

Πώς ξεκίνησε και πώς θα λήξει η χρηματοπιστωτική κρίση

Της Μιραντας Ξαφα*

Η χρηματοπιστωτική αναταραχή που ξεκίνησε πέρυσι έχει μπει σε μια νέα, πιο σοβαρή, φάση. Το αρχικό σοκ που ξεκίνησε από τα επισφαλή στεγαστικά δάνεια στην Αμερική άρχισε να επηρεάζει τις αγορές χρήματος των αναπτυσσόμενων χωρών τον Αύγουστο του 2007. Παρά τις προσπάθειες εξομάλυνσης των χρηματαγορών με την παροχή ρευστότητας από τις κεντρικές τράπεζες, τα τραπεζικά επιτόκια παρέμειναν σε υψηλά επίπεδα λόγω της αύξησης του πιστωτικού κινδύνου. Ο αυξανόμενος όγκος επισφαλών στεγαστικών δανείων είχε ως αποτέλεσμα την απώλεια εμπιστοσύνης των επενδυτών σε μια ευρεία γκάμα σύνθετων τιτλοποιημένων προϊόντων και άλλων παραγώγων μεταφοράς κινδύνου. Η πολυπλοκότητα και η έλλειψη διαφάνειας αυτών των δομημένων προϊόντων έκανε την αξία τους δύσκολο να εκτιμηθεί, με αποτέλεσμα την απώλεια εμπιστοσύνης της αγοράς στις ανακοινώσεις των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων ως προς την κερδοφορία τους.

Επί πλέον, η «μόχλευση» (leverage) των ιδίων κεφαλαίων με δανειακά κεφάλαια πολλαπλασιάζει το ρίσκο και τις ζημιές, ιδιαίτερα αν τα δανειακά κεφάλαια είναι βραχυπρόθεσμα, ενώ οι επενδύσεις είναι σε σύνθετα προϊόντα μειωμένης ρευστότητας. Η μόχλευση και η έλλειψη ρευστότητας είναι τα δύο κατ' εξοχήν στοιχεία των «συστημικών» κρίσεων και αποτελούν τα κύρια χαρακτηριστικά της σημερινής κρίσης. Η αβεβαιότητα οδηγεί σε μία γενικευμένη συμπεριφορά περιορισμού των απωλειών (stop-loss) από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και τους επενδυτές, που εντείνει την πτωτική πορεία των αγορών. Η αναταραχή στις αγορές μεταδίδεται στην οικονομία, καθώς τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, μην μπορώντας να αντλήσουν νέα κεφάλαια σε μια πτωτική αγορά, μειώνουν την παροχή νέων πιστώσεων ώστε να διατηρήσουν επάρκεια κεφαλαίων. Το επενδυτικό κοινό περιμένει γρήγορες λύσεις, αλλά η κρίση που διανύουμε είναι τόσο βαθιά, αλλά και πρωτόγνωρη, που θα πάρει χρόνο να ξεπεραστεί. Το πρωτόγνωρο στοιχείο είναι ότι αυτή είναι η πρώτη παγκόσμια χρηματο-οικονομική κρίση στις τιτλοποιημένες διεθνείς κεφαλαιαγορές, όπου τα ρίσκα κατανέμονται σε ένα ευρύ φάσμα επενδυτών (τράπεζες, συνταξιοδοτικά ταμεία, αμοιβαία, ασφαλιστικές εταιρείες) και κανείς δεν ξέρει ποιος έχει πόσο και ποιο ρίσκο (σκεφτείτε το παιχνίδι «εδώ παπάζ, εκεί παπάζ»).

Παρά το γεγονός ότι οι ελληνικές τράπεζες δεν είναι εκτεθειμένες σε παράγωγα προϊόντα υψηλού ρίσκου, επηρεάζονται από την κρίση λόγω της αύξησης του κόστους χρηματοδότησής τους. Ο λόγος των δανείων προς τις καταθέσεις είναι 1,2, δηλαδή οι καταθέσεις καλύπτουν μόνο ένα τμήμα των τραπεζικών δανείων και άλλων στοιχείων του ενεργητικού, ενώ το υπόλοιπο πρέπει να αντληθεί από τις διεθνείς αγορές. Το πιθανότερο σενάριο είναι ότι το κόστος χρηματοδότησης των ελληνικών τραπεζών θα παραμείνει υψηλό, ενώ ο ρυθμός ανάπτυξης των γειτονικών χωρών στις οποίες δραστηριοποιούνται θα μειωθεί σημαντικά. Το ενδεχόμενο αυτό υπογραμμίζει την ανάγκη περιορισμού των κινδύνων που αναλαμβάνουν τόσο από τις

δραστηριότητές τους στην εγχώρια αγορά όσο και από την επέκτασή τους στις γειτονικές χώρες. Οι ραγδαίες εξελίξεις στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές τις τελευταίες εβδομάδες αλλάζουν ριζικά το τραπεζικό τοπίο στην Αμερική. Τη διάσωση της Bear Stearns τον Μάρτιο ακολούθησε η πρόσφατη χρεοκοπία της Lehman, η συγχώνευση της Merrill Lynch με την Bank of America, και η διάσωση του μεγαλύτερου ασφαλιστικού ομίλου του κόσμου AIG και των δύο μεγάλων εταιρειών - εγγυητών στεγαστικών δανείων Freddie και Fannie με χρήματα των φορολογουμένων. Ακόμη και η διάσωση αυτών των κολοσσών όμως δεν έπεισε τους επενδυτές ότι το χρηματοπιστωτικό σύστημα βρίσκεται εκτός κινδύνου. Οι δύο μόνες επενδυτικές τράπεζες που απέμειναν, Goldman Sachs και Morgan Stanley, είδαν τις μετοχές τους να γκρεμίζονται παρά τα σχετικά καλά αποτελέσματα που ανακοίνωσαν. Και αυτό διότι, πέρα από το υψηλό κόστος χρηματοδότησης που αντιμετωπίζουν, υπάρχει φόβος χρεοκοπίας των αντισυμβαλλόμενων πιστωτικών ιδρυμάτων που τους έχουν πουλήσει «προστασία» από πιστωτικούς κινδύνους με παράγωγα προϊόντα (credit default swaps). Είναι πιθανό οι δύο επενδυτικές τράπεζες που απομένουν να συγχωνευτούν με κάποια τράπεζα με «βαθιές τσέπες» που θα τους εξασφαλίσει πρόσβαση σε φθηνή χρηματοδότηση μέσω καταθέσεων. Παρόμοιες συγχωνεύσεις θα συμβούν και στην Ευρώπη.

Οι εξελίξεις αυτές κλιμάκωσαν την πίεση στις πιστωτικές αγορές, οδηγώντας σε υπερδιπλασιασμό του διατραπεζικού επιτοκίου μιας ημέρας του δολαρίου (O/N LIBOR) στην αρχή της εβδομάδας, ενώ οι χρηματιστηριακές αγορές σημείωσαν μεγάλη πτώση. Η αβεβαιότητα που επικρατεί όσον αφορά την τύχη μεγάλων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων αποτελεί σημαντικό εμπόδιο στην άντληση κεφαλαίων, στην ανάκτηση της εμπιστοσύνης των επενδυτών και στην εξομάλυνση της λειτουργίας του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Για να ξεκαθαρίσει το τοπίο και να αποκατασταθεί η εμπιστοσύνη, χρειάζεται μια πιο συστηματική προσπάθεια επιμερισμού των ζημιών μεταξύ μετόχων, ομολογιούχων και φορολογουμένων. Εκεί αποβλέπει η διαφαινόμενη δημιουργία ενός κρατικού φορέα στην Αμερική (Resolution Trust) που θα απορροφήσει τα προβληματικά σύνθετα προϊόντα και παράγωγα επιβαρύνοντας το δημόσιο χρέος.

Μέχρι τώρα, η παγκόσμια οικονομική ανάπτυξη παρέμεινε σχετικά υψηλή. Η χρηματοοικονομική αναταραχή όμως επηρεάζει δυσμενώς τις προοπτικές για το 2009, καθώς η μείωση της χρηματοδότησης των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων έχει δυσμενείς επιπτώσεις στην οικονομική δραστηριότητα. Το ΔΝΤ προβλέπει ότι ο ρυθμός ανάπτυξης τόσο των αναπτυγμένων όσο και των αναδυόμενων αγορών θα επιβραδυνθεί και ο ρυθμός ανόδου του παγκόσμιου ΑΕΠ θα υποχωρήσει από 4% το 2008 σε 3½% το 2009, παραμένοντας πάντως υψηλός. Οι προβλέψεις αυτές μοιάζουν αισιόδοξες αν συνεχιστεί η κρίση, γι' αυτό και τα μάτια όλου του κόσμου είναι στραμμένα στις πρωτοβουλίες της αμερικανικής κυβέρνησης για την έξοδο από την κρίση.

* Η κ. Μιράντα Ξαφά είναι μέλος του διοικητικού συμβουλίου του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου.