

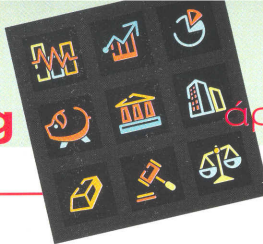
του ΓΚΙΚΑ Α. ΧΑΡΔΟΥΒΕΛΗ



**ΟΙ ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΤΡΑΠΕΖΕΣ
ΒΓΑΙΝΟΥΝ ΚΕΡΔΙΣΜΕΝΕΣ**

Η πιστωτική κρίση δεν έχει τελειώσει

Σήμερα υπάρχει έντονος προβληματισμός για τις επιπτώσεις στην αμερικανική και, δευτερευόντως, στην ευρωπαϊκή οικονομία από την αναμενόμενη μείωση της πιστωτικής επέκτασης το 2008, λόγω της κρίσης που ξεκίνησε τον περασμένο Ιούλιο στην αγορά στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου στις ΗΠΑ και των προβλημάτων που δημιουργεί στα πιστωτικά ιδρύματα. Πολλοί χρηματοοικονομικοί οργανισμοί αντιμετωπίζουν πρόβλημα όχι μόνο ρευστότητας, αλλά και κεφαλαιακής επάρκειας. Οι διαγραφές σε μεγάλες και γνωστές τράπεζες του εξωτερικού καθημερινά πολλαπλασιάζονται. Σήμερα εκτιμώνται να φτάσουν έως και τα 400 δισ. δολ. Φέρνουν πολλές τράπεζες σε απόγνωση και αναζήτηση αγοραστών-σωτήρων.



Αιτία της κρίσης ήταν η ανεύθυνη πολιτική πολλών τραπεζών στις Η.Π.Α., οι οποίες υπό την πίεση του ανταγωνισμού χορηγούσαν δάνεια σε νοικοκυριά με προβληματικό παρελθόν στην αποπληρωμή των δανείων

Το 2008 θα είναι μια ακόμα πιο δύσκολη χρονιά από το 2007, διότι τότε θα κληθούν οι τράπεζες να καθarisουν τους ισολογισμούς τους και να βρουν λύσεις διαρκείας. Η κρίση δεν θα τελειώσει με το πέρας των ανακοινώσεων των ισολογισμών και των αποτελεσμάτων του 2007, δηλαδή γύρω στο Φεβρουάριο του 2008, διότι οι αρχικές αποτιμήσεις των ίδιων των τραπεζών για την αξία των στοιχείων στους ισολογισμούς τους υπήρξαν αισιόδοξες. Δεν λάμβαναν υπόψη τους ούτε την επέκταση της κρίσης και την επίδραση στην τιμολόγηση πολλών στοιχείων του ενεργητικού, ούτε την αρνητική επίδραση στην πιστωτική επέκταση και στις οικονομίες, ούτε το γεγονός ότι οι εποπτικές αρχές θα γίνουν πιο αυστηρές. Στο επόμενο διάστημα ο δανεισμός αναμένεται να συρρικνωθεί, η ανάγκη επιπλέον κεφαλαίων στις τράπεζες να αυξηθεί, το κόστος κεφαλαίου να αυξηθεί – έχει ήδη αυξηθεί – και η οικονομική δραστηριότητα να πιεστεί καθοδικά.

Αιτίες κρίσης

Η κρίση ήρθε ως αποτέλεσμα της ταυτόχρονης συνύπαρξης τριών κύριων παραγόντων, η διάγνωση των οποίων οδηγεί και στα κατάλληλα μελλοντικά μέτρα πολιτικής:

(1) Πρώτη αιτία ήταν η ραγδαία αύξηση των τιμών των κατοικιών, η οποία πήρε διαστάσεις φούσκας σε πολλές περιοχές των Η.Π.Α. την τελευταία 3-ετία, και από το 2007 άρχισε μια αντίστροφη πορεία. Υπολογίζεται ότι σήμερα οι πραγματικές τιμές έχουν πέσει περίπου 40%, αν και αυτό δεν εμφανίζεται στους επίσημους δείκτες.

(2) Δεύτερη αιτία ήταν η ανεύθυνη πολιτική πολλών τραπεζών στις Η.Π.Α., οι οποίες υπό την πίεση του ανταγωνισμού χορηγούσαν δάνεια σε νοικοκυριά με προβληματικό παρελθόν στην αποπληρωμή των δανείων, έχοντας ως ασφαλιστική δικλίδα μόνο και μόνο τη

μελλοντική ανατίμηση της κατοικίας! Προφανώς, η ασφάλεια αυτή χάνεται όταν οι τιμές αντιστραφούν και ξεκινήσουν καθοδική πορεία. Πιο συγκεκριμένα, το ποσοστό των δανείων υψηλού κινδύνου ως ποσοστό των συνολικών στεγαστικών δανείων αυξήθηκε σταδιακά από 9% το 2003 σε περίπου 24% σήμερα (Διάγραμμα 1), καθώς ο αριθμός των νοικοκυριών που αντιμετώπιζαν πρόβλημα αποπληρωμής αυξάνονταν παράλληλα με την άνοδο των επιτοκίων και νέες τράπεζες έσπευδαν να δανείσουν σε κακοπληρωτές μιας άλλης τράπεζας. Σημειώνεται ότι από το 2003 έως τον Ιούνιο του 2006, τα επιτόκια παρέμβασης της Fed αυξήθηκαν σταδιακά από το 1% στο 5,25%.

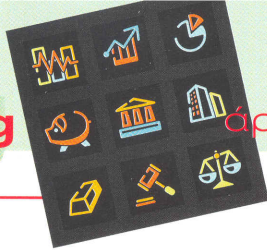
(3) Τρίτη αιτία ήταν η δυνατότητα των τραπεζών να ξεφορτώνονται το ρίσκο μέσω των τιτλοποιήσεων. Οι πολυπληθές τιτλοποιήσεις των στεγαστικών δανείων διαχωρίζαν το ρίσκο σε διαφορετικές βαθμίδες. Τους νέους τίτλους αγόραζαν επίδοχοι επενδυτές που θεωρούσαν την απόδοσή τους συμφέρουσα σε σχέση με το ρίσκο που αντιμετώπιζαν. Η διαδικασία αυτή είναι θεμιτή και παράγει οικονομική αξία εφόσον τηρούνται ορισμένα πλαίσια διαφάνειας. Αποδείχτηκε όμως εκ των υστέρων ότι η αδιαφάνεια και η απληστία υπερίσχυαν της σωστής πρακτικής (Πarenθετικά, το σκάνδαλο των δικών μας δομημένων ομολόγων εξηγείται ως κοινωνικό φαινόμενο στο πλαίσιο αυτό). Το ποσοστό των στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου που τιτλοποιήθηκαν αυξήθηκε δραματικά από 28% το 1995 σε περίπου 70% σήμερα. Τιτλοποιήθηκαν επίσης και άλλα στοιχεία υψηλού ρίσκου του ενεργητικού των τραπεζών και εκδόθηκαν τίτλοι commercial paper με βάση αυτά κ.λπ. Μάλιστα οι ίδιες οι επενδυτικές τράπεζες που «δημιουργούσαν» τους τίτλους αυτούς, διακρατούσαν και το κομμάτι με το μεγαλύτερο ρίσκο, το αποκαλούμενο «equity

portion». Έτσι, όταν η αγορά κατοικίας στις ΗΠΑ άρχισε να ξεφουσκώνει και οι μη-πληρωμές τοκοχρεολυσίων να πολλαπλασιαζόταν, οι πρώτοι τίτλοι που έχασαν την αξία τους ήταν αυτοί με τον υψηλότερο κίνδυνο. Με άλλα λόγια, οι τράπεζες έμειναν με τον «μουντζούρη» στο χέρι.

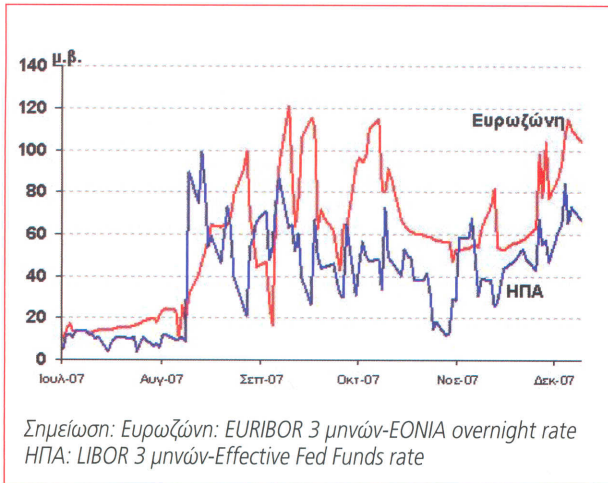
Έλλειψη εμπιστοσύνης

Το πρόβλημα έχει επεκταθεί σε όλο το παγκόσμιο τραπεζικό σύστημα. Καμία τράπεζα δεν εμπιστεύεται πλέον ούτε τις πρωτοκλασάτες τράπεζες του παρελθόντος. Κατά συνέπεια, η ρευστότητα στη διατραπεζική αγορά συρρικνώθηκε. Χρήματα υπάρχουν, αλλά απλώς κανείς δεν τα δανείζει πέραν της ημέρας. Η διαφορά ανάμεσα στα επιτόκια δανεισμού για τρεις μήνες και μία ημέρα έχει εκτοξευτεί σε ιστορικά υψηλά (Διάγραμμα 2). Η αύξηση αυτή επηρεάζει άμεσα τους καταναλωτές και τις επιχειρήσεις και στην Ευρώπη, προσθέτοντας μία περίπου ποσοστιαία μονάδα στο κόστος δανεισμού, καθώς οι τράπεζες συνδέουν πλέον το επιτόκιο των δανείων κυμαινόμενου επιτοκίου, όχι με το επιτόκιο παρέμβασης της ΕΚΤ ή των κρατικών βραχυπρόθεσμων εντόκων γραμματίων αλλά με το επιτόκιο της διατραπεζικής αγοράς, που είναι υψηλότερο και αντανακλά καλύτερα τον πιστωτικό κίνδυνο και το πραγματικό βραχυχρόνιο κόστος χρήματος. Τα υψηλότερα επιτόκια αναγκαστικά θα φέρουν και μειωμένους ρυθμούς ανάπτυξης, τουλάχιστον κατά μισή ποσοστιαία μονάδα.

Βεβαίως, τα διεθνή χρηματιστήρια φαίνεται να έχουν προεξοφλήσει το τέλος της κρίσης. Αυτό φαίνεται στο Διάγραμμα 3, ιδιαίτερα στο δείκτη των αναδυόμενων αγορών. Έχω πολλές αμφιβολίες για την ορθότητα της τιμολόγησης αυτής και θεωρώ ότι αποτελεί μια επιπρόσθετη πηγή κινδύνου για την ευρωπαϊκή



Διάγραμμα 2: Η επίπτωση της κρίσης των subprime στη διατραπεζική αγορά



Διάγραμμα 3: Χρηματιστηριακοί δείκτες στις ΗΠΑ, στην Ευρωζώνη και στις αναδυόμενες αγορές



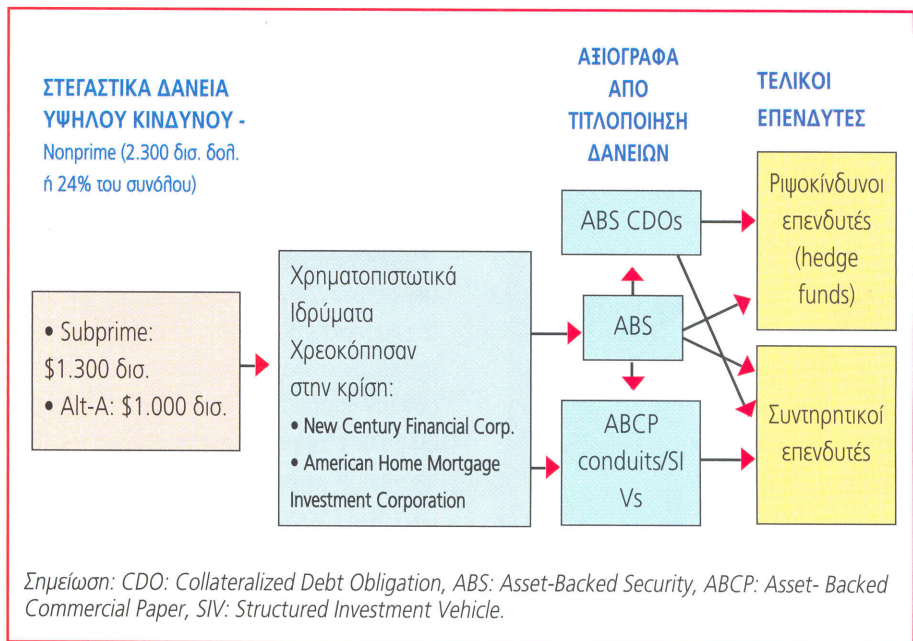
οικονομία, αφού εύκολα οι χρηματιστηριακές τιμές μπορούν να πέσουν δραστικά, μειώνοντας την αίσθηση πλούτου των νοικοκυριών και κατ' επέκταση ακόμα περισσότερο την κατανάλωση. Όσον αφορά την Ελλάδα, οι ελληνικές τράπεζες και οι ελληνικές επιχειρήσεις είναι «καθαρές» από άποψη επενδύσεων σε τίτλους υψηλού κινδύνου. Για τους λόγους αυτούς οι μετοχές τους διαφαίνεται να συγκεντρώνουν το ενδιαφέρον των διεθνών επενδυτών.

Παγκόσμια ρυθμιστικά μέτρα

Η κρίση, ως γνωστόν, έπιασε και τις εποπτικές αρχές στον ύπνο, αφού στο παρελθόν είχαν επικεντρωθεί αποκλειστικά στην παρακολούθηση των hedge funds ως πιθανή εστία κινδύνου, και αγνόησαν τους κινδύνους από τις τιτλοποιήσεις στοιχείων του ενεργητικού αμφιβόλου ποιότητας και όλα τα παράγωγα σχήματα με βάση τις τιτλοποιήσεις, τα οποία δημιουργούν αδιαφάνεια για τον κίνδυνο που αναλαμβάνει ο τελικός επενδυτής (Διάγραμμα 1). Σήμερα, οι κεντρικές τράπεζες παίρνουν μέτρα για την ενίσχυση της ρευστότητας και τον περιορισμό της εξάπλωσης της κρίσης. Όμως, υπάρχει ανάγκη να ληφθούν και τα κατάλληλα ρυθμιστικά μέτρα σε παγκόσμιο επίπεδο προκειμένου να προληφθεί μια παρόμοια πιστωτική κρίση στο μέλλον. Πιο συγκεκριμένα:

- Απαιτείται να ληφθούν μέτρα για τη διαφάνεια και την καλύτερη πληροφόρηση για τη

Διάγραμμα 1: Η κρίση της αγοράς στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου στις ΗΠΑ



δομή, τη σύνθεση και τους κινδύνους των σύνθετων χρηματοοικονομικών προϊόντων.

- Απαιτείται σε ορισμένες μεγάλες χώρες η θέσπιση καλύτερων κανονισμών σχετικά με την πολιτική που ακολουθούν οι τράπεζες στη χορήγηση δανείων.
- Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα πρέπει να δώσουν μεγαλύτερη βαρύτητα στη διαχείριση της ρευστότητας αλλά και στη μέτρηση του κινδύνου αγοράς.

Ιδιαίτερη σημασία πρέπει να δοθεί στη μεθοδολογία που χρησιμοποιούν οι οίκοι αξιολόγησης των επενδυτικών προϊόντων και

στους κανονισμούς που διέπουν τη λειτουργία τους. Οι αξιολογικοί οίκοι πρέπει να προσπαθήσουν να ανακτήσουν την αξιοπιστία τους, αποδεικνύοντας ότι είναι ανεξάρτητοι φορείς και ότι η διαδικασία αξιολόγησής τους είναι διαφανής και αξιόπιστη, κυρίως για τα σύνθετα δομημένα προϊόντα.

*** Ο Γκίκας Α. Χαρδουβέλης είναι Καθηγητής στο Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής του Πανεπιστημίου Πειραιώς και Οικονομικός Σύμβουλος του Ομίλου Eurobank EFG**