

Η κρίση του 2007-2009: τα αίτια, η αντιμετώπιση και οι προοπτικές

Πρόλογος

Η διεθνής αλλά και η ελληνική οικονομία βρίσκονται σήμερα αντιμέτωπες με τη μεγαλύτερη ύφεση μετά το τέλος του Β' Παγκοσμίου Πολέμου. Η χρηματοοικονομική κρίση, που ξεκίνησε στην αγορά στεγαστικών δανείων χαμηλής εξασφάλισης (subprime mortgages) των ΗΠΑ το καλοκαίρι του 2007 μετατράπηκε ραγδαία σε κρίση του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος και μεταφέρθηκε στην πραγματική οικονομία με ταχύ ρυθμό. Μια σειρά από γεγονότα, που μέχρι πριν από τρία χρόνια φάνταζαν απίθανο να συμβούν, οδήγησαν τους παγκόσμιους ρυθμούς ανάπτυξης σε απότομη πτώση και εκτόξευσαν την ανεργία και την ανασφάλεια στο σύνολο σχεδόν των χωρών. Καθώς η κρίση εκτυλίσσονταν, η ένταση και η έκτασή της αύξαναν συνεχώς, αναγκάζοντας κυβερνήσεις, κεντρικές τράπεζες, αναλυτές, επενδυτές, επιχειρηματίες και καταναλωτές να αναθεωρούν συνεχώς τις αντιλήψεις τους και τις προσδοκίες τους. Στην προσπάθεια άμεσης αντιμετώπισης της κρίσης ελήφθησαν μια σειρά από μέτρα και πολιτικές οι οποίες ήταν αδιανόητο πριν την κρίση ότι θα μπορούσε να γίνει ποτέ απαραίτητο να εφαρμοστούν, όπως η κρατικοποίηση τραπεζών. Οι προηγούμενες αντιλήψεις για μια νέα εποχή χαμηλής μεταβλητότητας των οικονομικών μεγεθών, συνεχούς ευημερίας και αυτορύθμισης των αγορών κατέρρευσαν μπροστά στη ραγδαία επιδείνωση της κατάστασης. Μόνο μία φορά στο παρελθόν η παγκόσμια οικονομία βρέθηκε μπροστά σε τέτοιο κίνδυνο, πριν από 80 χρόνια: την περίοδο που ονομάστηκε η Μεγάλη Ύφεση στη δεκαετία του 1930.

Καθώς σήμερα συμπληρώνονται περίπου 2,5 χρόνια από την έναρξη της τωρινής κρίσης, η συζήτηση σε διεθνές επίπεδο για τα αίτια, τις επιπτώσεις και κυρίως για τους τρόπους αντιμετώπισης της κρίσης και τη μελλοντική πορεία της παγκόσμιας οικονομίας αλλά και κοινωνίας έχει φουντώσει. Κυβερνήσεις, διεθνείς οργανισμοί, ακαδημαϊκοί, πολίτες και επιχειρηματίες συζητούν και ανταλλάσσουν απόψεις σε όλα τα επίπεδα. Η Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών & Προβλέψεων της Eurobank EFG έχει δημοσιεύσει σειρά άρθρων για τις επιπτώσεις της κρίσης στην ελληνική αλλά και τη διεθνή οικονομία. Σε αυτό το τεύχος δημοσιεύουμε τρία άρθρα από διακεκριμένους έλληνες επιστήμονες, βασισμένα σε παρουσιάσεις και

**Διεύθυνση
Οικονομικών Μελετών &
Προβλέψεων**

Τρύφων Κολλίντζας
Καθηγητής Οικονομικού Πανεπιστημίου
Αθηνών & Πρόεδρος & Διευθύνων
Σύμβουλος Attica Bank

Μιχάλης Ψαλιδόπουλος
Καθηγητής Πανεπιστημίου Αθηνών

Νικόλαος Καραμούζης
Καθηγητής Πανεπιστημίου Πειραιώς &
Αναπληρωτής Διευθύνων Σύμβουλος
Eurobank EFG

Γκίκας Χαρδούβελης
Καθηγητής Πανεπιστημίου Πειραιώς,
Chief Economist &
Director of Research
ghardouvelis@eurobank.gr

ομιλίες τους σε σχετικές εκδηλώσεις τους τελευταίους μήνες.

Τα δύο πρώτα άρθρα προέρχονται από τις εργασίες ημερίδας, που διοργάνωσε το Ίδρυμα της Βουλής των Ελλήνων για τον Κοινοβουλευτισμό και τη Δημοκρατία, με τίτλο «Από την κρίση του 1929 στην κρίση του 2009» στις 12 Νοεμβρίου 2009. Στην ημερίδα μίλησαν, εκτός άλλων διακεκριμένων ομιλητών: ο καθηγητής του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών και Πρόεδρος και Διευθύνων Σύμβουλος της Attica Bank κ. Τρύφων Κολλίντζας και ο καθηγητής του Πανεπιστημίου Πειραιώς και Αναπληρωτής Διευθύνων Σύμβουλος της EUROBANK EFG κ. Νικόλαος Καραμούζης. Την ημερίδα συντόνιζε ο καθηγητής του Πανεπιστημίου Αθηνών κ. Ψαλιδόπουλος. Έτσι, στο παρόν τεύχος φιλοξενείται άρθρο των κ.κ. Κολλίντζα και Ψαλιδόπουλου με τίτλο: «Οι κρίσεις του 1929 και του 2008 και οι πολιτικές αντιμετώπισής τους» στο οποίο οι συγγραφείς αναφέρονται στα αίτια της σημερινής κρίσης, τη συγκρίνουν με τη κρίση του 1929 και τέλος αναλύουν την αποτελεσματικότητα των μέτρων οικονομικής πολιτικής που υιοθετήθηκαν. Φιλοξενείται στη συνέχεια η ομιλία του κ. Καραμούζη από την ίδια ημερίδα, με τίτλο: «Τα αίτια της διεθνούς χρηματοοικονομικής κρίσης και ο ρόλος του ελληνικού τραπεζικού συστήματος» στην οποία ο συγγραφέας αναλύει τα αίτια της κρίσης, επιχειρεί τη σύγκρισή τους με την κρίση του 1929 και τέλος επικεντρώνεται στη σημασία και το ρόλο του ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Το τρίτο άρθρο του καθηγητή στο Πανεπιστήμιο Πειραιώς και Οικονομικού Συμβούλου της Eurobank EFG με τίτλο: «Η χρηματοοικονομική κρίση και το μέλλον της παγκόσμιας οικονομίας» βασίζεται σε παρουσίαση του συγγραφέα σε ημερίδα του Εργαστηρίου Μελετών Οικονομικής Πολιτικής του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών στις 10 Ιουνίου 2009, με τίτλο: «Οικονομικές Πολιτικές για την Αντιμετώπιση της Κρίσης». Στο άρθρο αναλύονται τα βαθύτερα αίτια της κρίσης, οι τρόποι με τους οποίους αντέδρασαν κυβερνήσεις και κεντρικές τράπεζες, η επίδραση στην πραγματική οικονομία και τέλος γίνεται μια προσπάθεια πρόβλεψης της μελλοντικής διαδρομής της παγκόσμιας οικονομίας και του διεθνούς χρηματοοικονομικού συστήματος.

Γκίκας Χαρδούβελης

Οι Κρίσεις του 1929 και του 2008 και οι πολιτικές αντιμετώπισής τους

Τρύφων Κολλίντζας** και Μιχάλης Ψαλιδόπουλος***
Νοέμβριος 2009

Παρουσίαση στην Ημερίδα του Ιδρύματος της Βουλής των Ελλήνων με θέμα: «Από την Κρίση του 1929 στην Κρίση του 2009», Αθήνα 12/11/2009.

** Καθηγητής του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών και Πρόεδρος και Διευθύνων Σύμβουλος, Attica Bank.

*** Καθηγητής του Πανεπιστημίου Αθηνών

Εισαγωγή

Στο κεφάλαιο αυτό προσπαθούμε να απαντήσουμε σε τρία ερωτήματα που θεωρούμε ενδιαφέροντα, αναφορικά με την Χρηματοοικονομική Κρίση του 2008. Τα ερωτήματα αυτά είναι τα εξής:

- (1) Γνωρίζουμε τα αίτια της Χρηματοοικονομικής Κρίσης του 2008;
- (2) Σε τι διαφέρει η Κρίση του 2008 από άλλες κρίσεις και ιδιαίτερα αυτή του 1929;
- (3) Είναι αποτελεσματικά τα μέτρα οικονομικής πολιτικής που υιοθετήθηκαν;

1. Τα Αίτια της Χρηματοοικονομικής Κρίσης του 2008

Υπάρχει γενικά συμφωνία των αναλυτών ότι τέσσερις είναι οι βασικές κατηγορίες παραγόντων που θεωρούνται ότι συνέτειναν στην δημιουργία της Χρηματοοικονομικής Κρίσης του 2008:

- (α) Οι παγκόσμιες μακροοικονομικές ανισορροπίες:
Τα τελευταία τριάντα χρόνια η Κίνα πέτυχε μια εξαιρετική οικονομική ανάπτυξη μέσω των εξαγωγών βιομηχανικών αγαθών στις ΗΠΑ. Οι εξαγωγές αυτές οδήγησαν σε τεράστια πλεονάσματα το εμπορικό ισοζύγιο της Κίνας, τα οποία, όμως δεν τροφοδότησαν την εγχώρια ζήτηση, αλλά τοποθετήθηκαν σε ομόλογα των ΗΠΑ και άλλα δολларιακά αξιόγραφα που κράτησαν το δολάριο σε σχετικά υψηλά επίπεδα και αντίθετα τα επιτόκια δανεισμού στις ΗΠΑ σε σχετικά χαμηλά επίπεδα. Η εξέλιξη αυτή οδήγησε σε ενίσχυση της ρευστότητας και του δανεισμού στις ΗΠΑ αλλά και στη συγκράτηση του πληθωρισμού. Για τους δικούς τους λόγους η κάθε μια, ούτε η Ευρωπαϊκή Ένωση (προβλήματα ανταγωνιστικότητας), ούτε η Ιαπωνία (χαμηλή εγχώρια ζήτηση) μπόρεσαν να παρέμβουν αποτρεπτικά.
- (β) Υπερβολική Πιστωτική Επέκταση και Μόχλευση:
Τα τελευταία δεκαπέντε χρόνια η πιστωτική επέκταση στις ΗΠΑ και στις περισσότερες ανεπτυγμένες οικονομίες υπήρξε εντυπωσιακή,

Έλλειμμα/ Πλεόνασμα Λογαριασμού Τρεχουσών Συναλλαγών, % του ΑΕΠ					
	2007	2008	2009	2010	2014
Ανεπτυγμένες Οικονομίες	-0,90%	-1,30%	-0,70%	-0,40%	-0,30%
ΗΠΑ	5,20%	-4,90%	-2,60%	-2,20%	-2,70%
Ευρωζώνη	0,30%	-0,70%	-0,70%	-0,30%	0,50%
ΕΕ	-0,50%	-1,10%	-0,80%	-0,50%	n.a
Βραζιλία	0,10%	-1,80%	-1,30%	-1,90%	-0,80%
Ρωσία	5,90%	6,10%	3,60%	4,50%	2,90%
Ινδία	-1,00%	-2,20%	-2,20%	-2,50%	-1,80%
Κίνα	11,00%	9,80%	7,80%	8,60%	8,40%
Ιαπωνία	4,80%	3,20%	1,90%	2,00%	1,50%
Ελλάδα	-14,20%	-14,40%	-10,00%	-9,00%	-6,80%
Πηγές: ΔΝΤ, World Economic Outlook, Οκτ. 09. Στοιχεία για την ΕΕ: European Commission: European Economic Forecast, Νοέμ.09					

προερχόμενη όχι μόνο από την σχετικά μεγάλη αύξηση της νομισματικής βάσης, αλλά και από την απίστευτη μόχλευση εντός και εκτός των ισολογισμών των πιστωτικών ιδρυμάτων και κυρίως των επενδυτικών τραπεζών και των hedge funds. Η μόχλευση αυτή, όπως και σε άλλες χρηματοοικονομικές κρίσεις, υποθήκευσε τη χρηματοοικονομική σταθερότητα και άφησε το σύστημα εκτεθειμένο σε συστημικούς κινδύνους.

(γ) Ασυμμετρική πληροφόρηση και Προβλήματα Εντολέα-Εντολοδόχου: Η ύπαρξη ασυμμετρικής πληροφόρησης σχετικά με τα δομημένα προϊόντα (CDOs- Collateralized Debt Obligations, CDSs- Credit Default Swaps, κ.α.), παρείχε την ευκαιρία στους εκδότες τους να αναλαμβάνουν υπερβολικό κίνδυνο με αδιαφανή τρόπο, κίνδυνος ο οποίος ούτε τιμολογούταν σωστά και ούτε αντισταθμιζόταν επαρκώς.

Ταυτόχρονα, τα συστήματα αμοιβών των εμπορικών τραπεζών, των επενδυτικών τραπεζών, των ασφαλιστικών εταιρειών και των hedge funds δεν χαρακτηρίζονταν από την συμβατότητα κινήτρων ανάμεσα στα στελέχη και τους μετόχους των εταιρειών τους, με αποτέλεσμα επίσης να αναλαμβάνονται υπερβολικοί κίνδυνοι από άτομα τα οποία δεν θα υφίσταντο το κόστος των αποτυχημένων επιλογών τους.

(δ) Ρυθμιστικά κενά και ελλιπής εποπτεία. Από το 1999 και μετά, τόσο στις ΗΠΑ όσο και σε άλλες χώρες υπήρξε μια αποστροφή, η οποία είχε πολιτικό-ιδεολογικό υπόβαθρο, στην εφαρμογή (κυρίως από τη Fed και την SEC) ρυθμιστικών μέτρων αναφορικά με την επικινδυνότητα της ανεξέλεγκτης πιστωτικής επέκτασης και της μόχλευσης. Την ίδια περίοδο, οι χρηματοοικονομικοί νεωτερισμοί, μεταξύ των οποίων και αυτοί που αναφέρθηκαν παραπάνω,

ταχύτητα δημιούργησαν νέες αγορές, χωρίς όμως να συνοδεύονται από τους κατάλληλους κανόνες λογιστικής απεικόνισης και το αντίστοιχο ρυθμιστικό και εποπτικό πλαίσιο.

Τώρα ξέρουμε ότι η συνύπαρξη των τεσσάρων αυτών αιτιών ήταν κάτι σαν την ιστορία του γνωστού έργου «Η Τέλεια Καταιγίδα». Δίχως αμφιβολία, οι συνέπειες της συνύπαρξης αυτής είχαν υπερπολλαπλάσιες επιπτώσεις από αυτές που θα είχε κάθε αίτιο μεμονωμένα. Έτσι, το αποτέλεσμα της συνύπαρξης αυτής ήταν μια σειρά από τεράστιες «φούσκες» σε διάφορες αγορές φυσικού και χρηματοοικονομικού κεφαλαίου (ακίνητα, εμπορεύματα, μετοχές, παράγωγα).

«Φούσκα» στην αγορά ενός πραγματικού ή χρηματοοικονομικού κεφαλαιακού αγαθού είναι μια κατάσταση όπου η τιμή του αγαθού αυτού δεν εξηγείται από ορθολογικές οικονομικές δυνάμεις. Αν και οι οικονομολόγοι δεν μπορούν να προβλέψουν πότε σπάει μια φούσκα, είναι νομοτελειακό, ότι όλες οι φούσκες κάποτε σπάνε.

2. Σε τι διαφέρει η Οικονομική Κρίση του 2008 από άλλες κρίσεις;

Είναι προφανές ότι η απάντηση στο ερώτημα αυτό έχει μεγάλη σημασία προκειμένου να κατανοήσουμε την φύση της κρίσης που βιώνουμε ακόμη και σήμερα.

Η πρώτη φούσκα έσπασε στην αγορά κατοικιών στις ΗΠΑ το καλοκαίρι του 2007. Σε μεγάλο βαθμό, οι κατοικίες αυτές είχαν αγοραστεί με ενυπόθηκα δάνεια μεγάλης μόχλευσης και χαμηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης. Στη συνέχεια, ακολούθησαν οι αγορές όπου διαπραγματεύονταν προϊόντα τα οποία προέρχονταν από τιτλοποιήσεις στεγαστικών δανείων. Αργότερα ακολούθησαν φούσκες σε αγορές πιο σύνθετων προϊόντων, όπως τα CDOs και τα CDSs.

Καθώς η ικανότητα των τραπεζών να απορροφήσουν κινδύνους βρέθηκε σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα, όχι μόνο λόγω ανεπαρκούς κεφαλαιακής βάσης, αλλά και λόγω του τεράστιου βραχυπρόθεσμου δανεισμού, οι «φούσκες» στις αγορές φυσικού και χρηματοοικονομικού κεφαλαίου συνέχισαν να σπάνε με σημείο κορύφωσης την πτώχευση της Lehman Brothers και την κατάρρευση μεγάλων τραπεζικών και ασφαλιστικών οργανισμών το Φθινόπωρο του 2008.

Ο άνευ προηγουμένου κλονισμός του διεθνούς χρηματοοικονομικού συστήματος οδήγησε σε κρίση εμπιστοσύνης, κυρίως μεταξύ πιστωτικών οργανισμών που ως κύρια πηγή χρηματοδότησης, όπως ελέχθη, είχαν τον βραχυπρόθεσμο δανεισμό, η οποία στη συνέχεια εκδηλώθηκε ως κρίση ρευστότητας.

Ιδίως κατά το τελευταίο τρίμηνο του 2008 παρατηρήθηκε κατακόρυφη αύξηση του κόστους χρήματος για τις παρατηρήσεις της πραγματικής οικονομίας, ενώ σε ορισμένες περιπτώσεις το περιθώριο του επιτοκίου δανεισμού των πιστωτικών ιδρυμάτων πάνω από το βραχυπρόθεσμο επιτόκιο δανεισμού του αντίστοιχου Δημοσίου επταπλασιάστηκε.

Η χρηματοοικονομική κρίση πέρασε στην πραγματική οικονομία με δύο τρόπους: Πρώτον, μέσω της απροθυμίας των πιστωτικών ιδρυμάτων να χορηγήσουν δάνεια και δεύτερον, μέσω της καταστροφής του πλούτου νοικοκυριών και των επιχειρήσεων από το σπάσιμο στις φούσκες. Το εξωτερικό εμπόριο κατέρρευσε και σημαντικότερο, λόγω του σχετικού της μεγέθους, για πρώτη φορά στα τελευταία τριάντα χρόνια, μειώθηκε η κατανάλωση. Συνεπεία τούτων είχαμε την εντυπωσιακή μείωση του ΑΕΠ παγκοσμίως, την μείωση της απασχόλησης και την αύξηση της ανεργίας.

	Ρυθμός Ανάπτυξης				
	2007	2008	2009	2010	2014
Παγκόσμια Οικονομία	5,20%	3,00%	-1,10%	3,10%	4,50%
Ανεπτυγμένες Οικονομίες	2,70%	0,60%	-3,40%	1,30%	2,40%
ΗΠΑ	2,10%	0,40%	-2,70%	1,50%	2,10%
Ευρωζώνη	2,70%	0,70%	-4,20%	0,30%	2,10%
ΕΕ	3,10%	1,00%	-4,20%	0,50%	n.a
Βραζιλία	5,70%	5,10%	-0,70%	3,50%	3,70%
Ρωσία	8,10%	5,60%	-7,50%	1,50%	5,00%
Ινδία	9,40%	7,30%	5,40%	6,40%	8,10%
Κίνα	13,00%	9,00%	8,50%	9,00%	9,50%
Ιαπωνία	2,30%	-0,70%	-5,40%	1,70%	1,80%
Ελλάδα	4,00%	2,90%	-0,80%	-1,00%	1,90%
Πηγή: ΔΝΤ, World Economic Outlook, Οκτ.09.					

Ποσοστό ανεργίας, % του εργατικού δυναμικού				
	2007	2008	2009	2010
ΗΠΑ	4,60%	5,80%	9,30%	10,10%
Ευρωζώνη	7,40%	7,50%	10,00%	12,00%
ΕΕ	7,50%	7,50%	9,50%	10,70%
Ρωσία	5,60%	5,60%	7,20%	6,80%
Κίνα	4,00%	4,20%		
Ιαπωνία	3,90%	4,00%	5,20%	5,70%
Ελλάδα	8,30%	7,70%	9,50%	10,30%
Πηγές: OECD Economic Outlook, no 85. Στοιχεία για την Κίνα και την Ρωσία: European Commission, European Economic Forecast, Νοεμ. 09				

Όλες σχεδόν οι χώρες αντέδρασαν με μείωση των επιτοκίων και με σημαντικές πολιτικές για την ενίσχυση της ρευστότητας, κυρίως μέσω εγγυήσεων που δόθηκαν στις εμπορικές τράπεζες, μέσω της ενίσχυσης της κεφαλαιακής τους βάσης καθώς και μέσω της απομάκρυνσης των απαξιωμένων στοιχείων του ενεργητικού τους (toxic papers). Από την άλλη πλευρά εφάρμοσαν μέτρα επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής με στόχο την ενίσχυση των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών που πλήττονται από την κρίση. Αυτό που

προκαλεί εντύπωση είναι ότι οι πολιτικές αυτές εφαρμόστηκαν τάχιστα και με συντονισμένο τρόπο σε ολόκληρο σχεδόν τον κόσμο.

Θεωρούμε ότι έχουμε ήδη δει αρκετά στοιχεία, ώστε να μπορούμε να συμπεράνουμε με βεβαιότητα ότι η κρίση του 2008 είναι διαφορετική από άλλες κρίσεις. Αυτό όμως δεν σημαίνει ότι δεν διαθέτει το βασικό χαρακτηριστικό των περισσότερων χρηματοοικονομικών κρίσεων, δηλαδή, το ότι η ύφεση που ακολουθεί έχει μεγαλύτερη ένταση και

διάρκεια από εκείνες τις υφέσεις που προκαλούνται από άλλες διαταραχές.

Η κρίση του 2008 δεν μοιάζει με τις νομισματικές κρίσεις των χωρών της Λατινικής Αμερικής των τελευταίων 50 ετών. Οι κρίσεις αυτές χαρακτηρίζονταν από τη μεγάλη πιστωτική επέκταση, υψηλό πληθωρισμό και την μικρή αξιοπιστία των τοπικών νομισματικών αρχών. Συνήθως, αν μετά το ξέσπασμα της κρίσης ερχόταν στην εξουσία μια κυβέρνηση που θεωρείτο αξιόπιστη, η οικονομία επανερχόταν σχετικά γρήγορα στα προ της κρίσης επίπεδα.

Επίσης, η κρίση του 2008 δεν μοιάζει με τις χρηματοοικονομικές κρίσεις στα τέλη της δεκαετίας του 90 στην Ν.Α. Ασία και την Ρωσία. Οι κρίσεις αυτές είχαν τοπικό χαρακτήρα, ήταν πολύ λιγότερο συστημικές και ως τέτοιες, αρκετά καλύτερα διαχειρίσιμες.

Η κρίση του hedge fund LTCM το 1998, ήταν ίσως προφητική για τους κινδύνους του αρμπιτράζ με υπερβολική μόχλευση στην πράξη. Επειδή όμως ήταν ένα μεμονωμένο περιστατικό, δεν είχε σοβαρά επακόλουθα για την πραγματική οικονομία.

Η κρίση του 1929 ίσως έχει περισσότερα κοινά στοιχεία με την κρίση του 2008, αν και έχει μεγάλες διαφορές από αυτή. Και στις δύο περιπτώσεις της περιόδου της κρίσης προηγήθηκε μια μακροχρόνια φάση πιστωτικής επέκτασης, μόχλευσης και οικονομικής άνθισης. Και στις δύο περιπτώσεις δημιουργήθηκαν φούσκες στις αγορές φυσικού και χρηματοοικονομικού κεφαλαίου που εγκυμονούσαν συστημικό κίνδυνο. Όταν οι φούσκες έσπασαν, πολλές και μεγάλες τράπεζες πτώχευσαν, το διεθνές εμπόριο συρρικνώθηκε, η κατανάλωση και το ΑΕΠ μειώθηκαν και η ανεργία αυξήθηκε.

Οι μεγάλες διαφορές με το 1929 είναι τρεις: Πρώτον το 1929 η μείωση του ΑΕΠ και του επιπέδου των τιμών ήταν ασύγκριτα μεγαλύτερη και κατά πάσα πιθανότητα είχε πολύ μεγαλύτερη εμμονή. Η καταστροφή του πλούτου των νοικοκυριών ήταν σχετικά πολύ μεγαλύτερη και διαχύθηκε πολύ περισσότερο το 1929, λόγω του αποπληθωρισμού και της συσσώρευσης χρέους στα

νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις που ήταν αδύνατον να αποπληρωθεί. Αντίθετα στην κρίση του 2008, η καταστροφή του πλούτου επικεντρώθηκε στις απώλειες των χαρτοφυλακίων επενδυτών υψηλής εισοδηματικής στάθμης. Επίσης, η έλλειψη εγγύησης των καταθέσεων το 1929 οδήγησε σε ακόμη μεγαλύτερη οικονομική δυσπραγία των νοικοκυριών. Δεύτερον, η νομισματική και δημοσιονομική πολιτική το 2008 κινήθηκαν αντίθετα από τις αντίστοιχες πολιτικές του 1929. Δηλαδή, το 1929 ήταν αμφότερες περιοριστικές, ενώ το 2008 ήταν αμφότερες επεκτατικές. Η αποτελεσματικότητα των σταθεροποιητικών πολιτικών του 2009 θα είναι το αντικείμενο της επόμενης παραγράφου. Για την περίπτωση του 1929, δεν υπάρχει αμφιβολία όμως ότι επιδείνωσαν την κατάσταση περαιτέρω. Τρίτον, το 1929 η κρίση διαχύθηκε παγκόσμια με σημαντικές χρονικές υστερήσεις και το όλο πολιτικό-οικονομικό κλίμα της εποχής δεν επέτρεψε την γρήγορη ανάκαμψη από την ύφεση. Αντίθετα το 2008, παρατηρήθηκε αστραπιαία διάδοση της αρχικής διαταραχής, λόγω της παγκοσμιοποίησης, αλλά από την άλλη πλευρά υπάρχουν ενδείξεις ότι η έξοδος από την κρίση θα είναι μεσοπρόθεσμα εφικτή. Όπως ήδη αναφέρθη σε αυτό μάλλον συνέβαλε η γρήγορη και συντονισμένη νομισματική και δημοσιονομική παρέμβαση.

3. Είναι αποτελεσματικά τα μέτρα οικονομικής πολιτικής που υιοθετήθηκαν;

Το ερώτημα αυτό έχει βασικά δύο πτυχές. Η μια αφορά την έξοδο από την κρίση αυτή καθαυτή, η δε δεύτερη αφορά την μείωση της πιθανότητας επανάληψης μιας παρόμοιας κρίσης στο μέλλον.

Αναφορικά με το πρώτο, όλα δείχνουν ότι οι περισσότερες οικονομίες θα ξεφύγουν από την ύφεση εντός του 2010 το αργότερο. Εκ του αποτελέσματος λοιπόν θα μπορούσε να πει κανείς ότι τόσο η νομισματική όσο και η δημοσιονομική πολιτική είναι επιτυχείς ως προς την έξοδο από την κρίση. Αυτό που παραμένει άγνωστο είναι το αν οι πολιτικές αυτές εγκυμονούν κινδύνους για την μετά κρίση εποχή.

Παραπάνω τονίστηκε ότι η κρίση του 2008 ήταν συστημική και δημιουργήθηκε από και έπληξε βασικά το χρηματοοικονομικό σύστημα και κυρίως το τραπεζικό σύστημα.

Η ενίσχυση της ρευστότητας των τραπεζών, σε συνδυασμό με την απομόχλευση της οικονομίας και την ενίσχυση των εποπτικών κεφαλαίων τους, αποτελεί βασική προϋπόθεση για την αποκατάσταση της ομαλής λειτουργίας του τραπεζικού συστήματος. Για την ώρα, οι πολιτικές αυτές που σε μεγάλο βαθμό έχουν αποκαταστήσει την ισορροπία στους ισολογισμούς των τραπεζών, δεν έχουν οδηγήσει σε αύξηση της πιστωτικής επέκτασης και χρηματοδότηση της πραγματικής οικονομίας. Αυτό συμβαίνει διότι η ύφεση δημιουργεί μείωση της ζήτησης για τραπεζικά προϊόντα, αυξάνει τους κινδύνους δανειοδότησης, τις καθυστερήσεις των δανείων, τον αριθμό των μη εξυπηρετούμενων δανείων και αυξάνει τις προβλέψεις με αποτέλεσμα να επηρεάζεται αρνητικά η κερδοφορία των τραπεζών. Έτσι τα επιτόκια χορηγήσεων παραμένουν σχετικά υψηλά παρά την εξαιρετικά χαλαρή νομισματική πολιτική (πρακτικά πολιτική μηδενικών επιτοκίων).

Αργά ή γρήγορα όμως η χρηματοδότηση της πραγματικής οικονομίας θα προχωρήσει και τότε οι κεντρικές τράπεζες θα κληθούν να ελέγξουν την δυνητικά εκρηκτική αύξηση των βασικών νομισματικών μεγεθών. Η εξέλιξη αυτή ενέχει φυσικά τον κίνδυνο του πληθωρισμού και της αποσταθεροποίησης.

Αν και, από ό,τι διαφαίνεται οι κεντρικές τράπεζες έχουν την δυνατότητα περιορισμού τόσο των μη συμβατικών όσο και των συμβατικών μέτρων ενίσχυσης της ρευστότητας (π.χ. αύξηση των επιτοκίων) είναι αμφίβολο το αν κάποιες από αυτές θα το επιδιώξουν πραγματικά¹. Για παράδειγμα, το κίνητρο για απομόχλευση και μείωση των πραγματικών δανειακών υποχρεώσεων των ΗΠΑ εξυπηρετείται μέσω του πληθωρισμού. Αυτό βέβαια θα

ισχύσει στο βαθμό που το δολάριο εξακολουθήσει να παραμένει το βασικό νόμισμα αποθησαύρισης.

Όπως φαίνεται και στους παρακάτω πίνακες, η αντίδραση σχεδόν όλων των κυβερνήσεων στην κρίση ήταν η επεκτατική δημοσιονομική πολιτική, η δημιουργία σημαντικών ελλειμμάτων και η αύξηση του χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ.

Αν και τα ελλείμματα θεωρούνται γενικά αποτελεσματικά στην τόνωση της συνολικής ζήτησης, βραχυρόνια, είτε προέρχονται από δημόσιες δαπάνες ή περικοπή φόρων, λειτουργούν μάλλον αρνητικά μεσοπρόθεσμα. Αυτό συμβαίνει διότι, πέρα από τα γνωστά αποτελέσματα τύπου πολλαπλασιαστή, ενεργοποιούνται το αποτέλεσμα εκτόπισης (crowding out) και οι δυνάμεις της Αρχής της Ρικαρδιανής Ισοδυναμίας (Ricardian Equivalence Principle). Το μεν πρώτο υποκαθιστά εν δυνάμει ιδιωτικές επενδύσεις που προάγουν την έξοδο από την ύφεση και την ανάπτυξη σε μονιμότερη βάση, οι δε δυνάμεις της Ρικαρδιανής Ισοδυναμίας τείνουν να αυξάνουν την αποταμίευση εν αναμονή υψηλότερων φόρων για την αποπληρωμή του χρέους σε βάθος χρόνου. Τα φαινόμενα αυτά θα είναι εντονότερα σε χώρες, όπως η Ελλάδα, όπου υπήρχαν διαρθρωτικά ελλείμματα και υψηλό χρέος και πριν από την κρίση. Επίσης, στην περίπτωση των χωρών αυτών, είναι αμφίβολο, αν τα ελλείμματα μπορούν να λειτουργήσουν σταθεροποιητικά, έστω και βραχυπρόθεσμα.

Ίσως, η επανάληψη της αναγκαιότητας εφαρμογής μακρόπννων διαρθρωτικών αλλαγών στη χώρα μας (π.χ. μεταρρύθμιση του ασφαλιστικού συστήματος, ενίσχυση της απόδοσης του φοροεισπρακτικού μηχανισμού) καταλήγει κουραστική, αλλά γεγονός παραμένει, ότι αυτή η επιλογή αποτελεί αδήριτη ανάγκη.

Αναφορικά με την μείωση της πιθανότητας επανάληψης μιας παρόμοιας κρίσης στο μέλλον, θα πρέπει να εκλείψουν ή τουλάχιστο να περιοριστούν οι Αιτίες που αναφέρθηκαν στην απάντησή μας στο πρώτο ερώτημα.

Όσον αφορά το θέμα των παγκόσμιων μακροοικονομικών ανισορροπιών είναι προφανές ότι η Κίνα αλλά και άλλες

¹ Βλέπε για παράδειγμα, ΔΝΤ: «Global Economic Prospects and Principles for Policy Exit», έκθεση που υποβλήθηκε στα πλαίσια της Συνόδου Κορυφής των Υπουργών Οικονομικών και των Διοικητών των Κεντρικών Τραπεζών του G-20 (6-7 Νοεμβρίου 2009, St. Andrews, M. Βρετανία).

	Έλλειμμα ως % του ΑΕΠ				
	2007	2008	2009	2010	2014
ΗΠΑ	-2,80%	-5,90%	-12,50%	-10,00%	-6,70%
Ευρωζώνη	-0,60%	-1,80%	-6,20%	-6,60%	-3,50%
ΕΕ	-0,90%	-2,30%	-6,90%	-7,50%	n.a
Ιαπωνία	-2,50%	-5,80%	-10,50%	-10,20%	-8,00%
Ελλάδα	-3,70%	-7,70%	-12,70%	-12,20%	n.a

Πηγές: ΔΝΤ, World Economic Outlook, Regional Outlooks, Οκτ. 09.
Στοιχεία για την ΕΕ και την Ελλάδα: European Commission: European Economic Forecast, Νοέμ.09

	Δημόσιο Χρέος ως % του ΑΕΠ				
	2007	2008	2009	2010	2014
ΗΠΑ	61,90%	70,40%	84,80%	93,60%	108,20%
Ευρωζώνη	65,70%	69,20%	80,00%	86,30%	95,60%
ΕΕ	66,00%	69,30%	78,20%	84,00%	n.a
Ιαπωνία	187,70%	196,60%	218,60%	227,00%	245,60%
Ελλάδα	95,60%	99,20%	112,60%	124,90%	n.a

Πηγές: ΔΝΤ, World Economic Outlook, Οκτ. 09. Στοιχεία για την ΕΕ και την Ελλάδα: European Commission: European Economic Forecast, Nov.09

Ασιατικές χώρες πρέπει να βρουν τρόπους να περιορίσουν τα γιγαντιαία πλεονάσματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Για παράδειγμα, η Κίνα θα μπορούσε να υπερτιμήσει το γουάν έναντι του δολαρίου και να ενισχύσει με δημοσιονομικά αλλά και διαρθρωτικά μέτρα (κοινωνική προστασία και ασφάλιση) την εγχώρια ζήτηση.

Το ζήτημα της στρατηγικής εξόδου για τις κεντρικές τράπεζες αναφέρθηκε παραπάνω. Το ζήτημα της

μόχλευσης αντιμετωπίζεται σωστά κατά την γνώμη μας από τις κεντρικές τράπεζες, τόσο με την αύξηση της κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών και άλλων επενδυτικών φορέων όσο και με την πίεση για την μείωση των βραχυχρονίων χρηματοδοτικών κεφαλαίων των φορέων αυτών. Στα μέτρα αυτά, μάλλον, αφού οι πραγματικές οικονομίες βγουν από την ύφεση, θα δούμε και μέτρα για την ενίσχυση των δεικτών ρευστότητας των τραπεζών και μέτρα για αντικυκλικές προβλέψεις για τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια (μακροπροληπτικές πολιτικές).

Στη μετά κρίση εποχή πολλοί οικονομολόγοι έχουν αναγνωρίσει το ότι στην προ κρίσης εποχή ο όρος «ελεύθερη αγορά» λανθασμένα ταυτιζόταν με τον όρο «απορρυθμισμένη αγορά». Οι νέες ρυθμίσεις που κατά τα φαινόμενα θα ισχύσουν βρίσκονται σε μεγάλο βαθμό ακόμη στο στάδιο του σχεδιασμού.

Στο εξαιρετικό πρόσφατο κεντρικό άρθρο της εφημερίδας International Herald Tribune με τίτλο 'The State of Financial Reform,' ο συντάκτης καταλήγει στο συμπέρασμα ότι δεν έχουν μπει ουσιαστικοί περιορισμοί στα παράγωγα, και στα hedge funds στις ΗΠΑ αλλά έχουν ληφθεί ικανοποιητικά μέτρα για την προστασία των καταναλωτών από καταχρηστικές πρακτικές των τραπεζών.

Τα θέματα εταιρικής διακυβέρνησης και διαφάνειας, επίσης, είναι αντικείμενο συζήτησης αλλά πέρα από τους εκπροσώπους του δημοσίου στα διοικητικά συμβούλια των τραπεζών που ενισχύθηκαν κεφαλαιακά από το κράτος δεν φαίνεται να υπάρχουν μέχρι σήμερα σημαντικές νέες πολιτικές.

Σε πάρα πολλές χώρες έχουν ήδη τεθεί περιορισμοί στα bonuses τόσο ως προς το ύψος τους όσο και ως προς την σύνδεσή τους με βραχυπρόθεσμους στόχους. Επίσης, η Fed έχει προτείνει τη σύνδεση του ύψους των bonuses με τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο. Επιπλέον, σε ορισμένες ευρωπαϊκές χώρες, ο χρονικός ορίζοντας για την καταβολή των bonuses έχει διευρυνθεί.

Στην Ευρωπαϊκή Ένωση καταβάλλεται μια σοβαρή προσπάθεια να ενισχυθεί το εποπτικό πλαίσιο του χρηματοπιστωτικού συστήματος με την δημιουργία ενός μακροπροληπτικού και ενός μικροπροληπτικού εποπτικού συστήματος.

Το πρώτο θα παρακολουθεί και θα εκτιμά τις πιθανές απειλές της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας που απορρέουν από μακροοικονομικές εξελίξεις και συστημικούς κινδύνους. Στο σύστημα αυτό βασικό ρόλο θα έχουν οι κεντρικές τράπεζες.

Το δεύτερο θα αποτελείται ένα δίκτυο εθνικών εποπτικών αρχών που θα λειτουργεί παράλληλα με τις άλλες εποπτικές αρχές στο επίπεδο των μεμονωμένων χρηματοπιστωτικών οργανισμών και της προστασίας των καταναλωτών.

Με τον τρόπο αυτό πρόκειται να στηθεί ένας μηχανισμός παραγωγής νομοκανονιστικών διατάξεων για την συντονισμένη εποπτεία του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Τα Αίτια της Διεθνούς Χρηματοπιστωτικής Κρίσης και Ο Ρόλος του Ελληνικού Τραπεζικού Συστήματος

Ομιλία στην Ημερίδα του Ιδρύματος της Βουλής των Ελλήνων με θέμα: «Από την Κρίση του 1929 στην Κρίση του 2009», Αθήνα 12/11/2009.

Νικόλαος Καραμούζης
Καθηγητής Πανεπιστημίου Πειραιώς,
Τμήμα Τραπεζικής και Χρηματοοικονομικής Διοικητικής
Αναπληρωτής Διευθύνων Σύμβουλος Eurobank EFG

Αξιότιμε Κύριε Πρόεδρε της Βουλής,

Κυρίες και Κύριοι,

Θα ήθελα να ευχαριστήσω το Ίδρυμα της Βουλής των Ελλήνων για τον Κοινοβουλευτισμό και τη Δημοκρατία, για την τιμή που μου έκανε να είμαι σήμερα Ομιλητής σε αυτή τη σημαντική Ημερίδα ανάμεσα σε διακεκριμένους συναδέλφους και εκλεκτούς προσκεκλημένους.

Στις αρχές του φθινοπώρου του 2008, το διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα έφθασε ένα βήμα πριν από την πλήρη κατάρρευσή του, εξέλιξη που αν δεν είχε αποφευχθεί, θα δημιουργούσε ανυπολόγιστες αρνητικές συνέπειες για την παγκόσμια οικονομία και την ευημερία των πολιτών. Απεφεύχθη, χάριν της μαζικής παρέμβασης στο χρηματοπιστωτικό τομέα, Κυβερνήσεων, Κεντρικών Τραπεζών και Διεθνών Οργανισμών, μια σημαντική καταστροφή πλούτου και παραγωγικού δυναμικού, μια οπισθοδρόμηση του κόσμου δεκαετίες πίσω, στη λίθινη εποχή όπως αναφέρουν κάποιοι με δόση, ίσως, υπερβολής.

Σε αντίθεση με την κρίση του 1929 – ‘33, όπου οι αρχές στις ΗΠΑ δεν έκαναν σχεδόν τίποτα για να αποτρέψουν την πτώχευση εκατοντάδων τραπεζών, που επιτάχυνε

σημαντικά την κρίση και την ύφεση, στην πρόσφατη εμπειρία, η παρέμβαση των αρχών στον τραπεζικό τομέα παγκοσμίως ήταν, τελικά, μαζική, με κρατικές εγγυήσεις καταθέσεων, κρατικοποιήσεις τραπεζών, συμμετοχή σε αυξήσεις κεφαλαίου και εντυπωσιακή παροχή ρευστότητας από τις νομισματικές αρχές. Μια από τις αιτίες της διαφορετικής προσέγγισης ήταν το γεγονός ότι ο αρχικός πειραματισμός των ΗΠΑ με την πτώχευση της Lehman Brothers, προκάλεσε πρωτοφανή παγκόσμιο πανικό και φόβο στις αγορές καθώς και εκρηκτικές αλυσιδωτές αρνητικές επιπτώσεις, που αφύπνισαν και θορόβησαν τις κυβερνήσεις του κόσμου, κυρίως τις ευρωπαϊκές.

Τίθεται, λοιπόν, ένα ουσιαστικό ερώτημα τώρα που αποκαθίσταται σταδιακά η ομαλότητα:

Πώς φθάσαμε στο χείλος της απόλυτης καταστροφής, πώς σε τόσο σύντομο χρονικό διάστημα η παγκόσμια οικονομία και οι διεθνείς κεφαλαιαγορές μετακινήθηκαν από ένα περιβάλλον απόλυτης και απεριόριστης αισιοδοξίας για τις προοπτικές των οικονομιών και των κεφαλαιαγορών, που τη συμμεριζόταν η συντριπτική πλειοψηφία των Κεντρικών Τραπεζών, διεθνών

Οργανισμών, και των αγορών (π.χ. το ΔΝΤ μόνο τον Απρίλιο του 2009 άρχισε να προβλέπει σημαντική ύφεση στον κόσμο και η ECB αύξησε το βασικό επιτόκιο το καλοκαίρι του 2007 γιατί φοβόταν πληθωριστικές πιέσεις),

στο άλλο άκρο, στην απαισιοδοξία και τον πανικό, την καταστροφή **πάνω από \$ 25 τρισεκ.** πλούτου σε λίγους μόνο μήνες, την κατάρρευση μεγάλων, διεθνών τραπεζών, την εκτιμώμενη - σύμφωνα με το ΔΝΤ - ζημιά ύψους **\$ 3-4 τρισεκ.** στο διεθνή τραπεζικό κλάδο, την πρωτοφανή δυσλειτουργία των διεθνών κεφαλαιαγορών, την παγκόσμια έκρηξη των δημοσιονομικών ελλειμμάτων και του χρέους, την πιστωτική ασφυξία, την ύφεση, και την ανεργία;

Πως φθάσαμε μια κρίση σε ένα τομέα στεγαστικών δανείων των ΗΠΑ (subprime mortgages) να μετεξελιχθεί σε παγκόσμια κρίση πελώριων διαστάσεων;

Το βέβαιον είναι ότι το φαινόμενο της πρόσφατης παγκόσμιας κρίσης είναι πολύπλοκο, είναι προϊόν πολύχρονων διεργασιών, δεν εξηγείται από σύνθετα και εντυπωσιακά μαθηματικά και συστήματα εξισώσεων και δεν υπάρχει μια αιτία, αλλά επέδρασαν διαχρονικά, σωρευτικά και συνδυαστικά, με διαφορετική ένταση, πολλαπλοί ρυθμιστικοί, εποπτικοί, χρηματοοικονομικοί, ψυχολογικοί και πολιτικοί παράγοντες. Το βέβαιον είναι, επίσης, ότι η παγκοσμιοποίηση του χρηματοπιστωτικού συστήματος έχει δημιουργήσει σημαντικές αλληλεξαρτήσεις αγορών, οικονομιών και χωρών σε τέτοιο βαθμό, που τοπικές χρηματοοικονομικές κρίσεις μεταφέρονται με μεγάλη ταχύτητα και ένταση στο υπόλοιπο διεθνές χρηματοπιστωτικό χώρο, ενώ ακόμα εντυπωσιακότερη είναι η ταχύτητα μεταφοράς της χρηματοπιστωτικής κρίσης στην πραγματική οικονομία σε τοπικό και παγκόσμιο επίπεδο. Ο πανικός, που προκλήθηκε από την πτώχευση της Lehman Brothers, οδήγησε αμέσως το παγκόσμιο τραπεζικό σύστημα σε τεράστια κρίση ρευστότητας, με φυγή καταθέσεων προς ασφαλέστερες εναλλακτικές επενδύσεις (Κυβερνητικά Ομόλογα) και πάγωμα των διατραπεζικών αγορών και των αγορών χρήματος και κεφαλαίου.

Ταυτόχρονα, παρατηρήθηκε κάθετη μείωση των χρηματοδοτήσεων της οικονομίας και του παγκόσμιου εμπορίου στην προσπάθεια αντιμετώπισης της κρίσης

ρευστότητας. Οι επιχειρήσεις, ταυτόχρονα, υπό το βάρος των αρνητικών προσδοκιών και της ψυχολογίας και εκτιμώντας, παράλληλα, ότι η ζήτηση θα μειωθεί αισθητά και ότι η ρευστότητα θα περιοριστεί σημαντικά, προχώρησαν σε απότομη και δραστική μείωση των αποθεμάτων, απολύσεις προσωπικού και μειώσεις κόστους και παραγωγής με αποτέλεσμα η ανεργία να καλπάζει σε σύντομο χρονικό διάστημα. Έτσι, η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση, μετατράπηκε ταχύτατα σε παγκόσμια ύφεση.

Να θυμίσω ότι στο οικονομικό **Κραχ του 1929** – '33, ο μηχανισμός εξάπλωσης της κρίσης από τις Ηνωμένες Πολιτείες στον υπόλοιπο κόσμο ήταν, κυρίως, μέσω του μηχανισμού του **Κανόνα Χρυσού** με τις σταθερές έναντι του χρυσού συναλλαγματικές ισοτιμίες, όπου οι νομισματικές αρχές των υπόλοιπων χωρών αύξησαν τα επιτόκια για να αποτρέψουν την υποτίμηση των νομισμάτων τους και την εκροή χρυσού. Στην πρόσφατη διεθνή κρίση, τα προβλήματα ξεκίνησαν και πάλι από τις ΗΠΑ, από ένα τμήμα της αγοράς στεγαστικών δανείων αλλά μεταφέρθηκαν στον υπόλοιπο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό χώρο, κυρίως μέσω των σημαντικών διασυννοριακών αλληλεξαρτήσεων και αλληλοσυνδέσεων των χρηματοπιστωτικών αγορών, που δημιούργησε η παγκοσμιοποίηση. Μπορούμε να πούμε ότι **η κατάρρευση του '29** ξεκίνησε ως ήπια οικονομική ύφεση, μετεξελιχθηκε σε σημαντική χρηματιστηριακή κρίση, κατέληξε και σε τραπεζική και, τελικά, οδηγήθηκε συνολικά στη μεγάλη οικονομική καταστροφή. **Η κρίση του 2007** ξεκίνησε από το χρηματοπιστωτικό τομέα των ΗΠΑ, μετατράπηκε ταχύτατα σε διεθνή κρίση κεφαλαιαγορών για να καταλήξει σε σημαντική παγκόσμια οικονομική ύφεση.

Αυτό που προκύπτει αβίαστα από την παρουσίασή μου, ως πρώτο κεντρικό συμπέρασμα για τα κύρια αίτια της πρόσφατης κρίσης, είναι ότι: η παγκοσμιοποίηση των οικονομιών και των αγορών χρήματος και κεφαλαίου και η διεθνοποίηση των οικονομικών και των χρηματοπιστωτικών δραστηριοτήτων τις τελευταίες δύο δεκαετίες δεν συνοδεύθηκαν από την αντίστοιχη απαιτούμενη παράλληλη αναβάθμιση, διεθνοποίηση και τον κατάλληλο συντονισμό των μακροοικονομικών

πολιτικών, της εποπτείας και του ρυθμιστικού πλαισίου λειτουργίας του διεθνούς χρηματοπιστωτικού χώρου. Παράλληλα, υποβαθμίστηκε η σημασία δυναμικών και πολύπλοκων φαινομένων, που βρίσκονταν σε πλήρη εξέλιξη στο χρηματοπιστωτικό χώρο. Κυρίως δεν έγιναν αντιληπτοί από τις αρχές, οι συστημικοί κίνδυνοι, που προέκυπταν από την αλόγιστη, υπερτροφική ανάπτυξη του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού χώρου, με αποτέλεσμα οι σημαντικές ζημιές του κλάδου, που προέκυψαν, να επιβαρύνουν, τελικά, τους φορολογούμενους πολίτες για τις επόμενες δεκαετίες.

Θα επικεντρώσω την ομιλία μου σε τρεις ενότητες παραγόντων, που κατά τη γνώμη μου, συνδυαστικά προσφέρουν μια πρώτη προσέγγιση στο ερώτημα του πώς οδηγηθήκαμε στην πρόσφατη κρίση και οι οποίες αναδεικνύουν ταυτόχρονα και τους τομείς στους οποίους απαιτούνται σοβαρές μεταρρυθμίσεις και παρεμβάσεις πολιτικής.

Πρώτον, επεκράτησαν, σταδιακά, τις τελευταίες δεκαετίες οι νεοκλασικές αντιλήψεις για τη λειτουργία της οικονομίας και της αγοράς στη διεθνή οικονομική, επιστημονική και πολιτική ζωή. Αυτή η ιδεολογική κυριαρχία οδήγησε σε γενικευμένη υιοθέτηση ορισμένων βασικών αρχών λειτουργίας της διεθνούς οικονομίας, όπως:

- η αποδοχή της έμφυτης σταθερότητας και αρμονίας της οικονομίας της αγοράς, με το αόρατο χέρι του Adam Smith να κάνει πάντα σωστά τη δουλειά του,
- η αποτελεσματικότητα των ελεύθερων αγορών χρήματος και κεφαλαίου να προσδιορίζουν πάντα τις σωστές τιμές, (E. Fama)
- η ικανότητα των αγορών να αυτορυθμίζονται και σε κάποιο βαθμό να αυτοεποπτεύονται, με τη συνακόλουθη εφαρμογή της αρχής της ελάχιστης εποπτείας και παρέμβασης,
- η πεποίθηση ότι οι οικονομικές μονάδες ενεργούν πάντα ορθολογικά στη λήψη αποφάσεων και ότι η αθροιστική τους συμπεριφορά οδηγεί αυτομάτως και σε αρμονική λειτουργία της οικονομίας της αγοράς, (R. Lucas),

- η πεποίθηση ότι η κερδοσκοπία αποτελεί πάντα σταθεροποιητικό παράγοντα στις αγορές και στοιχείο πειθαρχίας,
- η υιοθέτηση του δόγματος «η καλύτερη μακροοικονομική πολιτική είναι η μη πολιτική», ότι επαρκεί μόνο η θέσπιση «σταθερών κανόνων», ενώ η νομισματική πολιτική εγκλωβίστηκε σε μονοδιάστατη στόχευση, στη διατήρηση, δηλαδή, χαμηλού πληθωρισμού, υποτιμώντας τον αποσταθεροποιητικό ρόλο, την πολυπλοκότητα και τις επιπτώσεις των χρηματοοικονομικών υπερβολών (π.χ. τις φούσκες των τιμών) και
- η άποψη, ότι οι μέτοχοι των εταιρειών και των τραπεζών έχουν τα μέσα να επιβάλουν ορθολογισμό και έλεγχο στη διοίκηση των εταιρειών, έτσι ώστε να ταυτίζονται τα συμφέροντα μετόχων/ διοικούντων, ενώ παράλληλα οι εταιρικές επιδιώξεις να οδηγούν συλλογικά το οικονομικό σύστημα σε σταθερή λειτουργία. Επεκράτησε λίγο η λογική του «ό,τι είναι καλό για τη Citibank & την General Motors είναι καλό για την Αμερική» ή ακόμα χειρότερα «ό,τι είναι καλό για τις Διοικήσεις της Citibank & της General Motors είναι καλό για την Αμερική».

Η κυριαρχία των νεοκλασικών απόψεων οδήγησε σε ερμηνεία των μετέπειτα κρίσεων αλλά και αυτής του '29, κυρίως σαν λάθη της νομισματικής πολιτικής. Οι **Milton Friedman & Anna Schwartz**, στο σημαντικό βιβλίο τους, «**Η Νομισματική Ιστορία των ΗΠΑ**», απέδωσαν την κρίση του '29, κυρίως, στη λανθασμένη περιοριστική νομισματική πολιτική, που εφαρμόστηκε εκείνη την περίοδο. Αλλά και ο σημερινός **Πρόεδρος του Federal Reserve System, Ben Bernanke** έλεγε στις 8 Νοεμβρίου του 2002, απευθυνόμενος στους Friedman & Schwartz τα ακόλουθα: «Θα ήθελα να πω στον Milton και την Anna αναφορικά με την κρίση του 1929 ότι έχετε δίκιο, εμείς (δηλαδή η Fed.) τη δημιουργήσαμε, λυπούμεθα για αυτό και δεν θα το ξανακάνουμε».

Παράλληλα, υποβαθμίστηκαν οι Κεϋνσιανές και νέο - Κεϋνσιανές αναλύσεις, καθώς και οι προσεγγίσεις άλλων επιστημών, αναφορικά με τα όρια του ανθρώπινου ορθολογισμού και το ρόλο της ψυχολογίας και της

αβεβαιότητας στην οικονομική και την επενδυτική δραστηριότητα. Οι παραπάνω τόνιζαν τις ατέλειες και τις αστάθειες, που ενίοτε αναπτύσσονται στην οικονομία της αγοράς, οι οποίες καθιστούν απαραίτητες την ενεργή, μακροοικονομική πολιτική και την αποτελεσματική εποπτεία και ρύθμιση του χρηματοπιστωτικού χώρου. Υποβαθμίστηκε η σημασία φαινομένων, όπως η ψυχολογία κοπαδιού στους επενδυτές, οι αποφάσεις επενδυτών με βάση τι πράττουν οι άλλοι και όχι ποιες είναι οι σωστές τιμές, οι επενδυτικές αποφάσεις βάσει γραμμικών προβολών του παρόντος στο μέλλον και όχι βάσει θεωρητικών υποδειγμάτων, η παράλογη ευφορία και φούσκες τιμών, που καταρρέουν από τυχαία ή μικρά γεγονότα, οι ατέλειες στο χρηματοπιστωτικό χώρο, που τείνουν να επιταχύνουν και να επιδεινώνουν μια κρίση (margin accounts, πωλήσεις πανικού, αδυναμία δανεισμού για δημιουργία νέων κερδοσκοπικών θέσεων), ο ρόλος της αβεβαιότητας και της ψυχολογίας στις επενδυτικές και καταναλωτικές αποφάσεις. Έτσι, φτάσαμε σήμερα στο σημείο, λίγοι οικονομολόγοι και αναλυτές να έχουν προβλέψει την καταστροφή, που ερχόταν και η πλειοψηφία των διαμορφωτών της οικονομικής επιστήμης και πολιτικής να κλείνουν τα μάτια στην πιθανότητα καταστροφικής αποτυχίας της οικονομίας της αγοράς.

Είναι, επίσης, ενδιαφέρον να τονιστεί ότι και της κρίσης του '29 προηγήθηκε μια κυριαρχία των φιλελεύθερων νεοκλασικών απόψεων. Μεταξύ του 1920 – 1933, τρεις Ρεπουμπλικάνοι Πρόεδροι εφήρμοσαν με συνέπεια ένα αρκετά φιλελεύθερο πρότυπο λειτουργίας της οικονομίας. Φόροι μειώθηκαν, ρυθμίσεις και παρεμβάσεις στην αγορά ελαχιστοποιήθηκαν, η συγκέντρωση κεφαλαίου γιγαντώθηκε, η κερδοσκοπία πολλαπλασιάστηκε, η ανισοκατανομή πλούτου και εισοδήματος διευρύνθηκαν, η συμμετοχή στα συνδικάτα μειώθηκε, οι επενδύσεις σε ακίνητα και το Χρηματιστήριο γνώρισαν πρωτοφανή για την εποχή άνθιση.

Αλλά η ιδεολογική κυριαρχία των νεοκλασικών αντιλήψεων, ίσως, ήταν η αναγκαία αλλά σίγουρα όχι και η ικανή συνθήκη για να δημιουργήσει τη σημερινή κρίση. Ήταν, κυρίως, η επίδραση των δύο παραγόντων, που θα αναλύσω παρακάτω, που λειτούργησαν καταλυτικά προς την κατεύθυνση αυτή.

Η δεύτερη σημαντική αιτία της τρέχουσας διεθνούς χρηματοοικονομικής κρίσης, ήταν οι μεγάλες παγκόσμιες μακροοικονομικές ανισορροπίες, που δεν αντιμετωπίστηκαν επί μακρόν την τελευταία δεκαετία και που συνδέονταν:

- με τα πολύ χαμηλά επιτόκια, που διατηρήθηκαν επί μακρόν κυρίως στις ΗΠΑ,
- με τη διατήρηση συνθηκών σημαντικής παγκόσμιας ρευστότητας,
- με την αυξανόμενη ανισορροπία αποταμίευσης – επένδυσης στις Ηνωμένες Πολιτείες, που οδήγησε, τελικά, σε διεύρυνση του ελλείμματος στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και σε αντίστοιχα πλεονάσματα στις χώρες της Άπω Ανατολής και των πετρελαιοπαραγωγών χωρών,
- με την πολιτική σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών και τη συνακόλουθη ραγδαία αύξηση των εθνικών συναλλαγματικών αποθεματικών σε δολάρια Χωρών της Άπω Ανατολής.

Τα χαμηλά επιτόκια, η μεγάλη ρευστότητα και τα χαλαρά κριτήρια χρηματοδότησης των τραπεζών στις αρχές της δεκαετίας, οδήγησαν σε μια εκρηκτική αύξηση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης νοικοκυριών, θεσμικών, χρηματοπιστωτικών οργανισμών και εταιρειών και τη ραγδαία διάδοση των δομημένων προϊόντων, κυρίως στις Ηνωμένες Πολιτείες, τη Μεγάλη Βρετανία και την Ευρώπη, που οδήγησαν σε επιταχυνόμενη αύξηση των τιμών των κινητών και των ακινήτων αξιών παγκοσμίως, φαινόμενα που δεν συνάντησαν, όμως, την ανησυχία ή την οργανωμένη αντίδραση των εποπτικών και νομισματικών αρχών. Επιπλέον, τα πολύ χαμηλά πραγματικά αλλά και τα ονομαστικά επιτόκια που έφθασαν κοντά στο 1% το 2006, από 4.5% στις αρχές της τρέχουσας δεκαετίας, είχαν ως αποτέλεσμα:

- α. Οι θεσμικοί και ιδιώτες επενδυτές είτε να επιδιώκουν υψηλότερες αποδόσεις μέσω απόκτησης δομημένων χρηματοοικονομικών προϊόντων υψηλού κινδύνου, είτε να δανείζονται με ευνοϊκούς όρους για ανάπτυξη κινητών και ακινήτων αξιών, τροφοδοτώντας τις τιμές και τον ανοδικό κερδοσκοπικό κύκλο.

β. Παράλληλα, οι διεθνείς χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί για να ικανοποιήσουν τους πελάτες τους και για να βελτιώσουν τη κερδοφορία τους, άρχισαν:

1. να προσφέρουν πολύπλοκα δομημένα προϊόντα με υποσχόμενες υψηλότερες αποδόσεις,
2. να δημιουργούν νέες αγορές (π.χ. τιτλοποιήσεις στεγαστικών δανείων, over-the counter παράγωγα) για την κάλυψη ή / και μεταφορά σε τρίτους των κινδύνων,
3. να χαλαρώνουν τα κριτήρια τραπεζικών χρηματοδοτήσεων ειδικότερα στις ΗΠΑ στον τομέα των στεγαστικών δανείων.

Επιπλέον, σε αυτό το περιβάλλον, αναπτύχθηκαν ταχύτατα νέοι κερδοσκοπικοί οργανισμοί, χαλαρά εποπτευόμενοι (π.χ. hedge funds, SIVs), ενώ οι διεθνείς τράπεζες άρχισαν να κερδοσκοπούν για δικό τους λογαριασμό, επιτείνοντας την ένταση της παγκόσμιας κερδοσκοπίας.

Να αναφερθώ επιγραμματικά σε ορισμένα στοιχεία:

Η αποταμίευση των νοικοκυριών στις ΗΠΑ μειώθηκε από 7% στις αρχές της δεκαετίας του '90 στο μηδέν την περίοδο 2005 – 2007, ενώ παράλληλα η σχέση συνολικού χρέους αμερικανικών νοικοκυριών προς διαθέσιμο εισόδημα αυξήθηκε από **85%** το **1995** σε **135%** το **2007**.

Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών των ΗΠΑ αυξήθηκε από **\$ 180 δισεκ.** το **1997** σε σχεδόν **\$ 800 δισεκ.** το **2007**, ενώ παράλληλα τα δολαριακά συναλλαγματικά αποθέματα των Χωρών της Άπω Ανατολής και των πετρελαιοπαραγωγών χωρών προσέγγισαν τα **\$6.5 τρισεκ.** το **2008**, έναντι **\$2 τρισεκ.** το **2000**. Έτσι, φθάσαμε στο σημείο το **60%** του συνολικού Δημοσίου Χρέους των ΗΠΑ να ελέγχεται σήμερα από ξένους επενδυτές.

Στη **Μεγάλη Βρετανία**, το συνολικό χρέος τραπεζών, νοικοκυριών και επιχειρήσεων έφθασε από **260 %** του ΑΕΠ το **2001** στο **460%** το **2007**.

Επιπλέον, η ονομαστική αξία των παραγώγων προϊόντων, που διαπραγματεύονται σε διεθνείς οργανωμένες αγορές ξεπέρασε τα **\$500 τρισεκ.** το **2007**, και σε μη οργανωμένες αγορές, over – the – counter, τα **\$540 τρισεκ.**, (στοιχεία Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών) αυξανόμενες **6 φορές σε 10 χρόνια**, οι χρηματοπιστωτικές τιτλοποιήσεις έφθασαν τα **\$16 τρισεκ.** μέσα σε λίγα χρόνια, και τα CDOs τα **\$60 τρισεκ.** από **\$ 3 τρισεκ.** μέσα σε 5 χρόνια.

Η τρίτη αιτία της κρίσης, ίσως και η σημαντικότερη, συνδέεται με τη σταδιακή μετατόπιση των στόχων των τραπεζών από τη χρηματοδότηση της πραγματικής οικονομίας, του εμπορίου και των παραγωγικών επενδύσεων, στην κερδοσκοπία, τα χρηματοοικονομικά στοιχήματα και τη χρηματοπιστωτική καινοτομία χωρίς οικονομική χρησιμότητα, που έγιναν, σε σημαντικό βαθμό, βασικές δραστηριότητες, ίσως και αυτοσκοπός για ορισμένες μεγάλες διεθνείς τράπεζες.

Καθοριστικό ρόλο για τον παραπάνω μετασχηματισμό των τραπεζών διαδραμάτισαν :

- α) Η παγκοσμιοποίηση και η απελευθέρωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος, η εφαρμογή στο χρηματοπιστωτικό χώρο των επιτευγμάτων της νέας τεχνολογίας, η εκρηκτική ανάπτυξη των χρηματοοικονομικών καινοτομιών, η εντυπωσιακή ανάπτυξη και διεθνοποίηση των νέων αγορών και της θεσμικής διαχείρισης, εξελίξεις που δεν συνοδεύθηκαν, όπως τονίσαμε, από την αναβάθμιση και διεθνοποίηση της εποπτείας και των ελέγχων.
- β) Οι κερδοσκοπικές συμπεριφορές, ενίοτε, απληστίας και μεγαλομανίας ορισμένων Διοικήσεων διεθνών τραπεζών, που δεν προάσπισαν τα συμφέροντα των μετόχων αλλά τα βραχυχρόνια δικά τους και ενεπλάκησαν:
 - σε σημαντικές και πανάκριβες εξαγορές και συγχωνεύσεις υψηλού κινδύνου (π.χ. RBS αποκτά τμήμα της ABN AMRO σε απίστευτα υψηλή τιμή),
 - σε αλόγιστη αύξηση του ενεργητικού τους (π.χ. η UBS απέκτησε δεκάδες δισεκ. τιτλοποιημένων αμερικανικών ομολόγων),

- σε χρηματοδότηση της ταχείας αύξησης του ενεργητικού από πηγές ρευστότητας υψηλού κινδύνου, όπως οι χρηματαγορές και η διατραπεζική αγορά (Βρετανικές Τράπεζες).

γ) Η συστηματική υποτίμηση από τις Διοικήσεις των διεθνών Τραπεζών αλλά και από τις εποπτικές αρχές του μεγέθους της πολυπλοκότητας των κινδύνων, που αναλάμβαναν σταδιακά οι τράπεζες.

Κυρίως, δεν έγιναν κατανοητοί οι κίνδυνοι από την εκρηκτική ανάπτυξη των τιτλοποιήσεων, των παραγώγων, της χρηματοοικονομικής μόχλευσης, και της χρηματοδότησης των τραπεζών από τις κεφαλαιαγορές και τη διατραπεζική αγορά.

δ) Η διαμόρφωση επί μακρόν, με την ανοχή των μετόχων, λανθασμένης δομής και ύψους κινήτρων αναφορικά με τις μεταβλητές αμοιβές των στελεχών στο διεθνές τραπεζικό χώρο (bonuses). Το τελευταίο ευνοούσε τις βραχυχρόνιες κερδοσκοπικές δραστηριότητες και την ανάληψη υπερβολικών κινδύνων, με σημαντική, ευνοϊκή ασυμμετρία ωφέλειας/ζημίας υπέρ των στελεχών και εις βάρος των μετόχων και τελικά της κοινωνίας (απόλυση αποτυχημένων διοικήσεων ζημιογόνων τραπεζών με αποζημιώσεις δεκάδων εκατ.). Δεν είναι τυχαίο ότι φθάσαμε σήμερα, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των Ηνωμένων Πολιτειών να παρεμβαίνει θεσμικά στη διαδικασία καθορισμού των έκτακτων αμοιβών των στελεχών μεγάλων ιδιωτικών τραπεζών.

ε) Η ανεπάρκεια των διεθνών λογιστικών προτύπων (IFRS), ιδιαίτερα αναφορικά με τις μεθόδους αποτίμησης σε τρέχουσες τιμές επενδυτικών στοιχείων του ενεργητικού των Τραπεζών, καθώς και των στοιχείων εκτός ισολογισμού.

στ) Η σύγκρουση συμφερόντων και οι ανεπαρκείς αναλύσεις και μεθοδολογίες, που εφήρμοσαν οι διεθνείς εταιρείες αξιολόγησης κινδύνων, (Moody's, S & P, Fitch). Αποτέλεσμα, είχαν αξιολογήσει τα τελευταία χρόνια **70,000 (!)** διεθνείς εκδόσεις στη **βαθμίδα AAA**, δηλαδή ελάχιστου κινδύνου, εν μέρει, διότι το σύστημα μεροληπτούσε υπέρ των εκδοτών, που κάλυπταν τα έξοδα αξιολόγησης, ενώ τα τελευταία θα έπρεπε να πληρώνουν για την προστασία τους οι αγοραστές. Χιλιάδες, όμως,

τράπεζες και επενδυτές, τα τελευταία χρόνια, στηρίχθηκαν στην αξιοπιστία των αξιολογήσεων των παραπάνω οίκων για να τοποθετήσουν τρισεκ. σε κινητές αξίες, που νόμιζαν ότι ήταν πολύ χαμηλού κινδύνου, αλλά απεδείχθησαν τοξικά προϊόντα.

Παραθέτω στη συνέχεια μερικά ενδιαφέροντα στοιχεία για να σας δείξω ότι, κατά τη γνώμη μου, χάθηκαν μετά από ένα σημείο το μέτρο και ο έλεγχος στην ανάπτυξη και τη μόχλευση του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος:

- τα αμοιβαία κεφάλαια έφθαναν **τα \$ 30 τρισεκ.** το 2007, διπλασιάστηκαν σε έξι χρόνια,
- τα hedge funds έφθασαν **τα \$2 τρισεκ.** μέσα σε λίγα χρόνια **με δυνατότητες μόχλευσης και 10 – 15 φορές των ιδίων κεφαλαίων τους,**
- τα private equity funds ξεπέρασαν **τα \$ 1.5 τρισεκ. με δυνατότητες μόχλευσης των κεφαλαίων τους 3-4 φορές,**
- η σχέση αξίας ενεργητικού προς ίδια κεφάλαια για ορισμένες διεθνείς επενδυτικές τράπεζες έφθασε τις **60 φορές,**
- είχαμε εμπορικές ευρωπαϊκές τράπεζες με δάνεια προς καταθέσεις πελατών και πάνω από το **200%,**
- οι εκτός ισολογισμού θυγατρικές κερδοσκοπικές εταιρείες διεθνών τραπεζών (SIVs) να έχουν μακροχρόνιες επενδύσεις, κυρίως σε τιτλοποιήσεις, αξίας **\$300 δισεκ.,** χρηματοδοτούμενες από βραχυχρόνιες πηγές,
- η AIG, η μεγαλύτερη, ίσως, αμερικάνικη ασφαλιστική εταιρεία στον κόσμο, να τρέχει βιβλίο παραγώγων **\$ 2 τρισεκ., κυρίως CDOs** και
- η Ισλανδία να έχει τράπεζες με ενεργητικό **10 φορές** το ΑΕΠ της χώρας.

Έτσι φαίνεται να μην έχουμε διδαχθεί από την ιστορία! Στην κρίση του 1929, η χρηματοοικονομική κερδοσκοπία με μόχλευση, μέσω της εκτεταμένης χρήσης τραπεζικών δανείων για αγορά μετοχών, διαδραμάτισε καθοριστικό ρόλο αφενός για τον τετραπλασιασμό των χρηματιστηριακών δεικτών στις ΗΠΑ την δεκαετία του

1920 και αφετέρου για την κατάρρευσή τους, με το ξέσπασμα της κρίσης, οδηγώντας στο **Κραχ του Οκτώβρη του 1929** και **ταυτόχρονα σε πτώχευση** πολλές τράπεζες – χρηματοδότες των κερδοσκοπικών θέσεων.

Συμπέρασμα:

- Οι παγκόσμιες κεφαλαιαγορές και το διεθνές τραπεζικό σύστημα έτρεχαν και διεθνοποιούνταν ταχύτερα από τις εποπτικές/ ρυθμιστικές αρχές.
- Οι παγκόσμιες κεφαλαιαγορές και το διεθνές τραπεζικό σύστημα έτρεχαν ταχύτερα από την κατανόηση των κινδύνων από τις διοικήσεις των τραπεζών.
- Οι παγκόσμιες κεφαλαιαγορές και το διεθνές τραπεζικό σύστημα έτρεχαν ταχύτερα της αναβάθμισης των εσωτερικών τραπεζικών συστημάτων εποπτείας, ελέγχου και διαχείρισης κινδύνων.
- Οι παγκόσμιες κεφαλαιαγορές και το διεθνές τραπεζικό σύστημα έτρεχαν ταχύτερα από το βαθμό κατανόησης των συστημικών κινδύνων από τους ασκούντες μακροοικονομική πολιτική.

Στο πλαίσιο αυτό, οι Αρχές των Ηνωμένων Πολιτειών, αφού διέσωσαν πρώτα ορισμένες τράπεζες, μετά έκριναν σκόπιμο, κυρίως, με ιδεολογικά κριτήρια ότι δεν θα ήταν πρόβλημα να αφήσουν την Lehman Brothers να καταρρεύσει, για παραδειγματισμό πειθαρχίας και ευθύνης των μετόχων και πιστωτών. Η τέταρτη, όμως τράπεζα, σε μέγεθος των ΗΠΑ είχε **\$600 δισεκ.** υποχρεώσεις στις κεφαλαιαγορές σε χιλιάδες επενδυτές σε όλο τον κόσμο, συμμετείχε ως μέλος σε 30 διεθνή συστήματα πληρωμών, διακανονισμού και φύλαξης τίτλων και είχε συνάψει **900.000 συμβάσεις** παραγωγών με τρίτους, αξίας τρισεκατ. δολαρίων, κυρίως με διεθνείς τράπεζες και θεσμικούς επενδυτές. Αποτέλεσμα, η πτώχευσή της δημιούργησε αμέσως παγκόσμιο χάος, με την επικράτηση της ψυχολογίας του ποιά θα είναι η επόμενη τράπεζα στη λίστα της κατάρρευσης, εξέλιξη που μετέφερε με ταχύτητα φωτός την κρίση σε όλες τις κεφαλαιαγορές παγκοσμίως.

Κυρίες και Κύριοι,

Ένα κρίσιμο δίλημμα πολιτικής, σήμερα, είναι η διαμόρφωση του άριστου βαθμού παρέμβασης στο χρηματοπιστωτικό χώρο. Μια γραφειοκρατική υπερρύθμιση του χρηματοπιστωτικού χώρου θα υπονόμει την αναπτυξιακή του συμβολή. Μια γενικότερη εφαρμογή του «too big to fail», θα απομειώνει τις ευθύνες των μετόχων και των πιστωτών και θα νόθευε τον ανταγωνισμό και την πειθαρχία. Μια νέα ανεξέλεγκτη υπερτροφία του χρηματοπιστωτικού χώρου, χωρίς να προηγηθούν σοβαρές μεταρρυθμίσεις, θα δημιουργούσε νέους σοβαρούς συστημικούς κινδύνους.

Θα ήθελα, κλείνοντας να κάνω ορισμένες αναφορές στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα, που παρά τη σκληρή και έντονη κριτική, που έχει δεχθεί το τελευταίο καιρό, δεν είχε επενδύσει σε τοξικά και άλλα υψηλού κινδύνου προϊόντα, ούτε είχε ενεργή παρουσία στη διεθνή κερδοσκοπία τα τελευταία χρόνια. Επέδειξε, κατά την γνώμη μου, είτε από τύχη, είτε από προνοητικότητα, έναν επενδυτικό συντηρητισμό για την εποχή και το περιβάλλον, που ζούσαμε πριν τη διεθνή κρίση. Επικέντρωσε την προσοχή του, κυρίως, στην ταχύτατη ανάπτυξη των παραδοσιακών τραπεζικών εργασιών, στη χρηματοδότηση της οικονομίας και των υποδομών και την εξωστρεφή ανάπτυξή του στην Νοτιοανατολική Ευρώπη.

Έτσι, το ελληνικό τραπεζικό σύστημα:

- α) Διατήρησε από τους χαμηλότερους βαθμούς μόχλευσης στην Ευρώπη με σχέση αξίας ενεργητικού προς ίδια κεφάλαια γύρω στις **15-16 φορές**, έναντι **35 φορές** σε ευρωπαϊκά τραπεζικά ιδρύματα.
- β) Διατήρησε χαμηλό βαθμό εξάρτησης από τις κεφαλαιαγορές για άντληση ρευστότητας με σχέση δανείων προς καταθέσεις κοντά στο **115%**, ενώ, για παράδειγμα, στα τραπεζικά συστήματα της Μεγάλης Βρετανίας, της Ιρλανδίας και της Ισπανίας η σχέση κυμαινόταν μεταξύ **170% - 200%**.
- γ) Διατήρησε ισχυρή κεφαλαιακή επάρκεια με τα βασικά ίδια τους κεφάλαια (Core Tier I) να κυμαίνονται **πάνω από το 8%** σε σχέση με το σταθμισμένο ενεργητικό τους, ποσοστό σημαντικά

υψηλότερο σε σχέση με την πλειοψηφία των ευρωπαϊκών τραπεζών.

- δ) Έκανε μόνο περιορισμένη χρήση έναντι χρεώσεων αγοράς του κυβερνητικού πακέτου στήριξης των € **28 δισεκ.**, που ήταν εξ' αρχής ένα από τα μικρότερα της Ευρώπης, κυρίως για να αντιμετωπίσει ζητήματα στενότητας ρευστότητας, που προέκυψαν με την κρίση.

Τα σημερινά προβλήματα των τραπεζών συνδέονται, κυρίως, με την οικονομική ύφεση, που προκλήθηκε στην Ελλάδα και στη γεωγραφική περιοχή μας, με αποτέλεσμα τη χειροτέρευση της ποιότητας του δανειακού χαρτοφυλακίου και τις υψηλές προβλέψεις. Παράλληλα, όμως, η τεράστια δημοσιονομική κρίση στην Ελλάδα, το σημαντικό έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, οι μεγάλες χρηματοδοτικές ανάγκες του Δημόσιου Τομέα και η συνεχιζόμενη κρίση στη Νοτιοανατολική Ευρώπη, έχουν ως αποτέλεσμα τη στενότητα ρευστότητας στην ιδιωτική οικονομία και το υψηλό κόστος άντλησής της, τόσο για το Δημόσιο όσο και για τις ελληνικές τράπεζες, εξέλιξη που δεν συμβάλλει στην ανάκαμψη της οικονομίας. Για παράδειγμα, οι ελληνικές τράπεζες πληρώνουν σήμερα στις προθεσμιακές καταθέσεις πελατών, στην Ελλάδα και στη Νοτιοανατολική Ευρώπη, πολύ υψηλά επιτόκια, από τα υψηλότερα στην Ευρώπη, με σημαντικό premium πάνω από τα διατραπεζικά επιτόκια. Παράλληλα, το κόστος δανεισμού των ελληνικών τραπεζών από τις διεθνείς κεφαλαιαγορές (spread) έχει, σχεδόν, δεκαπλασιαστεί σε δυο χρόνια, ενώ ο δανεισμός από την ECB, παρά την πρόσφατη μείωσή του, διατηρείται σε σχετικά υψηλά επίπεδα.

Είναι γεγονός ότι το ελληνικό τραπεζικό σύστημα γνώρισε μία σημαντική άνθηση και διεθνοποίηση τα τελευταία 15 χρόνια. Χρηματοδότησε, έστω και με κάποιες υπερβολές, τα ελληνικά νοικοκυριά, τις επιχειρήσεις και τις παραγωγικές επενδύσεις με ρυθμούς αύξησης μεγαλύτερους του **20%** ετησίως. Ακόμη και σήμερα και παρά τη διεθνή κρίση, ο ρυθμός αύξησης των χρηματοδοτήσεων παραμένει θετικός στην Ελλάδα (**4% ετησίως**), ενώ είναι αρνητικός στην υπόλοιπη Ευρώπη. Παράλληλα, μετά από δεκαετίες εσωστρέφειας και προστατευτισμού, το ελληνικό τραπεζικό σύστημα

ακολούθησε τη διεθνοποίηση της ελληνικής επιχειρηματικότητας. Αναπτύχθηκε στην ευρύτερη περιοχή της Νοτιοανατολικής Ευρώπης, όπου έχει διαμορφώσει σήμερα μια σημαντική και αξιόλογη παρουσία **σε 10 χώρες**, με **3.800 υποκαταστήματα**, **45.000** περίπου εργαζομένους, με υπόλοιπα δανείων κοντά στα **€55 δισεκ.** και συνολικές επενδύσεις σε κεφάλαια και ρευστότητα στην περιοχή κοντά στα **€45 δισεκ.**

Αυτή η σημαντική προσπάθεια διεθνοποίησης του ελληνικού τραπεζικού συστήματος στην Νοτιοανατολική Ευρώπη αποτελεί μία εθνική επένδυση για όλους μας, που δεν πρέπει να πάει χαμένη. Συνδέεται άρρηκτα με την υλοποίηση από την χώρα μας ενός νέου εξωστρεφούς αναπτυξιακού προσανατολισμού, με επιτυχή πρόσβαση σε νέες δυναμικές αγορές, που σε συνδυασμό με μια νέα απαιτούμενη άνθιση της επιχειρηματικότητας, των ιδιωτικών επενδύσεων, των επενδύσεων στις υποδομές και της προσέλκυσης ξένων παραγωγικών κεφαλαίων, μπορούν και πρέπει να αποτελέσουν τους βασικούς πυλώνες για την έξοδο από την κρίση και την επίτευξη υψηλών και διατηρήσιμων ρυθμών οικονομικής ανάπτυξης.

Όλοι γνωρίζουμε ότι η χώρα μας βρίσκεται αντιμέτωπη με μια σοβαρή οικονομική δυσπραγία, μια σημαντική απώλεια ανταγωνιστικότητας και μια πρωτοφανή δημοσιονομική εκτροπή. Η διεθνής κρίση ανέδειξε τα χρόνια διαρθρωτικά προβλήματα της ελληνικής οικονομίας και τις αδυναμίες του τρέχοντος αναπτυξιακού προτύπου, που στηρίχθηκε κυρίως στην τόνωση της εγχώριας ιδιωτικής και δημόσιας κατανάλωσης και των κατοικιών, στην πλούσια τραπεζική χρηματοδότηση και στις αυξήσεις των πραγματικών μισθών, χωρίς αντίκρισμα στην παραγωγικότητα. Για πολλά χρόνια δεν τολμήσαμε να αντιμετωπίσουμε την πραγματικότητα με ειλικρίνεια και τολμηρές πρωτοβουλίες, με δραστικές μεταρρυθμίσεις, με βαθιές διαρθρωτικές αλλαγές στο κράτος, την οικονομία και την κοινωνική πολιτική. Καλούμαστε να το πράξουμε σήμερα, αμέσως, γιατί τα περιθώρια και οι βαθμοί ελευθερίας έχουν εξαντληθεί, γιατί τελικά οι αγορές θα το επιβάλουν βιαίως, γιατί το κόστος της καθυστέρησης και ο διεθνής διασυρμός θα είναι δυσβάστακτοι για όλους μας.

Το ελληνικό τραπεζικό σύστημα έχει, νομίζω, λάβει τα μηνύματα των καιρών, την ευθύνη του απέναντι στην κοινωνία και την οικονομία, την ανάγκη χρηματοδότησης της πραγματικής οικονομίας, την απαίτηση για μεγαλύτερη διαφάνεια, εταιρική και κοινωνική ευθύνη και αποτελεσματική εποπτεία, παρότι αποτέλεσε την εξαίρεση του κανόνα στην Ευρώπη και δεν είχε έκθεση σε τοξικά προϊόντα και κερδοσκοπικές δραστηριότητες.

Η διεθνής εμπειρία έχει δείξει ότι η διατήρηση ενός υγιούς, ισχυρού, ανταγωνιστικού, κερδοφόρου, ακηδεμόνευτου, διεθνοποιημένου και αποτελεσματικά εποπτευόμενου τραπεζικού συστήματος, με περαιτέρω ενίσχυση της διαφάνειας και της αξιοπιστίας του, αποτελεί ουσιαστική προϋπόθεση, την ατμομηχανή για την επίτευξη διατηρήσιμης οικονομικής ανάπτυξης. Οι τράπεζες, παρά τα λεγόμενα, τολμώ να πω ότι επιδεικνύουμε καθημερινά, στο σημερινό δύσκολο περιβάλλον όλο και περισσότερο ευελιξία, προσαρμοστικότητα, κατανόηση και κοινωνική ευθύνη στις δυσκολίες των πελατών μας. Αποτελεί για κάθε τράπεζα έσχατο μέσο το κλείσιμο μιας επιχείρησης, ο πλειστηριασμός ενός σπιτιού, η κατάσχεση ενός αυτοκινήτου γιατί είναι μια στενάχωρη διαδικασία για όλους, γιατί, έτσι, μεγιστοποιείται και οριστικοποιείται η ζημιά μας, γιατί, έτσι, χάνεται πολύτιμο παραγωγικό κεφάλαιο.

Αυτή, όμως, η προσέγγιση δεν πρέπει να παρερμηνευτεί ως γενικευμένη απαλλαγή των δανειζομένων από τις υποχρεώσεις τους, ούτε ως υποχρέωση συντήρησης στο διηνεκές υπερχρεωμένων και θνησιγενών επιχειρήσεων, ούτε ως αφορμή για γενικότερη καθιέρωση χρηματοδοτήσεων με μη τραπεζικά κριτήρια. Μια τέτοια προσέγγιση δεν υπονομεύει μόνο τις τράπεζες, αλλά, τελικά, και την εύρυθμη λειτουργία του τραπεζικού συστήματος και της οικονομίας ευρύτερα.

Κυρίες και Κύριοι,

Στη σύγχρονη κοινωνία μία τράπεζα, ένα τραπεζικό σύστημα, είναι ένας σημαντικός οικονομικός οργανισμός, που λειτουργεί, όμως, μέσα στην κοινωνία και στηρίζεται

και εξαρτάται απόλυτα από την εμπιστοσύνη και τη συνεργασία των πελατών και των πολιτών. Για αυτό μια τράπεζα με μόνο ευτυχείς τους μετόχους και τα στελέχη της, αλλά με τους εργαζόμενους, τους πελάτες και την κοινωνία απέναντί της, δεν έχει τελικά προοπτική, γιατί μια τέτοια στρατηγική είναι μεσοπρόθεσμα επιχειρηματικά αδιέξοδη και αναποτελεσματική για την κερδοφορία της.

Σας ευχαριστώ πολύ.

Η χρηματοοικονομική κρίση και το μέλλον της παγκόσμιας οικονομίας

Γκίκας Α. Χαρδούβελης
20/12/2009

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

1. Εισαγωγή¹

Το έτος 2009 η παγκόσμια οικονομία βρέθηκε αντιμέτωπη με τη χειρότερη ύφεση της μεταπολεμικής περιόδου, με το ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης να μειώνεται σημαντικά σε όλες τις χώρες. Οι χώρες που βασίζονται στις εξαγωγές επλήγησαν περισσότερο, καθώς από το τελευταίο τρίμηνο του 2008, το διεθνές εμπόριο υπέστη καθίζηση. Η ένταση και η διάρκεια της κρίσης, ιδίως μετά την δραματική επιδείνωσή της στα μέσα Σεπτεμβρίου του 2008, εξέπληξαν όλους. Είναι αξιοσημείωτο ότι έως το 2007, οικονομολόγοι και αναλυτές προσπαθούσαν να αποδώσουν εύσημα – και διαφωνούσαν σε ποιόν - για την επίτευξη την τελευταία δεκαετία του συνδυασμού υψηλών ρυθμών παγκόσμιας ανάπτυξης με ταυτόχρονο χαμηλό πληθωρισμό. Σήμερα, το τοπίο έχει αλλάξει δραματικά. Η προσοχή όλων είναι στραμμένη στην αντιμετώπιση των καταστροφικών συνεπειών της μεγαλύτερης κρίσης στο διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα από τον καιρό της Μεγάλης Ύφεσης του 1929.

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

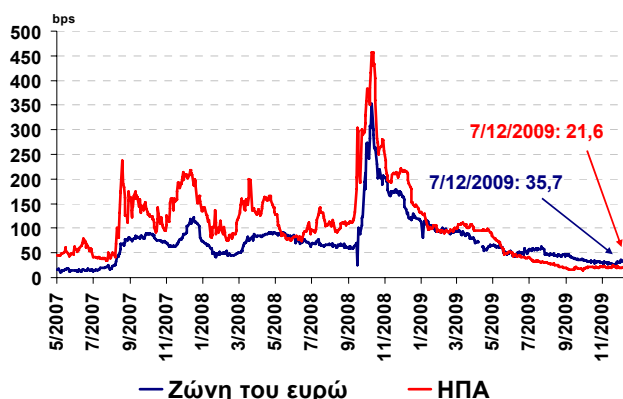
¹ Το άρθρο βασίζεται σε παρουσίαση του συγγραφέα σε ημερίδα του Εργαστηρίου Μελετών Οικονομικής Πολιτικής του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών στις 10 Ιουνίου 2009, με τίτλο: «Οικονομικές Πολιτικές για την Αντιμετώπιση της Κρίσης».

2. Το χρονικό της χρηματοοικονομικής κρίσης

2.1 Η διαχρονική εξέλιξη της κρίσης

Με το ξέσπασμα της κρίσης, πολλά στοιχεία του ενεργητικού των τραπεζών έχασαν την αξία τους, μειώνοντας τα κεφάλαια και τη διαθέσιμη ρευστότητα. Η έλλειψη ρευστότητας οδήγησε πολλές τράπεζες να αναζητήσουν βραχυπρόθεσμα κεφάλαια στη διατραπεζική αγορά ώστε να καλύψουν τις χρηματοδοτικές ανάγκες τους. Η αγορά αυτή λοιπόν ήταν η πρώτη οργανωμένη αγορά, τα επιτόκια της οποίας αποτυπώνουν τις δυσκολίες χρηματοδότησης.

Διάγραμμα 2.1
Τριμηνιαία επιτοκιακά περιθώρια
(Η.Π.Α: TED spread ή 3m Eurodollar – 3m Tbill,
Ζώνη Ευρώ: 3m Euribor – 3m Euro Area Tbills)



Πηγή: Bloomberg

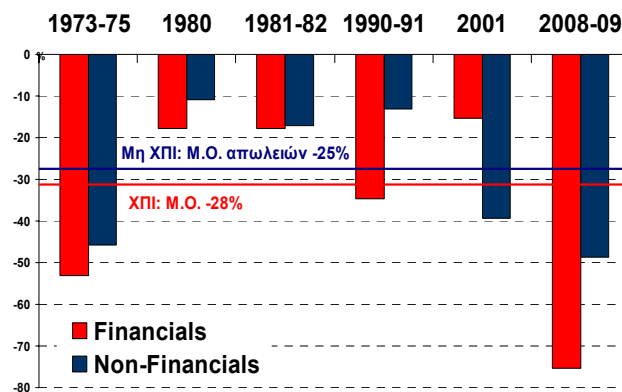
Σημείωση: Τα επιτόκια είναι ετησιοποιημένα.

Στο Διάγραμμα 2.1 περιγράφεται η αυξομείωση στην πίεση που δέχτηκε η διατραπεζική αγορά στις Η.Π.Α. και την Ευρωζώνη. Οι μεταβλητές στο διάγραμμα είναι τα περιθώρια στις Η.Π.Α. και την Ευρωζώνη αντίστοιχα, ανάμεσα στο επιτόκιο με το οποίο δανείζεται μια τράπεζα για 3 μήνες από μια άλλη τράπεζα και το επιτόκιο με το οποίο δανείζεται το Δημόσιο για 3 μήνες. Συγκεκριμένα, για τις Η.Π.Α. το περιθώριο είναι μεταξύ του επιτοκίου των τριμήνων καταθέσεων σε ευρώδολάρια και των τριμήνων εντόκων γραμματίων του αμερικανικού δημοσίου (TED spread). Για την Ευρωζώνη, το περιθώριο είναι μεταξύ του τριμήνου Euribor και των τριμήνων εντόκων γραμματίων της ζώνης του ευρώ. Αύξηση των περιθωρίων οφείλεται είτε σε αύξηση του κινδύνου χρεοκοπίας των τραπεζών –

δηλαδή στον κίνδυνο αντισυμβαλλομένου - είτε στην καταφυγή των επενδυτών σε περισσότερο ασφαλείς επενδύσεις (flight to quality), και η πιο ασφαλής επένδυση είναι σε τίτλους που εκδίδει το Δημόσιο.

Παρατηρήσατε ότι τα περιθώρια αυξήθηκαν με την έναρξη της κρίσης στα μέσα του 2007, ιδιαίτερα στις Η.Π.Α., όπου εκεί ξεκίνησε η κρίση. Στη συνέχεια είχαν συνεχείς διακυμάνσεις, ενώ η μεγάλη εκτόξευση έγινε μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers τον Σεπτέμβριο του 2008. Τα περιθώρια μειώθηκαν εκ νέου μαζί με τη σταδιακή ομαλοποίηση της αγοράς εξαιτίας των κυβερνητικών πακέτων και της παροχή ρευστότητας από τις κεντρικές τράπεζες.

Διάγραμμα 2.2
Χρηματιστηριακές αποδόσεις σε περιόδους
οικονομικής ύφεσης



Πηγή: Thomson Financial Datastream

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

Τα διεθνή χρηματιστήρια άργησαν να αντιδράσουν στην επερχόμενη λαίλαπα. Στο δεύτερο εξάμηνο του 2007, όταν η διατραπεζική αγορά και οι αγορές ομολόγων δέχονταν τεράστιες πιέσεις, στα χρηματιστήρια οι επενδυτές θεωρούσαν δεδομένη την θεωρία της αποσύνδεσης των οικονομιών, του λεγόμενου decoupling, ότι δηλαδή η κρίση θα περιοριστεί στις Η.Π.Α. και δεν θα επηρεάσει άλλες χώρες. Όμως, από τον Ιανουάριο του 2008, τα χρηματιστήρια ξεκίνησαν μια καθοδική πορεία για περίπου 15 μήνες. Η πτώση τους στη σημερινή ύφεση

αποδείχτηκε πολύ μεγαλύτερη από τις αντίστοιχες πτώσεις σε προηγούμενες υφέσεις (Διάγραμμα 2.2). Η πτώση μάλιστα των εταιρειών του χρηματοοικονομικού τομέα – του τομέα που είναι υπεύθυνος για την κρίση – ήταν πολύ μεγαλύτερη από τους υπόλοιπους τομείς.

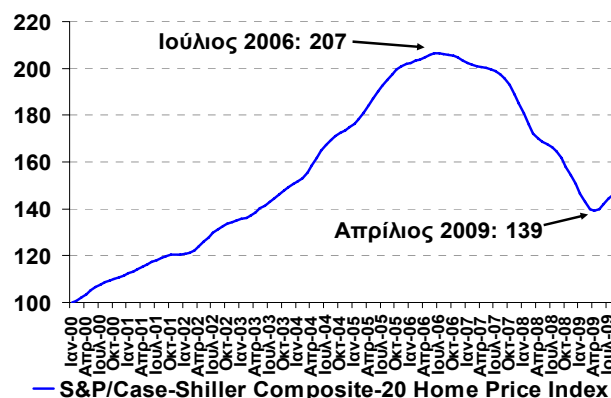
2.2 Οι αιτίες της κρίσης

Η χρηματοοικονομική κρίση δεν μπορεί να αποδοθεί σε μία και μόνον αιτία. Προήλθε από συνδυασμό παραγόντων, πολλοί από τους οποίους επηρέαζαν και επέτειναν τη δυναμική των υπολοίπων. Πολλοί αναλυτές ξεκινούν, αναζητώντας τα βαθύτερα αίτια της κρίσης πέραν από τον περιορισμένο χρηματοοικονομικό χώρο, σε ανισορροπίες των παγκόσμιων οικονομιών οι οποίες οδήγησαν σε στρεβλώσεις επιτοκίων. Ως **πρώτος** λοιπόν **παράγοντας** αναφέρονται οι διεθνείς ανισορροπίες μεταξύ των χωρών του πλανήτη όσον αφορά την εσωτερική τους αποταμίευση και επένδυση (βλέπετε Obstfeld and Rogoff (2009), Portes (2009), Jagannathan et. al. (2009), Caballero and Krishnamurthy (2009)). Οι ανισορροπίες εκδηλώθηκαν με υψηλά ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών των Η.Π.Α. και υψηλά πλεονάσματα των χωρών της Ασίας, ιδιαίτερα της Κίνας. Οι ανισορροπίες αυτές οδήγησαν σε φτηνό χρήμα, μεγάλη ρευστότητα και χαμηλά πραγματικά επιτόκια. Τα χαμηλά πραγματικά επιτόκια στη συνέχεια έδωσαν ώθηση σε υπάρχουσες ανισορροπίες του χρηματοοικονομικού τομέα, όπως η φούσκα των ακινήτων και το κυνήγι των υψηλών αποδόσεων με τη χρήση εξωτικών χρηματοοικονομικών εργαλείων.²

Δεύτερος καθοριστικός **παράγοντας** ήταν η φούσκα ακινήτων στις ΗΠΑ. Από το 2001 οι τιμές των ακινήτων ξεκίνησαν μια ανοδική πορεία, η οποία αν και προβληματίσε πολλούς αναλυτές, αφέθηκε ελεύθερη να εξαπλωθεί (Χαρδούβελης (2009)). Ορισμένοι αναλυτές

μάλιστα δικαιολογούσαν την άνοδο των τιμών ως άνοδο της ποιότητας των κατοικιών. (McCarthy & Peach (2004), (2007)). Η άνοδος των τιμών των κατοικιών σταμάτησε στα μέσα του 2006 και, έκτοτε, οι τιμές άρχισαν να πέφτουν και να σταθεροποιούνται περίπου τον Απρίλιο του 2009 (Διάγραμμα 2.3). Η πτώση αυτή, που διήρκεσε για 3 περίπου χρόνια, απελευθέρωσε τις δυνάμεις της κρίσης. Η πτώση των τιμών των κατοικιών οδήγησε σε καθυστερήσεις των δόσεων των νοικοκυριών προς τις τράπεζες. Ορισμένα νοικοκυριά άρχισαν να αντιλαμβάνονται ότι η αξία του σπιτιού που πρόσφατα αγόρασαν έπεσε κάτω από την αξία δανείου τους και ότι τους συνέφερε να παραδώσουν τα κλειδιά στην τράπεζα και να φύγουν. Η χρεοκοπία των νοικοκυριών οδήγησε και σε μειωμένες εισροές στα ταμεία των τιτλοποιημένων δανείων.³

Διάγραμμα 2.3
Η πορεία των τιμών των κατοικιών στις Η.Π.Α.



Πηγή: Bloomberg

Σημείωση: Δείκτης ονομαστικών τιμών κατοικιών των Case & Shiller με βάση το 100 τον Ιανουάριο 2000. Ο δείκτης S&P/Case-Shiller-20 χρησιμοποιεί τη μέθοδο των «επαναλαμβανόμενων πωλήσεων», κατά την οποία χρησιμοποιούνται δεδομένα για κατοικίες που έχουν αποτελέσει αντικείμενο αγοροπωλησίας τουλάχιστον 2 φορές. Έχει μηνιαία συχνότητα, καλύπτει γεωγραφικά 20 μητροπολιτικές περιοχές των ΗΠΑ και τα στοιχεία συλλέγονται από γραφεία εκτιμητών.

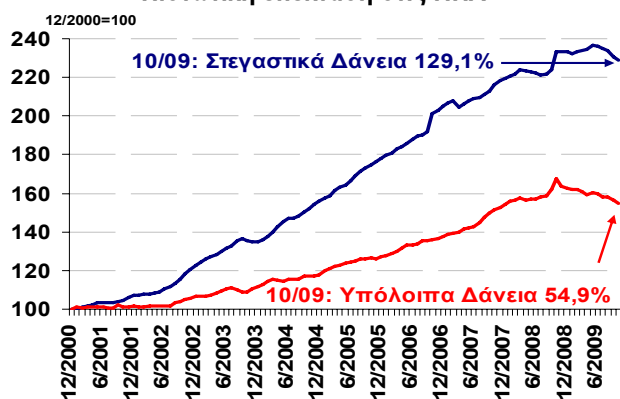
Στη δημιουργία της αρχικής φούσκας των ακινήτων στις ΗΠΑ συνέβαλλε η ραγδαία αύξηση των δανείων

² Την άποψη αυτή δεν ενστερνίζεται ο πρώην Διοικητής της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των Η.Π.Α. κ. Greenspan (Greenspan (2008a), (2008b)), ο οποίος αντιλέγει ότι τα χαμηλά επιτόκια της Fed δικαιολογούνταν από την κατάσταση της οικονομίας και ότι οι ρυθμοί πιστωτικής επέκτασης δεν ήταν μέχρι το 2004 ανησυχητικοί. Επίσης θεωρεί ότι η φούσκα στην αγορά ακινήτων των ΗΠΑ ήταν παρόμοιου μεγέθους με αυτές στον υπόλοιπο κόσμο και ότι η στατιστική έρευνα δεν δίνει επαρκώς ισχυρές ενδείξεις για την ευθύνη της νομισματικής πολιτικής. Άλλωστε αρνητικά πραγματικά επιτόκια είχαμε στις Η.Π.Α. και τη δεκαετία του 1970, αλλά τότε δεν είχαμε κρίση. Τα χαμηλά επιτόκια πρέπει να συνοδεύονται και από άλλους παράγοντες.

³ Η άνοδος των τιμών των κατοικιών από μόνη της δεν μπορεί να εξηγήσει την κρίση. Γνωρίζουμε, άλλωστε ότι την ίδια περίοδο οι τιμές κατοικιών αυξήθηκαν πολύ περισσότερο στην Ισπανία, την Ιρλανδία ή το Ηνωμένο Βασίλειο (βλ. Χαρδούβελης (2009)). Κι όμως δεν ξεκίνησε σ' αυτές τις χώρες η κρίση. Η κρίση ξεκίνησε στις Η.Π.Α. επειδή εκεί συνέβαλλαν και άλλοι παράγοντες.

μειωμένης εξασφάλισης (subprime) χωρίς να επιδεικνύεται η ανάλογη τραπεζική εγκράτεια και ο έλεγχος για τον πιστωτικό κίνδυνο. Ξεκάθαρο παράδειγμα της ίδιας επεκτατικής πολιτικής χορηγήσεων αποτελεί η εξάπλωση των interest rate only loans, δηλαδή δανείων στα οποία η μηνιαία πληρωμή δεν ήταν το παραδοσιακό τοκοχρεολύσιο, αλλά μόνον ο τόκος και με το κεφάλαιο να πληρώνονταν εξ ολοκλήρου στη λήξη. Σε μελέτη των Mian & Soufi (2009), παρουσιάζονται στοιχεία σύμφωνα με τα οποία, σε περιοχές των Η.Π.Α. με υψηλό δανεισμό των νοικοκυριών σε σχέση με το εισόδημά τους, οι τιμές των ακινήτων αυξήθηκαν γρηγορότερα, ενώ στη συνέχεια έπεσαν περισσότερο. Είναι γεγονός ότι η στεγαστική πίστη επιταχύνθηκε πολύ περισσότερο από τα υπόλοιπα δάνεια στις Η.Π.Α. (Διάγραμμα 2.4).

Διάγραμμα 2.4
Πιστωτική επέκταση στις ΗΠΑ



Πηγή: Federal Reserve

Η έλλειψη εγκράτειας δανεισμού από πλευράς τραπεζών δικαιολογείται, πρώτον, από το γεγονός ότι η αξία του ενέχυρου σε ένα στεγαστικό δάνειο έως το 2006 συνεχώς αυξάνονταν και, συνεπώς, ο κίνδυνος πτώχευσης του νοικοκυριού δεν ενείχε αναμενόμενες απώλειες για τις τράπεζες. Δεύτερον, δικαιολογείται και από τη δυνατότητα τιτλοποίησης των στεγαστικών δανείων. Με την τιτλοποίηση, οι τράπεζες έδωχαν τα δάνεια και κατ' επέκταση και τον πιστωτικό κίνδυνο από τον ισολογισμό τους. Η πρακτική των τιτλοποιήσεων πολλαπλασιάστηκε από τα μέσα της δεκαετίας του 1990, με αποτέλεσμα οι τράπεζες να γίνονται απλές μεσάζουσες της γραφειοκρατίας του στεγαστικού δανείου (Πίνακας 2.1). Η τιτλοποίηση αύξησε και τη ρευστότητά τους ώστε να παρέχουν νέα στεγαστικά ή άλλα δάνεια. Μάλιστα στα

μεγάλα δάνεια με ονομαστική αξία μεγαλύτερη από αυτή που επιτρεπόταν στους ημι-κρατικούς φορείς Fannie Mae ή Freddie Mac να δημιουργήσουν την τιτλοποίηση, προσφέρθηκαν άλλοι ιδιωτικοί φορείς να το κάνουν.

Τρίτος παράγοντας που συνέβαλλε στην κρίση ήταν το δόγμα της αποτελεσματικής αγοράς και των ορθολογικών προσδοκιών. Το δόγμα αυτό σε συνδυασμό με τα χαμηλά επιτόκια την εποχή εκείνη οδήγησε σε ακραίες συμπεριφορές. Τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα οδηγήθηκαν σε ριψοκίνδυνες επενδύσεις χωρίς να τιμολογούν σωστά τον κίνδυνο. Παράδειγμα αποτελεί η νέα κερδοσκοπική κουλτούρα στον τραπεζικό τομέα με βάση τη γένεση προσόδων. Παράδειγμα, επίσης, αποτελούν και οι πολύπλοκες και αδιαφανείς μορφές των τιτλοποιήσεων που επεκράτησαν τη δεκαετία του 2000, όπως τα CDOs, CDOs στο τετράγωνο, κ.ά.

Οι νέες μορφές τιτλοποιήσεων αρχικά – γύρω στο 1984 - δημιουργήθηκαν ώστε να διασπαρθεί ο κίνδυνος προπληρωμής των στεγαστικών δανείων που υποστήριζαν τις παραδοσιακές μορφές τιτλοποιήσεων. Σπάζοντας τις εισροές που προέρχονται από μια ομάδα στεγαστικών δανείων σε διαφορετικούς αποδέκτες σύμφωνα με συγκεκριμένους κανόνες, ο κίνδυνος προπληρωμής των στεγαστικών δανείων διασπείρονταν. Η αρχική αυτή μορφή σύντομα, όμως, μετεξελίχθηκε σε κατακερματισμό ακόμα και του πιστωτικού κινδύνου σύμφωνα με κανόνες και με συγκεκριμένες αξιολογήσεις που παρείχαν οι αξιολογικοί οίκοι. Εκ των υστέρων, αποδείχτηκε ότι οι αξιολογήσεις αυτές υπήρξαν υπέρ-αισιόδοξες, αφού δεν ελάμβαναν υπόψη τους το συστημικό κίνδυνο, δηλαδή τη θετική συσχέτιση των κινδύνων των επιμέρους τμημάτων των τίτλων (Coval, Jurek & Stafford (2009)). Οι αξιολογικοί οίκοι κατηγορήθηκαν για ανεπάρκεια ή/και για μεροληψία που πιθανόν να πήγαζε από το γεγονός οι εκδότες των τίτλων ήταν αυτοί που πλήρωναν για την αξιολόγηση, ωθώντας τις εποπτικές αρχές να επανεξετάσουν το καθεστώς λειτουργίας τους (SEC (2008)).

Οι επενδυτές που αγόραζαν τους πολύπλοκους και υπέρ-βαθμολογημένους τίτλους πιθανόν και να γνώριζαν αλλά να αψήφησαν τον κίνδυνο που αντιμετώπιζαν. Άλλωστε η απληστία, δηλαδή η εξασφάλιση απόδοσης

Πίνακας 2.1
ΗΠΑ – Η πορεία των τιτλοποιήσεων στεγαστικών δανείων

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

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

αγνοώντας με ανορθολογικό τρόπο το ρίσκο, ήταν στο πνεύμα της εποχής. Ιδιαίτερα οι επενδυτικές τράπεζες, αυτές που δημιουργούσαν τις τιτλοποιήσεις ή αυτές που υπήρξαν σημαντικές μεσάζουσες στην πρωτογενή αγορά τους, ήταν αυτές που κυρίως διακρατούσαν το λεγόμενο “equity tranche” των τιτλοποιήσεων, δηλαδή το κομμάτι με το μεγαλύτερο ρίσκο απωλειών αλλά και την υψηλότερη αναμενόμενη απόδοση. Αυτές βρέθηκαν στο μάτι του κυκλώνα όταν ξέσπασε η κρίση και οι τιμές των τίτλων άρχισαν να πέφτουν. Πιθανόν λοιπόν να συνέβη το αντίθετο από το γνωστό «Πρόβλημα του Πέσο», δηλαδή να ξεσπάει μια κρίση πολύ γρήγορα, γρηγορότερα από την πιθανότητα εμφάνισής της σύμφωνα με τις αντικειμενικές πιθανότητες, και οι επενδυτές να πιάστηκαν ανέτοιμοι να αντιδράσουν.⁴

Στο πνεύμα της αποτελεσματικότητας των αγορών κινήθηκαν για μεγάλο χρονικό διάστημα και οι εποπτικές αρχές στις Η.Π.Α., οι οποίες κατήγγησαν σταδιακά πολλούς περιοριστικούς όρους του παρελθόντος. Πολλοί

αναλυτές κατηγορούν τη Federal Reserve ότι το 1999 επέτρεψε την τελική επανασύνδεση της παραδοσιακής εμπορικής τραπεζικής με την επενδυτική τραπεζική, δύο πεδία που είχαν διασπαστεί από τη δεκαετία του 1930 με τη γνωστή Glass-Steagall Act. Η κριτική αυτή φαίνεται εν μέρει μόνο σωστή, αφού την κρίση στις Η.Π.Α. προκάλεσαν κυρίως αμιγώς επενδυτικές τράπεζες. Άλλοι αναλυτές κατηγορούν την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των Η.Π.Α., δηλαδή το Securities & Exchange Commission, ότι ελαστικοποίησε τον περιορισμό δανεισμού των επενδυτικών τραπεζών, γεγονός που οδήγησε τις επενδυτικές τράπεζες σε άκρως ριψοκίνδυνες επενδύσεις με δανεικά χρήματα. Το θέμα της μόχλευσης το αναλύουμε με μεγαλύτερη λεπτομέρεια παρακάτω.

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

⁴ Το πρόβλημα του πέσο δημιουργήθηκε στη δεκαετία του 1980 όταν η προθεσμιακή αγορά του προεξοφλούσε υποτίμηση, δηλαδή μια τιμή για το Μεξικανικό πέσο μικρότερη της τρεχούσης, η οποία όμως δεν έρχονταν για ένα μακρύ χρονικό διάστημα. Αυτό αποτέλεσε αίνιγμα και θεωρήθηκε αρχικά ανορθολογικό.

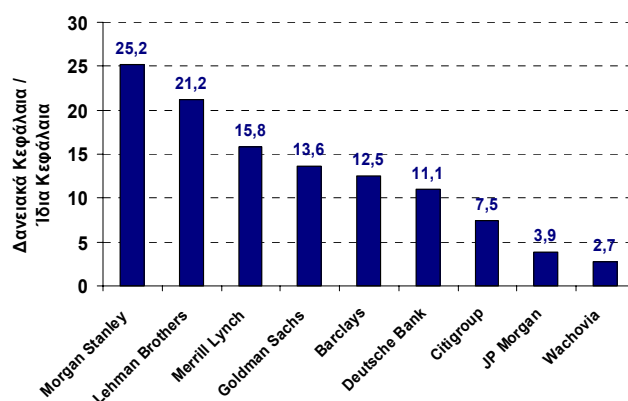
συστήματος. Το σύστημα δεν είναι αναγκαστικά ασφαλές όταν απλώς τα επιμέρους συστατικά του είναι ασφαλή. Το παρακάτω παράδειγμα ξεκαθαρίζει τις έννοιες.

Έστω ορισμένα ΧΙ κατέχουν περιουσιακό στοιχείο σχετικά χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας, ομόλογα BBB+. Σύμφωνα με τους κανόνες της Βασιλείας, η χαμηλή βαθμολόγηση των ομολόγων τα αναγκάζει να διακρατούν παραπάνω ίδια κεφάλαια από αυτά που θα διακρατούσαν αν το ομόλογα ήταν βαθμολογημένα AAA. Έστω, όμως, ότι γίνεται μια ξαφνική υποβάθμιση των ομολόγων αυτών σε BB+, με αποτέλεσμα πολλά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να αποφασίσουν να το πωλήσουν ώστε να αποφύγουν τα απαιτούμενα επιπλέον κεφάλαια, που οι κανόνες της Βασιλείας απαιτούν. Η πτώση όμως των τιμών δημιουργεί πρόβλημα στον εκδότη των ομολόγων, ο οποίος με δυσκολία μπορεί πλέον να χρηματοδοτήσει το ενεργητικό του. Η επιχείρηση δεινοπαθεί ελλείψει ρευστότητας, η οικονομική της δραστηριότητα κάμπτεται και οι αξιολογικοί οίκοι επανέρχονται με νέα υποβάθμιση στην CCC+. Το γεγονός αυτό πυροδοτεί μαζικές πωλήσεις των ομολόγων και η αγορά των συγκεκριμένων ομολόγων καταρρέει, διότι δεν βρίσκονται αγοραστές. Έτσι, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που έχουν στο ενεργητικό τους τα ομόλογα αυτά αρχίζουν να πωλούν άλλα περιουσιακά στοιχεία για να ικανοποιήσουν την αυξημένη κεφαλαιακή επάρκεια. Έπεται πτώση των τιμών υγιών περιουσιακών στοιχείων. Περιουσιακά στοιχεία άσχετα μεταξύ τους αποκτούν μια κοινή ιδιότητα: Οι τιμές όλων πέφτουν. Η πτώση, όμως των τιμών οδηγεί σε ακόμα υψηλότερες κεφαλαιακές απαιτήσεις, αφού πολλές από τις τιμές είναι έμμεσα ενσωματωμένες στους κανόνες της Βασιλείας: Χαμηλότερες τιμές σημαίνουν για τον τραπεζικό επόπτη υψηλότερο κίνδυνο και ο υψηλότερος κίνδυνος πυροδοτεί την ανάγκη περισσότερων κεφαλαίων. Δημιουργείται έτσι ένας φαύλος κύκλος πωλήσεων και πτώσεων των τιμών, που διασπείρει πανικό. Συνεπώς, ένα μικρό πρόβλημα σε συγκεκριμένο ομόλογο μπορεί να δημιουργήσει μεγαλύτερο πρόβλημα σε περισσότερες αγορές, και πιθανόν χώρες. Κάτι ανάλογο συνέβη και με τα δάνεια μειωμένης εξασφάλισης, τα λεγόμενα «subprime», ή και την εξωχρηματιστηριακή αγορά των ανταλλαγών πιστωτικού κινδύνου ή «credit default swaps».

Ο **πέμπτος** σημαντικός **παράγοντας** δημιουργίας της κρίσης είναι η υψηλή μόχλευση. Νωρίτερα αναφερθήκαμε στην υψηλή μόχλευση των νοικοκυριών, η οποία ευθύνεται εν μέρει και για τη μεγάλη άνοδο των τιμών των κατοικιών. Υψηλή μόχλευση, όμως, είχαν και οι επενδυτικές τράπεζες στις Η.Π.Α. και αλλού. Στο Διάγραμμα 2.5 παρουσιάζεται ο λόγος δανειακών προς ίδια κεφάλαια στο τέλος του 2006 για ορισμένες διεθνείς παραδοσιακές ή επενδυτικές τράπεζες. Ο λόγος αυτός ήταν πολύ υψηλός, που μάλιστα εν μέρει κρύβεται από τους κανόνες λογιστικής που επικρατούσαν στις Η.Π.Α. Η υψηλή μόχλευση, και μάλιστα με βραχυχρόνιο δανεισμό, υπήρξε η αιτία της γρήγορης μετάδοσης της κρίσης από την αγορά των δανείων subprime στις αγορές πολλών άλλων περιουσιακών στοιχείων.

Διάγραμμα 2.5
Υψηλή η μόχλευση των ΧΠΙ

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



Πηγή: Bloomberg

Υψηλή μόχλευση σημαίνει λιγοστά ίδια κεφάλαια και υψηλός δανεισμός σε σχέση με το ενεργητικό ενός χρηματοοικονομικού ιδρύματος. Μάλιστα ο δανεισμός που χρηματοδοτούσε τις επενδύσεις την εποχή εκείνη ήταν κυρίως βραχυχρόνιος. Έτσι, όταν οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων στα οποία είχαν επενδύσει οι επενδυτικές τράπεζες άρχισαν να πέφτουν και οι αγορές αντιλήφθηκαν την κεφαλαιακή απώλεια των δανεισμένων επενδυτικών τραπεζών, τότε δυσκόλεψαν ή και αρνήθηκαν την ανανέωση της βραχυχρόνιας χρηματοδότησης, αναγκάζοντας έτσι τις επενδυτικές τράπεζες να

προβαίνουν σε περαιτέρω πωλήσεις άλλων περιουσιακών στοιχείων, οι οποίες με τη σειρά τους πιέζουν τις τιμές των περιουσιακών στοιχείων ακόμα περισσότερο προς τα κάτω.

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

Περίπου \$ 1,7 τρις. είναι σήμερα οι σωρευμένες

απώλειες, τις οποίες έχουν αποδεχτεί λογιστικά τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα στους ισολογισμούς τους, ενώ οι απομειώσεις αυτές αυξάνονται με την πάροδο του χρόνου, αν και αναπληρώνονται σε μεγάλο ποσοστό από αντίστοιχες αυξήσεις μετοχικού. Τον Ιούνιο του 2008, οι απομειώσεις έφτασαν τα \$ 698,2 δισ., τον Ιουνίου του 2009 υπερδιπλασιάστηκαν στα \$ 1.662,7 δισ. και στα μέσα Δεκεμβρίου 2009 βρίσκονται στα \$1.703,4 δισ. Το Ιούνιο του 2008 το χάσμα μεταξύ απομειώσεων και εισροών νέων κεφαλαίων ήταν \$314,6 δισ. Σήμερα το χάσμα φαινομενικά μόνον έχει μειωθεί στα \$217,3 δισ. (Πίνακας 2.2). Κλείνει κυρίως λόγω των κυβερνητικών παρεμβάσεων με αγορές προνομιούχων ή απλών μετοχών. Το ΔΝΤ εκτιμά ότι το σύνολο των απομειώσεων θα φτάσει τα \$3,4 τρις. στο τέλος του 2010 (IMF (2009a)), αν και αυτό φαίνεται σήμερα αρκετά απαισιόδοξο. Όπως αναλύεται παρακάτω, τα χειρότερα της κρίσης έχουν περάσει.

3. Μέτρα αντιμετώπισης της κρίσης

Η κρίση αιφνιδίασε κυβερνήσεις, κεντρικές τράπεζες, διεθνείς οργανισμούς και πολύ περισσότερο την επιστημονική κοινότητα. Οι Αρχές, όμως, αντέδρασαν άμεσα και συντονισμένα, έχοντας πάρει πολύτιμα μαθήματα από την Μεγάλη Ύφεση του 1929. Οι

Πίνακας 2.2
Απομειώσεις και εισροές κεφαλαίων στα ΧΠΙ
(δισεκατομμύρια \$)

	ΗΠΑ			Ευρώπη			Ασία		
	Α*	ΚΑ*	Δ*	Α*	ΚΑ*	Δ*	Α*	ΚΑ*	Δ*
2° τρίμ. 07	4,3	0,0	4,3	0,3	0,0	0,3	0,3	0	0,3
3° τρίμ. 07	47,2	3,1	44,1	16,2	13,0	3,2	1,6	0	1,6
4° τρίμ. 07	175,5	50,2	125,3	101,1	41,2	59,9	13,1	0	13,1
1° τρίμ. 08	310,7	113,2	197,5	183,4	64,6	118,8	24,7	3,9	20,8
2° τρίμ. 08	422,4	217,1	205,3	247,3	148,8	98,5	28,5	17,7	10,8
3° τρίμ. 08	627,7	261,3	366,4	305,8	206,9	98,9	34,3	26,8	7,5
4° τρίμ. 08	870,9	527,7	343,2	455,4	356,7	98,7	38,7	55,8	-17,1
1° τρίμ. 09	971,6	649,7	321,9	496,7	468,6	28,1	42,4	75,5	-33,1
2° τρίμ. 09	1074,3	741,3	333,0	545,9	484,1	61,8	42,5	87,1	-44,6
3° τρίμ. 09	1107,4	757,4	350,0	553,5	518,6	34,9	42,4	107,4	-65
16 Δεκ. 09	1107,5	775,5	332,0	553,5	597,7	-44,2	42,4	112,9	-70,5

* Α ≡ Απομειώσεις, ΚΑ ≡ Κεφαλαιακές Αυξήσεις, Δ ≡ Διαφορά

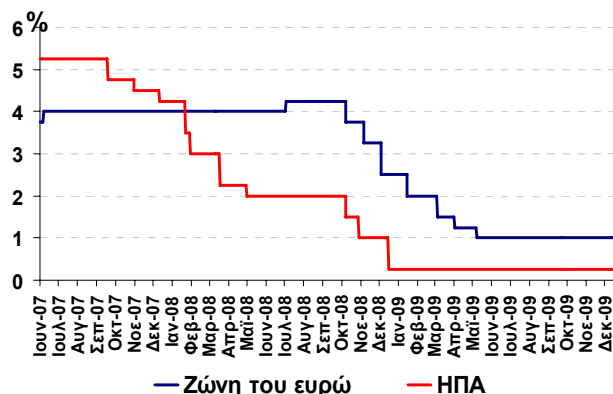
Πηγή: Bloomberg

παρεμβάσεις αυτές οδήγησαν στην αποφυγή των εφιαλτικών σεναρίων ολοκληρωτικής κατάρρευσης του διεθνούς χρηματοοικονομικού συστήματος και της παγκόσμιας οικονομίας.

3.1 Πολιτική επιτοκίων

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

Διάγραμμα 3.1
Επιτόκια
Παρέμβασης



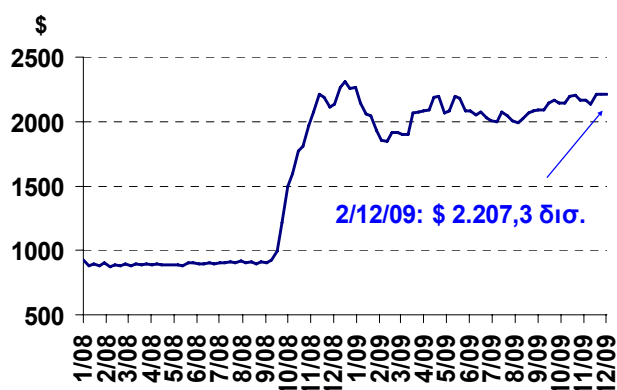
Πηγή: ΕΚΤ, Federal Reserve

3.2 Καινοτομίες στη νομισματική πολιτική: Νέες πολιτικές παροχής ρευστότητας

Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των Η.Π.Α. (Fed) δεν περιορίστηκε στο εργαλείο των επιτοκίων. Προέβη και στη λήψη μη συμβατικών μέτρων, τα οποία ονομάστηκαν «μέτρα ποσοτικής και ποιοτικής χαλάρωσης» ή «quantitative and qualitative easing». Πιο συγκεκριμένα,

διοχέτευσε ρευστότητα στο χρηματοπιστωτικό σύστημα δια της αγοράς κρατικών ομολόγων, ομολόγων ημικρατικών φορέων ή ακόμα και εταιρικών γραμματίων, ενώ ξεκίνησε τον δανεισμό με ενέχυρο ευρείας κλίμακας, όχι μόνον ομολόγων του κράτους. Η παροχή άφθονης ρευστότητας από τη Fed είχε ως αποτέλεσμα τον υπερδιπλασιασμό του ύψους του ενεργητικού της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ από το Σεπτέμβριο του 2008 έως σήμερα (Διάγραμμα 3.2α).

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



Πηγή: Federal Reserve

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

- 12/12/2007: Η Fed ξεκινάει το πρόγραμμα «ποσοτικής χαλάρωσης» το Δεκέμβριο του 2007 με τη μορφή διευκολύνσεων μέσω δημοπρασιών καθορισμένης διάρκειας (Term Auction Facility), δίνοντας τη δυνατότητα στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να αποκτούν ρευστότητα, έναντι ενέχυρου με τη μορφή αποδεκτών περιουσιακών στοιχείων. Επιπλέον, η Fed, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και η Κεντρική Τράπεζα της Ελβετίας συμφωνούν στην ανταλλαγή νομισμάτων (swap currency lines), προκειμένου να βελτιωθούν οι συνθήκες ρευστότητας στις διεθνείς χρηματαγορές.
- 11/3/2008: Ανακοίνωση νέου προγράμματος δανεισμού τίτλων (Term Securities Lending Facility) σύμφωνα με το οποίο η Fed θα δανείζει τίτλους αξίας έως και \$ 200 δισ. για μια περίοδο 28 ημερών, δεσμεύοντας χρεόγραφα διάφορων μορφών, όπως

για παράδειγμα τιτλοποιημένα στεγαστικά δάνεια (Mortgage Backed Securities).

- iii. 14/3/2008: Διάσωση της Bear Sterns από τη JP Morgan χάρη στην παρέμβαση της Fed, η οποία παρέχει στη JP Morgan πιστωτική διευκόλυνση ύψους 29 δισ..
- iv. 16/3/2008: Διεύρυνση της λίστας αποδεκτών περιουσιακών στοιχείων στο μηχανισμό δανεισμού προς τους βασικούς διαπραγματευτές της αγοράς (Primary Dealer Credit Facility).
- v. 16/9/2008: Διάσωση της AIG από τη Fed, μέσω παροχής διετούς δανείου ύψους \$85 δισ., με αντάλλαγμα τον έλεγχο του μετοχικού κεφαλαίου της σε ποσοστό 79,9%.
- vi. 19/9/2008: Θεσμοθέτηση διευκόλυνσης για τη διασφάλιση ρευστότητας σε χρηματοπιστωτικά ιδρύματα μέσω απόκτησης τιτλοποιημένων εμπορικών ομολόγων από αμοιβαία κεφάλαια της αγοράς χρήματος, τα οποία βρίσκονται αντιμέτωπα με ρευστοποιήσεις (Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility, (AMLF)).
- vii. 7/10/2008: Χρηματοδότηση των αμερικανικών επιχειρήσεων μέσω αγοράς 3μηνων εμπορικών ομολόγων απευθείας από τους εκδότες τους (Commercial Paper Funding Facility).
- viii. 14/10/2008: Σχέδιο διάσωσης TARP (Troubled Asset Relief Program), ύψους \$700 δισ. ή 5% του ΑΕΠ για τη στήριξη των εμπορικών τραπεζών.
- ix. 25/11/2008: Θεσμοθέτηση της διευκόλυνσης Term Asset Backed Securities Loan Facility (TALF), σύμφωνα με την οποία η Fed θα χορηγεί έως και \$200 δισ. χωρίς το δικαίωμα προσφυγής σε κατόχους αξιολόγων που προέρχονται από τιτλοποίηση (asset-backed securities) και φέρουν αξιολόγηση AAA.

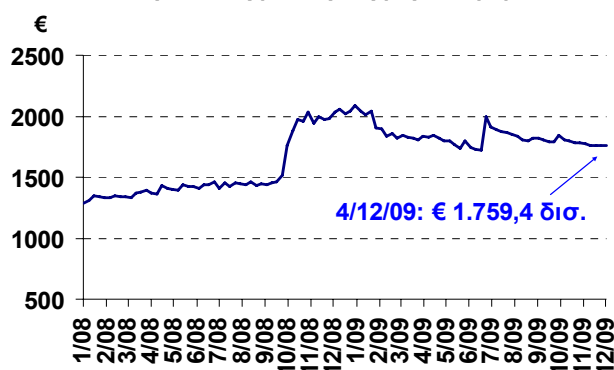
Στη ζώνη του ευρώ, η ΕΚΤ αποδείχτηκε πολύ πιο συντηρητική στην αντίδρασή της από τη Fed. Αυτό φαίνεται από την πολιτική των επιτοκίων που περιγράφηκε προηγουμένως. Φαίνεται, όμως, και από την χρήση έκτακτων μέτρων παροχής ρευστότητας. Ενώ η ΕΚΤ αναγκάστηκε να καταφύγει και αυτή σε μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής, ώστε να διοχετεύσει

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

Τα κυριότερα μέτρα της ΕΚΤ περιγράφονται παρακάτω με χρονολογική σειρά:

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

Διάγραμμα 3.2β
Ύψος συνολικού ενεργητικού
Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας



Πηγή: EKT Statistical Data Warehouse

3.3 Εγγυήσεις για τη διάσωση του χρηματοοικονομικού συστήματος

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

χρήματα των καταθετών για χρονικούς ορίζοντες πολύ μεγαλύτερους από το δικαίωμα που δίνουν στον καταθέτη να αποσύρει την κατάθεση ανά πάσα στιγμή. Το σύστημα λειτουργεί εφόσον σε καθημερινή βάση γίνονται όχι μόνον αποσύρσεις αλλά και νέες καταθέσεις και εφόσον οι τράπεζες διαθέτουν ένα μαξιλάρι ρευστότητας. Είναι όμως εύκολο το σύστημα να αποσυντονιστεί σε περιόδους που οι καταθέτες νιώθουν ότι οι καταθέσεις τους δεν είναι ασφαλείς και σπεύδουν όλοι μαζί να τις αποσύρουν. Η εγγύηση στις καταθέσεις καθησυχάζει τους καταθέτες ώστε να μην σπεύδουν σε αποσύρσεις. Έτσι,

ΠΙΝΑΚΑΣ 3.1
Συστήματα Εγγύησης Καταθέσεων - Αύξηση Ορίων

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

Πηγή: Εθνικά συστήματα εγγύησης καταθέσεων

την περίοδο της χρηματοοικονομικής κρίσης, ένα από τα πρώτα μελήματα των κυβερνήσεων ήταν η αύξηση του ελάχιστου ποσού της εγγύησης των καταθέσεων, ώστε να αποφευχθεί η εκδήλωση πανικού.

Σήμερα, σύμφωνα με στοιχεία του International Association of Deposits Insurers, υπάρχουν συστήματα εγγύησης των καταθέσεων σε περίπου 100 χώρες. Στην Ε.Ε. η οδηγία 94/19/EC της 30/5/1994 υποχρεώνει όλα τα κράτη μέλη να έχουν ένα σύστημα εγγύησης των καταθέσεων που να καλύπτει τουλάχιστον το 90% μιας κατάθεσης έως το ποσό των €20.000 ανά άτομο. Στις 7/10/2008, υπό την πίεση της διεθνούς χρηματοοικονομικής κρίσης, το ποσό αυτό αυξήθηκε στα €50.000. Στην Ελλάδα⁵ το όριο αυξήθηκε από τις €20.000 στις €100.000. Στις ΗΠΑ⁶ το ελάχιστο ασφαλισμένο ποσό ανήλθε τον Οκτώβριο 2008 στα \$250.000 από \$100.000, αλλά αυτό ισχύει μόνο μέχρι το τέλος του 2013. Στον Πίνακα 3.1 παρατίθενται τα αντίστοιχα όρια και οι αυξήσεις τους.

Μια δεύτερη και επίσης σημαντική πρωτοβουλία των κυβερνήσεων ήταν η ενεργοποίηση πακέτων διάσωσης και ενίσχυσης των εγχωρίων τραπεζών. Το μέγεθος των πακέτων διάσωσης κυμάνθηκε από το 3% του εγχωρίου ΑΕΠ στην Ιταλία, έως το 220% στην Ιρλανδία. Στην Ελλάδα αντιστοιχούσε στο 11% του ΑΕΠ (Πίνακας 3.2). Σε πολλές χώρες κρίθηκε αναγκαία ακόμα και η – έστω και μερικώς – κρατικοποίηση χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων⁷.

Στα πακέτα διάσωσης περιλαμβάνονται αυξήσεις κεφαλαίου, αγορές στοιχείων του ενεργητικού και εγγυήσεις χρέους. Στην Ελλάδα το αντίστοιχο πακέτο ονομάστηκε Πρόγραμμα Ενίσχυσης της Ρευστότητας της Οικονομίας (ν. 3723/2009) και είναι ύψους €28 δισ. Πρέπει

να τονιστεί ότι σε αντίθεση με τα προγράμματα άλλων χωρών, δεν ήταν πρόγραμμα διάσωσης τραπεζών, αλλά πρόγραμμα ενίσχυσης της οικονομίας (νοικοκυριών και επιχειρήσεων) μέσω των τραπεζών.

Πίνακας 3.2
Σχέδια Διάσωσης Τραπεζών

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

Πηγή: ΔΝΤ, κεντρικές τράπεζες και υπουργεία Οικονομικών

Το πρόγραμμα έχει τρία σκέλη και αφορά συνδυασμό ομολόγων και εγγυήσεων του Δημοσίου προς τις ελληνικές τράπεζες.

- 1) Στο πρώτο σκέλος προβλέπεται η αγορά από το Δημόσιο προνομιούχων μετοχών των τραπεζών έναντι ομολόγων, συνολικού ύψους €5 δισ., με ετήσια σταθερή απόδοση 10% για το Δημόσιο. Η ρευστότητα που αποκτούν έτσι οι τράπεζες μπορεί να διοχετευθεί μέσω δανείων στην αγορά αλλά και να ενισχύσει τους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας. Τα ομόλογα θα επιστραφούν το αργότερο έως την 1/7/2014. Οι προνομιούχες μετοχές δεν παρέχουν δικαίωμα ψήφου στο Δημόσιο, αλλά το Δημόσιο έχει το δικαίωμα βέτο σε αποφάσεις που αφορούν τη διανομή μερισμάτων και την πολιτική παροχών προς τα μέλη Διοίκησης και

⁵ Στην Ελλάδα το Ταμείο Εγγύησης Καταθέσεων ιδρύθηκε το 1995. Διάδοχός του το 2009 είναι το Ταμείο Εγγύησης Καταθέσεων & Επενδύσεων (ν. 3746/2009).

⁶ Στις ΗΠΑ το Federal Deposit Insurance Corporation ιδρύθηκε το 1933 με το Banking Act του 1933, πιο γνωστό ως Glass – Steagall Act.

⁷ Για παράδειγμα, στο Ην. Βασίλειο: Royal Bank of Scotland, Bradford & Bingley, Northern Rock, Lloyds, στις Η.Π.Α.: Fannie Mae, Freddie Mac, AIG, στην Ισλανδία: Landsbanki, Kaupthing Bank, Glitnir, Icebank, στην Ιρλανδία: Anglo Irish Bank, Bank of Ireland, Allied Irish Bank, στην Αυστρία: Hypo Alpe Adria.

τα ανώτατα στελέχη των τραπεζών. Σύμφωνα με την Τράπεζα της Ελλάδος (2009). Από το πρώτο αυτό σκέλος έχουν αξιοποιηθεί από τις τράπεζες τα €3,8 δισ..

- 2) Το δεύτερο σκέλος αφορά την έκδοση ομολόγων ύψους €15 δισ. από τις τράπεζες ώστε να αντλήσουν ρευστότητα με εγγύηση του ελληνικού δημοσίου, έναντι προμήθειας. Η διευκόλυνση αυτή θα έχει μέγιστη διάρκεια 3 έτη. Οι τράπεζες έχουν αξιοποιήσει τα €4,5 δισ. (ΤτΕ (2009)).
- 3) Το τρίτο σκέλος αφορά την έκδοση ειδικών ομολόγων του Δημοσίου ύψους €8 δισ. τα οποία θα δοθούν στις τράπεζες έναντι προμήθειας ή έναντι εκχώρησης στο Δημόσιο ισόποσου χαρτοφυλακίου δανείων. Η αποκτηθείσα ρευστότητα θα διατείνεται σε στεγαστικά δάνεια και σε μικρομεσαίες επιχειρήσεις. Τα ειδικά αυτά ομόλογα θα επιστραφούν στο Δημόσιο το αργότερο μέσα σε τρία χρόνια. Μικρό μέρος αυτού του ποσού έχει αξιοποιηθεί από τις τράπεζες, μόνο €3 δισ., αφενός λόγω του σχετικά υψηλού κόστους και αφετέρου λόγω της σχετικής ομαλοποίησης των χρηματαγορών (ΤτΕ (2009)). Συνολικά το ποσοστό αξιοποίησης έφτασε το 40%, έναντι 43% στη ζώνη του ευρώ (ΤτΕ (2009)).

Στις ΗΠΑ το αρχικό σχέδιο (Οκτώβριος 2008), το αποκαλούμενο TARP (Troubled Asset Relief Program), ύψους \$700 δισ. ή 5% του ΑΕΠ αποδείχτηκε ανεπαρκές και χρειάστηκε η υιοθέτηση ενός νέου σχεδίου του Financial Stability Plan με επιπλέον πόρους ύψους \$2 τρις. ή 14% του ΑΕΠ. Το FSP περιλαμβάνει προγράμματα κεφαλαιακής στήριξης χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, τη δημιουργία ταμείων, προϊόν συνεργασίας ιδιωτικού και κρατικού τομέα⁸, για την απομάκρυνση «τοξικών» περιουσιακών στοιχείων από τους ισολογισμούς των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, την παροχή

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

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

3.4 Δημοσιονομικά πακέτα στήριξης της οικονομίας

Πολλές κυβερνήσεις στο τέλος του 2008 υιοθέτησαν επιπλέον δημοσιονομικά πακέτα στήριξης των οικονομιών τους (Πίνακας 3.3). Μάλιστα για μεγάλο χρονικό διάστημα οι Αμερικανοί πίεζαν για περαιτέρω επεκτατική δημοσιονομική πολιτική στην Ευρώπη, καθώς θεωρούσαν τα ευρωπαϊκά μέτρα ανεπαρκή. Σημαντικό είναι επίσης το ζήτημα της ενίσχυσης των ανατολικοευρωπαϊκών οικονομιών από την Ε.Ε., η οποία όντας ιδιαίτερος εκτεθειμένη στην Α. Ευρώπη ((% ΑΕΠ: 82% Αυστρία, 53% Ελβετία, 49% Ολλανδία, 42% Βέλγιο) είχε ισχυρό κίνητρο να βοηθήσει. Οι υποχρεώσεις των τραπεζών της Α. Ευρώπης προς την Δ. Ευρώπη ανέρχονται σε 1,5 τρις επί συνολικών υποχρεώσεων 1,66 τρις σύμφωνα με τα στοιχεία της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών. Πολλοί αναλυτές πάντως, εν μέσω κρίσης ισχυρίζονταν ότι τα δημοσιονομικά μέτρα ήταν ανεπαρκή, δεν θα σταματούσαν την κρίση και θα δώσουν επιχειρήματα σε όσους αντιδρούν σε κρατικές παρεμβάσεις, καθώς αυξάνουν τα δημοσιονομικά ελλείμματα (Πίνακας 3.3).

⁸ Σημαντική πρωτοβουλία για την επίτευξη αυτού του στόχου είναι η δημιουργία στις ΗΠΑ ενός επενδυτικού προγράμματος το Legacy Loans Program (LLP). Χρησιμοποιώντας \$75 έως \$100 δισ. από τα κεφάλαια του TARP σχεδιάστηκε έτσι ώστε να προσελκύσει ιδιωτικά κεφάλαια ώστε με συνολική αγοραστική δύναμη έως και \$1000 δισ. να μπορεί να αγοράσει σχετικά περιουσιακά στοιχεία από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα σε συνεργασία με το FDIC, τη Fed και το Υπ. Οικονομικών. Προς το παρόν το πρόγραμμα δεν έχει απτά αποτελέσματα καθώς οι διαδικασίες για την δημιουργία των πρώτων δυο funds βρίσκονται στα αρχικά στάδια.

Πίνακας 3.3
Δημοσιονομικά Πακέτα

	Κόστος	% ΑΕΠ 2009
ΗΠΑ		
2008	\$ 168 δισ.	1,2%
2009-19 ⁹	\$ 789 δισ.	5,5%
Ε.Ε.-16		
2009-10	€245 δισ.	2,6%
Κίνα		
2009-10	CHY 4 τρισ.	13,0%

Δημοσιονομικό Έλλειμμα
(% ΑΕΠ)

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

Πηγή: European Commission, Economist Intelligence Unit

Η δημοσιονομική πολιτική παραμένει το σημαντικότερο εργαλείο αναζωπύρωσης των οικονομιών κάτω από τις σημερινές συνθήκες και ιδίως σε μια περίοδο με δυσλειτουργίες στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Όμως, οι δημοσιονομικές πολιτικές έχουν κόστος και δημιουργούν με τη σειρά τους νέους κινδύνους. Τα συνεχώς διογκούμενα δημοσιονομικά χρέη απειλούν να ξεφύγουν εκτός ελέγχου και η μελλοντική τους εξυπηρέτηση σε ένα διεθνές περιβάλλον χαμηλής ανάπτυξης θα επιβαρύνει τις μελλοντικές αναπτυξιακές δυνατότητες. Ορισμένοι αναλυτές επιπλέον φοβούνται τη μελλοντική αναζωπύρωση του πληθωρισμού, αφού η νομισματική και δημοσιονομική επέκταση είναι δύσκολο να αναστραφούν.

3.5 Ο νέος ρόλος των G-20 και του ΔΝΤ

Η αντιμετώπιση της κρίσης απαιτούσε διεθνή συντονισμό. Αυτό έγινε εμφανές πολύ σύντομα. Το ρόλο του συντονισμού ανέλαβε να παίξει η ομάδα χωρών των G-20, η ομάδα των 19 πολυπληθέστερων κρατών συν την

Ε.Ε.. Επειδή η κρίση ήταν διεθνής, η ομάδα των G-20 αναδείχτηκε φυσιολογικά ως το κυριότερο όργανο διαβούλευσης και συντονισμού των οικονομικών πολιτικών σε διεθνές επίπεδο, υπέρ-σκιάζοντας την παραδοσιακή ομάδα των πλουσιότερων χωρών, των G -8.

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

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

Οι πολιτικές των G-20 έγιναν ευπρόσδεκτες από τις αγορές αλλά έτυχαν και κριτικής. Τέθηκαν θέματα εκπροσώπησης του υπόλοιπου κόσμου, ο οποίος

⁹ American Recovery and Reinvestment Act

επηρεάζεται από αυτές τις αποφάσεις, αλλά και θέματα της μη επαρκούς εφαρμογής των αποφάσεων. Επίσης, κάποιοι θεωρούν ότι η χαλάρωση των κριτηρίων χρηματοδότησης από το ΔΝΤ μπορεί να βοηθά στην αντιμετώπιση των κρίσεων αλλά δεν βοηθά στην άσκηση πίεσης για την πραγματοποίηση των απαραίτητων μεταρρυθμίσεων από τα κράτη που αντιμετωπίζουν προβλήματα (Edwards (2009)).

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

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

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

κεφαλαιακές ανάγκες. Το μικρό αυτό ποσό, αν και περιέχει πολλά ερωτηματικά, καθυσάχασε τις αγορές.¹⁰

Πίνακας 3.4
Σενάρια ασκήσεων προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων

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

Πηγή: Brookings Institution

4. Η παγκόσμια οικονομία

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

¹⁰ Την εποχή εκείνη το ΔΝΤ και ο γνωστός αναλυτής Ν. Ρουμπίνι δημοσίευσαν τις δικές τους εκτιμήσεις για την ανάγκη κεφαλαιακής ενίσχυσης των 19 τραπεζών (Douglas E. (2009)). Το ΔΝΤ εκτιμούσε ότι δεν απαιτούνται επιπλέον κεφάλαια, ενώ ο Ρουμπίνι εκτιμούσε τις επιπλέον απαιτήσεις στα \$491 δισ.

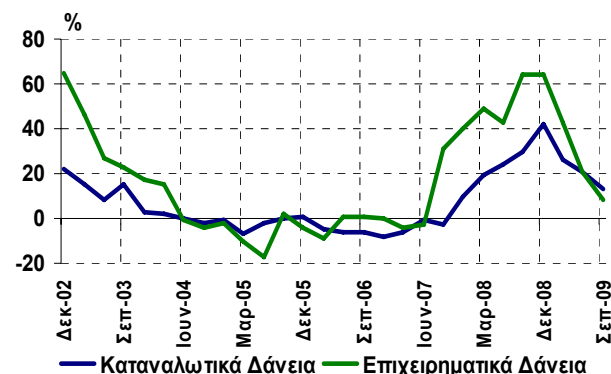
των τελευταίων 40 ετών. Όμως, η κρίση που πρώτα εκδηλώθηκε στη διεθνή διατραπεζική αγορά τον Αύγουστο του 2007, έδωσε τέλος στην αυταπάτη των χαμηλών πληθωρισμών με υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης.

4.1 Η επίδραση της χρηματοοικονομικής κρίσης στην πραγματική οικονομία

Η χρηματοοικονομική κρίση πολύ γρήγορα μετατράπηκε σε οικονομική, καθώς τα προβλήματα μεταδόθηκαν στην πραγματική οικονομία. Το χρηματοπιστωτικό σύστημα βρίσκεται στην καρδιά της σύγχρονης παγκόσμιας οικονομικής δομής. Οι απομειώσεις δημιούργησαν προβλήματα φερεγγυότητας και οδήγησαν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα σε βίαιη απομόχλευση. Τράπεζες που στο παρελθόν δάνειζαν 50 φορές τα ίδια κεφάλαιά τους αναγκάστηκαν να περιορίσουν το δανεισμό προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά κατά 50 φορές το χάσμα στα κεφάλαιά τους. Έτσι, θέσπισαν αυστηρότερα πιστωτικά κριτήρια (Διάγραμμα 4.1) και περιόρισαν τις πιστώσεις (Διάγραμμα 4.2).¹¹

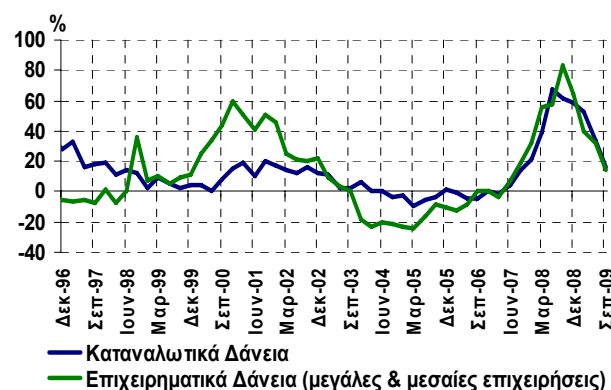
Η απομόχλευση, απαραίτητη για να επανέλθει η ισορροπία στον χρηματοοικονομικό τομέα, οδηγεί τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά σε συρρίκνωση των δραστηριοτήτων τους, γεγονός που σημαίνει μείωση του προσωπικού, αύξηση της ανεργίας, λιγότερη παραγωγή, λιγότερο εισόδημα και επιμήκυνση της ύφεσης. Η πολλαπλασιαστική αυτή αρνητική επίδραση από το χάσμα κεφαλαίων στο νέο δανεισμό καθώς και στην ανανέωση των παλαιών δανείων μεταφέρει την κρίση στην πραγματική οικονομία. Η έλλειψη πιστώσεων συνέβαλλε μαζί με την πτώση της καταναλωτικής και επιχειρηματικής εμπιστοσύνης και στην κατάρρευση του παγκόσμιου εμπορίου.

Διάγραμμα 4.1α
% τραπεζών που αναφέρουν αυστηρότερα πιστωτικά κριτήρια στην Ευρωζώνη



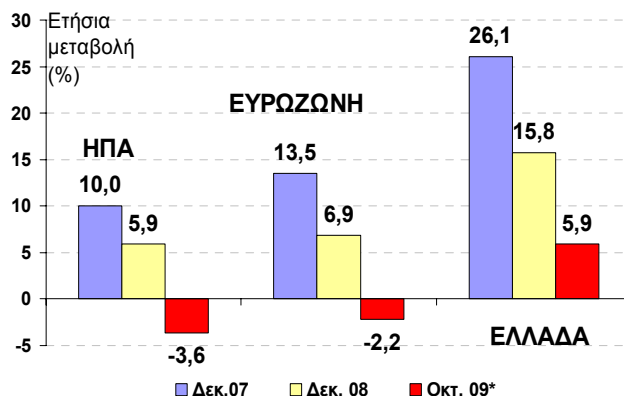
Πηγή: EKT, The Euro Area Bank Lending Survey, September 2009

Διάγραμμα 4.1β
% τραπεζών που αναφέρουν αυστηρότερα πιστωτικά κριτήρια στις Η.Π.Α.



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

Διάγραμμα 4.2
Πτώση ρυθμών αύξησης πιστωτικής επέκτασης

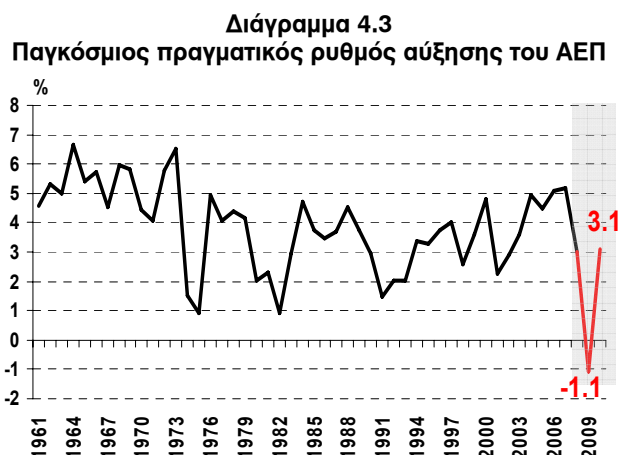


Πηγή: EKT, Federal Reserve

¹¹ Από το 1ο τρίμηνο του 2009, σε Ευρωζώνη και ΗΠΑ παρατηρείται μείωση της τάσης για αυστηρότερα πιστωτικά κριτήρια.

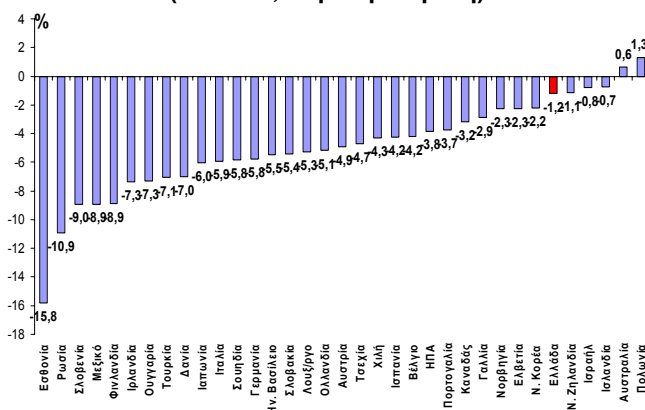
Σήμερα γνωρίζουμε ότι το 2009 η παγκόσμια οικονομία βρέθηκε αντιμέτωπη με τη χειρότερη ύφεση της μεταπολεμικής περιόδου, με το ρυθμό ανάπτυξης να μειώνεται σημαντικά και την ανάκαμψη να αναμένεται αναμικτή για το 2010. Από τη δεκαετία του 1930 και την τότε Μεγάλη Ύφεση, ποτέ ξανά η υφήλιος δεν είχε αρνητικούς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

Οι επιπτώσεις της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης έγιναν εμφανείς στις πραγματικές οικονομίες, πλήττοντας όχι μόνο χώρες όπως οι ΗΠΑ, που βρέθηκαν στο επίκεντρο της κρίσης, αλλά τις οικονομίες όλων των χωρών, αναπτυσσόμενων και αναπτυσσόμενων. Ήδη από το δεύτερο μισό του 2008 η ανάπτυξη σε πολλές ανεπτυγμένες οικονομίες, πέρασε σε αρνητικό έδαφος και η ύφεση συνεχίστηκε και στο πρώτο μισό του 2009 (Διάγραμμα 4.4). Πλέον στο τρίτο τρίμηνο του 2009 οι ρυθμοί ανάπτυξης έχουν αρχίσει να επανέρχονται σε θετικό έδαφος και η ανάπτυξη αναμένεται να ενισχυθεί περαιτέρω το 2010.



Πηγή: ΔΝΤ, World Bank

Διάγραμμα 4.4
Πραγματικός ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ των χωρών του ΟΟΣΑ (2009:Q2, ετήσια μεταβολή)



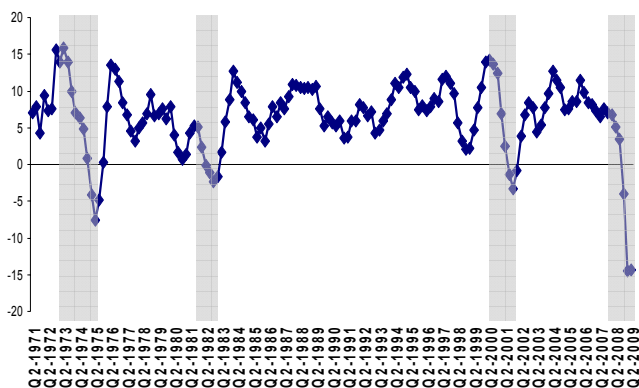
Πηγή: ΟΟΣΑ

4.2 Η πτώση του διεθνούς εμπορίου

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

αφορούσε όλες τις οικονομίες και όλες τις κατηγορίες εμπορευμάτων.

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



Πηγή: ΟΟΣΑ

Το διεθνές εμπόριο είναι διαχρονικά πολύ ευαίσθητο σε μεταβολές του ΑΕΠ. Ο μέσος όρος αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ την περίοδο 1980 – 2008 ήταν 3,3% ενώ η αντίστοιχη αύξηση του παγκόσμιου εμπορίου ήταν 6,8%. Η οικονομετρική ανάλυση δείχνει ότι η ελαστικότητα του εμπορίου ως προς την οικονομική δραστηριότητα ήταν 2,3, δηλαδή μια πτώση της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας κατά μία ποσοστιαία μονάδα οδηγεί σε πτώση του παγκόσμιου εμπορίου κατά 2,3 ποσοστιαίες μονάδες. Έτσι, η προβλεπόμενη μεγάλη πτώση του παγκόσμιου ΑΕΠ (-1,1% το 2009 σύμφωνα με τις προβλέψεις του ΔΝΤ) θα περιμέναμε να οδηγήσει σε συρρίκνωση του ρυθμού ανάπτυξης του παγκόσμιου εμπορίου το 2009 στο -2,9% από περίπου +2,8% το 2008. Σε περιόδους υφέσεων, περιμένει κανείς αυτή η σχέση να διαταράσσεται. Σύμφωνα με τη Freund (2009), κατά τη διάρκεια των προηγούμενων τεσσάρων μεγαλύτερων μεταπολεμικών υφέσεων το παγκόσμιο εμπόριο έπεσε 4,8 φορές περισσότερο από ότι το παγκόσμιο ΑΕΠ. Τα στοιχεία όμως για το πρώτο μισό του 2009 δείχνουν μια πολύ μεγαλύτερη πτώση που ξεπερνά το -14%, πολύ μεγαλύτερη από ότι αναμένονταν με βάση την προϊστορία των υφέσεων.

Οι αιτίες της πολύ μεγάλης πτώσης είναι, σύμφωνα με τους ερευνητές, η σύνθεση του παγκόσμιου εμπορίου και η παγκοσμιοποίηση (Baldwin (2009)). Η ύφεση και η ανασφάλεια προκάλεσαν αναβολές στην

κατανάλωση και την παραγωγή κάποιων αγαθών και υπηρεσιών π.χ. διαρκή καταναλωτικά αγαθά, περισσότερο από κάποια άλλα, καθώς και στα ενδιάμεσα αγαθά που αφορούν την παραγωγή αυτών π.χ. πλαστικά και χημικά. Η παραγωγή αυτών των αγαθών αποτελεί μικρό κομμάτι του παγκόσμιου ΑΕΠ αλλά το σύνολο σχεδόν του διεθνούς εμπορίου. Η διαταραχή λοιπόν στην πλευρά της ζήτησης της παγκόσμιας οικονομίας αφορούσε μέρος μόνο της παγκόσμιας παραγωγής αλλά το σύνολο σχεδόν του διεθνούς εμπορίου. Έτσι, σε αντίθεση με το παρελθόν, το εμπόριο επηρεάστηκε πολύ περισσότερο. Η δεύτερη αιτία πρέπει να αναζητηθεί στην επίδραση της παγκοσμιοποίησης και στη δημιουργία διεθνών αλυσίδων παραγωγής. Οι διεθνείς αλυσίδες παραγωγής βοήθησαν στην εκτίναξη του όγκου του παγκόσμιου εμπορίου τη δεκαετία του 90. Το άνοιγμα πολλών οικονομιών και η κατάργηση των περιορισμών στο εμπόριο βοήθησαν στη δημιουργία τους. Μεγάλο μέρος του παγκόσμιου εμπορίου αφορά τη μεταφορά πρώτων υλών σε χώρες που κατασκευάζονται κάποια μέρη των τελικών προϊόντων, από εκεί σε χώρες που γίνεται η συναρμολόγηση και τέλος τη μεταφορά του τελικού προϊόντος στον καταναλωτή. Αυτή η διαδικασία σε συνδυασμό με τη χρήση μεθόδων παραγωγής just-in-time βοηθούν στη πιο άμεση από ποτέ μετάδοση των σοκ από την πλευρά της ζήτησης. Ακόμα και πριν από μια δεκαετία μία πτώση στις λιανικές πωλήσεις στις ΗΠΑ θα έπαιρνε κάποιους μήνες για να επηρεάσει την παραγωγή των εργοστασίων και ακόμα περισσότερο να φτάσει στους προμηθευτές αυτών των εργοστασίων. Σήμερα η μετάδοση μέσω των διεθνών αλυσίδων παραγωγής είναι αστραπιαία.

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

4.3 Ξεπεράστηκε η κρίση;

Υπάρχουν στοιχεία που δείχνουν ότι πλησιάζουμε στο τέλος της κρίσης. Οι πρόσφατες αποφάσεις των

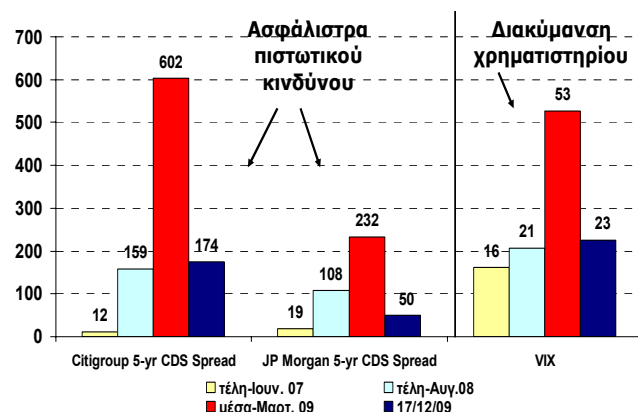
ηγετών των 20 πλουσιότερων κρατών (G-20), ιδίως η δέσμευση για επιπλέον χρηματοδότηση του ΔΝΤ, επέδρασαν θετικά κυρίως στις οικονομίες της Νέας Ευρώπης.¹² Οι ασκήσεις προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων (stress tests) των αμερικανικών τραπεζών βοήθησαν να μειωθεί σημαντικά, αλλά όχι και να εξαλειφθεί, η αβεβαιότητα στις αγορές. Τα περιθώρια στις χρηματοοικονομικές αγορές μειώθηκαν αν και παραμένουν υψηλότερα των ιστορικών τους μέσων όρων. Τα επίπεδα ρευστότητας έχουν επίσης ομαλοποιηθεί σε μεγάλο βαθμό.

Πολλά θα εξαρτηθούν από την πολιτική που θα ακολουθήσουν οι κεντρικές τράπεζες για την απόσυρση των έκτακτων μέτρων παροχής ρευστότητας που μαζί με τα δημοσιονομικά πακέτα των κυβερνήσεων βοήθησαν τα μέγιστα στην αποτροπή κατάρρευσης του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος και στην επανεκκίνηση της παγκόσμιας οικονομίας. Είναι πιθανό η απόσυρση αυτή να μην αποφασιστεί εύκολα, παρά μόνον όταν η ανάκαμψη δείχνει μη αναστρέψιμη. Πολλοί επιθυμούν να δοθεί αρκετός χρόνος στο σύστημα ώστε να επανέλθει σε φυσιολογικούς ρυθμούς. Εκτιμώ ότι στην Ευρώπη η απόσυρση θα ξεκινήσει γρηγορότερα από τις ΗΠΑ, καθώς η ΕΚΤ εμφανίζεται πιο επιθετική στις ανακοινώσεις της. Επίσης, είναι πιθανό πρώτα οι κεντρικές τράπεζες να αποσύρουν τη ρευστότητα και μετά να αρχίσουν να ανεβάζουν τα επιτόκια παρέμβασης. Το θέμα αυτό έχει ξεκινήσει να γίνεται αντικείμενο ευρύτερης συζήτησης στα ερευνητικά τμήματα των κεντρικών τραπεζών.

Τα ασφάλιστρα κινδύνου έχουν μειωθεί δραματικά σε σχέση με το πρώτο τρίμηνο του 2009, όταν ο κίνδυνος κατάρρευσης κυριαρχούσε. Όμως, τα ασφάλιστρα αυτά παραμένουν πολύ υψηλότερα από το επίπεδο που βρίσκονταν πριν το ξεκίνημα της κρίσης. Για παράδειγμα, το ασφάλιστρο πιστωτικού κινδύνου της Citigroup το Δεκέμβριο του 2009 είναι 15 φορές μεγαλύτερο από τον Ιούνιο του 2007. Το αντίστοιχο ασφάλιστρο της J. P. Morgan είναι δύο φορές μεγαλύτερο

(Διάγραμμα 4.6). Εκτιμώ ότι τα ασφάλιστρα αυτά δεν πρόκειται να μειωθούν στα προ κρίσης επίπεδα τα επόμενα χρόνια. Η αγορά θα τιμολογεί πιο ορθολογικά τον πιστωτικό κίνδυνο στο μέλλον.

Διάγραμμα 4.6
Ασφάλιστρα Κινδύνου



Πηγή: Bloomberg

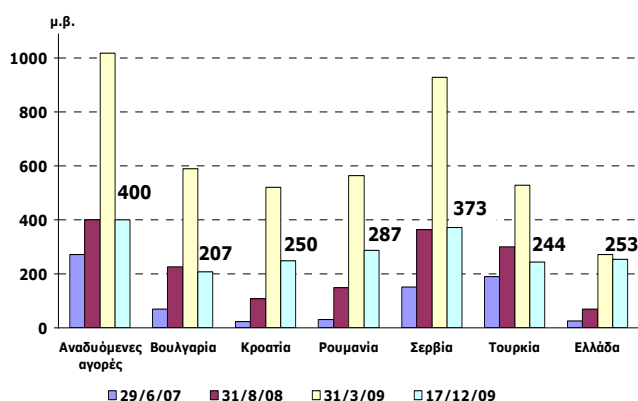
Από τα μέσα Μαρτίου 2009, τα χρηματιστήρια εισήρθαν σε ανοδική τροχιά εξαιτίας (i) μείωσης του ασφαλιστρου κινδύνου και (ii) του τερματισμού της επιτάχυνσης της πτώσης του ΑΕΠ. Φυσικά δεν επανήλθαν στα προ της κρίσης επίπεδα. Η πορεία των χρηματιστηριακών δεικτών δείχνει να υποστηρίζει την άποψη ότι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

Υπάρχουν και στοιχεία που υποδεικνύουν ότι έχουμε ακόμα αρκετό δρόμο πριν το τέλος της κρίσης και αρκετούς σκοπέλους να αποφύγουμε. Τα προβληματικά δάνεια αναμένεται να αυξηθούν ακόμα περισσότερο, αφού η εμπειρία δείχνει ότι αυξάνονται με κάποια καθυστέρηση σε σχέση με την είσοδο της παγκόσμιας οικονομίας σε ύφεση, κάτι που επιμηκύνει την χρηματοπιστωτική πίεση. Επίσης, παρά τη μεγάλη ρευστότητα και τα χαμηλά επιτόκια, οι αδυναμίες του τραπεζικού συστήματος παραμένουν. Η πιθανότητα μιας νέας μεγάλης αρνητικής έκπληξης, όπως αυτή της

¹² Το ΔΝΤ αναμένεται να βγει από την κρίση ενδυναμωμένο και με μεγαλύτερη ικανότητα και περισσότερα μέσα για να καταπολεμήσει μελλοντικές κρίσεις. Ένα επιπλέον κέρδος από την κρίση θα είναι η συνειδητοποίηση σε παγκόσμια κλίμακα ότι ο προστατευτισμός πλήττει την παγκόσμια ανάπτυξη.

κατάρρευσης της Lehman Brothers τον Σεπτέμβριο του 2008 είναι μικρή αλλά όχι μηδενική. Μάλιστα στο παρελθόν, ορισμένοι αναλυτές εξέφραζαν ανησυχίες για τις επιπτώσεις μιας πιθανής κατάρρευσης του δολαρίου συνδυασμένης με κάποιο λάθος πολιτικής ή τις επιπτώσεις από τις απώλειες στην αγορά των εμπορικών ακινήτων. Εκτιμώ όμως ότι οι φόβοι για μια νέα κατάρρευση είναι υπέρ τονισμένοι. Τα χειρότερα της κρίσης ξεπεράστηκαν και το ερωτηματικό είναι πόσο ακόμα θα διαρκέσει η ύφεση.

Διάγραμμα 4.7
Sovereign Spreads
(10-ετή \$ ομόλογα - ομόλογα ΗΠΑ)



Πηγή: JP Morgan EMBIG, Bloomberg

Σημείωση: Στην περίπτωση της Ελλάδας, το περιθώριο αναφέρεται σε ομόλογα που εκδίδονται σε ευρώ και η χώρα σύγκρισης είναι η Γερμανία

Όσον αφορά την ελληνική οικονομία, αυτή εισήλθε σε ύφεση καθυστερημένα, το πρώτο τρίμηνο του 2009 και, σύμφωνα με όλες τις προβλέψεις, θα συνεχίσει να κινείται με αρνητικούς ρυθμούς και το 2010, όταν ο υπόλοιπος κόσμος θα έχει μπει ήδη σε τροχιά ανάκαμψης. Έτσι, το 2010 τερματίζεται μια πορεία σύγκλισης του ελληνικού βιοτικού επιπέδου με αυτό της ΕΕ-15, που διήρκεσε 13 έτη, από το 1996. Το μεγάλο ερωτηματικό σήμερα είναι η διάρκεια της στενωπού στην οποία έχει εισέλθει η ελληνική οικονομία κυρίως λόγω των δικών της ανισορροπιών, του δημοσιονομικού ελλείμματος και του ελλείμματος τρεχουσών συναλλαγών. Οι αξιολογικοί οίκοι υποβάθμισαν στο τέλος του 2009 την πιστοληπτική ικανότητα της χώρας, ενώ οι αγορές δεν φαίνονται αισιόδοξες για την προοπτική ανάκαμψης. Τα περιθώρια

δανεισμού του ελληνικού δημοσίου έναντι του γερμανικού έχουν αυξηθεί υπερβολικά (Διάγραμμα 4.7)

5. Τι μας επιφυλάσσει το μέλλον;

5.1 Μελλοντική Ανάπτυξη

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

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

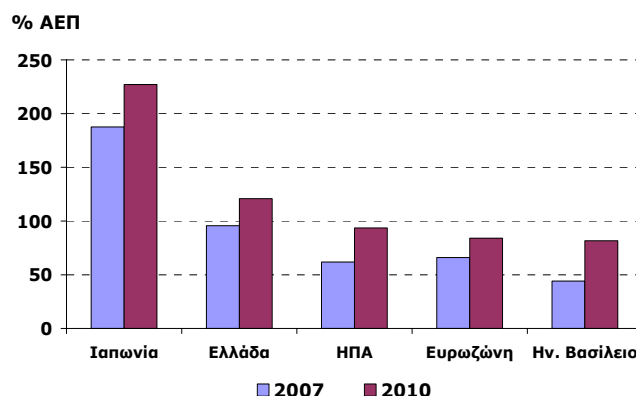
Ο δυνητικός ρυθμός ανάπτυξης αναμένεται να μειωθεί στο άμεσο μέλλον καθώς τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα θα χρειαστεί να αναδιοργανωθούν και οι αγορές να ομαλοποιηθούν ώστε να καταστεί δυνατή η απαραίτητη πιστωτική επέκταση για την αύξηση των επενδύσεων, της παραγωγικότητας και την ανακατανομή του εργατικού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

σημερινή επεκτατική νομισματική πολιτική. Πέραν, όμως, από τις μεσοπρόθεσμες τριβές στο παγκόσμιο σύστημα και την οικονομική πολιτική, υπάρχουν και άλλοι αιτιώδεις και ουσιαστικοί παράγοντες αναμενόμενης πτώσης του ρυθμού ανάπτυξης. Οι κύριοι παράγοντες είναι τρεις: Η αναμενόμενη άνοδος των πραγματικών επιτοκίων, η περιοριστική δημοσιονομική πολιτική και η αποκατάσταση των παγκόσμιων ανισορροπιών.

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

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

Διάγραμμα 5.1
Χρέος Γενικής Κυβέρνησης ως προς ΑΕΠ



Πηγή: IMF WEO October 2009

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

Στη χώρα μας η διεθνής κρίση συμπιέζει τα πραγματικά εισοδήματα και διογκώνει την ανεργία. Όμως, η Ελλάδα αντιμετωπίζει περισσότερα προβλήματα. Η κρίση έβγαλε στην επιφάνεια τις σωρευμένες ανισορροπίες της ελληνικής οικονομίας, οι οποίες γιγαντώθηκαν έπειτα

από αδράνεια ετών της οικονομικής πολιτικής. Ο κίνδυνος είναι πλέον μεγάλος για την ελληνική οικονομία να εισέλθει σε μια ύφεση διαρκείας ή στην καλύτερη περίπτωση σε μια στασιμότητα διαφοροποιούμενη από την υπόλοιπη Ευρώπη. Το 2010 αναμένεται να είναι το πρώτο έτος απόκλισης, αντί για σύγκλισης, του βιοτικού μας επιπέδου από το επίπεδο της ΕΕ-15. Το μεγάλο στοίχημα σήμερα είναι αν η Ελλάδα μπορέσει από το 2011 και κατόπιν να ανακάμψει.

Οι μακροχρόνιες ανισορροπίες της ελληνικής οικονομίας καθρεφτίζονται στα διπλά ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών και δημοσιονομικό. Η ελληνική οικονομία, όπως είναι φανερό και από μία σειρά από δείκτες (δείκτες της Παγκόσμιας Τράπεζας για την ευκολία του επιχειρείν. Σταθμισμένη Συναλλαγματική Ισοτιμία) χάνει συνεχώς σε ανταγωνιστικότητα. Το έλλειμμα ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας – η κυριότερη μακροοικονομική μας ανισορροπία – αντικατοπτρίζεται στο τεράστιο έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών. Αγοράζουμε πολύ περισσότερα αγαθά και υπηρεσίες από ότι πουλάμε στους ξένους. Η ελληνική οικονομία δεν έχει τη δυνατότητα να παράγει ανταγωνιστικά αγαθά και υπηρεσίες.

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

5.2 Νομισματική Πολιτική

Η εξέλιξη της κρίσης μπορεί να επιφέρει μια σειρά από αλλαγές πολιτικής. Στο πεδίο της νομισματικής πολιτικής ένα ερώτημα είναι αν η ΕΚΤ θα αναθεωρήσει τον στόχο της, που είναι αποκλειστικά η διατήρηση χαμηλού πληθωρισμού, για να συμπεριλάβει και την οικονομική ανάπτυξη. Θα αποτελέσουν οι «φούσκες» και ο περιορισμός τους ένα νέο στόχο των νομισματικών αρχών;

Αν και πως θα επιτευχθεί ο συντονισμός νομισματικής και εποπτικής πολιτικής;

Η σημερινή επεκτατική νομισματική πολιτική των κεντρικών τραπεζών δημιουργεί ερωτηματικά για τον κίνδυνο πληθωρισμού στο μέλλον. Πόσο εύκολα μπορεί η Fed ή η ΕΚΤ να αποσύρουν την ρευστότητα που έχουν δώσει όταν αρχίσει η ανάκαμψη; Το μέγεθος της παρέμβασης των κεντρικών τραπεζών για την παροχή της απαραίτητης ρευστότητας φαίνεται και από την μεγέθυνση του ενεργητικού τους από τον Σεπτέμβριο του 2008, ιδίως στην περίπτωση της Fed. Υπάρχουν κρίσιμα ερωτήματα, η απάντηση στα οποία θα κρίνει πολλά για το μέλλον. Θα παραμείνουν τα επιτόκια παρέμβασης χαμηλά αρκετό χρόνο υποστηρίζοντας την ανάπτυξη και τα κέρδη των τραπεζών; Υπάρχει κίνητρο να μειωθεί στις ΗΠΑ, μέσω του πληθωρισμού, το τεράστιο σωρευμένο χρέος του δημοσίου (85% του ΑΕΠ το 2009);

5.3 Έλεγχος και Εποπτεία

Η σταθερότητα του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος τέθηκε υπό αμφισβήτηση κατά την κορύφωση της κρίσης. Πιο συγκεκριμένα, υπήρξε σοβαρός κίνδυνος ολικής κατάρρευσής του. Στο πλαίσιο αυτό, η αποτελεσματικότητα του διεθνούς συστήματος ελέγχου και εποπτείας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων αναδείχτηκε ως κορυφαίο θέμα προς εξέταση. Ο επανασχεδιασμός του αποτελεί αντικείμενο εκτεταμένης συζήτησης και διαπραγμάτευσης.

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

- ενίσχυση της διαφάνειας και της λογοδοσίας
- δημιουργία ενός ισχυρού ρυθμιστικού πλαισίου και πιο συγκεκριμένα ενίσχυση της Βασιλείας II
- προώθηση της ακεραιότητας των χρηματοπιστωτικών αγορών
- ενίσχυση της διεθνούς συνεργασίας και συντονισμού

- v. μεταρρύθμιση των διεθνών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, όπως το ΔΝΤ.

Η συζήτηση και τα σχέδια προς επεξεργασία των G-20, αν δεν χάσουν τη σημερινή ορμή τους, μπορούν να οδηγήσουν σε μια σειρά από μέτρα και νέες πολιτικές. Όλες οι πρωτοβουλίες που αφορούν την σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος συντονίζονται πλέον από το Financial Stability Board (FSB), το οποίο έχει ενισχυθεί.

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

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

- i. Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα θα πρέπει να αυξήσουν την ποιότητα, τη συνοχή και τη διαφάνεια της κεφαλαιακής δομής τους. Τα κεφάλαια Tier I θα πρέπει να αποτελούνται κυρίως από κοινές μετοχές και κέρδη εις νέον για την αύξηση της ικανότητας απορρόφησης

ζημιών. Θα καθοριστεί σε διεθνές επίπεδο ένας κοινός ορισμός αυτών των κεφαλαίων και διαδικασίες δημοσιοποίησης των επιμέρους στοιχείων. Αυτό θα συμβάλει στην αύξηση της διαφάνειας και της συγκρισιμότητας. Πολλοί διατείνονται ότι το ύψος των κεφαλαίων, σε μια ανάλογη με την πρόσφατη κρίση, όσο υψηλό και αν είναι δεν μπορεί να αποτελέσει σανίδα σωτηρίας. Η απάντηση συνοψίζεται στο ότι αν όλα τα τραπεζικά ιδρύματα είχαν υψηλά ίδια κεφάλαια, δεν θα υπήρχε κρίση. Το βασικό σημείο που συμφωνούν οι αναλυτές είναι η διεθνής εφαρμογή των όποιων μέτρων, ώστε να διασφαλίζονται όροι ίσου ανταγωνισμού.

- ii. Η υιοθέτηση ενός πλαισίου αντικυκλικών δεικτών κεφαλαιακής επάρκειας, που να είναι υψηλότερα των σημερινών ελάχιστων απαιτήσεων. Το ύψος των απαιτούμενων ιδίων κεφαλαίων δεν θα είναι το ίδιο σε όλες τις φάσεις του οικονομικού κύκλου. Προβλέπεται να είναι μεγαλύτερο σε περιόδους οικονομικής ανάπτυξης και χαμηλότερο σε περιόδους ύφεσης της οικονομίας. Οι σημερινοί κανόνες της Βασιλείας είναι κυκλικοί αντί να είναι αντικυκλικοί διότι καταλήγουν να μειώνουν τα απαιτούμενα κεφάλαια σε περιόδους ευφορίας. Ορισμένοι οικονομολόγοι (Squam (2009), Kashyap et. al. (2008)) έχουν προτείνει το επιπλέον κεφάλαιο στις περιόδους ευφορίας να είναι σε μορφή μετατρέψιμων ομολογιών, οι οποίες κοστίζουν στην τράπεζα λιγότερο. Η μετατροπή των ομολογιών σε μετοχές θα γίνεται σύμφωνα με κανόνες που να καθορίζουν εκ των προτέρων τον ορισμό μιας κρίσης. .
- iii. Θέσπιση περισσότερων και πιο διαφανών περιορισμών στη μόχλευση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Ένας νέος δείκτης μόχλευσης μη-βασισμένος στον κίνδυνο θα συμπληρώσει τους σημερινούς βασισμένους στον κίνδυνο δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας, βοηθώντας στον περιορισμό της υπερβολικής επέκτασης των ισολογισμών.
- iv. Οι τράπεζες θα πρέπει να τηρούν ένα ελάχιστο διεθνές πρότυπο χρηματοδότησης της

ρευστότητάς τους. Αυτό το νέο πρότυπο θα περιλαμβάνει ένα δείκτη κάλυψης ρευστότητας υπό δυσχερείς συνθήκες που θα υποστηρίζεται από ένα πιο μακροπρόθεσμο διαρθρωτικό δείκτη ρευστότητας.

- v. Τέλος το FSB θα θέσει πρότυπα για την συσχέτιση των αμοιβών με τη συνετή ανάληψη κινδύνου και τις μακροπρόθεσμες αποδόσεις. Η Επιτροπή της Βασιλείας έχει δημιουργήσει ένα δίκτυο για να παρακολουθεί την εφαρμογή των προτύπων αυτών.

Μακροπρόθεσμα τα μέτρα αυτά αναμένεται να αυξήσουν το ύψος των απαιτούμενων κεφαλαίων, να αυξήσουν τα επίπεδα ρευστότητας, να μειώσουν τα επίπεδα μόχλευσης και να προσδώσουν χαρακτήρα αντικυκλικότητας στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Συγκεκριμένες προτάσεις για τα μέτρα αυτά θα γίνουν μέχρι το τέλος του 2009 και θα συγκεκριμενοποιηθούν μέσα στο 2010. Η εφαρμογή τους θα γίνει σταδιακά, λαμβάνοντας υπόψη και την παγκόσμια οικονομική κατάσταση και τις συνθήκες στις αγορές. Θα υπάρξει εκτίμηση των συνδυασμένων επιπτώσεων από την εφαρμογή αυτών των μέτρων ώστε να αποφευχθούν αλληλοκαλύψεις, αναντιστοιχίες και αντικρουόμενοι στόχοι.

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

Κρίσιμο ζήτημα αποτελεί η υπερ-συγκέντρωση όλων των εργασιών (επενδυτικών, τραπεζικών κλπ) σε μεγάλους

τραπεζικούς ομίλους. Οι εποπτικές αρχές θα πρέπει να έχουν την ευελιξία να επιβάλλουν αυστηρότερους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας ανάλογα με το μέγεθος της τράπεζας, π.χ. για διεθνείς τραπεζικούς ομίλους. Πρέπει να μπορούν να επιβάλλουν πιο αυστηρούς κανόνες σε χρηματοπιστωτικούς ομίλους και αγορές που είναι συστημικά σημαντικοί. Ο ορισμός και η αναγνώριση του τι είναι συστημικά κρίσιμος οργανισμός μπορεί να γίνει αξιολογώντας τα αποτελέσματα των ασκήσεων προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων (stress tests) που θα διεξάγουν τακτικά οι εποπτικές αρχές. Η προηγούμενη επιμονή των εποπτικών αρχών στον περιορισμό του κινδύνου ανά τράπεζα ή χρηματοπιστωτικό ίδρυμα ή ανά χρηματοοικονομικό προϊόν φάνηκε στην κρίση ανεπαρκής. Απαιτείται μια συνολικότερη σκιαγράφηση του κινδύνου όλου του χρηματοοικονομικού συστήματος. Το σύστημα δεν είναι αναγκαστικά ασφαλές όταν απλώς τα επιμέρους συστατικά του είναι ασφαλή.

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

Όλα τα παραπάνω αποτελούν ήδη αντικείμενο διαπραγματεύσεων μεταξύ χωρών, κυβερνήσεων και

τραπεζών, διεθνών και τοπικών εποπτικών αρχών. Υπάρχουν αντικρουόμενοι στόχοι, συμφέροντα αλλά και δυσκολία να επιτευχθεί ισορροπία μεταξύ θεμιτών επιδιώξεων. Η Wall Street π.χ. δείχνει να έχει ακόμα υπολογίσιμη πολιτική δύναμη για να επηρεάσει τις αποφάσεις για τους μελλοντικούς κανόνες και περιορισμούς. Δεν είναι πάντα όμως απλώς θέμα επιβολής της μία ή της άλλης πλευράς, πολλές φορές απλώς είναι αδύνατον να επιτύχεις ταυτόχρονα δύο καθόλα επιθυμητούς στόχους, όπως π.χ. αύξηση των παρεχόμενων πιστώσεων σε περίοδο κρίσης, μείωσης του αναλαμβανόμενου ρίσκου και αυξήσεις των προβλέψεων.

6. Συμπέρασμα

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

Η χρηματοοικονομική κρίση μεταφέρθηκε στην πραγματική οικονομία όταν οι τράπεζες, ελλείψει κεφαλαίων και ρευστότητας, μείωσαν τις πιστώσεις προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά και όταν ο φόβος των πτωχεύσεων των αντισυμβαλλόμενων χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων στέρεψε πρώτα τη ρευστότητα και στη συνέχεια τις πιστώσεις στο εξαγωγικό εμπόριο. Στο τέταρτο τρίμηνο του 2008, μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers, κατέρρευσε το διεθνές

εμπόριο και η παραγωγή των χωρών διεθνώς. Επηρεάστηκαν όλες οι χώρες, ανεξάρτητα από την οικονομική πολιτική που στο παρελθόν είχαν ακολουθήσει, διότι όλες οι οικονομίες είναι διεθνοποιημένες.

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

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

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

Ο χρηματοοικονομικός τομέας θα υποστεί μεγάλες πιέσεις, κυρίως από τους επόπτες, οι οποίοι αναμένεται να αυστηροποιήσουν τους κανόνες κεφαλαιακής επάρκειας, να τους κάνουν περισσότερο προ-κυκλικούς, να περιορίσουν τη μόχλευση, να επιβάλλουν μεγαλύτερη προστασία απέναντι στην έλλειψη ρευστότητας, να

επιβάλλουν μεγαλύτερο κόστος στο μέγεθος των τραπεζικών ομίλων. Περισσότερη διαφάνεια και απλότητα και κοινοί λογιστικοί κανόνες διεθνώς είναι η τάση του μέλλοντος. Μεγαλύτερη ευαισθησία στα μακροοικονομικά ενδογενή ρίσκα είναι επίσης η νέα τάση. Μεγαλύτερη προσοχή στη σταθερότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος και στις φούσκες των τιμών των περιουσιακών στοιχείων είναι κάτι που θα δούμε τόσο στη θεωρία των ακαδημαϊκών κύκλων όσο και στην πράξη των εποπτικών αρχών.

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

Βιβλιογραφικές Αναφορές

McCarthy J. και Peach W. R. (2007) "Είναι η αγορά κατοικίας υπερτιμημένη στις ΗΠΑ;" *Κεφάλαιο 8, Αγορά Κατοικίας: Τάσεις και Επενδυτικές Ευκαιρίες*, Καραμούζης Ν. και Χαρδούβελης Γ., Εκδόσεις Σάκκουλα.

Τράπεζα της Ελλάδος (2009) "Νομισματική Πολιτική Ενδιάμεση Έκθεση 2009", σελ. 35, Οκτώβριος 2009.

Χαρδούβελης Γ. (2009) "Η σπουδαιότητα της αγοράς κατοικίας στην οικονομία" στον τόμο *Αγορές Ακινήτων: Εξελίξεις και Προοπτικές*, Τράπεζα της Ελλάδος.

Baldwin R. (2009) "The great trade collapse: What caused it and what does it mean?", *Foreword in "The great trade collapse: causes, consequences and prospects"*, CEPR, November 2009.

Bernanke B. (2004) "The Great Moderation" Remarks at the meetings of the Eastern Economic Association, Washington, DC, February 20, 2004.

Caballero R. and Krishnamurthy A. (2009) "Global Imbalances and Financial Fragility" *American Economic Review Papers and Proceedings*, May, pp. 584-88.

Coval J., Jurek J. and Stafford E. (2009) "The Economics of Structured Finance" *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 23, No 1, Winter 2009.

Douglas E. (2009) "Implications of the Bank Stress Tests" *The Brookings Institution*, May 11, 2009.

Edwards M. (2009) "The International Monetary Fund, Conditionality, and the World Economic Crisis: New Beginning or False Dawn?" <http://pirate.shu.edu/~edwardmb/conditionalityreform.pdf>

Freund C. (2009) "The trade response to global downturns", *Chapter 7 in "The great trade collapse: causes, consequences and prospects"*, CEPR, November 2009.

Greenspan A. (2008a) "We will never have a perfect model of risk" *Financial Times*, March 16, 2008.

Greenspan A. (2008b) "A response to my critics" *Financial Times Economists Forum*, <http://blogs.ft.com/economistsforum/2008/04/alan-greenspan-a-response-to-my-critics/>, April 6, 2008.

International Monetary Fund (2009a) "Global Financial Stability Report", *Chapter 1*, p. 5, October 2009.

International Monetary Fund (2009b) "World Economic Outlook, Sustaining the Recovery", *Chapter 4*, pp. 121 – 151, October 2009.

Jagganathan R., Kapoor M. and Schaumberg E. (2009) "Why are we in a recession? The financial crisis is the symptom not the disease!" *mimeo, Finance Bag Lunch Series*, Northwestern University, Kellogg School of Management, September 3.

Kashyap A., Rajan R., Stein J. (2008) "Rethinking Capital Regulation" *Federal Reserve Bank of Kansas City*, 2008 Jackson Hole Economic Symposium "Maintaining Stability in a Changing Financial System", August 2008.

King M. (2009) "Finance a return from risk" *speech to the Worshipful Company of International Bankers*, March 2009.

McCarthy J. and Peach W. R. (2004) "Are Home Prices the Next "Bubble"?" *FRBNY Economic Policy Review*, December 2004.

Mian R. A. and Soufi A. (2008) "The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the U.S."

Mortgage Default Crisis” *NBER Working Paper 13936*, April .

Obstfeld M. and Rogoff K. (2009) “Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes” *Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference, Santa Barbara*, October 2009.

Portes R. (2009) “Global Imbalances” in *Macroeconomic Stability and Financial Regulation: Key Issues for the G-20*, edited by Dewatripont M., Freixas X. and Portes R, CEPR March 2009.

Securities and Exchange Commission (2008) “Proposed Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations”.

Squam Lake Working Group on Financial Regulation (2009) “An Expedited Resolution Mechanism for Distressed Financial Firms: Regulatory Hybrid Securities” *Council on Foreign Relations, Centre for Geoeconomic Studies*, Working Paper, April 2009.

Stock J. and Watson M. (2003) "Has the Business Cycle Changed? Evidence and Explanations" *prepared for the Federal Reserve Bank of Kansas City symposium, "Monetary Policy and Uncertainty," Jackson Hole, Wyoming*, August 28-30.

Volcker P. (2009) Conference at the Stern School of Business of New York University “Restoring Financial Stability: how to Repair a Failed System”, March 6, 2009.

ΠΡΟΣΦΑΤΑ ΤΕΥΧΗ του ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ & ΑΓΟΡΕΣ

Τόμος(Τεύχος)	Ημερομηνία	Συγγραφείς-Τίτλοι Άρθρων
IV(7)	Νοέμβριος 2009	Τ. Αναστασάτος: Προς Ένα Νέο Ελληνικό Αναπτυξιακό Πρότυπο: Επενδύσεις και Εξωστρέφεια
IV(6)	Σεπτέμβριος 2009	Κ. Βορλόου: Η Απαισιόδοξα των Ελληνικών Νοικοκυριών
IV(5)	Ιούλιος 2009	Γ. Χαρδούβελης, Π. Μονοκρούσος: <i>Είναι Διατηρήσιμο το Συναλλαγματικό Καθεστώς στη Βουλγαρία;</i> (αγγλική έκδοση)
IV(4)	Μάιος 2009	Γ. Γκιώνης: <i>Η Χρηματοοικονομική Κρίση και η Νέα Ευρώπη</i>
IV(3)	Απρίλιος 2009	Β. Αρακελιάν: <i>Η Διεύρυνση του Περιθωρίου Απόδοσης του 10ετούς Ελληνικού Κυβερνητικού Ομολόγου εν μέσω της Διεθνούς Χρηματοπιστωτικής Κρίσης</i>
IV(2)	Μάρτιος 2009	Π. Μονοκρούσος: <i>Πρόσφατες Εξελίξεις και Προοπτικές στις Αγορές Κυβερνητικών Ομολόγων</i>
IV(1)	Ιανουάριος 2009	Κ.Ε. Βορλόου & Σ. Κανελλοπούλου: <i>Οικονομικές Κρίσεις και Τουριστική Κίνηση στην Ελλάδα</i>
III(10)	Νοέμβριος 2008	Τ. Αναστασάτος: <i>Η Ελληνική Νομισματική Πολιτική και τα Διδάγματα για τις Χώρες της Νέας Ευρώπης</i>
III(9)	Οκτώβριος 2008	Κ.Ε. Βορλόου: <i>Η τιμή του πετρελαίου και η σχέση με το ευρώ.</i>
III(8)	Σεπτέμβριος 2008	Δ. Μαλλιαρόπουλος, Κ. Λαμπρινουδάκης, Ο. Κοσμά: <i>Βρίσκεται η Ευρώπη στα πρόθυρα μιας ύφεσης;</i>
III(7)	7 Ιουλίου 2008	Eurobank EFG Economic Research Forum: <i>Η Νέα Παγκόσμια Οικονομία: Προοπτικές & Προκλήσεις</i>
III(6)	22 Ιουνίου 2008	Τ. Αναστασάτος: <i>Η Επιδείνωση του Ελληνικού Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών: Αίτια, Επιπτώσεις και Σενάρια Προσαρμογής</i>
III(5)	5 Μαΐου 2008	Δ. Μαλλιαρόπουλος, Κ. Λαμπρινουδάκης: <i>Πληθωρισμός: Η Νέα Απειλή για τους Επενδυτές</i>

Τα παραπάνω άρθρα και περισσότερες εκδόσεις είναι διαθέσιμες ηλεκτρονικά δωρεάν, από την ιστοσελίδα της Eurobank EFG:

<http://www.eurobank.gr/research>

Κυκλοφορούν επίσης:

1. Γκίκας Χαρδούβελης, «*Πηγές Ανάπτυξης: Μπορεί η Ελλάδα να Ακολουθήσει το Παράδειγμα της Ιρλανδίας;*» (ISBN: 9608386381, Ιανουάριος 2006, Εκδόσεις Κέρκυρα), με τα πρακτικά και τις μελέτες του ομώνυμου συνεδρίου της Eurobank EFG (4/10/2005).
2. Νικόλαος Καραμούζης & Γκίκας Χαρδούβελης, «*Αγορά κατοικίας: τάσεις και επενδυτικές ευκαιρίες*» (ISBN: 9789604451661, 2007, Εκδόσεις Σάκκουλα).

Eurobank Research: Οικονομία και Αγορές

ISSN: 1790-6881

Eurobank EFG, Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών & Προβλέψεων
Ερευνητική Ομάδα:

Συντάκτης: Γκίκας Χαρδούβελης,
Chief Economist & Director of Research

Δημήτρης Μαλλιαρόπουλος: Research Advisor
Τάσος Αναστασάτος: Senior Economist
Ιωάννης Γκιώνης: Research Economist
Στέλλα Κανελλοπούλου: Research Economist
Θεόδωρος Σταματίου: Research Economist

Θεοδόσης Σαμπανιώτης: Senior Economic Analyst
Όλγα Κοσμά: Economic Analyst
Μαρία Πρανδέκα: Economic Analyst
Βασίλης Ζάρκος: Junior Economic Analyst
Θεόδωρος Ράπανος: Junior Economic Analyst

Eurobank EFG, Σουρή 5 & Αμαλίας 20, Μποδοσάκειο, 10557 Αθήνα, τηλ. (210) 333.7365, φαξ: (210) 333.7687,
web: <http://www.eurobank.gr/research>, Email επικοινωνίας: Research@eurobank.gr

Ρήτρα μη ευθύνης (disclaimer):

Άρθρα, μελέτες, σχόλια κ.λπ. εκφράζουν αποκλειστικά τις απόψεις του συντάκτη τους. Ανυπόγραφα σημειώματα θεωρούνται της συντάξεως. Άρθρα, μελέτες, σχόλια κ.λπ., που υπογράφονται από μέλη της συντακτικής επιτροπής, εκφράζουν τις προσωπικές απόψεις του γράφοντα. Απαγορεύεται χωρίς προηγούμενη άδεια η ολική ή μερική αναδημοσίευση και γενικά η αναπαραγωγή ή αναμετάδοση αυτής της έκδοσης σε οποιαδήποτε μορφή και με οποιοδήποτε μέσο, ηλεκτρονικό, μηχανικό, φωτοαντιγραφικό, ηχογραφικό ή άλλο.