

Πλάτων Τήνιος

ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΤΗΣ ΑΣΦΑΛΙΣΗΣ

6^Η ΕΝΟΤΗΤΑ

ΕΙΔΙΚΑ ΘΕΜΑΤΑ –ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ 2007 και μετά

ΒΟΗΘΗΜΑΤΑ

Για την ενότητα αυτή υπάρχουν βοηθήματα κατά περίπτωση που βρίσκονται στο e-class. Μπορεί να ανατρέξει κάποιος εκεί για περισσότερες λεπτομέρειες.

- I. Διεθνής οικονομική κρίση 2007-...
 - Αφιέρωμα Economist 'Απληστία και φόβος' (2/ 2009)
Μηχανισμός της κρίσης και αγορές ρίσκου. Τι έφταιξε;
 - Χρονολόγιο Κρίσης
 - i. -2007
 - ii. Μετά το 2007 – κρίση κρατικού χρέους
 - Η κρίση και οι ασφαλιστικές εταιρείες
- II. Οικονομία και παραβατική συμπεριφορά
 - Απόσπασμα από Akerlof & Shiller *Animal Spirits* (2009)
 - Παράθεση περιπτώσεων παραβατικής συμπεριφοράς
 - Τι μας λένε για το πώς το σύστημα χειρίζεται το ρίσκο;
- III. Προβλήματα διεθνούς ασφάλισης
Σημειώσεις από *Handbook of International Insurance: Between Global Dynamics and Local Contingencies*. Διεθνείς ποσοτικές συγκρίσεις

I. Η διεθνής οικονομική κρίση 2007-2009

Τι είναι η 'μόχλευση'; (leverage).

Πώς μεγιστοποιούνται εισοδήματα από χρηματοοικονομικές δραστηριότητες όταν πέφτουν οι αποδόσεις;

Ερώτημα: Είμαι απολύτως σίγουρος ότι η τιμή κάποιας μετοχής θα αυξηθεί 10% την επόμενη εβδομάδα. Έχω €1000. Πόσο είναι το μέγιστο που μπορώ να κερδίσω;

Νωθρή Απάντηση: €100 ($€1000 \cdot 0,1$).

Ορθή Απάντηση: Εξαρτάται από πόσα μπορώ να δανειστώ με ενέχυρο τα €1000. Π.χ. η Θεία Ευκαρπία μου δανείζει €10,000 με τόκο 0,5%. Τότε κερδίζω κάτι λιγότερο από €1000 ($€10,000 \cdot 0,10$ - τόκοι στην Θεία Ευκαρπία - αμοιβή στον χρηματοοικονομικό σύμβουλο). δηλαδή σχεδόν 10 φορές περισσότερο από ότι η νωθρή λύση και με δημιουργία νέου κύκλου εργασιών για το golden boy/girl.

Λέγεται 'μόχλευση' γιατί όπως ο μοχλός πολλαπλασιάζει το αποτέλεσμα της εξάσκησης μιας συγκεκριμένης δύναμης. (στο παράδειγμά μας ιδίων κεφαλαίων). Στα αγγλικά λέγεται leverage από το lever (μοχλός/λαβή).

Το κόστος; Αν δεν ανεβεί η τιμή της μετοχής πρέπει να επιστρέψεις τα χρήματα στην Θεία Ευκαρπία με τόκο, ενώ έχεις ξοδέψει και την αμοιβή στον σύμβουλο. Συνεπώς προκύπτει μεγάλη αύξηση του **συνολικού ρίσκου**. Αν μάλιστα δεν αρκείσαι μόνο στο δάνειο της Θείας αλλά βάζεις και την golden girl (την Ξαδέρφη Ιοκάστη, ας πούμε) να σου φτιάξει ένα designer παράγωγο το οποίο πουλά εκείνη σε αδαή Νορβηγό για να σου δώσει και άλλα δανεικά, τότε υπεισέρχεται και ο παράγων 'πώς αποτιμάται το παράγωγο της Ξαδέρφης Ιοκάστης'. Το τελευταίο εισάγει στην εξίσωση και τον παράγοντα **αβεβαιότητα** επιπλέον του ρίσκου και καθιστά την όλη συναλλαγή πιο τοξική.

Ο χρηματοοικονομικός τομέας από το 1980 αυξήθηκε πολύ χάρις στην μόχλευση. Ιδιαίτερα μεγάλη άνθηση παρουσίασε μετά την κατάρρευση των χρηματιστηρίων το 2000. Τότε κατεβλήθη η προσπάθεια να διατηρηθούν τα εισοδήματα των χρηματιστών όταν οι αποδόσεις της πραγματικής οικονομίας έπεφταν και τα επιτόκια ήταν και αυτά πολύ χαμηλά. Τα εισοδήματα διατηρήθηκαν υψηλά πολλαπλασιάζοντας τα χαμηλά επιτόκια με πολύ μεγάλα ποσά που ήταν προϊόν δανεισμού. Ως ενέχυρο χρησιμοποιήθηκαν εκτενώς τα ακίνητα.

Όσο τα ακίνητα ανέβαιναν σε αξία το 'σύστημα' απέδιδε. Οι διάφορες Ξαδέρφες έφτιαξαν πληθώρα παραγώγων που πουλούσαν ανά τον κόσμο (εξασφαλίζοντας για τους εαυτούς τους παχηλά commissions). Όταν άρχισαν οι τιμές ακινήτων να μειώνονται μετά το 2005 η κατάρρευση ήταν μεγαλύτερη γιατί υπήρχε μόχλευση (άρα μεγαλύτερη έκθεση σε κίνδυνο). Η κατάσταση επιδεινώθηκε όταν τα παράγωγα της Ιοκάστης απεδείχθηκαν ότι δεν μπορούσαν να εκτιμηθούν (ή ότι η αποτίμηση που είχε γίνει ως το 2007 ήταν παραπλανητική), και ότι η πραγματική τους αξία ήταν (α) άγνωστη και (β) σίγουρα μικρότερη από ότι νόμιζαν.

Η ύφεση από το 2008 ήταν πολύ βαθύτερη ακριβώς γιατί συνοδευόταν από **απομόχλευση** – δηλαδή από μείωση του λόγου δάνεια/εισόδημα – δηλαδή αφαίρεση πόρων από την παραγωγή για την αποπληρωμή δανείων.

Α. Απληστία και φόβος

Έκθεση για το μέλλον του χρηματοπιστωτικού συστήματος - Περίληψη

(Αφιέρωμα *Economist Greed – and Fear : A special Report on the future of finance* – γραμμένο από τον Edward Carr. Δημοσιεύτηκε στα Αγγλικά 24/1/2009.

Δημοσιεύτηκε σε Ελληνική μετάφραση στην Καθημερινή Φεβρουάριος 2009 (όλα τα πρωτότυπα υπάρχουν στο e-class)

Εισαγωγή

Η οικονομική κρίση έχει ήδη αφήσει πίσω της εκατομμύρια απούλητα σπίτια στις ΗΠΑ και αλλού. Χιλιάδες χρεοκοπίες. Ο τομέας των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών υποσχόταν ευμάρεια. Αντ' αυτού επέφερε δεινά.

Οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις δεν είναι και τόσο σπάνιες. Οι Eichengreen & Bordo εντόπισαν 139 κρίσεις μεταξύ 1973 και 1997, ενώ είναι διπλάσιες σε συχνότητα παρά πριν το 1914. Υπάρχει όμως ένα παράδοξο:

Η χρηματοπιστωτική αγορά βασίζεται στην εμπιστοσύνη: εμπιστεύεσαι με τα χρήματά σου ένα ξένο την στιγμή που δεν θα τα έδινες σε ανθρώπους που γνωρίζεις

καλά (όπως τον γείτονά σου). Άρα για να διατηρηθεί η εμπιστοσύνη πρέπει να λησμονούνται ορισμένα από τα διδάγματα των κρίσεων.

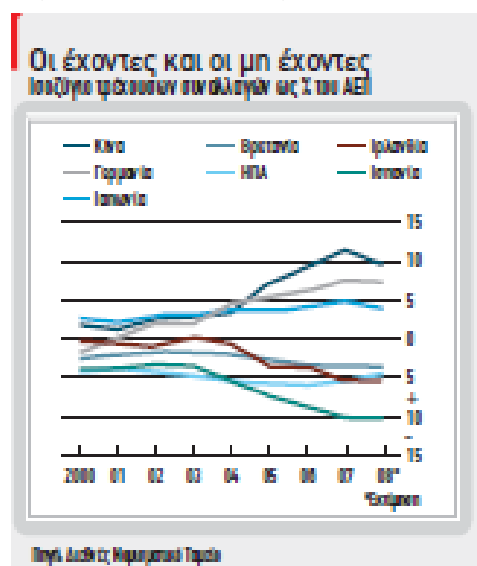
Η εμπιστοσύνη μπορεί να θιγεί από σκάνδαλα (π.χ. Madoff το 2008¹), ή και απλή αποτυχία ή αστοχία.

Μακροοικονομικές ρίζες: Μερικοί βλέπουν την κρίση ως σχετιζόμενη με την Ασιατική κρίση του 1997: Η Κίνα, βλέποντας τα προβλήματα που δημιουργήσαν τότε σε χώρες όπως η Ταϊλάνδη τα ελλείμματα στο ισοζύγιο πληρωμών χωρών, αποφάσισε να διατηρήσει πλεονάσματα (Συνεπώς να αποταμιεύει). Οι αποταμιεύσεις αυτές επέτρεψαν στις ΗΠΑ (και σε άλλες χώρες – Γερμανία, Αγγλία) να διατηρούν ελλείμματα στο ισοζύγιο ως 6% του ΑΕΠ (2006), και αντίστοιχα να μειώσουν τις δικές τους αποταμιεύσεις (στις ΗΠΑ) οι αποταμιεύσεις από 10% του διαθέσιμου εισοδήματος το 70 μειώθηκαν στο 1% το 2009).

Δουλειά του χρηματοπιστωτικού τομέα είναι να διαχύσει τις αποταμιεύσεις αυτές. Και οι 4 πιστώτριες χώρες στο διάγραμμα είχαν **φούσκες ακινήτων** (άρα η μείωση των αποταμιεύσεων επιτεύχθηκε με την αύξηση του δανεισμού για κατοικίες).

Η άποψη αυτή 'αθώνει' την διαχείριση κινδύνου στις ΗΠΑ, αφού καταλήγει ότι ήταν απλοί παθητικοί αποδέκτες εξελίξεων που αρχίσανε αλλού (Κίνα).

Όμως στον μηχανισμό μέσω του οποίου οι κινέζικες αποταμιεύσεις οδηγούν σε αυξήσεις τιμών κατοικίας στις ΗΠΑ ο χρηματοπιστωτικός τομέας έπαιξε ουσιαστικό ρόλο μεγεθύνοντας το πρόβλημα. Ιδιαίτερα κρίσιμο ρόλο έπαιξαν παράγωγα όπως Ομολογιακά Δάνεια εξασφάλισης χρέους (CDOs – Collateralised Debt Obligations). Τα CDOs επέτρεψαν την μετατροπή στεγαστικών δανείων σε ρευστά περιουσιακά στοιχεία και έτσι να μεταφέρουν την κρίση σε όλο τον κόσμο. **Ο συνδυασμός Αμερικανικής εφευρετικότητας** (πρβλ golden boys) **με αφέλεια και ευπιστία αλλού** (πρβλ 'ανίδεες διοικήσεις' στην Ελλάδα) **ήταν καταστροφικός.**



Ζωώδη ένστικτα: Γιατί υπάρχει τόση αστάθεια;

Φούσκες και σκάνδαλα είναι παλιά και γνωστά φαινόμενα. Η αστάθεια ενδημική.

Ο χρηματοπιστωτικός τομέας διαφέρει από άλλους, αφού μεγάλο τμήμα της δραστηριότητας ισοδυναμεί με την τοποθέτηση στοιχημάτων (π.χ. CDOs). Αυτό σημαίνει ότι όταν μιλάμε ότι κάποιος έχασε, ξεχνάμε ότι κάποιος άλλος πρέπει να κέρδισε. Όμως, οι κερδισμένοι και οι χαμένοι συμπεριφέρονται μη συμμετρικά: οι χαμένοι π.χ. μπορεί να είναι σε αδυναμία να πληρώσουν (έλλειψη ρευστότητας, χρεοκοπία). Αυτός ο 'κίνδυνος αντισυμβαλλομένων' ('3rd party risk') – αυξάνεται με τον συνολικό όγκο των στοιχημάτων και ήταν η πηγή των προβλημάτων της ασφαλιστικής εταιρείας AIG. Η AIG έφθασε πολύ κοντά στην χρεωκοπία, όχι λόγω της ασφαλιστικής δραστηριότητας, αλλά επειδή ήταν τριτεγγυητής σε τέτοιου είδους συναλλαγές (δηλαδή είχε στοιχηματίσει ότι το ενδεχόμενο να χρειαστούν τόσες εγγυήσεις ήταν άκρως απίθανο).

¹ Σκάνδαλο πυραμίδας που οδήγησε σε απώλειες > 50 δισεκ δολάρια το 2008 – βλ πιο κάτω

Οι φούσκες οδηγούνται από **‘αγελαία συμπεριφορά’**. Ο Keynes είπε ότι αυτό προκαλείται όταν, μη έχοντας σαφή τρόπο να προσεγγίσουν την αβεβαιότητα, οι παίκτες στην αγορά υιοθετούν κοινές συμβάσεις απλώς και μόνο επειδή βλέπουν και άλλους να το κάνουν. Π.χ. αυξήσεις σε τιμές οδηγούν στην προσδοκία νέων αυξήσεων και οδηγούν σε αυξήσεις της ζήτησης (αντί μειώσεις). Αυξήσεις στις τιμές κατοικιών οδηγούν σε ευφορία τους ιδιοκτήτες τους οι οποίοι αισθάνονται πλουσιότεροι, ξεδεύουν και μεταδίδουν την ευφορία αλλού. Η αντιστροφή του κλίματος ευφορίας μπορεί να είναι απότομη και να αρχίσει από ένα τυχαίο γεγονός.

Το κλίμα ευφορίας είναι μεταδοτικό. Όταν η φούσκα μεγαλώνει κανείς δεν θέλει να την ανακόψει και αν κάποιος προειδοποιήσει δεν ακούγεται.

Ο ρόλος των Μαθηματικών μοντέλων διαχείρισης ρίσκου

Την 10ετία του 80 οι Robert Merton, Fischer Black και Myron Scholes έφεραν επαναστατικές αλλαγές στο πώς αναλύονται τα χρηματοοικονομικά φαινόμενα, συνδυάζοντας τα μαθηματικά με τους υπολογιστές και μετατρέποντας τα χρηματοοικονομικά από τέχνη σε επιστήμη – ή τουλάχιστον έτσι ευαγγελίζονταν². Αυτό ήλθε μια στιγμή που η ζήτηση για τις υπηρεσίες των παραγώγων (π.χ. προστασία σε αλλαγές ισοτιμιών) ήταν δυνητικά πολύ μεγάλη, και έτσι επέτρεψε ταχύτατη ανάπτυξη των προσφερομένων υπηρεσιών.

Με την εξίσωση **Black-Scholes** η τιμή μιας οπσιών υπολογίζεται ως συνάρτηση γνωστών παρατηρήσεων. Είναι το αντίστοιχο του να υπολογίζεις την τιμή που θα έπρεπε να έχει μια φρουτοσαλάτα από τις τιμές των επιμέρους φρούτων που την συναπαρτίζουν. Η σιγουριά της επιστημονικότητας οδήγησε σε έκρηξη της ζήτησης για παράγωγα, αφού έπεισε τους αγοραστές ότι ήξεραν πόσο *θα έπρεπε* να στοιχίζουν αυτά που αγόραζαν. Με την πάροδο του χρόνου βελτιώσεις στην εξίσωση³ για να έλθει πιο κοντά στην εμπειρία έκαναν τα μαθηματικά της ακόμη πιο σύνθετα και δύσκολα να κατανοηθούν.

Τα ποσοτικά χρηματοοικονομικά επέτρεψαν την διαχείριση του ρίσκου, μέσω της ποσοτικοποίησής του. Μια μορφή αυτής της διαχείρισης είναι η τιτλοποίηση των Ομολογιακών Δανείων εξασφάλισης χρέους (**CDOs**). Τα CDOs αντιμετωπίζουν των αποπληρωμή πολλά δανείων ως ένα καταρράκτη, αντλώντας νερό καθώς αυτό πέφτει σε διαφορετικά σημεία: Στην κορφή του καταρράκτη (αρχή της αποπληρωμής) η ποσότητα του νερού είναι σχετικά σίγουρη. Καθώς κατεβαίνει αυτή γίνεται πιο αβέβαιη⁴.

NINJA Loans – No Income, No Jobs, No Assets⁵: Αυτή η τεχνική χρησιμοποιήθηκε στα στεγαστικά δάνεια. Πολλά δάνεια συγκεντρώνονται σε ενιαία δεξαμενή. Τα χρήματα της αποπληρωμής τους φιλτραριζόντουσαν σε διαφορετικά CDOs (π.χ. τα πρώτα χ δολάρια της αποπληρωμής), τιτλοποιούνταν σε ένα CDO, το υπόλοιπο συγκεντρωνόταν σε άλλη

² Οι Scholes και Merton, αφού κέρδισαν το 1997 Νόμπελ, ίδρυσαν μια εταιρεία, την Long Term Capital Management, διαχειριζόμενοι ομόλογα με την κεντρική υπόθεση ότι οι τιμές κινούνται ανεξάρτητα και επομένως όταν δημιουργηθεί απόσταση μεταξύ τιμών, αυτή θα μειώνεται. Η Ασιατική κρίση του 1998 όμως είδε τις τιμές να κινούνται μαζί, με αποτέλεσμα τον κίνδυνο χρεοκοπίας, Η Fed παρενέβη για να αποτρέψει κατάρρευση. Οι απώλειες ήταν \$4,6 δις.

³ Η εξίσωση υποθέτει ότι οι τιμές των μετοχών ακολουθούν ένα τυχαία βηματισμό (random walk) – αντίστοιχο με την κίνηση σωματιδίων σκόνης στον ήλιο. Στην πράξη όμως οι αλλαγές στις τιμές των μετοχών είναι πιο βίαιες – πράγμα που οδήγησε σε προσαρμογές στην εξίσωση.

⁴ Μια άλλη παρομοίωση είναι με το να πουλάς π.χ. μόνο το στήθος ή πόδια κοτόπουλων ξεχωριστά αντί ολόκληρο το πουλί.

⁵ Ο Michael Lewis αναφέρει στο βιβλίο του περίπτωση Μεξικανού αγρεργάτη ο οποίος δεν μιλούσε Αγγλικά και με εισόδημα \$14 χιλιάδες αγάρασε με δάνειο 100% σπίτι αξίας \$724 χιλιάδων...

δεξαμενή, που οδηγούσε σε άλλο CDO κοκ. Στο τέλος της διαδικασίας είναι οι επενδυτές που δεν θα πάρουν τίποτα αν σταματήσει η αποπληρωμή⁶.

Το πρόβλημα ήταν η περίπλοκη δομή των CDOs. Κάθε επίπεδο συνοδευόταν από αμέτρητες σελίδες νομικών κειμένων και εξισώσεων, ενώ ένα τυπικό CDO αντλούσε πόρους από εκατοντάδες ανεξάρτητες πηγές πόρων.(=Νομικός παράδεισος'). Αυτό δημιούργησε ανυπέρβλητα προβλήματα στην τιμολόγησή τους. Οι πωλητές τους έφτιαχναν διάφορα 'σενάρια' βάσει των οποίων υπολόγιζαν την απόδοσή τους για 20-30 χρόνια. Η τιμολόγηση αυτή γινόταν βάσει **μαθηματικών μοντέλων** διαχείρισης του ρίσκου, τις ιδιότητες των οποίων ελάχιστοι καταλάβαιναν (και οπωσδήποτε όχι οι αγοραστές). Η διαδικασία αυτή είχε εγγενείς δυσκολίες:

- Τα μοντέλα βασιζόντουσαν σε ιστορικά στοιχεία – που δεν περιελάμβαναν περιόδους μεγάλων πτώσεων τιμών κατοικίας (η τελευταία ήταν τα '30).
- Η σχέση δανείων-αφερεγγυότητας δεν ήταν σταθερή. Καθώς εξελισσόταν η φούσκα, η χορήγηση δανείων ήταν όλο και πιο εύκολη⁷.
- Ο ρόλος των οίκων αξιολόγησης (Moody's, Standard & Poor's κλπ) – που αξιολογούσαν τα CDOs ως εξαιρετικά αξιόπιστα, βάσει εξίσου προβληματικών μοντέλων. Οι κατασκευαστές CDOs προσπαθούσαν να μαντέψουν τα μοντέλα των οίκων αξιολόγησης για να εξασφαλίσουν καλή αξιολόγηση.
- Από ένα σημείο και μετά οι ίδιοι οι κατασκευαστές CDOs άρχισαν να πιστεύουν τις διαφημίσεις τους και να διατηρούν οι ίδιοι CDOs στα χαρτοφυλάκιά τους, ενώ η όλη υπόθεση ήταν να χορηγήσουν τα δάνεια και να τα ξεφορτωθούν.

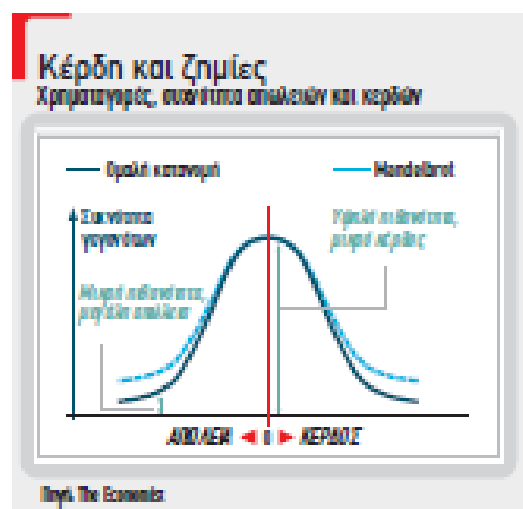
Αποτέλεσμα: ενώ τα χρηματοοικονομικά υποτίθεται είναι για την επιστημονική διαχείριση του ρίσκου, τα CDOs ενυπόθηκων δανείων κατέληξαν ως μια βουτιά στο άγνωστο. Το ρίσκο είχε μεταβληθεί σε αβεβαιότητα.

Αντίστοιχες αποτυχίες σημειώθηκαν σε άλλες μορφές διαχείρισης κινδύνων, όπως ο υπολογισμός της **‘Αξίας-σε Κίνδυνο’ (Value at Risk – VAR)** – που υποτίθεται ότι εκτιμά το πόσο μεγάλος είναι ο χειρότερος κίνδυνος που αντιμετωπίζεται.

Τέτοια μοντέλα χρησιμοποιούνται από τις εποπτικές αρχές. Όμως απεδείχθησαν – και αυτά – ανεπαρκή. Το πρόβλημα έχει να κάνει με τον υπολογισμό των **ακραίων τιμών – του tail risk**. **Είναι ακριβώς αυτός ο μηχανισμός στον οποίο αναφέρεται ο Taleb στον Μαύρο Κύκνο.**

Τα μοντέλα υποθέτουν ότι οι τιμές κινούνται με βάση την κανονική κατανομή. Όμως στην πραγματικότητα οι ακραίες τιμές είναι πολύ πιο κοινές. Αν ήταν κανονική η κατανομή, τότε οι τιμές θα έπρεπε:

- να είχαν ανεβεί >3,4% σε 56 μόνο ημέρες μεταξύ 1916 και 2003. Στην πράξη το έκαναν 1000 φορές.
- >7% 1 φορά σε 300 χιλιάδες χρόνια. Μέσα στον 20ό αιώνα αυτό έγινε 48 φορές.



⁶ Για ένα ιδιαίτερα κατατοπιστικό διάγραμμα του ΔΝΤ που εξηγεί τι είναι τα CDO, βλ. <http://upload.wikimedia.org/wikipedia/commons/1/12/CDO - FCIC and IMF Diagram.png>

⁷ Π.χ. χορήγηση NINJA δανείων ('No income- no jobs – no questions asked')

Δεν είναι μόνο οι ‘μαύροι κύκνοι’ που δημιουργούν πρόβλημα. Το θέμα φαίνεται να είναι πολύ πιο κοινό από ό,τι θεωρείται. Το θέμα αυτό θίγει ιδιαίτερα τα μοντέλα VAR που υποτίθεται ότι χειρίζονται τα χειρότερα ενδεχόμενα: η κανονική κατανομή συμπίπτει με την πραγματική στο 99% των περιπτώσεων και δεν συμπίπτει στο 1%. Όμως είναι αυτό το 1% που ενδιαφέρει για το καταστροφικό σενάριο

Το χειρότερο είναι ότι η πρακτική του να ασφαλίζονται τα καθημερινά ενδεχόμενα είναι ότι ενδέχεται να κάνει τα ακραία ενδεχόμενα πιο πιθανά. Π.χ. ασφαλίζοντας πολλά μικρά ενδεχόμενα αυξάνεις το ενδεχόμενο ο αντασφαλιστής (Η AIG στην παρούσα περίπτωση) να μην μπορεί να ανταπεξέλθει. **Ενώ το συνολικό ρίσκο μπορεί ακόμη και να ανέβηκε ο risk manager μπορεί να νομίζει ότι περιόρισε το ρίσκο, ενώ απλώς το μετατόπισε προς τα άκρα της κατανομής.**

Ο οικονομολόγος Edmund Phelps θεωρεί ότι τα μοντέλα δημιούργησαν την ψευδαίσθηση ότι ένα ιδιαίτερα σύνθετο πεδίο ήταν κατανοητό. Οι απαιτήσεις πληροφόρησης ξεπέρασαν την ικανότητα να την συλλέξουμε.

Παίζοντας με την φωτιά: Γιατί δεν λειτούργησαν οι προληπτικοί μηχανισμοί;

Ο επικεφαλής της Citigroup Chuck Prince, τον Αύγουστο 2007, 1 μήνα πριν την αρχή του ξεφουσκώματος, δήλωσε : ‘Όσο παίζει η μουσική, πρέπει να χορεύεις. Εμείς ακόμη χορεύουμε’. Μετά από λίγο καιρό ο κ. Prince έχασε την δουλειά του και η Τράπεζά του βρέθηκε στο χείλος της χρεοκοπίας. Όμως είχε δίκιο, με την έννοια ότι όσο διαρκεί μια φούσκα υπάρχουν μηχανισμοί αποκλεισμού όποιος Κασσάνδρας τολμήσει να ανακόψει την τάση προς τα πάνω. Το σύστημα απορρίπτει αυτούς που σκέπτονται και κρατά αυτούς που πιστεύουν.

Το 1970 η εταιρεία επενδυτικών υπηρεσιών Goldmann Sachs είχε 1300 υπαλλήλους. Το 2008 είχε 30 χιλιάδες. Το πρόβλημα είναι ότι η διαχείριση που έκαναν (α) ήταν πολύ πιο ριψοκίνδυνη επειδή δεν έπαιζαν τα δικά τους λεφτά και (β) τα μπόνους που έπαιρναν έδιδαν ανταμοιβή στην ριψοκίνδυνη συμπεριφορά. Καθώς η μια εταιρεία μιμείτο τα προϊόντα που κυκλοφορούσαν άλλες, υπήρχε κίνητρο υπερπαραγωγής νέων προϊόντων και κατασκευής ακόμη πιο σύνθετων νέων τα οποία να μην ήταν εύκολα να αντιγραφούν.

Ετσι η εξασφάλιση υψηλών κερδών όταν μειωνόντουσαν τα επιτόκια γινόταν με δύο τρόπους: (α) υψηλούς όγκους (β) μόχλευση (δηλαδή δανεισμός ώστε να αυξάνονται οι όγκοι).

Εποπτεία – μια κούρσα να προλάβει

Χρειάζεται εποπτεία, δεδομένου ότι ο χρηματοπιστωτικός τομέας είναι ασταθής, η δε αστάθειά του επηρεάζει το σύνολο της οικονομίας.

Η πιο θεαματική αποτυχία ήταν το σκάνδαλο Madoff. Οι εξαπατηθέντες δεν ήταν μόνο μεμονωμένοι επενδυτές αλλά και θεσμικοί, τράπεζες και γενικότερα επαγγελματίες των οποίων η εργασία είναι να προειδοποιούν άλλους επ’ αμοιβή για τα ίδια τα θέματα στα οποία εξαπατήθηκαν οι ίδιοι. Ο Madoff εξαπάτησε όλους και παρέβη πολλούς νόμους, αλλά ουδείς τον σταμάτησε.

Το πρόβλημα δεν ήταν τόσο η εποπτεία όσο η επέκταση δραστηριοτήτων στον ‘σκιάδη τραπεζικό τομέα’ (Shadow banking system), ο οποίος ήταν εκτός εποπτείας. Το 2008 περισσότεροι πόροι πήγαιναν μέσω αυτού παρά μέσω των διόδων που ήταν εντός εποπτείας. Π.χ. Τράπεζες έβαζαν την ασφαλιστική εταιρεία AIG να εγγυάται την αφερεγγυότητα, γιατί αν το έκαναν οι ίδιες θα έπρεπε να φροντίσουν να το εγγυηθούν με δέσμευση κεφαλαίων. **Η εγγύηση της AIG μετέτρεπε ομόλογα με ρίσκο σε ομόλογα με την**

καλύτερη δυνατή διαβάθμιση (AAA+), μόνο που μετέφερε όλο το ρίσκο στην ίδια. Τράπεζες όπως η Citibank πωλούσαν σε πελάτες τους προϊόντα εγγυημένα από την Lehmann Brothers. Όταν η τελευταία έκλεισε, η εμπιστοσύνη στο σύστημα εξαφανίστηκε.

Οι αρχές παρενέβησαν για να διασώσουν τις εταιρείες Bear Stearns, Fannie Mae, Freddie Mac, AIG, Washington Mutual, ενώ η Lehmann Brothers έκλεισε. Η κάθε διάσωση ήταν διαφορετική πράγμα που οδήγησε σε ανασφάλεια για μελλοντικές κινήσεις.

Διάρθρωση του χρηματοπιστωτικού τομέα

Στις ΗΠΑ το μερίδιο χρεών των νοικοκυριών ανέβηκε από 100% του ΑΕΠ το 1980 σε 173% σήμερα, που αντιστοιχεί σε \$6τρς μεγαλύτερο δανεισμό. Από την άλλη πλευρά, τα κέρδη του χρηματοπιστωτικού τομέα στο σύνολο επιχειρηματικών κερδών από 10% έφθασε το 40% το 2007, και το μερίδιο στην κεφαλαιοποίηση του χρηματιστηρίου από 6% σε 23%. Στο μεγαλύτερο σημείο ο τομέας ως ποσοστό του ΑΕΠ ήταν 14% και μόλις 5% της συνολικής ιδιωτικής απασχόλησης.

Ο ιδιωτικός τομέας μετά το 2008 προσπαθεί να μειώσει το χρέος του – μια διαδικασία ‘απομόχλευσης’ (deleveraging). Για να μην οδηγήσει αυτό σε απότομο περιορισμό της ενεργού ζήτησης, το Κράτος αναγκάζεται να αναλάβει μεγάλο μέρος του χρέους αυτού. Όμως αυτό δεν θα γίνει χωρίς να αλλάξουν πολλά τόσο στην δομή του τομέα όσο και στον τρόπο εποπτείας. Σε ποια κατεύθυνση θα γίνει αυτό είναι ακόμη άδηλο. Οι αλλαγές αυτές οπωσδήποτε θα είναι στην στεγαστική πίστη, στον τρόπο αποτύπωσης ρίσκου, στην εποπτεία, στη ροή κεφαλαίων μεταξύ κρατών.

Είναι παρασιτικά τα χρηματοοικονομικά; Μια διαμάχη μεταξύ οικονομολόγων

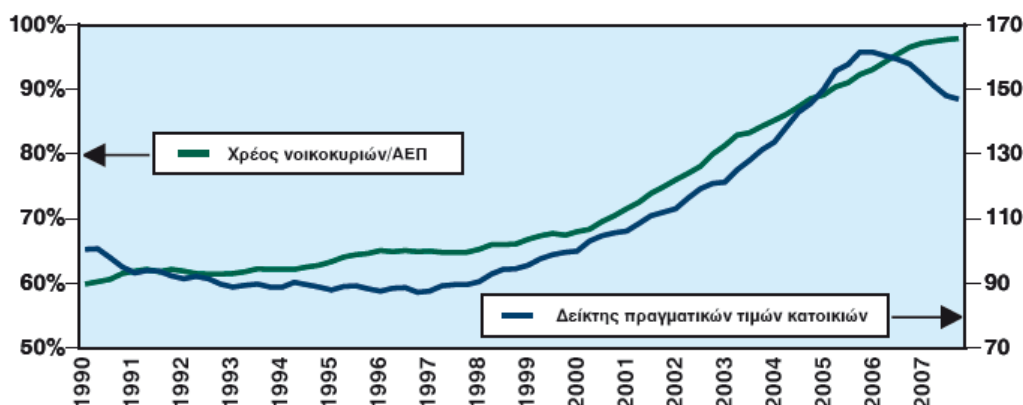
Ο νομπελίστας οικονομολόγος James Tobin είχε εκφράσει από το 1984 δυσφορία για την έμφαση που ήδη από τότε είχαν τα χρηματοοικονομικά οικονομικά στα Πανεπιστήμια. «.. ρίχνουμε όλο και περισσότερους από τους πόρους μας, συμπεριλαμβανομένης και της αφρόκρεμας της νεολαίας, σε χρηματοοικονομικές δραστηριότητες που είναι απομακρυσμένες από την παραγωγή αγαθών και υπηρεσιών, σε δραστηριότητες που δημιουργούν υψηλές ιδιωτικές ανταμοιβές -δυσανάλογες προς την κοινωνική τους παραγωγικότητα. Υποψιάζομαι ότι αυτή η ‘χάρτινη οικονομία’ εκμεταλλεύεται την απίστευτη δύναμη του ηλεκτρονικού υπολογιστή, ... για να φουσκώσει την ποσότητα και την ποικιλία των χρηματοοικονομικών συναλλαγών....».

Η κατάσταση ακόμη δεν έχει ακόμη κατασταλάξει μεταξύ δύο απόψεων:

- **‘Επιστροφή στις παλιές αξίες’.** Ο χρηματοπιστωτικός τομέας είναι παρασιτικός στην πραγματική οικονομία και πρέπει να περιοριστεί ριζικά. Η άποψη αυτή συνοδεύεται συνήθως και από προτροπές για μεγαλύτερο ρόλο στο Κράτος στο πλαίσιο μιας επιστροφής σε Κεϋνσιανές πρακτικές ρύθμισης της οικονομικής δραστηριότητας.
- **‘Προσεκτικότερη και πιο επιλεκτική πρόοδος’.** Πρόοδοι στα χρηματοοικονομικά ευθύνονται για μεγάλα αναπτυξιακά άλματα. Π.χ στην εποχή της Αναγέννησης στην Ιταλία (τράπεζες), το 17^ο αιώνα στην Ολλανδία (Ανώνυμες εταιρείες), η το 19^ο στην Αγγλία (ασφάλιση και ομόλογα) και στον 20^ο στις ΗΠΑ. Πρέπει να κρατήσουμε τα θετικά της νέας προσέγγισης στα χρηματοοικονομικά, προσαρμόζοντας πιθανώς τα εργαλεία στην οικονομία και όχι αντιστρόφως.

Η κάθε μια άποψη μπορεί να υποστηρίζεται με απλοϊκό ή μη τρόπο. Η κατάληξη της συζήτησης, όποτε και αν αυτή έλθει δεν είναι ακόμη γνωστή.

Διάγραμμα 4. ΗΠΑ: Αύξηση του χρέους των νοικοκυριών σε σχέση με την αύξηση των τιμών των ακινήτων



Πηγή: Board of Governors, "Quarterly Statistical Releases", Bloomberg

Χρονολόγιο της διεθνούς κρίσης 2007-2019

Συμβατικά θεωρείται ότι η κρίση **άρχισε** στις 7 Αυγούστου 2007, όταν η Γαλλική τράπεζα BNP Paribas ομολόγησε ότι αδυνατούσε να βρει πιστώσεις επειδή δεν γνώριζε πώς να αποτιμήσει σημαντικούς τίτλους (παράγωγα) του ενεργητικού της, πράγμα που οδήγησε σε απότομη αύξηση επιτοκίων. Όμως, οι ρίζες της κρίσης ήταν νωρίτερα και έχει περάσει από πολλές φάσεις⁸.

Προϊστορία: Δάνεια χαμηλής εξασφάλισης στις ΗΠΑ – οι καλές εποχές	
1995-2000	Αύξηση μετοχών. Ξεφουσκώνει από 1997. Μειώνεται το ενδιαφέρον σε μετοχές και μειώνονται οι αποδόσεις τους.
2000-2004	Αναζητώνται υψηλότερες αποδόσεις σε ομόλογα και την οικοδόμηση παραγώγων πάνω στις τιμές ομολόγων. Διαμορφώνονται νέοι τίτλοι που βασίζονται σε στεγαστικά δάνεια. (MBS, CDOs, CDSs κλπ). Ευφορία.
2004-2006	Επιτόκια σε υποθήκες στις ΗΠΑ αυξάνονται από 1% σε 5,3% και οδηγούν σε κύμα απλήρωτων στεγαστικών δανείων. Τα προβλήματα επεκτείνονται μέσω CDOs και σε κατόχους τιτλοποιήσεων. Από τον 7/2007 ήταν γνωστό ότι η Bear Stearns έχει ιδιαίτερο πρόβλημα
Αρχίζει να φαίνεται η έκταση του προβλήματος – 2007 Αρχές 2008	
9 /8/ 2007	Η BNP Paribas ανέφερε ότι δεν μπορεί να πληρώσει σε δύο ταμεία , αφού δεν υπάρχει ρευστότητα ενώ δεν γνωρίζει πώς να τιμολογήσει CDO.
13/9/2007	Πανικός στην Αγγλική τράπεζα Northern Rock – ο Πρώτος σε Αγγλική Τράπεζα από το 1860.
Δεκ 2007	Βοήθεια στις ΗΠΑ στους δανειολήπτες στεγαστικών δανείων. Ενέργειες 5 κεντρικών τραπεζών να ενισχύσουν την ρευστότητα των τραπεζών.
1/08-3/08	Προβλήματα σε οργανισμούς που έχουν εκδώσει ομόλογα που περιέχουν εγγυήσεις - CDOs, CDSs,
Η κρίση σε εξέλιξη – Ανοιξη -καλοκαίρι 2008	
2/ 08	Η Αγγλική κυβέρνηση εθνικοποιεί την Northern Rock
3/08	Η Bear Stearns (5 ^η μεγαλύτερη τράπεζα στην Wall street) αγοράζεται έναντι \$240 εκ από την JP Morgan κατόπιν κρατικής χρηματοδότησης. 1 χρόνο

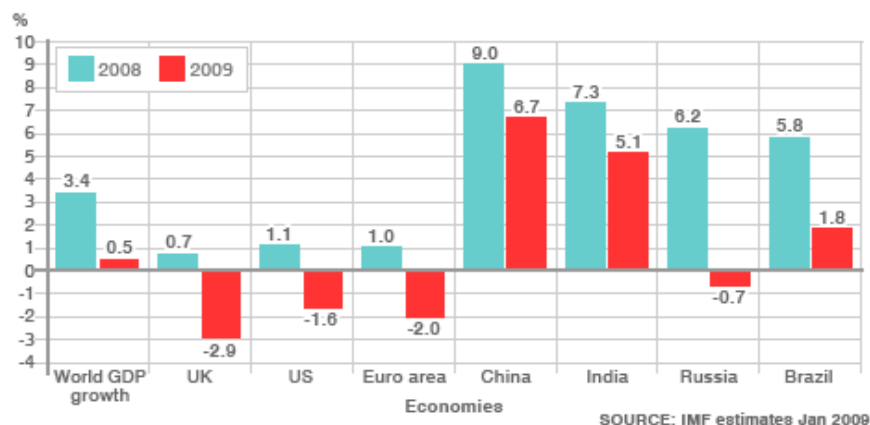
⁸ Το χρονολόγιο βασίζεται στην ιστοσελίδα του BBC (Timeline: Credit crunch to downturn).

<http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7786282.stm>. Βλ επίσης Ελληνική Wikipedia, άρθρο «Διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση»

	πριν η χρηματιστηριακή αξία της Bear ήταν \$18 δισεκ – απώλεια 98% της αξίας της
4/08	Το ΔΝΤ λέει ότι το κόστος της κρίσης μπορεί να υπερβεί 1 τρις. \$. Αναφέρει ότι η κρίση επεκτείνεται και πέραν των στεγαστικών
7/08	Οι αρχές στις ΗΠΑ, μετά από φόβους για χρεοκοπία, παρεμβαίνουν για να σώσουν την Fannie Mae και Freddy Mac (ημικρατικούς οργανισμούς που εγγυώντο στεγαστικά δάνεια), επειδή είναι πολύ σημαντικοί για την οικονομία
Στο μάτι του κυκλώνα – Σεπτέμβριος 2008	
7/9/2008	Η Fannie Mae και Freddy Mac εθνικοποιούνται. Οι δύο εταιρείες έχουν εγγυηθεί περί τα 5 τρις \$ στεγαστικά δάνεια.
15/9/2008	Χρεωκοπία Lehman Brothers. Χρηματιστήρια πέφτουν Η Merrill Lynch αγοράζεται από τη Bank of America για να μην κλείσει.
16/9/2008	Ανακοινώνεται πακέτο βοήθεια \$85 δισεκ για την διάσωση της ασφαλιστικής εταιρείας AIG, που είχε εγγυηθεί τιτλοποιήσεις.
	Η Washington Mutual Πωλείται στην JP Morgan για να μην κλείσει.
28/9/08	Προβλήματα στην Ευρώπη. Η τράπεζα Fortis εθνικοποιείται μερικά αφού πρώτα διασπαστεί σε Ολλανδικό και Βελγικό τμήμα. Στις ΗΠΑ ανακοινώνεται πρόγραμμα \$700 δισεκ για τη διάσωση των τραπεζών. (Πρόγραμμα Roulson) Προβλήματα με το τραπεζικό σύστημα στην Ισλανδία
Η αρχή της αντίδρασης – Φθινόπωρο 2008	
3/10/08	Ψήφιση πακέτου διάσωσης στην Αμερική
6-14 /10	Ανακοίνωση προγραμμάτων διάσωσης τραπεζών στην Γερμανία, Αγγλία, Ισλανδία, στις ΗΠΑ (Troubled Asset Relief Program αγοράζει παράγωγα από τράπεζες. Εθνικοποιήσεις τραπεζών στην Αγγλία.
10/08	Η Ιρλανδική κυβέρνηση δηλώνει ότι εγγυάται όλες τις τραπεζικές καταθέσεις. Η Ελληνική κυβέρνηση κάνει το ίδιο ως €100 χιλ ανά κατάθεση. Δηλώνεται ότι η 'η Ελλάδα είναι θωρακισμένη'
15/10/08	Ο Dow Jones μειώνεται 7.8% - η μεγαλύτερη πτώση από το 1987.
10/08	Ελλάδα: 28 δισ. Ευρώ για τις τράπεζες, εκ των οποίων τα 8 δισ. σε μορφή κρατικών ομολόγων. Συζήτηση για αμοιβές τραπεζικών στελεχών.
Η κρίση επεκτείνεται – Χειμώνας 2008/9	
11/08	Προβλήματα στην Ουκρανία. Η ΕΚΤ μειώνει τα επιτόκια Η ευρωζώνη και επίσημα σε ύφεση. Μέτρα για την Ισλανδία από ΔΝΤ.
11/08	\$20 δις για την Citigroup μετά πτώση των μετοχών της κατά 60%. Η Fed ανακοινώνει νέο πακέτο \$800 δισεκ για βοήθεια στον τομέα. Η Κομισιόν ανακοινώνει σχέδιο για €200 δισεκ στην Ευρώπη.
14/11/08	Συνάντηση των G20. Συμφωνούν στην ανάγκη συντονισμού
12/08	Αποκαλύπτεται το σκάνδαλο Madoff. Ο B.Madoff είχε καταχραστεί με πυραμυδοειδές σχήμα (Ponzi scheme), \$65 δισεκ. (Η μεγαλύτερη απάτη στην ιστορία). Τα θύματά του είναι τράπεζες και αστέρες του Hollywood.
Και επίσημα στη ύφεση – Αρχές 2009	
15/12/08	Επιτόκια στις ΗΠΑ μειώνονται στο επίπεδο 0-0,25% - τα χαμηλότερα στην ιστορία
12/08	Σχέδιο €26 δισεκ στην Γαλλία για δημόσιες επενδύσεις

12/08	Πρόγραμμα για διάσωση αυτοκινητοβιομηχανιών στις ΗΠΑ. \$6 δισεκ κρατικά χρήματα στην General Motors
12/08	Τα χρηματιστήρια στη διάρκεια του 2008 έχουν χάσει 31% στην Αγγλία, 40% στην Γερμανία και 43% στην Γαλλία. Στην Ελλάδα 65,5%.
12/08	Ελλάδα: Επεισόδια στις πόλεις – αρχίζει δημοσιονομική χαλάρωση
1/09	Επιτόκια στην Αγγλία 1,5% (το χαμηλότερο για 300 χρόνια). Ανεργία 7,2% στις ΗΠΑ. Μεγάλη πτώση στις εξαγωγές της Κίνας. Πρόγραμμα για την Γερμανική οικονομία. ΕΚΤ επιτόκια του ευρώ στο 2%
Κρατικές δαπάνες στο προσκήνιο - Στήριξη της ενεργού ζήτησης 2009	
2/09	Ψηφίζεται το αμερικανικό σχέδιο στήριξης των \$787 δισεκ. Στόχος η δημιουργία 3,5 εκ θέσεων εργασίας
3/09	Η ασφαλιστική AIG αναφέρει την μεγαλύτερη εταιρική ζημιά τριμήνου στην ιστορία - \$62 δισεκ. Η κυβέρνηση θα της δώσει \$30 δισεκ επιπλέον των \$150 δισεκ που πήρε ήδη. Η τράπεζα HSBC αυξάνει το μετοχικό της κεφάλαιο κατά \$18 δισεκ για να καλύψει ζημιές.
4/09	Συνάντηση G20 για συντονισμό. Συμφωνία αποτροπής προστατευτισμού. Διάθεση \$1,1, τρισεκ για την καταπολέμηση της ύφεσης. Το ΔΝΤ αναλαμβάνει περισσότερες αρμοδιότητες και χρήματα για να αντιμετωπίσει την κρίση παγκοσμίως.
ΕΛΛΑΔΑ ΚΑΙ ΜΝΗΜΟΝΙΑ (περιληπτικά)	
Η κρίση περνά στην Ευρωζώνη ως δημοσιονομική κρίση και στην Ελλάδα	
10/09	Υπόθεση Greek Statistics. Το έλλειμμα δεν είναι 2,9% αλλά 15%... Δυσκολίες δανεισμού για κάλυψη ελλείμματος.
4/10	Τα ελληνικά κρατικά ομόλογα τιμολογούνται ως 'σκουπίδια' (Junk)
5/10	Πρώτο πακέτο διάσωσης €110 δισεκ από ΕΕ και ΔΝΤ. Μνημόνιο
11/10	Διάσωση και Μνημόνιο Ιρλανδίας
5/11	Διάσωση και Μνημόνιο Πορτογαλίας
7/11	Μεσοπρόθεσμο πρόγραμμα και νέα μέτρα για την Ελλάδα
2/12	Δεύτερο Μνημόνιο και Πρώτο κούρεμα Ελλάδας
6/12	Η Ισπανία ζητά βοήθεια για τον τραπεζικό της τομέα
3/13	Διάσωση και Μνημόνιο Κύπρου
12/13	Η Ιρλανδία επιστρέφει στις αγορές (τέλος Μνημονίου)
2/15	Το Μνημόνιο που ήταν να λήξει 12/14 παίρνει παράταση ως 06/15
6-7/15	Η Ελλάδα εκτός Μνημονίου. Κίνδυνος GREXIT. Δημοψήφισμα
8/15	Τρίτο Μνημόνιο
8/18	Η Ελλάδα τελευταία χώρα που φεύγει από επιτήρηση με το τέλος του Μνημονίου μετά από 10 χρόνια κρίση – την μακρότερη στην Παγκόσμια Ιστορία από το 1900. Η Ευρωζώνη έχει επιστρέψει στα πρό κρίσης επίπεδα. Η Ελλάδα όχι

Οι επιπτώσεις στον ρυθμό ανάπτυξης: 2008 και 2009



Και στο Δημόσιο χρέος (% του ΑΕΠ) - ΟΟΣΑ Δεκ 2008

	ΗΠΑ	Μ. Βρετανία	Γερμανία	Γαλλία
2008	73,2	58,7	64,8	72,5
2010	82,5	69,4	66,3	79,0

Figure 2. Stock market developments, 2008-early 2010

Datastream total market price index (1/1/2008=100)



Πώς περάσαμε από την μια φάση της κρίσης (φούσκα ιδιωτικού τομέα) στην δεύτερη (κίνδυνος κρατικών χρεοκοπιών);

Σε χώρες που υπήρχε φούσκα δανεισμού, το απότομο ξεφούσκωμα το 2008/9 δημιούργησε τον κίνδυνο αστάθειας του τραπεζικού συστήματος. Αν είχε αφεθεί η κατάσταση θα είχε πιθανότατα δημιουργηθεί μια ύφεση σαν αυτή της δεκαετίας του 30. Για να αποφύγουν αυτό οι Κυβερνήσεις χορήγησαν πιστώσεις στις Τράπεζές τους για να μπορέσουν να ανταπεξέλθουν. Έτσι μεταφέρθηκε χρέος από τον ιδιωτικό στον δημόσιο τομέα. **Περάσαμε στην δεύτερη φάση της κρίσης όπου το πρόβλημα είναι πώς διαχειριζόμαστε το τεράστιο δημόσιο χρέος.**

Η διαδικασία αυτή ήταν ιδιαίτερα σημαντική στις ΗΠΑ, στην Βρετανία, στην Ισπανία. Καταστροφικό μέγεθος έλαβε στην **Ιρλανδία** και την **Ισλανδία**. Η Ιρλανδία αναγκάστηκε να προσφύγει ως η 3η χώρα στον Μηχανισμό διάσωσης της ευρωζώνης. (βλ πίνακα παραπάνω).

Μετά το 2009 – Κρίση χρέους – ευρωζώνης. Η Διεθνής κατάσταση στα χρηματιστήρια: ανάκαμψη μετά το 2009 και ως το 2010. Στην Γερμανία και στις ΗΠΑ η ανάκαμψη συνεχίζεται. Η ζώνη του Ευρώ μαστίζεται από την κρίση **κρατικού χρέους (sovereign debt crisis)**.

Το Πρόβλημα στη ευρωζώνη προερχόταν από την συσσώρευση εθνικού χρέους σε ορισμένες *περιφερειακές οικονομίες*, που δημιουργούσαν αμφιβολίες κατά πόσον υπάρχει ο κίνδυνος να μην αποπληρωθεί – αλλά ούτε και να καλυφθούν από άλλα μέλη της Ευρωζώνης.

Ποια είναι αυτά τα μέλη;

- **Ελλάδα.** Είχε από το 2000 ήδη χρέος >100% του ΑΕΠ, το οποίο εξυπηρετούσε χάρις στα χαμηλά επιτόκια (λόγω ευρώ) και του υψηλού ρυθμού ανάπτυξης (ως το 2007). Όταν ‘γύρισε’ ο ρυθμός ανάπτυξης και τα επιτόκια ενώ αυξήθηκε και το πρωτογενές έλλειμμα του δημοσίου (εκτός τόκων), τότε το χρέος εξερράγη – με τα γνωστά επακόλουθα – Μνημόνιο κλπ. **Αρα το χρέος προϋπήρχε και οφείλεται σε πρωτογενές έλλειμμα** (δηλαδή σε μόνιμους διαρθρωτικούς παράγοντες).
- **Ιρλανδία.** Ο ιδιωτικός τραπεζικός τομέας ‘έπαξε’ με τοξικά και φούσκες ακινήτων. Όταν έσκασε η φούσκα, το κράτος για να διασώσει τις τράπεζες, μετέφερε χρέος από τον ιδιωτικό στον κρατικό τομέα. **Άρα το χρέος είναι αποτέλεσμα του ‘πιστωτικής φούσκας’** και της διεθνούς κρίσης $\cong$ ΗΠΑ.
- **Πορτογαλία.** Το πρόβλημά τους δεν ήταν τόσο το υψηλό χρέος όσο οι χαμηλοί ρυθμοί ανάπτυξης που δυσκολεύουν την συλλογή πόρων για να εξυπηρετήσουν το χρέος. Κύριο πρόβλημα η ανταγωνιστικότητα της οικονομίας.
- **Κύπρος.** Τεράστιο τραπεζικό σύστημα σε σχέση με την οικονομία που οικοδομήθηκε για να δεχτεί καταθέσεις κυρίως από την Ρωσία. Καθυστερήση λήψης μέτρων κατά 2 χρόνια και άνω στην διάρκεια των οποίων οι Κυπριακές τράπεζες αγόραζαν Ελληνικά ομόλογα από την δευτερογενή αγορά (δηλαδή σε αξίες <30% της ονομαστικής) και τα εμφάνιζαν στην ονομαστική τιμή στον ισολογισμό τους. Στην διάρκεια αυτή χρησιμοποιήθηκε και ο προϋπολογισμός για να τονώσει την ζήτηση. Η διάσωση της Κύπρου έγινε ‘κουρεύοντας’ και καταθέσεις άνω των 100 χιλ €.

Άλλες χώρες με υψηλό χρέος που υπήρχε φόβος να ακολουθήσουν σε Μνημόνια την Ελλάδα ήταν η **Ισπανία** (στεγαστική φούσκα, αλλά μικρό δημόσιο πρόβλημα), και η **Ιταλία** (μεγάλο χρέος αλλά σχετικά ανεκτή δημοσιονομική διαχείριση, χαμηλός ρυθμός ανάπτυξης), Βέλγιο (μεγάλο χρέος). Από αυτές οι πιο ‘επικίνδυνες’ λόγω μεγέθους ήταν η Ισπανία και η Ιταλία – αφού θα δημιουργούσαν συστημικό ρίσκο.

Το πρόβλημα στην Ευρωζώνη είναι ότι δεν υπήρχε μηχανισμός αντιμετώπισης της κρίσης και έπρεπε να εφευρεθεί καθώς η Ελληνική κρίση βρισκόταν σε εξέλιξη (π.χ. Τρόικα, Μνημόνια κλπ). Οι σχετικές καθυστερήσεις επιδείνωσαν την κατάσταση. Όμως 4 χρόνια μετά το ‘οπλοστάσιο’ της ΕΕ εμπλουτίστηκε και έτσι η ΕΕ αντιμετώπισε την κρίση του 2015 πιο ‘ψύχραιμα’ από το 2010.

Οι συζητήσεις για θωράκιση της ευρωζώνης – Τραπεζική Ένωση κλπ το 2019 συνεχίζονται...

Η κρίση και η ασφαλιστική αγορά

Η κρίση είχε επιπτώσεις σε τρία επίπεδα στον ασφαλιστικό κλάδο:

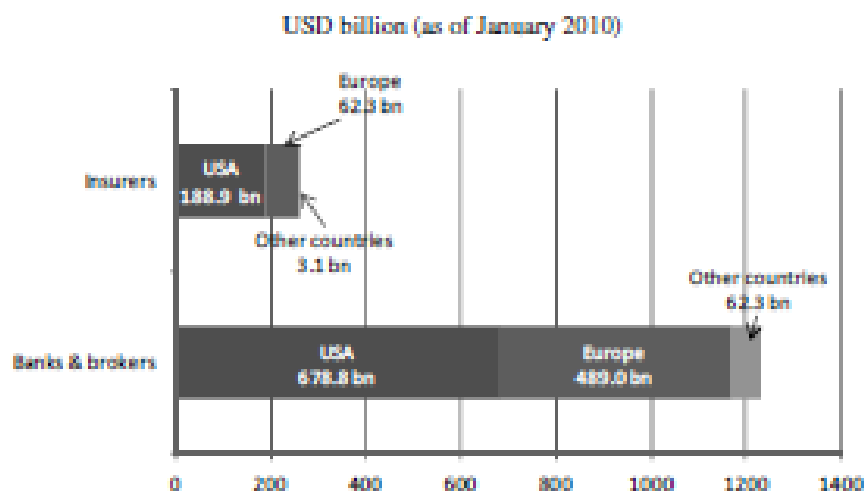
1. **Άμεση εμπλοκή** σε στεγαστικά δάνεια χαμηλής εξασφάλισης. Η εμπλοκή ασφαλιστικών εταιρειών ακόμη και στις ΗΠΑ ήταν πολύ περιορισμένη. Απώλειες κεφαλαίων έχουν υπολογιστεί <\$80 δις, όταν στις Τράπεζες υπερβαίνουν τα \$600 δις. Η κρίση επίσης θα δημιουργήσει απαιτήσεις για πληρωμές σε εταιρείες που

έχουν ασφαλιστεί για διοικητικές ελλείψεις (Συμβόλαια Errors & Omissions), περί τα \$10 δις.

2. **Έμμεση εμπλοκή μέσω εγγυήσεων.** Η AIG στις ΗΠΑ και η Fortis στην Ευρώπη είχαν εγγυηθεί τιτλοποιήσεις που βασίζονταν σε στεγαστικά (CDOs). Στις ΗΠΑ η AIG ήταν η κύρια πηγή ασφάλισης μη εκπλήρωσης CDO, μέσω της χορήγησης CDSs. **Ως αποτέλεσμα, αντί να διασπείρει τον κίνδυνο, τον είχε συγκεντρώσει.** Ταυτοχρόνως, ο κάθε επενδυτής σε CDO, αφού είχε αγοράσει ασφάλιση χρεωκοπίας, αισθανόταν καλυμμένος και συνεπώς επέκτεινε ακόμη περισσότερο την 'ριψοκίνδυνη' συμπεριφορά του, αγοράζοντας ακόμη περισσότερα CDO. (≅ ηθικός κίνδυνος). Έτσι το ρίσκο στην περίπτωση της AIG ήταν πλέον 'συστημικό'. Όταν η αγορά κατέρρευσε, το Αμερικανικό Δημόσιο αναγκάστηκε να διοχετεύσει περί τα \$850 δισεκ δολάρια (σχεδόν 8 Ελληνικά Μνημόνια) ώστε να μην πτωχεύσει η AIG.

Παρά ταύτα και την τεράστια έκταση των ζημιών τους, οι εποπτικές αρχές επανειλημμένα έχουν καταλήξει ότι ο πυρήνας των 'παραδοσιακών' ασφαλιστικών εργασιών δεν έχει επηρεαστεί, αφού το μοντέλο λειτουργίας των ασφαλιστικών εταιρειών είναι διαφορετικό από αυτό των Τραπεζών. (βλ παρακάτω)

Figure 3. Write-downs and credit losses in the banking and insurance sectors worldwide

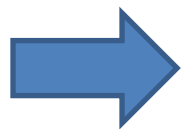


omberg.

Απώλειες στην ασφαλιστική και στην Τραπεζική αγορά (πηγή ΟΟΣΑ).

3. **Γενικό αποτέλεσμα από την ύφεση δευτερογενώς.** Οι πτώσεις μετοχών θίγουν τα χαρτοφυλάκια ενώ επίπτωση θα υπάρχει και στην ζήτηση ασφάλισης. Κύριο πρόβλημα έχουν οι ασφαλίσεις εμπορικών πιστώσεων (που ασφαλίζουν περιπτώσεις χρεωκοπίας προμηθευτών ή πελατών). Πιθανώς οι ασφαλιστικές εταιρείες είναι λιγότερο εκτεθειμένες από ότι ήταν το 2001, αφού κατέχουν λιγότερες μετοχές και περισσότερα ομόλογα. **ΠΡΟΣΟΧΗ, όμως, οι Ελληνικές εταιρείες είχαν (και έχουν) μεγάλη έκθεση σε κρατικά Ελληνικά ομόλογα, και επομένως επηρεάστηκαν αρνητικά από την αναδιάρθρωση ('κούρεμα') του Ελληνικού χρέους.** Αντίστοιχα προβλήματα υπάρχουν στην Πορτογαλία και Ισπανία.

Σε γενικές γραμμές (και με την εξαίρεση της AIG και Fortis) οι ασφαλιστικές επηρεάστηκαν πολύ λιγότερο από τις Τράπεζες, στο μέτρο που ασχολήθηκαν με τις 'παραδοσιακές' δραστηριότητες της ασφάλισης : τις προστάτεψε μια σταθερή ροή ασφαλιστρών, όπως και η στενότερη διασύνδεση μεταξύ απαιτήσεων και κεφαλαίων. Παρά ταύτα, η κρίση είναι πιθανόν να οδηγήσει σε αυστηρότερη διάκριση μεταξύ τραπεζικών και ασφαλιστικών εργασιών.

Γιατί επηρεάστηκαν οι ασφαλιστικές λιγότερο από τις Τράπεζες;

Η ασφάλιση υπόκειται πολύ λιγότερο σε προβλήματα ρευστότητας, αφού το επιχειρηματικό μοντέλο της δεν χρηματοδοτείται με βραχυχρόνια κεφάλαια αλλά προ-χρηματοδοτείται από συμβολαιοποιημένες εισροές ασφαλιστών. Τα ασφαλιστικά προϊόντα επιτρέπουν την προείσπραξη συμβολαίων με περιοριστικούς όρους. Στο πλαίσιο αυτό η έννοια του **‘ασφαλιστικού πανικού’** (πρβλ τραπεζικός πανικός – δηλαδή μαζικές αναλήψεις) **είναι απίθανο να λάβει χώρα**⁹. Αυτό είναι επειδή οι υποχρεώσεις καλύπτονται από κεφάλαια στο ενεργητικό, ενώ και οι ασφαλιστικές εταιρείες έχουν μικρές διασυνδέσεις μεταξύ τους¹⁰. Τα ασφαλιστικά προϊόντα είναι δομημένα με τέτοιο τρόπο (συνυπευθυνότητα επενδυτή) ώστε να μην δημιουργείται συστημικό ρίσκο όπως στις τράπεζες.

Παρά ταύτα οι ασφαλιστικές εταιρείες πρέπει να υπακούουν στις αρχές του Asset Liability Management (συνδιαχείριση ενεργητικού-παθητικού). Αν (όπως στις περισσότερες περιπτώσεις) ακολουθείται αυτό, είναι πιθανόν ‘να αντέξουν’ μεμονωμένες τραπεζικές χρεωκοπίες ώστε να μην επεκταθεί μια τραπεζική κρίση και σε ασφαλιστικές. Ακόμη και σε μια εκτεταμένη κρίση, πρώτα θα θιγούν οι μέτοχοι των ασφαλιστικών και τελευταίοι οι κάτοχοι ασφαλιστικών προγραμμάτων (που καλύπτονται από τα τεχνικά αποθεματικά).

Η ασφαλιστική αγορά παραμένει εκτεθειμένη σε γεγονότα που δημιουργούν κύμα απαιτήσεων (όπως ο τυφώνας Katrina το 2001 ή ο σεισμός της Ιαπωνίας του 2011). Όμως τα γεγονότα αυτά δεν σχετίζονται (είναι στατιστικά ανεξάρτητα) από την οικονομική κρίση και τις μακροοικονομικές εξελίξεις. Αυτό που φοβίζει την ασφαλιστική αγορά περισσότερο είναι κυβερνητικές παρεμβάσεις που αλλάζουν την έκθεση π.χ. σε αποζημιώσεις που μπορεί να οδηγήσουν σε συγκεκριμένα ενδεχόμενα να γίνουν ‘μη ασφαλίσιμα’. (Με την έννοια το απαιτούμενο ασφαλιστρο να είναι τόσο μεγάλο ώστε να μην υπάρχει ενδιαφέρον και να εξαφανιστεί η αγορά).

Αντίστοιχα φαινόμενα ‘μη ασφαλισιμότητας’ δημιούργησε η 11^η Σεπτεμβρίου. Για κάποιο διάστημα μετά την επίθεση δεν μπορούσε να αποκτηθεί ασφάλιση για τρομοκρατικά γεγονότα καθόλου. Αν κάποιος βασιζόταν σε αυτήν την ασφάλιση θα επιλέξει είτε να κρατήσει το ρίσκο εξολοκλήρου ο ίδιος ή να διακόψει την ασφαλιζόμενη δραστηριότητα. Σε τέτοιες καταστάσεις η κρατική παρέμβαση ίσως καταστήσει το πρόβλημα χειρότερο – στην ουσία **δημιουργώντας ‘συστημικό ρίσκο’**.

Η άποψη των ίδιων των ασφαλιστών είναι ότι το ‘συστημικό ρίσκο’ δεν τους αφορά. Για παράδειγμα το Solvency II εξετάζει περιπτώσεις ρίσκου ανά ασφαλιστική εταιρεία και δεν ασχολείται με την δημιουργία ευρύτερου (‘συστημικού’) ρίσκου στην οικονομία. Παρά ταύτα η διάσωση της ασφαλιστικής AIG στις ΗΠΑ (αλλά και μικρότερων ασφαλιστικών στην Ευρώπη και Αυστραλία) ήταν ιδιαίτερα δαπανηρή. Πριν την κατάρρευση της AIG η διοίκησή της εξέπεμπε πολύ καθυστερημένα μηνύματα θεωρώντας ‘πολύ απομακρυσμένη πιθανότητα’ η κρίση στα στεγαστικά να επεκταθεί στις ασφαλίσεις¹¹. Η ανησυχία εδράζεται στους εξής φόβους:

⁹ Όμως, υπάρχουν ορισμένα ασφαλιστικά προϊόντα που παρομοιάζουν με τραπεζικά – που εξηγούν και την χρεωκοπία της ασφαλιστικής Ethias στο Βέλγιο το 2008.

¹⁰ Η μεγαλύτερη χρεωκοπία ασφαλιστικής εταιρείας ήταν αυτή της HIH στην Αυστραλία το 2001. Η HIA ήταν η δεύτερη μεγαλύτερη του κλάδου, με απώλειες 0,5% του ΑΕΠ, σημαντικές ζημιές στους ασφαλισμένους. Παρά ταύτα η οικονομία απορρόφησε την χρεωκοπία χωρίς κλυδωνισμούς.

¹¹ Ο επικεφαλής της AIG που την οδήγησε σε χρεωκοπία (M.J.Sullivan) αφού αποζημιώθηκε για τις υπηρεσίες του με >\$25 εκ, τώρα εργάζεται στους Lloyd’s.

- Η αποτίμηση του ρίσκου από αναλογιστές, ακόμη και για τον πυρήνα των κλασσικών ασφαλιστικών εργασιών, παραμένει σε κρίσιμα σημεία υποκειμενική – ιδίως στην δημιουργία αποθεματικών για απώλειες.
- Η επέκταση των ασφαλιστικών εταιρειών σε άλλους κλάδους μέσω συγχωνεύσεων τις φέρνει σε περιοχές που έχουν μεγαλύτερο ρίσκο.
- Καθώς επεκτείνεται η αναδίπλωση των τραπεζών (για τον περιορισμό του δικού τους συστημικού ρίσκου), δημιουργείται πεδίο επικερδούς δραστηριότητας για άλλους που είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν το ρίσκο. Ασφαλιστικές π.χ. τώρα αναλαμβάνουν χρηματοδότηση έργων υποδομής (με μεγάλη διάρκεια που θεωρούν ότι ταιριάζει στο προφίλ τους) ή δραστηριοποιούνται σε νέα 'ομόλογα καταστροφών' (cat bonds).
- Εκφράζεται ο κίνδυνος ότι οι ασφαλιστικές έχουν γίνει τμήμα του 'σκιάδους τραπεζικού συστήματος' (shadow banking sector) που, επειδή δεν υπόκειται σε ρύθμιση, αναλαμβάνει ρίσκο ανεξέλεγκτα.

Ένα ενδεχόμενο συστημικό πρόβλημα θα προέκυπτε αν δεν υπήρχαν αντίστοιχη εποπτεία για τα τμήματα του τραπεζικού τομέα που περνούν σε ασφαλιστικές εταιρείες.

II. Παραβατική δραστηριότητα και απάτη: Ρόλος στην ανάλυση του ρίσκου

Θεωρία: Οι George Akerlof και Robert Shiller δημοσίευσαν το 2009 ένα βιβλίο με τίτλο *Animal Spirits*¹² ('Ζώδη ένστικτα') ως κριτική για τον τρόπο αντιμετώπισης του ρίσκου και της αβεβαιότητας στα Ακαδημαϊκά Οικονομικά (Αναμενόμενη Χρησιμότητα κλπ) και για τις επιπτώσεις που έχει αυτό στα μακροοικονομικά και στην οικονομική διαχείριση. Η κατάληξη του βιβλίου είναι ότι πρέπει να εγκαταλειφθεί η 'Νεοκλασική Σύνθεσή' και να επιστρέψουμε στην αρχική σκέψη του Keynes.

Κύριο τμήμα του επιχειρήματός τους έχει να κάνει με την εξαπάτηση και την κακή πίστη στις οικονομικές δραστηριότητες. (κεφ 3, σελ 26-50).

Η αγορά προσφέρει αυτό που νομίζει ότι θέλει ο καταναλωτής. Άρα ο δρόμος είναι ανοικτός για να τον πείσουν ότι θέλει άχρηστα ή επιβλαβή πράγματα. Στις περισσότερες αγορές η απουσία προστασίας του καταναλωτή δεν έχει τόσο σημασία (υπάρχει επαρκής γνώση, ανταγωνισμός κλπ). Όμως, στην περίπτωση μετοχών και ομολόγων έχουμε να κάνουμε με το μέλλον: εκεί πρέπει να συμπέσουν τα σχέδια των αποταμιευτών με αυτά των επενδυτών. Κάποιος που επιθυμεί να αγοράσει π.χ. μια μετοχή επαφίεται σε αυτά που δημοσιεύονται σε λογιστικές καταστάσεις ή σε αναλογιστικούς υπολογισμούς. **'Ο ψύχραιμος λογιστής παίζει τον ρόλο του σερίφη στην Αγρία Δύση'.**

Η κάθε μια από τις 3 τελευταίες υφέσεις στις ΗΠΑ χαρακτηρίστηκε από χαρακτηριστικά σκάνδαλα. Οσο σύνθετο και να είναι ένα σκάνδαλο στην τελευταία ανάλυση απαιτεί την παράβαση θεμελιωδών αρχών της λογιστικής. Οι Akerlof και Shiller αναφέρουν παραδείγματα:

1. Η περίπτωση Enron και η ύφεση του 2001. Η ενεργειακή εταιρεία Enron έφτιαχνε θυγατρικές εταιρείες οι οποίες αγόραζαν από την μητρική εταιρεία σε τιμές πολύ μεγαλύτερες από της αγοράς, σημειώνοντας έτσι κέρδη. Στην θυγατρική χορηγούσαν εγγυήσεις ότι η μητρική θα κάλυπτε μελλοντικές απώλειες, και έτσι αυτή δανειζόταν για να αποδίδει 'κέρδη' στην μητρική. Η επακόλουθη δυσφήμιση των χρηματιστηρίων οδήγησε πολλούς σε επενδύσεις σε ακίνητα και ετοίμασε την επόμενη φούσκα.

¹² George Akerlof & Robert Shiller 2009, *Animal Spirits: How human psychology drives the economy and why it matters for global capitalism*, Princeton University Press.

2. Τα subprimes και η ύφεση του 2007. Οι τιτλοποιήσεις των δανείων αυτών τα οδηγούν σε τελικούς αποδέκτες που δεν ξέρουν τίποτα για το τι δάνεια αγοράζουν και σε ποιους αυτά απευθύνονται. Οι οίκοι αξιολόγησης υπολόγισαν το ρίσκο αυτών των προϊόντων πολύ χαμηλά, επειδή βάσισαν την πιθανότητα μη εξυπηρέτησης σε στοιχεία εποχών που οι τιμές κατοικίες ήταν αυξητικές. Αποτέλεσμα οι αγοραστές νόμιζαν ότι έπαιρναν προϊόντα χωρίς ρίσκο.

Το πρόβλημα δημιουργείται και επαυξάνεται από την εμφάνιση νέων προϊόντων (π.χ. τιτλοποιήσεις, CDOs) των οποίων οι ιδιότητες δεν είναι ευρέως κατανοητές και συνεπώς δημιουργούν την πιθανότητα εξαπάτησης.

ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑΤΑ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΠΙΚΑΙΡΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΤΗΝ ΙΣΤΟΡΙΑ:

ΤΙ ΜΑΘΑΙΝΟΥΜΕ

Παραδείγματα επικαιρότητας αλλά και πολύ παλιότερα που αναδεικνύουν πτυχές του πώς ο κίνδυνος αντιμετωπίζεται πρακτικά. Πολύ καλό το βιβλίο του Kay.

1. Δομημένα ομόλογα στην Ελλάδα - 2006

Τι ήταν; Αποκαλύφθηκε το 2006 ότι ασφαλιστικά Ταμεία (με την εξαίρεση του ΙΚΑ) είχαν επενδύσει μαζικά σε δομημένα ομόλογα. Τα ομόλογα είχαν τον γενικό χαρακτήρα ότι εμφάνιζαν την κατάσταση (είσπραξη τόκων κλπ) πολύ καλύτερα βραχυ-μεσοπρόθεσμα σε βάρος της μακροχρόνιας απόδοσης. Δηλαδή αντίθετο από αυτό που θα απαιτούσε το δημογραφικό πρόβλημα (μεγαλύτερες ανάγκες στο μέλλον). Όμως αυτό που σχολιάστηκε περισσότερο ήταν οι πολύ υψηλές προμήθειες (της τάξης του 7%), που αποδόθηκε (σύμφωνα με τον υπουργό Οικονομίας) σε 'ανίδεες διοικήσεις'. Ο σχετικός θόρυβος έδωσε δημοσιότητα στα προβλήματα των 'τοξικών προϊόντων', και λειτούργησε ως 'εμβολιασμός της αγοράς'.

Ηθικό δίδαγμα: Ανίδεες διοικήσεις, Δυσνόητο νέων προϊόντων, ευκολία εξαπάτησης, αδυναμία αποτίμησης πραγματικής αξίας.

2. Rogue Traders. (Μοναχικοί Παίκτες): Nick Leeson & Barings Bank (1995) . Jerome Kerviel & Societe Generale (2008)

Τι ήταν;

Ο Leeson ήταν Χαμηλόβαθμος υπάλληλος ηλικίας 28 ετών στην Barings Bank – την γηραιότερη επενδυτική τράπεζα στον κόσμο- κατάφερε να την χρεοκοπήσει χάνοντας \$1,4 δισεκ. δολάρια σε παιχνίδια στο Ιαπωνικό χρηματιστήριο. Η Τράπεζα εθελουφλούσε γιατί οι δραστηριότητές του ως τότε ήταν επικερδείς. Πήγε φυλακή στην Σιγκαπούρη και έγινε ταινία¹³.

Ερωτήσεις. Χρεωκοπούν (ή σχεδόν) αιωνόβιες επιχειρήσεις. Πώς; Γιατί; Γιατί δεν τους σταμάτησαν εγκαίρως.

Ο J. Kerviel (31 ετών) το 2008 έχασε €4,9 δισεκ. για την Γαλλική τράπεζα Societe Generale, σε κερδοσκοπία σχετικά με παράγωγα μετοχών. Η Τράπεζα ισχυρίζεται ότι δούλευε μόνος του. Δεν υπάρχει υπόνοια ότι έγινε για προσωπικό όφελος. Η μετοχή της Τράπεζας έπεσε, αλλά η Τράπεζα λειτουργεί.

Ηθικό Δίδαγμα. Επάρκεια εσωτερικών ελέγχων. Εθελουφλία για όσο διάστημα οι δραστηριότητες πάνε καλά δημιουργεί

¹³ Rogue Trader – 1999 με τον Ewan McGregor. [http://en.wikipedia.org/wiki/Rogue_Trader_\(film\)](http://en.wikipedia.org/wiki/Rogue_Trader_(film))

3. Σκάνδαλο Madoff 2008. – Πυραμίδες στην καρδιά του καπιταλισμού

Τι είναι. Ο Bernard Madoff εμφανιζόταν ως εξαιρετικά οξυδερκής επενδυτής εξασφαλίζοντας αστρονομικές αποδόσεις για τα κεφάλαια που διαχειριζόταν επί σειρά ετών. Το 2008 ομολόγησε ότι οι αποδόσεις αυτές οφείλονταν στην χρήση των χρημάτων νέων καταθετών για την πληρωμή υψηλών 'αποδόσεων' σε παλαιούς επενδυτές. Δηλαδή το σχήμα ήταν μια Πυραμίδα, άλλως ένα 'Παιχνίδι Ponzis'¹⁴. Οι πελάτες του ήταν διεθνείς τράπεζες (π.χ. UBS, Banco Santander), επώνυμοι εκατομυριούχοι, ηθοποιοί του Hollywood. Οι συνολικές απώλειες ήταν άνω των \$60 δισεκ, η μεγαλύτερη απάτη στην ιστορία. Εκτιμάται ότι οι μισοί περίπου πελάτες του (σε ύψος 18 δισεκ δολάρια) πρόφτασαν να 'βγούν' εγκαίρως και να κερδίσουν. (αν και τώρα αντιμετωπίζουν δικαστικές απαιτήσεις για επιστροφές χρημάτων). Ο Madoff καταδικάστηκε σε 150 χρόνια φυλακή το 2009.

Ηθικό Δίδαγμα. Οι εξαπατηθέντες ήταν εποπτικές αρχές (SEC) και ακριβοπληρωμένοι σύμβουλοι επενδύσεων, 'κάτω από την μύτη' των οποίων έγινε η απλοϊκή απάτη. Μήπως όσο μεγαλύτερη είναι η απάτη τόσο πιο πιστευτή γίνεται;

4. Long Term Capital Management 1998 - Πτώση της οίησης

Τι είναι. Οι Fischer Black, Myron Scholes και Robert Merton έλαβαν το βραβείο Νόμπελ το 1997 για την ομώνυμη εξίσωση που εξηγεί ποια θα 'έπρεπε' να είναι η τιμολόγηση των οπσιών. Τις ιδέες αυτές τις έθεσαν οι Scholes & Merton σε λειτουργία στην εταιρεία LTCM το 1994. Με την εφαρμογή των τεχνικών των χρηματοοικονομικών οικονομικών εντόπιζαν ομόλογα η τιμή των οποίων ήταν 'εκτός ισορροπίας', έστω και ελάχιστα και 'στοιχημάτιζαν' ότι θα επιστρέψει 'εκεί που έπρεπε'. Τα πολύ μικρά περιθώρια κέρδους μεγάλωναν με την χρήση δανεισμού ('μόχλευσης'). Οι αποδόσεις τα πρώτα χρόνια ήταν πολύ μεγάλες. Το 1999 όμως τα ομόλογα λόγω της Ασιατικής και Ρωσικής κρίσης συμπεριφέρθηκαν 'εκτός χαρακτήρα'¹⁵, με αποτέλεσμα η εταιρεία να πέσει έξω. Εκ των υστέρων απεκαλύφθη ότι γινόντουσαν και φορολογικές παραβάσεις. Οι απώλειες ήταν της τάξης των \$4,6 δισεκ. Η Fed ανησύχησε για τις ευρύτερες επιπτώσεις στο σύστημα της πτώσης και διοργάνωσε έκτακτη βοήθεια για να στηρίξει το τραπεζικό σύστημα.

Ηθικό Δίδαγμα. Οι κίνδυνοι της μόχλευσης (είχε δανειστεί 25 φορές το μετοχικό κεφάλαιο). Η λογιστική αντιμετώπιση των παραγώγων (εκτός ισολογισμού) δημιουργεί αδιαφάνεια.

Μήπως ο κόσμος δεν μοιάζει με τα μοντέλα; Πόσο ευάλωτο είναι το σύστημα σε νέα προϊόντα και δραστηριότητες εκτός εποπτικών ελέγχων;¹⁶

5. Σκάνδαλο Enron 2001

Τι είναι; Η ενεργειακή εταιρεία υπήρξε πρωτοπόρος στα παράγωγα και γενικότερα στην διαχείριση του ρίσκου (ψηφίστηκε 'η πιο καινοτόμος εταιρεία των ΗΠΑ' 6 φορές 1994-2000). Απεκαλύφθη ότι, μέσω λογιστικών αλχημειών (ίδρυση θυγατρικών στο εξωτερικό για την εμφάνιση πλαστών κερδών) φούσκωνε συστηματικά την τιμή της μετοχής της.

¹⁴ Τα Παιχνίδια Ponzis' Εξασφαλίζουν υψηλές αποδόσεις στα παλιά τους μέλη πληρώνοντας από τις συνδρομές των νέων. Δεν μπορούν να συντηρηθούν για πολύ γιατί απαιτούν μια συνεχή ροή νέων 'κοροιδών' για να μπορούν να συνεχίσουν πληρώνουν.

Βλ. <http://www.investopedia.com/terms/p/ponzischeme.asp#axzz1ky4XhUaF>

¹⁵ Σύμφωνα με το μοντέλο VaR της ίδιας της εταιρείας το ενδεχόμενο που τελικά έγινε ήταν τόσο απίθανο ώστε να μην συμβεί ποτέ στην ιστορία της ανθρωπότητας! Στην πραγματικότητα οφείλετο στο ότι το μοντέλο 'έτρεχε' με στοιχεία μόνο 5 ετών.

¹⁶ Για περισσότερες λεπτομέρειες βλ. http://en.wikipedia.org/wiki/Long-Term_Capital_Management

παρασύρθηκε στους ρυθμούς ενός πάρτυ, όπου κανείς δεν ήθελε να μείνει εκτός. (όπως και σε όλες τις φούσκες). Παρά ταύτα σε συγκεκριμένες περιπτώσεις χορήγησης Ninja loans, η συμπεριφορά κινήθηκε στα όρια της ευπρέπειας και νομιμότητας. Από την άλλη πλευρά, η θετική πλευρά είναι ότι πολλά φτωχά άτομα απέκτησαν σπίτι (π.χ. σε γκέτο των ΗΠΑ¹⁸) που δεν είχαν καμιά πιθανότητα να το κάνουν.

Ηθικό δίδαγμα Καλές προθέσεις γίνονται αντικείμενο εκμετάλλευσης. Πώς δόθηκαν στεγαστικά δάνεια σε φτωχούς, πώς έγινε η διασπορά του ρίσκου μέσω τιτλοποιήσεων, τι πήγε στραβά. Πώς αυτό οδηγεί σε ύφεση και πόσο διαφέρει από προηγούμενα επεισόδια;

9. Ασφαλίσεις και Τυφώνας Κατρίνα

Τι είναι: Ο Τυφώνας Κατρίνα κατέστρεψε την Νέα Ορλεάνη τον Αύγουστο 2005. Αυτό έγινε σε μια χώρα με την πιο εκτεταμένη ασφαλιστική κάλυψη: ως αποτέλεσμα του τυφώνα υπήρξαν 1,75 εκ απαιτήσεις από ασφαλιστικές εταιρείες. Όμως πολλά προβλήματα δημιουργήθηκαν από την ασάφεια στην οριοθέτηση ευθύνης: Οι εταιρείες ασφάλιζαν ζημιές από ανέμους και το Κράτος από πλημμύρες. Κίνημα πολιτών¹⁹ απέδειξε ότι οι εταιρείες προσπαθούσαν να αλλοιώσουν τα στοιχεία για να φανεί ότι η ζημιά ήταν από πλημμύρες. Οι εταιρείες καταδικάστηκαν, αλλά ως αποτέλεσμα ουσιαστικά σταμάτησαν να χορηγούν κάλυψη στην περιοχή. Το βάρος τώρα πέφτει στο Κράτος (για το οποίο ο τυφώνας κόστισε άνω των \$120 δισεκ).

Ηθικό δίδαγμα. Οριοθέτηση ρόλων. Εθνικοποίηση της κάλυψης για καταστροφές;

9. Και μια πολύ παλαιότερη φούσκα: Η φούσκα του Μισισιπή 1715- 1720



Τι είναι²⁰: Ο Σκωτσέζος (μεταξύ άλλων καταζητούμενος για φόνο) John Law έπεισε το Βασιλιά της Γαλλίας να συνδυάσει ένα κρατικό μονοπώλιο για το εμπόριο (Εταιρεία του Μισισιπή) με την δυνατότητα έκδοσης νομισμάτων και της διαχείρισης του κρατικού χρέους. Η οικονομική δύναμη που δόθηκε στον Law ήταν αντίστοιχο του να δοθεί σήμερα σε ένα άτομο η διοίκηση των 500 μεγαλύτερων εταιρειών στις ΗΠΑ, μαζί με την Κεντρική Τράπεζα και όλες τις εφορίες. Αρχικά η μετοχή της εταιρείας άρχισε στις 500 livres τον Μάιο 1719. Τα πρώτα χρόνια η εταιρεία απέδιδε κέρδη 40% (μέσω της έκδοσης χάρτινου χρήματος) και καλλιεργούσε έντεχνα προσδοκίες για επίγειο παράδεισο στην Λουιζιάνα. Μανία αγορών κατέλαβε όλη την Γαλλική κοινωνία και οι μετοχές ξεπέρασαν στην τιμή των 9500 livres τον Δεκέμβριο 1719. Το 1721 είχε πέσει ξανά σε

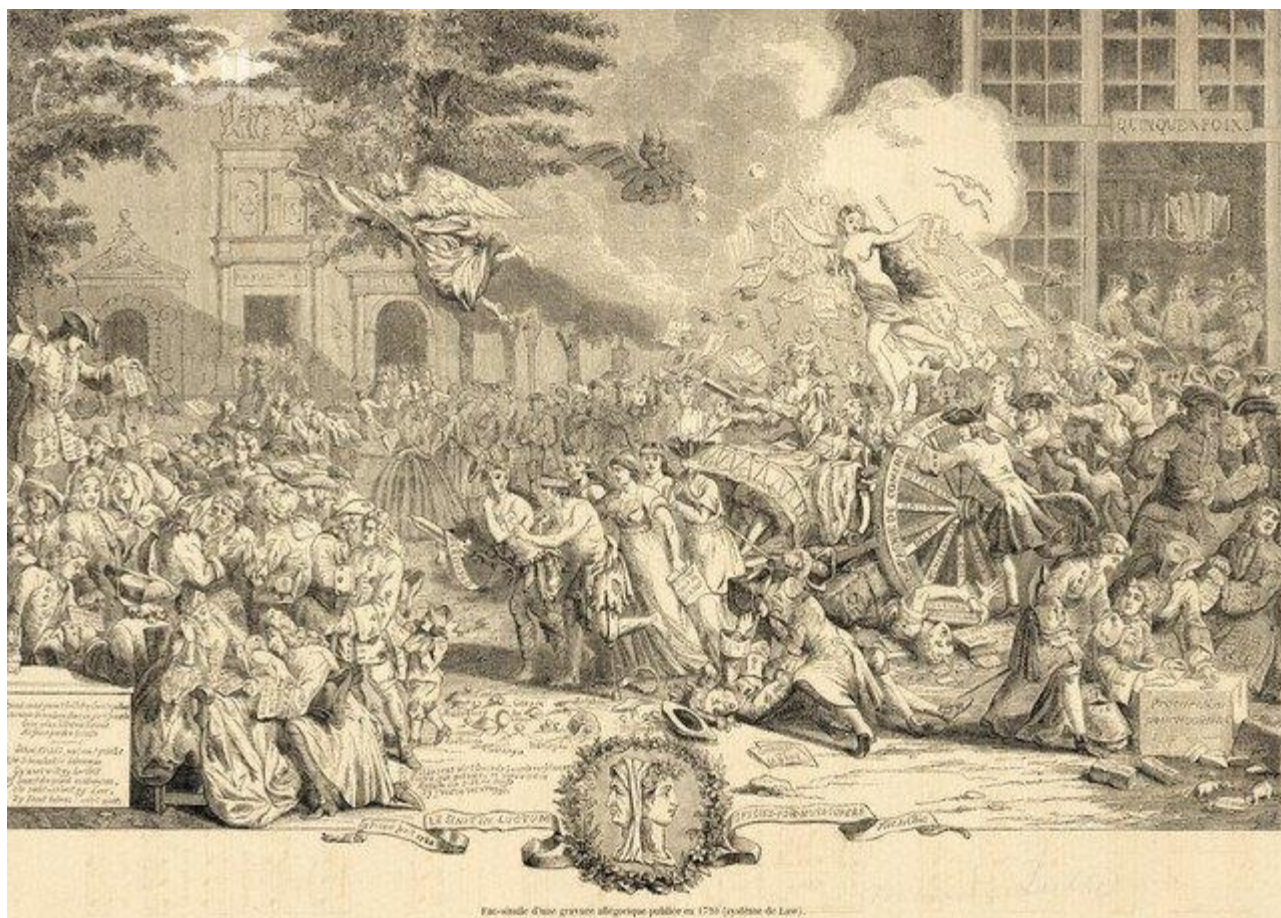
¹⁸ Στα γκέτο ήταν σχεδόν αδύνατη η απόκτηση στεγαστικού δανείου. Οι εγγυοδοτικοί θεσμοί που λειτουργούσαν (Freddie Mac & Fannie Mae) απέκλειαν ολόκληρες περιοχές – με την χάραξη κόκκινων γραμμών στον χάρτη – ‘redlining’ – με έντονα ρατσιστικά αποτελέσματα.

¹⁹ Επικεφαλής ήταν ο δικηγόρος R.F. Scruggs (ο ‘Βασιλιάς των αποζημιώσεων’ – king of torts), γνωστός από την διαμάχη με τις βιομηχανίες τσιγάρων (ταινία ‘The Insider’). Μετέπειτα πήγε φυλακή όταν απεκαλύφθη ότι προσπάθησε να δωροδοκήσει δικαστικό.

²⁰ Βλ. Ferguson, Η Ανοδος του Χρήματος, κεφ. 3. Με καρτούν από το Youtube <https://www.youtube.com/watch?v=diEVmQZ1QfM> (9'). Μια λογοτεχνική άποψη του Washington Irving: <http://www.online-literature.com/irving/crayon-papers/2/>

500 Livres, ενώ είχε εγκαθιδρυθεί πληθωρισμός. Αποτέλεσμα η μόνιμη οικονομική υστέρηση της Γαλλίας και η έντονη δυσπιστία σε οικονομικές καινοτομίες, πράγμα που μάλλον της κόστισε την οικονομική πρωτοπορία και την καθυστέρηση στην Βιομηχανική Επανάσταση.

Γιατί δεν μαθαίνουμε από τα λάθη μας; Αφενός υπάρχει το θέμα της εθελουφλίας – του πώς η προσδοκία κέρδους συμπαρασύρει όλους και καθιστά τις φωνές που προειδοποιούν μη δημοφιλείς (και αποδιοπομπαίες). Αυτός εξάλλου είναι και ο κλασικός μηχανισμός της φούσκας. Άλλος λόγος είναι ότι οι πραγματικά μεγάλες κρίσεις έρχονται αρκετά σπάνια ώστε να είναι εκτός της προσωπικής μνήμης των παραγόντων της αγοράς (τραπεζιτών, golden boys κλπ): η μέση καριέρα στην Wall Street διαρκεί περί τα 25 χρόνια – πράγμα που αποκλείει ορισμένες πολύ μεγάλες αναταράξεις. Η αντίστοιχα, ότι οι βραβευόμενοι με Νόμπελ στα οικονομικά γνωρίζουν πολλά Μαθηματικά αλλά όχι αρκετή Ιστορία.



Γκραβούρα του Picart, 1721, για την Φούσκα του Μισισιπή

Αριστερά: φτωχοί Ολλανδοί επενδυτές κλαίνε την μοίρα τους πηγαίνοντας στο φρενοκομείο και πτωχοκομείο. Δεξιά, πλήθη βγαίνουν από το Γαλλικό χρηματιστήριο καθώς η Θεά Τύχη τους ραίνει με μετοχές του Μισισιπή. Το κάρο τραβάνε Ινδιάνοι καθώς αυτό πολτοποιεί τον λογιστή που προσπάθησε να προειδοποιήσει. Στο προσκήνιο δύο άτομα τσακώνονται για μετοχή.

III. ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ ΤΗΣ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΑΓΟΡΑΣ ΑΣΦΑΛΙΣΗΣ

Σημειώσεις από το J.D.Cummins & B Venard , *Handbook of International Insurance: Between Global Dynamics and Local Contingencies*, Springer-Verlag, 2007.

(Αποσπάσματα του βιβλίου υπάρχουν στο e-class με την μορφή αρχείου Pdf)

1. Εισαγωγή J.D.Cummins & B Venard.

Κοινές τάσεις και προκλήσεις από την μια, ειδικοί τοπικοί παράγοντες από την άλλη χαρακτηρίζουν την διεθνή αγορά ασφάλισης. Διαπιστώνεται γενικώς άγνοια για την συνολική κατάσταση της ασφάλισης (σε αντίθεση με άλλους χρηματοπιστωτικούς κλάδους όπως ο τραπεζικός τομέας).

Διεθνείς τάσεις σύγκλισης

Βασικός κινητήριος μοχλός η **παγκοσμιοποίηση** – δηλαδή η τάση συνένωσης και μεγαλύτερης διασύνδεσης των επιμέρους αγορών. Πολλοί βλέπουν την παγκοσμιοποίηση ως αρνητικά ως απειλή στην εθνική κυριαρχία και αυτοτέλεια (π.χ. ρόλος πολυεθνικών). Άλλοι την βλέπουν ως ευκαιρία ανάπτυξης και προώθησης της παγκόσμιας ευημερίας που καθιστά τις χρηματοοικονομικές υπηρεσίες διαθέσιμες σε όλο και περισσότερα άτομα. Ομοιότητες στις εξελίξεις:

1. **Τάσεις Απορρύθμισης (deregulation).** Η τάση αυτή διευκολύνει την συνένωση τμημάτων της αγοράς χρηματοοικονομικών υπηρεσιών οι οποίες ήταν απομονωμένες (ασφάλιση, χρηματιστήρια, αντασφάλιση). Στην **ΕΕ** οι οδηγίες για τράπεζες και ασφάλιση οδηγούν στην κατεύθυνση ενιαίας αγοράς δημιουργούν τις προϋποθέσεις για πραγματικό ανταγωνισμό βάσει τιμών (ενώ παλαιότερα οι τιμές ρυθμιζόνταν στο εθνικό επίπεδο). Τράπεζες μπορούν τώρα να προσφέρουν ασφαλιστικές υπηρεσίες (και αντίστροφα). Στις **ΗΠΑ** η απορρύθμιση δεν επηρέασε τόσο την ασφάλιση όσο τις τράπεζες οι οποίες τώρα έχουν εισέλθει στην αγορά ραντών (annuities).
2. **Ο ρόλος Διεθνών ρυθμιστικών οργανισμών**, όπως η Παγκόσμια Τράπεζα, ο Παγκόσμιος οργανισμός Εμπορίου, ή περιφερειακοί οργανισμοί, ιδίως στην Ασία. Π.χ. είσοδος Κίνας στον ΠΟΕ το 2001 οδήγησε σε αλματώδη αύξηση της ασφάλισης. Παγκόσμιοι οργανισμοί παρενέβησαν στην Ασία ως αποτέλεσμα της Ασιατικής οικονομικής κρίσης της δεκαετίας του 90.
3. **Τάσεις ιδιωτικοποίησης της αγοράς**, και περιορισμού του ρόλου κρατικών ασφαλιστικών εταιρειών. Σημαντικός παράγων στην Γαλλία, Ανατ.Ευρώπη αλλά και στην Ινδία.
4. **Πρόοδοι στην τεχνολογία της ασφάλισης**, με την δημιουργία νέων ασφαλιστικών προϊόντων (π.χ. προϊόντα εγγυημένου εισοδήματος ή απόδοσης, παράγωγα, κλπ). Οι αλλαγές αυτές διευκολύνονται από εξελίξεις στους ηλεκτρονικούς υπολογιστές και τις επικοινωνίες.
5. **Πολυεθνικές εταιρείες** ενεργοποιούνται περισσότερο. Εμφάνιση πραγματικά παγκόσμιων εταιρειών όπως η ING, AXA, Allianz.
6. **Ο ρόλος της αντασφάλισης.** Προωθεί Δομική παγκοσμιοποίηση μέσω της διεθνοποίησης της διάχυσης κινδύνου. Αυτό φάνηκε στο πώς καλύφθηκαν μείζονα γεγονότα όπως η 11^η Σεπτεμβρίου, ο τυφώνας Κατρίνα κ.ά. Πάντως η τόνωση της διεθνούς αγοράς αντασφάλισης στην κάλυψη μεγάλων καταστροφών αποτελεί ακόμη γόνιμο έδαφος
7. **Μεταρρυθμίσεις κρατικών συστημάτων κοινωνικής ασφάλισης** τόσο για συντάξεις όσο και για υγεία. Οι ιδιωτικές ασφαλίσεις αναζητούν συμπληρωματικό ρόλο

στήριξης. Βεβαίως ο τρόπος που επενεργεί ο παράγων αυτός εξαρτάται από την κατεύθυνση των μεταρρυθμίσεων αλλά και το φορολογικό πλαίσιο.

8. **Εξελίξεις στις μεθόδους διανομής ασφαλιστικών προϊόντων** ιδίως προς τους καταναλωτές – απευθείας πωλήσεις, bancassurance μειώνουν το κόστος μάρκετινγκ σε σχέση με τους παραδοσιακούς τρόπους (πράκτορες) για αποταμιευτικά προϊόντα. Παρά ταύτα στις αποζημιώσεις εμπορικών επιχειρήσεων ο ρόλος των μεσαζόντων αναβαθμίζεται από την μεγαλύτερη πολυπλοκότητα των προϊόντων που προσφέρονται.

Τοπικές διαφοροποιήσεις. Η τάση σύγκλισης πολύ απέχει από το να οδηγεί στο 'Παγκόσμιο Χωριό'.

1. **Το λεξιλόγιο της ασφάλισης** παραμένει εθνοκεντρικό (ακόμη και όταν χώρες μοιράζονται την ίδιο γλώσσα). Π.χ. Γενικές ασφάλειες (=μη ζωής, non-life), μακροπρόθεσμες ασφάλειας (=ζωής). Συχνά απαιτείται λεξικό.
2. **Το εθνικό πλαίσιο ρύθμισης.** Παραμένουν διαφορές ακόμη και στην ΕΕ, όπου η φερεγγυότητα (Solvency II) υλοποιείται αργά. Τα διεθνή λογιστικά πρότυπα ακόμη δεν εφαρμόζονται παντού. Σε μερικές χώρες (π.χ. Βραζιλία, Ταϊλάνδη) υπάρχουν πολλά ανασφάλιστα αυτοκίνητα.
3. **Ο ρόλος του ηλεκτρονικού εμπορίου διαφέρει**, ανάλογα με τον βαθμό διείσδυσης του internet ή και της τηλεφωνίας.
4. **Τα δίκτυα διανομής διαφέρουν.** Π.χ. Πράκτορες στο ΗΒ, Τράπεζες στην Γαλλία και Ισπανία.
5. **Πολιτικά συστήματα και ιδιαίτερες συνθήκες.**
6. **Δημογραφικές συνθήκες.** Η γήρανση του πληθυσμού είναι κοινός τόπος στις αναπτυσσόμενες χώρες (αλλά: Ιρλανδία), αλλά όχι στην Ινδία. Μετανάστευση.
7. **Διάρθρωση της ασφάλισης.** Αλλού υπάρχει μεγάλη αγορά ζωής, αλλού αποκλειστικά αυτοκινήτων. Η φορολογική αντιμετώπιση είναι κρίσιμης σημασίας. Διαφορετικές μέθοδοι αντιμετώπισης ρίσκου καταστροφών: Στην Γαλλία και Ισπανία υπάρχει υποχρεωτική ασφάλιση καλυμμένη με κυβερνητική αντασφάλιση.