

## ΤΙ ΠΗΓΕ ΣΤΡΑΒΑ;

### *Ανατομία της κρίσης*

#### *Τι χρειάζεται να εξηγηθεί*

Σε κάθε εποχή όλα τα καθοριστικής σημασίας γεγονότα αποτελούν απόρροια συγκυριών – της συσχέτισης ασύνδετων υπό φυσιολογικές συνθήκες συμβάντων που βγάζουν με έντονους κλυδωνισμούς την ανθρωπότητα από τη συνήθη πορεία της και τη θέτουν σε νέα τροχιά. Αυτές οι απρόοπτες συγκυρίες δημιουργούν τους Μαύρους Κύκνους, όπως τους ονόμασε ο Nassim Taleb – απρόβλεπτα γεγονότα με τεράστιο αντίκτυπο. Ο Taleb θεωρεί ότι ένας μικρός αριθμός Μαύρων Κύκνων «ερμηνεύουν σχεδόν τα πάντα στον κόσμο μας».<sup>4</sup> Η σημερινή οικονομική κρίση δεν είναι παρά ένας Μαύρος Κύκνος – μια θύελλα που ξεπηδά μέσα από έναν σχεδόν ανέφελο ουρανό, εντελώς αιφνίδια και απρόβλεπτα, για να ξεσπάσει σε έναν κόσμο που σκέφτεται και ενεργεί βάσει της παραδοχής ότι ακραία συμβάντα αυτού του είδους ανήκουν πλέον στο παρελθόν και ότι μια νέα Μεγάλη Ύφεση αποκλείεται να συμβεί ξανά στο μέλλον.

Πώς και γιατί οδηγηθήκαμε σε αυτή την κρίση; Όπως όλοι γνωρίζουμε, η κρίση ξεκίνησε από τον τραπεζικό τομέα, γι' αυτό και οι πρώτες προσπάθειες ερμηνείας της εστιάστηκαν στην αναζήτηση των γενεσιουργών αιτιών αυτής της αποτυχίας του τραπεζικού συστήματος.

Η πιο προσφιλής ερμηνεία απέδωσε την κρίση στην αποτυχία των

τραπεζών να «διαχειριστούν» τους νέους «κινδύνους» που εγκυμονούσε η «χρηματοπιστωτική καινοτομία». Η δήλωση του Alan Greenspan ότι αιτία της κρίσης ήταν η «υποτίμηση του κινδύνου σε παγκόσμιο επίπεδο» συνιστά την πιο περιεκτική έκφραση της αντίληψης αυτής.<sup>5</sup> Σύμφωνα με τη συγκεκριμένη ερμηνεία, η τραπεζική κρίση –άρα και η παγκόσμια οικονομική κάμψη στην οποία έχει οδηγήσει– προκλήθηκε από την τεχνική αποτυχία των μοντέλων διαχείρισης κινδύνου και ιδιαίτερα από την αδυναμία τους να διαχειριστούν τον κίνδυνο κατάρρευσης ολόκληρου του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Ιδιαίτερη προσοχή αποδόθηκε στο ρόλο που διαδραμάτισε η αγορά ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου (subprime mortgage market) ως πρωταρχική πηγή των λεγόμενων «τοξικών στοιχείων του ενεργητικού» (toxic assets) που έφτασαν να κυριαρχούν στους ισολογισμούς των τραπεζών. Οι πρώτες συνταγές για την αντιμετώπιση της οικονομικής κάμψης εστιάστηκαν στη «διάσωση» (bailing out) ή αναχρηματοδότηση των τραπεζών, ώστε να είναι και πάλι σε θέση να παρέχουν δάνεια. Τα πακέτα νομισματικής και χρηματοοικονομικής ώθησης («stimulus» packages) που θεσπίστηκαν στη συνέχεια αποσκοπούσαν στην αναζωογόνηση της φθίνουσας πραγματικής οικονομίας.

Η αντιπαράθεση για τις βαθύτερες αιτίες της οικονομικής κατάρρευσης φαίνεται ότι θα συνεχίζεται επί χρόνια, μιας και ακόμη δεν υπάρχει γενικώς παραδεκτή άποψη ούτε καν για τις αιτίες της Μεγάλης Οικονομικής Κρίσης της δεκαετίας του 1930. Ουσιαστικά, η αντιπαράθεση αυτή εξαρτάται από την εικόνα ή το μοντέλο της οικονομίας που έχουν κατά νου οι αντίθετες πλευρές. Για όσους πιστεύουν ότι η οικονομία της αγοράς μπορεί να αυτορρυθμίζεται κατά βέλτιστο τρόπο, μια κατάρρευση ανάλογη με αυτή που βιώνουμε στην παρούσα φάση δεν μπορεί παρά να οφείλεται σε τραύματα που προκλήθηκαν από εξωτερικούς παράγοντες. Σε αυτό το πλαίσιο τοποθετείται η ερμηνεία που βασίζεται στην «υπεραφθονία χρήματος» (money glut). Το προβαλλόμενο επιχείρημα είναι ότι η χαλαρή δημοσιονομική και νομισματική πολιτική διευκόλυνε τους Αμερικανούς να υιοθετήσουν έναν τρόπο ζωής που υπερέβαινε τις οικονομικές τους δυνατότητες. Ειδικότερα, υποστηρίζεται ότι η πολιτική του εύκολου χρήματος (easy money) που άσκησε επί μακρόν το κρίσιμο διάστημα πριν από το

2005 ο Alan Greenspan, πρόεδρος της Κεντρικής Τράπεζας των ΗΠΑ, συνετέλεσε στην ολοένα και μεγαλύτερη διόγκωση και τελικά στη ρήξη της φούσκας στον τραπεζικό τομέα. Στον αντίποδα, η θέση της «υπεραφθονίας αποταμιεύσεων» (saving glut), απορρέει από την κενύσιανή άποψη ότι οι οικονομικές κάμψεις λαμβάνουν χώρα όταν «ο ρυθμός αποταμίευσης υπερβαίνει το ρυθμό επένδυσης». Σύμφωνα με τη συγκεκριμένη αντίληψη, η κρίση οφείλεται στο ότι η υπερβολική συσσώρευση αποταμιεύσεων στη Ανατολική Ασία δεν μπορούσε να αντισταθμιστεί σε ικανοποιητικό βαθμό από τις νέες επενδύσεις στις ΗΠΑ. Ενώ το πρώτο σενάριο εστιάζεται στην εσφαλμένη κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής, το δεύτερο υπογραμμίζει την αδυναμία να παρασχεθεί η απαραίτητη «ώθηση προς επένδυση». Όπως θα δούμε στη συνέχεια, η αντιπαράθεση αυτή δεν αποτελεί παρά αναβίωση της διένεξης ανάμεσα στους συντηρητικούς και τους κενύσιανούς οικονομολόγους σχετικά με τα αίτια της Μεγάλης Κρίσης. Διαχωρίζει όσους υποστηρίζουν ότι η οικονομία της αγοράς είναι κυκλικά σταθερή, όταν δεν υπάρχουν διαταραχές στον νομισματικό τομέα, από εκείνους που υποστηρίζουν ότι αυτή είναι κυκλικά ασταθής όταν δεν υπάρχει κρατικά χρηματοδοτούμενη επένδυση. Ο τελευταίος αυτός ισχυρισμός αποτελεί τη βασική θέση της κενύσιανής επανάστασης, την οποία θα περιγράψουμε στο Κεφάλαιο 4.

### *Η κρίση: συνοπτική περιγραφή*

Παρότι είναι αρκετά πολύπλοκο να παρακολουθήσει κανείς διεξοδικά πώς εκτυλίχθηκε η οικονομική κρίση που ξέσπασε το διάστημα 2007-2008, είναι αρκετά εύκολο να προβεί στη γενική σκιαγράφηση της. Αυτό που συνέβη ήταν ότι μια παγκόσμια ανεστραμμένη πυραμίδα οικιακού και τραπεζικού χρέους οικοδομήθηκε πάνω σε μια βάση περιουσιακών στοιχείων πολύ περιορισμένου εύρους – τις τιμές των αμερικανικών ακινήτων. Όταν αυτές άρχισαν να πέφτουν, η φούσκα του χρέους άρχισε να ξεφουσκώνει, με αργό ρυθμό αρχικά και με φρενήρη ταχύτητα στο τέλος. Μεγάλο μέρος από τα τραπεζικά δάνεια είχαν δοθεί σε δανειολήπτες ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου («subprime» mortgage borrowers) – σε δανειολήπτες δηλαδή με πενιχρές προοπτικές αποπληρωμής. Οι χρεωστικοί τίτλοι

που βασίζονταν σε χρέος αυτού του είδους άρχισαν να καταλαμβάνουν μέρος του ισολογισμού των τραπεζών σε ολόκληρο τον κόσμο. Όταν οι τιμές στην αγορά ακινήτων άρχισαν να πέφτουν, οι τράπεζες είδαν αίφνης την αξία των χρεογράφων αυτών να μειώνεται. Φοβούμενες ενδεχόμενη αδυναμία εξόφλησης οφειλών, και καθώς ήταν άγνωστο το ύψος των ζημιών που είχαν υποστεί, σταμάτησαν να δανείζουν η μια την άλλη, καθώς και τους πελάτες τους. Αυτό οδήγησε σε «πιστωτική συμπίεση» (credit crunch).

Όλα εξελίχθηκαν με εκπληκτική ταχύτητα. Οι τιμές των χρηματιστηριακών εμπορευμάτων άρχισαν να πέφτουν από τον Ιούλιο του 2008. Η κατάρρευση της εμπιστοσύνης, που επιταχύνθηκε από τη χρεοκοπία της Lehman Brothers τον Σεπτέμβριο του ίδιου έτους, οδήγησε σε κατακόρυφη πτώση τις χρηματιστηριακές αγορές. Όταν οι τράπεζες άρχισαν να χρεοκοπούν και τα χρηματιστήρια να καταγράφουν απώλειες, άρχισε η διολίσθηση της οικονομίας. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα να επικρατήσουν παγκοσμίως γενικευμένες συνθήκες κρίσης που βάθυναν ακόμη περισσότερο σε όλη τη διάρκεια του 2009. Σε αντίθεση με τη Μεγάλη Οικονομική Κρίση της δεκαετίας του 1930, οι κυβερνήσεις φάνηκαν διατεθειμένες να θεσπίσουν πακέτα μέτρων για την ανάκαμψη της οικονομίας τα οποία εμπόδισαν την πτωτική πορεία της οικονομίας να λάβει ραγδαίες διαστάσεις οδηγώντας έτσι σε βαθιά οικονομική κρίση όπως συνέβη τη δεκαετία του 1930. Στην επόμενη ενότητα θα αναφερθούμε στα κυριότερα ορόσημα σε αυτή τη διαδρομή προς την καταστροφή.

### *Η ρήξη της στεγαστικής φούσκας*

Οι τιμές των ακινήτων στις ΗΠΑ αυξήθηκαν κατά 124% από το 1997 ως το 2006, ενώ ο δείκτης Standard & Poor 500 μειώθηκε κατά 8%: η αγορά ακινήτων συμμετείχε στην οικονομική μεγέθυνση σε ποσοστό 50%. Στο Ηνωμένο Βασίλειο, οι τιμές των ακινήτων αυξήθηκαν κατά 97% την ίδια περίοδο, ενώ ο FTSE 100 μειώθηκε κατά 10%. Από το 1994 ως το 2005, το ποσοστό ιδιόκτητων κατοικιών αυξήθηκε από 64% σε 69%. Η μέση τιμή μιας αμερικανικής κατοικίας, που επί μεγάλο χρονικό διάστημα κυμαινόταν σε τριπλάσια περίπου επίπεδα από ό,τι ο μέσος ετήσιος μισθός, το 2006 έφτασε να είναι 4,6 φορές μεγαλύτε-

ρη. Όπως υποστηρίζουν η Reinhart και ο Rogoff, «καμιά άλλη προηγούμενη έκρηξη στον στεγαστικό τομέα δεν μπορούσε να συγκριθεί με αυτή των τελευταίων ετών ως προς την εμβέλεια και τη διάρκεια». <sup>6</sup>

Δύο ήταν οι κινητήριοι μοχλοί της εκρηκτικής άνθησης στον στεγαστικό τομέα. Ο πρώτος ήταν ότι η θητεία του Κλίντον στην προεδρία των ΗΠΑ ενθάρρυνε ιδρύματα που χρηματοδοτούνταν από το κράτος, όπως την εταιρεία στεγαστικής πίστης Fannie Mae –η οποία ιδρύθηκε το 1938 για να παρέχει στεγαστικά δάνεια με ευνοϊκούς όρους σε ομάδες χαμηλού εισοδήματος–, να επεκτείνουν τις δανειοδοτικές τους δραστηριότητες. Ο δεύτερος ήταν ότι οι ιδιώτες δανειστές ενυπόθηκων δανείων, έχοντας εξαντλήσει τη ζήτηση της μεσαίας τάξης για ενυπόθηκο δανεισμό, άρχισαν να προσελκύουν τους λεγόμενους «νίνζα» (ninja)<sup>7</sup> – δανειολήπτες χωρίς εισόδημα, χωρίς δουλειά, χωρίς περιουσιακά στοιχεία. Οι δανειολήπτες δελεάστηκαν από τα ιδιαίτερα χαμηλά, σχεδόν μηδενικά επιτόκια που ίσχυαν κατά την αρχική περίοδο στα ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια κυμαινόμενου επιτοκίου (adjustable-rate mortgage [ARM]) και τα οποία ανέβαιναν ραγδαία ύστερα από ένα δύο χρόνια. Με τις αθετήσεις πληρωμών να βρίσκονται την περίοδο 2003-2005 στο ιστορικό χαμηλό τους, η επέκταση του ενυπόθηκου δανεισμού φαινόταν να ενέχει χαμηλό ποσοστό κινδύνου, παρότι το 1/3 των δανείων «μειωμένης εξασφάλισης» (subprime-loans) αντιστοιχούσαν στο 100% και πλέον της αξίας των ακινήτων και στο εξαπλάσιο της αξίας των ετήσιων εισοδημάτων των δανειοληπτών. Το 2006 περισσότερο από το 1/5 όλων των νέων ενυπόθηκων δανείων –αξίας περί τα 600 εκατομμύρια δολάρια– ήταν δάνεια υψηλού κινδύνου. Η ευκολία αναχρηματοδότησης μεγέθυνε το χρέος των καταναλωτών. Ο δανεισμός έναντι της υπεραξίας ενός ακινήτου (mortgage equity withdrawals) για την αγορά διαρκών καταναλωτικών αγαθών και δεύτερη κατοικία από 29 δισ. δολάρια που ήταν στις αρχές της δεκαετίας του 1990 (ή 1% της προσωπικής κατανάλωσης) ανήλθε στα 600-700 δισ. δολάρια στα μέσα της δεκαετίας του 2000 (ή 8-10% της προσωπικής καταναλωτικής δαπάνης). Ανάλογη εκρηκτική άνθηση γνώρισε ο στεγαστικός τομέας και στην Ισπανία, τη Γαλλία και την Αυστραλία, αλλά οι ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο κατέχουν τα πρωτεία όσον αφορά την εξάρτησή τους από τη χρηματοδότηση χρέους (debt financing). Στα τέλη του 2007, το χρέος των νοικο-

κυριών στο Ηνωμένο Βασίλειο έφτασε το 177% του διαθέσιμου εισοδήματος, ενώ το χρέος του ενυπόθηκου δανεισμού το 132%. Ο Martin Wolf έγραψε στους *Financial Times* τον Σεπτέμβριο του 2008 ότι οι νομισματικές αρχές των Ηνωμένων Πολιτειών και της Βρετανίας μετέτρεψαν τον πληθυσμό των χωρών τους σε «υπερχρεωμένους κερδοσκόπους επί ενός πάγιου στοιχείου του ενεργητικού».<sup>8</sup> Η παρατήρηση του Wolf φαίνεται να ενισχύεται περαιτέρω από το γεγονός ότι ο λόγος των νέων κατασκευών προς τις πωλήσεις κατοικιών μειώθηκε από 50% περίπου την περίοδο 1999-2000 σε ποσοστό κατά τι ανώτερο του 20% την περίοδο 2007-2008. Αυτό σημαίνει ότι οι περισσότεροι αγοραστές κατοικιών προτίμησαν να προβούν σε αγοραπωλησίες τίτλων σε σχέση με υφιστάμενες ιδιοκτησίες αντί να επενδύσουν σε νέες.

Την περίοδο 2005-6 η αγορά ακινήτων δέχτηκε τα εξής δύο πλήγματα: από τη μια, αυξήθηκε το κόστος δανεισμού και, από την άλλη, μειώθηκαν οι τιμές των ακινήτων. Από τον Ιούνιο του 2004 ως τον Ιούλιο του 2006 η Fed, έχοντας ως στόχο τη μείωση του πληθωρισμού και την επαναφορά των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων σε πιο φυσιολογικά επίπεδα, αύξησε τα επιτόκια βραχυπρόθεσμου διατραπεζικού δανεισμού από 1% σε 5,25% – αύξηση που διατήρησε ως και τον Αύγουστο του 2007. Στις ΗΠΑ οι τιμές στην αγορά ακινήτων έχουν έως σήμερα μειωθεί κατά 33% από το 2006, ενώ προβλέπεται ότι θα υπάρξει περαιτέρω μείωση της τάξης του 4% πριν οι τιμές υποχωρήσουν στο χαμηλότερο φετινό ποσοστό τους. Μειώσεις μικρότερου μεγέθους έχουν καταγραφεί στο σύνολο των προηγμένων χωρών. Τον Αύγουστο του 2007 καταγράφηκε αδυναμία πληρωμής για το 16% των ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου με κυμαινόμενο επιτόκιο. Οι ζημιές από τα δάνεια υψηλού κινδύνου το 2007 ήταν «η σφαίρα που έπληξε θανάσιμα τις τράπεζες».<sup>9</sup> Κατέστρεψαν τα ισχύοντα έως τότε μοντέλα διαχείρισης κινδύνου. Ο David Viniar, οικονομικός διευθυντής της πιο επιτυχημένης επενδυτικής τράπεζας της Wall Street, της Goldman Sachs, δήλωσε στους *Financial Times* τον Αύγουστο του 2007 ότι η ομάδα του «κατέγραψε πράγματα που εμφάνιζαν είκοσι πέντε τυπικές αποκλίσεις πάνω από τον μέσο όρο και μάλιστα επί αρκετές μέρες στη σειρά»<sup>10</sup> ή, με άλλα λόγια, συμβάντα που σύμφωνα με τα μοντέλα τους μπορούσαν να λάβουν χώρα κάθε δέκα<sup>140</sup> χρόνια. Ο παραλογισμός της δήλωσης αυτής αποτυπώθηκε στον υπολογισμό του Jon Danielsson

ότι οι απώλειες που υπέστη η Goldman Sachs επί αρκετές συνεχόμενες μέρες ήταν ανάλογες με εκείνες που σύμφωνα με τα υπάρχοντα μοντέλα συμβαίνουν μία φορά κάθε δεκατέσσερα σύμπαντα.<sup>11</sup> Με πιο πεζούς όρους θα λέγαμε επίσης ότι η Moody's, ο αμερικανικός οίκος αξιολόγησης της δανειοληπτικής ικανότητας, αξιολόγησε λανθασμένα με τρία A- χρηματοοικονομικά μέσα αξίας δισεκατομμυρίων δολαρίων λόγω ενός σφάλματος κωδικοποίησης στα μοντέλα της.<sup>12</sup>

### *Χρηματοοικονομική καινοτομία*

Καθώς η ραγδαία στεγαστική άνθηση οικοδομήθηκε στην τιτλοποίηση (securitization), αυτή αποτέλεσε το μέσο για τη διείσδυση των ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου στο παγκόσμιο τραπεζικό σύστημα. Η τιτλοποίηση είναι η διαδικασία κατά την οποία οι απαιτήσεις από ενυπόθηκα δάνεια ανακατεύονται και μετατρέπονται σε τίτλους διαχωρισμένους σε μερίδια (tranches) διαφορετικού κινδύνου που μπορούν να πουληθούν από την εκδότρια τράπεζα. Επειδή τα tranches υψηλότερου κινδύνου αποτελούσαν μικρό μονάχα ποσοστό επί του συνόλου, οι κίνδυνοι του δανεισμού χρημάτων σε δανειολήπτες υψηλής αφερεγγυότητας μπορούσαν να εξαπλωθούν ευρέως. Ωστόσο, καθώς τα παράγωγα αυτά αποτελούσαν αντικείμενο εξωχρηματιστηριακής εμπορίας –καθότι οι συναλλαγές δεν γίνονταν μέσω ενός κεντρικού χρηματιστηριακού οργάνου–, κανένας δεν ήξερε ούτε πόσος κίνδυνος αποτελούσε αντικείμενο εμπορίας ούτε πώς θα μπορούσε αυτός να αντισταθμιστεί. Τα δελεαστικά αλλά τοξικά αυτά δολώματα, συνοδευόμενα από τις εγγυήσεις που παρείχε η αξιολόγηση της πιστοληπτικής τους ικανότητας στη βαθμίδα «investment grade» (δηλαδή από την βαθμίδα BBB και άνω) και έχοντας τη διασφάλιση των συμβολαίων ανταλλαγής πιστωτικής αθέτησης (credit default swaps), έγιναν ανάρπαστα από τους επενδυτές σε ολόκληρο τον κόσμο που αδημονούσαν η προσδοκώμενη «άνοδος των αποδόσεων» να αντισταθμίσει τις μειωμένες αποδόσεις των κρατικών ομολόγων, καθώς τα επιτόκια στα κρατικά ομόλογα βρίσκονταν στα ιστορικά κατώτερα επίπεδά τους. Η μεγάλη εμπορευσιμότητά τους αύξησε δυσθεώρητα τις δυνατότητες μόχλευσης –ή δανεισμού– των κατόχων τους, οδηγώντας σε άμεση αύξηση του χρέους.

Η τιτλοποίηση των ενυπόθηκων δανείων δεν ήταν πρωτόγνωρο φαινόμενο· οι εκρηκτικές ωστόσο διαστάσεις που έλαβε μετά το 2000 αποτελούσε απόρροια τριών απορρυθμιστικών πολιτικών αποφάσεων: (α) της άρσης το 1999 της Πράξης Glass-Steagal του 1933, που απαγόρευε στις τράπεζες λιανικής να επιδίδονται σε επενδυτικές δραστηριότητες όπως η αναδοχή (underwriting) και η πώληση χρεογράφων, (β) της απόφασης της κυβέρνησης Clinton να μη θέσει περιορισμούς στα συμβόλαια ανταλλαγής πιστωτικής αθέτησης, και (γ) της απόφασης που έλαβε το 2004 η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των ΗΠΑ (US Securities and Exchange Commission) να επιτρέψει στις τράπεζες να αυξήσουν το δείκτη μόχλευσης ή κεφαλαιακής εξάρτησής τους (leverage ratio) –το λόγο του συνόλου του παθητικού προς τα ίδια κεφάλαια ή την καθαρή θέση– από 10:1 σε 30:1. Οι συμφωνίες της Βασιλείας του 1992 και του 2004 επιδίωξαν να ελέγξουν τις συνέπειες της χρηματοοικονομικής απορρύθμισης θεσπίζοντας ένα μέγιστο καθορισμένο όριο για το δείκτη μόχλευσης των μεγάλων παγκόσμιων τραπεζών. Ωστόσο, καθώς δεν οριζόταν με σαφήνεια τι αποτελεί «κεφάλαιο» και τι «στοιχείο του ενεργητικού», οι τράπεζες είχαν τη δυνατότητα να «εκμεταλλευτούν» την ασάφεια αυτή στο κανονιστικό πλαίσιο προκειμένου να διογκώσουν τα ίδια κεφάλαιά τους για να συμπεριλάβουν τίτλους διασφαλισμένους με ενυπόθηκα δάνεια (mortgage-backed securities). Αυτό αποσαφηνίζει τους λόγους για τους οποίους «οι τράπεζες βρέθηκαν να έχουν τεράστια ποσά χρέους διασφαλισμένου με ενυπόθηκα δάνεια όταν σκοπός της τιτλοποίησης –της μετατροπής δηλαδή των στοιχείων του ενεργητικού τους σε τίτλους– είναι να καταστήσει δυνατή την πώληση δανείων».<sup>13</sup> Σύμφωνα με εκτιμήσεις του ΔΝΤ, οι παγκόσμιες τράπεζες θα καταγράψουν απομείωση της αξίας των περιουσιακών τους στοιχείων της τάξης των 2,8 τρισ. δολαρίων. Η απομείωση αυτή εκτιμάται ότι για τις τράπεζες των ΗΠΑ θα ανέλθει σε 1,025 δισ. δολάρια, για αυτές του Ηνωμένου Βασιλείου σε 604 δισ. δολάρια, ενώ για τις τράπεζες της ζώνης του ευρώ σε 814 δισ. δολάρια.

Ποτέ άλλοτε στη χρηματοοικονομική ιστορία, η αγορά δεν πραγματώσε σε τόσο μεγάλο βαθμό τα όνειρα για άμεση απόκτηση πλούτου. Ωστόσο, η εξάρτηση αυτού του σαθρού εκ βάθρων οικοδομήματος από τη συνεχή αύξηση των τιμών στην αγορά ακινήτων δεν κατέ-

στη εμφανής παρά σε σπάνιες μόνο περιπτώσεις. Αν η αγορά ακινήτων άρχιζε να παρουσιάζει καθοδική πορεία, οι συγκεκριμένοι τίτλοι θα μετατρέπονταν, όπως προέβλεψε ο Warren Buffett το 2002, σε «χρηματοοικονομικά όπλα μαζικής καταστροφής». <sup>14</sup>

### *Η τραπεζική πίστη και η χρηματοοικονομική καταβαράθρωση*

Οι πιο αδύναμες τράπεζες –όσες δηλαδή βασίζονταν σε μεγαλύτερο βαθμό σε βραχυπρόθεσμα αμοιβαία κεφάλαια της χρηματαγοράς (money-market funding) για να χρηματοδοτήσουν τη δανειοδότησή τους– ήταν οι πρώτες που άρχισαν να αντιμετωπίζουν δυσκολίες. Τον Αύγουστο του 2007, η BNP Paribas, η μεγαλύτερη τράπεζα της Γαλλίας, αναγκάστηκε να αναστείλει προσωρινά την εξόφληση μεριδίων σε τρία από τα επενδυτικά της ταμεία, αποδίδοντας την ευθύνη γι' αυτό στην «ολοκληρωτική έλλειψη ρευστότητας σε συγκεκριμένα τμήματα της αγοράς τιτλοποίησης των ΗΠΑ». Όταν στις 13 Σεπτεμβρίου 2007, η βρετανική τράπεζα Northern Rock, που είχε χορηγήσει στεγαστικά δάνεια αξίας μέχρι και 125% της αξίας των ακινήτων και το 60% της συνολικής δανειοδοτικής δραστηριότητάς της χρηματοδοτούνταν από βραχυπρόθεσμο δανεισμό, ζήτησε επείγοντως υποστήριξη από την Τράπεζα της Αγγλίας, υπήρξε μαζική ανάληψη καταθέσεων – η πρώτη που συνέβη σε βρετανική τράπεζα έπειτα από έναν αιώνα και πλέον. Η εθνικοποίηση, τελικά, της Northern Rock –η πρώτη εθνικοποίηση βρετανικής τράπεζας από τη δεκαετία του 1970– στις 17 Φεβρουαρίου 2008 κόστισε στο βρετανικό δημόσιο 100 δισ. στερλίνες. Στις 8 Μαρτίου 2008, η πέμπτη μεγαλύτερη επενδυτική τράπεζα των ΗΠΑ, η Bear Stearns, που είχε προβεί σε τεράστιες επενδύσεις στην αγορά ενυπόθηκων δανείων χαμηλής φερεγγυότητας, πωλήθηκε, σχεδόν πριν από το χείλος της χρεοκοπίας, στην JP Morgan Chase στην εξευτελιστική τιμή του 1,2 δισ. δολαρίων. Για το δάνειο που η Fed χορήγησε στην Bear Stearns, η τράπεζα εγγυήθηκε με μέρος των –μη ρευστοποιήσιμων πλέον– διασφαλισμένων με ενυπόθηκα δάνεια τίτλων της, έτσι ώστε να μην υποχρεωθεί να τους διαθέσει στην έντονα πτωτική αγορά. Οι κυβερνήσεις σε παγκόσμιο επίπεδο επιδόθηκαν στο μακρύ και επίπονο έργο να διασώσουν από την κατάρρευση τόσο τα τραπεζικά τους συστήματα όσο και τις παραπαίουσες οικονομίες τους.

Το δίμηνο Σεπτεμβρίου-Οκτωβρίου του ίδιου έτους η χρηματοοικονομική κρίση έλαβε κυριολεκτικά διαστάσεις πανικού. Πρώτα πανικοβλήθηκαν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που οδηγήθηκαν σε δέσμευση ρευστότητας, ενώ στη συνέχεια η πλημμυρίδα των δυσάρεστων ειδήσεων έφερε στην ίδια θέση και τους μεμονωμένους επενδυτές. Το τέταρτο τρίμηνο του 2008, όλα τα μεγάλα ονόματα από το χώρο της επενδυτικής τραπεζικής άρχισαν να καταρρέουν. Στις 7 Σεπτεμβρίου η κυβέρνηση των ΗΠΑ έθεσε, μετά τη ραγδαία πτώση της τιμής των μετοχών τους, την Fae Mae, καθώς και την ομόλογη εταιρεία ενυπόθηκου δανεισμού, την Freddie Mac, υπό κρατική κηδεμονία ή υπό κρατική ιδιοκτησία, ενώ εγγυήθηκε χρέη ύψους 12.000 δισ. δολαρίων. Στις 15 Σεπτεμβρίου η κυβέρνηση δεν έκανε τίποτε για να αποτρέψει τη χρεοκοπία μιας από τις πιο γνωστές ιδιωτικές τράπεζες επενδύσεων στη Wall Street, της Lehman Brothers, οι οφειλές της οποίας ανέρχονταν σε 600 δισ. δολάρια. Πρόκειται για τη μεγαλύτερη εταιρική χρεοκοπία στην ιστορία των ΗΠΑ. Από πολλούς εκφράστηκε η άποψη ότι εκείνο που εμπόδιζε την πορεία της εταιρείας προς τη χρεοκοπία ήταν η αποτυχία της κυβέρνησης των ΗΠΑ να διασώσει την εταιρεία. Η Merrill Lynch, προκειμένου να αποφύγει ανάλογη κατάληξη, πωλήθηκε στην Bank of America. Την επομένη της χρεοκοπίας της Lehman Brothers, η αμερικανική κυβέρνηση ανακοίνωσε την εξαγορά –έναντι δανείου 85 δισ. δολαρίων– του 79,9% της AIG, της μεγαλύτερης ασφαλιστικής εταιρείας παγκοσμίως στο πεδίο της παροχής ασφαλιστικής κάλυψης σε χρηματοπιστωτικά μέσα (issuer of financial insurance), η μετοχή της οποίας είχε σημειώσει ραγδαία πτώση χάνοντας το 95% της αξίας της. Στις 21 Σεπτεμβρίου η Goldman Sachs, η μεγαλύτερη επενδυτική τράπεζα παγκοσμίως, και η Morgan Stanley μετέβαλαν το νομικό καθεστώς τους από επενδυτικές τράπεζες σε τράπεζες συμμετοχών (holding banks), μεταβολή που κατέστησε ευνοϊκότερους τους όρους δανεισμού τους από τη Fed μέσω της θυρίδας προεξοφλήσεων (discount window), θέτοντάς τις υπό μεγαλύτερο κρατικό έλεγχο. Στις 25 Σεπτεμβρίου ανακοινώθηκε η χρεοκοπία της Washington Mutual που τέθηκε υπό διαχειριστικό έλεγχο ύστερα από τις μαζικές αναλήψεις ύψους 16,7 δισ. δολαρίων από την πλευρά των πελατών της.

Πόσο κοντά στην κατάρρευση ήταν το αμερικανικό τραπεζικό σύστημα; Ο δημοκρατικός Paul Kanjorski (μέλος του Κογκρέσου από

την Πενσυλβάνια και πρόεδρος της Υποεπιτροπής Κεφαλαιαγοράς [Capital Markets Subcommittee] σε τηλεοπτική εμφάνισή του πρόσβη σε μια μελοδραματική περιγραφή της όλης κατάστασης, υποστηρίζοντας ότι οι αμερικανικές τράπεζες βρίσκονται προ των πυλών της χρεοκοπίας, ακολουθώντας το παράδειγμα της Lehman Brothers. Ο Kanjorski ισχυρίστηκε ότι αυτή η περιγραφή της κατάστασης δεν αποτελούσε παρά αναπαραγωγή όσων του είπαν ο Henry Paulson, Υπουργός Οικονομικών, και ο Ben Bernanke, πρόεδρος της Fed:

Την Πέμπτη [18 Σεπτεμβρίου], στις 11 π.μ. η Fed επισήμανε μια τρομακτική ανάληψη χρημάτων από λογαριασμούς των χρηματαγορών στις ΗΠΑ: [χρήματα] ύψους 550 δισ. δολαρίων αναλήφθηκαν σε διάστημα μίας ή δύο ωρών. Το Υπουργείο Οικονομικών τροφοδότησε το σύστημα με 105 δισ. δολάρια, ωστόσο γρήγορα κατάλαβε ότι αυτά δεν ήταν αρκετά για να αναχαιπιστεί το επερχόμενο παλιρροϊκό κύμα. Ήταν η αρχή μιας μαζικής ηλεκτρονικής ανάληψης καταθέσεων από τους τραπεζικούς λογαριασμούς. Αποφασίστηκε άμεσα να διακοπεί η λειτουργία του συστήματος, να παγώσουν οι τραπεζικοί λογαριασμοί, ενώ ανακοινώθηκε ότι παρέχεται εγγύηση 250.000 δολαρίων ανά λογαριασμό για την αποφυγή περαιτέρω πανικού.

Αν δεν είχαν γίνει αυτές οι ενέργειες, εκτιμάται ότι μέχρι τις 2 το απόγευμα της ίδιας μέρας 5,5 τρισ. δολάρια θα είχαν αποσυρθεί από τις χρηματαγορές των ΗΠΑ, γεγονός που θα είχε οδηγήσει στην άμεση κατάρρευση ολόκληρης της αμερικανικής οικονομίας και στην κατάρρευση της παγκόσμιας οικονομίας κατά το επόμενο 24ωρο. Θα ήταν το τέλος του οικονομικού μας συστήματος και του πολιτικού μας συστήματος όπως το γνωρίζουμε μέχρι σήμερα.<sup>15</sup>

Παρά τις υπερβολές που μπορεί να χαρακτηρίζουν τις επιμέρους λεπτομέρειες της παραπάνω περιγραφής, είναι αναμφισβήτητος ο πανικός που κατέλαβε το Υπουργείο Οικονομικών και τη Fed εξαιτίας της χρεοκοπίας της Lehman. Δίχως ένα συνολικό σχέδιο διάσωσης «μπορεί να μην έχουμε οικονομία τη Δευτέρα» υποστήριξε την Πέμπτη 18 Σεπτεμβρίου ο Bernanke, πρόεδρος της Fed.<sup>16</sup> Ο Marvin King, πρόεδρος της Bank of England, διακήρυξε ότι «Ποτέ άλλοτε με-

τά την έναρξη του Α΄ Παγκοσμίου Πολέμου το τραπεζικό μας σύστημα δεν έχει βρεθεί τόσο κοντά στη χρεοκοπία». <sup>17</sup> (Για την κρίση του 1914, βλ. Κεφ. 3.)

Το πρώτο πακέτο διάσωσης του αμερικανικού τραπεζικού συστήματος σε εθνική κλίμακα ήρθε στις 25 Σεπτεμβρίου, όταν ο Υπουργός Οικονομικών Paulson ανακοίνωσε την εφαρμογή ενός κρατικού προγράμματος διάσωσης ύψους 700 δισ. δολαρίων, του λεγόμενου Προγράμματος Ανακούφισης Προβληματικών Χρεογράφων (Troubled Asset Relief Programme [TARP]) που προέβλεπε την αγορά τοξικών τίτλων από τις τράπεζες· επιπροσθέτως, η Fed υποσχέθηκε να διαθέσει και άλλα 600 δισ. δολάρια για τον ίδιο σκοπό. Παρ' όλα αυτά, οι χρεοκοπίες έρχονταν η μία μετά την άλλη: Wachovia, Pentagon Capital Management, Peloton Partners, Drake, Andor Capital Management Sowod, GO Capital, Redkite, RAB Capital PLC.

Η βρετανική επενδυτική τραπεζική δέχτηκε την ίδια περίοδο ένα θανάσιμο σχεδόν πλήγμα. Στις 17 Σεπτεμβρίου 2008 η Lloyd TSB ανακοίνωσε την εξαγορά της απειλούμενης με χρεοκοπία HBOS (Halifax Bank of Scotland) έναντι του ποσού των 12 δισ. στερλινών. Τα ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια υψηλού κινδύνου κατείχαν υπερβολικά μεγάλο μέρος του χαρτοφυλακίου της HBOS, ενώ μόνο κατά το 58% χρηματοδοτούνταν από τις καταθέσεις. Η τιμή εξαγοράς που πρόσφερε η Lloyd ήταν 2,32 στερλίνες ανά μετοχή, ενώ μόλις ένα χρόνο πριν η τιμή της μετοχής ανερχόταν στις 10 στερλίνες. Διαμεσολαβητής στη μεγαλύτερη αυτή συγχώνευση στην ιστορία του βρετανικού τραπεζικού τομέα λέγεται ότι ήταν ο ίδιος ο πρωθυπουργός Gordon Brown, που αφήφισε τους κανόνες του ανταγωνισμού. (Η συγχώνευση επικυρώθηκε επίσημα στις 12 Ιανουαρίου 2009). Στον όμιλο που δημιουργήθηκε από τη συγχώνευση απέμεινε το 28% της βρετανικής αγοράς ενυπόθηκων δανείων και το 1/3 των τρεχούμενων λογαριασμών. Ο σκανδαλοθηρικός βρετανικός τύπος, που άρχισε πλέον να «κραυγάζει για αίμα», απαίτησε η Royal Bank of Scotland να ακυρώσει τα συμβόλαια χορηγίας που είχε συνάψει με επώνυμα πρόσωπα, μεταξύ των οποίων ο σκοτσέζος τενίστας Andy Murray. Στις 29 Σεπτεμβρίου, η Bradford & Bingley –μια «αποαμοιβαιοποιημένη» (demutualized) πρώην στεγαστική εταιρεία κτηματικής πίστης– η οποία είχε το μεγαλύτερο μερίδιο στην αγορά ακινήτων που αγορά-

ζονται προς ενοικίαση (buy-to-let market), εθνικοποιήθηκε έναντι του ποσού των 41,3 δισ. στερλινών, ενώ το δίκτυο υποκαταστημάτων της πουλήθηκε στην ισπανική τράπεζα Santander.

Τα μέτρα που εφάρμοσαν η Βρετανία και άλλες χώρες για την αντιμετώπιση της κρίσης ακολούθησαν τα αμερικανικά πρότυπα. Στις 8 Οκτωβρίου η βρετανική κυβέρνηση ανακοίνωσε ότι κατέβαλε 37 δισ. στερλίνες για την αγορά «προνομιούχων μετοχών» (preference shares) –μετοχών που προηγούνται στην είσπραξη του μερίσματος τους έναντι των κοινών μετοχών και η κατοχή τους δεν συνοδεύεται από δικαίωμα ψήφου– των τραπεζών που αντιμετώπιζαν προβλήματα. Εκτός από το 70% της Northern Rock, στο βρετανικό δημόσιο ανήκει και το 43% του νέου ομίλου Lloyds Banking Group, το 58% της Royal Bank of Scotland. Οι κυβερνήσεις της Ισλανδίας, της Γερμανίας και των χωρών της Μπενελούξ ανακοίνωσαν τον Σεπτέμβριο του ίδιου έτους προγράμματα μερικής διάσωσης του τραπεζικού τους συστήματος. Τον Οκτώβριο, οι κεντρικές τράπεζες στις ΗΠΑ, το Ηνωμένο Βασίλειο, την ΕΕ, τη Σουηδία, την Ελβετία και τον Καναδά μείωσαν τα επιτόκια κατά 0,5%, ενώ στην Κίνα κατά 0,27%, σε μια συντονισμένη προσπάθεια να καταστήσουν ευνοϊκότερους τους όρους χρηματοδότησης. Επίσης στην Ισλανδία και το Πακιστάν χορηγήθηκαν δάνεια από το ΔΝΤ.

Κοινή συνισταμένη σε όλες αυτές τις περιπτώσεις ήταν η κατάρρευση που επήλθε στο ενεργητικό των ισολογισμών των τραπεζών. Οι τράπεζες πάντοτε δανείζονταν βραχυπρόθεσμα και δάνειζαν μακροπρόθεσμα. Η απορρύθμιση που χαρακτήρισε τον τραπεζικό τομέα παγκοσμίως –ιδιαίτερα η άρση της πράξης Glass-Steagall– επέτρεψε στις εμπορικές τράπεζες να γίνουν και επενδυτικές. Αυτές, εκτός από το να επενδύουν τα χρήματα των καταθετών τους, πραγματοποίησαν άκρως μοχλευμένες κερδοσκοπικές επενδύσεις σε νεοδημιουργηθέντες τίτλους, ενώ η πίστη τους στα μοντέλα διαχείρισης κινδύνων έφτασε στα όρια της ύβρης. Καθώς οι ιδιοκτήτες ακινήτων άρχισαν να αθετούν τις υποχρεώσεις αποπληρωμής των δανείων τους, οι επενδύσεις κατέστησαν μη ευχερώς ρευστοποιήσιμες και ο τραπεζικός δανεισμός από τη χονδρική –ή διατραπεζική– χρηματαγορά αποσκοπούσε στην εξόφληση ή την αναχρηματοδότησή τους. Οι τράπεζες αντιμετώπιζαν όλο και περισσότερες δυσκολίες να συγκε-

ντρώσουν φρέσκο χρήμα από άλλες τράπεζες. Το πάγωμα των πιστώσεων επεκτάθηκε από την αγορά χονδρικής στη λιανική: από τους τράπεζες στους πελάτες τους. Όλα αυτά αποτέλεσαν το σκηνικό για την επερχόμενη τυπική καθοδική μετακύλιση της τραπεζικής κατάρρευσης στην αγορά εμπορευμάτων και τη χρηματιστηριακή αγορά, καθώς και για την κάμψη στην πραγματική οικονομία.

Μέχρι περίπου και τα μέσα του 2008 οι αναδυόμενες αγορές έβλεπαν με αρκετή δόση χαιρεκακίας τους κολοσσούς της παγκόσμιας οικονομίας να παραπαίουν. Οι τράπεζες στη Ρωσία, την Κίνα, τη Μέση Ανατολή, αλλά ακόμη και στην Ιαπωνία, ήταν λιγότερο εκτεθειμένες σε τοξικούς τίτλους και προσέβλεπαν στην περαιτέρω μετακίνηση της οικονομικής δύναμης σε παγκόσμιο επίπεδο προς όφελός τους, καθώς τα κρατικά κεφάλαιά τους εκμεταλλεύτηκαν την ευκαιρία να αγοράσουν δυτικές τράπεζες σε εξευτελιστικές τιμές. Στο δεύτερο εξάμηνο του 2008, η αυτοπεποίθηση αυτή άρχισε να εξανεμίζεται, καθώς οι τιμές των αγαθών και οι εξαγωγικές αγορές τις συμπάρέρυραν στη δί-νη της κρίσης.