

Γκίκας Α. Χαρδούβελης¹

**Το χρονικό της διεθνούς και της συνακόλουθης
ελληνικής και ευρωπαϊκής κρίσης:
Αίτια, αντιδράσεις, επιπτώσεις, προοπτική**

1. Εισαγωγή

Η κρίση που ταλανίζει την παγκόσμια οικονομία από το 2007 δεν έχει κοπάσει. Από χρηματοοικονομική κρίση του δυτικού κόσμου μετατράπηκε σε παγκόσμια οικονομική κρίση της πλειονότητας των χωρών του πλανήτη και στη συνέχεια απέκτησε επικίνδυνες μορφές και διαστάσεις μακροπρόθεσμου χαρακτήρα, όπως η σημερινή εσωτερική πολιτική και οικονομική κρίση στην Ευρωζώνη και το δραματικό αδιέξοδο της ελληνικής οικονομίας.

Στο εισαγωγικό αυτό άρθρο παρουσιάζεται το ντόμινο των γεγονότων και της συνεχιζόμενης πολλαπλής κρίσης με χρονολογική σειρά, ώστε ο αναγνώστης να μπορεί να τοποθετήσει τις απόψεις των ειδικών αλλά και των συγγραφέων των υπόλοιπων δοκιμίων του βιβλίου σε ένα συγκεκριμένο ιστορικό πλαίσιο. Στην εξιστόρηση που ακολουθεί, παρέχεται σφαιρική πληροφόρηση όχι μόνο για την αιτιατή διασύνδεση των επιμέρους ιστορικών γεγονότων, αλλά και για την αλληλουχία των πολλαπλών και επικαλυπτόμενων κρίσεων. Στο τέλος, μάλιστα, και με βάση τις πολιτικές και οικονομικές εξελίξεις έως τις αρχές του 2011, γίνεται και μια προσπάθεια πρόβλεψης της μελλοντικής πορείας της ελληνικής, ευρωπαϊκής και διεθνούς οικονομίας.

Στην επόμενη δεύτερη ενότητα παρουσιάζεται το χρονικό της διεθνούς χρηματοοικονομικής κρίσης. Περιγράφεται πρώτα η αισιοδοξία που επικρατούσε πριν από το 2007, στη συνέχεια αναλύονται σύντομα οι βαθύτερες αιτίες της

1. Επιθυμώ να ευχαριστήσω τους κκ. Φοίβο Καρζή, Θεοδόση Σαμπανιώτη και Θεόδωρο Σταματίου για τα εποικοδομητικά τους σχόλια.

κρίσης και κατόπιν εξιστορούνται τα γεγονότα με χρονολογική σειρά: η έναρξη, οι πρώτες αντιδράσεις, η προσωρινή ηρεμία που ακολούθησε, η κορύφωση της κρίσης με την κατάρρευση της Lehman Brothers και τη διάσωση της AIG, καθώς και η μετέπειτα σταδιακή αποκατάσταση μιας σχετικής ηρεμίας στις διεθνείς αγορές.

Στην τρίτη ενότητα περιγράφονται οι εξελίξεις στην πραγματική οικονομία, πώς οι απώλειες στον τραπεζικό τομέα από τη χρηματοοικονομική κρίση οδήγησαν σε μείωση των πιστώσεων και σε πτώση της οικονομικής δραστηριότητας στη διάρκεια και, ιδιαίτερα, προς το τέλος του 2008. Περιγράφονται, επίσης, τα δημοσιονομικά και νομισματικά μέτρα που ελήφθησαν για την αντιμετώπιση τόσο της χρηματοοικονομικής κρίσης όσο και της ύφεσης στις οικονομίες.

Στην τέταρτη ενότητα παρουσιάζεται η μετεξέλιξη της κρίσης σε κρίση δημόσιου χρέους με επίκεντρο την Ελλάδα. Εκεί περιγράφεται, επίσης, η μετατροπή της ελληνικής σε ευρύτερη ευρωπαϊκή πολιτική και χρηματοοικονομική κρίση, με το μέλλον του ίδιου του ευρώ σε κίνδυνο.

Στην πέμπτη ενότητα επιχειρείται μια σκιαγράφηση των πιθανών μελλοντικών προοπτικών, πρώτα με επίκεντρο την εξελισσόμενη νέα αρχιτεκτονική του παγκόσμιου χρηματοοικονομικού συστήματος, στη συνέχεια με προβλέψεις για την τροχιά της παγκόσμιας οικονομίας την επόμενη δεκαετία και, τέλος, με μια ανάλυση των πιθανών εξελίξεων στην Ευρωζώνη και στην Ελλάδα.

Τέλος, στην έκτη ενότητα ανακεφαλαιώνονται τα κύρια συμπεράσματα της ανάλυσης.

2. Η χρηματοοικονομική κρίση του δυτικού κόσμου

Στο παρόν εδάφιο γίνεται μια περιληπτική παράθεση των γεγονότων που σημάδεψαν τη χρηματοοικονομική κρίση, από την αισιοδοξία που επικρατούσε στις αγορές πριν από το 2007 και τις αιτίες που πυροδότησαν την κρίση, στις πρώτες χρεοκοπίες χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων που είχαν εκτεθεί σε στεγαστικά δάνεια υψηλού κινδύνου σε πολλές περιοχές των ΗΠΑ, στο πρόβλημα της διατραπεζικής αγοράς τον Αύγουστο του 2007, στην κατάρρευση της επενδυτικής εταιρείας Lehman Brothers το Σεπτέμβριο του 2008 και τον μετέπειτα πανικό έως και την αποκατάσταση σχετικής ηρεμίας. Η αντίδραση των αρχών στην κρίση περιγράφεται με μεγαλύτερη λεπτομέρεια αργότερα, στο επόμενο εδάφιο.

2.1 Η αισιοδοξία πριν από τη χρηματοοικονομική κρίση

Έως τις αρχές του 2007, η παγκόσμια οικονομία λειτουργούσε σε ένα περιβάλλον απεριόριστης αισιοδοξίας. Μάλιστα, την περίοδο 2002 - 2007 σημειώθηκε η υψηλότερη μέση παγκόσμια ανάπτυξη των τελευταίων 40 ετών. Το μέγεθος της ετήσιας παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας το 2007 έφτασε τα 55,6 τρισεκατομμύρια δολάρια, 23,9% υψηλότερη σε σταθερές τιμές από το 2000. Το 2007, το 25,3% της συνολικής παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας παραγόταν στις ΗΠΑ, το 29,9% στην Ευρωπαϊκή Ένωση των 27 χωρών, το 7,8% στην Ιαπωνία, το 13,1% στις 4 μεγάλες αναδυόμενες χώρες, Βραζιλία, Ρωσία, Κίνα και Ινδία, και το υπόλοιπο 23,9% στις υπόλοιπες οικονομίες. Ο O' Neill (2011), σε άρθρο του στον ίδιο τόμο, χαρακτηρίζει την εποχή αυτή ως την εποχή της «υπέρτατης ευδαιμονίας».

Κρίσεις, όπως αυτή της δεκαετίας του 1930, που τότε επηρέασε όλες τις χώρες του πλανήτη και οδήγησε στην αποκαλούμενη Μεγάλη Ύφεση, πυροδοτώντας άμεσα τεράστιες αλλαγές στο κανονιστικό πλαίσιο του χρηματοοικονομικού τομέα και σε σημαντική υποχώρηση της προηγούμενης παγκοσμιοποίησης, αποτελούσαν μακρινό και ξεχασμένο παρελθόν των παππούδων μας. Μια τέτοια κρίση απουσίαζε ολοσχερώς από τις κεραίες των αντιλήψεων και προβλέψεων της δικής μας γενιάς. Το σταδιακό παγκόσμιο άνοιγμα των συνόρων στην κίνηση αγαθών και υπηρεσιών την τελευταία τεσσαρακονταετία, η κατάλυση του υπαρκτού σοσιαλισμού στην Ανατολική Ευρώπη στο τέλος της δεκαετίας του 1980 και οι εντυπωσιακές αναπτυξιακές επιδόσεις των χωρών της Ασίας από τη δεκαετία του 1990 εξέπεμπαν την πεποίθηση ότι η τροχιά της παγκόσμιας ανάπτυξης είναι δεδομένη: ότι τίποτα δεν σταματά το ρου της ελεύθερης οικονομίας· και ότι το μέλλον είναι πάντα καλύτερο από το παρόν.

Η αισιοδοξία ήταν ακόμη μεγαλύτερη στο χρηματοοικονομικό τομέα. Από τα μέσα της δεκαετίας του 1980, στις αναπτυγμένες οικονομίες της Ευρώπης και των ΗΠΑ, ο χρηματοοικονομικός τομέας είχε εξελιχθεί σε ατμομηχανή της παγκόσμιας ανάπτυξης, με τεράστια έσοδα και αγοραία προστιθέμενη αξία, της οποίας το ειδικό βάρος στην οικονομία διαρκώς αυξανόταν.² Ο χρηματοοικονομικός τομέας μεγεθυνόταν και εμφανιζόταν ατρόμητος, έχοντας ξεπεράσει τα όρια λειτουργίας του ως απλού διαμεσολαβητικού μηχανισμού αλλά και τις δυνατότητες ουσιαστικού ελέγχου από εθνικές κυβερνήσεις, αρχές και

2. Βλ. Χαρδούβελης (2011), Διάγραμμα 3.1., στον ίδιο τόμο.

τους υπάρχοντες διεθνείς οργανισμούς. Οι πιο έξυπνοι απόφοιτοι των πιο ονομαστών σχολών διοίκησης επιχειρήσεων προσλαμβάνονταν με παχυλούς αρχικούς μισθούς από τη Wall Street και το City. Στους ακαδημαϊκούς κύκλους, οι πιο καλοπληρωμένοι καθηγητές πανεπιστημίων ήταν όσοι ασχολούνταν ερευνητικά με τα γνωστικά αντικείμενα της Χρηματοοικονομικής και της Λογιστικής. Είναι μάλιστα χαρακτηριστικό –και εκ των υστέρων ίσως ελαφρώς ειρωνικό– ότι επίκεντρο των συζητήσεων πολλών ακαδημαϊκών μακροοικονομολόγων δεν ήταν το πώς θα επιτύχουμε ένα καλύτερο αύριο για το μέσο πολίτη ή πώς θα βελτιώσουμε την κατανομή εισοδήματος ή τις συνθήκες διαβίωσης σε πολλές χώρες, όπως για παράδειγμα της ξεχασμένης Αφρικής, αλλά ο αυτο-έπαινος, δηλαδή ποια είναι η σωστή κατανομή των ευσήμεων για την καταπληκτική επίτευξη του συνδυασμού υψηλών ρυθμών παγκόσμιας ανάπτυξης, με ταυτόχρονο χαμηλό πληθωρισμό, ή για την περίοδο του «great moderation», όπως ονομάστηκε.

Σε τέτοιες συνθήκες αισιοδοξίας και εφησυχασμού, οι υπερβολές που σήμερα αναγνωρίζουμε τότε φαίνονταν φυσιολογικές, τα ρίσκα που αναλαμβάνονταν από το χρηματοοικονομικό τομέα ήταν μεγάλα, αλλά η αντίληψη για τους κινδύνους αυτούς και η αντίστοιχη τιμολόγησή τους στις διεθνείς αγορές ήταν σχεδόν ανύπαρκτη, ενώ ο έλεγχος των εποπτικών αρχών ελάχιστος και καθησυχαστικός. Η προσγγείωση στην πραγματικότητα και η κρίση ξεκίνησαν το 2007 στην αγορά στεγαστικών δανείων χαμηλής πιστοληπτικής αξιολόγησης (subprime) στις ΗΠΑ. Τον μικρόκοσμο αυτής της αγοράς αναλύει εύστοχα ο Calomiris (2011) στο παρόν βιβλίο. Η κρίση στη συγκεκριμένη αγορά έφερε στην επιφάνεια τους πρώτους ενδοιασμούς, αν η προηγούμενη περίοδος ανάπτυξης βασιζόταν σε γερά θεμέλια και, κυρίως, αν υπήρχαν κουκουλωμένα προβλήματα σε πολλά τμήματα της χρηματοοικονομικής αγοράς.

Η αισιοδοξία ήταν τόσο μεγάλη, που ακόμη και ένα χρόνο μετά το ξέσπασμα της κρίσης το ευρύτερο κοινό αλλά και οι ειδικοί δεν φαίνεται να είχαν πλήρως αντιληφθεί την κρισιμότητα της κατάστασης. Για παράδειγμα, όπως θα δούμε αργότερα, στη διάρκεια του 2007, τα διεθνή χρηματιστήρια είχαν πλήρως αποσυνδεθεί από την απαισιοδοξία που εξέπεμπε η αγορά ομολόγων μετά τον Αύγουστο της ίδιας χρονιάς. Οι ειδικοί αντιλαμβάνονταν τα ρίσκα, αλλά προφανώς αδυνατούσαν να κατανοήσουν ότι η κατάρρευση ήταν προ των πυλών. Γι' αυτό και στις ΗΠΑ αποφάσισαν το Σεπτέμβριο του 2008 να αφήσουν την επενδυτική τράπεζα Lehman Brothers να χρεοκοπήσει. Η εσπευσμένη διάσωση της πολυεθνικής ασφαλιστικής εταιρείας AIG την επόμενη μέρα

δείχνει και το μέγεθος της έκπληξης που ακολούθησε την απόφαση η Lehman να χρεοκοπήσει.

2.2 Οι βαθύτερες αιτίες της χρηματοοικονομικής κρίσης – προειδοποιήσεις

Η επιστημονική κοινότητα μαζί με τις εποπτικές αρχές αφηνιδιάστηκαν από το ξέσπασμα και το μέγεθος της κρίσης, όπως εξηγεί και ο O' Neill (2011) στο άρθρο του σε αυτό τον τόμο. Μάλιστα, οι κεντρικές τράπεζες είχαν τότε επικεντρωθεί στη δραστηριότητα των αμοιβαίων κεφαλαίων υψηλού ρίσκου (hedge funds), τα οποία δεν ήταν τα κυρίως ή τα μόνα υπεύθυνα για την κρίση. Τους διέφυγε εντελώς η συμπεριφορά των επενδυτικών τραπεζών, όπως εύκολα διαπιστώνεται από τις προ της κρίσης εκθέσεις τους για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Οι προειδοποιήσεις για την επερχόμενη κρίση, για τις αδυναμίες του παγκόσμιου χρηματοοικονομικού συστήματος και για τους κινδύνους που εγκυμονούσαν ήταν τότε ελάχιστες. Οι λιγιστές προειδοποιήσεις ορισμένων αναλυτών και καθηγητών δεν ακούγονταν και, φυσικά, δεν κατάφεραν να πείσουν για την αναγκαιότητα αλλαγής πορείας και την ανάγκη παρέμβασης των αρχών.³

Πιστεύω ότι η κρίση προβλέφθηκε από πολύ λίγους, επειδή δεν οφείλεται σε ένα μεμονωμένο παράγοντα αλλά σε συνδυασμό παραγόντων. Οι παράγοντες αυτοί επέδρασαν πολλαπλασιαστικά ο ένας στον άλλο, δημιουργώντας μια εκρηκτική αρνητική δυναμική και ένα φαύλο κύκλο χρεοκοπιών και πτώσεων των τιμών των περιουσιακών στοιχείων που ξεπέρασε τα όρια των ΗΠΑ και επεκτάθηκε παγκοσμίως, κυρίως στην Ευρώπη. Ορισμένοι μεμονωμένοι παράγοντες και ανισορροπίες στην παγκόσμια οικονομία είχαν επισημανθεί από τους πανεπιστημιακούς. Η συνδυαστική αρνητική επίδρασή τους στο χρηματοοικονομικό τομέα, όμως, δεν είχε εκτιμηθεί πλήρως. Παρακάτω, γίνεται μια

3. Αξίζει να γίνει μνεία στη δουλειά στελεχών της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών (BIS), η οποία προειδοποιούσε περιοδικά για τις υπάρχουσες φούσκες και την πιθανότητα κρίσης. Βλ., π.χ., Claudio Borio (2004). Από τους ακαδημαϊκούς οικονομολόγους, αυτός που αναφέρθηκε σε μια πιθανή κρίση ήταν ο Raghuram Rajan (2005) του Πανεπιστημίου του Σικάγο. Ο ίδιος πρόσφατα, Rajan (2010), εξέδωσε και βιβλίο για το ίδιο ζήτημα. Από τους επαγγελματίες οικονομολόγους του ιδιωτικού τομέα, ξεχώρισε ο καθηγητής του NYU Nouriel Roubini (2006), ο οποίος μέσω της εταιρείας του, RGE, είχε επισημάνει τους κινδύνους για την οικονομία πριν από την εκδήλωση της κρίσης και, έτσι, έγινε διάσημος στη διάρκεια της κρίσης, και η εταιρεία του μεγάλωσε. Ο Roubini συνεχίζει να «επενδύει» στην απαισιοδοξία και έτσι, λόγω ελληνικής κρίσης, είναι γνωστός και στην Ελλάδα.

περιληπτική ανάλυση ανά παράγοντα. Για διευκόλυνση του αναγνώστη, οι παράγοντες κατηγοριοποιούνται σε μακροοικονομικούς και χρηματοοικονομικούς.⁴

Στους μακροοικονομικούς παράγοντες εντάσσονται:

- α) Η ανισορροπία ανάμεσα στις χώρες του πλανήτη όσον αφορά το διαφορετικό βαθμό αποταμίευσης και επένδυσης, που εκδηλώθηκε με υψηλά ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών των ΗΠΑ και υψηλά πλεονάσματα των χωρών της Ασίας, ιδιαίτερα της Κίνας. Οι ανισορροπίες οδήγησαν σε μεταφορά κεφαλαίων από την Ασία προς τις ΗΠΑ, δηλαδή σε φτηνό χρήμα, μεγάλη ρευστότητα και χαμηλά πραγματικά επιτόκια στις ΗΠΑ (Obstfeld and Rogoff, 2009, Caballero and Krishnamurthy, 2009). Τα χαμηλά πραγματικά επιτόκια έδωσαν ώθηση στις ήδη υπάρχουσες ανισορροπίες του χρηματοοικονομικού τομέα.
- β) Η φούσκα των τιμών των ακινήτων στις ΗΠΑ. Από τα μέσα της δεκαετίας του 1990, οι τιμές των ακινήτων ξεκίνησαν μια ανοδική πορεία η οποία, αν και προβλημάτισε πολλούς αναλυτές, αφέθηκε ελεύθερη να εξαπλωθεί (Χαρδούβελης, 2009). Η άνοδος των τιμών των κατοικιών σταμάτησε στα μέσα του 2006, και έκτοτε οι τιμές άρχισαν να πέφτουν.⁵ 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 του δανείου τους και ότι τους συνέφερε απλώς να παραδώσουν τα κλειδιά στην τράπεζα και να φύγουν από το σπίτι. Η χρεοκοπία των νοικοκυριών οδήγησε και σε μειωμένες εισροές στα ταμεία των τιτλοποιημένων δανείων.⁶
- γ) Η πολιτικοοικονομική ιδεολογία που επικρατούσε στις ΗΠΑ και στις υπόλοιπες αναπτυγμένες χώρες, σύμφωνα με την οποία οι αγορές είναι αποτελεσματικές και οι πολίτες ορθολογικοί στην οικονομική συμπερι-

4. Για μια λεπτομερέστερη επισκόπηση των αιτιών της κρίσης, βλ. Χαρδούβελης (2009).

5. Οι τιμές φάνηκαν να σταθεροποιούνται από τον Απρίλιο του 2009. Όμως, με τη λήξη των φορολογικών κινήτρων για αγορά κατοικίας, τα οποία είχαν ξεκινήσει τον Απρίλιο του 2008, από τον Σεπτέμβριο του 2010 οι τιμές των ακινήτων στις ΗΠΑ άρχισαν πάλι να πέφτουν.

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

φορά τους.⁷ Ο Καραμούζης (2011) αναφέρεται εκτεταμένα και με πολλά παραδείγματα στο άρθρο του στον παρόντα τόμο στο ζήτημα αυτό, που το θεωρεί κομβικό της κρίσης. Σημειώσατε ότι η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς είχε καταλήξει να αποτελεί δόγμα, το οποίο σε συνδυασμό με τα χαμηλά επιτόκια την εποχή εκείνη οδήγησε σε ακραίες συμπεριφορές. Τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα οδηγήθηκαν σε ριψοκίνδυνες επενδύσεις, χωρίς να τιμολογούν σωστά τον κίνδυνο.

- δ) Οι εποπτικές αρχές, και αυτές, φαίνεται να είχαν πλήρως ενστερνιστεί την υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς, ιδιαίτερα ο πρώην επικεφαλής της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ (Federal Reserve) Alan Greenspan, όπως φαίνεται από τις απαντήσεις που έδωσε στην εξέταση του αμερικανικού Κογκρέσου για την κρίση στις 23 Οκτωβρίου 2008.⁸ Συνέπεια αυτού ήταν η απορρύθμιση, δηλαδή η κατάργηση πολλών από τους περιορισμούς στη δράση του χρηματοπιστωτικού τομέα που είχαν επιβληθεί από την εμπειρία της κρίσης στη δεκαετία του '30.⁹ Υπάρχουν, όμως και διαφορετικές –αιρετικές– απόψεις για αυτό το θέμα. Ο Calomiris (2011) στο άρθρο του σε αυτό τον τόμο υπερασπίζεται τις αγορές και τη χρησιμότητα της απορρύθμισης ή αποκανονικοποίησης, επιρρίπτοντας τις ευθύνες στις κρατικές παρεμβάσεις.

Στους χρηματοοικονομικούς παράγοντες που προξένησαν την κρίση, καταλυτικό ρόλο έπαιξαν, ιδίως στις ΗΠΑ, οι ακόλουθοι:

- α) Η ραγδαία αύξηση των δανείων μειωμένης εξασφάλισης (subprime) χωρίς να επιδεικνύεται η ανάλογη τραπεζική εγκράτεια και ο έλεγχος

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

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

9. Η Federal Reserve 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 Επιτροπή Κεφαλαιογοράς των ΗΠΑ (Securities & Exchange Commission) ελαστικοποίησε τον περιορισμό δανεισμού των επενδυτικών τραπεζών, γεγονός που οδήγησε τις επενδυτικές τράπεζες σε άκρως ριψοκίνδυνες επενδύσεις με δανεικά χρήματα.

για τον πιστωτικό κίνδυνο, που συνέβαλαν στην αύξηση των τιμών των κατοικιών. Την αγορά αυτή περιγράφει ο Calomiris (2011) σε άρθρο του σ' αυτό τον τόμο. Ο Rajan (2010), στο πρόσφατο βιβλίο του, θεωρεί ότι η άκρατη αύξηση του τραπεζικού δανεισμού ενθαρρύνθηκε από τους πολιτικούς στις ΗΠΑ, ως αντίδοτο στη διευρυνόμενη ανισοκατανομή του εισοδήματος και στην οικονομική στασιμότητα και αποδυνάμωση της μεσαίας τάξης.

- β) Οι νέες μορφές τιτλοποιήσεων, με πολύπλοκους δομημένους τίτλους που είχαν διαφορετικές ονομασίες και εκφάνσεις, όπως τα Collateralized Debt Obligations (CDO). Τους τίτλους αυτούς λίγοι καταλάβαιναν σε βάθος και μπορούσαν να τους τιμολογήσουν σωστά, ενώ οι αξιολογικοί οίκοι τούς παρείχαν υψηλές βαθμολογήσεις. Ιδιαίτερα οι επενδυτικές τράπεζες, αυτές που δημιουργούσαν τις τιτλοποιήσεις ή αυτές που υπήρξαν σημαντικές μεσάζουσες στην πρωτογενή αγορά τους, ήταν εκείνες που κυρίως διακρατούσαν το «equity tranche» των τιτλοποιήσεων, δηλαδή το κομμάτι με το μεγαλύτερο ρίσκο απωλειών αλλά και την υψηλότερη αναμενόμενη απόδοση.¹⁰
- γ) Η ενδογενής γένεση ρίσκων από το συνδυασμό των επιμέρους αρνητικών παραγόντων. Η πολλαπλασιαστική εκρηκτική δυναμική που δημιουργείται σε εποχές κρίσης δημιουργεί τα δικά της επιπλέον ρίσκα. Πιστεύω ότι θα επηρεάσει και 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.
- δ) Η νέα κερδοσκοπική κουλτούρα στον τραπεζικό τομέα με βάση τη γένεση προσόδων. Οι αμοιβές των στελεχών σε όλες τις βαθμίδες συνδέονταν με τα βραχυχρόνια έσοδα, χωρίς να λαμβάνεται υπόψη ο αναλαμβανόμενος κίνδυνος, ούτε οι μακροχρόνιες επιδόσεις. Αυτή η πρακτική ήταν στενά συνδεδεμένη με την επικράτηση της αντίληψης περί αποτελεσματικότητας της αγοράς και ορθολογικών προσδοκιών (Cai, Cherny and Milbourn, 2010).
- ε) Οι αξιολογικοί οίκοι, οι οποίοι κατηγορήθηκαν για ανεπάρκεια ή/

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

και για μεροληψία που πιθανόν να πήγαζε από το γεγονός ότι οι εκδότες των τίτλων ήταν αυτοί που πλήρωναν για την αξιολόγηση. Οι οίκοι αυτοί άργησαν να καταλάβουν ή να ενστερνιστούν το μέγεθος του προβλήματος, προφανώς επηρεαζόμενοι από την κερδοφορία που έφεραν οι αξιολογήσεις των τιτλοποιήσεων. Μετά την κρίση, οι εποπτικές αρχές επανεξετάζουν το καθεστώς λειτουργίας τους (SEC, 2008). Δεν συμφωνεί με την κριτική που γίνεται στους αξιολογικούς οίκους ο Calomiris (2011), αλλά πολλοί ειδικοί του χώρου, που γνωρίζουν τις πρακτικές των οίκων αξιολόγησης, τους ενοχοποιούν (Fons, 2008).

- στ) Η υψηλή μόχλευση, που σημαίνει λιγοστά ίδια κεφάλαια και υψηλός δανεισμός σε σχέση με το ενεργητικό ενός χρηματοοικονομικού ιδρύματος (Adrian and Shin, 2009, Crotty 2009). Την άποψη αυτή συμμερίζεται και η Ξαφά (2011) στο άρθρο της σε αυτό τον τόμο. Μάλιστα, ο δανεισμός που χρηματοδοτούσε τις επενδύσεις την εποχή εκείνη ήταν κυρίως βραχυχρόνιος. Έτσι, όταν οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων στα οποία είχαν επενδύσει οι επενδυτικές τράπεζες άρχισαν να πέφτουν και οι αγορές αντιλήφθηκαν την κεφαλαιακή απώλεια των δανεισμένων επενδυτικών τραπεζών, τότε δυσκόλεψαν ή και αρνήθηκαν την ανανέωση της βραχυχρόνιας χρηματοδότησης, αναγκάζοντας έτσι τις επενδυτικές τράπεζες να προβαίνουν σε περαιτέρω πωλήσεις άλλων υγιών περιουσιακών στοιχείων, οι οποίες με τη σειρά τους πίεζαν τις τιμές των περιουσιακών στοιχείων ακόμη περισσότερο προς τα κάτω. Η απομόχλευση, δηλαδή η άρνηση στην ουσία νέου δανεισμού στα χρηματοοικονομικά ιδρύματα που επένδυαν για ίδιο λογαριασμό με δανεικά κεφάλαια, έπαιξε τον κυριότερο ρόλο στην επέκταση της κρίσης πέραν του στενού χώρου των δανείων subprime σε όλες τις χρηματοοικονομικές δραστηριότητες. Η απομόχλευση οδήγησε στη συνέχεια και στο πέρασμα της χρηματοοικονομικής κρίσης στην πραγματική οικονομία.

2.3 Το ιστορικό της χρηματοοικονομικής κρίσης – πρώτες αντιδράσεις και προσωρινή ηρεμία

Παρακάτω γίνεται μια εξιστόρηση των επιμέρους γεγονότων από τα πρώτα προειδοποιητικά σημάδια της επερχόμενης κρίσης έως και ένα χρόνο μετά το

ξεκίνημά της, πριν να φουντώσει και να επεκταθεί σε όλο τον χρηματοοικονομικό χώρο.

Από το 2004 έως το 2006, το επιτόκιο παρέμβασης στις ΗΠΑ αυξήθηκε από το 1% στο 5,25%, κάτι που οδήγησε και σε επιβράδυνση στην αγορά κατοικίας. Τα πρώτα σημάδια της κρίσης εμφανίστηκαν το καλοκαίρι του 2006, όταν οι τιμές των κατοικιών στις ΗΠΑ σταμάτησαν να ανεβαίνουν. Οι χρεοκοπίες πολλών νοικοκυριών που προηγουμένως είχαν πάρει στεγαστικά δάνεια χαμηλής πιστοληπτικής αξιολόγησης (subprime) άρχισαν να πληθαίνουν σε επίπεδα ρεκόρ, καθώς τα επιτόκια αυξάνονταν. Το μεγαλύτερο μέρος αυτών των δανείων είχε προηγουμένως τιλοποιηθεί και πουληθεί σε αμοιβαία κεφάλαια, άλλες τράπεζες και επενδυτές ανά τον κόσμο. Έτσι, οι πρώτες επιπτώσεις των χρεοκοπιών των νοικοκυριών άρχισαν να γίνονται εμφανείς στην αγορά τιλοποιημένων ομολόγων subprime. Το Δεκέμβριο του 2006, ο αξιολογικός οίκος Fitch προειδοποιούσε ότι ένας μεγάλος αριθμός οφειλετών με στεγαστικά δάνεια subprime θα αντιμετώπιζε προβλήματα την επόμενη χρονιά, το 2007, όταν θα ανανεώνονταν τα συμβόλαιά τους με νέα επιτόκια αγοράς. Στις 28 Δεκεμβρίου η Owit Mortgage Solutions, μια επιθετική μικρή τράπεζα στην Καλιφόρνια που δάνειζε κυρίως στην αγορά των subprime κατέθεσε αίτηση πτώχευσης.

Το Φεβρουάριο του 2007, η γνωστή βρετανική τράπεζα HSBC ανακοίνωσε μια απομείωση ύψους \$10,5 δις, κυρίως λόγω απωλειών της αμερικανικής θυγατρικής της Household Finance Corporation, την οποία είχε αγοράσει το 2003. Λίγο αργότερα, στις αρχές Απριλίου, η γνωστή στεγαστική τράπεζα των ΗΠΑ New Century Financial κατέθεσε αίτηση πτώχευσης. Το Μάιο, η UBS αναγκάζεται να κλείσει το Dillon Reed hedge fund έπειτα από ζημιές \$125 εκ. Τον Ιούνιο του 2007, η επενδυτική τράπεζα Bear Stearns αναγκάστηκε να πριμοδοτήσει με \$3,2 δις ένα δικό της hedge fund το οποίο είχε επενδύσει σε στεγαστικά δάνεια subprime και παρουσίασε μεγάλες απώλειες, ενώ τον Ιούλιο ανακοίνωσε ότι δύο δικά της hedge funds είχαν απολέσει το 90% της αξίας τους, περίπου \$1,4 δις.

Τον Ιούλιο του 2007, οι αξιολογικοί οίκοι Standard & Poor's και Moody's έσπειραν φόβο στις αγορές ανακοινώνοντας την πρόθεσή τους να εξετάσουν την προηγούμενη βαθμολόγηση ενός συνόλου δανείων subprime ύψους περίπου \$18 δις για πιθανή υποβάθμιση. Η Fitch ακολούθησε. Πολλά προϊόντα που βασίζονταν σε δάνεια subprime υποβαθμίστηκαν από AAA σε A+, δηλαδή κατά 4 βαθμίδες, κάτι που μέχρι τότε ήταν εξαιρετικά ασυνήθιστο. Ο ΟΟΣΑ χαρακτήρισε αυτές τις υποβαθμίσεις «αναπάντεχες» και θεώρησε ότι «εξέθεσαν τους οίκους αξιολόγησης σε σημαντική κριτική» (OECD, 2007). Οι οίκοι αξιο-