαγορών όσο και στο θεσμικό τους σύστημα. Όσον αφορά στη λειτουργία των κεφαλαιαγορών, το πρόβλημα εντοπίζεται στις επενδύσεις φούσκες που γέννησαν αυτές. Αυτό που πρέπει να γίνει αντιληπτό είναι ότι αν και τα προβλήματα της κάθε χώρας ήταν διαφορετικά και συνεπώς σε κάθε χώρα ήταν διαφορετικοί οι παράγοντες που οδήγησαν στην κρίση, ωστόσο λειτούργησαν συναθροίστηκα στο σύνολο των χωρών, εξαιτίας της μεγάλης διασύνδεσης που είχαν οι κεφαλαιαγορές μεταξύ τους. Παρακάτω θα προσπαθήσουμε να αναπτύξουμε συνοπτικά τους βασικότερους από τους παράγοντες αυτούς.

Αν και η υπερεπένδυση στις χώρες της Νοτιανατολικής Ασίας κατευθύνθηκε πρωτίστως σε πραγματικό κεφάλαιο (κυρίως ακίνητη περιουσία και υποδομές), εντούτοις αποδείχθηκε ότι αυτή ήταν εξαιρετικά ρευστή. Η αγορά ακίνητης περιουσίας έγινε κυρίως για κερδοσκοπικούς λόγους και όχι για να χρησιμοποιηθεί στην παραγωγική διαδικασία ενώ η υποδομή που αναπτύχθηκε ήταν εξαιρετικά φτωχή. Επιπλέον οι παραγωγικές δραστηριότητες στις οποίες στράφηκαν οι επενδύσεις δεν ήταν σωστά σχεδιασμένες και το μέλλον του στην διεθνή αγορά ήταν

επισφαλές.²⁷ Το αποτέλεσμα ήταν η δημιουργία υπερεκτιμημένων επενδύσεων (φούσκες) οι οποίες κατέρρευσαν απότομα μόλις άρχισε να μειώνεται η απόδοση τους.²⁸

Οι θεσμικοί παράγοντες περιστρέφονται γύρω από την λειτουργία των τραπεζικών συστημάτων των χωρών αυτών. Συγκεκριμένα, η ανεπαρκής ρύθμιση του τραπεζικού συστήματος, η έλλειψη διαφάνειας στις τραπεζικές δραστηριότητες και οι υπερβολικές εγγυήσεις των κυβερνήσεων για την ρευστότητα και τη διατήρηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας, οδήγησαν τις τράπεζες σε υπερδανεισμό, του οποίου η εξόφληση ήταν αμφίβολη εξαιτίας των μη αποδοτικών κυβερνήσεων. Επίσης, τα τραπεζικά συστήματα των χωρών υπέφεραν από την κρατική παρέμβαση, η οποία κατεύθυνε τις πιστώσεις σε επενδύσεις που αντιπροσώπευαν συγκεκριμένα συμφέροντα. Ο ανταγωνισμός νοθευόταν και από τα εμπόδια εισόδου νέων τραπεζών στην αγορά. Οι τράπεζες λοιπόν είχαν μαζέψει έναν μεγάλο αριθμό επισφαλών κεφαλαίων ενώ παράλληλα κρατούσαν ανεπαρκή ρευστά διαθέσιμα. Σαν αποτέλεσμα οι επενδύσεις φούσκες έσκασαν και οι τράπεζες συμπαρασύρθηκαν στην κρίση εντείνοντας την πτώση των χρηματιστηρίων.²⁹

Τέλος η κακή μακροοικονομική διαχείριση από τις κυβερνήσεις των χωρών συντέλεσε στην εξέλιξη της κρίσης. Λέγοντας κακή μακροοικονομική διαχείριση εννοούμε το συνδυασμό της υπερθέρμανσης των οικονομιών της Ανατολικής Ασίας, της διόγκωσης των δημοσιονομικών ελλειμμάτων και αυτών του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών με την εμμονή τους στη σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία. Η ανατίμηση των ασιατικών νομισμάτων εξαιτίας των μεγάλων κεφαλαιακών εισροών και η υποτίμηση του Γεν οδήγησαν σε σημαντική απώλεια της ανταγωνιστικότητας των χωρών η οποία είχε αρνητική επίπτωση στον εξαγωγικό τομέα. Ως εκ τούτου και σε συνδυασμό με την αυξημένη ζήτηση για εισαγωγές κεφαλαιουχικών αγαθών εξαιτίας του μεγάλου ρυθμού ανάπτυξης, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών χειροτέρευσε περαιτέρω.³⁰

²⁷ Στη Μαλαισία, για παράδειγμα, μεγάλα κεφάλαια κατευθύνθηκαν για την κατασκευή υπερβολικών και πολυέξοδων έργων όπως το φράγμα Bakun, οι πύργοι της Kuala Lumpur, κ.α. βλ. D. Sharma, "Asia's Economic Crisis and the IMF".

²⁸ P. Grugman, "What Happen to Asia?", 1998.

²⁹ G. Corsetti- P Pesenti – N. Roubini, "What caused the Asian Currency and Financial Crisis?", Japan and World Economy, vol 11, No 3, p. 331-332.

³⁰ P. Bustelo, "The East Asian Financial Crisis: An Analytical Survey", p.11.

Εξωτερικοί παράγοντες- ο ρόλος της Διεθνούς Κεφαλαιαγοράς

Μια πρώτη αδυναμία της διεθνούς κεφαλαιαγοράς σχετίζεται με τις επενδύσεις φούσκες στις οποίες αναφερθήκαμε προηγουμένως. Η αγορά στερείται ελέγχου του προορισμού και της κατεύθυνσης των ροών, με αποτέλεσμα οι πολλές ροές των εξαιρετικά κινητικών επενδύσεων χαρτοφυλακίου καθώς και οι άμεσες ξένες επενδύσεις, οι οποίες κατευθύνονται σε μη παραγωγικές μη αποδοτικές επενδύσεις, για να αποσταθεροποιούν και να καθιστούν ευάλωτες τις εγχώριες κεφαλαιαγορές, δημιουργώντας έτσι τις προϋποθέσεις για μια κρίση.

Μια δεύτερη αδυναμία, είναι το άναρχο διεθνές περιβάλλον που είναι επιρρεπές σε ξέσπασμα πανικού και υπερβολικής αντίδρασης των επενδυτών. Έτσι, τα διαρθρωτικά προβλήματα των κεφαλαιαγορών της Νοτιανατολικής Ασίας σε συνδυασμό με αντίθετες εξελίξεις στο διεθνές περιβάλλον οδήγησαν στην παύση των εισροών στα τέλη του 1996. Οι επενδυτές κατεβλήθησαν από πανικό για την βιωσιμότητα των αποδόσεων των κεφαλαίων τους, και με λογική κοπαδιού άρχισαν να αποχωρούν, με δυσμενή αποτελέσματα τόσο για τις ασιατικές οικονομίες όσο και για τους ξένους επενδυτές. Ο πανικός βέβαια σε τέτοιες περιπτώσεις δεν προκαλείται από μόνος του. Συνήθως, το βασικότερο στοιχείο για την δημιουργία πανικού είναι η ασύμμετρη πληροφόρηση των επενδυτών. Όταν αυτοί δεν γνωρίζουν την πραγματική αξία των τοποθετήσεων είναι λογικό να πανικοβάλλονται, όταν βλέπουν ότι κάποια στιγμή δεν αποδίδουν τα προσδοκώμενα.³¹ Οι χειρισμοί που θα κάνουν οι επίσημοι φορείς σε αυτό το στάδιο είναι ιδιαίτερα σημαντικοί γιατί η απόφαση είναι πλέον ιδιαίτερα ευαίσθητη σε οποιοδήποτε λάθος χειρισμό.

Η ολοκλήρωση της διεθνούς κεφαλαιαγοράς έφερε άμεσα μεγάλες εισροές κεφαλαίου στις χώρες της Νοτιανατολικής Ασίας, οι οποίες όμως αποχώρησαν, όταν οι φούσκες έσκασαν με την ίδια ευκολία το 1997. Υπάρχουν εύλογες εικασίες ότι αν δεν είχε επικρατήσει πανικός τα χρέη θα μπορούσαν να ξεπλυθούν σε βάθος χρόνου, και η κρίση δεν θα είχε συμβεί ποτέ.³² Στο δυσμενές αυτό αποτέλεσμα συνέδραμαν και οι αποτυχημένοι χειρισμοί θεσμικών παραγόντων, όπως των κυβερνήσεων των

³¹ M. Miller – L. Zhang, “Creditor panic, Asset Bubbles and Sharks: Three views of the Asian Crisis”, Private capital flows in the age of globalization, Cheltenham: E. Elgar, 2000, p.223-226.

³² S. Radelet – J. Sachs, “The East Asian Financial Crisis: Diagnoses, Remedies, Prospects”, Brookings papers on Economic Activity, 1998, p 1-7.

χωρών, του IMF και της διεθνούς κοινότητας, η οποία ενέτεινε την ανασφάλεια των επενδυτών. Τέλος, στο βαθμό που η μεταβλητότητα των συναλλαγματικών ισοτιμιών είναι ένα βασικό χαρακτηριστικό του σημερινού διεθνούς νομισματικού συστήματος, αυτό συνέβαλλε σε πιέσεις προς τα νομίσματα των ασιατικών χωρών, σε βαθμό που τα εγχώρια currency boards να μη μπορέσουν να διατηρήσουν τη σταθερότητα.

1.3.3 Ο ΑΜΦΙΛΕΓΟΜΕΝΟΣ ΡΟΛΟΣ ΤΟΥ IMF

Μετά το ντόμινο των διαδοχικών κρίσεων στις χώρες της Νοτιανατολικής Ασίας, το IMF (Διεθνές Νομισματικό Ταμείο) έσπευσε να παρέμβει με ρευστά διαθέσιμα για να στηρίξει τις οικονομίες της Ν. Κορέας, της Ινδονησίας και της Ταϊλάνδης, θέτοντας ταυτόχρονα μια σειρά από προϋποθέσεις.³³ Οι μεταρρυθμίσεις αυτές αφορούσαν:

- 1) Μακροοικονομική πολιτική. Μείωση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών μέσω της αύξησης της φορολογίας και τη μείωση της δημόσιας δαπάνης, σταθεροποίηση της συναλλαγματικής ισορροπίας και του πληθωρισμού μέσω αύξησης των επιτοκίων.
- 2) Κεφαλαιαγορά. Εισαγωγή ρυθμίσεων και ελέγχων από τις νομισματικές αρχές, ξεκινώντας από την ανάκληση αδειών κάποιων αφερέγγυων εμπορικών τραπεζών και την εξυγίανση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.
- 3) Ανταγωνισμός. Καταπολέμηση της στρέβλωσης του ανταγωνισμού στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα μέσα από την είσοδο στην αγορά ξένων τραπεζών και εταιρειών. Επίσης, έπρεπε να αρθεί ο προστατευτισμός του εμπορικού τομέα μέσα από κατάργηση επιδοτήσεων και άρση των εμποδίων που αντιμετωπίζουν οι εισαγωγές.
- 4) Αγορά εργασίας. Ευελιξία στην αγορά εργασίας μέσω απορύθμισης του θεσμικού πλαισίου που προστάτευε τα δικαιώματα των εργαζομένων.

Το IMF κατακρίθηκε τόσο για την πολιτική του που έθεσε τις προϋποθέσεις για τη δημιουργία της κρίσης, όσο και για τους χειρισμούς του εν μέσω της κρίσης.³⁴ Αναφορικά με την πολιτική του πριν από την κρίση, το IMF πρωτοστάτησε με τις χώρες του ΟΟΣΑ, και τις μεγάλες τράπεζες και επιχειρήσεις

³³ D. Sharma, "Asia's Economic Crisis and the IMF".

³⁴ M. Feldstein, "Refocusing the IMF", Foreign Affairs, Vol. 77, No 2, 1998 p 20-23.

του δυτικού κόσμου στην ενθάρρυνση της απορύθμισης των αγορών της Ανατολικής Ασίας. Οι τελευταίες, με την παρότρυνση των πρώτων ήραν ή χαλάρωσαν τους ελέγχους στους δανειστές και τους επενδυτές, τράπεζες και φορείς. Το αποτέλεσμα ήταν η ανεξέλεγκτη ροή κεφαλαίων από και προς οικονομικές δραστηριότητες αμφιβόλου αξιοπιστίας. Αν και το σύστημα έγκαιρης διάγνωσης του IMF λειτούργησε εγκαίρως πριν την κρίση, δεν μπόρεσε να διαγνώσει το μέγεθος και τον χρόνο της έλευσης της.³⁵ Όσον αφορά τους αδιέξοδους χειρισμούς, η ευθύνη του IMF ξεκινά από την κατανόηση των αιτιών της κρίσης. Το IMF εξέλαβε την κρίση σαν μια παραδοσιακή κρίση πρώτης γενιάς που οφείλεται κυρίως σε ανισορροπία του ισοζυγίου πληρωμών.³⁶ Όπως αποδείχθηκε, το πρόβλημα ήταν πολύ βαθύτερο και εντοπιζόταν στην υπερτίμηση των χρηματοοικονομικών προϊόντων. Επιπλέον, η εφαρμογή από τις ασιατικές χώρες της πολιτικής που το IMF πρότεινε, οδήγησε σε μεγαλύτερη ύφεση των πραγματικών τους οικονομιών.³⁷

Αν και ορισμένοι έχουν επικρίνει την ολοκλήρωση της διεθνούς κεφαλαιαγοράς και κατ'επέκταση τη διαδικασία της παγκοσμιοποίησης, ως υπαίτιες για την δημιουργία οικονομικών κρίσεων, η μελέτη της περίπτωσης της Νοτιανατολικής Ασίας καταδεικνύει πως τα αίτια εντοπίζονται κυρίως στο εσωτερικό των οικονομιών αυτών. Κάνοντας μια εκτίμηση θα λέγαμε πως η κρίση οφείλεται στο εγχώριο οικονομικό, πολιτικό και θεσμικό περιβάλλον των εύθραυστων νέων οικονομιών της περιοχής (υπερτιμημένα νομίσματα, υπερβολικός βραχυπρόθεσμος δανεισμός, αυξανόμενα δημοσιονομικά ελλείμματα και ελλείμματα ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών). Οι διεθνείς κεφαλαιακές ροές, απλά πολλαπλασιάζουν και εντείνουν την ένταση που οφείλεται στις εσωτερικές ανισορροπίες. Η αλληλεξάρτηση των οικονομιών και η εύκολη και γρήγορη μεταφορά κεφαλαίων δημιουργούν διαύλους διάδοσης των συμπτωμάτων (το φαινόμενο της πεταλούδας). Θα μπορούσαμε όμως με την ίδια ευκολία να υποστηρίξουμε το ίδιο για την παρούσα Χρηματοπιστωτική κρίση η οποία εξαπλώθηκε τελικά σε παγκόσμιο επίπεδο?

³⁵ D. Sharma, "Asia's Economic Crisis and the IMF", p. 19.

³⁶ P. Bustelo, "The Asian Financial Crisis: An analytical Survey", p.18.

³⁷ I. Yamazawa, "Introduction", p.386.

Για να μπορέσουμε να προβούμε σε κάποιο συμπέρασμα, πριν μελετήσουμε αναλυτικά τα αίτια της παρούσας χρηματοπιστωτικής κρίσης, θα αναφερθούμε στο παγκόσμιο μακροοικονομικό περιβάλλον καθώς και στο θεσμικό και οικονομικό πλαίσιο της κρίσης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

Η ΤΡΕΧΟΥΣΑ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

2.1 ΤΟ ΠΑΓΚΟΣΜΙΟ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ

Η χρηματοοικονομική σταθερότητα: Τι σημαίνει Χρηματοοικονομική Σταθερότητα; Τυπικά, αν και δεν υπάρχει επίσημη ερμηνεία του όρου, υπάρχουν χιλιάδες ορισμοί σχετικά με την ετυμολογία του. Ορισμένοι στην προσπάθεια τους να τον ορίσουν χρησιμοποιούν όρους σχετικά με το τι δεν είναι. Μία κατάσταση δηλαδή κατά την οποία η πραγματική οικονομία διαταράσσεται.

Προκειμένου λοιπόν να αποδοθεί ένας ορισμός, χρησιμοποιείται η παρακάτω ερμηνεία: “Χρηματοοικονομική σταθερότητα είναι η κατάσταση κατά την οποία το πιστωτικό σύστημα, το οποίο αποτελείται από χρηματοοικονομικούς ενδιάμεσους, αγορές και συγκεκριμένες δομές, είναι ικανό να αντεπεξέλθει σε τυχόν κρίσεις και να αντιμετωπίσει τυχόν οικονομικές ανισορροπίες μετριάζοντας την πιθανότητα επιπλοκών που θα οδηγήσουν στην μη ομαλή λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος³⁸ .

Η διαφύλαξη λοιπόν, της χρηματοοικονομικής σταθερότητας απαιτεί την αναγνώριση των κύριων πηγών κινδύνου όπως είναι μη σωστή εκτίμηση και διαχείριση των οικονομικών κινδύνων και η μη αποτελεσματική διανομή των οικονομικών πόρων από τους αποταμιευτές στους επενδυτές. Η αναγνώριση των κινδύνων αυτών είναι αναγκαία επειδή η παρακολούθηση της χρηματοοικονομικής σταθερότητας πρέπει να βρίσκεται πάντα ένα βήμα μπροστά ώστε να αντιμετωπίζει έγκαιρα τυχόν χρηματοπιστωτικές κρίσεις.

Ένα σταθερό λοιπόν χρηματοπιστωτικό σύστημα έχει την δυνατότητα να περιορίζει η να επιλύει τυχόν ανισορροπίες, αναπτύσσοντας εσωτερικούς μηχανισμούς οι οποίοι μπορούν να αποτρέψουν την μετάδοση της κρίσης.

³⁸ Ηλεκτρονική πηγή, www.bankofgreece.gr, Έκθεση για την χρηματοοικονομική σταθερότητα.

Η παγκόσμια οικονομία: Το 2007 ο ρυθμός της παγκόσμιας οικονομικής ανάπτυξης (εκτός της ζώνης του €) επιβραδύνθηκε κάπως σε σχέση με τα πολύ υψηλά επίπεδα που είχαν παρατηρηθεί την προηγούμενη τριετία.

Η εξέλιξη αυτή συνδεόταν εν μέρει με τις παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές εντάσεις που εκδηλώθηκαν στα μέσα του 2007 και επισκίασαν τις οικονομικές εξελίξεις ανά την υφήλιο, καθώς και με την ωρίμανση – έως ένα βαθμό – του κύκλου της παγκόσμιας μεταποιητικής δραστηριότητας. Αν και η κάμψη της αμερικανικής αγοράς κατοικιών είχε αρχικά μόνο περιορισμένες έμμεσες επιδράσεις, η οικονομική μεγέθυνση στις ΗΠΑ επιβραδύνθηκε σημαντικά το δ' τρίμηνο.

Οι επιπτώσεις σε παγκόσμιο επίπεδο από τη χειροτέρευση των προοπτικών της αμερικανικής οικονομίας παρέμειναν το 2007 μάλλον περιορισμένες. Στις σημαντικές αναδυόμενες αγορές, η αναταραχή προκάλεσε πρόσκαιρη άνοδο της μεταβλητότητας στις χρηματοπιστωτικές αγορές, αλλά η ικανότητα των περισσότερων να απορροφούν τις επιδράσεις των δυσμενών εξελίξεων φάνηκε να έχει ενισχυθεί σε σύγκριση με το παρελθόν.

Το 2007 ως σύνολο, η οικονομική επέκταση στις αναδυόμενες αγορές, ιδίως της Ασίας, προχωρούσε με ταχείς ρυθμούς. Ταυτόχρονα, η αβεβαιότητα όσον αφορά στις παγκόσμιες οικονομικές προοπτικές εντάθηκε, αντανακλώντας τη γενικευμένη επανεκτίμηση των κινδύνων, τη διαμόρφωση λιγότερο ευνοϊκών συνθηκών χρηματοδότησης, τις αυξήσεις των διεθνών τιμών των βασικών εμπορευμάτων και την υποχώρηση των δεικτών εμπιστοσύνης.

Μετά από μια περίοδο σχετικά συγκρατημένων παγκόσμιων πληθωριστικών πιέσεων από την αρχή του έτους έως το Σεπτέμβριο του 2007, ο μετρούμενος πληθωρισμός αυξήθηκε έντονα στις περισσότερες οικονομίες προς το τέλος του 2007. Στη ζώνη του Ευρώ, ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ το 2007 διατηρήθηκε σε πολύ υψηλά επίπεδα (2,6%) δεδομένου ότι ήταν σχετικά περιορισμένη στη διάρκεια του έτους η δυσμενής επίδραση της ανόδου των διεθνών τιμών του πετρελαίου και των αγροτικών προϊόντων, καθώς και της αναταραχής στις παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές αγορές.

Στις ΗΠΑ, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ για το 2007 ως σύνολο ήταν 2,2%, χαμηλότερος κατά 0,7 της εκατοστιαίας μονάδας σε σχέση με το

2006. Η διόρθωση στην αγορά κατοικιών, η οποία είχε ξεκινήσει ήδη από το 2006, παρέμενε σημαντικός ανασταλτικός παράγοντας για την ανάπτυξη και στέρησε σχεδόν μια ολόκληρη εκατοστιαία μονάδα από το ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ λόγω της μείωσης των επενδύσεων σε κατοικίες.

Επίσης, η αναταραχή στις χρηματοπιστωτικές αγορές που ξεκίνησε από την αγορά στεγαστικών δανείων προς δανειολήπτες μειωμένης πιστοληπτικής ικανότητας εντάθηκε από το καλοκαίρι του 2007 και έπειτα και συνέβαλε στη χαμηλότερη ανάπτυξη προς το τέλος του ίδιου έτους.

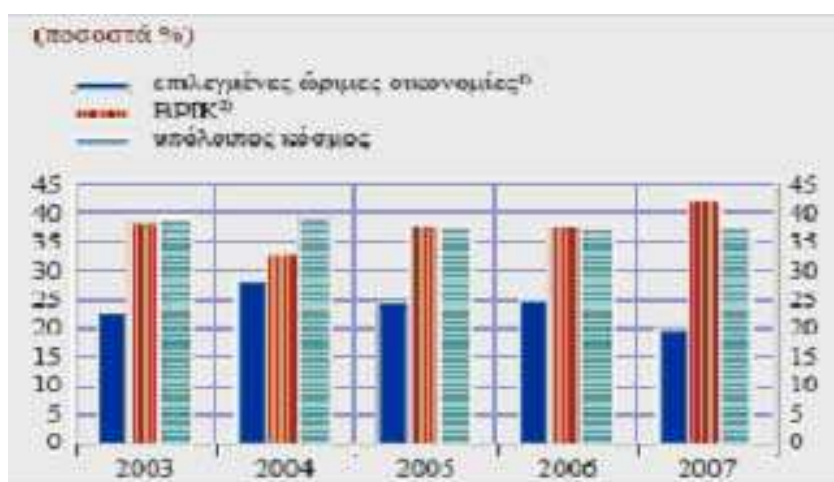
Στη διάρκεια του 2007 η οικονομική δραστηριότητα παρουσίασε διακυμάνσεις. Ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ ήταν χαμηλότερος του δυνητικού το α' τρίμηνο, υψηλότερος αυτού το β' και γ' τρίμηνο, ενώ το δ' τρίμηνο υποχώρησε και πάλι. Εν μέσω αυτής της μεταβλητότητας η αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης παρέμενε απροσδόκητα ισχυρή, παρά τις υψηλές τιμές της ενέργειας και την αναταραχή στις αγορές κατοικιών και τις χρηματοπιστωτικές αγορές.

Στην Ιαπωνία, η οικονομική ανάκαμψη συνεχίστηκε το 2007 παρά την εξασθένηση της εγχώριας ζήτησης και ειδικότερα της ιδιωτικής κατανάλωσης. Ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ υποχώρησε σε 2,1% το 2007 από 2,4% το 2006, παραμένοντας κοντά στον δυνητικό επί τέταρτο συναπτό έτος. Ενώ η οικονομική δραστηριότητα συνέχισε να στηρίζεται στον αδιάπτωτο δυναμισμό των εξαγωγών, η συμβολή της εγχώριας ζήτησης στην αύξηση του ΑΕΠ μειώθηκε. Η εξαγωγική δραστηριότητα ωφελήθηκε από την εξέλιξη της σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ιαπωνικού γεν και από την εύρωστη εξωτερική ζήτηση, ιδίως εκ μέρους της Ασίας.

Ο ρυθμός αύξησης της ιδιωτικής κατανάλωσης υποχώρησε στο 1,4% από 2,0% το 2006, αν και οι συνθήκες απασχόλησης παρέμειναν συνολικά ευνοϊκές. Επιπλέον, παρά το δυναμισμό των εξαγωγών, η αύξηση των ιδιωτικών επενδύσεων επιβραδύνθηκε. Αυτό αντανάκλωσε τη μείωση των επενδύσεων σε κατοικίες λόγω της συρρίκνωσης της κατασκευαστικής δραστηριότητας μετά την αναθεώρηση του νόμου περί των όρων δόμησης, καθώς και την επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου των επενδύσεων εκτός κατοικιών που προκλήθηκε από την υποχώρηση των επιχειρηματικών προσδοκιών, ιδίως των μικρομεσαίων επιχειρήσεων.

Παρά τη χειροτέρευση των οικονομικών συνθηκών, οι τραπεζικές χορηγήσεις εξακολούθησαν να αυξάνονται το 2007 – καίτοι με βραδύτερο ρυθμό από ό,τι το 2006 – σε ένα κλίμα αυξημένης αβεβαιότητας στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό περιβάλλον.

Διάγραμμα 2.1 Συμβολή των οικονομιών στην αύξηση του ΑΕΠ Πηγή: ΕΚΤ



1. ΗΠΑ, Ιαπωνία και ζώνη του Ευρώ
2. Βραζιλία, Ρωσία, Ινδία και Κίνα

Η ανάπτυξη στις αναδυόμενες οικονομίες παρέμεινε ισχυρή και αντιπροσώπευε σημαντικό μερίδιο της αύξησης του παγκόσμιου ΑΕΠ το 2007, δεδομένου ότι ο ρυθμός ανάπτυξης των ώριμων οικονομιών επιβραδύνθηκε (βλ. Διάγραμμα 2.1).

Σε ορισμένες χώρες εκδηλώθηκαν κάποιες πληθωριστικές πιέσεις. Η οικονομική δραστηριότητα παρέμεινε εύρωστη στις αναδυόμενες οικονομίες της Ασίας. Μολονότι κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2007 το εξωτερικό περιβάλλον ήταν λιγότερο ευνοϊκό, η υψηλή εγχώρια ζήτηση βοήθησε να διατηρηθεί ο δυναμισμός της ανάπτυξης, ιδίως στις μεγαλύτερες οικονομίες της περιοχής. Οι πληθωριστικές πιέσεις παρέμειναν συγκρατημένες στις περισσότερες οικονομίες εν μέρει, χάρη στην

άσκηση νομισματικών πολιτικών σε πιο περιοριστική κατεύθυνση σε πολλές από αυτές.

Εξαίρεση αποτέλεσε η Κίνα, όπου ο πληθωρισμός αυξήθηκε στη διάρκεια του έτους. Αντανακλώντας τις σταθερά υψηλές μακροοικονομικές επιδόσεις της περιοχής, οι τιμές των μετοχών στις τοπικές χρηματιστηριακές αγορές συνέχισαν να καταγράφουν άνοδο, παρουσιάζοντας μεγάλες διακυμάνσεις.

Όσον αφορά στην Κίνα, η οικονομία εξακολούθησε να επεκτείνεται με ραγδαίους ρυθμούς το 2007. Το πραγματικό ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 11,4% το 2007, έναντι 11,1% το 2006, αντανακλώντας τη σταθερά υψηλή εγχώρια ζήτηση και την ταχύρυθμη άνοδο των καθαρών εξαγωγών. Οι πληθωριστικές πιέσεις ενισχύθηκαν, με αποτέλεσμα ο πληθωρισμός βάσει του ΔTK να φθάσει σε 6,5% το Δεκέμβριο από 2,2% τον Ιανουάριο του 2007, κυρίως λόγω της ανόδου των τιμών των ειδών διατροφής. Το κινεζικό νόμισμα συνέχισε να ενισχύεται σταδιακά έναντι του δολαρίου ΗΠΑ καθ' όλη τη διάρκεια του έτους. Το Μάιο η κεντρική τράπεζα της Κίνας εξήγγειλε ότι τα ημερήσια περιθώρια διακύμανσης της συναλλαγματικής ισοτιμίας του κινεζικού νομίσματος έναντι του δολαρίου ΗΠΑ γύρω από την ισοτιμία αναφοράς αυξάνονται από +/-0,3% σε +/-0,5%.

Το πλεόνασμα του εμπορικού ισοζυγίου συνέχισε να διευρύνεται και το σωρευτικό πλεόνασμα το 2007 ανήλθε σε 262 δισ. δολ. ΗΠΑ (περίπου 8% του ΑΕΠ), σχεδόν διπλάσιο από ό,τι στο σύνολο του 2006. Στο πλαίσιο αυτό, τα συναλλαγματικά διαθέσιμα εξακολούθησαν να αυξάνονται και συνολικά έφθασαν τα 1,5 τρις δολ. ΗΠΑ (σχεδόν 50% του ΑΕΠ) στο τέλος του 2007.

Η οικονομική ανάπτυξη συνεχίστηκε επίσης στη Λατινική Αμερική, αν και με κάποιες διαφοροποιήσεις μεταξύ των οικονομιών ως προς τον πληθωρισμό και την αύξηση του ΑΕΠ. Τα βελτιωμένα θεμελιώδη μακροοικονομικά μεγέθη, η περαιτέρω μείωση της ευπάθειας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, οι υψηλές τιμές των βασικών εμπορευμάτων και η ισχυρή εγχώρια ζήτηση συνέχισαν να συμβάλλουν στη διατήρηση θετικών οικονομικών προοπτικών.

Οι εξωτερικές χρηματοπιστωτικές συνθήκες επιδεινώθηκαν μετά την πρόσφατη παγκόσμια αναταραχή στις χρηματοπιστωτικές αγορές, αν και λιγότερο

από ό,τι σε προηγούμενες περιπτώσεις μεταβλητότητας της αγοράς. Συγκεκριμένα, οι σχετικές διαφορές (spreads) των πράξεων μεταφοράς πιστωτικού κινδύνου επί του δημοσίου χρέους (credit default swaps) των χωρών της Λατινικής Αμερικής διευρύνθηκαν.

Στις δύο σημαντικότερες οικονομίες της περιοχής, ο ρυθμός της οικονομικής δραστηριότητας ήταν σχετικά βραδύτερος στο Μεξικό, αντανακλώντας το λιγότερο ευνοϊκό εξωτερικό περιβάλλον, αλλά έντονος στη Βραζιλία, ενώ ο πληθωρισμός παρέμεινε συγκρατημένος και στις δύο χώρες. Η Αργεντινή εξακολούθησε να εμφανίζει υψηλούς ρυθμούς αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ και ο πληθωρισμός της παρέμεινε σε αυξημένα επίπεδα.

Η οικονομία των ΗΠΑ : Στις ΗΠΑ ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του πραγματικού ΑΕΠ για το 2006 ήταν 3,3%. Κατά τη διάρκεια του έτους όμως η οικονομική δραστηριότητα επιβραδύνθηκε και ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ υποχώρησε σε επίπεδο κάτω από το δυνητικό ρυθμό. Η επιβράδυνση αυτή οφειλόταν κυρίως στην κάμψη των επενδύσεων στην αγορά κατοικιών, ενώ ο ρυθμός αύξησης της ιδιωτικής κατανάλωσης παρέμεινε ανθεκτικός.

Οι δαπάνες των νοικοκυριών επηρεάστηκαν αρνητικά από την επιβράδυνση στην αγορά κατοικιών και από τις υψηλές τιμές της ενέργειας ενώ ενισχύθηκαν θετικά από την έντονη αύξηση του εισοδήματος από εργασία και τις ευνοϊκές συνθήκες χρηματοδότησης.

Οι επιχειρηματικές επενδύσεις, εκτός κατοικιών, αυξήθηκαν δυναμικά στηριζόμενες από τις ευνοϊκές συνθήκες χρηματοδότησης και την υψηλή κερδοφορία των επιχειρήσεων. Η συμβολή του εμπορικού ισοζυγίου στην ανάπτυξη ήταν μηδενική για το 2006. Το ισοζύγιο εξωτερικών συναλλαγών επιδεινώθηκε το 2006 σε σχέση με το 2005.

Η επιδείνωση αυτή οφειλόταν κατά κύριο λόγο στη διεύρυνση του ελλείμματος του ισοζυγίου αγαθών, η οποία αντανακλούσε τη σταθερή αύξηση της κατανάλωσης των νοικοκυριών. Η εξαγωγική δραστηριότητα παρουσίασε ενδείξεις βελτίωσης, αντικατοπτρίζοντας την ισχυρή οικονομική ανάπτυξη στον υπόλοιπο

κόσμο, καθώς και την υποτίμηση της πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του δολαρίου ΗΠΑ.

Ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής του ΔTK για το σύνολο του 2006 ήταν 3,2%. Ο πληθωρισμός βάσει του ΔTK επιταχύνθηκε το πρώτο εξάμηνο του έτους λόγω του υψηλού βαθμού χρησιμοποίησης των πόρων, των σημαντικών αυξήσεων των τιμών της ενέργειας και της επιτάχυνσης της συνιστώσας του ΔTK που αφορά το τεκμαρτό εισόδημα από ιδιοκατοίκηση. Αφού κορυφώθηκαν το καλοκαίρι, οι πληθωριστικές πιέσεις υποχώρησαν και ο ετήσιος πληθωρισμός βάσει του ΔTK διαμορφώθηκε σε 2,5% το Δεκέμβριο.

Το πρώτο εξάμηνο του 2006 η Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοικτής Αγοράς (FOMC) του Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών των ΗΠΑ αύξησε το επιτόκιο-στόχο κατά 100 μονάδες βάσης συνολικά. Η αύξηση αυτή πραγματοποιήθηκε σε τέσσερα διαδοχικά στάδια, 25 μονάδες βάσης κάθε φορά, και το επιτόκιο στόχος διαμορφώθηκε σε 5,25% στις 29 Ιουνίου 2006.

Όσον αφορά στη δημοσιονομική πολιτική στις ΗΠΑ, το έλλειμμα του ομοσπονδιακού προϋπολογισμού μειώθηκε κατά το δημοσιονομικό 2006 συγκριτικά με το 2005, κυρίως λόγω των αυξημένων εσόδων από τη φορολογία εισοδήματος φυσικών και νομικών προσώπων. Με βάση τις εκτιμήσεις της Υπηρεσίας Προϋπολογισμού του Κογκρέσου, το έλλειμμα του ομοσπονδιακού προϋπολογισμού διαμορφώθηκε στο 1,9% του ΑΕΠ το δημοσιονομικό έτος 2006.

Κατά τη διάρκεια του 2006 η οικονομία των ΗΠΑ διένυσε την πέμπτη συνεχόμενη χρονιά επέκτασης. Όπως ειπώθηκε και προηγουμένως ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ άγγιξε το 3,3%.

Το πρώτο τρίμηνο του 2006 χαρακτηρίστηκε από μία σημαντική αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ το οποίο ακολουθήθηκε από μια έντονη αυτοσυγκράτηση κατά τη διάρκεια των υπόλοιπων τριών εξαμήνων. (2,6%, 2,0%, 2,2% αντίστοιχα). Η πορεία αυτή οδήγησε την οικονομία των ΗΠΑ, ύστερα από αρκετά χρόνια έντονης επέκτασης, σε μια πιο συγκρατημένη ανάπτυξη. Ο νέος ρυθμός ανάπτυξης οφείλεται κυρίως στις δυσμενείς αλλαγές στην αγορά κατοικιών, οι οποίες προκάλεσαν

σημαντικό περιορισμό των επενδύσεων σε κατοικίες κατά το μεγαλύτερο μέρος του 2006.

Όσον αφορά στην εξέλιξη των τιμών, τα τελευταία τρίμηνα ο ετήσιος επίσημος ρυθμός πληθωρισμού τιμών καταναλωτή υποχώρησε σημαντικά από τα επίπεδα άνω του 4% που παρατηρήθηκαν στα μέσα του 2006, κυρίως λόγω της πτώσης των τιμών ενέργειας.

Σύμφωνα με την κεντρική τάση αυτών των προβολών, η αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ αναμένεται να κυμανθεί μεταξύ 2,5% και 3% κατά μέσον όρο το 2007 και μεταξύ 2,75% και 3% το 2008. Ο ετήσιος πυρήνας του πληθωρισμού αναμένεται να κυμανθεί από 2% έως 2,25% το 2007 και από 1,75% έως 2% το 2008.. Στις 31 Ιανουαρίου 2007 η Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοικτής Αγοράς των ΗΠΑ αποφάσισε να διατηρήσει αμετάβλητο το επιτόκιο-στόχο της για τα ομοσπονδιακά κεφάλαια σε 5,25%.

Το πρώτο τρίμηνο του 2007 ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ μειώθηκε έντονα. Ο Τριμηνιαίος και αναγόμενος σε ετήσια βάση ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ μειώθηκε σε 0,6% το α' τρίμηνο του 2007 από 2,5% το τελευταίο τρίμηνο του 2006. Η επιβράδυνση αυτή αντανακλά την έντονη αρνητική συμβολή των καθαρών εξαγωγών και των αποθεμάτων, ενώ οι επενδύσεις σε κατοικίες παρέμεινε σημαντικός αρνητικός παράγοντας στην οικονομική ανάπτυξη.

Στις 9 Μάιου η Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοικτής Αγοράς των ΗΠΑ αποφάσισε να διατηρήσει αμετάβλητο το επιτόκιο-στόχο σε 5,25%. Το δεύτερο τρίμηνο του 2007 ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ ανέκαμψε σε 3,8% έναντι 0,6% το α' τρίμηνο. Η επιτάχυνση αυτή οφείλεται στην ανάκαμψη της συμβολής του εμπορίου των αποθεμάτων και της δημόσιας κατανάλωσης καθώς και την αύξηση των επενδύσεων εκτός των κατοικιών. Οι επενδύσεις βέβαια σε κατοικίες συνέχισαν να συμβάλλουν αρνητικά στην οικονομική ανάπτυξη, λιγότερο βέβαια σε σχέση με το πρώτο τρίμηνο.

Η οικονομία των ΗΠΑ αναμένεται να επεκταθεί με ρυθμό κάτω του δυνητικού εάν υποθεθεί ότι θα συνεχιστούν οι αρνητικές επιδράσεις της αγοράς κατοικιών. Οι πρόσφατες αναταραχές στις χρηματοπιστωτικές αγορές και η

εφαρμογή αυστηρότερων δανειοδοτικών κριτηρίων θέτουν επίσης καθοδικούς κινδύνους για την οικονομία των ΗΠΑ.

Στις 7 Αυγούστου 2007 η Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοικτής Αγοράς των ΗΠΑ αποφάσισε να διατηρήσει αμετάβλητο το επιτόκιο-στόχο για τα ομοσπονδιακά κεφάλαια σε 5,25% για όγδοη διαδοχική φορά. Στις 17 Αυγούστου, ως αντίδραση στις πρόσφατες αναταραχές της χρηματοπιστωτικής αγοράς, το Συμβούλιο Διοικητικών του Ομοσπονδιακού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών των ΗΠΑ ενέκρινε προσωρινές μεταβολές στο προεξοφλητικό περιθώριο της βασικής πιστωτικής διευκόλυνσης. Οι μεταβολές περιελάμβαναν μια μείωση 50 μονάδων βάσης το προεξοφλητικού επιτοκίου σε 5,75% και επέτρεψαν την παροχή προθεσμιακών δανείων διάρκειας έως και 30 ημερών, που δύνανται να ανανεωθούν από το δανειολήπτη.

Το γ' τρίμηνο ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ ανήλθε σε 4,9% έναντι του 3,8% το β' τρίμηνο. Η οικονομική δραστηριότητα στηρίχτηκε ιδιαίτερα από τις υψηλές καθαρές εξαγωγές και την σχετικά υψηλή ιδιωτική κατανάλωση αντισταθμίζοντας έτσι τις αρνητικές επιπτώσεις από τομέα της κατασκευής σπιτιών. Όσον αφορά τις μελλοντικές εξελίξεις για το τέταρτο τρίμηνο του 2007 ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ αναμένεται να επιβραδυνθεί καθώς η εντονότερη διάρθρωση της αγοράς κατοικιών και η συνεχιζόμενη αναταραχή στη χρηματοπιστωτική αγορά αναμένεται να πλήξουν πιο σοβαρά την οικονομική ανάπτυξη.

Η αναταραχή όπως και η άνοδος της τιμής του πετρελαίου επηρεάζουν δυσμενώς τις προοπτικές για το 2008 και εκτιμάται ότι η συνεχιζόμενη ταχεία ανάπτυξη των αναδυόμενων οικονομιών δεν θα αντισταθμίσει πλήρως την προβλεπόμενη για το 2008 επιβράδυνση του ρυθμού ανάπτυξης των προηγμένων οικονομιών.

Το 2007 διαφοροποιήθηκε η συμβολή των επιμέρους γεωγραφικών περιοχών στην αύξηση του παγκόσμιου ΑΕΠ. Ενώ μέχρι πρόσφατα οι ΗΠΑ είχαν την μεγαλύτερη συνεισφορά στην παγκόσμια οικονομική μεγέθυνση, το 2007 για πρώτη φορά η Κίνα συνείσφερε περισσότερο από τις ΗΠΑ, ενώ η ζώνη του ευρώ λόγω της ευνοϊκής οικονομικής συγκυρίας και των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων των

τελευταίων ετών, συνέβαλε, ύστερα από πολλά έτη, όσο και οι ΗΠΑ στην αύξηση του παγκόσμιου ΑΕΠ.

Όπως προαναφέρθηκε, εκτός από το παγκόσμιο οικονομικό περιβάλλον πριν το ξέσπασμα της κρίσης, θα μελετήσουμε και το θεσμικό και οικονομικό πλαίσιο της κρίσης. Θα ερμηνεύσουμε δηλαδή παρακάτω μια σειρά από όρους οι οποίοι θα μας βοηθήσουν με την σειρά τους να κατανοήσουμε τα πραγματικά αίτια αυτής της κρίσης.

2.2 ΤΟ ΘΕΣΜΙΚΟ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

2.2.1 ΔΑΝΕΙΑ ΚΑΙ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ

A) Κατηγορίες δανείων

Υπάρχουν τρεις κατηγορίες ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων στις ΗΠΑ:

- Στεγαστικά δάνεια πρώτης διαλογής «prime residential mortgages» τα οποία απολαμβάνουν δανειολήπτες οι οποίοι εμφανίζουν περισσότερα από τα ελάχιστα τυπικά προσόντα χρηματοδότησης (υψηλό πιστωτική βαθμολόγηση, χαμηλό ποσοστό του δείκτη χρέους προς εισόδημα¹³).
- Στεγαστικά δάνεια μη παραδοσιακής κατηγορίας «nontraditional» τα οποία εμπίπτουν σε μια περιοχή μεταξύ των prime και των sub prime, τα οποία καλούνται και “Alt-A”. Πρόκειται ουσιαστικά για ένα ευέλικτο τύπο δανείου και προσφέρεται σε δανειολήπτες οι οποίοι πληρούν τις προϋποθέσεις δανειοδότησης μέσω της αξιολόγησης των δεικτών αλλά δεν παρέχουν πλήρη τεκμηρίωση ώστε να συγκαταλεχθούν στην κατηγορία των prime¹⁴.
- Στεγαστικά δάνεια μειωμένης εξασφάλισης «sub prime» η οποία περιλαμβάνει δάνεια που δίνονται σε δανειολήπτες που επιδεικνύουν ένα ή περισσότερα από τα παρακάτω χαρακτηριστικά κατά τη στιγμή της δανειοδότησης (αδύναμο πιστωτικό παρελθόν το οποίο περιλαμβάνει καθυστερήσεις στην αποπληρωμή των δόσεων, επιπλέον χρεώσεις με τόκους,

χρεοκοπίες, περιορισμένη δυνατότητα αποπληρωμής μέσω της πιστοληπτικής αξιολόγησης που γίνεται με τους δείκτες debt – to – income ή ημιτελή στοιχεία σχετικά με την παρελθοντική πιστωτική συμπεριφορά του υποψήφιου για δανειοδότηση.

B) Κριτήρια δανειοδότησης

Η αξιολόγηση του πιστωτικού κινδύνου οδηγεί σε κατάταξη των πιστούχων σε κατηγορίες πιστωτικού κινδύνου και πραγματοποιείται με τη χρήση της μεθόδου Credit Rating και Credit Scoring. Τα κριτήρια που χρησιμοποιούνται για την κατάταξη είναι τριών ειδών: Ποιοτικά, Ποσοτικά και Συναλλακτικής συμπεριφοράς. Οι κυριότεροι δείκτες που χρησιμοποιούνται για την κατάταξη των πιστούχων προκειμένου να περιοριστούν σε μεγάλο βαθμό η πιθανότητα αθέτησης (Probability of Default – PD) είναι οι εξής:

- Δάνειο προς Αξία κατοικίας (Loan- to- Value) Ο Δείκτης συγκρίνει την αξία του δανείου ως προς την τρέχουσα τιμή του ακινήτου που έχει αγοραστεί με το δάνειο. Ο δανειστής χρησιμοποιεί αυτόν τον δείκτη προκειμένου να εξετάσει το ενδεχόμενο αν οι πιθανές ζημιές σε περίπτωση αθέτησης της υπόσχεσης πληρωμής μπορούν να περιοριστούν από την πώληση του ακινήτου.
- Χρέος προς Εισόδημα (Dedt-to-Income) Ο δείκτης αυτός δείχνει τη σχέση του οφειλόμενου ποσού που προκύπτει από τις δόσεις του δανείου ως προς το μηνιαίο εισόδημα του δανειζομένου. Ο δανειστής χρησιμοποιεί αυτόν τον δείκτη προκειμένου να αποφασίσει το ύψος του ποσού που θα δανείσει.

Αν το ποσό αυτού του δείκτη είναι μεγαλύτερο από 36 ο δείκτης μπορεί να επηρεάσει αρνητικά το credit score διότι ο δανειστής θα αναλογισθεί ότι ο δανειζόμενος είναι υπερχρεωμένος σε σχέση με το εισόδημα του.

Όπως αναφέραμε και παραπάνω τα ενυπόθηκα δάνεια μειωμένης εξασφάλισης είναι στεγαστικά δάνεια τα οποία δεν μπορούν να προσαρμοστούν στα κριτήρια τα οποία τίθενται για τα δάνεια πρώτης διαλογής «prime» και επομένως εμφανίζουν

μεγαλύτερες πιθανότητες αθέτησης μη ολικής αποπληρωμής των δανείων. Η διάκριση αυτή βασίζεται στο ιστορικό του δανειολήπτη αλλά και στη βαθμολογία που συγκεντρώνει με βάση κάποιους δείκτες που χρησιμοποιούνται για την πιστοληπτική του αξιολόγηση όπως είναι ο δείκτης DTI και ο δείκτης LTV. Οι υποψήφιοι δανειολήπτες οι οποίοι συγκεντρώνουν βαθμολογία κάτω του 55%, όσον αφορά τον δείκτη DTI και κάτω του 85% όσον αφορά τον δείκτη LTV καλούνται «subprime» δηλαδή μειωμένης εξασφάλισης.

Γ) Η αγορά στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης «subprime loans»

Μέχρι το 2003 η πλειοψηφία των υποθηκών που δημιουργούνταν ήταν «prime». Έπειτα οι υποθήκες αυτές αγοράζονταν από τις δύο εταιρίες που χρηματοδοτούνταν από το κράτος (Fannie Mae και Freddie Mac). Παρόλα αυτά έως και το 2006 πάνω από τις μισές υποθήκες που δημιουργούνταν δεν πληρούσαν τα κριτήρια των υποθηκών πρώτης διαλογής. Επομένως το μερίδιο των υποθηκών που αντιπροσωπεύονταν από υποθήκες μειωμένης εξασφάλισης «subprime» και “Alt-A” αυξήθηκε με γοργούς ρυθμούς. Η αγορά λοιπόν κατά το 2006 παρουσίαζε την εξής δομή: το 36% ήταν δάνεια πλήρως εναρμονισμένα με τις τυπικές προϋποθέσεις που απαιτούνταν για την χορήγηση τους, το 15% ήταν prime Jumbo, το 3% των υποθηκών ήταν υπό την εγγύηση του FHA, το 25% ήταν Alt-A και το 21% αναφέρονταν σε υποθήκες μειωμένης εξασφάλισης.

Η ιδιοκτησία μιας κατοικίας θα μπορούσαμε να πούμε μέρος του αμερικάνικου ονείρου αλλά και πολύτιμος στόχος για αυτούς που ασκούν πολιτική. Σε απάντηση της έντονης ζήτησης για στεγαστικά δάνεια η βιομηχανία ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων εισήγαγε καινοτόμα αλλά και δημιουργικά προϊόντα δανείων στην αγορά. Κατά συνέπεια η πρόσβαση των καταναλωτών στην πίστωση ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων έχει παρουσιάσει σημαντική αύξηση την τελευταία δεκαετία. Τις τελευταίες δύο δεκαετίες, η βιομηχανία ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων επεκτάθηκε ως αποτέλεσμα της εισαγωγής καινοτομιών στο χρηματοοικονομικό τομέα, των τεχνολογικών επιτευγμάτων και της κατάργησης των ρυθμίσεων.

Οι δανειστές απέκτησαν την δυνατότητα να παρέχουν σε μεγαλύτερη μερίδα καταναλωτών πρόσβαση στην πίστωση υποθηκών υιοθετώντας μη παραδοσιακές στρατηγικές προκειμένου να εκμεταλλευτούν ένα μεγάλο μέρος της αγοράς που δεν είχε πρόσβαση στην αγορά δανείων γιατί κυρίως δεν πληρούσαν τις τυπικές προϋποθέσεις δανειοδότησης.

Συγκεκριμένα, αλλαγές στην αξιολόγηση των δανειοληπτών άνοιξαν το δρόμο του ενυπόθηκου δανεισμού σε δανειολήπτες οι οποίοι συγκαταλέγονταν στην κατηγορία του υψηλού κινδύνου λόγω του επιβαρημένου ιστορικού τους ή των περιορισμών λόγω εισοδήματος που παρουσίαζαν. Οι δανειστές, εξαιτίας του υψηλού ρίσκου που αντανάκλουν οι εν λόγω οφειλέτες «subprime borrowers²⁰», τους χρέωσαν υψηλότερα επιτόκια.

Η αγορά των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης άρχισε να επεκτείνεται σημαντικά στα μέσα του 1990 και κορυφώθηκε το 2006. Η ανάπτυξη της αγοράς τροφοδοτήθηκε από τις επεκτατικές εξελίξεις που σημειώθηκαν στην βιομηχανία των χρηματοοικονομικών προϊόντων και οι οποίες άλλαξαν κάθε πτυχή της αγοράς ενυπόθηκων δανείων μειωμένης εξασφάλισης.

Η χρήση των μοντέλων πιστωτικής αξιολόγησης διευκόλυνε τους δανειστές να αξιολογήσουν πιο αποτελεσματικά την δανειοληπτική ικανότητα των οφειλετών μειώνοντας τα κόστη συναλλαγής. Επιπλέον, οι αλλαγές που σημειώθηκαν στην ανερχόμενη δευτερογενή αγορά υποθηκών αύξησαν την ικανότητα των δανειστών να πωλούν πολλές υποθήκες σε «securitizers» οι οποίοι συγκέντρωναν μεγάλους αριθμούς υποθηκών και πωλούσαν τα δικαιώματα από τις προκύπτουσες ταμειακές ροές στους επενδυτές.

Κατά το παρελθόν, οι δανειστές έτειναν να κρατούν τις υποθήκες στα βιβλία τους έως ότου τα δάνεια αποπληρωθούν. Άλλωστε η αυξανόμενη χρήση μιας επιχειρηματικής πρακτικής που βασίζεται στη χορήγηση πιστώσεων που πωλούνται σε επενδυτές «originate and distribute model» έδωσε την δυνατότητα στους δανειστές αλλά και στους οφειλέτες μειωμένης εξασφάλισης να αποκτήσουν μεγαλύτερη πρόσβαση στις αγορές κεφαλαίων με αποτέλεσμα την μεγαλύτερη διάδοση του κινδύνου.

Η αυξανόμενη εισοδος στην αγορά ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης τροφοδοτήθηκε και από την άνοδο δύο μεσιτών υποθήκης, οι οποίοι επέκτειναν τις πωλήσεις και τα κανάλια διανομής αυτών των προϊόντων τα οποία δεν ήταν άμεσα συνδεδεμένα με ένα ομοσπονδιακό εποπτευόμενο ίδρυμα.

Ο επεκτεινόμενος τομέας των εκτός τραπεζών δανειστών ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων «non bank mortgage lenders» υπήρξε αξιοσημείωτος στην αγορά υποθηκών μειωμένης εξασφάλισης.

Στοιχεία του 2006 αποκαλύπτουν ότι το 45% των πρώτων υποθηκών δημιουργήθηκε από ανεξάρτητες επιχειρήσεις χρηματοδότησης υποθηκών οι οποίες δεν εποπτεύονται από τις ομοσπονδιακές τραπεζικές αντιπροσωπείες και οι οποίες πωλούν σχεδόν όλες τις υποθήκες τις οποίες δημιουργούν.

Αυτές οι εξελίξεις στην αγορά υποθηκών αύξησαν την προσφορά πιστώσεων η οποία συνέβαλε στην αύξηση του ποσοστού ιδιοκτησίας από 64% που ήταν το 1994 σε 68% το 2007. Η διεύρυνση της πρόσβασης στην αγορά ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων υποθηκών είχε επίσης και αρνητικές πτυχές. Οι δανειολήπτες μειωμένης εξασφάλισης «sub prime borrowers» τείνουν να εμφανίσουν μεγαλύτερα ποσοστά αθέτησης της υπόσχεσης πληρωμής των δανείων τους σε σχέση με τους δανειολήπτες πρώτης διαλογής.

Το 2007, τα προβλήματα στην αγορά «sub prime», η επιβράδυνση της αγοράς κατοικίας, η μείωση της εκτίμησης των τιμών των κατοικιών και η αποδυνάμωση της παγκόσμιας οικονομίας συνέβαλε στην εμφάνιση μεγάλων ποσοστών καθυστέρησης αποπληρωμής των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης.

Ως αποτέλεσμα των μεγάλων ποσοστών καθυστερήσεων αποπληρωμής των εν λόγω δανείων αρκετοί ανεξάρτητοι δανειστές χορήγησης υποθηκών δήλωσαν χρεοκοπία και μεγάλοι πιστωτικοί οργανισμοί παρουσίασαν ζημιές αρκετών δισεκατομμυρίων. Όσον αφορά τους καταναλωτές οι συνέπειες μη αποπληρωμής των ενυπόθηκων δανείων υπήρξαν σοβαρές όπως η απώλεια του δικαιώματος της ιδιοκτησίας, μειωμένη εισοδος στον δανεισμό και κατασχέσεις.

Καθώς η κρίση στην αγορά ενυπόθηκων δανείων επεκτάθηκε το τελευταίο τρίμηνο του 2007 η Κεντρική τράπεζα των ΗΠΑ παρενέβη προκειμένου να εξομαλύνει την αγορά και να αποκαταστήσει την ισορροπία.

2.2.2 ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗ

Η τεχνική της τιτλοποίησης είναι ένα χρηματοοικονομικό εργαλείο σύμφωνα με το οποίο μια τράπεζα ή άλλο χρηματοπιστωτικό ίδρυμα (originator) μεταβιβάζει μια ομάδα (pool) ομοειδών δανείων σε μία εταιρία ειδικού σκοπού (Special Purpose Vehicle, SPV). Η SPV λαμβάνει χρηματοδότηση από την έκδοση χρεογράφων που βασίζονται στα δάνεια (Asset Backed Securities, ABSs). Η αξία αυτών των χρεογράφων αποτιμάτε κυρίως από τα πρακτορεία πιστοληπτικής βαθμολόγησης (Credit Rating Agencies, CRAs). Η πληρωμή των τοκομεριδίων στους επενδυτές εξαρτάτε άμεσα από τη συμπεριφορά των δανειοληπτών, χωρίς ωστόσο να έρθουν αυτές οι δύο ομάδες επαφή. Οι τίτλοι ABSs συχνά διανέμονται από επενδυτικές τράπεζες σε θεσμικούς επενδυτές. Μολαταύτα, δεν υπάρχει ακόμη οργανωμένη δευτερογενής αγορά για τις συναλλαγές των ABSs.



Συνοπτικά τα επιμέρους στάδια της τιτλοποίησης είναι τα εξής:

- ❖ Επιλογή ομοειδών στοιχείων του ενεργητικού ή απαιτήσεων της τράπεζας ή της επιχείρησης (originator) τα οποία μπορούν να αποτελέσουν αντικείμενο τιτλοποίησης.
- ❖ Συνεργασία με ειδική εταιρία επενδυτικού σκοπού (Special Purpose Vehicle-SPV) η οποία αναλαμβάνει την υλοποίηση της τιτλοποίησης και τη διάθεση των τίτλων στο επενδυτικό κοινό.
- ❖ Πώληση των υπό τιτλοποίηση απαιτήσεων στην Εταιρία Ειδικού Σκοπού.
- ❖ Επιλογή από την SPV της μορφής του ομολογιακού δανείου που θα καλύψει το τιτλοποιούμενο ενεργητικό.
- ❖ Αξιολόγηση και κατάταξη σε κατηγορία πιστωτικού κινδύνου του τιτλοποιούμενου ενεργητικού η οποία πραγματοποιείται από αναγνωρισμένη εταιρία πιστοληπτικής αξιολόγησης.
- ❖ Τιμολόγηση των ομολογιών σε συνάρτηση με την αξιολόγηση του πιστωτικού κινδύνου.
- ❖ Μεταβίβαση στην SPV των τιτλοποιούμενων απαιτήσεων και είσπραξη της αξίας αυτών.
- ❖ Διάθεση των τίτλων στους επενδυτές, θεσμικούς ή άλλους.
- ❖ Ορισμός διαχειριστή (θεματοφύλακα) της τιτλοποίησης. Συνήθως ορίζεται η ίδια η εκχωρούσα τράπεζα.
- ❖ Είσπραξη των ροών των τίτλων από τους οφειλέτες των τιτλοποιούμενων στοιχείων και την προώθηση τους στους επενδυτές.

Η τεχνική της τιτλοποίησης παρουσιάζει μεγάλο ενδιαφέρον, καθώς περιορίζει τον πιστωτικό κίνδυνο στα τραπεζικά χαρτοφυλάκια και συχνά αναφέρεται ως η δεύτερη πιο αποτελεσματική πρακτική μετά τη δημιουργία των narrow banks. Η πρακτική δε, είναι συμβατή και με τους κανόνες κεφαλαιακής επάρκειας, παράλληλα με τη μετατροπή παγωμένων κεφαλαίων (δάνεια) σε λειτουργικά εργαλεία (τίτλους). Η αύξηση της ρευστότητας στα τραπεζικά χαρτοφυλάκια και η εξάλειψη του ετεροχρονισμού ανάμεσα σε απαιτήσεις και υποχρεώσεις είναι ορισμένα από τα πλεονεκτήματα που παρέχει το εργαλείο της τιτλοποίησης. Ένα δεύτερο προϊόν τιτλοποιήσεων παρουσιάστηκε με τη δημιουργία των δομημένων επενδυτικών εργαλείων (Structured Credit Instruments). Τα πιο χαρακτηριστικά δομημένα προϊόντα είναι οι Τίτλοι Εγγυημένων Δανειακών Υποχρεώσεων (Collateralized Debt Obligations, CDOs). Επάνω σε αυτούς τους τίτλους παράγονται και τα CDOs δεύτερης γενιάς, τα λεγόμενα CDOs-square. Η εταιρική οντότητα εμφανίζει στο Παθητικό της υποχρεώσεις από τίτλους CDOs (δηλαδή καταβολή τοκομεριδίων και της αξίας κατά τη λήξη) και στο Ενεργητικό της απαιτήσεις σε δάνεια τιτλοποιήσιμα. Συνεπώς, με την είσπραξη των δόσεων από τα δάνεια, μπορεί εν συνεχεία να πληρώνει τις υποχρεώσεις της στους ομολογιούχους. Το νέο χαρτοφυλάκιο αποτελείται από ποικίλα στοιχεία με διαφορετική έκθεση σε πιστωτικό κίνδυνο. Έκαστος τίτλος (tranche) μπορεί να πωληθεί σε διάφορες ομάδες επενδυτών, με διαφορετική αντιμετώπιση του ρίσκου (risk aversion). Το εισόδημα από τα τοκομερίδια διανέμεται με σειρά προτεραιότητας. Οι επενδυτές των τελευταίων στη σειρά έκδοσης τίτλων έχουν και το μεγαλύτερο κίνδυνο, συνεπώς απολαμβάνουν και μεγαλύτερες απολαβές από τόκους. Ένα μέρος των χρεογράφων το διακρατεί η αρχική τράπεζα.

Στα μειονεκτήματα της τιτλοποίησης συγκαταλέγεται η δυσκολία που αντιμετωπίζουν τα rating agencies στην εκτίμηση του πιστωτικού κινδύνου. Είναι χαρακτηριστικό το γεγονός πως οι επενδυτές βασίζονται τυφλά στις βαθμολογήσεις που τους δίνουν τα CRAs. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι τα CDOs λειτουργούν σε μία άτυπη αγορά, με μικρό βαθμό ρευστοποίησής τους, καθώς οι τίτλοι που δεν απορροφώνται από τη ζήτηση, πρέπει να επαναγοραστούν από την αρχική τράπεζα.

2.2.3 ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟ ΜΟΝΤΕΛΟ «ORIGINATE & DISTRIBUTE»

Από το 1980 που για πρώτη φορά εισήχθε στην αγορά το πρώτο MBS, οι τράπεζες έχουν προχωρήσει αρκετά βήματα μπροστά προκειμένου να εκμεταλλευτούν κάθε ευκαιρία για την απόκτηση μεγαλύτερου μεριδίου αγοράς και άντληση επιπλέον ρευστότητας. Έτσι, λοιπόν αντί να κρατούν τα δάνεια που οι ίδιοι δημιουργούν, οι τράπεζες άρχισαν σταδιακά να διανέμουν δάνεια στην δευτερογενή αγορά είτε απευθείας είτε συσκευάζοντας τα σε μια πλειάδα χρηματοοικονομικών προϊόντων τα οποία υπάγονται στην κατηγορία των ενυπόθηκων ομολογιακών δανείων (asset- backed securities).

Η δραστηριότητα αυτή δίνει τα παρακάτω πλεονεκτήματα:

- ✓ Διαφοροποίηση των πηγών τροφοδότησης των τραπεζών
- ✓ Μείωση του πιστωτικού κινδύνου
- ✓ Ελαχιστοποίηση του κόστους χρηματοδότησης
- ✓ Άντληση επιπλέον ρευστότητας από την πώληση των δανείων

Εκτός από το ρόλο των τραπεζών στη διαδικασία αυτή πολύ σημαντικός είναι και ο ρόλος των ιδρυμάτων που δημιουργούν δάνεια (non- bank institutions), τα οποία πωλούν στην τράπεζα και η οποία μέσω των εταιριών ειδικού σκοπού τα τιτλοποιεί και τα διαθέτει στην αγορά.

2.2.4. ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΕΙΔΙΚΟΥ ΣΚΟΠΟΥ (CONDUITS AND SIV)

Οι εταιρίες ειδικού σκοπού αποτελούν ένα μεγάλο κομμάτι της τραπεζικής βιομηχανίας. Οι τράπεζες είναι αυτές οι οποίες ουσιαστικά ιδρύουν τα conduits ως οχήματα ειδικού σκοπού με σκοπό να διακρατούν στοιχεία του ενεργητικού και να τα μετατρέπουν σε MBS και CDOs, τα οποία διαθέτουν σε πελάτες τους με αντάλλαγμα . Οι τράπεζες δεν έχουν τον έλεγχο αυτών των εταιριών που δρουν ανεξάρτητα όμως είναι άμεσα συνδεδεμένες μαζί τους καθώς υποχρεούνται να τους τροφοδοτούν με ρευστότητα. Το μερίδιο της αγοράς που καταλαμβάνουν τέτοιες εταιρίες είναι τεράστιο αν λάβουμε υπόψη μας ότι κατά το δεύτερο τρίμηνο του 2007 η Citibank αποκάλυψε στα αποτελέσματα της ότι είχε 77 δις δολ. στοιχεία ενεργητικού και υποχρεώσεων σε conduits.

Ουσιαστικά, οι εταιρίες ειδικού σκοπού δεν είναι τίποτα άλλο παρά ένας τρόπος των τραπεζών να μεταφέρουν σε αυτές στοιχεία του ενεργητικού με στόχο την παροχή επιπλέον ρευστότητας από την πίσω πόρτα. Αυτός είναι και ο κυριότερος λόγος για τον οποίο οι αγορές χρήματος πάγωσαν ξαφνικά τον Σεπτέμβρη όταν οι τράπεζες αναγκάστηκαν να προβούν σε παροχή επιπλέον ρευστότητας προκειμένου να ικανοποιήσουν τις υποχρεώσεις τους προς τις εταιρίες.

Τα κυριότερα προϊόντα τιτλοποίησης

- ✓ **Mortgage- Backed Securities (MBS).** Αναφέρονται στην τιτλοποίηση ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων. Πραγματοποιείται η συνάθροιση μιας ομάδας μεμονωμένων δανείων, η δημιουργία δηλαδή μιας ομάδας καλαθιού (pool), μετατρέποντας τα σε τίτλους τα οποία εξασφαλίζονται από τις Crouhy M., Jarrow R., Turmbull S. (2008) απαιτήσεις κατά των στοιχείων του ενεργητικού του ενυπόθηκου οφειλέτη. Οι τίτλοι αυτοί αναφέρονται ως Mortgage- Backed Securities (MBS)²⁶.
- ✓ **Collateralized Debt Obligations (CDOs).** Τυπικά μιλάμε για την επόμενη εξέλιξη των MBS. Πρόκειται, λοιπόν για το δέσιμο μιας κατηγορίας

ενυπόθηκων ομολογιακών δανείων (asset-backed securities) από μια εταιρία ειδικού σκοπού (special purpose vehicle) η οποία επαναξιολογεί και κατατάσσει το τιλοποιούμενο ενεργητικό σε διαφορετικές μερίδες με διαφορετικό βαθμό πιστωτικής αξιολόγησης και προτεραιότητα αποπληρωμής. Για παράδειγμα ένα CDO μπορεί να αποτελείται από 100 MBS.

Αν υποθέσουμε ότι σε μια ακραία περίπτωση μη αποπληρωμής η αναλογία της ζημίας δεν μπορεί να είναι πάνω από 10% τότε τα MBS διαιρούνται σε μερίδια διαφορετικής πιστωτικής αξιολόγησης ως εξής: το 70% σε AAA, το 20% σε μεσαίου κινδύνου και το 10% σε κατώτερης αξιολόγησης. Ο επενδυτής λοιπόν ανάλογα με το ρίσκο που θέλει να αναλάβει μπορεί να επιλέξει σε ποια κατηγορία θέλει να επενδύσει. Τα CDOs είναι μια περίπλοκη μορφή επενδυτικών προϊόντων η οποία περιπλέκεται περισσότερο καθώς τα CDOs συσκευάζονται ξανά προκειμένου να δημιουργηθούν άλλα προϊόντα δεύτερου και τρίτου βαθμού γνωστά ως «CDO squared και CDO cube». Όσο αυξάνεται ο βαθμός του CDO τόσο απομακρύνεται από το πραγματικό υποκείμενο από το οποίο εκρέουν οι χρηματοροές και περιπλέκεται η τιμολόγηση του CDO. Μαλινδρέτου Β. (2002) Mah-Hui Lim M. (2008) .

Μεταξύ των ετών 2004 και 2006 τριπλασιάστηκε ο όγκος των CDOs που εισήχθησαν στην αγορά από 125 δις δολ. σε 350 δις. δολ. ανά έτος.²⁸ Τα CDOs διανεμήθηκαν σε όλον τον κόσμο. Δεν ήταν μόνο οι τράπεζες που εκτέθηκαν σε αυτή τη μορφή επενδυτικών προϊόντων αλλά και επενδυτές οι οποίοι έψαχναν για μεγαλύτερες αποδόσεις. Όταν όμως οι δανειστές μειωμένης εξασφάλισης άρχισαν να εμφανίζουν δυσκολίες στην αποπληρωμή και σημαντικές καθυστερήσεις, οι επενδυτές οι οποίοι είχαν επενδύσει σε μερίδια κατώτερης διαλογής δέχθηκαν το πρώτο πλήγμα.

Η κατάσταση αυτή δημιούργησε κλίμα έλλειψης εμπιστοσύνης ακόμα και μεταξύ των επενδυτών οι οποίοι είχαν επενδύσει σε CDOs πρώτης διαλογής και δεν είχαν υποστεί ζημίες. Ο πανικός κατέβαλε την αγορά καθώς χιλιάδες επενδυτές ήθελαν να εξέλθουν από την αγορά με αποτέλεσμα την υπερπροσφορά και την κατακόρυφη μείωση των τιμών αυτών των προϊόντων. Mah-Hui Lim M.(2008).

2.3 ΤΟ ΙΣΤΟΡΙΚΟ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

Στην συνέχεια θα δούμε με την σειρά τα γεγονότα εκείνα που εκτυλίχθηκαν και οδήγησαν τελικά στην εκδήλωση της σημερινής διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης.

Α εξάμηνο του 2007

Ξεκινώντας από το 2007 θα λέγαμε πως επικρατούσε έντονη φημολογία γύρω από την στεγαστική αγορά των ΗΠΑ που παρουσίαζε έντονα σημάδια κόπωσης. Αναλυτές εξέφραζαν σε στήλες του οικονομικού τύπου την ανησυχία τους για μια επερχόμενη κρίση. Παράλληλα η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα προέβαινε διαρκώς σε σταδιακές αυξήσεις του ευρωεπιτοκίου ώστε να αντιμετωπίσει τις πληθωριστικές πιέσεις που ταλάνιζαν την ευρωπαϊκή οικονομία. Έντονα πλήττονταν οι δανειολήπτες, ενώ παράγοντες στην τραπεζική αγορά συνιστούσαν στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να είναι πιο φειδωλά στη χορήγηση δανείων³⁹. Την ίδια στιγμή το δολάριο εξακολουθούσε να υποχωρεί έναντι του ευρώ. Η ανεργία στην Ευρώπη αυξανόταν, ενώ πλήττονταν παράλληλα και οι εξαγωγές. Στην Ελλάδα δημιουργήθηκε τεράστιο απόθεμα νεόδμητων κατοικιών, οι οποίες όμως γίνονταν δυσπρόσιτες λόγω, μεταξύ άλλων, των υψηλών επιτοκίων στα στεγαστικά δάνεια, τη στιγμή που έρευνες έδειχναν στροφή των καταναλωτών σε μικρότερα και μεταχειρισμένα διαμερίσματα⁴⁰.

Καλοκαίρι του 2007

Κατά το καλοκαίρι του 2007 κι ενώ πολλοί επίσημοι παράγοντες της αμερικανικής οικονομίας προσπαθούσαν να καθησυχάσουν τους επενδυτές, κεφάλαια της Bear Stearns πώχευσαν λόγω κατοχής CDOs που βασίζονταν σε sub-prime στεγαστικά δάνεια και της υποχρέωσης της τράπεζας να εξυπηρετήσει τις απαιτήσεις των πιστωτών της με ρευστοποίηση των στοιχείων της. Τα Rating Agencies (CRAs) υποβάθμισαν τα CDOs που βασίζονταν σε subprimes και επλήγει η αυτοπεποίθηση της αγοράς για την ασφάλεια στη στεγαστική πίστη.

³⁹ Ο πρώην διοικητής της Τράπεζας της Ελλάδος κ. Γκαργκάνας είχε τακτικά εκφράσει στα ΜΜΕ εκείνη την περίοδο την ανησυχία του για την επερχόμενη πιστωτική κρίση και είχε προτείνει τη χορήγηση δανείων κάτω από πιο αυστηρές εισοδηματικές προϋποθέσεις.

⁴⁰ Εαρινά τεύχη της Ημερησίας του 2007.

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ-ECB) αυξάνει το ευρωεπιτόκιο στο 4,25% μπροστά στις πληθωριστικές πιέσεις, αλλά αναθεωρεί σχέδια περαιτέρω αυξήσεων μετά το ξέσπασμα της κρίσης.

Επενδυτές των ABCPs (Asset Backed Commercial Papers) άρχισαν να χάνουν την εμπιστοσύνη τους και η ζήτηση για τα συγκεκριμένα χρεόγραφα έπεφτε, ένα φαινόμενο που χαρακτηρίστηκε ως "flight to quality" (στροφή προς την ποιότητα)⁴¹. Τράπεζες που είχαν υιοθετήσει τα conduits και SVIs (κερδοσκοπικά προγράμματα που επωφελούνται από τη διαφορά μεταξύ βραχυπρόθεσμων επιτοκίων δανεισμού και μακροπρόθεσμες επιστροφές από δομημένα επενδυτικά προϊόντα) αναγκάστηκαν να ανταποκριθούν στις υποχρεώσεις τους απέναντι στις εγγυήσεις ρευστοποίησης' σε αρκετές μάλιστα περιπτώσεις ο βαθμός της πραγματικής έκθεσης στο ρίσκο ήταν τελείως απρόσμενος, ένα φαινόμενο που ονομάστηκε "disaster myopia" (μυωπία απέναντι στην καταστροφή). Η εμπιστοσύνη στη διατραπεζική αγορά κλονίστηκε λόγω της έκθεσης στον κίνδυνο ρευστότητας. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα την αύξηση των διατραπεζικών επιτοκίων⁴².

Αύγουστος του 2007

Στις 9 Αυγούστου του 2007, μεγάλη κρίση ξέσπασε στις ΗΠΑ από την αδυναμία μεγάλων ομάδων του πληθυσμού να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις του για δάνεια sub-primes. Οι πλειστηριασμοί διαδέχθηκαν ο ένας τον άλλον και ολόκληρες πόλεις έμειναν στο δρόμο. Οι τράπεζες ξέμειναν από ρευστό και οι καταθέτες έσπευσαν στον γκισέ των τραπεζών για να κάνουν ανάληψη των χρημάτων τους. Άλλοι προέβησαν σε μαζικές ηλεκτρονικές αναλήψεις των λογαριασμών τους στη Βρετανία, ένα φαινόμενο γνωστό ως "Πανικός μέσω Ίντερνετ" (ή ιντερνετικός πανικός). Η αδυναμία είσπραξης των απαιτήσεων των αμερικανικών τραπεζών από τους δανειολήπτες των subprimes, συνεπάχθηκε και την αδυναμία πληρωμής των υποχρεώσεων σε τοκομερίδια και αξίες ομολόγων και CDOs (ομόλογα β' γενιάς) στα οποία είχαν επενδύσει πολλές ευρωπαϊκές τράπεζες, την ίδια στιγμή που πλήθαιναν οι αναλήψεις πανικού. Τα ομόλογα που κατείχαν οι τελευταίες δεν είχαν αντίκρισμα, ενώ το πρόβλημα ρευστότητας προκάλεσε δυσπιστία στη δυνατότητα αποπληρωμής σε περίπτωση δανεισμού μιας τράπεζας από μια άλλη, με αποτέλεσμα να αυξηθούν

⁴¹ [50plus: ABCPs in your portfolio?](#), 29/9/2008.

⁴² [Financial Times: Structured investment vehicles' role in crisis](#), 29/9/2008.

τα επιτόκια της διατραπεζικής αγοράς. Το γεγονός αυτό έκανε δύσκολη και δαπανηρή μια πιθανή αίτηση δανειοδότησης μιας ελληνικής τράπεζας από μία άλλη (ελληνική ή ευρωπαϊκή), κόστος που μετακυλήθηκε στους πελάτες, παράλληλα με τις αυξήσεις του ευρωεπιτοκίου.

Σεπτέμβριος του 2007

Το Σεπτέμβριο του 2007, δύο γερμανικές τράπεζες, η Sachsen Landesbank και η IKB ανακοίνωσαν ότι υπέστησαν ουσιαστικές απώλειες από την κατοχή των conduits.^{43 44} Η βρετανική Northern Rock βίωσε τη μεγαλύτερη ουρά (bank run) των τελευταίων δεκαετιών σε μια χώρα που φημίζεται για τα μεγάλα εγγυημένα χρηματικά αποθέματα⁴⁵.

Β εξάμηνο του 2007

Κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2007, οι κεντρικές τράπεζες μεσολάβησαν συγχρονισμένα για την τόνωση της χρηματοπιστωτικής αγοράς με "ενέσεις ρευστότητας" και σταθεροποίησαν τις διακυμάνσεις στα βραχυπρόθεσμα επιτόκια. Ορισμένες κεντρικές τράπεζες, όπως η Fed, μείωσαν ακόμη και το βασικό επιτόκιο χρηματοδότησης, ενώ άλλες, όπως η ECB, παρακολουθώντας τις εξελίξεις δεν προέβησαν στις προγραμματισμένες αυξήσεις. Παράλληλα, επλήγει η εμπιστοσύνη στις εταιρείες πιστοληπτικής διαβάθμισης ως προς την ικανότητά τους να βαθμολογήσουν τα δομημένα προϊόντα ("crisis of confidence"). Στην Ελλάδα προέκυψαν απαξιωμένα δομημένα ομόλογα 700 εκατομμυρίων ευρώ στα οποία βασίστηκε η χρηματοδότηση των ασφαλιστικών ταμείων, ένα γεγονός που χαρακτηρίστηκε από τα ΜΜΕ ως "Σκάνδαλο των Δομημένων Ομολόγων"⁴⁶.

Τα στεγαστικά δάνεια στις ΗΠΑ έγιναν δυσπρόσιτα, ενώ κρατικοποιήθηκε η Northern Rock από τη βρετανική κυβέρνηση⁴⁷. Επιπλέον, παρατηρήθηκαν παρενέργειες από τη δυσπιστία στις διατραπεζικές αγορές και στην Ελλάδα μειώθηκαν οι ρυθμοί της μέχρι πρότινος φρενήρους πιστωτικής επέκτασης, με τις τράπεζες να προτείνουν ευέλικτα τραπεζικά προϊόντα ή δάνεια σταθερού επιτοκίου

⁴³ [BBC News: Sub-prime crisis to cost IKB \\$1bn](#), 29/9/2008.

⁴⁴ [Bloomberg: SachsenLB Has EU3 Billion in Subprime, Person Says](#), 29/9/2008.

⁴⁵ [Mail on Line: Police called to break-up Northern Rock panic queues as customers withdraw millions](#), 29/9/2008.

⁴⁶ [Ελευθεροτυπία: 700 εκατ. ευρώ απαξιωμένα δομημένα ομόλογα](#), 29/9/2008.

⁴⁷ [The Independent: Business View: The Northern Rock auction: what a fiasco](#), 29/9/2008.

αντί των δανείων με κυμαινόμενο επιτόκιο. Παράγοντες της κτηματομεσιτικής αγοράς έκαναν εκκλήσεις για νομοθετική ρύθμιση με σκοπό τον περιορισμό των εκτελούμενων οικοδομικών αδειών, εφόσον δεν είχε πουληθεί πρώτα ένα συγκεκριμένο ποσοστό των ολοκληρωθέντων κατασκευών.

Σεπτέμβριος του 2008

Μετά την πώληση της Bear Stearns σε εξευτελιστική τιμή στην J.P. Morgan το Μάρτιο του 2008⁴⁸, η διεθνής αγορά έδειχνε να έχει μπει στη δίνη της οικονομικής κρίσης. Το Σεπτέμβριο του 2008, η αμερικανική κεντρική τράπεζα προσέφερε έκτακτη οικονομική ενίσχυση 85 δισεκατομμυρίων δολαρίων στην ασφαλιστική εταιρεία AIG, προκειμένου να αποτρέψει την κατάρρευσή της. Ο αμερικανικός κολοσσός Lehman Brothers κήρυξε πτώχευση, προκαλώντας αναστάτωση στην κυβέρνηση των ΗΠΑ⁴⁹. Παρά το γεγονός πως οι ελληνικές τράπεζες δεν πρόλαβαν να επενδύσουν ιδιαίτερα σε τέτοια ριψοκίνδυνα προϊόντα, γνωστοποιήθηκαν ιδιωτικές επενδυτικές απώλειες⁵⁰. Τον ίδιο μήνα, η Merrill Lynch εξαγοράστηκε από την Bank of America. Ο πρόεδρος Τζορτζ Μπους πρότεινε την άμεση ενίσχυση της ρευστότητας των τραπεζών για τη διάσωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος, πριν πληγεί περαιτέρω η οικονομία της χώρας, ενώ παράλληλα, εξαγοράζονται, οι Fannie Mae και Freddie Mac. Οι εξελίξεις διαδέχονταν η μία την άλλη, με την ανακοίνωση για λουκέτο στη Washington Mutual. Ο απρόσμενος κρατισμός των ΗΠΑ εξέπληξε αρχικά ευχάριστα τα χρηματιστήρια, ενώ αντιδράσεις διατυπώνονταν από τους αμερικανούς πολίτες για το φορολογικό βάρος που προέβλεπε το Σχέδιο Πόλσον να πέσει στην πλάτη τους. Την άποψη αυτή συμμερίστηκε και το Κογκρέσο, κατανηφίζοντας το σχέδιο κρατικής ενίσχυσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος για αγορά των λεγόμενων "τοξικών ομολόγων" με δημόσιο χρήμα⁵¹. Τα χρηματιστήρια αντικατόπτριζαν την απαισιοδοξία της αγοράς στους δείκτες τους, σημειώνοντας πτώση. Ο πρόεδρος της Ευρωπαϊκής Ένωσης Νικολά Σαρκοζί προανήγγειλε σχέδιο αντιμετώπισης του προβλήματος στα πλαίσια της Ευρωπαϊκής Ένωσης⁵². Η κρίση μετά το πέρασμα του Ατλαντικού, πλησίασε όλο

⁴⁸[The New York Times: JP Morgan Pays \\$2 a Share for Bear Stearns](#), 29/9/2008.

⁴⁹[In.gr: Θύματα της Lehman Brothers και 100 Λαρισαίοι επενδυτές](#), 30/9/2008.

⁵⁰[Ισοτιμία: "Σκότωσαν" το σχέδιο Πόλσον στο Κογκρέσο](#), 30/9/2008.

⁵¹http://www.kathimerini.gr/4dcgi/w_articles_kathremote_1_30/09/2008_250413 Καθημερινή: Μέτρα της γαλλικής κυβέρνησης για την ενίσχυση των τραπεζών], 2/10/2008.

⁵²http://www.enet.gr/online/online_text/c=114.id=1641616 Ελευθεροτυπία: Ο ιός πέρασε τον Ατλαντικό, 2/10/2008.

και νοτιότερα την Ευρώπη, καθώς μετά την κρατικοποίηση της Brandford and Bingley από τη βρετανική κυβέρνηση, πραγματοποιήθηκε μερική κρατικοποίηση του ευρωπαϊκού κολοσσού Fortis από το Βέλγιο, το Λουξεμβούργο και την Ολλανδία⁵³.

Οκτώβριος 2008

Νέα βελτιωμένη πρόταση ψηφίστηκε στην αμερικανική Γερουσία. Παρά ταύτα, ακόμη και τα ίδια τα μέλη δεν μπορούν να εγγυηθούν με βεβαιότητα την επιτυχία ενός τέτοιου σχεδίου, ενώ παράγοντες της αγοράς μιλούν για επερχόμενη ύφεση που μπορεί να διαρκέσει μέχρι και 5 χρόνια. Ο πρόεδρος της ΕΚΤ, Ζαν Κλόντ Τρισέ δηλώνει πως η οικονομική κρίση των ΗΠΑ θα επιβραδύνει τους ρυθμούς ανάπτυξης στην Ευρωζώνη, ενώ σε μίνι διάσκεψη κορυφής υπό τον Νικολά Σαρκοζί διατυπώνεται η βούληση να σταθεροποιηθεί ή ακόμα και να πέσει το επιτόκιο της ΕΚΤ μετά την υποχώρηση της τιμής του πετρελαίου και των πληθωριστικών πιέσεων, δηλαδή κάτω από το 4,25%⁵⁴. Πριν τη μίνι σύνοδο κορυφής της Ε.Ε., η Ιρλανδία υπόσχεται πλήρη κρατική εγγύηση των τραπεζικών καταθέσεων των πολιτών της, ενέργεια στην οποία προχωρά και ο υπουργός Οικονομίας και Οικονομικών της Ελλάδος, ο οποίος διαβεβαιώνει, μεταξύ άλλων μέτρων για την τραπεζική αγορά και την κρατική εγγύηση των καταθετικών λογαριασμών μέχρι 20.000 με 30.000 ευρώ, μετά από σχετικό διάγγελμα του Έλληνα πρωθυπουργού.

Η Γερμανίδα καγκελάρια Άγκελα Μέρκελ προτείνει την αντιμετώπιση του προβλήματος σε κάθε χώρα σε εθνικό πλαίσιο, ανάλογα με τις ευθύνες της, αντί για τη σύσταση πανευρωπαϊκού σχεδίου, την ίδια στιγμή που στην αντίπερα όχθη του Ατλαντικού, υπερψηφίζεται η βελτιωμένη πρόταση του Πόλσον για οικονομική ενίσχυση του χρηματοπιστωτικού συστήματος στη Βουλή των Αντιπροσώπων. Στη σύνοδο κορυφής της Ε.Ε. είναι διάχυτη η νευρική κατάσταση για το μονομερές των δηλώσεων Ιρλανδίας και Ελλάδος ως προς την κρατική εγγύηση των καταθέσεων, τη στιγμή που δε φημίζονται για τα μεγάλα εγγυημένα τους χρηματικά αποθέματα⁵⁵. Το Υπουργείο Οικονομικών παραδέχεται πως η δήλωση είχε περισσότερο πολιτική διάσταση. Την ίδια στιγμή, γίνεται αισθητό το κόστος της διατραπεζικής αγοράς στην Ελλάδα, με αύξηση 0,5% στα επιχειρηματικά και 1% στα στεγαστικά δάνεια, ακόμη

⁵³ [InsuranceDaily: Κολοσσός Fortis:Μερική Κρατικοποίηση](#), 2/10/2008.

⁵⁴ [Καθημερινή: Αμετάβλητα διατήρησε τα επιτόκια η ΕΚΤ](#), 3/10/2008.

⁵⁵ [Guardian: Greece's deposit guarantee deepens EU financial rift](#), 3/10/2008.

και σε εκείνα με σταθερό επιτόκιο⁵⁶. Η στεγαστική αγορά στην Ελλάδα παγώνει και υπολογίζονται γύρω στις 200.000 απούλητα ακίνητα, μεταξύ των οποίων και πολλά νεόδμητα. Παρ' όλα αυτά οι κατασκευαστές δεν προχωρούν σε μείωση τιμών ενώ η έκδοση οικοδομικών αδειών μειώνεται κατά 19% σε σχέση με το προηγούμενο έτος⁵⁷. Ο πρόεδρος του ΕΒΕΑ διατυπώνει την άποψη πως η κρίση δεν οφείλεται αποκλειστικά στα δάνεια χαμηλής εξασφάλισης, αλλά γενικότερα στον τρόπο διακυβέρνησης των επιχειρήσεων και του τραπεζικού κλάδου, αλλά και στην ίδια την πολιτική διακυβέρνηση της αμερικανικής πολιτείας των τελευταίων 15 ετών⁵⁸.

Λίγες ώρες μετά τη λήξη της ευρωπαϊκής συνόδου κορυφής η Hypo Real Estate, η δεύτερη μεγαλύτερη τράπεζα στεγαστικών δανείων της ευρωπαϊκής οικονομίας, ανακοινώνει ότι το σχέδιο διάσωσης της, ύψους 35 δισ. ευρώ κατέρρευσε, μετά την αποκάλυψη νέων ελλειμμάτων. Πέντε ευρωπαϊκές χώρες αντιμετωπίζουν μεγάλα προβλήματα προσπαθώντας να σώσουν τις μεγάλες ευρωπαϊκές τράπεζες, η Γερμανία, το Βέλγιο, το Λουξεμβούργο, η Ιταλία και η Ισλανδία. Στην Ιταλία κινδυνεύει η δεύτερη μεγαλύτερη τράπεζα της χώρας, η Unicredit, ενώ το άλλοτε εύρωστο κράτος της μακρυνής Ισλανδίας κινδυνεύει με πτώχευση, λόγω της μεγάλης έκθεσης στα τοξικά ομόλογα. Τα χρέη των ισλανδικών τραπεζών υπολογίζονται στα 138,34 δισ. δολάρια, σε σύγκριση με τα 19,37 δισ. δολάρια στα οποία ανέρχεται το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν. Το νόμισμα της χώρας υποτιμάται και οι πληθωριστικές πιέσεις εντείνονται και η κυβέρνηση διαπραγματεύεται τη δανειοδότησή της από τη Ρωσία. Οι αναλυτές καταλήγουν στο συμπέρασμα πως η ΕΚΤ θα προβεί σε μείωση επιτοκίων.⁵⁹ Η άποψη αυτή ενισχύεται και από τη μείωση του επιτοκίου στην Αυστραλία -1%. Μετά την τροπή που πήραν τα πράγματα, η κα. Μέρκελ αναλαμβάνει την εγγύηση όλων των τραπεζικών καταθέσεων των πολιτών από το γερμανικό κράτος, κόστος που ανέρχεται στα 500 δισ. ευρώ, κίνηση στην οποία προχωράει και η Δανία.⁶⁰ Αρχίζει πλέον να αναθεωρείται η κατεύθυνση της Ε.Ε. υπέρ ενός καθολικού σχεδίου αντιμετώπισης του προβλήματος προτού πάρει μεγαλύτερες διαστάσεις. Από την Ιταλία προτείνεται η δημιουργία ενός

⁵⁶ [Ημερησία Online: Προς αυξήσεις επιτοκίων έως και 0,50% στα επιχειρηματικά δάνεια](#), 3/10/2008.

⁵⁷ [Ημερησία Online: Οικοδομικό σοκ στην οικονομία](#), 5/10/2008.

⁵⁸ Συνέντευξη του προέδρου του ΕΒΕΑ στο βραδινό δελτίο του τηλεοπτικού σταθμού ALTER, 2/10/2008.

⁵⁹ Τεύχος της Απογευματινής, σελ. 37, "Η Ευρώπη στη Δίνη του Οικονομικού Κυκλώνα, Κατερίνας Μπασακάλης, 6/10/2008.

⁶⁰ Elliott, Francis; Christine Seib, "[German savings pledge raises stakes for Gordon Brown](#)", *The Times*, 2008-10-06. 2008-10-06.

ευρωκοινοτικού εγγυητικού ταμείου που θα συγκεντρώνει το 3% του ΑΕΠ. Παράλληλα, συζητείται η χαλάρωση των δημοσιονομικών κριτηρίων στην ευρωζώνη.

Στις 7 Οκτωβρίου, το Ecofin έθεσε ως ελάχιστο όριο εγγύησης τις 50.000 ευρώ ανά καταθετικό λογαριασμό. Μετά τη λήξη της συνόδου στο Λουξεμβούργο, ο Έλληνας υπουργός οικονομικών εγγυήθηκε καταθέσεις 100.000 ευρώ⁶¹.

Στις 8 Οκτωβρίου ανακοινώνεται μείωση του ευρωεπιτοκίου στο 3,75%, μεταβολή του επιτοκίου δανεισμού στην Αγγλία στο 4,5% και της Fed στο 1,5%. Ο Νικολά Σαρκοζί επιβεβαιώνει τη συγκρότηση ευρωκοινοτικού σχεδίου δράσης, την ίδια στιγμή που παγώνει η αγορά στην αυτοκινητοβιομηχανία της Γερμανίας και γίνονται μαζικές απολύσεις στη Σουηδία. Ο γενικός δείκτης στο ΧΑ πέφτει στις 2.512,01 μονάδες, σημειώνοντας απώλειες 4,31% ενώ η Βρετανία τονώνει τις τράπεζές της με οικονομική ενίσχυση 50 δισεκατομμυρίων λιρών. Η κρίση αντικατοπτρίζεται και στους δείκτες της Ευρασίας.

Παρά την εφαρμογή του σχεδίου Πόλσον στην Αμερική, οι ανακατατάξεις στον τραπεζικό τομέα συνεχίστηκαν, όπως επίσης και η κατακόρυφη πτώση των χρηματιστηριακών δεικτών. Στην Ε.Ε. κατετέθησαν τρεις προτάσεις. Η Γαλλία επέμεινε στην πρότασή της για συγκρότηση πανευρωπαϊκού ταμείου, ζητώντας την επιστροφή καταθέσεων στις γαλλικές τράπεζες, υποσχόμενος ο κ. Σαρκοζί αμνηστία ως προς την προέλευσή τους, με σκοπό την ενίσχυση της κεφαλαιακής επάρκειας με κάθε μέσο. Η Γερμανία επέμεινε στην πρόταση για αντιμετώπιση του προβλήματος σε κάθε χώρα σε εθνικό επίπεδο, ενώ ο πρωθυπουργός της Αγγλίας Γκόρντον Μπράουν, σε άρθρο του στον τύπο προλείανε το έδαφος για την πρόταση που θα ακολουθούσε. Στις 13 Οκτωβρίου κατέθεσε σχέδιο καταγιγιστικών κρατικοποιήσεων των μισών βρετανικών τραπεζών, εκμεταλλευόμενος τα μεγάλα κεφαλαιακά αποθέματα της χώρας του. Η κίνηση αυτή γέμισε με αισιοδοξία την Ευρώπη, με όλες τις χώρες να εξευρίσκουν τεράστιους κεφαλαιακούς πόρους, για την εγγύηση των αποθεμάτων και την αισιοδοξία των Ευρωπαίων επενδυτών να αναπτερόνεται. Αυτά τα απρόσμενα κεφαλαιακά αποθέματα προκάλεσαν την εύλογη απορία της ευρωπαϊκής κοινής γνώμης, καθώς πολλοί συνδύασαν το γεγονός αυτό με τις

⁶¹ <http://www.tanea.gr/default.asp?pid=2&ct=3&artid=1402911> Τα Νέα: Αύξηση από το σημερινό όριο των 20.000 ευρώ αποφάσισε το Ecofin Στις 100.000 €το όριο εγγύησης καταθέσεων στην Ελλάδα, στις 50.000 €στην Ευρωπαϊκή Ένωση, 7/10/2008.

υποσχέσεις του κ. Σαρκοζί. Παράλληλα, κατετέθησαν πολλές προτάσεις για περαιτέρω μείωση των επιτοκίων δανεισμού, κάτι που αναμένουν οι αναλυτές να γίνει αισθητό και στην Ελλάδα, ενώ πολλές ευρωπαϊκές χώρες συνδυάζουν το μέτρο με επιδόματα στους μισθούς για την τόνωση της αγοράς που έχει παγώσει. Οι ΗΠΑ προσανατολίζονται σε μια λύση παρόμοια με αυτή του βρετανού πρωθυπουργού, την ίδια στιγμή που στην Αυστραλία άρχισαν να δημιουργούνται οικισμοί από τροχόσπιτα.

Τα μέτρα αντιμετώπισης στην Ελλάδα εστιάζονται στη διασφάλιση της κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών, με τη χορήγηση 28 δισ. ευρώ, εκ των οποίων τα 8 δισ. σε μορφή κρατικών ομολόγων, ενώ ορίζεται ως κεφαλαιακή βάση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων ποσό μέχρι 5 δισ. ευρώ. Ο κ. Προβόπουλος σε ανοιχτή συνέντευξη εξέφρασε την εκτίμησή του πως το πρόβλημα ορισμένων τραπεζών θα αφορά το δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας λόγω των απωλειών τους στο χρηματιστήριο. Στην ίδια συγκέντρωση, ο κ. Αλογοσκούφης δήλωσε πως θα πρέπει να επαναπροσδιορισθούν οι αμοιβές των μεγάλων στελεχών και πως δε θα πρέπει να ξεπερνούν τις αμοιβές του διοικητή της τράπεζας της Ελλάδος, μια συζήτηση που έχει ανοίξει στην Ευρώπη τα τελευταία δύο χρόνια. Οι πρώτες ανακατατάξεις στην τραπεζική αγορά γίνονται αισθητές με τη συγχώνευση της Proton Bank με την Πειραιώς.⁶²

Παρά την πτώση των επιτοκίων στη διατραπεζική αγορά από τη δράση της ΕΚΤ, οι ελληνικές τράπεζες αυξάνουν ισόποσα τα περιθώρια κέρδους στα επιτόκιά τους, με αποτέλεσμα να μη γίνεται αντιληπτή η ελάφρυνση στους πελάτες.

2.4 ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

Η φύση της τρέχουσας χρηματοοικονομικής κρίσης είναι ιδιαίτερα ασυνήθιστη εμφανίζεται σε ένα διεθνές χρηματοοικονομικό περιβάλλον χαρακτηριζόμενο από έξι έτη σημαντικής οικονομικής ανάπτυξης και μια δεκαετία αξιοσημείωτης χρηματοοικονομικής σταθερότητας. Δεν είναι ακόμα σαφές εάν οι

⁶² Στην Πειραιώς το 26,98% της Proton Bank Καθημερινή: Στην Πειραιώς το 26,98% της Proton Bank, 18/10/2008.

αναταραχές συνιστούν βαθμιαία απελευθέρωση με σκοπό την αποτελεσματική αποτίμηση των ασφαλίσεων κινδύνου που είχαν υπερβολικά συμπιεστεί, ή σημαίνουν την έλευση μιας περισσότερο αποδιοργανωτικής μακροπρόθεσμης τάσης.

Κατά το παρελθόν οι περισσότερες χρηματοπιστωτικές κρίσεις συνδέθηκαν με αδυναμία εκπλήρωσης χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, πανικό απόσυρσης καταθέσεων, και σημαντικές κεφαλαιακές απώλειες στους λογαριασμούς χρηματοοικονομικών απαιτήσεων από χορηγηθείσες πιστώσεις. Στην τρέχουσα κρίση το ποσοστό και το μέγεθος των μη εξυπηρετούμενων δανείων στο σύνολο των χορηγηθέντων από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα πιστώσεων είναι σχετικά μικρό. Δηλαδή, η τρέχουσα κρίση δεν είναι το αποτέλεσμα αφερέγγυων τραπεζικών δανείων, χαρακτηρίζοντας την αδυναμία εκπλήρωσης υποχρεώσεων περισσότερο σύμπτωμα και όχι αιτία της. Αντιθέτως, η κρίση έχει προκύψει από τον τρόπο που τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα έχουν διαχειριστεί τα επενδυτικά τους χαρτοφυλάκια συνέπεια των κινήτρων ελεύθερης αγοράς με σημαντικές συνέπειες στην σταθερότητα του διεθνούς χρηματοοικονομικού συστήματος.⁶³

Η παρούσα κρίση είναι αξιοσημείωτη εξαιτίας του ρόλου που οι τράπεζες έχουν παίξει σε αυτή. Στις χρηματιστηριακές κρίσεις, οι χαμένοι είναι συνήθως οι πολλοί μικροεπενδυτές που τοποθετούν τις οικονομίες τους σε μετοχές και βρίσκονται να κρατάνε απαξιωμένα χαρτιά μετά από κάποια κρίση, ή βρίσκονται ακόμα και χρεωμένοι επειδή χρηματοδότησαν τις χρηματιστηριακές τους αγορές μέσω δανεισμού. Στην περίπτωση της κρίσης των ακινήτων στην αμερικάνικη αγορά, αυτοί που υπέφεραν είναι οι τράπεζες και τα κερδοσκοπικά hedge funds, που αγόρασαν τα χρέη για ακίνητη περιουσία (ή τίτλους, καλυπτόμενους από τα χρέη) από τις τράπεζες έκδοσης των δανείων. Πολλοί ιδιοκτήτες σπιτιών, ανίκανοι να πληρώσουν, έχασαν τις αποταμιεύσεις τους, τις οποίες είχαν επενδύσει στην αγορά της κατοικίας τους, σαν αποτέλεσμα των κατασχέσεων. Αλλά τουλάχιστον ο εύκολος δανεισμός που προσφέρθηκε από τις τράπεζες επέτρεψε ένα υψηλό επίπεδο κατανάλωσης για κάποια χρόνια. Αυτή τη φορά, δεν πρόκειται για μικρούς αποταμιευτές που έβαζαν το μηδαμινό τους κεφάλαιο σε εξαφανιζόμενες σε μια

⁶³ Χαρίλαος Μερτζάνης, «Η τρέχουσα χρηματοπιστωτική κρίση: χαρακτηριστικά και προκλήσεις».

νύχτα μετοχές, αλλά κυρίως για τράπεζες που χρηματοδοτούσαν την αγορά υπερτιμημένων ακινήτων και τις καταναλωτικές δαπάνες των ιδιοκτητών κατοικίας.

Η έκταση των ζημιών που καθεμία από τις τράπεζες έπρεπε να απορροφήσει (όχι μόνο οι αμερικάνικες τράπεζες, αλλά επίσης, για παράδειγμα, ιδιωτικές και δημόσιες γερμανικές τράπεζες, που πήραν μέρος σε απατηλά ασφαλείς κερδοσκοπικές συναλλαγές) δεν έχει ακόμα ξεκαθαρίσει. Όχι μόνο γιατί οι τράπεζες είναι απρόθυμες να δημοσιοποιήσουν την έκταση των ζημιών τους, αλλά επίσης επειδή, όπως συμβαίνει συχνά, δεν είναι οι ίδιες σε θέση να γνωρίζουν την ακριβή πλήρη έκταση. Όταν εμπλέκονταν στην αγορά τίτλων που καλύπτονταν από δάνεια ακινήτων, οι τράπεζες εμπιστεύτηκαν τυφλά την κρίση των αποκαλούμενων "γραφείων διαβάθμισης". Αλλά η υψηλότερη ποιότητα "AAA" διαβαθμίσεων πληρωνόταν από τις ίδιες τις τράπεζες που εξέδιδαν τους τίτλους, γεγονός που δεν ήταν οπωσδήποτε βοηθητικό αναφορικά με την αντικειμενικότητα των διαβαθμίσεων. Από τη στιγμή που κανείς δεν γνωρίζει επακριβώς ποια τράπεζα είναι αγκιστρωμένη σε πόσα σάπια δάνεια ή ακόμα κι αν αντιμετωπίζει χρεοκοπία, η έλλειψη εμπιστοσύνης ανάμεσα στις τράπεζες έχει μεγαλώσει τόσο ώστε τον τελευταίο χρόνο έχει σχεδόν παραλύσει τις διατραπεζικές συναλλαγές. Στις διατραπεζικές συναλλαγές, οι τράπεζες χορηγούν η μία στην άλλη μικρής διάρκειας δάνεια, χωρίς τυπικότητες, προκειμένου να εξασφαλίσουν ότι οι δουλειές εξελίσσονται ομαλά. Αλλά, αν κάποια τράπεζα πρέπει να συνυπολογίσει ότι κάποια άλλη μπορεί να χρεοκοπήσει αύριο, ο συνηθισμένος "εν νυκτί" δανεισμός γίνεται επίσης ριψοκίνδυνος. Μεγαλύτερα προβλήματα έχουν αποφευχθεί μέχρι τώρα μόνο επειδή οι κεντρικές τράπεζες αντέδρασαν με μια γρήγορη επέκταση της δανειοδότησής τους.⁶⁴

⁶⁴ Μαικλ Χάινριχ, «Η τρέχουσα χρηματοπιστωτική κρίση και το μέλλον του παγκόσμιου καπιταλισμού».

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΤΑ ΑΙΤΙΑ ΤΗΣ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

Τα αίτια της παρούσας χρηματοπιστωτικής κρίσης αποτέλεσαν και αποτελούν ένα φλέγον αντικείμενο έρευνας μιας και αναμφίβολα είμαστε μάρτυρες της μεγαλύτερης χρηματοοικονομικής κρίσης της τελευταίας εκατονταετίας.

Συνοπτικά τα βασικότερα αίτια της κρίσης αυτής είναι⁶⁵:

- i. η αλόγιστη χρήση τιτλοποίησης στεγαστικών δανείων (Securitization)
- ii. η υπερβολική χρήση δανειακών κεφαλαίων (Financial Leverage)
- iii. η πλημμελής διαβάθμιση πιστοληπτικού κινδύνου ομολόγων μειωμένης εξασφάλισης (Bond Ratings)
- iv. το σύστημα αμοιβών στο χρηματοπιστωτικό τομέα (Bonus)
- v. και το κανονιστικό πλαίσιο
- vi. Η χαλαρή νομισματική πολιτική στις ΗΠΑ

Ας εξετάσουμε τους παράγοντες αυτούς με την σειρά. Η τιτλοποίηση είναι ένας μηχανισμός μετακίνησης στεγαστικών δανείων από τον ισολογισμό των εμπορικών και αποταμιευτικών τραπεζών στους ισολογισμούς άλλων διαμεσολαβητικών χρηματοπιστωτικών οργανισμών. Για παράδειγμα, ένα στεγαστικό δάνειο €1000 αντικαθίσταται από το διαμεσολαβητικό οργανισμό με ισοδύναμο ποσό μετρητών τα οποία χρησιμοποιούνται από την τράπεζα για νέα στεγαστικά δάνεια, που με την σειρά τους μεταφέρονται σε ένα διαμεσολαβητικό οργανισμό ο οποίος αντικαθιστά το στεγαστικό δάνειο με μετρητά κ.ο.κ. Τα δάνεια που με αυτή τη διαδικασία μεταφέρονται στον διαμεσολαβητικό οργανισμό, όπου χρηματοδοτούνται με ίδια κεφάλαια και έκδοση ιδίων ομολόγων μειωμένης εξασφάλισης, με τον τρόπο

⁶⁵ Χρήστος Καμπόλης, Νικόλαος Τραυλός, «Τα αίτια της πρόσφατης παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης».

αυτό, οι υποχρεώσεις προς ίδια κεφάλαια βρίσκονται σε επίπεδα 20 προς 1, 30 προς 1, ακόμη και 50 προς 1, σε αντίθεση με την σχέση υποχρεώσεων προς ίδια κεφάλαια της τάξης 9 προς 1 που έχουν συνήθως οι τραπεζικοί οργανισμοί. Επομένως ο μηχανισμός της τιτλοποίησης δημιουργεί 2 προβλήματα. Πρώτον, αφαιρεί από τον παραδοσιακό τραπεζίτη, το κίνητρο σωστής αξιολόγησης πιστοληπτικού κινδύνου του δανειολήπτη αφού ο κίνδυνος αυτός μεταφέρεται σε άλλους οργανισμούς. Δεύτερον, οι διαμεσολαβητικοί οργανισμοί που δέχονται τα τιτλοποιημένα δάνεια, τα χρηματοδοτούν με υψηλούς δείκτες υποχρεώσεων προς ίδια κεφάλαια εκδίδοντας εταιρικά ομόλογα (Mortgage Backed Securities)⁶⁶.

Τα εταιρικά ομόλογα αγοράζονται κύρια από θεσμικούς επενδυτές, όπως συνταξιοδοτικά και ασφαλιστικά ταμεία, αμοιβαία κεφάλαια, τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρείες και κεφάλαια υψηλού κινδύνου (hedge funds). Αγοράζονται όμως και από ιδιώτες όπως για παράδειγμα οι επενδυτές από την Λάρισα για τους οποίους διαβάσαμε από τον ημερήσιο τύπο.

Οι επενδυτικές τράπεζες που εξέδωσαν τα εταιρικά ομόλογα μειωμένης εξασφάλισης κατόρθωσαν να πείσουν τις εταιρείες Διαβάθμισης να βαθμολογήσουν πολύ ψηλά (π.χ. AAA, AA, κλπ) τα ομόλογα που είχαν ως αντίκρισμα τα τιτλοποιημένα δάνεια μειωμένης εξασφάλισης, ένας από τους λόγους αυτής της λανθασμένης βαθμολόγησης είναι ο 'ηθικός κίνδυνος', η σχέση εξάρτησης δηλαδή που υπήρχε μεταξύ τους, αφού οι εταιρείες διαβάθμισης πληρώνονται από τις επενδυτικές τράπεζες που είναι ανάδοχοι των ομολόγων. Έτσι, οι επενδυτές παραπλανήθηκαν ως προς τον κίνδυνο των ομολόγων που αγόρασαν. Επιπλέον, για την διασφάλιση τους, οι θεσμικοί επενδυτές αγόρασαν συμβόλαιο προστασίας έναντι του κινδύνου χρεοκοπίας των ομολόγων. Δυστυχώς, τα περισσότερα συμβόλαια προστασίας είχαν εκδοθεί κύρια από μια ασφαλιστική εταιρεία, την AIG, η οποία δεν ήταν δυνατό να σηκώσει το βάρος μιας εντεταμένης χρεοκοπίας των ομολόγων, οδηγούμενη και εκείνη σε πιστωτικό αδιέξοδο το Σεπτέμβρη του 2008.

Παρόμοιο πρόβλημα δημιούργησε και το σύστημα αμοιβών στελεχών του χρηματοπιστωτικού τομέα. Η δομή των (υπέρ) αμοιβών των στελεχών έδινε ιδιαίτερη

⁶⁶ Χρήστος Καμπόλης, Νικόλαος Τραυλός, «Τα αίτια της πρόσφατης παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης».

σημασία στη βραχυπρόθεσμη κερδοφορία σε βάρος της μακροπρόθεσμης εταιρικής κερδοφορίας. Επομένως, τα στελέχη ελάμβαναν υπόψη τους μόνο τους βραχυπρόθεσμους κινδύνους αδιαφορώντας για τις μακροχρόνιες επιπτώσεις τους στην εταιρεία. Αυτό ουσιαστικά έθεσε κίνητρα για αλόγιστη χορήγηση στεγαστικών δανείων, ανεξάρτητα από τον πιστοληπτικό κίνδυνο των δανειοληπτών, καλύπτοντας μάλιστα 100% της αξίας του ακινήτου.⁶⁷ Αξίζει να σημειωθεί πως το σύνολο των Bonus που δόθηκαν στα στελέχη της Wall Street ανέρχονται στο ποσό των 23,9 δισεκατομμυρίων δολαρίων για το έτος 2006. Ανάλογες υψηλές αμοιβές πραγματοποιήθηκαν και στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης.⁶⁸

Οι παραπάνω αιτίες βρήκαν γόνιμο έδαφος και στο 'απελευθερωμένο' κανονιστικό πλαίσιο. Το 1999, με την κατάργηση του νόμου Glass Steagall, υιοθετήθηκε το δόγμα της αυτορύθμισης των επενδυτικών τραπεζών επιπρόσθετα, υιοθετήθηκε και η μετακίνηση σχετικών δραστηριοτήτων εκτός ισολογισμού, μειώνοντας την ικανότητα της αγοράς να αποτιμήσει τα μέγεθος του κινδύνου. Τέλος, η διάσωση του Long Term Capital Management δημιούργησε προσδοκίες πως η κεντρική τράπεζα δεν θα άφηνε πιστωτικά ιδρύματα να καταρρεύσουν⁶⁹.

Η δυσανάλογη ανάπτυξη της παγκόσμιας οικονομίας μετά το 1995 προήλθε από την τάση απελευθέρωσης των αγορών με την περίφημη πολιτική της απορυθμίσεως (deregulation), η οποία παρείχε «χαλαρότερο» πλαίσιο λειτουργίας της αγοράς. Επιπροσθέτως η μη ολοκληρωμένη εφαρμογή της Βασιλείας II οδήγησε τα τραπεζικά ιδρύματα σε μη ορθό υπολογισμό των πιστωτικών κινδύνων που αντιμετώπιζαν. Σημαντικό ρόλο στη δημιουργία πλασματικών στοιχείων στις οικονομικές καταστάσεις πολλών εταιρειών έπαιξε και η μη ικανοποιητική εφαρμογή των διεθνών λογιστικών προτύπων. Πολλά τραπεζικά ιδρύματα είχαν δημιουργήσει

⁶⁷ Χρήστος Καμπόλης, Νικόλαος Τραυλός, «Τα αίτια της πρόσφατης παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης».

⁶⁸ Ηλεκτρονική πηγή : <http://www.insight.gr/economy.php?artid=15>, «Η κρίση στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα και οι επιπτώσεις στην Ελληνική οικονομία».

⁶⁹ Χρήστος Καμπόλης, Νικόλαος Τραυλός, «Τα αίτια της πρόσφατης παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης».

μονάδες εκτός ισολογισμού (SPE) για την απόκρυψη των τοξικών προϊόντων ώστε να ξεπερνούν τους περιορισμούς κεφαλαιακής επάρκειας των εποπτικών αρχών⁷⁰.

Έντονη κριτική έχει ασκηθεί και στην νομισματική πολιτική που ακολούθησαν οι κεντρικές τράπεζες. Η Fed θεωρείται από πολλούς ειδικούς υπαίτια για την κρίση στην αγορά κατοικίας, καθώς διατήρησε τα επιτόκια σε ιδιαίτερα χαμηλά επίπεδα για μεγάλο χρονικό διάστημα, δημιουργώντας στους δανειστές την ψευδαίσθηση της εύκολης μακροχρόνιας αποπληρωμής των δανείων. Το επιχείρημα που αντιπαραβάλλει η αμερικάνικη κεντρική τράπεζα στην κριτική αυτή ήταν ο φόβος του ενδεχόμενου αποπληθωρισμού την περίοδο εκείνη. Ο A.Haag Slerman σε σχετικό άρθρο του αναφέρει πως ο Άλαν Γκρινσπαν, πρόεδρος της FED, ακολούθησε επιθετική νομισματική πολιτική ως απάντηση στην ύφεση που έπληξε τις ΗΠΑ το 2000 αλλά και τα τρομοκρατικά κτυπήματα της 11^{ης} Σεπτεμβρίου, οδηγώντας το βασικό επιτόκιο στο 1% και το πραγματικό επιτόκιο κοντά ή και ακόμη χαμηλότερα από το 0%. Καθώς το εύκολο χρήμα έρεε ο αμερικάνος καταναλωτής φρόντισε να υπερανειστεί και να ξοδεύει αλόγιστα με αποτέλεσμα οι τιμές των ακινήτων να εκτιναχθούν στα ύψη. Δηλαδή σε μια περίοδο που τόσο η κυβέρνηση όσο και οι καταναλωτές θα έπρεπε να αποταμιεύουν, καθώς η περίφημη γενιά των baby boomers πλησίαζε σε συνταξιοδότηση, και οι δύο προτίμησαν να δαπανούν «ξένα χρήματα».

Από την άλλη μεριά, η ΕΚΤ θεωρείται υπεύθυνη για την επέκταση της χρηματοοικονομικής κρίσης στην Ευρώπη, την οποία φάνηκε να αγνοεί διατηρώντας τα επιτόκια σε υψηλά επίπεδα. Η Fed, από το φθινόπωρο του 2007, μείωσε τα επιτόκια με στόχο την αύξηση της ρευστότητας στην αγορά με τη βεβαιότητα όμως ότι δε θα δημιουργηθούν πληθωριστικές τάσεις καθώς αντισταθμίζονται από τη μείωση του τραπεζικού χρήματος. Αντίθετα, η ευρωπαϊκή κεντρική τράπεζα θέτοντας ως πρωταρχικό της στόχο την αντιμετώπιση των πληθωριστικών τάσεων αύξησε τα επιτόκια της υπερεκτιμώντας τις ικανότητες της ισχυρής της οικονομίας. Άμεση συνέπεια ήταν η σταδιακή υποτίμηση του δολαρίου σε σχέση με το ευρώ και η εκτίναξη των τιμών του πετρελαίου και των τροφίμων. Συνεπώς, η εξέλιξη αυτή σε συνδυασμό με την πιστωτική στενότητα συνέβαλλε στην ανατροπή της αναπτυξιακής δυναμικής των οικονομιών της ευρωζώνης. Η μη κοινή οικονομική πολιτική που

⁷⁰ Ηλεκτρονική πηγή : <http://www.insight.gr/economy.php?artid=15>, «Η κρίση στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα και οι επιπτώσεις στην Ελληνική οικονομία».

εφήρμοσαν οι δύο κεντρικές τράπεζες όχι μόνο δε βοήθησαν να αντιμετωπιστεί η κρίση, αλλά χειροτέρεψαν την παγκόσμια οικονομία.⁷¹

Τέσσερις συνδυαστικοί παράγοντες φέρνουν τον κόσμο αντιμέτωπο με μια σοβαρή οικονομική κρίση που κανείς δεν ξέρει πως θα εξελιχθεί ακόμη.⁷²

1. Τα επιτόκια οδηγούνται υπό το μηδέν, οι κυβερνήσεις ρίχνουν κρατικό χρήμα για να σώσουν τις τράπεζες, αλλά το αποτέλεσμα συνεχίζει να είναι «μηδέν εις το πηλίκο». Πολλοί συγκρίνουν την κατάσταση με τη μακρόχρονη ύφεση της Ιαπωνίας στις αρχές του '90 που κράτησε σχεδόν 16 χρόνια. Κι άλλοι με τη Μεγάλη Ύφεση της δεκαετίας του 1930 που τελείωσε με τον πόλεμο για να επιστρέψει τις τιμές των μετοχών στα προηγούμενα επίπεδα 20 χρόνια μετά, τη δεκαετία του 1950.

2. Τα hedge funds ξεπουλάνε μαζικά. Οι αναδυόμενες πλήττονται από μαζικές εκροές που τσακίζουν τα νομίσματά τους, απειλώντας με νομισματική κρίση α λα 1997-98 πολλές χώρες. Έτσι και στο ΧΑ τα hedge funds είτε κλείνουν ανοικτές θέσεις και θέλουν ρευστότητα για να αποζημιώσουν πελάτες τους είτε επιζητούν τη ρευστότητα για να στηρίζουν τις ίδιες τις εταιρείες τους. Το πλέον ανησυχητικό για την πτώση είναι ότι ξεκινούν ρευστοποιήσεις και από pension funds (συνταξιοδοτικά ταμεία) του εξωτερικού.

3. Οι τράπεζες που έμπλεξαν με τα «τοξικά» πιστωτικά προϊόντα συνεχίζουν να διαγράφουν χρέη που φτάνουν ήδη στα 660 δισ. δολ. και κανείς δεν ξέρει πόσα είναι ακόμα με το ΔΝΤ να λέει για 1,4 τρισ. δολ. Χωρίς να αφήνουν στο απυρόβλητο και τις υπόλοιπες τράπεζες που δεν ασχολήθηκαν με τα «τοξικά» προϊόντα. Αφού οι τοξίνες χτυπούν πλέον όλο τον οργανισμό, καθώς κι αυτές οι τράπεζες (που μπορεί να μην είχαν «χωθεί» στα πάσης φύσεων «δομημένα σοφιστικά προϊόντα») συμμετείχαν με το παραπάνω στο χορό της πιστωτικής άνθισης, οδηγώντας το δανεισμό στα ύψη για να κινείται η κατανάλωση και να απορροφάται η υπερβάλλουσα παραγωγή σειράς πολυεθνικών (και μη) εταιρειών σε Δύση και Ανατολή. ώρα που τα πράγματα

⁷¹ Ηλεκτρονική πηγή : <http://www.insight.gr/economy.php?artid=15>, «Η κρίση στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα και οι επιπτώσεις στην Ελληνική οικονομία».

⁷² Κώστας Σαρρής, Ημερησία Online , «Τι προκαλεί το ισχυρό τσουνάμι» 24/10/2008.

αλλάζουν, αλλάζουν και οι προηγούμενες σταθερές για όλους: Αυτό σημαίνει άλλωστε παγκοσμιοποίηση.

4. Τώρα οι εταιρείες τρομάζουν μπροστά στην ύφεση στις κερδοφορίες, υποβαθμίζοντας μαζικά τους στόχους τους. Ανακαλύπτουν ότι το πιστωτικό τσουνάμι θα οδηγήσει σε κραχ την κατανάλωση (αφού η αγοραστική δύναμη από μόνη της δεν αρκεί) και κατ' επέκταση σε ύφεση τις κερδοφορίες των εταιρειών, οι οποίες μοιραία οδηγούνται σε μείωση των μελλοντικών στόχων και σχεδίων, κόψιμο της παραγωγής και των επενδύσεων, περιορισμό λειτουργικού κόστους και κυρίως της απασχόλησης.

Η μακρόχρονη κρίση στις κερδοφορίες είναι η πραγματική αιτία της χρηματοπιστωτικής ασφυξίας. Αυτό δεν σημαίνει ότι οι εταιρείες δεν εμφανίζουν κέρδη σε απόλυτα νούμερα, αλλά ως σύνολο παρατηρείται πτώση στο «ποσοστό απόδοσης ως προς τα επενδύμενα κεφάλαια» (Return on Investment).

Υπάρχουν μελέτες που δείχνουν ότι αυτά τα ποσοστά των κερδών το '80, το '90, το 2000, ποτέ δεν έφτασαν τα επίπεδα της "χρυσής εποχής" του καπιταλισμού της δεκαετίας του 1950 και του 1960. Ο οικονομολόγος Ρόμπερτ Μπέρνερ σε μελέτη παρατηρεί πως αυτά τα ποσοστά κέρδους το 2000-6 ήταν σχεδόν κατά 1/3 χαμηλότερα σε σχέση με το '50 και το '60 και κατά 18% χαμηλότερα σε σχέση με τις αρχές του '70.

"Μαγειρέματα"

Ακόμα και στις κορυφές του 1997 το επίπεδο ανάπτυξης των ποσοστών κέρδους ήταν ελάχιστα υψηλότερο από τα επίπεδα λίγο πριν το ξεκίνημα της πρώτης μεταπολεμικής ύφεσης το 1973-74. Αρκετά μάλιστα από τα κέρδη είχαν αποκαλυφθεί ότι "μαγειρεύονταν" για να δικαιολογηθούν οι υψηλές αποτιμήσεις των μετοχών και να στηριχθεί η άνοδος μαζί με την αύξηση της αξίας των "stock options" για τους top managers.

Έρευνα του Ντέιβιντ Μπιάνκο της UBS το 2001 είχε αποκαλύψει ότι στο προηγούμενο "μπουμ" στα τέλη του 1990 τα κέρδη των εταιρειών του S&P 500 που ανακοινώνονταν ήταν 50% υψηλότερα από τα πραγματικά κέρδη. Υπάρχουν σημάδια ότι αυτό γινόταν και τα τελευταία χρόνια 2003-2006. Ο οικονομολόγος Άντριου

Σμίθερς εξετάζοντας τους λογαριασμούς «ταμιακών ροών» μιλάει για «στατιστικές ασυνέχειες» και για «φούσκες στις αξίες των ακινήτων που κατέχουν οι εταιρείες».

Τάση προς την ύφεση

Στη θεωρία η οικονομία μπορεί να λειτουργήσει φυσιολογικά εάν οτιδήποτε παράγεται μπορεί να πουληθεί. Αλλά όταν οι επιχειρήσεις μειώνουν τις πραγματικές επενδύσεις και οι καταναλωτές δεν μπορούν να απορροφήσουν ό,τι παράγεται καθώς περιορίζονται τα εισοδήματα, τότε η κρίση είναι γεγονός. Δημιουργείται, δηλαδή, ένα δομικό χάσμα: Η υπερβάλλουσα ποσότητα δεν μπορεί να καλυφθεί όσο αυξάνεται το ποσοστό του συνολικού παραγόμενου εισοδήματος που κατευθύνεται στο κεφάλαιο σε σχέση με την εργασία. Αυτό το δομικό κενό γεφυρώνεται, για κάποιο διάστημα, από τη χρηματιστηριακή κερδοσκοπία (τελευταία με τη φούσκα των πιστώσεων που έδωσε δάνεια για να κινηθεί η κατανάλωση), η οποία απορροφά μέρος της υπερβάλλουσας ρευστότητας (ιδιαίτερα των επιχειρήσεων που προτιμούν να «παίξουν» το ρευστό τους σε τίτλους για γρήγορα κέρδη). Αλλά όταν η κερδοσκοπία ξεφουσκώνει, αποκαλύπτει απλώς ότι έκρυβε κάτω από το χαλί την τάση προς την ύφεση. Το ίδιο είχε γίνει στη μεγάλη κρίση του 1930 και στο ιαπωνικό τσουνάμι του '90. Το ίδιο συνέβη μετά το κραχ των dotcom το 2000. Το ίδιο γίνεται τώρα, στη σκιά του τέλους της φούσκας στα ακίνητα και στις πιστώσεις.

Ο Δρ. Σπύρος Παρασκευόπουλος, σε εισήγηση του στο 21^ο Συνέδριο της Ομοσπονδίας Ελληνικών Κοινοτήτων στην Φρανκφούρτη με θέμα την Παγκόσμια Χρηματοοικονομική κρίση και τις συνέπειες της ανέλυσε τα αίτια της σημερινής κρίσης με βάση την αναθεωρημένη θεωρία της ελεύθερης αγοράς του άγγλου οικονομολόγου Keynes. Σύμφωνα με την θεωρία αυτή οι κοινωνίες και οι κυβερνήσεις δεν θα πρέπει να αφήνουν την λειτουργία του τραπεζικού συστήματος στο έλεος των μηχανισμών της αγοράς, δηλαδή στους διάφορους χρηματοπιστωτικούς και χρηματοοικονομικούς οργανισμούς. Αυτό αποτελεί και το σημαντικό συμπέρασμα που έβγαλε ο Keynes από την παγκόσμια οικονομική κρίση του προηγούμενου αιώνα. Για τον λόγο αυτό, για την ασφάλεια και και την εξασφάλιση της εμπιστοσύνης στο τραπεζικό σύστημα, προτάθηκαν και ελήφθησαν διαχρονικά τα ακόλουθα μεταρρυθμιστικά μέτρα:

- Πρώτον, οι Τράπεζες πρέπει να έχουν ένα σημαντικό ποσοστό ίδιου κεφαλαίου σε σχέση με τις καταθέσεις που έχουν.
- Δεύτερον, ένα ποσοστό το καταθέσεων δεν πρέπει να δανειοδοτείται, αλλά οφείλει να υπάρχει συνεχώς στα ταμεία των Τραπεζών, ώστε να διεκπεραιώνονται ικανοποιητικά οι αναλήψεις των καταθετών.
- Τρίτον, ιδρύθηκε ένα ασφαλιστικό ταμείο, που χρηματοδοτείται από τις Τράπεζες, ώστε να είναι εγγυημένο ανά πάσα στιγμή ένα σχετικά μεγάλο ποσοστό των καταθέσεων.
- Τέταρτο, δημιουργήθηκε μία κρατική υπηρεσία ελέγχου των εμπορικών Τραπεζών, που σε συνεργασία με την Κεντρική Τράπεζα, φροντίζουν για τον έλεγχο και την ικανοποιητική λειτουργία του Τραπεζιτικού Συστήματος.
- Και πέμπτον, το κράτος αναλαμβάνει την πολιτική ευθύνη, να εγγυάται την ομαλή λειτουργία του χρηματοοικονομικού συστήματος και σε περίπτωση ανάγκης μάλιστα να εγγυάται ακόμη και τις καταθέσεις, αναβαθμίζοντας και σταθεροποιώντας έτσι την εμπιστοσύνη των πολιτών στις Τράπεζες.

Το κράτος λοιπόν, κατά τη θεωρία αυτή, πρέπει να είναι από δημοσιοοικονομικής πλευράς σε θέση, να ασκεί συνεχώς μία αντικυκλική οικονομική πολιτική και να έχει έτσι μία ανάλογη επιρροή στην εκάστοτε οικονομική συγκυρία. Ο σκοπός του είδους αυτού της δημοσιοοικονομικής πολιτικής είναι να επηρεάζεται η συνολική ζήτηση του χρήματος, η ζήτηση των αγαθών και η ζήτηση του εργατικού δυναμικού έτσι, ώστε να επιτυγχάνεται συνεχώς πλήρης απασχόληση όλων των παραγωγικών συντελεστών της Οικονομίας και ιδιαίτερα του εργατικού δυναμικού. Αυτές οι πολιτικές εφαρμόστηκαν στο λεγόμενο δυτικό καπιταλιστικό κόσμο με ικανοποιητική επιτυχία, σχεδόν μέχρι τα τέλη της δεκαετηρίδας του 1970. Στη Γερμανία μάλιστα, δημιουργήθηκε μετά το πόλεμο μία ιδιαίτερα πρωτότυπη και πολύ πετυχημένη παραλλαγή του συστήματος της αγοράς, που δημιούργησε το λεγόμενο γερμανικό οικονομικό θαύμα, και ονομάστηκε «Soziale Marktwirtschaft» δηλαδή ελεύθερη αγορά με κοινωνικό πρόσωπο.

Στα τέλη της δεκαετηρίδας του 1970 άρχισαν δυστυχώς να κάνουν την εμφάνισή τους όχι μόνον στην Ευρώπη, αλλά παγκοσμίως, ιδιαίτερα στις οικονομικά αναπτυγμένες χώρες, χαμηλά ποσοστά αύξησης του εθνικού προϊόντος, η συνύπαρξη της ανεργίας με πληθωριστικές τάσεις, καθώς και αυξανόμενες δυσκολίες στη

χρηματοδότηση των μέχρι τότε ικανοποιητικώς λειτουργούντων ασφαλιστικών κοινωνικών συστημάτων. Οι φιλελεύθεροι οικονομολόγοι-φανατικά αντίθετοι της Κεϋνσιανικής θεωρίας και του γερμανικού μοντέλου-βρήκαν την ευκαιρία να αντεπιτεθούν.

Οι αιτίες για την επιβράδυνση στην οικονομική ανάπτυξη, για την αύξηση της ανεργίας και του πληθωρισμού, για τη συνεχόμενη αύξηση του κρατικού χρέους και για τις αυξανόμενες δυσκολίες στη χρηματοδότηση των κοινωνικών συστημάτων, δημιουργήθηκαν και ξαπλώθηκαν συστηματικά, κατά τη γνώμη των νεοφιλελεύθερων οικονομολόγων, από την υπέρβαση των παρεμβατισμών και των διαστάσεων του λεγόμενου κοινωνικού κράτους. Το κοινωνικό κράτος λοιπόν, σαν δημιούργημα της εφαρμογής της Κεϋνσιανής θεωρίας, είχε σαν αποτέλεσμα, κατά την θεωρία των νεοφιλελεύθερων οικονομολόγων:

- Πρώτον, υπέρογκες και υπερβαίνουσες τις μακροοικονομικές δυνατότητες της οικονομίας κοινωνικές παροχές.
- Δεύτερον, υπέρμετρη και οικονομικώς μη αποδοτική φορολογία.
- Τρίτον, συνεχής άμεσους και άσκοπους παρεμβατισμούς στην οικονομική διαδικασία και
- Τέταρτον, η εφαρμοσθείσα οικονομική πολιτική ενθάρρυνε τα συνδικάτα να απαιτούν παράλογες και αντιπαραγωγικές αυξήσεις των μισθών, κάτι που κατά την γνώμη τους συνέβαλε στη άνοδο της ανεργίας.

Όλα αυτά έγιναν αιτία ώστε να καταστραφούν σε μεγάλο βαθμό τα κίνητρα για δυναμικές και παραγωγικές οικονομικές δραστηριότητες. Η απελευθέρωση των αγορών πραγματοποιήθηκε με γρήγορους ρυθμούς σε μεγάλο βαθμό τα τελευταία χρόνια, και οδήγησε πράγματι και πάλι σε μία ικανοποιητική αύξηση των κατά κεφαλή ακαθάριστων εθνικών προϊόντων, αύξησε υπέρμετρα τα κέρδη των επιχειρήσεων, μείωσε τον ρυθμό αύξηση της ανεργίας και τον πληθωρισμό, περιόρισε κάπως την αύξηση του δημόσιου χρέους και προ παντός απελευθέρωσε τις χρηματαγορές από την αυστηρή επιτήρηση του κράτους. Τα θετικά αυτά μακροοικονομικά αποτελέσματα, είχαν όμως και δυσμενείς

κοινωνικές επιπτώσεις, διότι δημιούργησαν συγχρόνως και μία ανακατανομή των εισοδημάτων σε βάρος των χαμηλόμισθων στρωμάτων της Κοινωνίας. Με άλλα λόγια, παρόλη την ικανοποιητική αύξηση των ακαθάριστων κατά κεφαλή εισοδημάτων, οι πλούσιοι έγιναν απόλυτα και σχετικά πλουσιότεροι και οι φτωχοί απόλυτα και σχετικά φτωχότεροι.

Όλες αυτές οι εξελίξεις άρχισαν να προβληματίζουν τις Κοινωνίες και μάλιστα να κλονίζουν αισθητά την πολιτική και κοινωνική σταθερότητα τους. Μέσα σε αυτούς τους προβληματισμούς και μέσα σε αυτή την κοινωνικά αρνητική οικονομικοκοινωνική συγκυρία, που άνοιξε τη ψαλίδα μεταξύ πλουσίων και φτωχών εις βάρος των φτωχών, ξέσπασε και η χρηματοοικονομική και στη συνέχεια η κρίση στη πραγματική Οικονομία, που στη τελική της εξέλιξη θα χτυπήσει ακόμη περισσότερο τα φτωχότερα οικονομικά στρώματα. Η χρηματοοικονομική κρίση είναι πρωτίστως προϊόν της απελευθέρωσης των χρηματαγορών από κρατικούς παρεμβατισμούς και στη συνέχεια η αδυναμία των κυβερνήσεων να ελέγξουν τις εξελίξεις της απελευθέρωσης.⁷³

Το κακό ξεκίνησε από τις ΗΠΑ και από τη μεγάλη Βρετανία. Η φιλελευθεροποίηση των χρηματαγορών, ξεκίνησε με το θεωρητικό επιχείρημα, ότι όλα τα μέτρα προστασίας και ελέγχων του τραπεζιτικού συστήματος, είχε σαν αποτέλεσμα να έχει για μεν τους καταθέτες χαμηλά, για δε τους δανειολήπτες υψηλά επιτόκια. Αυτό αποσταθεροποίησε κατά τη γνώμη τους την αγορά του χρήματος, μείωσε τις επενδύσεις, την απασχόληση και γενικά την ικανοποιητική αύξηση της διεθνούς παραγωγής και του διεθνούς εμπορίου. Για αυτό γεννήθηκε η ιδέα και δόθηκε η ελευθερία να δημιουργηθούν οι λεγόμενες επενδυτικές Τράπεζες. Αυτές έχουν μεν το συνθετικό όνομα τράπεζα, αλλά στη κυριολεξία δεν είναι οι παραδοσιακές Τράπεζες, που υπόκεινται στα μέτρα προστασίας και ελέγχου του κράτους. Έχουν βέβαια όλα τα δικαιώματα των τραπεζών, χωρίς όμως να έχουν και τις ανάλογες από το νόμο απαιτούμενες υποχρεώσεις. Έτσι είναι σε θέση, αφού δεν επιβαρύνονται με τα έξοδα του παρεμβατισμού και της προστασίας των καταθέσεων, να δανειοδοτούν φτηνότερα και να δίνουν στους καταθέτες τους ψηλότερα επιτόκια. Και αφού μάλιστα οι μάνατζερ τους έχουν μονομερώς τις ευθύνες των επιπτώσεων

⁷³ Σπύρος Παρασκευόπουλος, «Η παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση και οι συνέπειες της», Εισήγηση, 30/05/2009.

των συναλλαγών τους, δηλαδή σε περίπτωση κερδών έχουν συμμετοχή χωρίς όμως να συμμετέχουν στις απώλειες, παρασύρονται να παίρνουν αποφάσεις μεγάλης διακινδύνευσης. Αυτές μπορούν μεν να φέρουν μεγάλα κέρδη, ένα μέρος των οποίων απολαμβάνουν οι ίδιοι, αλλά και μεγάλες απώλειες που θα τις υποστούν οι πελάτες τους και όχι μόνο. Και αυτό τελικά έγινε.

Οι τελείως ελεύθερες αυτές δραστηριότητες των λεγόμενων τραπεζών επενδύσεων, ιδιαίτερα στις ΗΠΑ και στη μεγάλη Βρετανία, ανέβασε και την ένταση του ανταγωνισμού μεταξύ των κρατών σε ότι αφορά τις απορρυθμίσεις που αφορούν το τραπεζικό σύστημα.

Για να ελκύσουν ιδιαίτερα τις επενδυτικές τράπεζες, άρχισαν τα κράτη να περιορίζουν συνεχώς τις ρυθμίσεις προστασίας των καταθετών και να μειώνουν φαινομενικά τα έξοδα διαχείρισης του χρήματος. Αυτό οδήγησε, ώστε και οι κανονικές παραδοσιακές τράπεζες, ίδρυσαν θυγατρικά υποκαταστήματα σε εκείνες τις χώρες, που είχαν τα λιγότερα έξοδα ρυθμίσεων και προστατευτισμού. Έτσι μπορούσαν να αποφεύγουν τις ρυθμίσεις και τους προστατευτικούς για τους καταθέτες περιορισμούς των χωρών τους και προφανώς το κόστος του χρήματος.

Μία σημαντική προσπάθεια του προέδρου Μπους για να κερδίσει τις δεύτερες εκλογές, ήταν η υπόσχεσή του, ότι κάθε αμερικανός πρέπει να αποκτήσει δική του κατοικία. Αφού κέρδισε τις εκλογές και σε συνεργασία με την ομοσπονδιακή κεντρική τράπεζα, που μείωσε τα πραγματικά επιτόκια δανείων στις εμπορικές Τράπεζες σχεδόν στο μηδέν, δόθηκαν άφθονα δάνεια σε όλους, που ήθελαν να αποκτήσουν κατοικία με τη μοναδική ασφάλεια του δανείου, την αγοραστική αξία του ακινήτου. Η τεράστια ζήτηση ακινήτων και συνεπώς χρήματος, είχε σαν συνέπεια να ανεβαίνουν τα επιτόκια αλλά συγχρόνως και οι τιμές των ακινήτων. Και τα δύο συνέβαλαν ώστε να ελκύονται συνεχώς καταθέτες από όλο τον κόσμο, αλλά και συγχρόνως δανειολήπτες και αγοραστές ακινήτων. Αυτή η ανεξέλεγκτη πλέον εξέλιξη, συνεχίστηκε μέχρι που άρχισαν οι πρώτοι να μη μπορούν να ανταποκριθούν στη πληρωμή των τοκοχρεολυσίων και αυτό οδήγησε ώστε να σπάσει η συνεχώς διογκούμενη οικοδομική φούσκα. Η κατάρρευση ήταν ραγδαία, διότι συνοδεύτηκε και από τον πανικό των καταθετών, ώστε άρχισαν να κινδυνεύουν ακόμη και αυτές οι

τράπεζες, που δεν συμμετείχαν σε αυτό το κερδοσκοπικό παιχνίδι. Και έτσι αφού σταμάτησε απότομα η διακίνηση του χρήματος, δεν άργησαν να φανούν οι επιπτώσεις και στον πραγματικό τομέα της Οικονομίας. Έτσι περάσαμε από τη χρηματοοικονομική στη γενική και πραγματική οικονομική κρίση.

Η ασιατική κρίση το 1998 και η κατάρρευση των χρηματιστηριακών δεικτών το 2001 δημιούργησαν τις κατάλληλες συνθήκες για την υιοθέτηση πολιτικών που θα στόχευαν στην έγκαιρη αντιμετώπιση των εντεινόμενων φαινομένων ακραίας κερδοσκοπίας στις παγκόσμιες χρηματαγορές που ήταν ήδη ιδιαίτερος εμφανή.⁷⁴

Και οι δύο αυτές ευκαιρίες πέρασαν ανεκμετάλλευτες. Το 2001 η μεγάλη πτώση των χρηματιστηρίων ήταν το αποτέλεσμα της διάλυσης της παγκόσμιας χρηματιστηριακής «φούσκας» λόγω της χρεοκοπίας των εταιρειών νέας τεχνολογίας και της αποκάλυψης σοβαρότατων εγκλημάτων απάτης και συγκάλυψης οικονομικών στοιχείων σε επιχειρηματικούς κολοσσούς όπως η Enron. Εκείνη ακριβώς την εποχή οι κυβερνήσεις και οι κεντρικές τράπεζες των μεγάλων δυτικών χωρών μπορούσαν με μια μικρή αύξηση των επιτοκίων να αποθερμάνουν την αγορά στέγης, επιφέροντας, βεβαίως, μικρή ελάττωση του ρυθμού ανάπτυξης.

Αντιθέτως, η δογματική προσκόλλησή τους σε ένα στρεβλό υπόδειγμα ανάπτυξης, που βασιζόταν στις φθηνές τραπεζικές πιστώσεις, την τεχνητά διογκωμένη ρευστότητα και την άλογη υπερχρέωση οδήγησε τις κεντρικές τράπεζες, με επικεφαλής τον Άλαν Γκρίνσπαν, σε δραστική μείωση των επιτοκίων. Όμως, με το να μην αντιμετωπίζονται κάθε φορά στη ρίζα τους τα αίτια των κρίσεων αυτών, ρίχνονταν οι σπόροι της επόμενης και μεγαλύτερης κρίσης.

Εκτός των κεντρικών τραπεζών, οι μεγάλες κυβερνήσεις των δυτικών χωρών και οι εποπτικές τους αρχές είναι επίσης υπεύθυνες για την απίστευτη ανοχή που έδειξαν στην ολοένα αυξανόμενη απληστία και τον αμοραλισμό των μεγάλων επενδυτικών τραπεζών τις οποίες αναπόφευκτα ακολούθησαν οι εμπορικές τράπεζες. Η αποτυχία τους να ασκήσουν τα καθήκοντά τους επ' ωφελεία του δημόσιου συμφέροντος είναι ένας από τους κύριους γενεσιουργούς παράγοντες της σημερινής κρίσης. Η αποτυχία όμως των μηχανισμών δημόσιου ελέγχου δεν οφείλεται σε άγνοια. Είναι άρρηκτα συνδεδεμένη με την τεράστια οικονομική δύναμη της διεθνούς

⁷⁴ Αμιλίου Αυγουλέας, «Ευθύνες αμετανόητων κυβερνήσεων».

χρηματοπιστωτικής βιομηχανίας και τη δυνατότητά της να επιβάλλει τη θέλησή της στις κυβερνήσεις μέσω των μηχανισμών πίεσης (lobbying) που αυτή ελέγχει.

Έτσι, κατ' αρχήν ωφέλιμες χρηματοδοτικές τεχνικές, όπως η μετατροπή παραδοσιακών χρηματοδοτικών εργαλείων, σαν τα τραπεζικά δάνεια, σε επενδυτικά προϊόντα και οι χορηγήσεις στεγαστικών δανείων στους εισοδηματικά ασθενέστερους, αντί να χρησιμοποιηθούν με φειδώ και με αναπτυξιακή στόχευση χρησιμοποιήθηκαν με σκοπό τη δημιουργία υπερκερδών μέσω της αλυσίδας προμηθειών που δημιουργούσαν και μέσω της τεχνητής αύξησης του όγκου των τραπεζικών πιστώσεων.

Ιδιαίτερος «τοξικά» αποδείχθηκαν δύο είδη χρηματοοικονομικών προϊόντων: οι αξίες τιτλοποιημένων (ανομοιογενών) δανείων - Collateralized Debt Obligations (CDOs) και τα συμβόλαια ανταλλαγής πιστωτικού κινδύνου Credit Default Swaps (CDSs). Τα πρώτα περιείχαν τόση αλχημεία στη δομή τους ώστε η τιμολόγησή τους να είναι στην ουσία αδύνατη. Η δε διενέργεια πιστοληπτικής αξιολόγησης (credit ratings) των προϊόντων αυτών από τις εταιρείες πιστοληπτικής αξιολόγησης (Credit Rating Agencies) ήταν κυριολεκτικά άνευ σημασίας. Απλώς, έδινε την επίπλαστη εντύπωση οικονομικής αξιολόγησης των προϊόντων αυτών στους θεσμικούς επενδυτές και τις τράπεζες που τα αγόραζαν μαζικά ενεργώντας σαν αγέλη (herding).

Τα Credit Default Swaps εξασφαλίζουν τον αγοραστή του παράγωγου αυτού συμβολαίου έναντι οιαδήποτε γεγονότος που μπορεί να επιδράσει αρνητικά στην πιθανότητα αποπληρωμής του χρέους που αναφέρεται στο συμβόλαιο. Ο παγκόσμιος κύκλος εργασιών στα συμβόλαια αυτά άγγιξε τις πολλές δεκάδες τρισ. δολάρια δίνοντας τη δυνατότητα αύξησης των υπερκερδών των τραπεζών που τα πουλούσαν. Όμως στην ουσία τα συμβόλαια αυτά δεν κάνουν τίποτε άλλο από το να διασπείρουν τον κίνδυνο. Γι' αυτό οι τράπεζες, με τη σειρά τους, αντασφάλιζαν τους κινδύνους των συμβολαίων αυτών σε μεγάλες ασφαλιστικές εταιρείες. Έτσι, όταν ο κίνδυνος επήλθε λόγω της αδυναμίας αποπληρωμής των στεγαστικών δανείων στις ΗΠΑ, όλες οι μεγάλες τράπεζες και οι ασφαλιστικές εταιρείες βρέθηκαν εκτεθειμένες.

Αντί λοιπόν της έγκαιρης παρέμβασης των κυβερνήσεων της Δύσης, των κεντρικών τραπεζών τους και των εποπτικών αρχών τους σε μια αγορά που η άκρατη απληστία και η πολυπλοκότητα των προϊόντων που είχε σχεδιάσει δημιουργούσαν τις

προϋποθέσεις ολικής καταστροφής, παρατηρούμε σήμερα την εφεύρεση από μέρος τους μιας νέας και εντελώς ιδιάζουσας μορφής σοσιαλισμού, του «Σοσιαλισμού των Πλουσίων». Οι κυβερνήσεις αναλαμβάνουν τα χρέη των μεγάλων ιδιωτικών τραπεζών και ασφαλιστικών εταιρειών, κρατικοποιώντας τις ζημιές (έχοντας προηγουμένως ιδιωτικοποιήσει τα κέρδη), αντί να ενισχύουν τη δυνατότητα των μικρών δανειστών να πληρώσουν τα στεγαστικά τους δάνεια σώζοντας τα σπίτια τους. Έτσι δείχνουν μία ακόμη φορά ότι παραμένουν (αμετ)ανόητες.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΤΑ ΕΠΑΚΟΛΟΥΘΑ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

4.1 ΤΑ ΓΕΓΟΝΟΤΑ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΚΡΙΣΗ

Παρ' όλες τις δηλώσεις του προέδρου της ομοσπονδιακής τράπεζας των ΗΠΑ πως Ben Bernake «Δεν περιμένουμε σημαντικές αναταράξεις στην οικονομία και στο χρηματοπιστωτικό σύστημα από τις εξελίξεις που σημειώνονται στην αγορά ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης» από τον Ιούλιο του 2007 οι εξελίξεις στην παγκόσμια οικονομία έρχονται να διαψεύσουν την δήλωση αυτή.

Τον Αύγουστο του 2007 η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) προσπαθώντας να αντιμετωπίσει μελλοντικά προβλήματα πραγματοποιεί ένεση ρευστότητας, διοχετεύοντας στην αγορά 95 δις Ευρώ και ενημερώνει τις τράπεζες ότι μπορούν να δανειστούν απεριόριστα στο βασικό επιτόκιο του 4%.

Την δεύτερη βδομάδα του Αυγούστου η Fed ανακοινώνει σημαντικές μειώσεις των επενδύσεων σε CP. Επίσης, κατά την διάρκεια αυτής της περιόδου η Fed διοχετεύει με την σειρά της στην αγορά 55 δις δολ.

Η κεντρική τράπεζα της Ρωσίας τροφοδοτεί την αγορά με 1.7 δις δολ. Οι ξένοι επενδυτές αρχίζουν να εγκαταλείπουν την αγορά προκαλώντας προβλήματα ρευστότητας. Τέσσερις μεγάλες τράπεζες (Citibank, JP Morgan, Bank of America και η Wachonia δανείζονται 500 δις από την Fed. Οι ίδιες σε δήλωση τους ενημερώνουν το επενδυτικό κοινό πως δεν αντιμετωπίζουν προβλήματα ρευστότητας και έχουν την δυνατότητα να δανείσουν χρήματα σε πιο ευνοϊκούς όρους.

Τον Απρίλιο του 2008 η Fed εισήγαγε ένα νέο μέτρο το οποίο καλείται «Dealer Credit Facility» και το οποίο δίνει την δυνατότητα κυρίως σε επενδυτικές τράπεζες να εφοδιαστούν με ρευστά διαθέσιμα ενεχυριάζοντας χρεόγραφα.

Η εξέλιξη των βασικών επιτοκίων

Το 2007 τα επιτόκια της αγοράς χρήματος αυξήθηκαν για όλες τις διάρκειες. Το πρώτο εξάμηνο οι εξελίξεις συμβάδιζαν με τις αυξήσεις των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ. Νέες σημαντικές αυξήσεις σημειώθηκαν στα επιτόκια της αγοράς χρήματος για συναλλαγές χωρίς παροχή ασφάλειας το δεύτερο εξάμηνο, μετά την αναταραχή στις αγορές χρήματος και τις χρηματοπιστωτικές αγορές.

Η διαφορά επιτοκίων της αγοράς χρήματος για συναλλαγές με και χωρίς παροχή ασφάλειας διευρύνθηκε για όλες τις διάρκειες εκτός από τις πολύ μικρές διάρκειες. Η αναταραχή που ξεκίνησε από την αγορά στεγαστικών δανείων άρχισε να επηρεάζει την αγορά χρήματος στη ζώνη του ευρώ το πρώτο δεκαήμερο του Αυγούστου με αποτέλεσμα να σημειωθεί έλλειψη ρευστότητας και να ασκηθούν ανοδικές πιέσεις στα διατραπεζικά επιτόκια.

Η απότομη διεύρυνση των επιτοκίων είναι και αποτέλεσμα της έντονης επιφυλακτικότητας των τραπεζών να παρέχουν διατραπεζικά δάνεια λόγω της πιθανότητας οι αντισυμβαλλόμενοι να διακρατούν σημαντικά ποσά χρεογράφων, ιδίως δομημένων ομολόγων/ πιστωτικών προϊόντων εξασφαλισμένων με στεγαστικά δάνεια σε τιτλοποιημένη μορφή προς νοικοκυριά χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας στις ΗΠΑ (collateralized debt obligations).

Το Διοικητικό Συμβούλιο αύξησε τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ κατά 25 μονάδες βάσης το Μάρτιο και εκ νέου τον Ιούνιο του 2007, διαμορφώνοντας το επιτόκιο οριακής χρηματοδότησης, το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς στις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης και το επιτόκιο αποδοχής καταθέσεων σε 5%, 4% και 3% αντίστοιχα. Στο υπόλοιπο του έτους και στις αρχές του 2008 τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ παρέμειναν αμετάβλητα. Αφού αυξάνονταν σταθερά κατά το πρώτο εξάμηνο, ακολουθώντας τις προσδοκίες για περαιτέρω άνοδο των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ, τα επιτόκια της αγοράς χρήματος για συναλλαγές χωρίς παροχή ασφάλειας αυξήθηκαν έντονα από τις 9 Αυγούστου και μετά, εξαιτίας των εντάσεων στις αγορές χρήματος και τις χρηματοπιστωτικές αγορές αφού εκδηλώθηκαν ανησυχίες για πιθανές ζημιές των τραπεζών σε σχέση με τις αυξανόμενες επισφάλειες στα αμερικανικά στεγαστικά δάνεια προς δανειολήπτες μειωμένης πιστοληπτικής ικανότητας.

Το πεντάμηνο Αυγούστου-Δεκεμβρίου 2007 το επιτόκιο EONIA παρουσίασε μεγάλες διακυμάνσεις και ορισμένες ημέρες υπερέβη σημαντικά το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς που ίσχυε μέχρι τότε (4%). Το ανώτατο επίπεδο που έφτασε το EONIA ήταν 4,588% (5 Σεπτεμβρίου 2007).

Στις αρχές Αυγούστου του 2007 τα επιτόκια EURIBOR σημείωσαν απότομη αύξηση σε όλες τις διάρκειες, η οποία αντιστράφηκε μερικώς τον Οκτώβριο αλλά τον Νοέμβριο συνεχίστηκε η ανοδική πορεία των επιτοκίων. Αποκλιμάκωση των επιτοκίων EURIBOR σημειώθηκε το δεύτερο δεκαπενθήμερο του Δεκεμβρίου.

Στις 29.2.2008 τα επιτόκια EURIBOR ενός, τριών και δώδεκα μηνών διαμορφώθηκαν σε 4,20%, 4,38% και 4,38% αντίστοιχα, δηλ. ήταν κατά 57, 66 και 35 μονάδες βάσης υψηλότερα από ό,τι στις 2.1.2007. Αντίθετα, τα διατραπεζικά επιτόκια για συναλλαγές με παροχή ασφάλειας μειώθηκαν σταδιακά από τις αρχές Αυγούστου και μετά, αντανακλώντας την προς τα κάτω αναθεώρηση των προσδοκιών των αγορών σχετικά με τη μελλοντική πορεία των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ.

Το πεντάμηνο Αυγούστου – Δεκεμβρίου 2007 παρατηρήθηκε αύξηση της διαφοράς μεταξύ του επιτοκίου που ζητούν οι τράπεζες για να χορηγήσουν διατραπεζικά δάνεια και του επιτοκίου που προσφέρουν για να προσελκύσουν καταθέσεις από τη διατραπεζική αγορά. Οι διατραπεζικές αγορές χωρίς εξασφαλίσεις περιορίστηκαν σημαντικά ενώ αυξήθηκε απότομα όχι μόνον η μεταβλητότητα των διατραπεζικών δανείων αλλά και η αβεβαιότητα της αγοράς ως προς την εξέλιξη τους. Η διαφορά τους από τα επιτόκια της αγοράς χρήματος για συναλλαγές με παροχή ασφάλειας διευρύνθηκε σημαντικά, ιδίως για διάρκειες από ένα μήνα και άνω.

Οι εν λόγω διαφορές παρέμειναν σε υψηλά επίπεδα τους τελευταίους μήνες του έτους, και η διαφορά μεταξύ του EURIBOR τριών μηνών και του EUREPO (δείκτη επιτοκίων των διατραπεζικών συμφωνιών επαναγοράς) τριών μηνών κορυφώθηκε στις 93 μονάδες βάσης στις 29.2.2008, εξαιτίας των ιδιαίτερων εντάσεων που παρατηρήθηκαν προς το τέλος του έτους. Μολονότι αυτή η διαφορά έχει μειωθεί έκτοτε και διαμορφώθηκε στις 43 μονάδες βάσης στις 29.2.2008, παραμένει μεγάλη σε σύγκριση με το μέσο όρο του πρώτου εξαμήνου του 2007 (7 μονάδες βάσης περίπου). Η τεκμαρτή μεταβλητότητα του επιτοκίου EURIBOR τριών

μηνών έφθασε τον Αύγουστο στο υψηλότερο επίπεδο των τελευταίων τεσσάρων ετών. Η αποκλιμάκωση της τεκμαρτής μεταβλητότητας ήρθε σταδιακά τις πρώτες μέρες του Σεπτεμβρίου για να επιστρέψει στα αυξημένα επίπεδα το δίμηνο Νοεμβρίου-Δεκεμβρίου. Το Ευρωσύστημα προκειμένου να εξομαλύνει τις εντάσεις που επικρατούσαν στην διατραπεζική αγορά διενήργησε έκτακτες πράξεις ανοικτής αγοράς τον Αύγουστο του 2007, επιπλέον των προγραμματισμένων.

Επίσης για την αντιμετώπιση των επιδράσεων της αναταραχής στις αγορές χρήματος, το Ευρωσύστημα σε συνεργασία με την Ομοσπονδιακή τράπεζα των ΗΠΑ (Fed) χορήγησε ρευστότητα σε δολάρια με διάρκεια περίπου ένα μήνα στα πιστωτικά ιδρύματα της ζώνης του Ευρώ έναντι τίτλων το Δεκέμβριο του 2007 και τον Ιανουάριο του 2008.

Οι παρεμβάσεις του Ευρωσυστήματος να σταθεροποιηθεί το επιτόκιο EONIA γύρω από το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς απέτυχαν. Κατά την διάρκεια του πενταμήνου Αυγούστου – Δεκεμβρίου 2007 και τον Ιανουάριο του 2008 εκδηλώθηκαν πιέσεις που ωθούσαν το διατραπεζικό επιτόκιο μιας ημέρας κάτω από το 4%.

Ωστόσο τα επιτόκια EURIBOR, ιδίως τα επιτόκιο τριών μηνών, παρέμειναν σε πολύ υψηλά επίπεδα μέχρι το τέλος του έτους. Μετά τη σημαντική αύξηση των επιτοκίων της αγοράς χρήματος για συναλλαγές χωρίς παροχή ασφάλειας, η κλίση της καμπύλης αποδόσεων της αγοράς χρήματος, όπως μετρείται από τη διαφορά μεταξύ των επιτοκίων EURIBOR δώδεκα μηνών και ενός μηνός, κυμάνθηκε από -15 έως 50 μονάδες βάσης το 2007, παρουσιάζοντας διακυμάνσεις κατά τη διάρκεια του έτους.

Στις 29.2.2008 διαμορφώθηκε στις 18 μονάδες βάσης, έναντι 40 μονάδων βάσης στις 2.1.2007. Τα επιτόκια που υπολογίζονται με βάση τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης επί του EURIBOR τριών μηνών με λήξη το 2008 αυξήθηκαν κατά το 2007. Και αυτό όμως πρέπει να ερμηνεύεται με επιφύλαξη, δεδομένου ότι οι ιδιαίτερα έντονες αυξήσεις που σημειώθηκαν στα επιτόκια EURIBOR στο πλαίσιο των εντάσεων στην αγορά χρήματος είναι πιθανόν να αλλοιώνουν το πληροφοριακό περιεχόμενο των συγκεκριμένων επιτοκίων ως δεικτών των προσδοκιών για τη μελλοντική πορεία των επιτοκίων.

Στις 29.2.2008 τα επιτόκια που υπολογίζονται με βάση τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης επί του EURIBOR τριών μηνών με λήξη το Μάρτιο, τον Ιούνιο και το Σεπτέμβριο του 2008 ήταν 4,36%, 4,05% και 3,71% αντίστοιχα, δηλαδή αντίστοιχα κατά 33 και 6 μονάδες βάσης υψηλότερα και 27 μονάδες βάσης χαμηλότερα από ό,τι στις 2.1.2007.

Το δεύτερο δεκαπενθήμερο του Δεκεμβρίου άρχισαν να παρουσιάζουν κάποια αποκλιμάκωση η οποία όπως φαίνεται είναι αποτέλεσμα των παρεμβάσεων του Ευρωσυστήματος για να ικανοποιηθεί η αυξημένη ζήτηση για ρευστότητα. Άλλωστε, το Ευρωσύστημα αντιμετωπίζει τις εντάσεις και συμβάλει στην ομαλή λειτουργία της αγοράς χρήματος με προσαρμογές της πολιτικής παρέμβασης, με δεδομένο το ύψος των βασικών επιτοκίων το οποίο αποφασίζεται από το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ με μοναδικό γνώμονα τη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών, ο οποίος και αποτελεί τον πρωταρχικό σκοπό του Ευρωσυστήματος.⁷⁵

Ήδη από το 2005 – 2006 υπήρχε τάση αύξησης των βασικών επιτοκίων, τα οποία βρίσκονταν σε γενικώς πολύ χαμηλά επίπεδα, από τις κεντρικές τράπεζες των μεγαλύτερων προηγμένων και αναδυόμενων οικονομιών. Η τάση αύξησης των επιτοκίων ανακόπηκε ή αντιστράφηκε σε ορισμένες οικονομίες το δεύτερο εξάμηνο του 2007 επειδή η αναταραχή προκάλεσε κρίση της εμπιστοσύνης στις διεθνείς αγορές και αύξησαν την μεταβλητότητα των αποδόσεων και το ασφάλιστρο κινδύνου στις τοποθετήσεις σε τίτλους σταθερού εισοδήματος, προκαλώντας πρόβλημα ρευστότητας στο διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Η σταδιακή υποχώρηση εντός του 2007, στις ΗΠΑ, του πυρήνα του πληθωρισμού και πάλι σε επίπεδα κοντά στο 2% και η προβλεπόμενη περαιτέρω οικονομική επιβράδυνση λόγω των εξελίξεων στην αγορά ακινήτων, σε συνδυασμό με την κρίση στην αγορά στεγαστικών δανείων που έγινε αισθητή τον Ιούλιο και τον Αύγουστο οδήγησαν την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ στην απόφαση να μειώσει το βασικό επιτόκιο-στόχο κατά 50 μονάδες βάσης στο 4,75% στις 18.9.2007. Μετά από τέσσερις ακόμη μειώσεις του βασικού επιτοκίου, συνολικά κατά 175 μονάδες βάσης, το επιτόκιο-στόχος για τα ομοσπονδιακά κεφάλαια καθορίστηκε στο

⁷⁵ Τράπεζα της Ελλάδος. Ετήσια έκθεση 2006 –2007.

3%. Στη ζώνη του ευρώ η ΕΚΤ διατήρησε τα βασικά της επιτόκια αμετάβλητα μετά τον Ιούνιο.

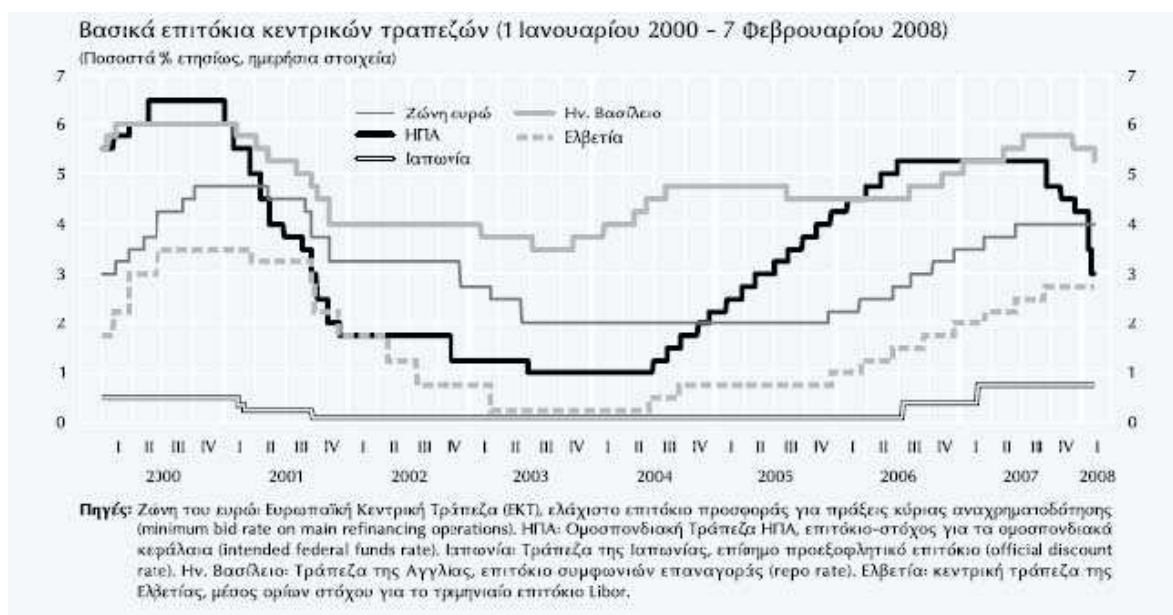
Στο Ηνωμένο Βασίλειο, όπου ο πληθωρισμός το πρώτο εξάμηνο του 2007 διαμορφώθηκε σε επίπεδα σαφώς υψηλότερα του στόχου (2%), η τράπεζα της Αγγλίας αύξησε τρεις φορές το βασικό επιτόκιο της, το οποίο διαμορφώθηκε στο 5,75% στις 5.7.2007. Η τράπεζα της Αγγλίας, μετά από την γνωστοποίηση των προβλημάτων ρευστότητας της μεγάλης στεγαστικής τράπεζας Northern Rock, προέβη στη χορήγηση πρόσθετης ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα προκειμένου να αποφύγει γενίκευση της κρίσης. Στις 6 Δεκεμβρίου του 2007 μείωσε το βασικό της επιτόκιο σε 5,5% και στις 7 Φεβρουαρίου 2008 σε 5,25%. Στην Ιαπωνία, η κεντρική τράπεζα διατήρησε το βασικό της προεξοφλητικό επιτόκιο στο 0,75% όπως είχε καθοριστεί στις 21.2.2007.

Εν όψει των κινδύνων που ενέχει η χρηματοπιστωτική κρίση, στις 8 Οκτωβρίου έξι κεντρικές τράπεζες προχώρησαν σε συντονισμένη μείωση των επιτοκίων προκειμένου να αντιμετωπίσουν τις συνέπειες της χρηματοπιστωτικής κρίσης.

Ανάμεσα τους η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα αποφάσισε να μειώσει τα επιτόκια της κατά 0,5% δηλαδή από 4,25% σε 3,75% ενώ η ομοσπονδιακή τράπεζα των ΗΠΑ μετέβαλε το παρεμβατικό της επιτόκιο κατά 0,5% σε 1,5% προκειμένου να βοηθήσει στην αποκλιμάκωση της κρίσης.

Η τράπεζα της Αγγλίας αποφάσισε να μειώσει τα επιτόκια της κατά 0,5% με μεταβολή του κόστους δανεισμού στο 4,5% ενώ η τράπεζα του Καναδά προχώρησε σε μείωση του στόχου για το διατραπεζικό επιτόκιο κατά 50 μονάδες βάσης στο 2,5%. Στο ίδιο πλαίσιο κινήθηκε και η κεντρική τράπεζα της Ελβετίας μειώνοντας το κόστος δανεισμού σε 2,5% από 3%.

Βασικά επιτόκια κεντρικών τραπεζών Πηγή: ΕΚΤ, Ετήσια έκθεση 2007



4.2 ΠΡΑΚΤΙΚΕΣ ΔΑΝΕΙΟΔΟΤΗΣΗΣ

Κατά τη διάρκεια της περασμένης δεκαετίας η αγορά των υποθηκών μειωμένης εξασφάλισης επεκτάθηκε ραγδαία, μετατρέποντας ουσιαστικά ένα μικρό κομμάτι της αγοράς σε μια σημαντική μερίδα στην αγορά των αμερικανικών υποθηκών.⁷⁶

Δυστυχώς όπως όλα δείχνουν η αύξηση αυτή του μεριδίου αγοράς συνοδεύτηκε και από μείωση των πιστωτικών προτύπων και αύξηση της ανάληψης κινδύνου από την πλευρά των δανειστών.

⁷⁶ Board of Governors of the Federal Reserve System. (2007).

Πράγματι, η ραγδαία επέκταση που παρατηρήθηκε στην αγορά υποθηκών μειωμένης εξασφάλισης τροφοδοτήθηκε από τη χρηματοοικονομική καινοτομία, τους χαλαρούς νομισματικούς όρους και τον αυξανόμενο ανταγωνισμό. Παρόλο αυτά ελάχιστες είναι οι έρευνες που προσπαθούν να συνδέσουν την ραγδαία αύξηση που επήλθε με τους όρους δανειοδότησης και τα ποσοστά καθυστερήσεων αποπληρωμής των δανείων.

Όπως όλα δείχνουν κατά την διάρκεια της επέκτασης των υποθηκών μειωμένης εξασφάλισης τα πιστωτικά πρότυπα παρουσίασαν χαλάρωση με αποτέλεσμα την αύξηση των υποθηκών, αύξηση του μεριδίου της αγοράς μειωμένης εξασφάλισης, αύξηση των κινδύνων, αύξηση των ποσοστών αθέτησης της υποχρέωσης μη πληρωμής των δανειοληπτών και εμφάνιση της κρίσης.

Η κρίση του 2007 έχει τις ρίζες της στην πτώση των τιμών των κατοικιών και στη μείωση της ζήτησης⁷⁷. Οι όροι δανειοδότησης επηρεάζουν τις τιμές των κατοικιών καθώς μια μείωση των όρων δανειοδότησης οδηγεί στην αύξηση της προσφοράς υποθηκών η οποία οδηγεί σε αύξηση της ζήτησης για κατοικίες⁷⁸. Επομένως μια αντίθετη μεταβολή των όρων δανειοδότησης θα οδηγήσει σε μείωση της ζήτησης και πτώση των τιμών των κατοικιών.

Επίσης, η αυξημένη ικανότητα των χρηματοοικονομικών οργανισμών να τιτλοποιούν υποθήκες συνείφερε θετικά στην ραγδαία επέκταση της αγοράς υποθηκών και στη μείωση των όρων δανειοδότησης.

Αλλαγή των κριτηρίων δανειοδότησης

Η πρόσφατη κρίση όπως αναφέραμε και προηγουμένως έχει τις ρίζες της στην υπερπροσφορά δανείων μειωμένης εξασφάλισης και στους ελαστικούς όρους δανειοδότησης. Προκειμένου να τεκμηριώσουμε την παραπάνω άποψη παραθέτουμε στοιχεία από την έρευνα που δημοσιεύτηκε μόλις τρεις μήνες μετά από το πρώτο

⁷⁷ Ariccia G., Igan D. & Laeven L. (2008) Credit booms and lending standards: Evidence from the subprime mortgage market, International Monetary Fund, Working paper series.

⁷⁸ Klyuev V. & Mills P. (2006) Is housing wealth an “ATM”? The relationship between household wealth home equity withdrawal, and saving rates, International Monetary Fund, WP/06/162.

ξέσπασμα της κρίσης η οποία επιδεικνύει σημαντική μείωση της ζήτησης για στεγαστικά δάνεια αλλά και εφαρμογή αυστηρότερων κριτηρίων δανειοδότησης.

Η έρευνα αφορά 56 εγχώριες τράπεζες και 23 ξένα πιστωτικά ιδρύματα. Στην έκθεση του Ιανουαρίου το 42% των ερωτηθέντων απάντησε ότι τα κριτήρια δανειοδότησης έγιναν πιο αυστηρά για όλες τις κατηγορίες δανείων (prime, non-traditional και κυρίως για τα subprime).

Η ζήτηση για στεγαστικά δάνεια μειωμένης εξασφάλισης μεταβλήθηκε σημαντικά παρουσιάζοντας μείωση 60%. Στην έρευνα επίσης, ζητήθηκε από τους συμμετέχοντες να βαθμολογήσουν μερικούς από τους λόγους που πιθανόν οδήγησαν τις τράπεζες σε σφίξιμο των κριτηρίων δανειοδότησης. Σύμφωνα με αυτά λοιπόν η μείωση της διάθεσης των τραπεζών να αναλάβουν επιπλέον κίνδυνο σε συνδυασμό σε συνδυασμό με τις δυσμενείς και αβέβαιες οικονομικές εξελίξεις που πιθανόν να οδηγήσουν σε επιδείνωση της μελλοντικής τους κεφαλαιακής επάρκειας αποτελεί τον σημαντικότερο λόγο που οδήγησε στην αλλαγή συμπεριφοράς από την πλευρά των τραπεζών.⁷⁹

4.3 ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΕΙΣ ΣΤΙΣ ΠΑΓΚΟΣΜΙΕΣ ΑΓΟΡΕΣ Ο ΟΜΟΛΟΓΩΝ

Η χρηματοπιστωτική αναταραχή που ξεκίνησε από προβλήματα στον τομέα των ακινήτων των ΗΠΑ αύξησε τη μεταβλητότητα των παγκόσμιων αγορών ομολόγων το δεύτερο εξάμηνο του έτους.

Το πρώτο εξάμηνο του 2007 οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων ομολόγων αυξήθηκαν έντονα και στις δύο πλευρές του Ατλαντικού. Στις ΗΠΑ οι αποδόσεις των δεκαετών ομολόγων κορυφώθηκαν στα μέσα Ιουνίου σε επίπεδο κατά 60 μονάδες βάσης περίπου υψηλότερο από ό,τι στο τέλος του 2006 ενώ στη ζώνη του ευρώ οι αποδόσεις των ομολόγων του Δημοσίου δεκαετούς διάρκειας αυξήθηκαν κατά 70 μονάδες βάσης από το τέλος Δεκεμβρίου 2006 έως τις αρχές Ιουλίου 2007.

Η άνοδος των μακροπρόθεσμων επιτοκίων στη ζώνη του ευρώ αντανάκλωσε τις προσδοκίες της αγοράς για ισχυρή οικονομική ανάπτυξη. Η εκτίμηση αυτή

⁷⁹ Board of Governors of Federal Reserve System. (2008) 95th Annual Report.

συμφωνούσε με τα δημοσιευόμενα στοιχεία για την οικονομική δραστηριότητα και το επιχειρηματικό κλίμα τα οποία, κατά μέσο όρο, ήταν ευνοϊκότερα των αναμενόμενων.

Η σταδιακή αύξηση των αποδόσεων των ομολόγων στη ζώνη του ευρώ ανακόπηκε πρόσκαιρα δύο φορές το πρώτο εξάμηνο του 2007. Αρχικά, οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων ομολόγων μειώθηκαν στα τέλη Φεβρουαρίου-αρχές Μαρτίου, μετά την αυξανόμενη απροθυμία των επενδυτών να αναλάβουν κινδύνους και τις συνακόλουθες μετατοπίσεις κεφαλαίων από τις χρηματιστηριακές αγορές προς τις αγορές ομολόγων. Οι επενδυτές άλλωστε είχαν συνειδητοποιήσει ότι οι κίνδυνοι απωλειών που συνεπάγονταν οι τοποθετήσεις στα περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα είχαν αυξηθεί σημαντικά με αποτέλεσμα να στραφούν σε κρατικούς τίτλους στη ζώνη του ευρώ, τις ΗΠΑ, την Ιαπωνία και άλλες αναπτυγμένες οικονομίες. Οι τίτλοι αυτοί αποτελούν ασφαλέστερη επένδυση με συνέπεια τα μακροπρόθεσμα επιτόκια να ακολουθήσουν καθοδική πορεία με έντονη διακύμανση μετά τις αρχές Ιουλίου του 2007.⁸⁰

Στη συνέχεια, στις αρχές Ιουνίου οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων ομολόγων αυξήθηκαν έντονα αντανακλώντας αθρόες ρευστοποιήσεις που ξεκίνησαν από τις αμερικανικές αγορές ομολόγων.

Κατά τους θερινούς μήνες του 2007, οι ανησυχίες σχετικά με την κατάσταση της αμερικανικής αγοράς ακινήτων άρχισαν να κλιμακώνονται. Συγκεκριμένα, έγινε σαφές ότι οι λιγότερο φερέγγυοι δανειολήπτες αντιμετώπιζαν προβλήματα στην αποπληρωμή των στεγαστικών δανείων τους (στεγαστικά δάνεια προς νοικοκυριά μειωμένης πιστοληπτικής ικανότητας – subprime mortgages), τα οποία είχαν λάβει σε μια περίοδο πολύ χαμηλών επιτοκίων (2002-2004).

Οι επενδυτές αρχικά εκτίμησαν ότι τα προβλήματα θα περιοριστούν μόνο στις ΗΠΑ και μόνο σε ένα σχετικά μικρό σύνολο περιουσιακών στοιχείων. Στο τέλος Ιουλίου, αυτό το μάλλον αισιόδοξο σενάριο έγινε λίαν αμφίβολο, όταν φάνηκε ότι και ευρωπαϊκά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα είχαν σημαντικό βαθμό έκθεσης σε σχέση με την αμερικανική αγορά στεγαστικών δανείων προς δανειολήπτες μειωμένης πιστοληπτικής ικανότητας. Σε μερικές περιπτώσεις, οι ζημιές από την έκθεση αυτή

⁸⁰ Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα. (2008) Ετήσια Έκθεση 2007.

έθεταν σε κίνδυνο ακόμη και τη χρηματοοικονομική ευρωστία των εμπλεκόμενων ιδρυμάτων.

Η αποκάλυψη τέτοιου είδους σοβαρών κινδύνων προκάλεσε ευρύτερη αναταραχή στη χρηματοπιστωτική αγορά και γενική αύξηση της αποστροφής προς τον κίνδυνο, που οδήγησαν σε μετατοπίσεις κεφαλαίων προς ασφαλέστερες τοποθετήσεις, π.χ. ομόλογα του Δημοσίου.

Εξαιτίας της αναταραχής, στο τέλος του έτους η απόδοση των δεκαετών κρατικών ομολόγων στη ζώνη του ευρώ ήταν μειωμένη κατά 30 μονάδες βάσης συνολικά σε σύγκριση με τις αρχές Ιουλίου, εξέλιξη που προήλθε κυρίως από την υποχώρηση των πραγματικών αποδόσεων. Η πτώση των αποδόσεων των αμερικανικών ομολόγων ήταν πολύ εντονότερη και οι αποδόσεις των δεκαετών ομολόγων στο τέλος του έτους διαμορφώθηκαν κατά 130 μονάδες βάσης περίπου χαμηλότερα από την κορύφωση που είχε σημειωθεί στα μέσα Ιουνίου.

Η εντονότερη υποχώρηση των αποδόσεων στις ΗΠΑ φαίνεται να αντανakλά τις δυσμενέστερες, κατά την εκτίμηση των επενδυτών, προοπτικές ανάπτυξης της οικονομίας των ΗΠΑ, καθώς και την απόφαση της Ομοσπονδιακής Επιτροπής Ανοικτής Αγοράς (FOMC) να μειώσει τα επιτόκια στις 18 Σεπτεμβρίου, στις 31 Οκτωβρίου και στις 11 Δεκεμβρίου.

Συνολικά, η πρόσφατη αναταραχή σημειώθηκε μετά από μια σχετικά μακρά περίοδο ήρεμων συνθηκών στην αγορά. Είναι πιθανόν οι μάλλον ήρεμες συνθήκες της αγοράς που είχαν προηγηθεί της αναταραχής να ώθησαν πολλούς συμμετέχοντες να λάβουν επενδυτικές αποφάσεις με βάση εκτιμήσεις κινδύνου που αποδείχθηκαν υπερβολικά αισιόδοξες.

Η αβεβαιότητα στην αγορά ομολόγων της ζώνης του ευρώ, όπως μετρείται με βάση την τεκμαρτή μεταβλητότητα, παρέμεινε σταθερή καθ' όλο το πρώτο εξάμηνο, αντανakλώντας προσδοκίες για συνέχιση του ευνοϊκού περιβάλλοντος τόσο στη ζώνη του ευρώ όσο και στην παγκόσμια οικονομία. Εξαιτίας της αναταραχής, αυτή η ευνοϊκή αξιολόγηση από πλευράς των επενδυτών άλλαξε και ως εκ τούτου η τεκμαρτή μεταβλητότητα της αγοράς ομολόγων αυξήθηκε έντονα την περίοδο

Ιουνίου-Αυγούστου. Στη συνέχεια, η τεκμαρτή μεταβλητότητα στη ζώνη του ευρώ παρέμεινε ουσιαστικά στα ίδια, κάπως υψηλά επίπεδα.

Τους δύο πρώτους μήνες του 2008 οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων ομολόγων στη ζώνη του ευρώ μειώθηκαν κατά 30 μονάδες βάσης περίπου και διαμορφώθηκαν σε 4,1% στις 29.2.2008. Το γεγονός ότι παρόμοιες μειώσεις εμφάνισαν και οι πραγματικές αποδόσεις που προσφέρουν τα τιμαριθμοποιημένα ομόλογα υποδηλώνει ότι οι συμμετέχοντες στην αγορά, στις αρχές του 2008, έχουν γίνει ελαφρώς πιο απαισιόδοξοι σχετικά με τις προοπτικές της οικονομικής δραστηριότητας στη ζώνη του ευρώ.

4.4 ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ

Η χρηματοπιστωτική αναταραχή ανέκοψε έντονα την ανοδική πορεία που ακολουθούσαν από το Μάρτιο του 2007 οι τιμές των μετοχών και οι αποδόσεις μακροπρόθεσμων κρατικών τίτλων στη ζώνη του ευρώ, αν και αυτές αυξήθηκαν συνολικά κατά τη διάρκεια του 2007.

Οι τιμές των μετοχών στη ζώνη του ευρώ, με βάση τον δείκτη Dow Jones Euro Stoxx σημείωσαν αύξηση κατά 4,9% το 2007. Η εξέλιξη αυτή ήταν φυσικό επακόλουθο της υψηλής κερδοφορίας των επιχειρήσεων, η οποία σε μεγάλο βαθμό αντανάκλουσε την εξέλιξη της οικονομικής δραστηριότητας στη ζώνη του ευρώ, τη διατήρηση του μεγάλου όγκου των συγχωνεύσεων και εξαγορών εταιριών σε υψηλά επίπεδα και τη μείωση του Τράπεζα της Ελλάδος. (2006 –2007) ασφαλίστρου κινδύνου για τις επενδύσεις σε μετοχικούς τίτλους μετά τα μέσα Μαρτίου του 2007.

Από τα μέσα Ιουλίου του 2007 μέχρι το τέλος του έτους, οι τιμές των μετοχών παρουσίασαν διακυμάνσεις με μεγάλο εύρος, ενώ λόγω της αναταραχής παρατηρήθηκε σημαντική αύξηση της αβεβαιότητας ως προς την αύξηση των τιμών των μετοχών στο άμεσο μέλλον. Οι παράγοντες οι οποίοι άσκησαν θετική επίδραση στις τιμές των μετοχών ήταν η διατήρηση υψηλής κερδοφορίας των επιχειρήσεων και η μείωση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων των κρατικών τίτλων.

Αντίθετα αρνητική επίδραση άσκησε κυρίως ο περιορισμός της διάθεσης των επενδυτών να αναλάβουν κινδύνους αλλά και η μείωση του όγκου των εξαγορών και των συγχωνεύσεων εταιριών λόγω της αναταραχής.

Στις ΗΠΑ και την Ιαπωνία η πορεία των μετοχών ήταν ανάλογη με αυτή στη ζώνη του Ευρώ, με μεγάλη αύξηση την περίοδο από τα μέσα Μαρτίου μέχρι τα μέσα Ιουλίου του 2007, που ακολουθήθηκε από έντονες διακυμάνσεις μέχρι το τέλος του έτους. Συνολικά το 2007 ο δείκτης Standard and Poor's 500 σημείωσε αύξηση κατά 3,5% ενώ ο δείκτης Nikkei 225 παρουσίασε μείωση κατά 1,1%. Τον Ιανουάριο του 2008 οι δείκτες στις ΗΠΑ και την Ιαπωνία παρουσίασαν σημαντική πτώση.

Οι επιδόσεις της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς το 2007 παρέμειναν θετικές παρά την κάμψη των τιμών των μετοχών στη διάρκεια του έτους. Ο γενικός δείκτης των μετοχών του χρηματιστηρίου Αθηνών (ΧΑ) αυξήθηκε κατά 18% και η αξία των συναλλαγών κατά 40% ενώ τα αντληθέντα κεφάλαια, κυρίως από εταιρίες του τραπεζικού κλάδου σχεδόν τετραπλασιάστηκαν. Οι θετικές αυτές εξελίξεις συνδέονταν κυρίως με την αυξημένη κερδοφορία των εταιριών, τις θετικές προοπτικές της ελληνικής οικονομίας, τις επιχειρηματικές πρωτοβουλίες σε διάφορους κλάδους και την επιτυχημένη διείσδυση των ελληνικών επιχειρήσεων στο εξωτερικό. Θετική επίδραση είχε και το γεγονός ότι οι Ελληνικές εταιρίες και κυρίως οι τράπεζες είχαν περιορισμένη έκθεση σε σύνθετα επενδυτικά προϊόντα που σχετιζόνταν με τα στεγαστικά δάνεια της αμερικάνικης αγοράς.⁸¹

Σε αντίθεση με το 2007 που στο μεγαλύτερο μέρος οι τιμές των μετοχών όλων των χρηματιστηρίων παρουσίασαν κέρδη το 2008 δεν ήταν εξίσου κερδοφόρο. Από την αρχή του έτους οι μετοχές έχασαν περισσότερα από 24 τρις. δολ. και οι απώλειες στο ΧΑ ξεπέρασαν τα 105 δις. ευρώ.

Το πέρασμα της χρηματοπιστωτικής κρίσης στην πραγματική οικονομία, οι προσδοκίες ότι η παγκόσμια οικονομία εισέρχεται σταδιακά στη φάση της ύφεσης καθώς και οι προοπτικές επιβράδυνσης της οικονομικής ανάπτυξης καλλιεργούν κλίμα αβεβαιότητας οδηγώντας τους επενδυτές σε συνεχείς ρευστοποιήσεις με οποιοδήποτε τίμημα. Ο Οκτώβρης του 2008 δείχνει το εύρος και τον αντίκτυπο της

⁸¹ Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα. (2007) Ετήσια Έκθεση 2006.

χρηματοπιστωτικής κρίσης καθώς με αποκορύφωμα την 24 Οκτωβρίου τα διεθνή χρηματιστήρια κατέγραψαν σημαντικές απώλειες ενώ το Χρηματιστήριο της Αθήνας σημείωσε τη μεγαλύτερη πτώση της ιστορίας του (9,71%).

Ο δείκτης Nikkei στο Τόκιο υποχώρησε στο 9,6% που αποτελεί το χαμηλότερο επίπεδο από τον Απρίλιο του 2003. Ο Dow Jones παρουσίασε απώλειες 3% ενώ η συνεδρίαση παραγωγών αναγκάστηκε να διακοπεί καθώς παρουσίασε πτώση μεγαλύτερη του 6%.

Για να αντιμετωπιστεί η παρούσα κρίση και οι συνέπειες της όμως χρειάζεται προσπάθεια από τις κυβερνήσεις καθώς και από τις Κεντρικές Τράπεζες. Παρακάτω αναλύουμε το ρόλο που διαδραματίζουν οι δύο παραπάνω φορείς στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα και ποιές είναι οι αλλαγές που πρέπει να γίνουν στο ρόλο αυτό ώστε να αποφύγουμε στο μέλλον παρόμοια κρίση.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΠΟΛΙΤΙΚΕΣ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗΣ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΚΑΙ ΑΠΟΦΥΓΗΣ ΜΙΑΣ ΝΕΑΣ

5.1 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΚΕΝΤΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ

Η αντιμετώπιση του συστημικού κινδύνου που ενέχεται στην παραδοσιακή μεσολαβητική δραστηριότητα των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων λαμβάνει χώρα μέσω της εφαρμογής μέτρων από την κεντρική τράπεζα, όπως:

- Η άσκηση ελέγχου επί του συνολικού επιπέδου χορηγήσεων από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, το μέγεθος των οποίων επιτρέπει σε αυτά να επηρεάσουν, μέσω του πολλαπλασιαστή πιστώσεων, το συνολικό επίπεδο ρευστότητας στο χρηματοπιστωτικό σύστημα.
- Η άσκηση ρυθμιστικού ελέγχου επί του κινδύνου που ενέχεται στην υπερβάλλουσα χορήγηση δανείων.
- Η απαίτηση αύξησης τω στοιχείων ενεργητικού ή των ιδίων κεφαλαίων ή /και μείωση των καταθέσεων όψεως στο παθητικό των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.
- Η ενεργοποίηση της ως χορηγός ρευστότητας έσχατης ανάγκης σε συνδυασμό με την ενεργοποίηση του κράτους ως εγγυητή καταθέσεων.
- Η χορήγηση πιστώσεων έσχατης ανάγκης άμεσα σε μεμονωμένα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που αντιμετωπίζουν βραχυχρόνιο πρόβλημα ρευστότητας.
- Η άσκηση αποφασιστικής πειθούς επί των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων να συμπλεύσουν σε μια ομαδική προσπάθεια ενίσχυσης της ρευστότητας στην αγορά, η οποία θα έχει περισσότερα συνολικά οφέλη για κάθε ένα εξ αυτών ατομικά.

Η κατάλληλη άσκηση των βασικών αυτών μέτρων είναι επαρκώς αποτελεσματική και η ανακοίνωση της ενεργοποίησης τους από μόνη της είναι ικανή-δοθείσης της αξιοπιστίας της κεντρικής τράπεζας –να τονώσει την ρευστότητα στην αγορά. Βεβαίως, η ενεργοποίηση των μέτρων αυτών πρέπει να είναι προσεκτική ώστε τα προτιρόμενα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και φορείς αγοράς να μην βασίζονται υπέρμετρα την διασφάλιση της φερεγγυότητας στην παρέμβαση της κεντρικής τράπεζας αλλά στη βελτίωση της ίδιας διαχειριστικής ικανότητας και διακυβέρνησης.

Η δυνατότητα χορήγησης πιστώσεων έσχατης ανάγκης αποτελεί από τις σημαντικότερες λειτουργίες της κεντρικής τράπεζας. Στον ρόλο τους αυτόν, οι κεντρικές τράπεζες τυπικά έχουν την αρμοδιότητα χορήγησης βραχυπρόθεσμης ρευστότητας στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα έναντι κατάλληλων ρητρών χρήσης της ρευστότητας και έναντι κατάθεσης εγγυήσεων υπό την μορφή δέσμευσης χρηματοοικονομικών απαιτήσεων ή χρηματοπιστωτικών μέσων υψηλής ρευστότητας. Προκειμένου να λάβει απόφαση χορήγησης ρευστότητας, η κεντρική τράπεζα πρέπει να αξιολογήσει το ίδρυμα που έχει ανάγκη την ρευστότητα. Η συνήθης ιστορικά πρακτική για τις κεντρικές τράπεζες ήταν να δανείσουν ελεύθερα έναντι εγγυήσεων χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που θεωρούνται ότι αντιμετωπίζουν βραχυχρόνιο πρόβλημα ρευστότητας και όχι θεμελιώδες πρόβλημα φερεγγυότητας.

Σήμερα, έστω και εάν το συνολικό ειδικό βάρος των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων στο χρηματοπιστωτικό σύστημα έχει μειωθεί, τα μεγάλα ιδρύματα παραμένουν αρκούντως σημαντικά με αποτέλεσμα η τυχόν διάρρηξη της ομαλής τους λειτουργίας θα μπορούσε να αποτελέσει παράγοντα συστημικού κινδύνου λόγω των ακόλουθων χαρακτηριστικών τους:⁸²

- Εμφανίζουν υψηλό βαθμό δανειακής επιβάρυνσης, με λόγο ιδίων προς ξένα κεφάλαια μεταξύ 5% και 10%.
- Συνεχίζουν να εμφανίζουν υψηλά ποσοστά βραχυπρόθεσμων καταθέσεων όψεως στο παθητικό του ισολογισμού τους που δύναται να αποτελέσουν αντικείμενο άμεσης απόσυρσης.
- Εμφανίζουν μεγάλο εύρος και συνθετότητα χρηματοοικονομικής δραστηριότητας αλλά οργανωτικής και νομικής διάρθρωσης που

⁸² Hendricks, D., J., Kambhu and P. Mosser 2006, “Systemic Risks and the financial system” Conference on new directions in understanding systemic risk, Federal reserve bank of New York.

καθιστούν την εξωτερική αξιολόγηση της χρηματοοικονομικής τους κατάστασης δύσκολη και θέτουν σημαντικά ζητήματα αποτελεσματικής διακυβέρνησης τους.

- Εμφανίζουν σημαντικά πιστωτικά ανοίγματα μεταξύ τους λόγω συναλλαγών στη διατραπεζική αγορά, στην εξωχρηματοπιστηριακή αγορά παραγώγων, και στα συστήματα πληρωμών, εκκαθάρισης και διακανονισμού συναλλαγών
- Εμφανίζουν αυξημένη ευαισθησία δραστηριότητας και κερδοφορίας στις κυκλικές διακυμάνσεις της οικονομίας αλλά και αυξημένη μυώπια στη διαδικασία χορήγησης πιστώσεων, τείνοντας να μην διδάσκονται από την – αρνητική- εμπειρία του παρελθόντος και να συνεχίζουν την χορήγηση κακών δανείων.
- Εμφανίζουν αυξημένους νομικούς, ρυθμιστικούς και λειτουργικούς κινδύνους λόγω της υψηλού κινδύνου και ενίοτε ανεξέλεγκτης επενδυτικής δράσης στελεχών τους.

Τα παραπάνω χαρακτηριστικά και η εξέλιξη της τρέχουσας χρηματοπιστωτικής κρίσης δημιούργησαν νέες προκλήσεις στο ρόλο των κεντρικών τραπεζών ως χορηγών ρευστότητας έσχατης ανάγκης, που σχετίζονται τόσο με την ρευστότητα της αγοράς όσο και την ρευστότητα αναχρηματοδότησης. Η απόσυρση των εμπορικών τραπεζών από την δραστηριότητα της διατραπεζικής αγοράς και των θεσμικών επενδυτών από τις συναλλαγές στην αγορά ανάγκασε τις κεντρικές τράπεζες να αναλάβουν το ρόλο του αντισυμβαλλόμενου στις αγορές, εκτείνοντας το εύρος των χρηματοπιστωτικών μέσων που αποδέχονται ως εγγυήσεις. Η εξέλιξη αυτή έθεσε σε νέα βάση το του παραδοσιακού ρόλου των κεντρικών τραπεζών ως χορηγοί ρευστότητας έσχατης ανάγκης και του ρόλου του κράτους εγγυητή καταθέσεων, όπου ο πρώτος ρόλος ασκείται σε περιπτώσεις προσωρινής έλλειψης ρευστότητας χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων που συνεχίζουν την δραστηριότητα τους, ενώ ο δεύτερος σε περιπτώσεις αφερεγγυότητας και πτώχευσης των ιδρυμάτων. Η τρέχουσα κρίση ανέδειξε με σαφήνεια αφενός την de facto άρση της διάκρισης αυτής και αφετέρου την ανταγωνιστική συνύπαρξη των δύο ρόλων η άσκηση του ρόλου του χορηγού πιστώσεων έσχατης ανάγκης σε ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα έναντι πολύς κακής ποιότητας εγγυήσεων επιτρέπει, σε περίπτωση αφερεγγυότητας και πτώχευσης

του ιδρύματος αυτού, μόνο κακής ποιότητας διαθέσιμων εγγυήσεων για τους καταθέτες τους εγγυητές καταθέσεων και τους πιστωτές⁸³.

5.2 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΟΥ ΚΡΑΤΟΥΣ

Σε περιόδους ανωμαλίας των αγορών που συνοδεύονται από πραγματοποίηση μεγάλων κεφαλαιακών ζημιών των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, τα τελευταία έχουν τρεις βασικές επιλογές ανακεφαλαιοποίησης:

- Αύξηση κεφαλαίου μέσω έκδοσης μετοχών ή εταιρικών ομολόγων, η οποία αλλάζει την υφιστάμενη μετοχική σύνθεση ή τη σχετική θέση μετοχών. Στην περίπτωση αυτή ευνοούνται, λόγω αδυναμίας εύρεσης κεφαλαίων, οι επενδυτές που είναι διατεθειμένη να αναλάβουν κίνδυνο, όπως τα SWFs ή τα Hedge funds.
- Αύξηση των παρακρατηθέντων κερδών και μείωση των διανεμόμενων μερισμάτων, έτσι ώστε η ανακεφαλαιοποίηση να χτιστεί εσωτερικά στη βάση μιας μέσο-μακροχρόνιας διαδικασίας.
- Μείωση του επιπέδου δανεισμού πελατών ή άλλων ιδρυμάτων με στόχο την μείωση των μεγεθών του ισολογισμού τους ώστε το νέο περιορισμένο επίπεδο ιδίων κεφαλαίων να είναι συνεπές με την τρέχουσα αξία ενεργητικού και τις ελάχιστες κεφαλαιακές απαιτήσεις. ωστόσο, η επιλογή αυτή μπορεί να οδηγήσει σε πιστωτική συρρίκνωση και ενδεχομένως σε ύφεση όπως συνέβη στο παρελθόν.

Με δεδομένες τις παραπάνω επιλογές σε περιόδους ανωμαλίας των αγορών, υπάρχουν πέντε βασικές πολιτικές που μπορούν να ασκηθούν από τις κυβερνήσεις για την αποτροπή του συστημικού κινδύνου. Οι πολιτικές αυτές, με σειρά προτεραιότητας κατά την άσκηση τους, είναι οι ακόλουθες:

⁸³ “Financial crisis: Further issues regarding deposit insurance and related financial safety net aspects” OECD secretariat , DAF /CMF (2008)29/ADD1.

- i. Πολιτική τόνωση της ρευστότητας- στο πλαίσιο της τρέχουσας κρίσης όλες οι χώρες κάνουν το μέγιστο που μπορούν μέσω των κεντρικών τραπεζών τους.
- ii. Πολιτική εγγύηση δανείων με στόχο την διευκόλυνση των εργασιών της διατραπεζικής αγοράς- στο πλαίσιο της τρέχουσας κρίσης στις ευρωπαϊκές χώρες υιοθετούν την πολιτική αυτή περισσότερο σε σχέση με τις ΗΠΑ.
- iii. Πολιτική εγγύηση καταθέσεων με στόχο την αποτροπή πανικού απόσυρσης καταθέσεων- στο πλαίσιο της τρέχουσας κρίσης όλες οι χώρες κάνουν το μέγιστο που μπορούν, έχοντας όμως σε ορισμένες περιπτώσεις διαπράξει το σημαντικό λάθος (που διορθώθηκε αργότερα) να παρέχουν εγγύηση σε μερικά μόνο χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και όχι σε άλλα.
- iv. Πολιτική διαχωρισμού μεταξύ καλών και «κακών» χρηματοπιστωτικών στοιχείων στους ισολογισμούς των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και απομάκρυνσης των «κακών» στοιχείων. Η πολιτική αυτή λαμβάνει την μορφή είτε (α) ενός προγράμματος διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων με αγορά των τοξικών στοιχείων ενεργητικού από το κράτος, είτε (β) την εθνικοποίηση των προβληματικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, τον διαχωρισμό των «κακών» στοιχείων του ισολογισμού και τελικά την πώληση των αποτοξινωμένων ιδρυμάτων πίσω στον ιδιωτικό τομέα.
- v. Πολιτική άμεσης ανακεφαλαιοποίησης των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων μέσω εύρεσης νέων μετοχών- στο πλαίσιο της τρέχουσας κρίσης πολλές χώρες προσπέρασαν το τέταρτο βήμα και προχώρησαν κατευθείαν στο πέμπτο ουσιαστικά μέσω αγοράς προνομιούχων μετοχών από τις κυβερνήσεις τους.
- vi. Άλλες πολιτικές ενίσχυσης ρευστότητας – δημιουργία πιστωτικών διευκολύνσεων μέσω ιδιωτική θέσπισης SPVs που χρηματοδοτούνται με δημόσιο χρήμα για την αγορά από επενδυτές, μικρής διάρκειας (ένας μήνας) με πιστοληπτική διαβάθμιση A-1 / P-1 / F-1, αλλά και εταιρικών τίτλων μικρής

διάρκειας (τρεις μήνες), καθώς και άλλα προγράμματα χρηματοδότησης από τους δημόσιους οργανισμούς ασφάλισης καταθέσεων που εγγυώνται τη έκδοση εταιρικών χρεογράφων υψηλής ποιότητας και παρέχουν πλήρη κάλυψη μη εντόκων καταθετικών λογαριασμών για την κάλυψη συναλλαγών.

Όσον αφορά την τρέχουσα χρηματοπιστωτική κρίση σημαντικές ήταν οι κυβερνητικές πρωτοβουλίες που έλαβαν χώρα διεθνώς προκειμένου να μετριάσουν τις αρνητικές συνέπειες της κρίσης. Οι πρωτοβουλίες αυτές για την ενίσχυση των τραπεζικών ισολογισμών έχουν εξελιχθεί από την αρχική υιοθέτηση μιας κατά περίπτωση προσέγγισης, σε μια ευρεία συστημική παρέμβαση. Μέχρι τον Σεπτέμβριο (2008), οι κυβερνήσεις εισέφεραν κεφάλαιο σε επιμέρους τράπεζες για να αποτρέψουν την αποτυχία τους και να διευκολύνουν τις συγχωνεύσεις. Η στρατηγική αυτή ουσιαστικά βασίστηκε στην παραδοχή ότι η μαζική υποστήριξη μέσω ενεργειών χορήγησης ρευστότητας από τις κεντρικές τράπεζες σε εύθετο χρόνο θα ενθαρρύνει τις τράπεζες να δανείζουν η μια την άλλη. Καθώς όμως οι ενέργειες αυτές δεν μπόρεσαν να εμποδίσουν την ταχεία διάβρωση της εμπιστοσύνης στις αγορές, στις αρχές Οκτωβρίου οι κυβερνήσεις σε όλες σχεδόν τις προηγμένες οικονομίες ανακοίνωσαν περισσότερο ολοκληρωμένες πρωτοβουλίες σταθεροποίησης των τραπεζικών συστημάτων.

Οι κυβερνητικές πρωτοβουλίες αντιμετώπισαν την κρίση εμπιστοσύνης σε δύο κυρίως μέτωπα: πρώτον, μέσω ενός συνόλου μέτρων που αποσκοπούν στην εξασφάλιση της απαιτούμενης τραπεζικής χρηματοδότησης στη βάση ρητής εγγύησης του δημοσίου για τις λιανικές τραπεζικές καταθέσεις και άλλες τραπεζικές υποχρεώσεις, και δεύτερον, μέσω ενός συνόλου μέτρων που αποσκοπούν στη μείωση της μόχλευσης των τραπεζών με βάση είτε την αγορά «τοξικών» προϊόντων είτε την εισφορά κεφαλαίου.

Η εξαγγελία κυβερνητικών προγραμμάτων άσκησε ισχυρή θετική επίδραση στα αγορές. Οι αποκλίσεις των τραπεζικών CDs μειώθηκαν και οι συνθήκες χρηματοδότησης της αγοράς σταθεροποιήθηκαν. Ωστόσο, καθώς εξελίσσεται η κρίση οι στόχοι των προγραμμάτων τελούν υπό τροποποίηση και οι λεπτομέρειες εφαρμογής τους δεν έχουν οριστικοποιηθεί σε πολλές περιπτώσεις, καθυστερώντας την απορρόφηση των κεφαλαίων. Κατά συνέπεια, οι επιπτώσεις των κυβερνητικών

μέτρων στα κίνητρα και τον ανταγωνισμό μεταξύ των εταιριών του χρηματοδοτικού κλάδου παραμένουν αβέβαιες, καθώς η επάρκεια και αποτελεσματικότητα των μέτρων αυτών για την επανεκκίνηση της διαδικασίας χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης στην ευρύτερη οικονομία διεθνώς δεν έχει ακόμα λάβει την απαιτούμενη ταχύτητα.

Τα κυβερνητικά προγράμματα που ανακοινώθηκαν μετά το ξέσπασμα της κρίσης περιέλαβαν κυρίως τα ακόλουθα μέτρα:

1. Επέκταση της κάλυψης των καταθέσεων μικρών αποταμιευτών. Η εγγύηση των τραπεζικών καταθέσεων ιδιωτών αποταμιευτών έχει χρησιμοποιηθεί ευρέως για να διασφαλιστεί η συνεχής πρόσβαση σε χρηματοδότηση με βάση τις καταθέσεις. Τα ποσά που καλύπτονται από τα συστήματα εγγύησης καταθέσεων ποικίλουν σημαντικά από χώρα σε χώρα, με ορισμένες χώρες να εκτείνουν απεριόριστα την εγγύηση.
2. Εεγγύηση χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων μεγάλων επενδυτών. Για την αντιμετώπιση της αποδυνάμωσης της αγοράς χρηματοδότησης, πολλές κυβερνήσεις ανακοίνωσαν κρατικές εγγυήσεις τραπεζικού χρέους. Το εύρος των καλυπτόμενων υποχρεώσεων και προμηθειών διαφέρει από χώρα σε χώρα, με ορισμένες χώρες να επιβάλλουν σταθερή προμήθεια για την χορήγηση εγγυήσεων και άλλες να συνδέουν την επιβαλλόμενη προμήθεια με την απόκλιση των τραπεζικών CDs.
3. Εισφορά κεφαλαίου. Η εισφορά κεφαλαίου απετέλεσε τον κύριο μηχανισμό άμεσης στήριξης των τραπεζικών ισολογισμών. Οι διαφορές μεταξύ χωρών ως προς τα μέσα και τις προϋποθέσεις εισφοράς κεφαλαίου είναι επίσης σημαντικές. Για παράδειγμα, το ποσοστό καταβολής μερίσματος στην εισφέρουσα κυβέρνηση από την αγορά προνομιούχων τραπεζικών μετοχών κυμαίνεται διεθνώς από 5% έως 12,5%. Επιπλέον, ορισμένες χώρες επιβάλλουν περιορισμούς στην αποζημίωση των ανωτέρων εκτελεστικών στελεχών ή/ και στην καταβολή μερίσματος στους κατόχους κοινών μετοχών.

4. Αγορά 'τοξικών' περιουσιακών στοιχείων. Η μετακίνηση τοξικών περιουσιακών στοιχείων από τραπεζικούς ισολογισμούς, ενώ συνιστά προϊόν σύνθεσης πολλών κυβερνητικών προγραμμάτων, δεν έχει ακόμα υλοποιηθεί σε ουσιαστική κλίμακα. Ένα σημαντικό ζήτημα που συνεχίζει να αποτελεί αντικείμενο δημόσιας συζήτησης διεθνώς είναι ο καθορισμός της τιμής στην οποία η κυβέρνηση θα αγοράζει 'τοξικά' περιουσιακά στοιχεία: εάν η τιμή είναι πολύ υψηλή θα ζημιωθεί ο φορολογούμενος, εάν αντιθέτως είναι πολύ χαμηλή δεν επιτυγχάνεται η ανακεφαλαιοποίηση. Υποστηρίζεται ότι μια σημαντική στήριξη των τραπεζικών ισολογισμών θα απαιτούσε την αγορά των στοιχείων αυτών κοντά στην ονομαστική τιμή- η οποία στην ουσία θα μπορούσε να συνιστά έμμεση ανακεφαλαιοποίηση. Επιπλέον, υποστηρίζει ότι το εύρος των αποδεκτών προς εξαγορά περιουσιακών στοιχείων από τις κυβερνήσεις πρέπει να είναι μεγάλο για να έχει άμεσο αντίκτυπο στην εμπιστοσύνη της αγοράς, απαιτώντας την υλοποίηση προγραμμάτων μεγάλης κλίμακας.\

Ωστόσο, η διεθνής συζήτηση υποστηρίζει ότι η κρατική παρέμβαση έχει και τις δικές της ανεπιθύμητες ενέργειες:

α) Επιπτώσεις στις ευρύτερες πιστωτικές αγορές. Οι κυβερνητικές εγγυήσεις επηρεάζουν τις σχετικές τιμές των πιστώσεων. Η επέκταση των χορηγούμενων κρατικών εγγυήσεων χρέους θα μπορούσε να επιφέρει αύξηση του σχετικού κόστους δανεισμού για τα χρεόγραφα που είναι στενά υποκατάστατα τραπεζικών χρεών. Επιπλέον, ο συνδυασμός των διαφορετικών κυβερνητικών δράσεων μπορεί να περιπλέξει την αξιολόγηση και αποτίμηση του σχετικού πιστωτικού κινδύνου των διαφορών μορφών υποχρεώσεων των τραπεζών. Οι εισφορές κεφαλαίου σημαίνουν ότι οι κυβερνήσεις συνήθως αποκτούν μικρές συμμετοχές που επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση των τραπεζών. Οι εισφορές κεφαλαίου σημαίνουν ότι οι κυβερνήσεις συνήθως αποκτούν μικρές συμμετοχές που επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση των τραπεζών. Αυτό θα μπορούσε να ερμηνευθεί από τις αγορές ως έμμεση κρατική εγγύηση για το σύνολο των υφισταμένων υποχρεώσεων. Είναι τα οφέλη της σταθεροποίησης από την παροχή κρατικών εγγυήσεων ενδέχεται να υπερβούν το κόστος που συνδέεται με τις στρεβλώσεις στην αγορά στο εγγύς μέλλον,

μια σαφή στρατηγική εισόδου από το μετοχικό κεφάλαιο των τραπεζών φαίνεται σε εύθετο χρόνο αναγκαία για τον περιορισμό των αρνητικών επιπτώσεων στον τομέα των πιστωτικών αγορών, μεσοπρόθεσμα.

β) Διασυννοριακά θέματα. Ενώ τα σχέδια διάσωσης ακολουθούν κοινές αρχές παρέμβασης, οι εθνικές διαφορές ως προς τον συγκεκριμένο σχεδιασμό και εφαρμογή στην πράξη είναι σημαντικές. Οι διαφορές στην τιμή και στο πεδίο εφαρμογής των κυβερνητικών εγγυήσεων για την έκδοση νέου χρέους μπορούν να θέσουν τις τράπεζες διαφορετικών χωρών σε μειονεκτική θέση χρηματοδότησης στις αγορές χονδρικής, καθώς το κόστος χρηματοδότησης θα καταστεί τελικά συνάρτηση του κόστους ασφάλισης της έκδοσης και της φερεγγυότητας της χώρας που παρέχει τις εγγυήσεις τραπεζικών υποχρεώσεων. Στην ακραία περίπτωση, ο κίνδυνος χώρας θα μπορούσε να εκληφθεί ως βάση αξιολόγησης του πιστωτικού κινδύνου τραπεζικών χρεών. Επίσης, σε περίπτωση αποτυχίας μιας τράπεζας, η μεταχείριση των καταθέσεων λιανικής αλλοδαπών προσώπων απαιτεί αποσαφήνιση. Η επιλογή του κατάλληλου χρηματοπιστωτικού μέσου και οι όροι εισφοράς κεφαλαίου θα μπορούσαν επίσης να επηρεάσουν την ανταγωνιστική θέση της χώρας στις διεθνείς αγορές, λόγω των διαφορών στο πραγματικό κόστος κεφαλαίου που παρέχεται από τις κυβερνήσεις και των συνθηκών πρόσβασης σε ιδιωτικά κεφάλαια.

5.3 ΠΟΛΙΤΙΚΕΣ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗΣ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

Υπό το βάρος της τρέχουσας παγκόσμιας κρίσης, αναζητώνται λύσεις τόσο σε εθνικό όσο και σε διεθνές επίπεδο. Λύσεις που θα αποτελέσουν το έναυσμα για την αντιστροφή του δυσμενούς κλίματος και θα βοηθήσουν την παγκόσμια οικονομία να εισέλθει ξανά σε αναπτυξιακή τροχιά. Οι πρωτοβουλίες που έχουν ληφθεί έως σήμερα σε διεθνές επίπεδο μετά τη χρεοκοπία της Lehman Brothers, περιλαμβάνουν πακέτα δισεκατομμυρίων για την διάσωση, εγγύηση και ασφάλεια του τραπεζικού συστήματος, προγράμματα εξαγοράς υποτιμημένων στοιχείων από τους ισολογισμούς των τραπεζών, καθώς και αγορά εταιρικών ομολόγων από τις κυβερνήσεις των κρατών, σε μια προσπάθεια να επανέλθει η εμπιστοσύνη και η ομαλή ροή κεφαλαίων στην αγορά.

Στην προσπάθεια αυτή ενεργός είναι και ο ρόλος των κεντρικών τραπεζών. Σε αυτό το πλαίσιο, εντάσσεται και η μείωση του βραχυπρόθεσμου επιτοκίου από την

Fed (εκτενή αναφορά στην οποία έχει ήδη γίνει) αρχής γενομένης το φθινόπωρο του 2007, περίοδος που πρωτοεμφανίστηκε η κρίση. Την τάση αυτή ακολούθησε τον φθινόπωρο του 2008 η ΕΚΤ συντονίζοντας, έστω και καθυστερημένα, και αφού η ύφεση πήρε γενικευμένες διαστάσεις, τις κινήσεις της με την αμερικάνικη κεντρική τράπεζα. Συνοπτικά, τις έως τώρα πρωτοβουλίες, συνθέτουν η παροχή ρευστότητας στην αγορά, οι διευκολύνσεις προς τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, καθώς και η αγορά κρατικών και εταιρικών ομολόγων με παράλληλη εξομάλυνση των πιέσεων που δέχεται η χρηματοδότηση των κρατών και των μεγάλων επιχειρήσεων. Πρωτοπόρες στις παραπάνω πρωτοβουλίες, τόσο σε κυβερνητικό επίπεδο όσο και επίπεδο κεντρικών τραπεζών, είναι οι ΗΠΑ.

Αξίζει επίσης να αναφερθεί ότι το τελευταίο χρονικό διάστημα, πολλές κυβερνήσεις, υπό την πίεση κοινωνικών ομάδων στο εσωτερικό τους, επιστρατεύουν τον κρατικό παρεμβατισμό προκειμένου να προστατεύσουν τα εγχώρια προϊόντα τους και να διαφυλάξουν τις θέσεις εργασίας, αδιαφορώντας για τις επιπτώσεις της πολιτικής αυτής στις εξαγωγές των κρατών και στο διεθνές εμπόριο (π.χ η Γαλλία στην περίπτωση της αυτοκινητοβιομηχανίας). Σύμφωνα με τις προβλέψεις, το παγκόσμιο εμπόριο αναμένεται να υποχωρήσει εντός του 2009, ενώ η καθαρή ροή κεφαλαίων προς τις αναδυόμενες αγορές αναμένεται να κυμανθεί στα \$165 δις, αισθητά μειωμένη σε σύγκριση με το 2007, όπου ανήλθε στο ποσό των \$929 δις.

Το ζητούμενο λοιπόν είναι η κυριαρχία της ψυχραιμίας για την αποφυγή κινήσεων πανικού και υπέρμετρης αντίδρασης, που μπορεί να βλάψουν τις αρχές μιας παγκοσμιοποιημένης οικονομίας. Παράλληλα, κρίνεται αναγκαία η επίτευξη συντονισμένης παγκόσμιας δράσης, με τη θεσμοθέτηση κανόνων διεθνούς εμβέλειας και αναγνώρισης. Οι προτεινόμενες λύσεις θα πρέπει να συνδέονται με τα αίτια της υφισταμένης κρίσης και να στοχεύουν στην αποφυγή παρόμοιων στρατηγικών που οδήγησαν την παγκόσμια οικονομία σε ανισορροπία, με χώρες ιδιαίτερα ελλειμματικές εξαρτώμενες σε μεγάλο βαθμό από την πορεία των πλεονασματικών χωρών.⁸⁴

⁸⁴ Ηλεκτρονική πηγή : <http://www.insight.gr/economy.php?artid=15>, «Η κρίση στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα και οι επιπτώσεις στην Ελληνική οικονομία».

Ο Τζορτζ Σόρος, μεγαλοεπενδυτής των ΗΠΑ, στο άρθρο του για τη οικονομική ανάκαμψη από την κρίση επισημαίνει πως σε ένα περιβάλλον αποπληθωρισμού με συσσωρευμένα χρέη για να αντιμετωπιστεί η πιστωτική ασφυξία, να προχωρήσει η ανακεφαλαιοποίηση του τραπεζικού συστήματος και να διαγραφούν τα χρέη πρέπει να βρεθεί χρήμα. Για να επιτευχθούν καλύτερα αποτελέσματα, οι τρεις διαδικασίες πρέπει να συνδυαστούν, κάτι που απαιτεί ριζοσπαστικές και ανορθόδοξες πολιτικές. Αν επιτύχουν τα μέτρα και οι πιστώσεις αρχίσουν να αυξάνονται, οι αποπληθωριστικές πιέσεις θα δώσουν τη θέση τους στο φάσμα του πληθωρισμού. Τότε οι Αρχές θα πρέπει να περιορίσουν την υπερβολική προσφορά χρήματος στην οικονομία, σχεδόν όσο γρήγορα την ενίσχυσαν. Από τις δύο αυτές λειτουργίες η δεύτερη μπορεί να αποδειχθεί ακόμη δυσκολότερη από την πρώτη, τόσο τεχνικά όσο και πολιτικά, ωστόσο η εναλλακτική- η παγκόσμια ύφεση και η αναταραχή- δεν είναι απαράδεκτη. Δεν υπάρχει τρόπος να αποτραπεί μια κατάσταση που απέχει πολύ από την ισορροπία- αποπληθωρισμός και ύφεση σε παγκόσμιο επίπεδο- παρά μόνον με την πυροδότηση και στη συνέχεια τον περιορισμό του αντιθέτου της. Το εύρος του προβλήματος είναι μεγαλύτερο από ό,τι ήταν τη δεκαετία του 1930, ενώ η αμεθόδετη και αυθαίρετη αντιμετώπιση από την κυβέρνηση Μπους χειροτέρεψε και άλλο την κατάσταση.

Επομένως, για να αποτραπούν τα χειρότερα, ο Τζορτζ Σόρος υποστηρίζει πως θα πρέπει να υιοθετηθεί ένα ριζοσπαστικό και εκτεταμένο πακέτο μέτρων, το οποίο θα αποτελείται από πέντε βασικούς άξονες: 1) δημοσιονομικά κίνητρα, 2) επιδιόρθωση του συστήματος στεγαστικής πίστης, 3) τραπεζική ανακεφαλαιοποίηση, 4) καινοτομία στην ενεργειακή πολιτική, 4) μεταρρύθμιση του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος. Το πρόγραμμα δημοσιονομικών κινήτρων έχει προχωρήσει, αλλά θα χρειαστεί χρόνος για να λειτουργήσει. Η πλήρης επιδιόρθωση του συστήματος στεγαστικών δανείων και η ανακεφαλαιοποίηση είναι μέτρα απαραίτητα για την αντιστροφή της οικονομικής κατάστασης.

Οι τιμές των ακινήτων. Ο στόχος της αναμόρφωσης του συστήματος στεγαστικής πίστης είναι να αποφευχθεί η υπερβολική κατρακύλα των τιμών των ακινήτων μέσα από τον περιορισμό των κατασχέσεων στο ελάχιστο και την παροχή κινήτρων στους αγοραστές. Είναι θεμελιώδες για να μειωθούν οι αποπληθωριστικές πιέσεις να σταθεροποιηθούν οι ισολογισμοί των τραπεζών και να αρχίσουν πάλι να δανείζουν. Ο

στόχος εξυπηρετείται καλύτερα με την τροποποίηση των στεγαστικών δανείων ώστε το κεφάλαιο του δανείου να μην υπερβαίνει την αξία του σπιτιού. Συζητείται εντόνως το κατά πόσο οι συγκεκριμένες τροποποιήσεις πρέπει να είναι αποσπασματικές ή εθελοντικές, αν θα απευθύνονται σε πελάτες που έχουν καθυστερήσει τις δόσεις τους ή θα είναι συστημικές και θα επιβάλλονται και στους πελάτες (τους οφειλέτες) που δεν τους αφορούν άμεσα. Μια συστημική τροποποίηση της στεγαστικής πίστης θα αντικαθιστούσε στεγαστικά δάνεια τα οποία, σύμφωνα με το Αυτοματοποιημένο Πρότυπο Αξιολόγησης (AVM), έχουν βυθιστεί με νέα δάνεια βάσει της διαδικασίας POB. Το κεφάλαιο θα περιοριστεί στην ισχύουσα τιμή της αγοράς μέσω του προτύπου AVM. Τα νέα δάνεια, βάσει της αρχής ισορροπίας POB, θα διαθέτουν την εγγύηση μιας κυβερνητικής υπηρεσίας, γεγονός που θα ενισχύει την αξία τους, ενώ η υπηρεσία θα μπορεί να εισπράττει ασφάλιστρα και να διατηρεί δικαιώματα παρακράτησης του ακινήτου. Στο μεταξύ, η κυβερνητική υπηρεσία, η οποία θα προκύψει από τη συγχώνευση των GSE, δεν θα αγοράζει ούτε θα πουλάει δάνεια. Αντί για αυτό, θα αναθέσει τη διαχείριση του χαρτοφυλακίου της σε εξειδικευμένες ομάδες, οι οποίες θα αμείβονται για την ελαχιστοποίηση των απωλειών με την προσαρμογή των δόσεων των στεγαστικών δανείων στη δυνατότητα των ιδιοκτητών να τις πληρώνουν, αντί για την ενεργοποίηση της διαδικασίας κατάσχεσης. Η όλη διαδικασία θα ενισχυθεί σημαντικά από έναν νέο νόμο για τις χρεοκοπίες, ο οποίος θα αφορά και τις κύριες κατοικίες. Θα επιτρέπει μια επιτάχυνση της διαδικασίας πτώχευσης με την προσαρμογή των δόσεων στις δυνατότητες των ιδιοκτητών και θα επιλύσει (το ανεπίλυτο με οποιονδήποτε άλλο τρόπο) πρόβλημα του δεύτερου στεγαστικού δανείου. Τα δύο αυτά μετράει ελαχιστοποίηση των απωλειών σε όλα τα στεγαστικά και η ρύθμιση της δόσης με βάση τη δυνατότητα αποπληρωμής του ιδιοκτήτη- θα μειώσουν, αλλά δεν θα εκμηδενίσουν την πίεση από τις κατασχέσεις ακινήτων, εφόσον το μέτρο θα αφορά αποκλειστικά τις κύριες κατοικίες. Τα επιτόκια για τους νέους αγοραστές θα είναι αρχικά επιδοτούμενα μέσω της πώλησης κρατικών ομολόγων και καθιστώντας τα κεφάλαια προσβάσιμα στους εκδότες στεγαστικών τίτλων. Αλλά οι εκδότες των στεγαστικών τίτλων θα ελέγχονται από την κρατική υπηρεσία για το πρώτο 10% του πιστωτικού ρίσκου που αναλαμβάνουν. Το επιτόκιο για τους νέους αγοραστές θα πρέπει να είναι κάτω από 5%. Οι εκδότες θα μπορούν να αναχρηματοδοτούν από την κεντρική τράπεζα των ΗΠΑ (Fed) δίχως απώλειες τους τίτλους που βασίστηκαν σε στεγαστικά δάνεια. Από ένα σημείο και μετά οι επιδοτήσεις θα σταματήσουν και τα επιτόκια θα διαμορφώνονται από την αγορά. Η

κυβερνητική υπηρεσία θα απορροφά τις απώλειες που θα προκύπτουν από τις διαδικασίες πτώχευσης, οι οποίες θα είναι σημαντικά μικρότερες από αυτές που προκαλούν οι κατασχέσεις. Το χαρτοφυλάκιο των προβληματικών (και υπό κρατικό έλεγχο) εταιρειών στεγαστικής πίστης (όπως η Freddie Mac και η Fannie Mae) σταδιακά θα ρευστοποιηθεί και τα συσσωρευμένα χρέη θα προστεθούν στο δημόσιο χρέος. Τελικώς, αφού σταθεροποιηθεί η αγορά ακινήτων και κατοχυρωθούν τα στεγαστικά ΡΟΒ, ακόμη και η εγγύηση των στεγαστικών δανείων μπορεί να καταστεί περιττή.

Λεφτά στην τράπεζα. Οποιοδήποτε σχήμα ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών πρέπει να είναι υποχρεωτικό και να αφορά ολόκληρο το σύστημα, και σε καμία περίπτωση αμεθόδετο και εθελοντικό όπως ήταν υπό τον υπουργό Οικονομικών Χένρι Πόλσον. Μετά την ανακεφαλαιοποίηση, τα ελάχιστα κεφαλαιακά διαθέσιμα των τραπεζών πρέπει να μειωθούν, π.χ., στο 6%, γεγονός που θα ενθαρρύνει τις τράπεζες να δανείσουν. Η οικονομία θα επανενεργοποιηθεί. Οι πάντες θα διαθέτουν πλέον σημαντική ρευστότητα και θα επιθυμούν να την αξιοποιήσουν. Μόλις εμφανιστεί κίνδυνος πληθωρισμού, τα ελάχιστα κεφαλαιακά διαθέσιμα θα αυξηθούν στο 8% και μετά ακόμη ψηλότερα, μειώνοντας έτσι τη μόχλευση του τραπεζικού συστήματος, κάτι που αποτελεί μακροπρόθεσμο στόχο. Αν το πακέτο στήριξης των τραπεζών στις ΗΠΑ είχε εφαρμοστεί με αυτόν τον τρόπο, θα είχε επιτευχθεί ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών με τα 700 δισ. δολάρια ή ακόμη και με λιγότερα. Αυτό είναι το ιδιαίτερο χαρακτηριστικό των οικονομικών κρίσεων και ευρύτερα των συγκυριών που ξεφεύγουν πολύ από την κατάσταση ισορροπίας: η κατάλληλη παρέμβαση μια δεδομένη στιγμή δεν παραμένει κατάλληλη για πολύ καιρό. Η χρηματιστηριακή αξία ολόκληρου του τραπεζικού συστήματος στις ΗΠΑ ίσως να μην υπερβαίνει το 1 τρις. δολάρια, ενώ η τρύπα στους ισολογισμούς των τραπεζών μπορεί να είναι μεγαλύτερη. Υπό αυτές τις συνθήκες, δεν μπορεί κανείς να βασίζεται στην προθυμία του Δημοσίου να αποκτήσει μετοχές των τραπεζών, οι οποίες μπορεί να υποχωρήσουν όταν η τράπεζα περάσει στον έλεγχο του κράτους. Σε ανάλογες περιπτώσεις το κράτος πρέπει να εφαρμόσει τη μέθοδο της καλής/ κακής τράπεζας: τα χρέη, τα προβληματικά περιουσιακά στοιχεία και το διαθέσιμο μετοχικό κεφάλαιο θα περάσουν στην κακή τράπεζα και η ροή των νέων κεφαλαίων θα κατευθυνθεί στην καλή. Οι μέτοχοι και όσοι ακόμη έχουν επιβαρυνθεί με τα χρέη της τράπεζας θα χάσουν τα περισσότερα ή και όλα τα λεφτά τους. Θα έχουν όμως δικαίωμα

συμμετοχής στην καλή τράπεζα. Στη συνέχεια θα μπορέσουν να ενεργοποιήσουν τα δικαιώματά τους και οι καλές τράπεζες δεν θα χρειαστεί να περάσουν στον έλεγχο του Δημοσίου. Οι φορολογούμενοι θα χρειαστεί ωστόσο να απορροφήσουν τις μεγάλες απώλειες των κακών τραπεζών. Ακόμη και έτσι, το τραπεζικό σύστημα χρειάζεται ανακεφαλαιοποίηση για να διασωθεί η οικονομία. Το κόστος μπορεί να υπερβεί το 1 τρις. δολάρια, αλλά είναι προτιμότερο από το να επιτρέψεις το βάρος των συσσωρευμένων χρεών να βουλιάξει την οικονομία.

Έξυπνα καύσιμα Η ενεργειακή πολιτική, με έμφαση στην καινοτομία, θα συμβάλει στην αντιμετώπιση της ύφεσης και του αποπληθωρισμού. Οι επενδύσεις στα εναλλακτικά καύσιμα θα συμβάλουν στον περιορισμό του αποπληθωρισμού των υψηλών τιμών στα συμβατικά καύσιμα. Είναι απαραίτητο να πεισθούν οι πολίτες ότι το κόστος της ενέργειας θα παραμείνει σταθερά υψηλό για να ενισχυθούν οι επενδύσεις στην εναλλακτική ενέργεια, αλλά και για τις μεθόδους εξοικονόμησης ενέργειας. Τελικώς, το κόστος της ενέργειας θα υποχωρήσει με τη διάδοση των νέων τεχνολογιών. Μέτρα όπως οι φορολογικές ελαφρύνσεις, οι επιδοτήσεις και τα όρια για τις εκπομπές διοξειδίου του άνθρακα από τα οχήματα είναι επίσης αναγκαία. Ωστόσο ούτε η ενεργειακή ασφάλεια ούτε η αντιμετώπιση της υπερθέρμανσης του πλανήτη μπορούν να επιτευχθούν αν δεν επιβληθεί κάποιο τίμημα για τις εκπομπές διοξειδίου του άνθρακα.⁸⁵

⁸⁵ Tonimaonline, άποψη του Τζορτζ Σόρου για την Χρηματοπιστωτική κρίση.

5.4 ΠΟΛΙΤΙΚΕΣ ΑΠΟΦΥΓΗΣ ΜΙΑΣ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

Η τρέχουσα χρηματοπιστωτική κρίση έδωσε πολύ σημαντικά μαθήματα στις αγορές και στις εποπτικές αρχές όσον αφορά το ρόλο τους στο οικονομικό σύστημα και τις ορθές πολιτικές που πρέπει να ακολουθούν τόσο για να αποφευχθεί μια νέα κρίση όσο και για να αντιμετωπιστεί η ήδη υπάρχουσα. Ειδικότερα :

A. Ο παρεμβατικός ρόλος του κράτους και των κεντρικών τραπεζών, σε περιόδους ανωμαλίας των αγορών, χρήζει αναθεώρησης στις ακόλουθες πολιτικές:

1. Η παρέμβαση της κεντρικής τράπεζας πρέπει να έχει μεγαλύτερο εύρος αναφορικά με:

- i. Την διάρκεια της παρεχόμενης ρευστότητας (από overnight σε μερικές εβδομάδες)
- ii. Την αποδοχή εγγυήσεων (περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα ως αποδεκτά, υποκείμενα βεβαίως σε κόστος και ρήτρες χρήσης τους) και αντισυμβαλλομένων, και
- iii. Την διενέργεια συναλλαγών ανοικτής αγοράς (υποκείμενες σε κατάλληλα haircuts για τις αποδεκτές εγγυήσεις ώστε να περιορίζονται ο πιστωτικός κίνδυνος στους ισολογισμούς των κεντρικών τραπεζών, έχοντας όμως επίγνωση ότι η πολιτική αυτή δύναται να αποβεί σε βάρος των καταθετών και πιστωτών σε περίπτωση πτώχευσης ατομικού χρηματοπιστωτικού ιδρύματος, να ενθαρρύνει την περαιτέρω ανάληψη κινδύνου από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και σηματοδοτήσει μια αναληθή αντίληψη αφερεγγυότητας ατομικού ιδρύματος που κάνει χρήση των εγγυήσεων).

2. Η λειτουργία των συστημάτων εγγύησης καταθέσεων πρέπει να αναθεωρηθεί με βασικού στόχους:

- i. Την άρση περιορισμών (ελέω φόβου στρέβλωσης του ανταγωνισμού) στην διάχυση πληροφοριών σχετικά με τις εγγυήσεις αυτές, ώστε να ελαχιστοποιηθεί ο κίνδυνος κατάχρησης των παρεχόμενων εγγυήσεων (moral hazard)

- ii. Την προσαρμογή των ασφαλίσιμων κινδύνων επί των εισφορών στο κεφάλαιο εγγύησης καταθέσεων, ώστε να αποφεύγεται η υπερβολική ανάληψη κινδύνων από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ή άμεση άντλησης ρευστότητας μέσω εξωχώριων υποκαταστημάτων τους, και
- iii. Την επιμήκυνση του επιπέδου, του εύρους και της περιόδου κάλυψης καταθέσεων, συμπεριλαμβανομένης και της άμεσης πρόσβασης στις ασφαλισμένες καταθέσεις, ώστε να αποφεύγεται ο πανικός απόσυρσης καταθέσεων.

3. Η ανακεφαλαιοποίηση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων πρέπει να είναι δυνατή μέσω της άσκησης μεγαλύτερου εύρους πολιτικών που περιλαμβάνουν αφενός την διαχείριση περιουσιακών στοιχείων στους ισολογισμούς των ιδρυμάτων με αγορά «τοξικών» στοιχείων ενεργητικού από το κράτος και ενδεχόμενη εθνικοποίηση προβληματικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, και αφετέρου την εύρεση νέων μετοχών για την ταχύτερη και αμεσότερη βοήθεια στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και συνεπώς στην τόνωση της εμπιστοσύνης στις αγορές.

B. Υπογραμμίζεται ο κρίσιμος ρόλος της ρευστότητας στη ρύθμιση της επενδυτικής δραστηριότητας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Το ζήτημα της ρευστότητας πρέπει να αντιμετωπιστεί σε σχέση με τους σύγχρονους πιστωτικούς κινδύνους που έχουν ανακύψει στο πλαίσιο του γενικευμένου δανεισμού και των μειωμένων απαιτήσεων εξασφάλισης δανείων. Στο πλαίσιο αυτό η εποπτεία του χρηματοπιστωτικού ιδρύματος πρέπει να αναμορφωθεί στις ακόλουθες κατευθύνσεις:

1. Απαιτείται η παρακολούθηση της αντοχής και ευέλικτης προσαρμογής όχι μόνο των ατομικών ιδρυμάτων αλλά και του συνολικού χρηματοπιστωτικού ιδρύματος μέσω της ανάπτυξης μεθόδων ελέγχου της αντοχής του συστήματος αυτού.⁸⁶

Η παρακολούθηση αυτή προϋποθέτει την αποτελεσματικότερη διασύνδεση μεταξύ μικρο- και μακρο- σταθεροποίησης, δηλαδή μεταξύ της μικροοικονομικής ανάληψης κινδύνων από τις ατομικές εταιρείες και της μακροοικονομικής αλληλεπίδρασης και διάδρασης μεταξύ των εταιριών. Η πρακτική αλληλεπίδραση μεταξύ μικροοικονομικής ανάληψης κινδύνου και μακροοικονομικής επίδοσης γίνεται εμφανής στη διασύνδεση μεταξύ διαχείρισης κινδύνου, χρηματοοικονομικής

⁸⁶ Eatwell, J. and A. Persaud, "A practical approach to the regulation of risk" 25/08/2008.

μετάδοσης και επιχειρηματικού κύκλου: υψηλές κεφαλαιακές απαιτήσεις επί τν επενδυτικών ανοιγμάτων στην πτωτική φάση του κύκλου οδηγούν τις εταιρείες να περιορίζουν την πιστωτική τους επέκταση επιδεινώνοντας την πτώση, ενώ οι χαμηλές κεφαλαιακές απαιτήσεις στην ανοδική φάση του κύκλου οδηγούν τις εταιρείες σε αυξημένη πιστωτική επέκταση, επιτυγχάνοντας την άνοδο.

2. Απαιτείται ο επαναπροσδιορισμός της εποπτείας ώστε να :

- i. Εστιάζεται στα ατομικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα με ουσιαστική εποπτεία των πηγών/ χρήσεων ρευστότητας και της διαφοροποίησης τους και συνεπώς της συνολικής ικανότητας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων να αναλαμβάνουν κινδύνους,
- ii. Ασκείται με διαφοροποιημένη ένταση μεταξύ των χρηματοπιστωτικών οργανισμών ανάλογα με τα διαφοροποιημένα προβλήματα καθενός εξ αυτών, δίνοντας προτεραιότητα σε αυτούς με υψηλή δανειακή επιβάρυνση σε σχέση προς τις βραχυχρόνιες επενδύσεις τους, ανεξάρτητα με τον νομικό ή επιχειρηματικό τους χαρακτήρα,⁸⁷
- iii. Επαινεί, μέσω χαμηλότερων κεφαλαιακών απαιτήσεων, τους οργανισμούς εκείνους που χρηματοδοτούν την επενδυτική τους δραστηριότητα από μακροπρόθεσμες πηγές κεφαλαίων και υπέχουν μακροπρόθεσμων χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων, δυνάμενες να ενεργήσουν ως απορροφητές κινδύνου σε περιόδους ανωμαλίας των αγορών.

Γ. Επιπλέον, η διαχείριση της ρευστότητας επιβάλλει την αναθεώρηση των κανόνων κεφαλαιακής επάρκειας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων με στόχο:

1. Την αναπροσαρμογή της στάθμισης κινδύνου διαφορετικών κατηγοριών ανοιγμάτων αλλά και των συντελεστών μετατροπής εκτός ισολογισμού χρηματοπιστωτικών μέσων σε εντός ισολογισμού στοιχεία, με αποτελέσματα την επαρκή ενσωμάτωση των διαφορετικών κινδύνων στους δείκτες φερεγγυότητας και τις οικονομικές καταστάσεις των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και τον περιορισμό

⁸⁷ Buitter, W. and A. Sibert, 2007, "The bank must take three steps to ease the turbulence" Financial times 06/09/08.

του ρυθμιστικού arbitrage, καθώς επίσης και την αναμόρφωση των υποδειγμάτων υπολογισμού κινδύνου με στόχο την ενσωμάτωση της επίδρασης που ασκεί επί του συνολικού κινδύνου ο κίνδυνος όχι μόνο ενός συγκεκριμένου επενδυτικού ανοίγματος αλλά επίσης του συνολικού διαφοροποιημένου επενδυτικού χαρτοφυλακίου και συνεπώς του μεγέθους του επενδυτικού ανοίγματος, συμπεριλαμβάνοντας έτσι την επίδραση της συνολικής συγκέντρωσης κινδύνου στο χαρτοφυλάκιο επενδύσεων ελαχιστοποιώντας την επίδραση ενός και μόνο συστημικού παράγοντα.⁸⁸

2. Την διασύνδεση των παραγόμενων από τα ίδια χρηματοπιστωτικά ιδρύματα εκτιμήσεων κινδύνου με το σύνολο του επιχειρηματικού κύκλου και όχι μόνο με συγκεκριμένη φάση του, την αποσύνδεση των δεικτών δανειακής επιβάρυνσης από τις τρέχουσες τιμές αγοράς, την αποσύνδεση των πολιτικών επιλογής αντισυμβαλλομένου χορήγησης πιστώσεων από τη φάση του επιχειρηματικού κύκλου, την αποσύνδεση της χρήσης πολιτικών μερισματικής απόδοσης και αγοράς ιδίων μετοχών για την ενίσχυση των ιδίων κεφαλαίων από την φάση του επιχειρηματικού κύκλου, και την αρτιότερη προσαρμογή έναντι κινδύνου των προβλέψεων επιχειρηματικής κερδοφορίας.

3. Την ενίσχυση της εποπτικής διαδικασίας και των εργαλείων παρακολούθησης και ελέγχου αντοχής των ατομικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων για την διόρθωση των αδυναμιών αρχικού υπολογισμού εποπτικών κεφαλαίων, αλλά και την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και πειθαρχίας των αγορών μέσω αυξημένης διαφάνειας πληροφοριών και αναφορών κινδύνου ώστε να βελτιώσει την διαμόρφωση τρεχόντων αποτιμήσεων με βάση τις μελλοντικές ταμειακές ροές.

4. Απαιτείται η βελτίωση του εποπτικού ρόλου των διοικήσεων και της διακυβέρνησης των εταιριών στις διαδικασίες ανάληψης και διαχείρισης κινδύνων των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.

⁸⁸ Gordy , M. B 2003 , “ A risk factor model foundation of ratings based bank capital rules” Journal of Financial Intermediation, pp 199-232.

Δ. Έχει καταστεί αδιαμφισβήτητο γεγονός ότι οι εσωτερικές μετρήσεις κινδύνου και συνεπώς η συνολική αποτελεσματικότητα των εσωτερικών υποδειγμάτων αξιολόγησης και αποτίμησης σύνθετων χρηματοπιστωτικών μέσων, που χρησιμοποιούνται ως οδηγός επενδυτικής πολιτικής από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και θεωρούνται ως μέτρο αυτό-επόπτευσης των ιδρυμάτων από τις εποπτικές αρχές, επηρεάζονται σημαντικά από την φάση του επιχειρηματικού κύκλου, το επίπεδο του οποίου τείνει να επιδεινώνεται στην κάμψη του επιχειρηματικού κύκλου. Τα υποδείγματα αυτά χρησιμοποιούν μεθοδολογίες αποτίμησης mark to market στη βάση των οποίων παράγουν σήματα αντίδρασης των ιδρυμάτων έναντι επενέργειας δυσμενών εξωγενών παραγόντων, τα οποία όμως σε περιόδους ανωμαλίας των αγορών τελικά οδηγούν, λόγω της ομοιογενούς επενδυτικής συμπεριφοράς, σε αυξημένο συστημικό κίνδυνο. Δηλαδή το βασικό μειονέκτημα των υποδειγμάτων αυτών είναι ότι στηρίζονται σε αποκαλυφθείσες τιμές αγοράς για να προστατεύσουν από τις αποτυχίες που σχετίζονται με τις τρέχουσες τιμές αγοράς. Γενικότερα, οι πολιτικές διαχείρισης κινδύνων που σχετίζονται με την υπερβολική έκθεση σε σύνθετα χρηματοπιστωτικά μέσα όχι μόνο αφελών ή απρόσεκτων επενδυτών αλλά και πλέον ενημερωμένων και έμπειρων επενδυτών στις χρηματοπιστωτικές αγορές, απαιτούν ιδιαίτερη προσοχή και κατάλληλη προσαρμογή. Όσο και καλή να είναι η ex post διαχείριση κινδύνων, δεν μπορεί να μειώσει τους κινδύνους από την ex ante μείωση εγγυήσεων και την ‘χαλαρή’ αναδοχή δανείων. Στο πλαίσιο αυτό απαιτείται η αποτελεσματικότερη παρακολούθηση των μετρήσεων κινδύνων και η κατάλληλη χρήση των παραγόμενων ενδείξεων από τα εποπτικά όργανα των εταιριών, τα οποία προϋποθέτουν την αποτελεσματικότερη διακυβέρνηση τους.

Ε. Με απώτερο σκοπό την διατήρηση της αξιοπιστίας των αγορών, η διευρυμένη επιχειρηματική δραστηριότητα των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων με βάση το υπόδειγμα “originate and distribute” απαιτεί αυστηρότερη παρακολούθηση, η διαδικασία τιλοποίησης απαιτήσεων και η πολυπλοκότητα των τιλοποιημένων χρηματοπιστωτικών μέσων απαιτούν περισσότερη διαφάνεια, με στόχο την διακίνηση τους σε οργανωμένες αγορές και την αποτίμηση τους μέσω αυτών. Κανείς δεν είναι σίγουρος που ακριβώς κείτονται οι κίνδυνοι με αποτέλεσμα την αδυναμία εκτίμησης τους από τους επενδυτές, την έξοδο τους από την αγορά, την συρρίκνωση της και τελικά τον περιορισμό της αξιοπιστίας της.

Απαιτείται η παροχή κινήτρων για την παρακολούθηση από τα ίδια χρηματοπιστωτικά ιδρύματα της διαδικασίας έκδοσης και του υπολογισμού απόδοσης των σύνθετων χρηματοπιστωτικών μέσων που δημιουργούν και διακινούν, αλλά και αυστηρότερη παρακολούθηση των οχημάτων ειδικού σκοπού που θεσπίζουν για την διάθεση των μέσων αυτών. Η διαφάνεια δεν πρέπει να αφορά μόνο στα σύνθετα χρηματοπιστωτικά μέσα και τους εκδότες τους αλλά και στις πολιτικές διακράτησης και διάθεσης τους στις αγορές (δοθέντος ότι επηρεάζεται ο κίνδυνος ρευστότητας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων). Ειδικότερα τα hedge funds και τα private equity funds ως εναλλακτικοί πάροχοι ρευστότητας πρέπει να αποκαλύψουν περισσότερες πληροφορίες για τις δραστηριότητες και τα επενδυτικά ανοίγματα τους και ενδεχομένως να υποστούν περιορισμό του εύρους άσκησης της δραστηριότητάς τους .

ΣΤ. Απαιτείται καλύτερος συντονισμός των αρμοδίων φορέων άσκησης πολιτικής σε πολλαπλά επίπεδα για τη διατήρηση της μακροπρόθεσμης σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, στις ακόλουθες κατευθύνσεις:

1. Οι αρμοδιότητες του ασκούντος τη νομισματική πολιτική, του χορηγού ρευστότητας έσχατης ανάγκης και του εγγυητή της μακροπρόθεσμης χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, που παραδοσιακά ασκούνται από την κεντρική τράπεζα, τις προληπτικής ρύθμισης και εποπτείας της λειτουργικής επάρκειας και χρηματοοικονομικής φερεγγυότητας των ίδιων των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, που ασκείται είτε από την κεντρική τράπεζα (σε ορισμένες χώρες) είτε από διακριτή και ανεξάρτητη εποπτική αρχή (σε άλλες χώρες) είτε από υβριδικά σχήματα (σε άλλες χώρες) , και της γενετικής εποπτείας της λειτουργίας και διακυβέρνησης του χρηματοπιστωτικού συστήματος σε εγχώρια και διεθνή διάσταση, που ασκείται (κυρίως συμβουλευτικά) από το εποπτεύον Υπουργείο Οικονομίας κάθε χώρας, πρέπει να αποσαφηνιστούν προσεκτικά και να ασκηθούν αποτελεσματικά με κύριο άξονα τον καλύτερο συντονισμό, παραγωγή και διάχυση πληροφοριών για την αποτροπή συστημικών κρίσεων, καθώς και την ιεράρχηση και καταμερισμό ευθύνης και αρμοδιότητας λήψης μέτρων παρέμβασης.

2. Με δεδομένο ότι: (i) η ανάπτυξη εταιριών-οχημάτων ειδικού σκοπού επιτράπηκε από τις περισσότερες κεντρικές τράπεζες αλλά όχι από όλες (π.χ. Ισπανία), επηρεάζοντας τον ανταγωνισμό μεταξύ των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, (ii) η δημιουργία των εταιριών αυτών ήταν εκτενέστερη από τις επενδυτικές τράπεζες συναλλαγών χονδρικής και περιορισμένη από τα παραδοσιακά ιδρύματα λιανικής τραπεζικής και (iii) το πρόβλημα εμφανίστηκε συγκριτικά εντονότερο στις περιπτώσεις όπου η εποπτεία των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων ασκούσαν από άλλους φορείς και όχι τις κεντρικές τράπεζες (ΗΠΑ , ΗΒ, Γερμανία, εκτός όμως της Ολλανδίας), φαίνεται ότι το τριαδικό σύστημα εποπτείας (Υπουργείο, Εποπτική Αρχή , Κεντρική Τράπεζα) δεν είχε την αναμενόμενη αποτελεσματικότητα. Τελικά τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που δεν είχαν αναπτύξει υπέρμετρη δραστηριότητα τιτλοποίησης απαιτήσεων διότι οι εποπτικές αρχές τους δεν τους είχαν επιτρέψει, βρέθηκαν στην δυσάρεστη θέση να υποφέρουν από την κρίση χωρίς να ευθύνονται. Είναι προφανές λοιπόν ότι απαιτείται κατάλληλη αναδιάρθρωση των εποπτικών δομών ώστε να αποσβήσουν μελλοντικά οι συνέπειες από την έλλειψη συντονισμού μεταξύ αρμοδίων εποπτικών αρχών.
3. Διαφορές στο επίπεδο, εύρος και χρόνο κάλυψης καταθέσεων και στο γενικό πλέγμα εγγυήσεων μεταξύ διαφορετικών κρατών και μεταξύ διαφορετικών ιδρυμάτων εντός του ίδιου κράτους δημιουργούν σημαντικό ζήτημα αθέμιτου ανταγωνισμού πλεονεκτήματος μεταξύ τους με αποτέλεσμα την μετακίνηση καταθέσεων και την διαφοροποίηση του κόστους συναλλαγών, ιδιαίτερα δε σε ενδο-ευρωπαϊκό επίπεδο χαρακτηριζόμενο από το ίδιο το νόμισμα και ρυθμιστικό πλαίσιο, απαιτώντας τον κατάλληλο συντονισμό των κεντρικών τραπεζών και των κρατών στην κατεύθυνση της κατάλληλης εναρμόνισης.
4. Με δεδομένη την πρόσβαση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων σε εξαγωγίμες πηγές ρευστότητας μέσω των υποκαταστημάτων που διαθέτουν στο εξωτερικό, απαιτείται ουσιαστική συνεργασία και συντονισμός μεταξύ κεντρικών τραπεζών για τον έλεγχο πρόσβασης

σε πηγές ρευστότητας και την αποτροπή έμμεσης παραβίασης κανόνων ρευστότητας.

Z. Είναι αναγκαία η αναθεώρηση της λειτουργίας των οργανισμών διαβάθμισης της πιστοληπτικής ικανότητας χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων (credit rating agencies) με στόχο τον επαναπροσδιορισμό του πεδίου άσκησης δραστηριότητας, την ανεξαρτησία της παραγωγής διαβαθμίσεων και τον περιορισμό των εσωτερικών συγκρούσεων συμφερόντων (πληρώνονται από τους εκδότες χρηματοπιστωτικών μέσων που αξιολογούν και όχι τους επενδυτές που υπηρετούν, τα έσοδα από παροχή συμβουλών είναι υψηλότερα από τα έσοδα από παροχή υπηρεσιών πιστοληπτικής αξιολόγησης), την ενίσχυση της παρακολούθησης των αξιολογούμενων εταιριών (με την βελτίωση των τεχνικών παρακολούθησης μέσω της προσθήκης παραμέτρων ρευστότητας) και την ταχύτερη πρόβλεψη δυνητικών προβλημάτων και αντίδραση σε αυτά. Ενδεχομένως θα συνέβαλλε η διευκόλυνση προσφυγής επενδυτών στα δικαστήρια ενάντια σε υπερβολικά αποκλίνουσες ‘γνώμες’ από τις εταιρίες πιστοληπτικής αξιολόγησης.

H. Κρίνεται σκόπιμη η αναθεώρηση της φορολογικής πολιτικής έναντι των οχημάτων ειδικού σκοπού και των εναλλακτικών επενδυτικών οχημάτων με στόχο την αποτροπή της χρήσης τέτοιων οχημάτων για την απόκρυψη δραστηριότητας από τους δημοσιευμένους ισολογισμούς και την μείωση της φόρο-αποφυγής.

Θ. Τέλος, απαιτείται η διαχείριση της συνολικής ρευστότητας σε παγκόσμια κλίμακα, θέτοντας το ζήτημα της κατάλληλης αρχιτεκτονικής του παγκοσμίου χρηματοπιστωτικού συστήματος.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ-ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

6.1 ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ

Αναμφίβολα λοιπόν οι συνέπειες και το κόστος της χρηματοπιστωτικής κρίσης έφεραν έντονες και σημαντικές αλλαγές στην παγκόσμια οικονομία. Οι επιπτώσεις, πέραν των ζημιών στο τραπεζικό σύστημα, περιλαμβάνουν σημαντική μείωση των ρυθμών οικονομικής ανάπτυξης στις ΗΠΑ και στην ΕΕ, και λιγότερο στον υπόλοιπο κόσμο, καθώς και σημαντική και απότομη διόρθωση των χρηματιστηριακών δεικτών (οι περισσότεροι δείκτες ήταν 50% περίπου χαμηλότερα στις αρχές Νοεμβρίου 2008 απ' ότι στις αρχές του ίδιου έτους). Το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ) στις προβλέψεις του Απριλίου 2008 εκτίμησε τις συνολικές ζημίες του χρηματοπιστωτικού συστήματος σε 945 δις. δολάρια, μέγεθος που αναθεωρήθηκε σε 1400 δις. δολάρια στις προβλέψεις του Οκτωβρίου 2008, αφού μεσολάβησαν δραματικά γεγονότα χρεοκοπίας τραπεζικών και ασφαλιστικών κολοσσών και έντονης παρεμβατικής και διασωστικής δραστηριότητας των αρχών, στις ΗΠΑ, στην ΕΕ και αλλού.

Σύμφωνα με τις τελευταίες προβλέψεις του ΔΝΤ, ο παγκόσμιος ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης αναμένεται να μειωθεί σημαντικά τόσο σε σχέση με το 2007 όσο και με τις αρχικές (στην αρχή του 2008) προβλέψεις. Ο ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης των αναπτυσσόμενων οικονομιών αναμένεται να είναι αρνητικός το 2009 (-0.3%). Δεν προβλέπονται όμως αρνητικοί ρυθμοί οικονομικής ανάπτυξης για την παγκόσμια οικονομία λόγω (α) της συνεχιζόμενης ταχείας οικονομικής ανάπτυξης της Κίνας, της Ινδίας και των άλλων αναπτυσσόμενων χωρών, (β) της έντονα παρεμβατικής στάσης της Ομοσπονδιακής Κεντρικής Τράπεζας των ΗΠΑ (Fed), των άλλων κεντρικών Τραπεζών, του αμερικανικού δημοσίου και πολλών κυβερνήσεων ευρωπαϊκών χωρών, με τις πρωτοφανείς διασωστικές παρεμβάσεις, (γ) της πτωτικής τιμής του πετρελαίου, των τροφίμων και των λοιπών πρώτων υλών.⁸⁹

⁸⁹ «Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση, οι επιπτώσεις, οι προοπτικές και η νέα αρχιτεκτονική», Γιαννης Στουρνάρας, Επιστημονικός διευθυντής του IOBE.

Πιο συγκεκριμένα, στην τελευταία του έκθεση (Νοέμβριος 2008), που ακολούθησε τα δραματικά γεγονότα στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και τις κεφαλαιαγορές των ΗΠΑ και πολλών χωρών της Ευρώπης, το ΔΝΤ προβλέπει για την παγκόσμια οικονομία ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης 3.7% για το 2008 και 2.2% για το 2009 (από 5.0% το 2007), για τις ΗΠΑ 1.4% το 2008 και -0.7% το 2009 (από 2.0% το 2007) και για την Ευρωζώνη 1.2% το 2008 και -0.5% το 2009 από (2.6% το 2007). Για την Ελλάδα προβλέπει 3.2% το 2008 και 2.0% το 2009 από 4.0% το 2007. Είναι αξιοσημείωτο ότι οι αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες είναι πλέον η 'ατμομηχανή της ανάπτυξης' της παγκόσμιας οικονομίας, αφού ο εκτιμώμενος ρυθμός ανάπτυξής τους είναι 6.6% το 2008 και 5.1% το 2009.

Συνοπτικά θα μπορούσαμε να κατατάξουμε τις συνέπειες ως εξής:⁹⁰

- α. Μείωση του ΑΕΠ ή και αρνητικό ΑΕΠ για πολλές χώρες.
- β. Αύξηση της ανεργίας σε ολόκληρο τον πλανήτη και σε ορισμένες χώρες μάλιστα με εκρηκτικές διαστάσεις.
- γ. Μείωση των χορηγούμενων πιστώσεων από τις τράπεζες προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά.
- δ. Αύξηση του κόστους δανειοδότησης των κρατών, ιδιαίτερα των χωρών που παρουσιάζουν υψηλό δημόσιο χρέος.
- ε. Αύξηση του δημοσίου χρέους των χωρών, λόγω των υψηλών επιτοκίων των κρατικών ομολόγων.
- στ. Χρεοκοπία πολλών επιχειρήσεων με δυσμενή αποτελέσματα για την οικονομία των χωρών.
- ζ. Συγχωνεύσεις πολλών επιχειρήσεων ή μεταφορά των δραστηριοτήτων τους σε άλλες περιοχές του πλανήτη με διόγκωση ακόμη περισσότερο της ανεργίας.
- η. Κατάργηση όλων των κοινωνικών παρεμβάσεων με τη δικαιολογία της διατήρησης των θέσεων εργασίας.
- θ. Έκρηξη των κατώτερων κοινωνικών στρωμάτων με δυσάρεστες συνέπειες.

⁹⁰ Ηλεκτρονική πηγή, Τα πάντα γύρω από την οικονομία, «Επιπτώσεις ης κρίσης στην παγκόσμια οικονομία».

Το ποσοστό ανεργίας προσεγγίζει το απόγειο στο οποίο είχε εκτιναχθεί κατά την ύφεση του 1981-82, ενώ η εικόνα όσον αφορά στις περικοπές θέσεων εργασίας είναι η χειρότερη από την ύφεση του 1948-1949. Η πτώση του ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος (ΑΕΠ) είναι η μεγαλύτερη από την επιβράδυνση του 1957-1958, ενώ οι Αμερικανοί δεν έχουν ξαναδεί άλλη φορά μετά τη Μεγάλη Ύφεση να εξανεμίζεται τόσο γρήγορα ο πλούτος τους.

Το Εθνικό Γραφείο Οικονομικών Ερευνών ορίζει την ύφεση ως «σημαντική συρρίκνωση της οικονομικής δραστηριότητας που εξαπλώνεται σε ολόκληρη την οικονομία και διαρκεί περισσότερους από ολίγους μήνες». Μεταξύ των δεικτών που παρακολουθεί είναι το ΑΕΠ και η απασχόληση, οι οποίοι είναι και οι βασικοί, καθώς και το εισόδημα, τις πωλήσεις και τη βιομηχανική παραγωγή. Μολονότι η σημερινή ύφεση βρίσκεται κοντά στο τέλος της, όπως υποστηρίζουν πολλοί οικονομολόγοι, φαίνεται πολύ πιο σοβαρή από τις μεταπολεμικές περιόδους ύφεσης με βάση πολλές παραμέτρους.

Μολονότι η ανεργία δεν είναι τόσο υψηλή όσο ήταν στις αρχές της δεκαετίας του 1980, οπότε είχε φθάσει στο 10,8%, οι περικοπές θέσεων εργασίας που συνδέονται με την κρίση είναι ήδη πολύ περισσότερες επειδή η σημερινή ύφεση άρχισε με πολύ χαμηλότερο ποσοστό ανέργων από αυτό της περιόδου 1981-1982. «Όσον αφορά στην απασχόληση, έχουμε ξεπεράσει το 1982 και τείνουμε να ξεπεράσουμε και τη χειρότερη μεταπολεμική ύφεση που θεωρείται μέχρι στιγμής αυτή του 1948», επισημαίνει ο οικονομολόγος του πανεπιστημίου Στανφορντ, Μπομπ Χολ.⁹¹

Αν θέλουμε να μιλήσουμε για το κόστος τη κρίσης με αριθμούς και ποσά μπορούμε να επικαλεστούμε την έρευνα του οικονομολογικού επιτελείου της Commerzbank στη Γερμανία.

Σύμφωνα με την έρευνα αυτή λοιπόν, στη οποία επικεφαλής ήταν ο οικονομολόγος της Commerzbank, Γιορκ Κρέμερ, η χρηματοπιστωτική κρίση κόστισε 10,3 τρισεκατομμύρια δολάρια. Επιπλέον, κάθε κάτοικος του πλανήτη μας,

⁹¹ «Μακροβιότερη από τις μεταπολεμικές η σημερινή κρίση», Η Ναυτεμπορική, 29/07/2009.

ανεξαρτήτως εθνικότητας, ηλικίας και φύλου χρωστάει 1.500 δολάρια. Απώλειες ύψους περίπου 1,6 τρισεκατομμυρίων προέκυψαν από τις διαγραφές ενεργητικών και τις πτωχεύσεις τραπεζών. Άλλα 4,6 τρισεκατομμύρια ήταν οι απώλειες από τις αγορές ακινήτων στις ΗΠΑ και τη Βρετανία. Η μείωση της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας που προέκυψε από την χρηματοπιστωτική κρίση κόστισε τα τελευταία χρόνια άλλα 4,2 τρισεκατομμύρια δολάρια. Οι οικονομολόγοι εκτιμούν ότι εάν δεν προέκυπτε η τραπεζική κρίση, η οικονομία θα αναπτυσσόταν με τους ρυθμούς των προηγούμενων ετών.

Αναμφίβολα όμως η χρηματοπιστωτική κρίση αποτελεί μία σκληρή πραγματικότητα και δε έχει νόημα να μιλάμε για το ενδεχόμενο να μην είχε συμβεί. Αντίθετα η προσοχή όλων πλέον έχει στραφεί στους τρόπους με τους οποίους είναι δυνατόν να αντιμετωπιστεί μία τόσο βαθιά κρίση ώστε να επανέλθει η παγκόσμια οικονομία σε πιο στέρεες και υγιείς βάσεις αυτή τη φορά.

6.2 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Συμπερασματικά, θα υποστηρίζαμε πως η μεγαλύτερη οικονομική κρίση του 21^{ου} αιώνα οφείλεται κατά κύριο λόγο στη διάθεση των επενδυτών να ρισκάρουν με σκοπό την αναζήτηση υψηλών αποδόσεων (risk appetite), στο υψηλό επίπεδο ρευστότητας που παρατηρήθηκε τα τελευταία χρόνια και στην χρηματοοικονομική καινοτομία που χάραξε ένα μονοπάτι παραφροσύνης μέσω του μοντέλου “originate and distribute”.

Η κρίση του 2007 έχει τις ρίζες της στην πτώση των τιμών των κατοικιών η οποία οδήγησε σε μεγαλύτερα ποσοστά αθέτησης της υποχρέωσης πληρωμής σε δάνεια μειωμένης εξασφάλισης. Οι εταιρίες πιστοληπτικής διαβάθμισης υπήρξαν το κέντρο της πρόσφατης κρίσης καθώς πολλοί επενδυτές επαναπαύτηκαν στις αξιολογήσεις σύνθετων επενδυτικών προϊόντων: ομολογιακούς τίτλους με εγγύηση ενυπόθηκων δανείων και άλλα σύνθετα επενδυτικά προϊόντα γνωστά κυρίως ως δομημένα ομόλογα (collateralized debt obligations). Δεδομένου ότι οι απαιτήσεις αυτές είχαν μεταβιβαστεί σε επιχειρήσεις που ανήκουν στο χρηματοπιστωτικό τομέα και εδρεύουν σε διάφορες χώρες, η πτώση της αγοραίας αξίας τους και ο κλονισμός της

εμπιστοσύνης στη δυνατότητα εξόφλησης τους προκάλεσαν αναταραχή στις χρηματοπιστωτικές αγορές.

Τα κύρια θύματα της πρόσφατης χρηματοπιστωτικής κρίσης είναι οι δημιουργοί της, δηλαδή οι επενδυτικές τράπεζες. Στον τραπεζικό κόσμο η εμπιστοσύνη αποτελεί πολύτιμο αγαθό καθώς όλο το τραπεζικό σύστημα έχει κτιστεί πάνω σε σχέσεις εμπιστοσύνης. Από τη στιγμή που η σχέση εμπιστοσύνης ουσιαστικά διερράγη η κατάρρευση τους ήταν θέμα χρόνου.

Άμεση συνέπεια αυτής της μεγάλης χρηματοπιστωτικής κρίσης είναι η ανατροπή του οικονομικού μοντέλου της «ελευθερίας των αγορών» που κυριάρχησε τα τελευταία χρόνια. Η προσδοκία ότι η αγορά θα ισορροπήσει από μόνη της έχει πια εξανεμιστεί και όλοι προσδοκούν την κρατική παρέμβαση. Η εξέλιξη αυτή αποτελεί αφορμή για νέες συζητήσεις σχετικά με το ρόλο του κράτους.

Η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση δεν έχει τελειώσει και οι συνέπειες της γίνονται αισθητές καθημερινά στην παγκόσμια οικονομία. Το μέγεθος των επιπτώσεων αυτών διαφέρει ανάλογα με την οικονομική κατάσταση κάθε χώρας. Ενθαρρυντικό βέβαια είναι το γεγονός πως οι ηγέτες των είκοσι μεγαλύτερων οικονομιών του κόσμου –G20- κατέληξαν σε συμφωνία για την λήψη μέτρων που θα τονώσουν την παγκόσμια οικονομία στην συνάντησή τους στις 7 Απριλίου.

Οι G20 συμφώνησαν να διατεθούν για τους σκοπούς του Διεθνούς Νομισματικού ταμείου 500 δις. δολάρια, τριπλασιάζοντας τα κεφάλαια που μπορούν να διατεθούν στις χώρες που έχουν πληγεί περισσότερο από την παγκόσμια κρίση και τα οποία ανέρχονται πλέον στα 750 δις. δολάρια. Επιπλέον, με απόφαση της G20 δεσμεύονται περίπου 250 δις. δολάρια για την ενίσχυση του παγκόσμιου εμπορίου. Θα υπάρξουν επίσης κυρώσεις κατά των λεγόμενων φορολογικών παραδείσων και μέτρα υπέρ της διαφάνειας με την επιβολή αυστηρότερων κανονισμών για τον παγκόσμιο δημοσιονομικό έλεγχο.

Με συντομία το σχέδιο των G20 προβλέπει⁹²:

- ✓ Οι πόροι του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (ΔΝΤ) θα αυξηθούν σε δύο φάσεις κατά 500 δισεκατομύρια δολάρια.
- ✓ Υιοθετούνται νέοι κανόνες για την καταβολή μερισμάτων και μόνους στον χρηματοπιστωτικό τομέα. Και όπως χαρακτηριστικά είπε ο Γκορτον Μπραουν, «στο εξής δεν θα αμοίβονται οι αποτυχημένοι».
- ✓ Θα υπάρξει ρύθμιση που θα διέπει την λειτουργία των κεφαλαίων υψηλού κινδύνου.
- ✓ Οι «φορολογικοί παράδεισοι» που δεν συνεργάζονται στο μέλλον με τις αρχές των άλλων χωρών θα καταγράφονται σε μαύρη λίστα και θα υφίστανται κυρώσεις.
- ✓ Ανοίγει ο δρόμος για την κατάργηση του τραπεζικού απορρήτου.
- ✓ Παρέχονται στις αναπτυσσόμενες χώρες περισσότερα δικαιώματα συναπόφασης όσον αφορά στη διαμόρφωση της παγκόσμιας οικονομικής πολιτικής.
- ✓ Συγκροτείται ένα συμβούλιο για την Χρηματοπιστωτική Σταθερότητα.
- ✓ Θα επιβληθούν Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα.
- ✓ Θα τεθούν σε εφαρμογή ρυθμιστικοί κανονισμοί για την λειτουργία των οίκων αξιολόγησης, ώστε να αποφεύγεται η σύγκρουση συμφερόντων.

Ήδη κάποια από τα μέτρα αυτά έχουν τεθεί σε εφαρμογή πλέον ενώ κάποιες χώρες με ισχυρή οικονομία έχουν αρχίσει σιγά σιγά να δείχνουν τα πρώτα σημάδια ανάκαμψης από την κρίση όπως είναι οι οικονομίες της Γερμανίας, της Γαλλίας και του Ηνωμένου Βασιλείου. Ας ελπίσουμε πως με τα μέτρα που θα τεθούν σε εφαρμογή, πολλές θα είναι οι χώρες που θα ακολουθήσουν τον ίδιο δρόμο.

⁹² Ημερησία online, «G20: Επίθεση στην κρίση με 9 αποφάσεις», 03/04/2009.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνική

Φ. Βώρος, «Ιστορία Παγκόσμια και (ιδιαίτερα) Ελληνική κατά τον 20ό αιώνα».

Ηλεκτρονική εγκυκλοπαίδεια, <http://siatistanews.gr/klasika/istoria.html>

Καμπόλης Χ., Τραυλός Ν., καθηγητές στο ALBA university «Τα αίτια της πρόσφατης παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης», <http://www.alba.edu.gr>.

Μερτζάνης Χ., προϊστάμενος Δ/σης μελετών, Πιστοποίησης και Μηχανογράφησης, ΝΠΔΔ, «Η τρέχουσα χρηματοπιστωτική κρίση: χαρακτηριστικά και προκλήσεις», <http://www.agii.gr>.

P. Kennedy, «Προετοιμασία για τον 21^ο αιώνα», Αθήνα Λιβάνης Νέα Σύνορα, 1994.

Σαουντζόγλου Γ.- Πετόντης Χ., «Τραπεζική Θεωρία και Πρακτική», Εκδόσεις Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών, Αθήνα, 2006.

Στουρνάρας Γ., Επιστημονικός διευθυντής του IOBE, «Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση, οι επιπτώσεις, οι προοπτικές και η νέα αρχιτεκτονική». <http://www.iene.gr/>.

Δελτίο Τύπου της ΤτΕ, Η έκθεση της Τραπεζής της Ελλάδος για τη Νομισματική Πολιτική 2008-2009, Αθήνα, 16 Φεβρουαρίου 2009.

Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα. (2008) Ετήσια Έκθεση 2007.

Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα. (2007) Ετήσια Έκθεση 2006.

Οικονομικό Δελτίο της Alpha Bank, Φεβρουάριος 2009, Τεύχος 108.

Τράπεζα της Ελλάδος. Ετήσια έκθεση 2006 –2007.

Αρθρογραφία

Αυγουλέας Α., «Ευθύνες αμετανόητων κυβερνήσεων», Κυριακάτικη Ελευθεροτυπία, 28/09/2008.

Buiter,W. And A. Sibert, «The bank must take three steps to ease the turbulence» Financial Times, 06/09/08.

Eatwell, J. and A. Persaud , «A practical approach to the regulation of risk», Financial Times, 25/08/2008.

Κανέλης Β. & Αρλαπάνου Ε., «Οικοδομικό σοκ στην οικονομία», Ημερησία Online, 5/10/2008.

Lewis P., «Export growth slows for Asia's Tiger Economies», The New York Times, 3.8.1996.

Μαικλ Χάινριχ, «Η τρέχουσα χρηματοπιστωτική κρίση και το μέλλον του παγκόσμιου καπιταλισμού», Monthly Review, 09/06/2008.

Μπασακάλη Κ, «Η Ευρώπη στη Δίνη του Οικονομικού Κυκλώνα», Η Απογευματινή, 6/10/2008.

Μοσχονάς Κ., «Σε ύφεση και επισήμως η ευρωζώνη», Ελευθεροτυπία, 19/01/2009.

Παπαδογιάννης Γ., «Μαζικές ρευστοποιήσεις τραπεζικών μετοχών από ξένα χαρτοφυλάκια», Η Καθημερινή, 14/11/2008.

Person Says, «SachsenLB Has EU3 Billion in Subprime», Bloomberg.com , 29/9/2008, <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=aosVPIhxcCCg&refer=home>.

Σιδηρόπουλος Μ., αναπληρωτής καθηγητής ΑΠΘ «Τι μάθαμε από την κρίση του 1929 για τη διαχείριση της σημερινής;» Εφημερίδα Μακεδονία, 19/10/2008.

Σπινθουράκη Μ., «Στο τούνελ της ύφεσης η ελληνική οικονομία», Το Βήμα, 20/01/2009.

Slerman H., « Η οικονομική πολιτική Ομπάμα για διέξοδο από την κρίση τροφοδοτεί νέα «φούσκα» στις ΗΠΑ», ΕΞΙΠΡΕΣ, 16/02/2009.

Τσουπαρόπουλος Κ, «700 εκατ. ευρώ απαξιωμένα δομημένα ομόλογα», Ελευθεροτυπία, 15/03/2008

«Αμετάβλητα διατήρησε τα επιτόκια η ΕΚΤ», τεύχος της Καθημερινής, 3/10/2008.

«Asia's Economies: On their Feet again?», The Economist, 21.8.1999.

«Αύξηση από το σημερινό όριο των 20.000 ευρώ αποφάσισε το Ecofin Στις 100.000 € το όριο εγγύησης καταθέσεων στην Ελλάδα, στις 50.000 € στην Ευρωπαϊκή Ένωση», Τα Νέα, 7/10/2008.

«Capitalism at bay», The Economist, October 18, 2008.

«Greece's deposit guarantee deepens EU financial rift», 3/10/2008.

«JP Morgan Pays \$2 a Share for Bear Stearns», The New York Times, 29/9/2008.

«Κολοσσός Fortis: Μερική Κρατικοποίηση», Insurance Daily, 2/10/2008.

«Μακροβιότερη από τις μεταπολεμικές η σημερινή κρίση», Η Ναυτεμπορική, 29/07/2009.

«Μέτρα της γαλλικής κυβέρνησης για την ενίσχυση των τραπεζών», τεύχος της Καθημερινής, 2/10/2008.

«Ο ιός πέρασε τον Ατλαντικό», Τεύχος της Ελευθεροτυπίας, 2/10/2008.

«"Σκότωσαν" το σχέδιο Πόλσον στο Κογκρέσο», τεύχος της Ισοτιμίας, 30/9/2008.
«Στην Πειραιώς το 26,98% της Proton Bank», τεύχος της Καθημερινής, 18/10/2008.
«Structured investment vehicles' role in crisis», Financial Times, 29/9/2008.
«The Northern Rock auction: what a fiasco», The Independent, Business View 29/9/2008.
«The return of economic nationalism», The Economist, February 7, 2009.

Ηλεκτρονικές πηγές

«EXAE: Μείωση κερδών, μέρισμα 0,37, επιστροφή κεφαλαίου 0,25», 23/02/09.
Αρχική σελίδα του www.capital.gr.
«Θύματα της Lehman Brothers και 100 Λαρισαίοι επενδυτές», 30/9/2008.
<http://www.in.gr/NEWS/article.asp?lngEntityID=941087>.
«G20:Επίθεση στην κρίση με 9 αποφάσεις», Ημερησία online, 03/04/2009,
www.imerisia.gr.
«Προς αυξήσεις επιτοκίων έως και 0,50% στα επιχειρηματικά δάνεια», Ημερησία Online, 3/10/2008, www.imerisia.gr.
«Υποχώρηση παρουσίασε το μερίδιο των ξένων θεσμικών επενδυτών στο ΧΑ», 10/03/2009, www.in.gr.
«Υπό επιτήρηση η Ελλάδα για το έλλειμμα τον Μάρτιο η απόφαση για την περίοδο χάριτος», 18/02/2009, www.in.gr.
Ηλεκτρονική πηγή, Τα πάντα γύρω από την οικονομία, «Επιπτώσεις της κρίσης στην παγκόσμια οικονομία», <http://oikonomikanea.wordpress.com>.
Σπύρος Παρασκευόπουλος, «Η παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση και οι συνέπειές της», Εισήγηση, Φρανκφούρτη, 30/05/2009, <http://www.ellasnet.de>.

Ξένη

Bustelo P., «The East Asian Financial Crises: An Analytical Survey», International Working Paper, No 10, 1998.

Corsetti G.- P Pesenti – N. Roubini, «What caused the Asian Currency and Financial Crisis?», Japan and World Economy, vol 11, No 3, 1999.

Hendricks, D., J., Kambhu and P. Mosser, «Systemic Risks and the financial system», Conference on new directions in understanding systemic risk, Federal Reserve bank of New York, 2006.

Feldestein M., «Refocusing the IMF», Foreign Affairs, Vol. 77, No 2, 1998.

Hirst P.-Thomson G., «Globalization in Question: The international Economy and the Possibilities of Governance», 1999.

Glick R.-Moreno R., «The East Asian miracle, Business Economics», Vol. 32, No 2, 1997.

Gordy, M. , «A risk factor model foundation of ratings based bank capital rules», Journal of Financial Intermediation, 2003.

Kaminsky G.L., «Varieties of Currency crisis», NBER working paper NO 10193, 2003.

Kaminsky G.L. – Schmuker S.M. , «What Triggers Market Jitters? A Chronicle of the Asian Crisis», Journal of international Money and finance, Vol 18, No 4, 1999.

Klyuev V. & Mills P. «Is housing wealth an “ATM”?» IMF Working paper 06/162, 2006

Krugman P., «The Myth of Asia’s Miracle», Vol.73, No. 6, 1994.

Kunimune P. , «Crisis in Japan and the way out: A counter Argument to pessimistic views», Developing Economies, Vol 37, No 4, 1999.

Lane T. – Schulze M.- Ghattas, «Program Financing and Market Reactions», IMF supported programs in Indonesia, Korea and Thailand: a preliminary assessment, Washington, DC: IMF, 1999.

Meltzer A. H., «Asian Problems and the IMF», Cato Journal, Vol. 17, No 3, 1998.

M. Miller – Zhang L., «Creditor panic, Asset Bubbles and Sharks: Three views of the Asian Crisis», Private capital flows in the age of globalization, Cheltenham: E. Elgar, 2000.

Sharma S.D., «Asia’s Economic Crisis and the IMF», Survival, vol.40, No 2, 1998.

Shishido S. – Nakajima T., « Asian currency Crisis and the role of Japan»,
Developing Economies, vol. 37, 1999.

Board of Governors of the Federal Reserve System. (2007).

Board of Governors of Federal Reserve System. (2008) 95th Annual Report.

Evidence from the subprime mortgage market, International Monetary Fund, Working
paper series, WP/08/106, 2008.

