

ΑΠΟ ΤΗ ΔΙΕΘΝΗ ΚΡΙΣΗ ΣΤΗΝ ΚΡΙΣΗ ΤΗΣ ΕΥΡΩΖΩΝΗΣ ΚΑΙ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΑΣ:

Τι μας επιφυλάσσει το μέλλον;

Επιμέλεια
Νικόλαος Β. Καραμούζης
Γκίκας Α. Χαρδούβελης



ΕΚΔΟΤΙΚΟΣ
ΟΙΚΟΣ
Α.Α.
ΛΙΒΑΝΗ

Σειρά: ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Τίτλος: ΑΠΟ ΤΗ ΔΙΕΘΝΗ ΚΡΙΣΗ ΣΤΗΝ ΚΡΙΣΗ ΤΗΣ ΕΥΡΩΖΩΝΗΣ ΚΑΙ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΑΣ:
ΤΙ ΜΑΣ ΕΠΙΦΥΛΑΣΣΕΙ ΤΟ ΜΕΛΛΟΝ;

Μετάφραση κειμένων: ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ ΠΑΛΥΒΟΣ

Γλωσσική επιμέλεια: ΛΟΥΚΙΑ ΕΡΩΤΑ

Το copyright © κάθε κειμένου ανήκει στο συγγραφέα του.

Copyright © 2011:

ΕΚΔΟΤΙΚΟΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΙΒΑΝΗ ΑΒΕ

Σόλωνος 98 – 106 80 Αθήνα. Τηλ.: 210 3661200, Fax: 210 3617791

<http://www.livanis.gr>

Απαγορεύεται η αναδημοσίευση, η αναπαραγωγή, ολική, μερική ή περιληπτική, ή η απόδοση κατά παράφραση ή διασκευή του περιεχομένου του βιβλίου με οποιονδήποτε τρόπο, μηχανικό, ηλεκτρονικό, φωτοτυπικό, ηχογράφησης ή άλλο, χωρίς προηγούμενη γραπτή άδεια του εκδότη. Νόμος 2121/1993 και κανόνες του Διεθνούς Δικαίου που ισχύουν στην Ελλάδα.

Παραγωγή: Εκδοτικός Οργανισμός Λιβάνη

ISBN 978-960-14-2343-2

Περιεχόμενα

Σύνοψη περιεχομένων	11
Εισαγωγή	29
 Γκίκας Α. Χαρδούβελης Καθηγητής στο Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής του Πανεπιστημίου Πειραιώς και Οικονομικός Σύμβουλος ομίλου Eurobank EFG <i>Το χρονικό της διεθνούς και της συνακόλουθης ελληνικής και ευρωπαϊκής κρίσης: Αίτια, αντιδράσεις, επιπτώσεις, προοπτική</i>	
A. Τα αίτια της διεθνούς κρίσης	129
 Charles W. Calomiris Καθηγητής στο Πανεπιστήμιο Columbia της Νέας Υόρκης <i>Αίτια της κρίσης στην αγορά ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου</i> ...	
131	
 Jim O' Neill Πρόεδρος της Goldman Sachs Asset Management <i>Κρίση και οικονομικός κύκλος: Η άποψη της αγοράς</i>	
157	
B. Οι επιπτώσεις της κρίσης	173
 Μιράντα Ξαφά Senior Investment Strategist και Μέλος Δ.Σ. της IJ Partners <i>Το μέλλον της διαχείρισης των αποταμιεύσεων</i>	
175	

Πλούταρχος Σακελλάρης Αντιπρόεδρος της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων <i>Η χρηματοδότηση επενδύσεων στην Ευρώπη: Η κρίση και το μέλλον</i>	183
Βασίλειος Θ. Ράπανος Καθηγητής στο Τμήμα Οικονομικών Επιστημών του Πανεπιστημίου Αθηνών και Πρόεδρος Δ.Σ. της Εθνικής Τράπεζας Γεωργία Καπλάνογλου Επίκουρη Καθηγήτρια στο Τμήμα Οικονομικών Επιστημών του Πανεπιστημίου Αθηνών <i>Οικονομική κρίση και δημοσιονομική πολιτική: Η περίπτωση της Ελλάδας</i>	229
Γ. Ο νέος ρόλος της Εποπτείας	267
Αθανάσιος Ορφανίδης Διοικητής Κεντρικής Τράπεζας της Κύπρου <i>Η σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού τομέα: Προβληματισμοί και συμπεράσματα από την κρίση για την Ευρώπη</i>	269
Τάκης Τριδήμας Καθηγητής στο Πανεπιστήμιο Queen Mary του Λονδίνου <i>Το μέλλον της εποπτείας του χρηματοοικονομικού τομέα στην Ευρώπη</i>	289
Γκίκας Α. Χαρδούβελης Καθηγητής στο Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής του Πανεπιστημίου Πειραιώς και Οικονομικός Σύμβουλος ομίλου Eurobank EFG <i>Η υπερκυκλικότητα του διεθνούς χρηματοοικονομικού συστήματος και προτάσεις για τη μείωσή της.</i>	325
Δ. Η δεύτερη κρίση στην Ευρωζώνη	381
Thomas Mayer Επικεφαλής Οικονομολόγος ομίλου Deutsche Bank <i>Διαγράμματα από την κρίση χρέους στην Ελλάδα</i>	383

Stefan Collignon Καθηγητής στο Sant' Anna School of Advanced Studies του Πανεπιστημίου Πίζας <i>Η έκδοση Ιδιωτικών Ομολόγων της Ευρωπαϊκής Ένωσης ως διέξοδος από το ελληνικό δράμα</i>	398
Willem H. Buiter Επικεφαλής Οικονομολόγος της Citigroup Ebrahim Rahbari Οικονομολόγος της Citigroup <i>Η Ελλάδα και η δημοσιονομική κρίση στην ONE</i>	421
Επίλογος	455
Νικόλαος Β. Καραμούζης Καθηγητής στο Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής του Πανεπιστημίου Πειραιώς και Αναπληρωτής Διευθύνων Σύμβουλος ομίλου Eurobank EFG <i>Από τη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση στην ελληνική δημοσιονομική εκτροπή και την κρίση της Ευρωζώνης: Οι προκλήσεις για το ελληνικό τραπεζικό σύστημα και τη χώρα</i>	457
Ευρετήριο όρων και ονομάτων	543
Βιογραφικά	571

Μιράντα Ξαφά

Το μέλλον της διαχείρισης των αποταμιεύσεων

1. Εισαγωγή

Η βαθιά και πρωτόγνωρη κρίση που ξέσπασε στα μέσα του 2007 αλλάζει ριζικά τη δομή του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος. Το πρωτόγνωρο στοιχείο ήταν η ταχύτητα με την οποία η κρίση μεταδόθηκε από τα στεγαστικά δάνεια μειωμένης εξασφάλισης στην Αμερική στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα και στην οικονομία. Παρά τις προσπάθειες εξομάλυνσης των κεφαλαιαγορών με την παροχή απεριόριστης ρευστότητας από τις κεντρικές τράπεζες, το ασφάλιστρο πιστωτικού κινδύνου που ενσωματώνεται στα επιτόκια εκτοξεύθηκε στα ύψη. Ο αυξανόμενος όγκος των επισφαλών στεγαστικών δανείων είχε ως αποτέλεσμα την απώλεια εμπιστοσύνης των επενδυτών σε μια ευρεία γκάμα σύνθετων τιτλοποιημένων προϊόντων και άλλων παραγώγων μεταφοράς κινδύνου (ABS, CDO, CDS). Η πολυπλοκότητα και η έλλειψη διαφάνειας αυτών των δομημένων προϊόντων έκαναν την αξία τους δύσκολο να εκτιμηθεί, με αποτέλεσμα την απώλεια εμπιστοσύνης στις ανακοινώσεις των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων ως προς την κερδοφορία τους. Οι στατιστικές μέθοδοι που χρησιμοποιήθηκαν για την τιμολόγηση αυτών των προϊόντων και την αξιολόγηση του πιστωτικού κινδύνου που εμπεριέχουν είχαν βασιστεί στις ευνοϊκές συνθήκες που επικρατούσαν στις διεθνείς αγορές από την αρχή της δεκαετίας, με αποτέλεσμα να υποεκτιμηθεί το ρίσκο που συνεπάγονται σε περίοδο ύφεσης.

Αυτή ήταν η πρώτη παγκόσμια κρίση στις τιτλοποιημένες διεθνείς κεφαλαιαγορές, όπου οι κίνδυνοι κατανέμονται σε ευρύ φάσμα επενδυτών σε όλο τον κόσμο (τράπεζες, συνταξιοδοτικά ταμεία, αμοιβαία κεφάλαια, ασφαλιστικές εταιρείες), και κανείς δεν έχει πλήρη εικόνα. Η έκταση της κρίσης μπορεί να εκτιμηθεί από τις χρηματοπιστωτικές ζημιές που έχει προκαλέσει. Το ΔΝΤ

υπολογίζει ότι οι ζημιές από επισφαλή στεγαστικά δάνεια και άλλα σύνθετα τιτλοποιημένα προϊόντα και παράγωγα ξεπερνούσαν τα 2,4 τρισεκατομμύρια δολάρια παγκοσμίως στο τέλος του 2009. Οι ζημιές αυτές είναι με απόσταση οι μεγαλύτερες που έχει υποστεί η παγκόσμια οικονομία την μεταπολεμική περίοδο. Στο μάτι του κυκλώνα βρέθηκαν οι μεγάλες επενδυτικές τράπεζες παγκόσμιας εμβέλειας που είχαν στην κατοχή τους τοξικά τιτλοποιημένα προϊόντα υψηλού ρίσκου τα οποία είχαν χρηματοδοτήσει με προσφυγή σε βραχυπρόθεσμο δανεισμό (ABCP). 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 υπερβολική μόχλευση και η έλλειψη ρευστότητας –τα δύο βασικά συστατικά των συστημικών κρίσεων– ήταν οι καθοριστικοί παράγοντες που εξηγούν την έκταση της κρίσης.

2. Η κλιμάκωση της κρίσης

Μετά τη διάσωση της Bear Stearns το Μάρτιο του 2008, η χρεοκοπία της Lehman στα μέσα Σεπτεμβρίου του 2008 προκάλεσε μη ελεγχόμενες αλυσιδωτές αντιδράσεις, καθώς δημιούργησε μεγάλες ζημιές στα αντισυμβαλλόμενα πιστωτικά ιδρύματα και οδήγησε σε μια γενική επανεκτίμηση του πιστωτικού κινδύνου. Η λίγη εμπιστοσύνη που είχε απομείνει εξανεμίστηκε, και οι χρηματοπιστωτικές αγορές κυριολεκτικά πάγωσαν. Δημιουργήθηκε έτσι ένα domino effect που οδήγησε σε συστημική κρίση με πρώτο θύμα τη Merrill Lynch, που εξαγοράστηκε από την Bank of America έναντι ψιχίων. Ακολούθησε η διάσωση από το αμερικανικό Δημόσιο των δύο εταιρειών-εγγυητών στεγαστικών δανείων Fannie και Freddie, με ισολογισμούς ύψους τρισεκατομμυρίων δολαρίων. Ακόμη και η διάσωση αυτών των κολοσσών, όμως, δεν έπεισε τους επενδυτές ότι το χρηματοπιστωτικό σύστημα βρίσκεται εκτός κινδύνου. Και αυτό διότι, πέρα από την έλλειψη ρευστότητας, υπήρχε φόβος χρεοκοπίας των αντισυμβαλλόμενων πιστωτικών ιδρυμάτων που τους είχαν πουλήσει «προστασία» από πιστωτικούς κινδύνους με παράγωγα προϊόντα (credit default swaps). Για να αποτραπεί η πλήρης κατάρρευση του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος, το αμερικανικό Δημόσιο αναγκάστηκε έτσι να διασώσει και τη μεγαλύτερη ασφαλιστική εταιρεία του κόσμου, την AIG.

Οι ραγδαίες εξελίξεις στις διεθνείς κεφαλαιαγορές αλλάζουν ριζικά το τραπεζικό τοπίο στην Αμερική αλλά και στην Ευρώπη. Οι δύο μοναδικά επεν-

δυτικές τράπεζες που είχαν απομείνει, η Goldman Sachs και η Morgan Stanley, μετετράπησαν σε τράπεζες ώστε να έχουν πρόσβαση σε χρηματοδότηση από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα της Αμερικής. Πολλές μικρότερες τράπεζες συγχωνεύτηκαν ή αγοράστηκαν από κάποια μεγαλύτερη με «βαθιές τσέπες», που τους εξασφάλισε πρόσβαση σε φθηνή χρηματοδότηση από καταθέσεις. Η λίστα των τραπεζών που κατέρρευσαν, διασώθηκαν, συγχωνεύτηκαν ή εξαγοράστηκαν τόσο στην Αμερική όσο και στην Ευρώπη συνέχεια μεγαλώνει. Και θα μεγαλώσει κι άλλο, καθώς η διαδικασία προσαρμογής σε ένα νέο, πιο λιτό και διαφανές, παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα δεν έχει λήξει.

3. Παράπλευρες απώλειες

Οι απώλειες δεν περιορίστηκαν στα τοξικά προϊόντα υψηλού ρίσκου. Η αβεβαιότητα οδήγησε σε μία γενικευμένη συμπεριφορά περιορισμού των απωλειών (stop-loss) και σε μαζικές ρευστοποιήσεις, που προκάλεσαν μεγάλη πτώση στις διεθνείς κεφαλαιαγορές. Η αναταραχή στις αγορές μεταδόθηκε στην οικονομία, καθώς τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, μην μπορώντας να αντλήσουν νέα κεφάλαια σε μια πτωτική αγορά, μείωσαν την παροχή νέων πιστώσεων για να περιορίσουν τις επισφάλειες και να διατηρήσουν επάρκεια κεφαλαίων παρά τις ζημιές που είχαν υποστεί. Συγχρόνως, η ύφεση στην οικονομία μείωσε τη δυνατότητα των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών να εξυπηρετούν τα δάνειά τους. Δημιουργήθηκε έτσι ένας φαύλος κύκλος αρνητικών αλληλεπιδράσεων μεταξύ κεφαλαιαγορών και πραγματικής οικονομίας.

Οι αναπτυσσόμενες χώρες, παρόλο που δεν ήταν εκτεθειμένες σε τιτλοποιημένα προϊόντα υψηλού ρίσκου, επηρεάστηκαν έμμεσα από την κρίση λόγω της πτώσης της παγκόσμιας ζήτησης και της μείωσης των εισροών κεφαλαίων. Στις χώρες με ταχεία πιστωτική επέκταση και υψηλές δανειακές ανάγκες, όπως η Ελλάδα και η Ανατολική Ευρώπη, οι τράπεζες πλήγησαν ιδιαίτερα από την άνοδο του κόστους χρηματοδότησης, την αύξηση των επισφαλειών και τη μείωση της αποτίμησης στοιχείων του ενεργητικού τους. Ιδιαίτερα στην Ελλάδα, η διεθνής κρίση μεγέθυσε τις επιπτώσεις των συσσωρευμένων ελλειμμάτων δημοσιονομικής διαχείρισης και ανταγωνιστικότητας, επιβαρύνοντας τις τράπεζες και επιταχύνοντας την πτωτική πορεία της οικονομίας.

4. Τα μέτρα πολιτικής για την αντιμετώπιση της κρίσης

Οι κεντρικές τράπεζες και οι κυβερνήσεις παγκοσμίως αντέδρασαν σχετικά γρήγορα και συντονισμένα, με μειώσεις επιτοκίων και πρωτοφανή μέτρα στήριξης της ρευστότητας και της κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών. Στην ΕΕ, το Συμβούλιο Κορυφής που συγκαλέστηκε επειγόντως στα μέσα Οκτωβρίου 2008 αποφάσισε την άμεση συμμετοχή του κράτους στο κεφάλαιο των τραπεζών και την κρατική εγγύηση του συνόλου του παθητικού τους, που περιλαμβάνει, πέρα από τις καταθέσεις, και τα νέα ομολογιακά δάνεια που θα συνάψουν τα επόμενα χρόνια. Η όλη προσπάθεια αποβλέπει στην αποκατάσταση της δυνατότητας των τραπεζών να χορηγήσουν νέα δάνεια, ώστε να περιοριστεί η επίπτωση της κρίσης στην οικονομία. Πέρα από τις κρατικές παρεμβάσεις στον τραπεζικό τομέα, τα δημοσιονομικά ελλείμματα αυξήθηκαν και από την άσκηση χαλαρής δημοσιονομικής πολιτικής, με σκοπό τη στήριξη της ζήτησης. Σύμφωνα με τα στοιχεία του ΔΝΤ, το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης στην Ευρωζώνη αυξήθηκε από 0,6% του ΑΕΠ το 2007 σε 6,3% το 2009, ενώ το χρέος αυξήθηκε από 65,7% σε 78,3% του ΑΕΠ και προβλέπεται να αυξηθεί κι άλλο το 2010.

Μετά τη λήψη «πυροσβεστικών» μέτρων για την αντιμετώπιση της κρίσης, ακολούθησε ο προβληματισμός για μέτρα ικανά να αποτρέψουν την επανάληψη μιας τέτοιας κρίσης. Με την καθοδήγηση του ΔΝΤ και του Financial Stability Board (FSB), οι χώρες G-20 άρχισαν να αναθεωρούν το ρυθμιστικό πλαίσιο και την εποπτεία του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος, με σκοπό την αύξηση της διαφάνειας, τη θωράκιση της ρευστότητας και της κεφαλαιακής επάρκειας και την αποφυγή πρακτικών που οδηγούν σε αυξημένο συστημικό κίνδυνο. Η αναθεώρηση βρίσκεται σε εξέλιξη – και δεν αναμένεται να οριστικοποιηθεί πριν από το 2012. Παρά τις διαφωνίες που παραμένουν σε επί μέρους θέματα, η αποτυχία των εποπτικών αρχών να επισημάνουν τη συσσώρευση κινδύνου στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα οδηγεί σε μια προσπάθεια διεύρυνσης της περιμέτρου της εποπτείας, ώστε να περιληφθούν όλα τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα συστημικής σημασίας, είτε είναι τράπεζες είτε όχι. Η ειρωνεία είναι ότι η κρίση ξεκίνησε από τις τράπεζες, που θεωρητικά υπόκεινται σε αυστηρή εποπτεία, και όχι από τα hedge funds, που δεν εποπτεύονται.

Στην Ευρώπη, η ΕΕ ανέθεσε σε μία Επιτροπή Σοφών υπό την προεδρία του Jacques de Larosière, πρώην Γενικού Διευθυντή του ΔΝΤ, να υποβάλει προτάσεις για τη βελτίωση του εποπτικού και ρυθμιστικού πλαισίου στις χώρες-μέλη. Αναγνωρίζοντας την ανάγκη εποπτείας της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας πέρα από τα εθνικά σύνορα, η Έκθεση, που δημοσιοποιήθηκε το Φεβρουάριο

του 2009, προτείνει μεταξύ άλλων τη δημιουργία ενός νέου ευρωπαϊκού συστήματος εποπτείας που περιλαμβάνει δύο φορείς, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου και το Ευρωπαϊκό Σύστημα Χρηματοπιστωτικής Εποπτείας. Οι προτάσεις αυτές βρίσκονται στο στάδιο της διαβούλευσης με τα κράτη-μέλη της ΕΕ. Το βέβαιο είναι ότι η κρίση που διανύουμε είναι τόσο βαθιά και πρωτόγνωρη, που θα πάρει χρόνο να ξεπεραστεί και να οριστικοποιηθεί το νέο πλαίσιο εποπτείας.

5. Οι εξελίξεις στο *wealth management industry*

Η μεγάλη πτώση των χρηματιστηρίων και η αύξηση των αποδόσεων των κρατικών και εταιρικών ομολόγων αυξημένου ρίσκου προκάλεσαν μεγάλες ζημιές στα ιδιωτικά επενδυτικά χαρτοφυλάκια, τα οποία διαχειρίζονταν κατά κανόνα οι ίδιες τράπεζες που προκάλεσαν την κρίση. Οι ζημιές αυτές και η αβεβαιότητα που επικράτησε ως προς τη διάρκεια και το βάθος της ύφεσης μείωσαν τη διάθεση ανάληψης επενδυτικών κινδύνων. Επιπλέον, η συνεχιζόμενη ρευστοποίηση θέσεων από θεσμικούς επενδυτές, στην προσπάθειά τους να μειώσουν τη μόχλευση των ιδίων κεφαλαίων με δανειακά κεφάλαια και να ανταποκριθούν σε *margin calls*, σηματοδότησε μια παρατεταμένη περίοδο προσαρμογής στις νέες συνθήκες.

Σε αυτό το περιβάλλον, οι ιδιώτες επενδυτές άρχισαν να εγκαταλείπουν τις μεγάλες τράπεζες και να αναζητούν ασφαλές καταφύγιο σε εξειδικευμένες (*boutique*) επενδυτικές εταιρείες μικρού και μεσαίου μεγέθους, που προσφέρουν ένα φάσμα υπηρεσιών προσαρμοσμένων στις ανάγκες του πελάτη (Διάγραμμα 5.1).

Συγκεκριμένα προσφέρουν:

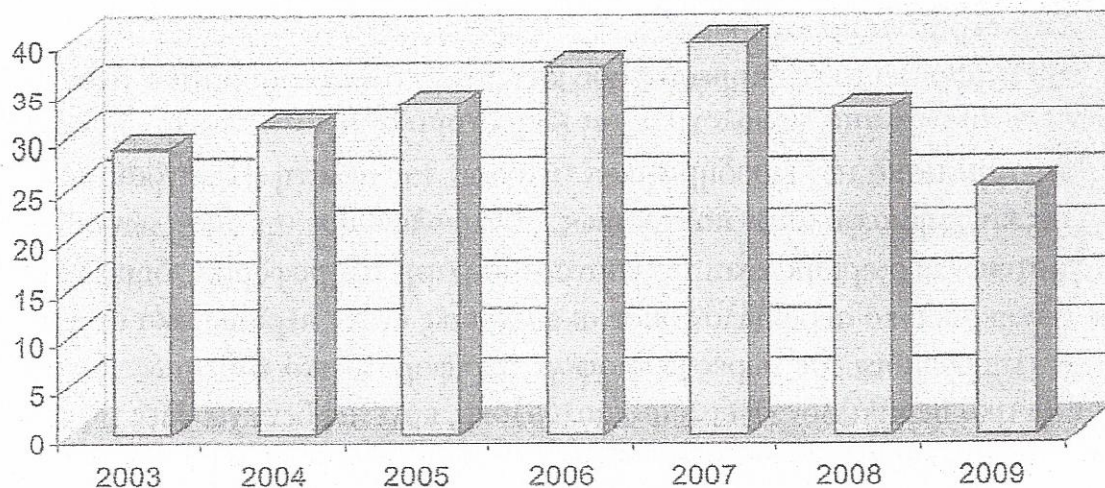
(1) Συμβουλευτικές υπηρεσίες που καλύπτουν όλο το φάσμα των αναγκών των επενδυτών, από φορολογικά και κληρονομικά θέματα έως τον διά βίου προγραμματισμό των εισοδηματικών αναγκών του πελάτη. Η ραγδαία αύξηση της κίνησης κεφαλαίων παγκοσμίως, που ακολούθησε την άρση των συναλλαγματικών περιορισμών και την επανάσταση στην πληροφορική, δημιούργησε ένα περίπλοκο περιβάλλον όπου οι επενδυτές έχουν περιουσιακά στοιχεία –και κληρονόμους– σε χώρες με διαφορετικό φορολογικό καθεστώς. Όσο το επενδυτικό περιβάλλον γίνεται πιο πολύπλοκο, κανένας δεν έχει όλες τις απαντήσεις. Οι μεγάλες τράπεζες κατά κανόνα αναθέτουν σε κάποιο *relationship manager* κατ' αποκλειστικότητα την εξυπηρέτηση του πελάτη. Αντίθετα, οι μι-

κρές επενδυτικές εταιρείες προσφέρουν στον πελάτη πρόσβαση σε ένα δίκτυο εξωτερικών συνεργατών που εξειδικεύονται σε κάποιο θέμα, φορολογικό, κληρονομικό κ.λπ. Αυτή η τάση διαφαίνεται και στον πολλαπλασιασμό των multi-family wealth management offices, δηλαδή των γραφείων διαχείρισης του πλούτου οικογενειών που μοιράζονται το κόστος λειτουργίας του γραφείου.

(2) Πλήρη διαφάνεια ως προς τις επενδύσεις τους. Βασικό συστατικό της κρίσης ήταν η μετακύλιση του πιστωτικού κινδύνου με σύνθετα παράγωγα χρηματοπιστωτικά προϊόντα από τον αρχικό πιστωτή σε διαφορετικούς τελικούς αποδέκτες που δεν ήταν σε θέση να εκτιμήσουν τους κινδύνους. Η τάση τώρα είναι προς απλούστερα «plain vanilla» προϊόντα, η απόδοση των οποίων δεν βασίζεται στη μόχλευση, αλλά συνδέεται άμεσα με την πορεία της πραγματικής οικονομίας. Το *World Wealth Report 2009* της Merrill Lynch επισημαίνει ότι οι «εναλλακτικές επενδύσεις» μειώθηκαν από το 9% του χαρτοφυλακίου των high net worth individuals (HNWI) το 2007 σε 7% το 2008. Στο σύνολο αυτό, το μερίδιο των hedge funds μειώθηκε από 31% σε 14%, ενώ αντίθετα τα επενδυτικά προϊόντα με προστασία κεφαλαίου αυξήθηκαν από 15% σε 21% την ίδια περίοδο.

(3) Πλήρη διαφάνεια ως προς τις προμήθειες. Οι μεγάλες τράπεζες δεν γνωστοποιούν στους πελάτες τους όλες τις προμήθειες που χρεώνουν, ενώ συχνά χρεώνουν διαφορετικές προμήθειες σε πελάτες με τα ίδια επενδυτικά κεφάλαια. Η αδιαφάνεια που επικρατεί επιτρέπει στις τράπεζες να προτείνουν επενδύσεις με γνώμονα τη μεγιστοποίηση των προμηθειών, και όχι την απόδοση της επένδυσης.

Διάγραμμα 5.1
Αξία Ενεργητικού σε Private Banks (\$τρς)



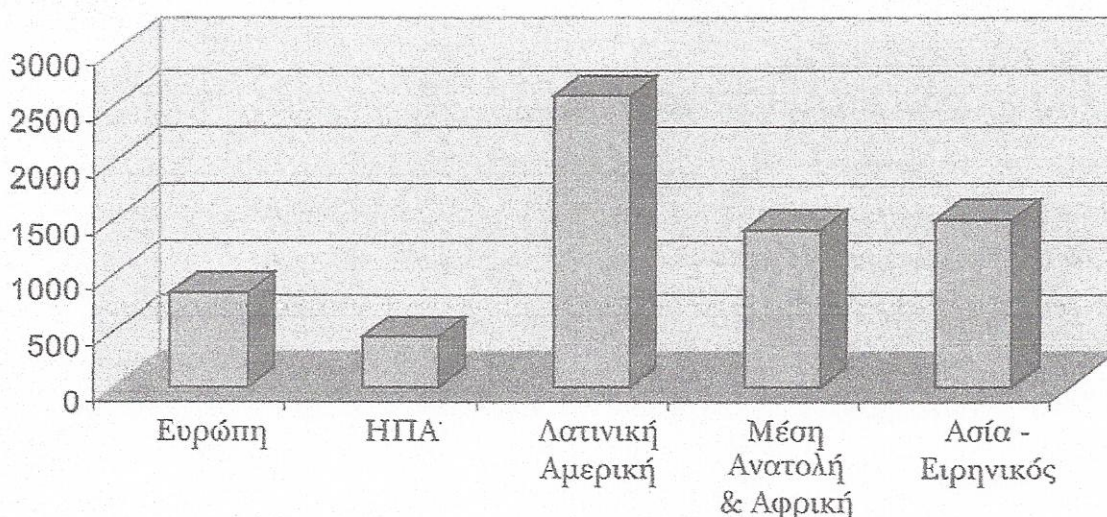
Πηγή: Boston Consulting Group και IJ Partners, στοιχεία βασισμένα σε 248 τραπεζικούς ομίλους.

Η τάση προς τη διαφάνεια ενισχύεται και από τις εξής εξελίξεις:

(1) *Small is beautiful*: Οι μεγάλες τράπεζες που προσφέρουν όλη την γκάμα χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών εξυπηρετούν διαφορετικούς πελάτες με αλληλοσυγκρουόμενα συμφέροντα. Παρά τα «σινικά τείχη» (Chinese walls) που θεωρητικά υψώνονται μεταξύ των διαφόρων τμημάτων της τράπεζας, υπάρχει έμφυτη τάση εξυπηρέτησης κάποιων συμφερόντων εις βάρος άλλων. Αυτό απέδειξε η προσπάθεια προώθησης στο επενδυτικό κοινό των μετοχών της Enron και Worldcom, με συγκάλυψη των ζημιών τους λίγο προτού αυτές χρεοκοπήσουν, στις αρχές της δεκαετίας. Η ίδια τάση είναι υπό εξέταση τώρα από την Αμερικανική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς στην περίπτωση της Goldman.

Διάγραμμα 5.2

Περιουσιακά στοιχεία σε παράκτιες περιοχές (offshore), κατά προέλευση (\$δισ)



Πηγή: Boston Consulting Group.

(2) *Τέρμα οι φορολογικοί παράδεισοι*: Η δημοσιονομική χαλάρωση που ακολούθησε την κρίση είχε ως επακόλουθο την αναζήτηση πρόσθετων φορολογικών εσόδων από τις κυβερνήσεις, για να επαναφέρουν τα ελλείμματα σε διατηρήσιμα επίπεδα. Το πιθανότερο είναι ότι δεν έχουμε δει παρά την κορυφή του παγόβουνου σε αυτό τον τομέα, καθώς υπολογίζεται ότι τα περιουσιακά στοιχεία που βρίσκονται σε παράκτιες περιοχές (offshore) ανέρχονται σε τουλάχιστον 7 τρισεκατομμύρια δολάρια (Διάγραμμα 5.2). Η περίοδος όπου οι τράπεζες «έκρυβαν» περιουσιακά στοιχεία πελατών από τους εφοριακούς έχει οριστικά παρέλθει, όπως δείχνει η πρόσφατη ιστορία μεταξύ της UBS και των αμερικανικών φορολογικών αρχών, που έθεσε επί τάπητος το θέμα του απορρήτου των καταθέσεων. Η προσπάθεια τώρα επικεντρώνεται στη νόμιμη ελαχιστοποίηση της φορολογικής επιβάρυνσης των επενδυτών.

Βιβλιογραφικές αναφορές

- IMF (2010), *Global Financial Stability Report*, Washington, April 2010, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2010/01/pdf/text.pdf>
- _____ (2010), *World Economic Outlook*, Washington, April 2010, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/01/pdf/text.pdf>
- Merrill Lynch (2009), *World Wealth Report*, <http://www.ml.com/media/113831.pdf>
- Xafa, M. (2010), «The Role of the IMF in the Global Financial Crisis», *Cato Journal*, Vol. 30, No. 3 (forthcoming).