

# Η Χρηματοοικονομική Κρίση

- 1. Εισαγωγή: Αίτια και περιγραφή*
- 2. Ιστορική επισκόπηση προηγούμενων κρίσεων*
- 3. Η κρίση στην Ελλάδα*

# Εισαγωγή

*Αίτια και περιγραφή*

# Η Χρηματοοικονομική Κρίση

Ακίνητα

Πιστώσεις

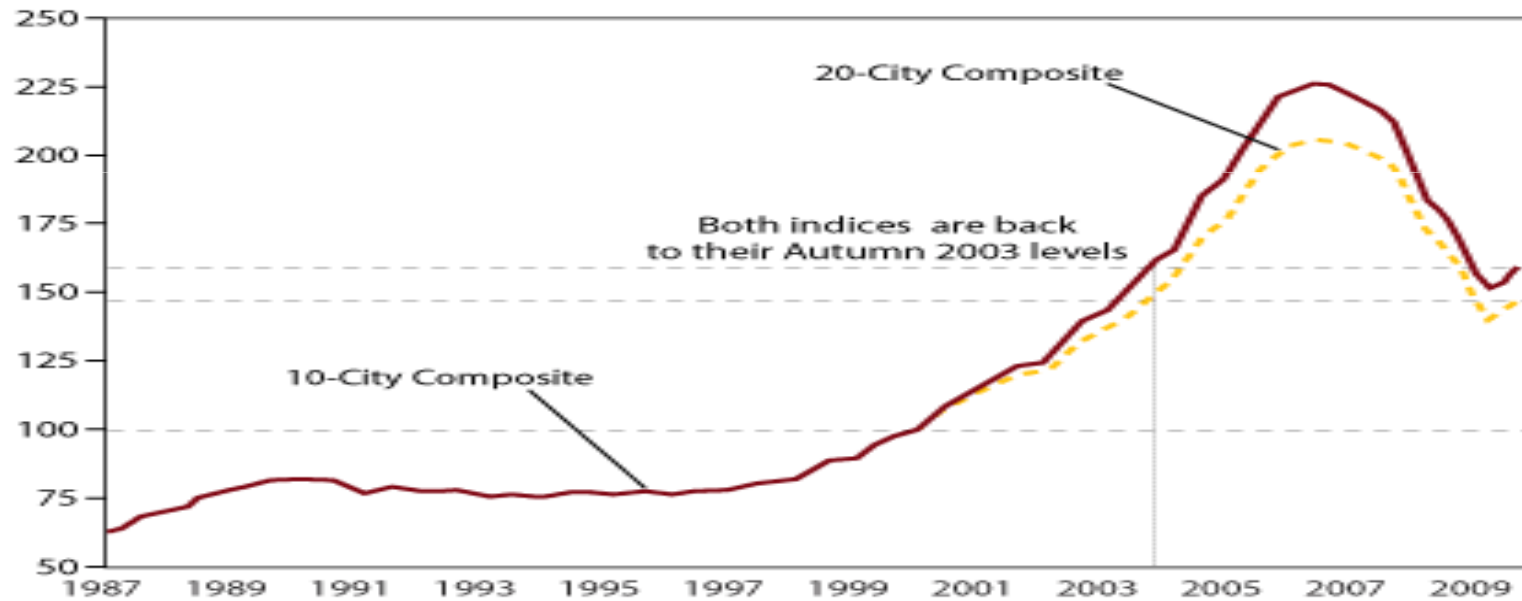
Χρηματιστήριο

“Πραγματική” Οικονομία

# Ακίνητα

## Boom to (Half)Bust

**The Case Shiller home price index rose up to 200% since 1997, but has only suffered a 33% correction.**



Source: Standard & Poor's and Fiserv

[WWW.AGORAFINANCIAL.COM](http://WWW.AGORAFINANCIAL.COM)

# Ακίνητα

Μέγιστη αξία \$23τρεις (70\*ΑΕΠ Ελλάδας)

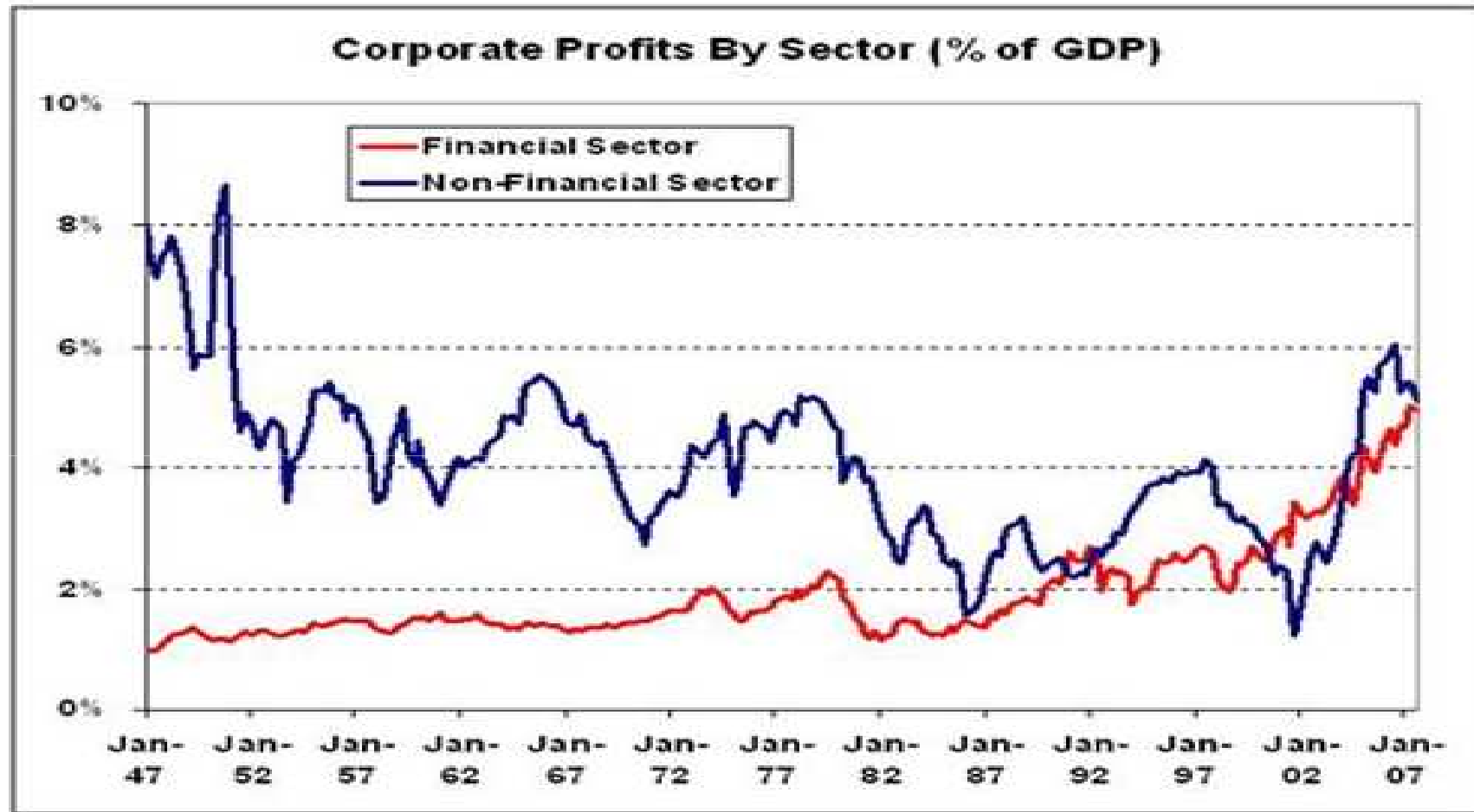
– Μείωση κατα 33% => Απώλειες \$7.7τρεις (40% ΑΕΠ ΗΠΑ)

– 24% ιδιοκτησιών (11.3εκ) έχουν αρνητική αξία

<http://www.dnj.com/article/20100223/BUSINESS/100223026/New-data-shows-24-percent-of-residential-properties-in-negative-equity>

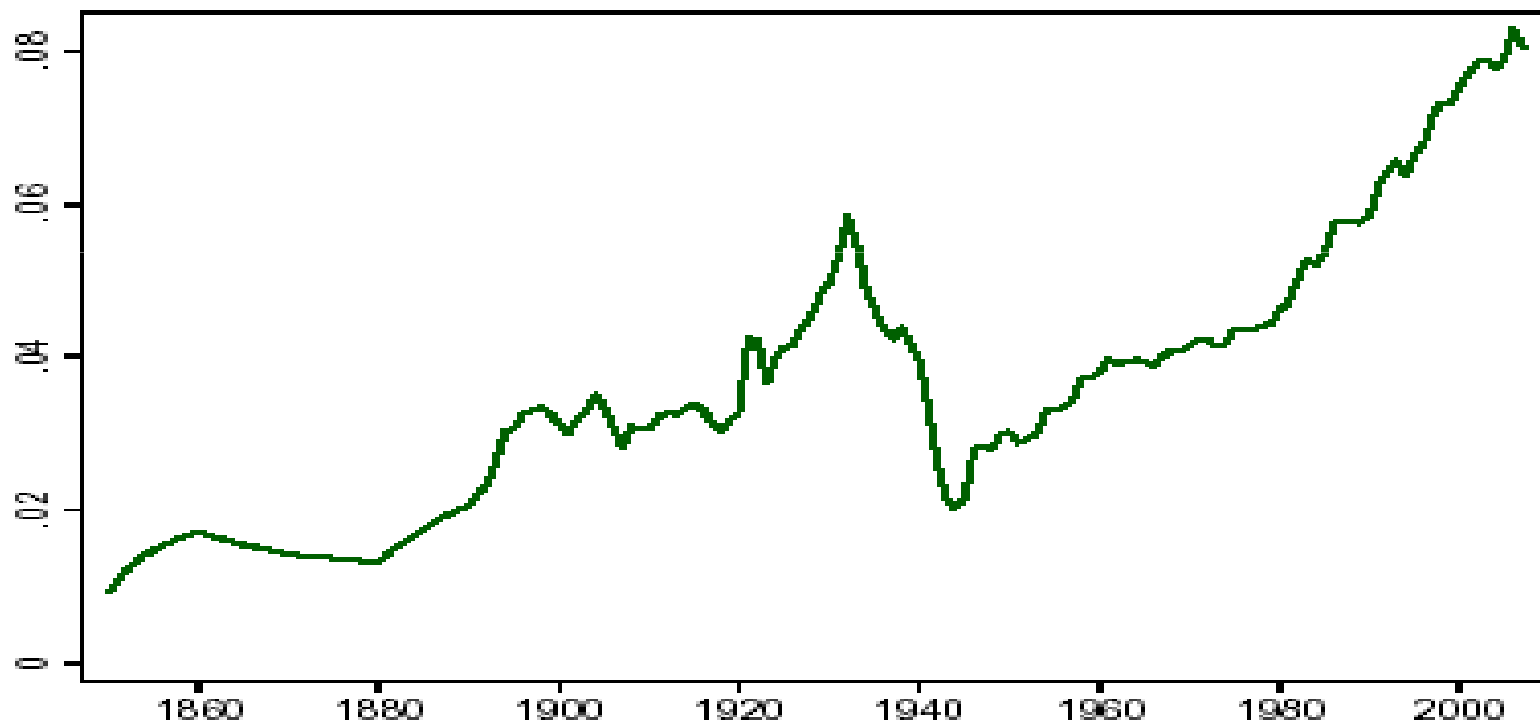
– Παράγωγα προϊόντα υψηλής ασφάλειας (AAA) χάσαν όλη την αξία τους

# Διαρθρωτικά προβλήματα



Εισοδήματα: 10 φορές μέσου όρου ιδιωτικών ειδοσημάτων

Figure 1: GDP Share of U.S. Financial Industry



Source: Author's estimation based on U.S. Annual Industry Accounts, Kuznet (1941), Martin (1939), U.S.

Figure 1: Relative Wage and Education in the Financial Industry

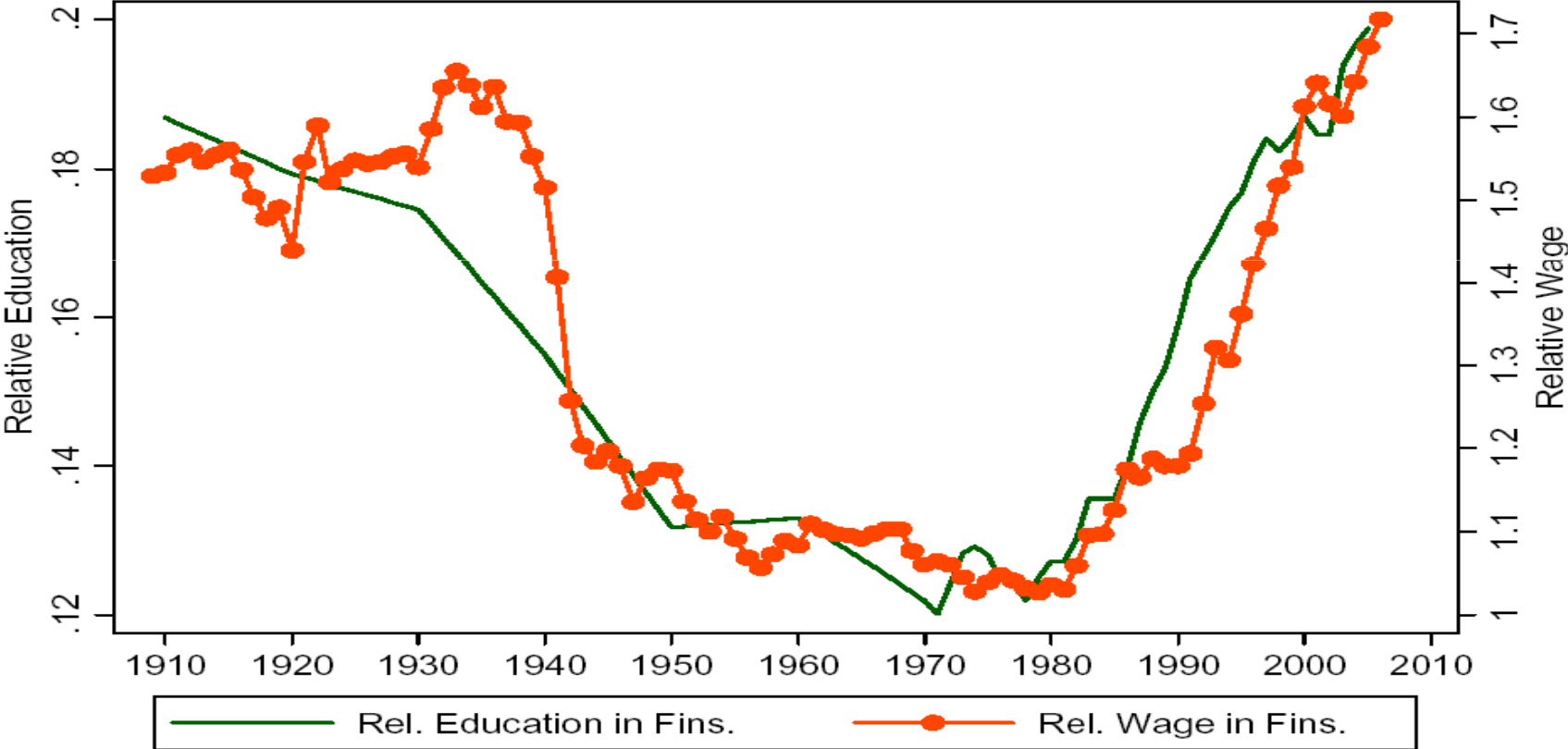
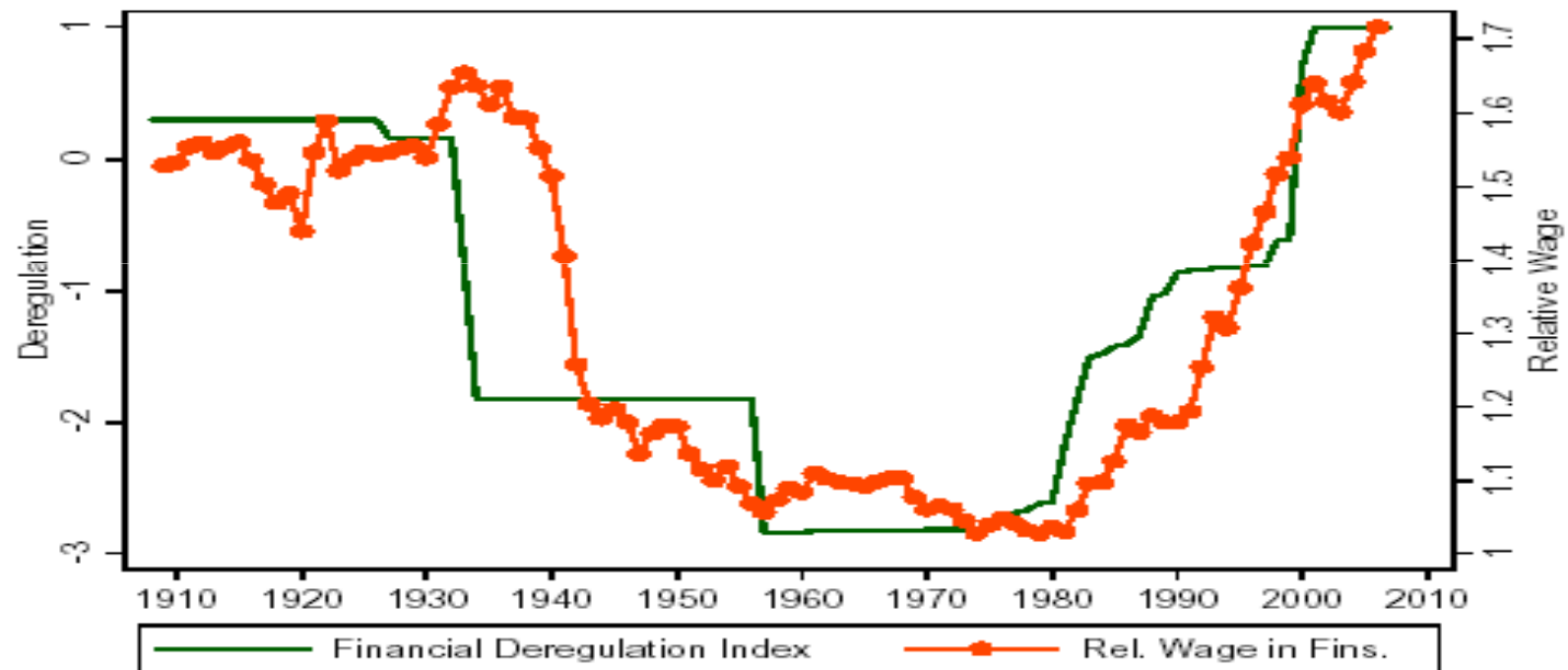


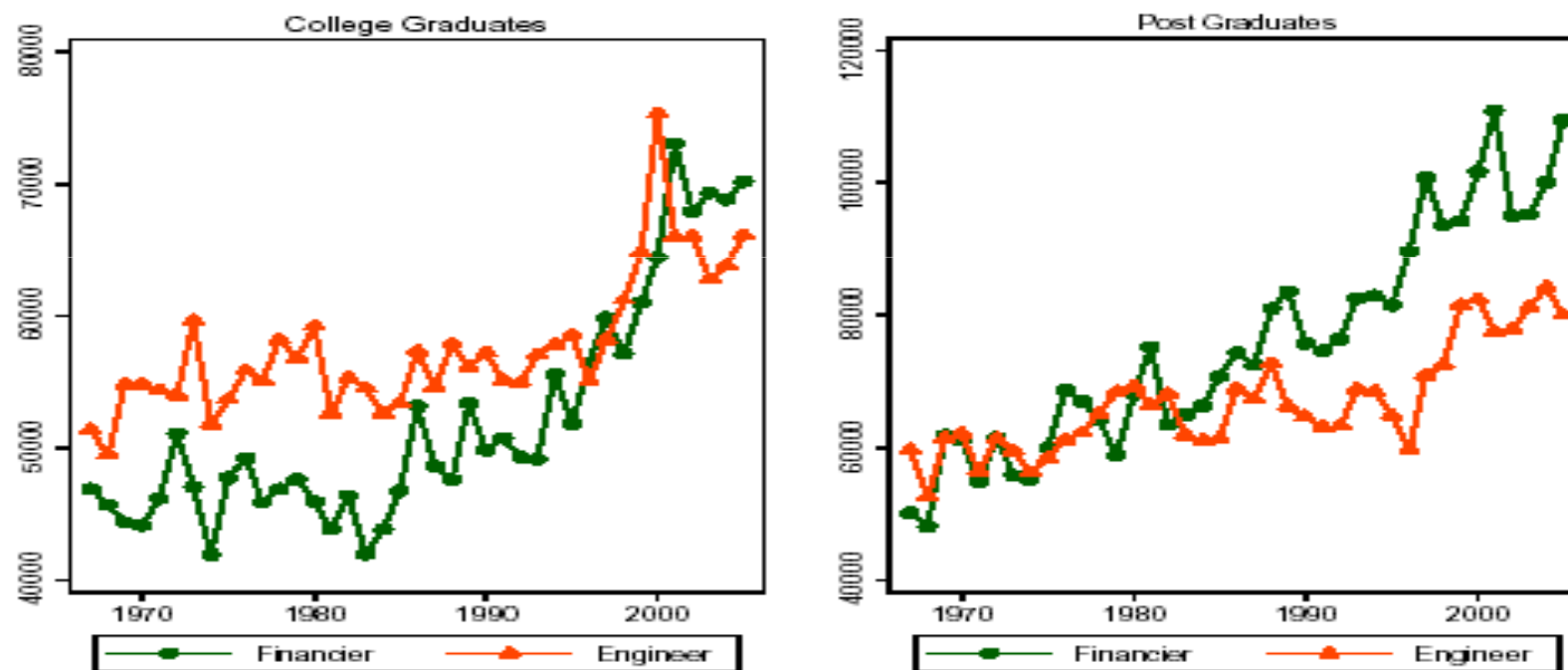


Figure 6: Relative Financial Wage and Financial Deregulation



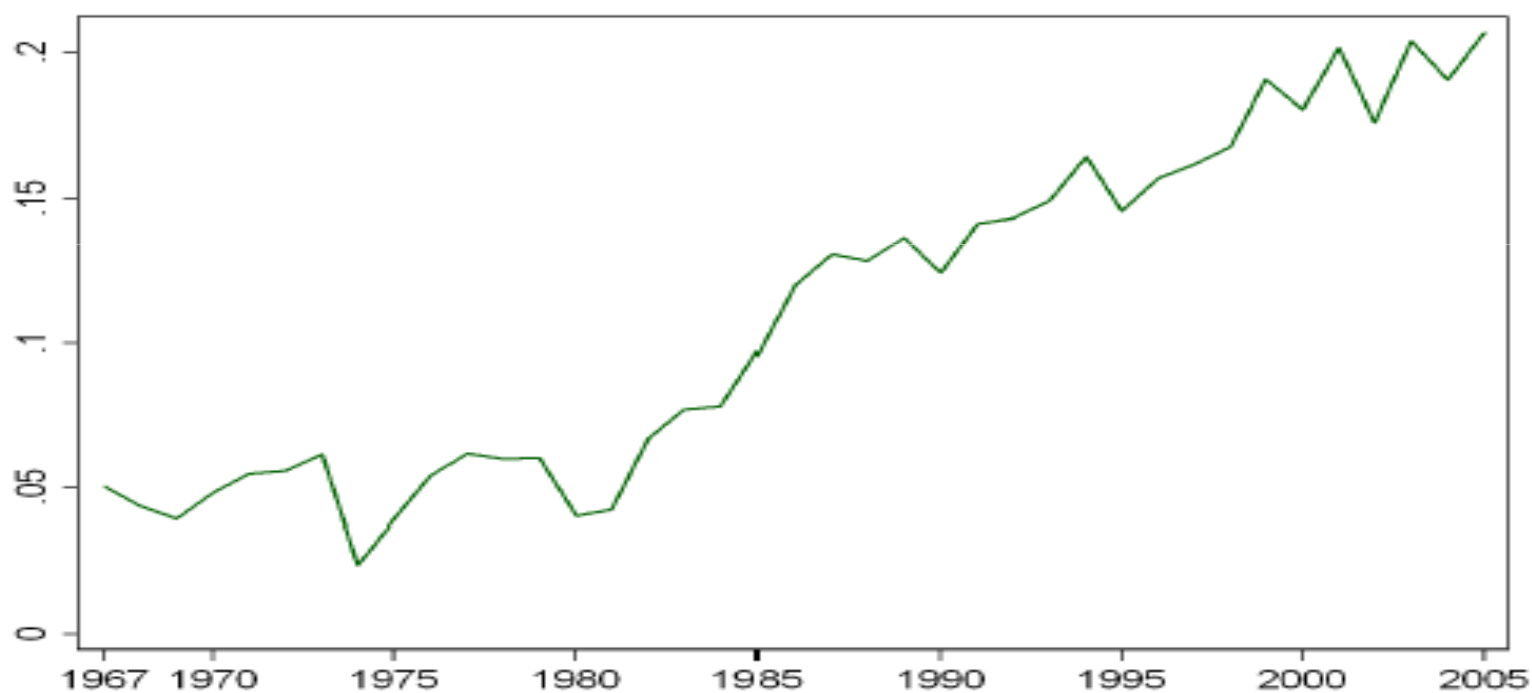
Notes: Wages are computed from the Industry Accounts of the U.S., from Kuznets (1941), and from Martin (1939). The relative wage is the ratio of Fins to Non Farm Private wages. See the text for the definition of the deregulation index.

Figure 7: Annual Income of Engineers and Financiers



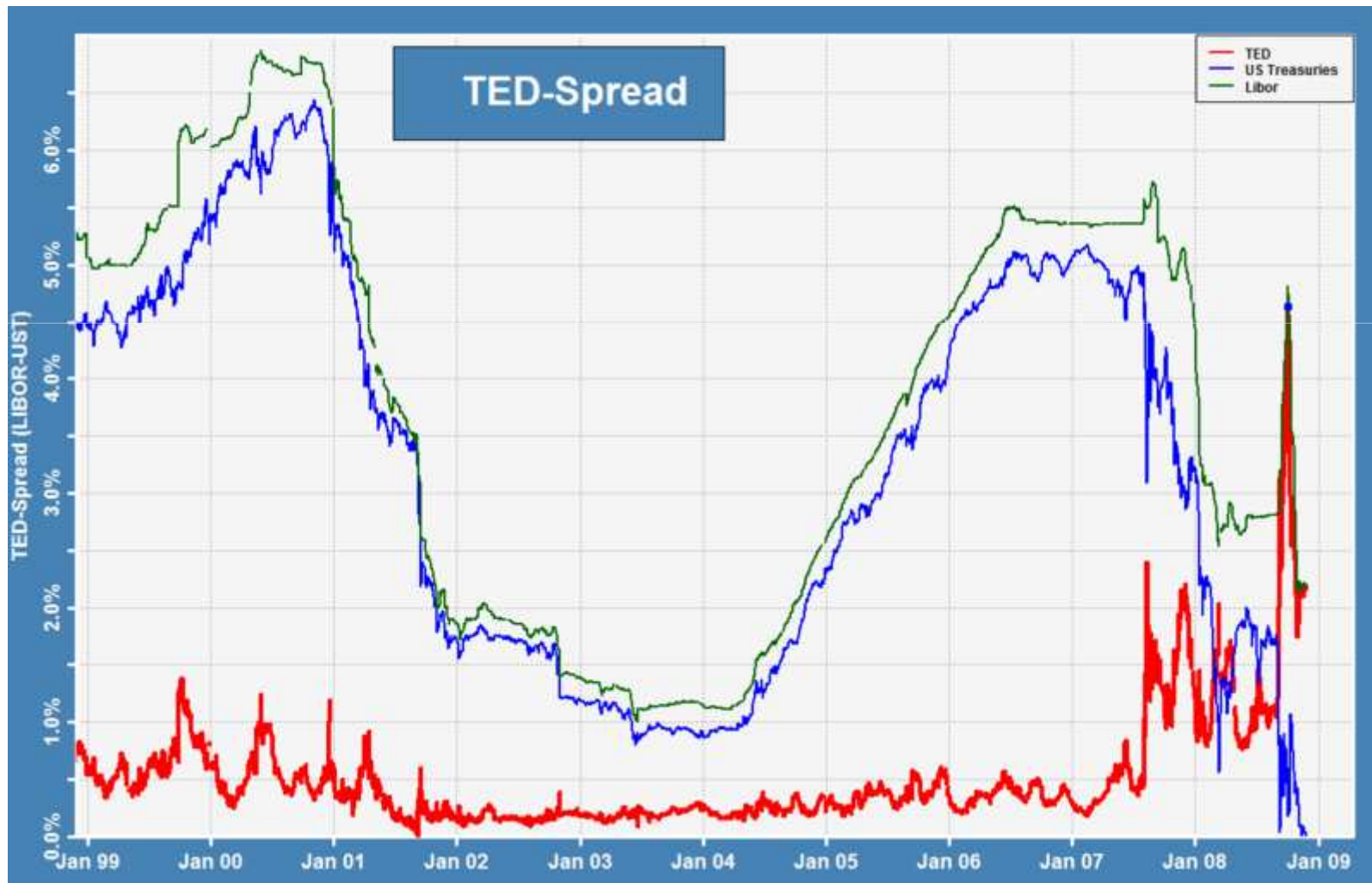
Notes: All wages are in 2000 U.S. dollars and are weighted using sampling weights. Data: March CPS.

Figure 8: Residual Wage in the Financial Sector, 1967-2005



Notes: Coefficient of Finance dummy from fitting regressions of log hourly wages to individual characteristics that include race, sex, marital status, urban residence, potential experience and its square, as well as education controls. Data: March CPS.

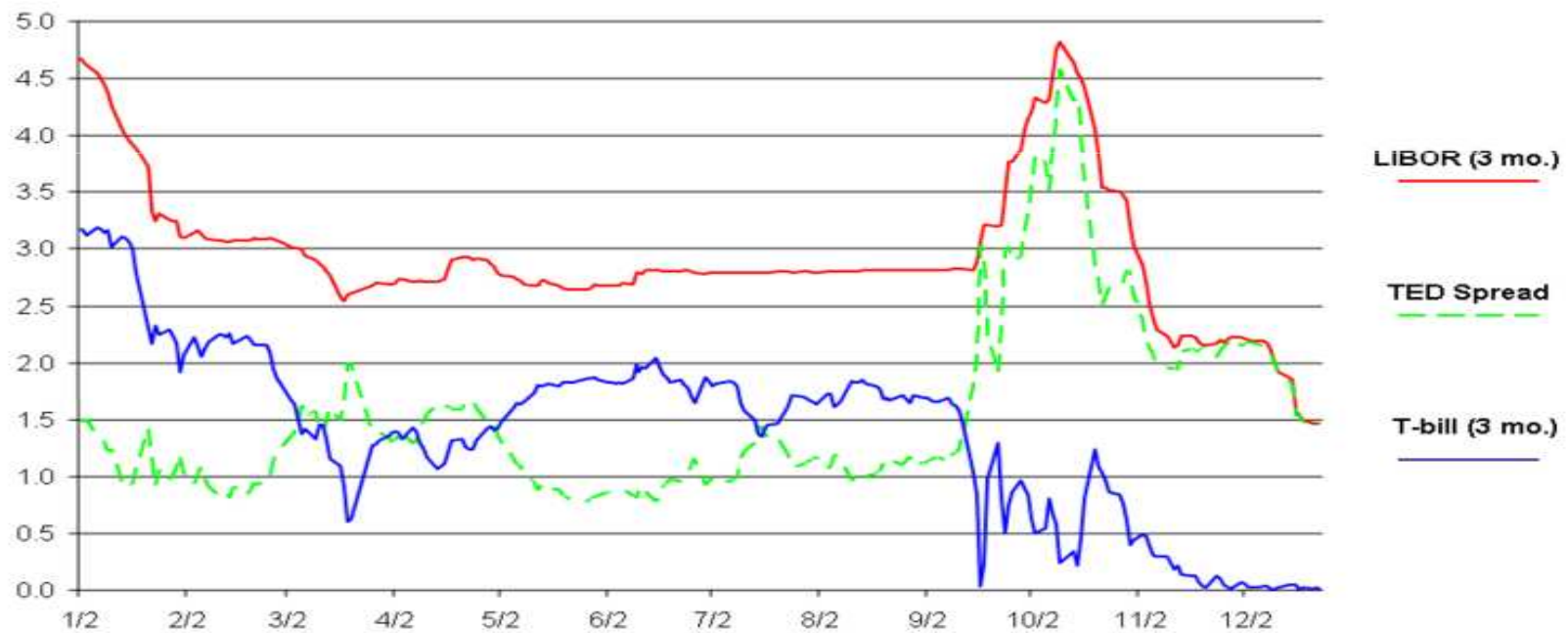
# Πιστωτική κρίση



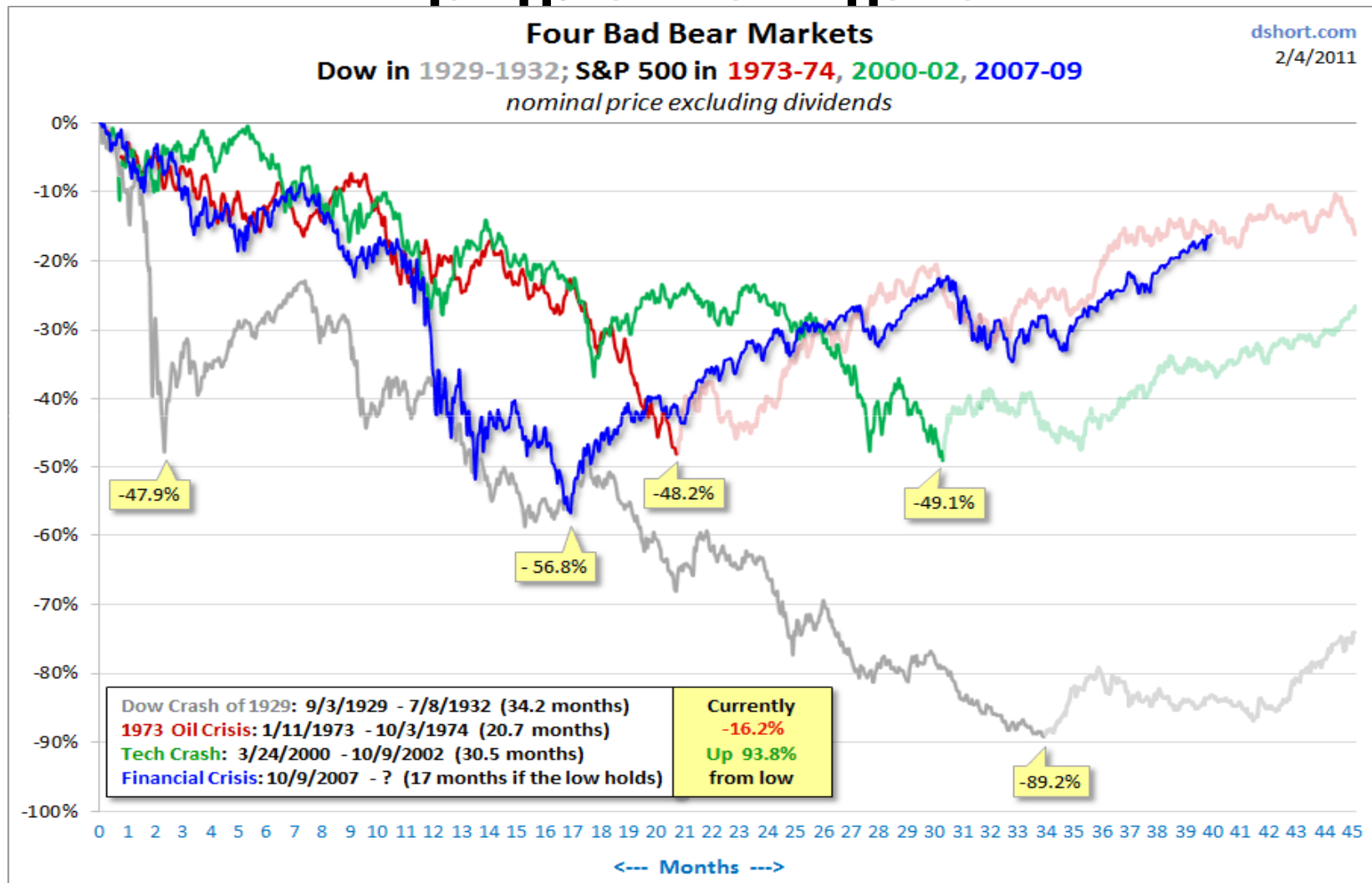
## TED Spread & Components - 2008

The "TED Spread" is a measure of credit risk for inter-bank lending. It is the difference between: 1) the three-month U.S. treasury bill rate; and 2) the three-month LIBOR rate, which represents the rate at which banks typically lend to each other. A higher spread indicates banks perceive each other as riskier counterparties.

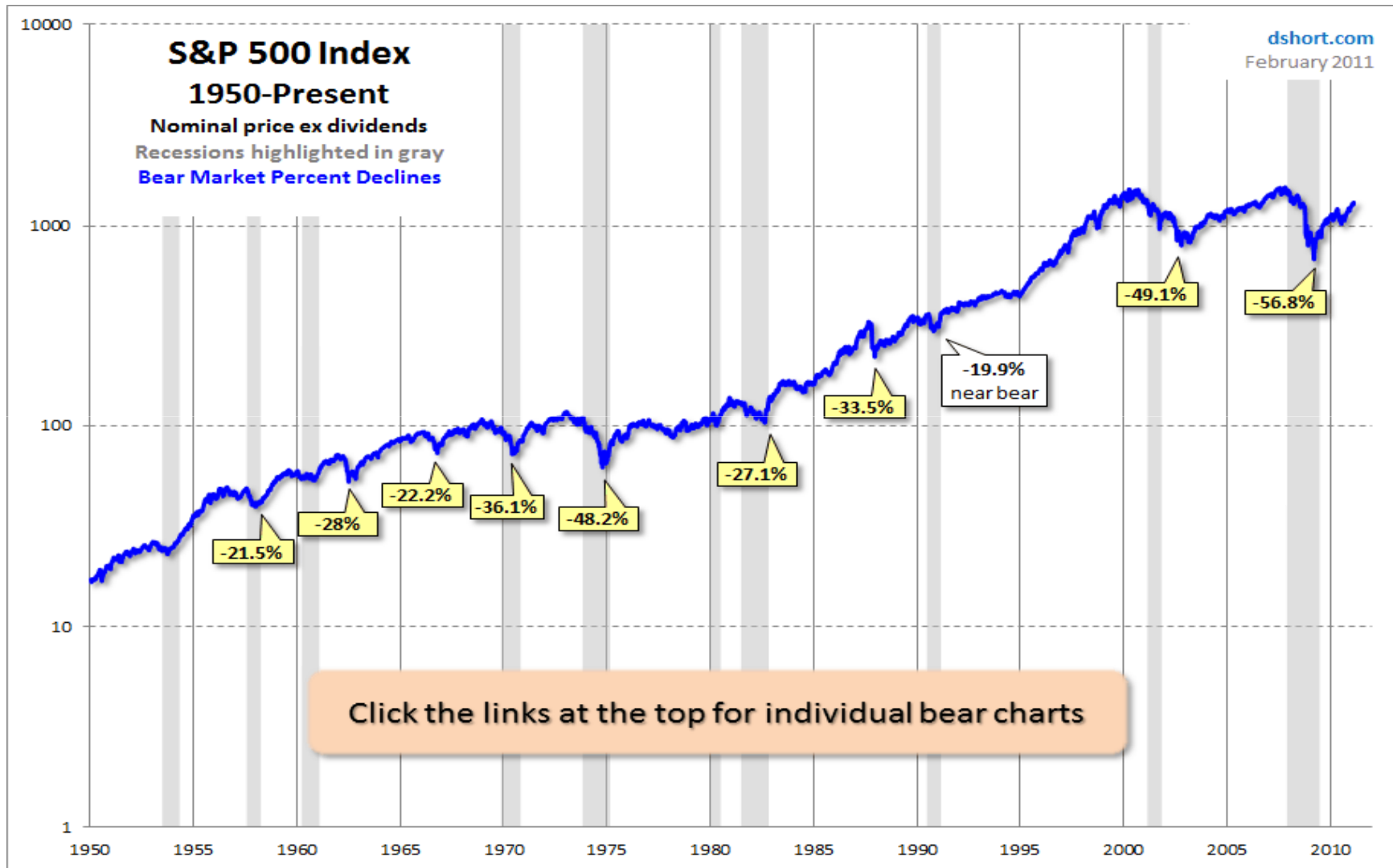
Percent



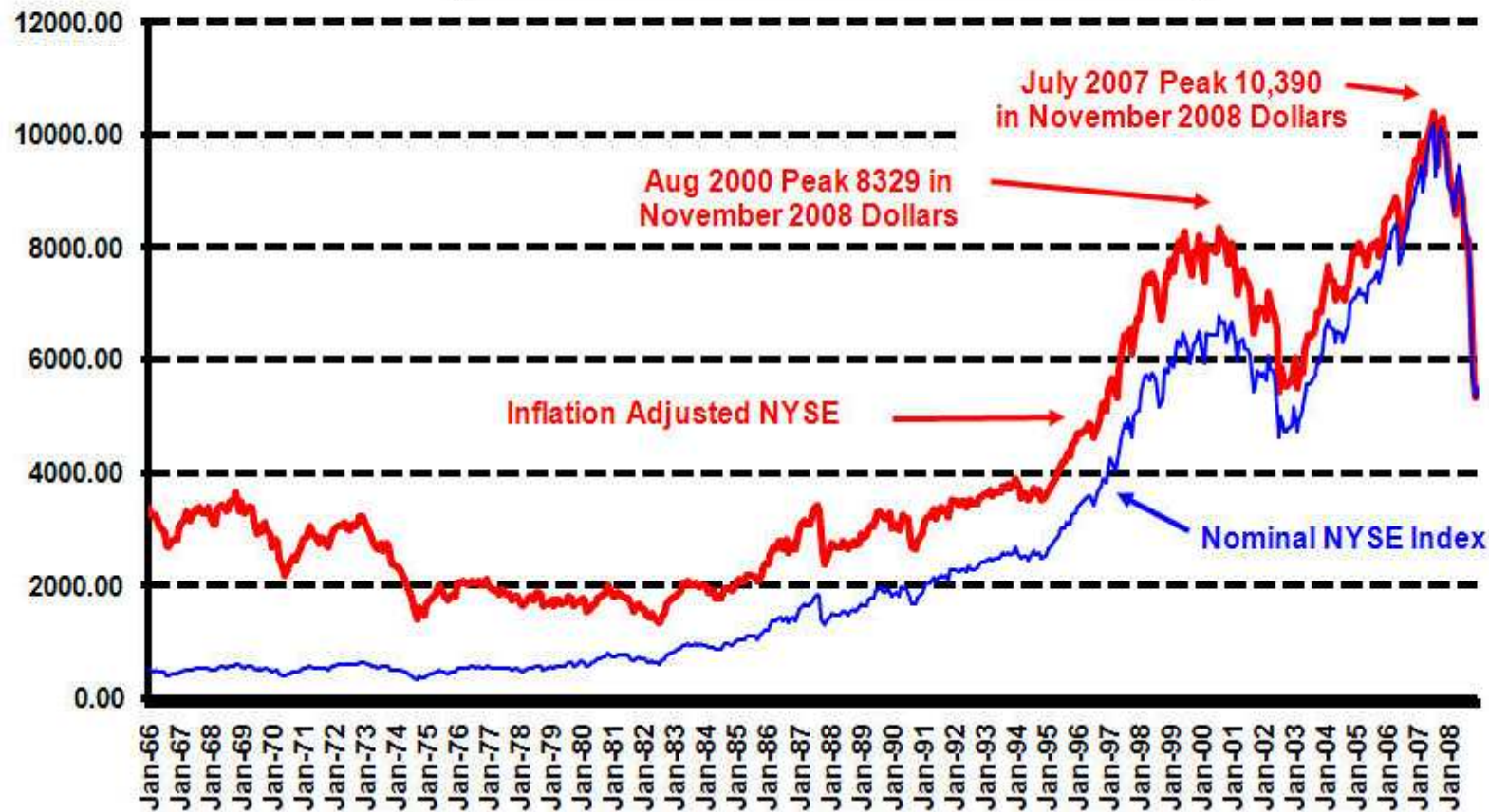
# Χρηματιστήριο



Απώλειες πάνω απο \$10τρικς μόνο στην Αμερική (60% ΑΕΠ)

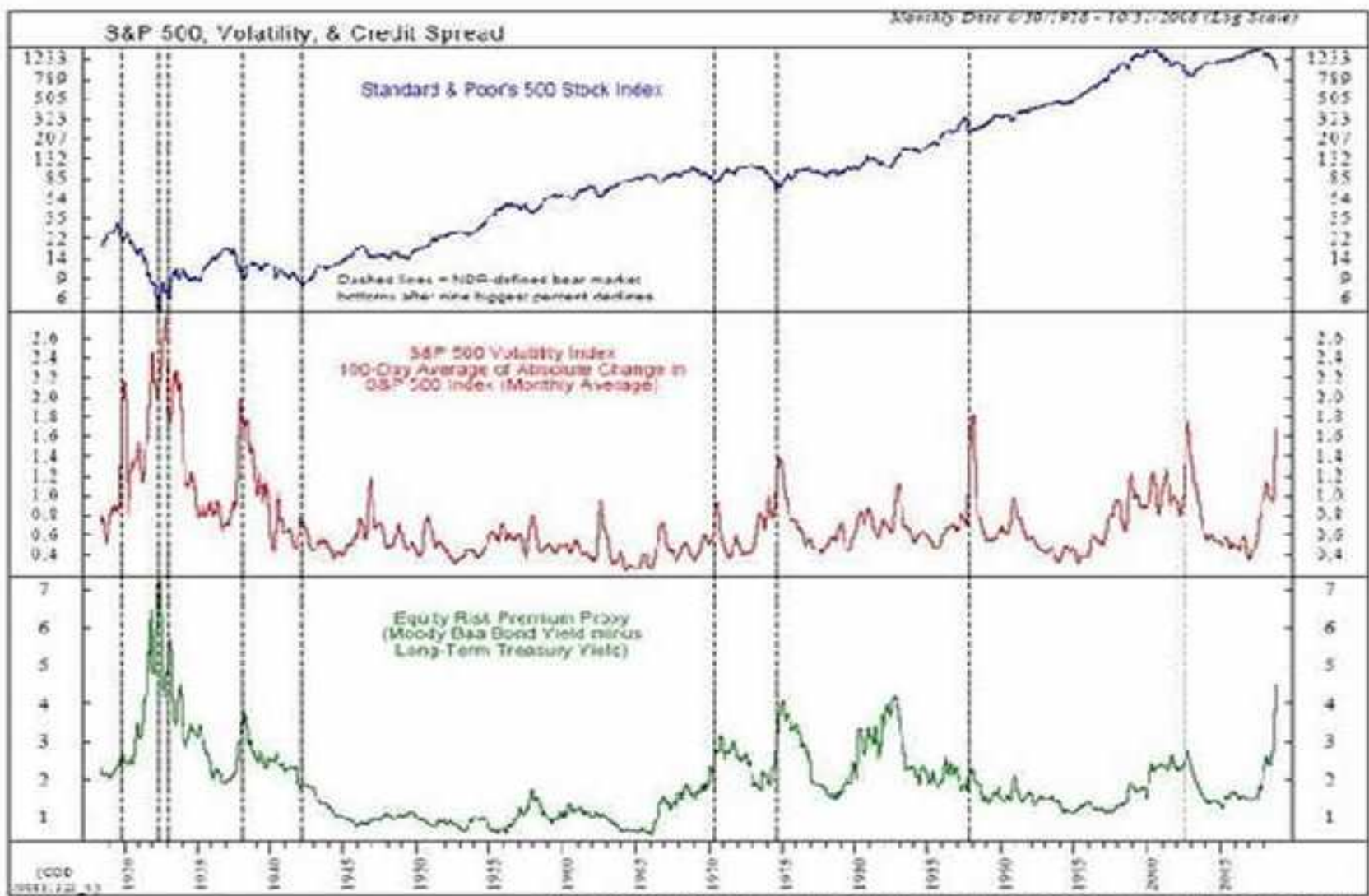


**NYSE Index (1966-2008)**  
Inflation Adjusted Monthly  
In November 2008 Dollars  
© www.InflationData.com  
Updated 12/17/08

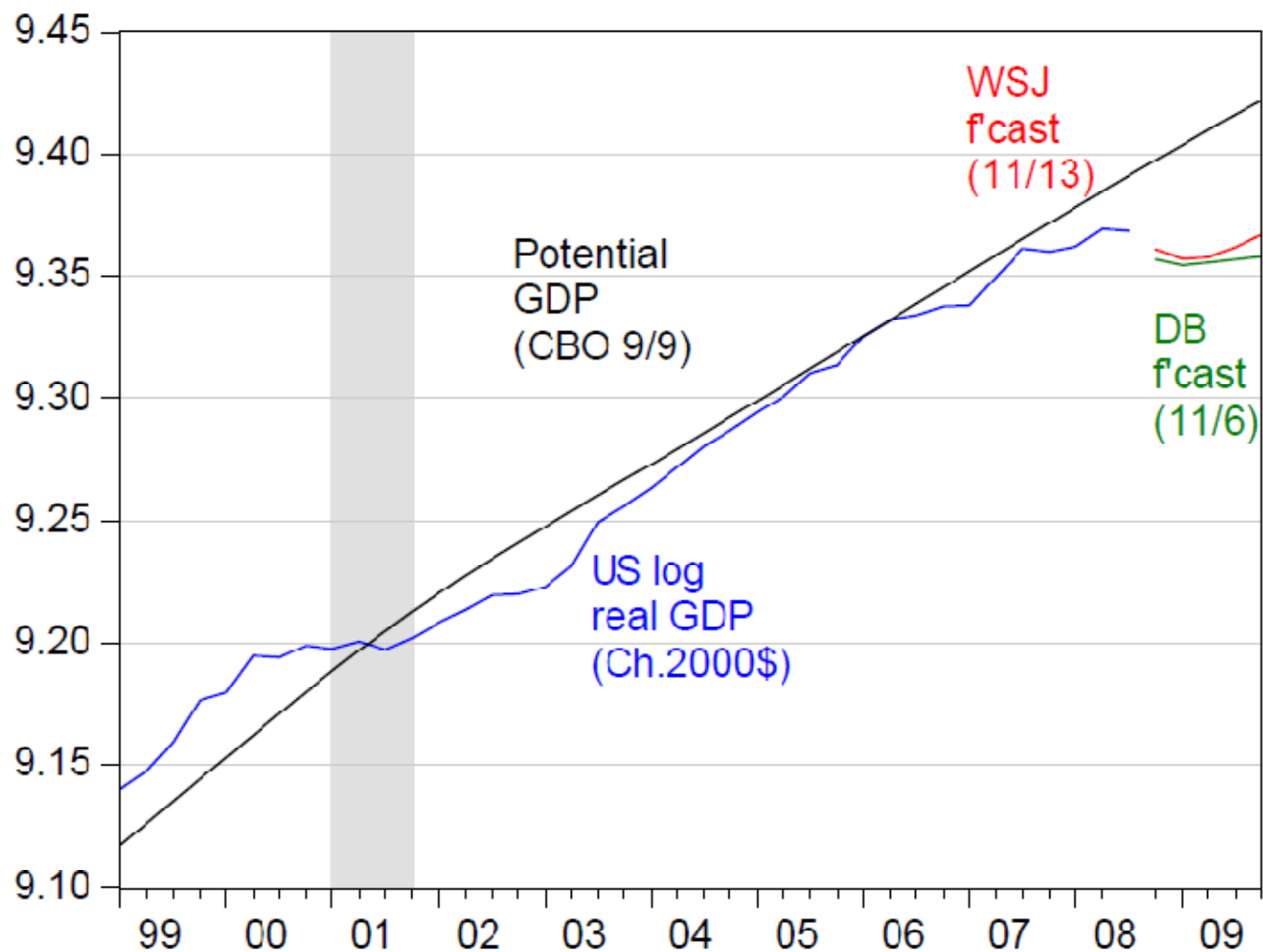


50% νοικοκυριών έχουν αποταμιεύσεις σε μετοχές (1980: 6%, 1949: 2%)



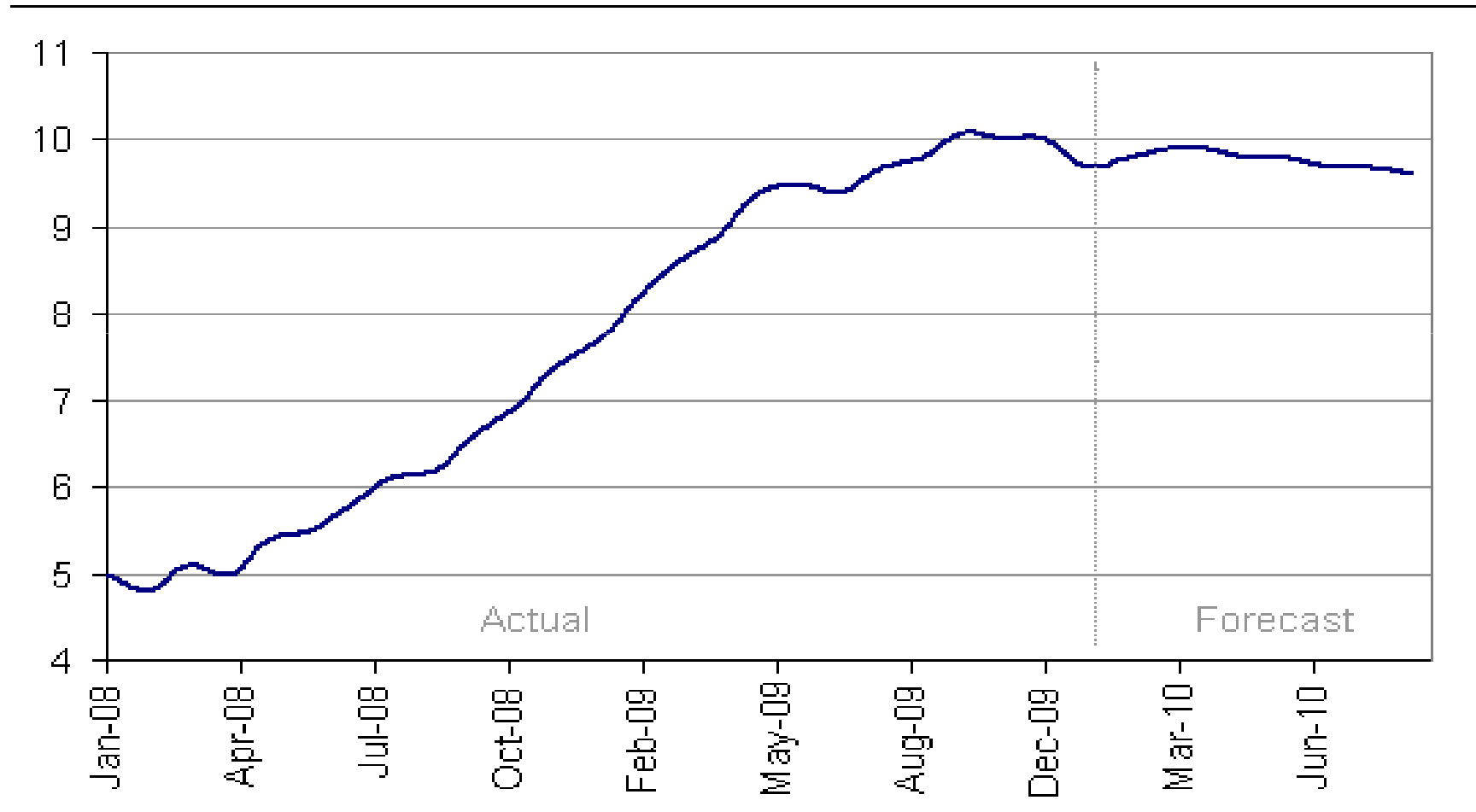


# πραγματική οικονομία: ΗΠΑ



Log real US GDP. Source: BEA, CBO, Deutsche Bank, *WSJ* survey

# ΑΝΕΡΓΙΑ



# πραγματική οικονομία: Κόσμος

Table 1.1. Overview of the *World Economic Outlook* Projections

(Percent change, unless otherwise noted)

	Year over Year						Q4 over Q4		
	2006	2007	Projections		Difference from October 2008 WEO Projections		Estimates 2007	Projections	
			2008	2009	2008	2009		2008	2009
<b>World output<sup>1</sup></b>	<b>5.1</b>	<b>5.0</b>	<b>3.7</b>	<b>2.2</b>	<b>-0.2</b>	<b>-0.8</b>	<b>4.8</b>	<b>2.5</b>	<b>2.4</b>
Advanced economies	3.0	2.6	1.4	-0.3	-0.1	-0.8	2.6	0.3	0.3
United States	2.8	2.0	1.4	-0.7	-0.1	-0.8	2.3	0.4	-0.5
Euro area	2.8	2.6	1.2	-0.5	-0.1	-0.7	2.1	0.1	--
Germany	3.0	2.5	1.7	-0.8	-0.2	-0.8	1.7	0.3	-0.3
France	2.2	2.2	0.8	-0.5	-0.1	-0.6	2.2	-0.4	0.2
Italy	1.8	1.5	-0.2	-0.6	-0.1	-0.4	0.1	-0.4	-0.1
Spain	3.9	3.7	1.4	-0.7	--	-0.5	3.2	0.2	-0.6
Japan	2.4	2.1	0.5	-0.2	-0.2	-0.7	1.4	-0.3	0.4
United Kingdom	2.8	3.0	0.8	-1.3	-0.2	-1.2	2.9	-0.9	-0.5
Canada	3.1	2.7	0.6	0.3	-0.1	-0.9	2.8	--	1.0
Other advanced economies	4.5	4.7	2.9	1.5	-0.2	-1.0	5.0	1.8	3.0
Newly industrialized Asian economies	5.6	5.6	3.9	2.1	-0.1	-1.1	6.1	2.2	4.4
Emerging and developing economies <sup>2</sup>	7.9	8.0	6.6	5.1	-0.3	-1.0	8.5	5.9	5.7
Africa	6.1	6.1	5.2	4.7	-0.7	-1.3	...	...	...
Sub-Saharan	6.6	6.8	5.5	5.1	-0.6	-1.2	...	...	...
Central and eastern Europe	6.7	5.7	4.2	2.5	-0.3	-0.9	...	...	...
Commonwealth of Independent States	8.2	8.6	6.9	3.2	-0.3	-2.5	...	...	...
Russia	7.4	8.1	6.8	3.5	-0.2	-2.0	9.5	5.9	5.8
Excluding Russia	10.2	9.8	6.9	1.6	-0.7	-4.6	...	...	...
Developing Asia	9.8	10.0	8.3	7.1	-0.1	-0.6	...	...	...
China	11.6	11.9	9.7	8.5	-0.1	-0.8	11.3	9.0	8.3
India	9.8	9.3	7.8	6.3	-0.1	-0.6	8.9	6.6	6.0
ASEAN-5	5.7	6.3	5.4	4.2	-0.1	-0.7	6.6	4.4	5.2
Middle East	5.7	6.0	6.1	5.3	-0.3	-0.6	...	...	...
Western Hemisphere	5.5	5.6	4.5	2.5	-0.1	-0.7	...	...	...
Brazil	3.8	5.4	5.2	3.0	--	-0.5	6.2	3.9	3.2
Mexico	4.9	3.2	1.9	0.9	-0.1	-0.9	4.2	0.6	1.5

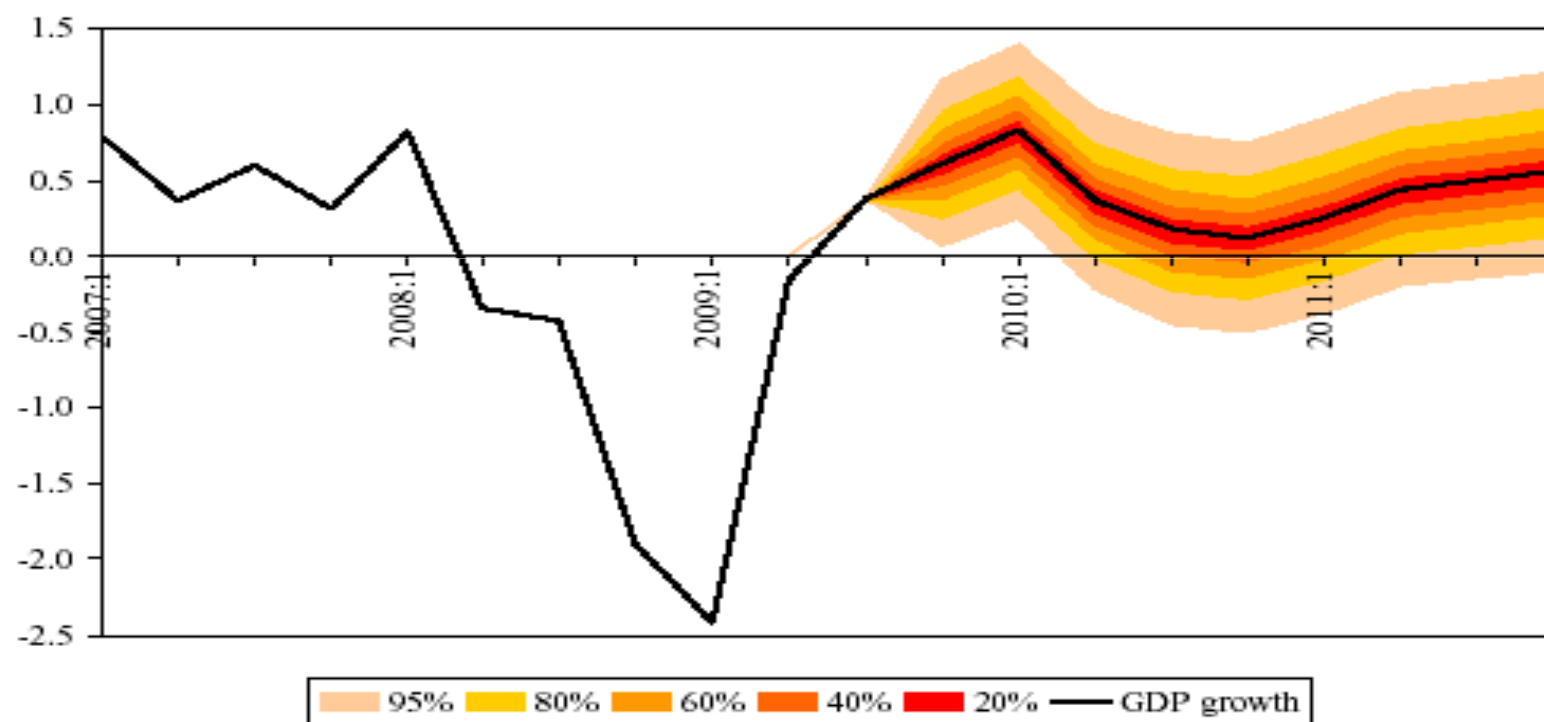
# Ευρώπη

**Table 1 Economic outlook for the Euro area**

	2007	2008	2009	2010: 1st half		2010: annual		2011: annual	
				Point Forecast	Interval Forecast	Point Forecast	Interval Forecast	Point Forecast	Interval Forecast
					1.4		1.2		0.5
GDP	2.7	0.6	-3.9	1.9	2.5	1.7	2.3	1.2	2.0
Potential Output	1.5	1.5	1.0	1.3	1.4	1.4	1.5	1.5	1.6
Private Consumption	1.6	0.3	-1.1	0.1	0.6	0.2	0.8	0.5	1.3
Government Consumption	2.3	2.1	2.3	2.0	2.4	1.8	2.2	1.7	2.1
Fixed Capital Formation	4.7	-0.3	-10.1	-0.9	0.6	-0.2	1.4	2.7	4.6
Exports	6.2	1.0	-13.5	8.6	10.1	7.4	8.5	3.9	5.7
Imports	5.4	0.9	-11.3	6.4	7.8	6.0	7.1	3.7	5.4
Unemployment Rate	7.5	7.5	9.4	10.2	10.4	10.5	10.7	11.5	11.9
Labour Cost Index	2.7	3.5	4.0	2.5	2.7	2.3	2.5	1.7	2.0
Labour Productivity	0.9	-0.2	-2.4	2.4	2.7	2.3	2.5	1.7	2.0
HICP	2.1	3.3	0.3	1.3	1.7	1.5	2.2	1.7	2.5
IPI	3.7	-1.7	-15.4	-1.7	-0.5	1.1	2.9	1.5	3.7

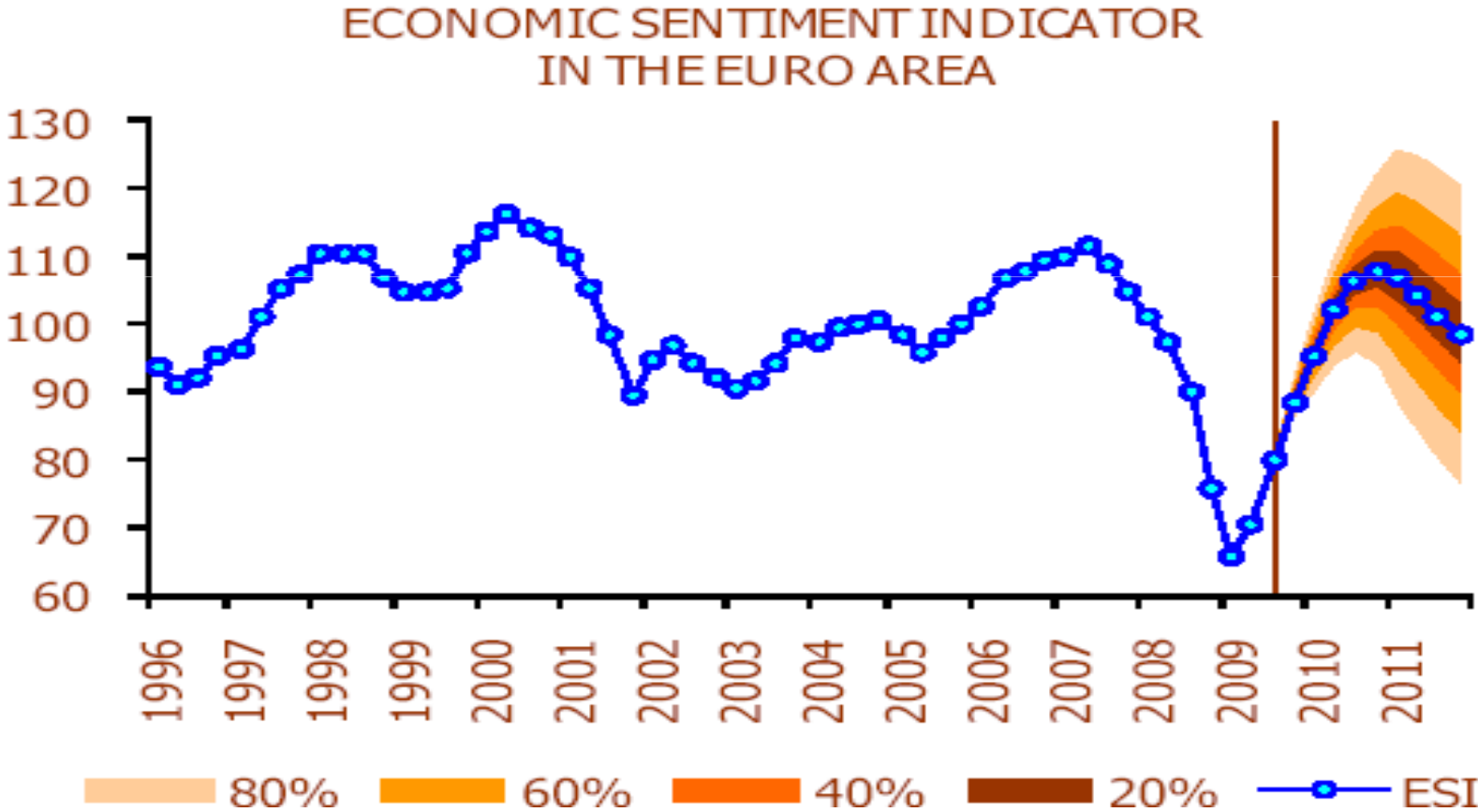
Percentage change in the average level compared with the same period a year earlier, except for the output gap that is the deviation of actual GDP from potential GDP as a per cent of potential GDP and except for the unemployment rate. Point forecasts and 80% confidence bounds are taken from EFN forecasting model and based on 2000 stochastic simulations.

**Figure 1 Quarterly GDP growth rates and confidence bands**



Percentage change over previous quarter

**Figure 3 Economic sentiment indicator and confidence bands**



**Table 3 Comparison of EFN forecasts with alternative forecasts**

	EFN		EU*		IMF		ECB		OECD		Consensus	
	2010	2011	2010	2011	2010	2011	2010	2011	2010	2011	2010	2011
GDP	1.7	1.3	0.7	1.5	0.3	na	0.8	1.2	0.9	1.7	1.3	na
Priv. Consumption	0.2	0.6	0.2	1.0	-0.1	na	0.3	1.0	0.4	1.3	0.3	na
Gov. Consumption	1.8	1.8	1.1	1.0	1.9	na	1.1	1.1	0.7	0.9	1.9	na
Fixed Capital Form.	-0.2	2.7	-1.9	2.1	-2.4	na	-1.6	0.3	0.8	3.4	0.2	na
Unemployment rate	10.5	11.4	10.7	10.9	11.7	na	na	na	10.6	10.8	10.5	na
HICP	1.5	1.7	1.1	1.5	0.8	na	1.3	1.4	0.9	0.7	1.2	na
IP	1.1	1.5	na	na	na	na	na	na	na	na	3.4	na

EU: European Commission, Economic Forecast, Autumn 2009; IMF: World Economic Outlook, October 2009; ECB: ECB Monthly Bulletin, December 2009; OECD: Economic Outlook, November 2009; Consensus: Consensus Economics Inc., Consensus Forecasts, December 2009. ECB figures correspond to their macroeconomic projections. Numbers in the table refer to the mean of the respective projected interval.



“every country for itself”

Geir Haarde, Πρωθυπουργός Ισλανδίας

Μεγάλοι χαμένοι

Υπερμολημένοι: πχ Ισλανδία (10 φορές ΑΕΠ)

Εξαρτημένοι από πρώτες ύλες: Ρωσία κλπ

Με χρέος σε νόμισμα εκτός ελέγχου: Ρωσία, χώρες ΕΕ

Πιο φτωχές χώρες: Μείωση βοήθειας

Κίνα: μείωση εξαγωγών

Άλλα προβλήματα

Πιθανή αθέτηση εθνικών χρεών

Μεγάλες υποτιμήσεις

Βοήθεια από το ΔΝΤ

# Αισιόδοξη όψη

## **Νέοι μπορεί να είναι κερδισμένοι:**

- Μακροπρόθεσμα μεγαλύτερες αποδόσεις
  - S&P στο 20% φτηνότερο επίπεδο όλων των εποχών
- Φτηνά σπίτια

(δεν αντισταθμίζει κόστος σε υπόλοιπους)

# Your retirement portfolio: quarterly review



FINANCIAL SERVICES FOR THE GREATER GOOD

Website  
www.tiaa-cref.org

October 1, 2008 - December 31, 2008

730 Third Avenue, New York, NY 10017-3206

Automated 24-Hour  
Information  
800 842-2252

11119/ 3/MBTC01

Personal Assistance  
800 842-2776  
M-F, 8am-10pm ET  
Sat., 9am-6pm ET

DR SPYROS P SKOURAS  
25 SINA ST  
ATHENS 1068-0  
GREECE

## portfolio summary

		this quarter		this year
Beginning value as of:	(09/30/08)	\$6,441.26	(12/31/07)	\$7,957.30
Changes during the period:				
Contributions		0.00		0.00
Net investment gain/loss		-1,467.66		-2,983.70
Ending value:		\$4,973.60		\$4,973.60

**total value as of 12/31/08: \$4,973.60**

Investing for retirement usually means experiencing both market upswings and downturns. Diversification across asset classes and funds may help reduce volatility over time. We invite you to visit [TIAA-CREF.org/tools](http://TIAA-CREF.org/tools) for tools to help you create a portfolio to match your investment objective. Diversification is a technique to help reduce risk, but is not a guarantee against loss. C43568

## your investment results & returns

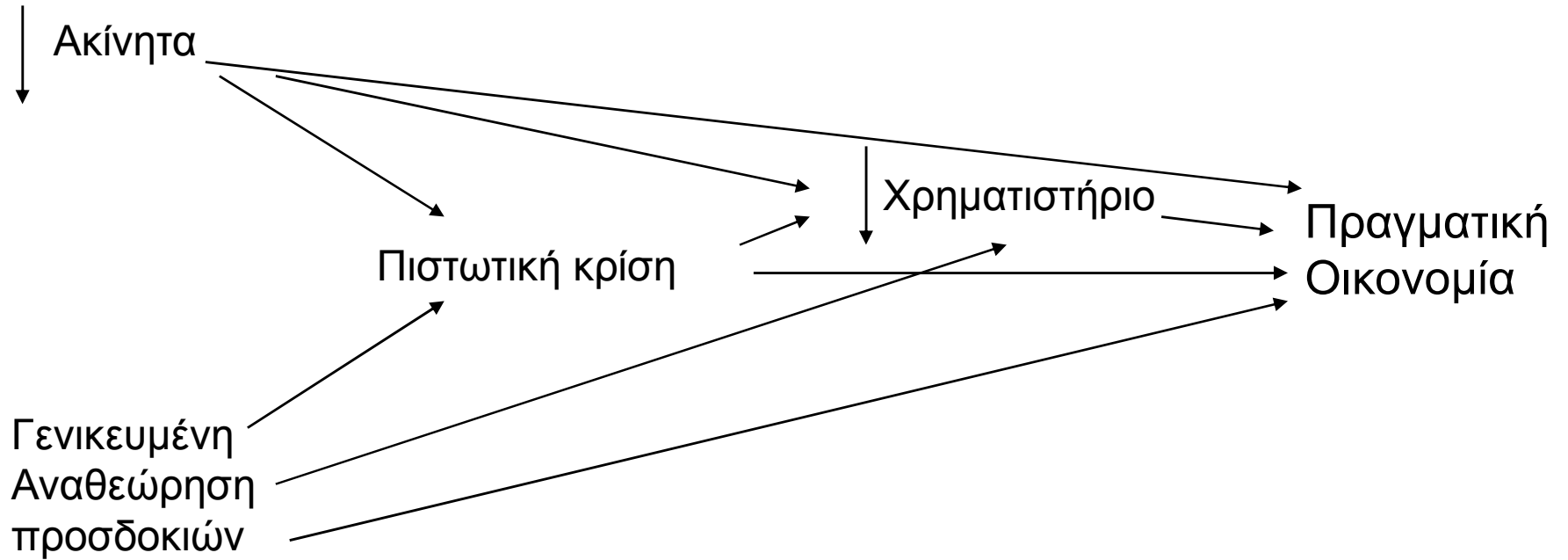
	gains/losses this quarter	gains/losses this year	value as of 12/31/08
<b>Equities</b>			
CREF Equity Index	-1,467.66	-2,983.70	4,973.60
	<b>-\$1,467.66</b>	<b>-\$2,983.70</b>	<b>\$4,973.60</b>

**total value as of 12/31/08**

**\$4,973.60**

For current interest rates, rates of total return and expense charges for all TIAA-CREF accounts as of 12/31/08, refer to the enclosed performance card. For the most current performance information, visit our website at [www.tiaa-cref.org](http://www.tiaa-cref.org).

# Αίτια: Ορθόδοξη άποψη



# Αίτια μείωσης τιμών ακινήτων

- Δανεισμός νοικοκυριών με υποθήκη σε επιτόκια αποπληρώσιμα μόνο εφ'όσον τιμές ανέβαιναν
- Πολιτική ηγεσία αγνόησε το ενδεχόμενο να μην ανεβαίνουν

## Αίτια δανεισμού

- Αύξηση ανισότητας και μείωση αγοραστικής δύναμης μεγάλης πλειοψηφίας νοικοκυριών
- Διαθεσιμότητα δανείων με γενικευμένη αποδοχή ότι τιμές ανεβαίνουν
- Διαρθρωτικά προβλήματα χρηματοπιστωτικού συστήματος (βλ προηγούμενα)

# Αντίκτυπος ακινήτων

Μείωση κατα 35% => \$7.7τρις (40% ΑΕΠ)

Μοιράζεται σε:

νοικοκυριά

επενδυτές (και ξένοι)

τράπεζες (απώλειες 801δισ Αυγ 2008)

- Απώλειες νοικοκυριών/επενδυτών συγκριτικά ασήμαντες
  - $\Delta\text{Κατανάλωση} = 0.03\Delta\text{Αξίας} \Rightarrow \$180\text{δισ}$
- Απώλειες τραπεζών πολύ πιο σημαντικές (801δισ Αυγ 2008)
  - $\Delta\text{Επενδύσεων} > \Delta\text{Αξίας} [ \gg \Delta\text{Κατανάλωση} = 0.03\Delta\text{Αξίας} ]$

# Αίτια “υπερβολικού” τραπεζικού δανεισμού

- Ηθικός κίνδυνος διάσωσης οδηγεί τράπεζες να αναλάβουν συστημικούς κινδύνους
- Ηθικός κίνδυνος σύναψης κακών δανείων
- Κακή αποτίμηση κινδύνων
- Υπερβολικά χαμηλά επιτόκια

# Αντίκτυπος προσδοκιών

Αν όλοι μαζί οι δανειστές σταματήσουν να δανείζουν, τι γίνεται;

- Τεράστιο μέρος οικονομικής δραστηριότητας και επενδύσεων στηρίζεται σε δανεισμό (ακόμα και νοσοκομεία, πανεπιστήμια κλπ)
- Κατάρρευση δανεισμένων οδηγεί σε κατάρρευση αλληλοεξαρτούμενων ακόμα και αν δεν έχουν δάνεια
- Τεράστια μόχλευση σημαίνει ότι ούτε το κράτος δεν είναι σε θέση να αντικαταστήσει τα ιδιωτικά δάνεια
  
- Άρα οι δανειστές θα έχουν πράξει ορθολογικά!



- Υπάρχουν πολλαπλά “σημεία ισοροπίας” της οικονομίας ανάλογα με τις προσδοκίες
- Προσδοκίες ευμετάβλητες σε περιβάλλον αβεβαιότητας
  - (όχι ρίσκου) που προκύπτει από έλλειψης διαφάνειας στην αγορά υποθηκών

# Σύγκριση με αίτια Great Depression (Bernanke)

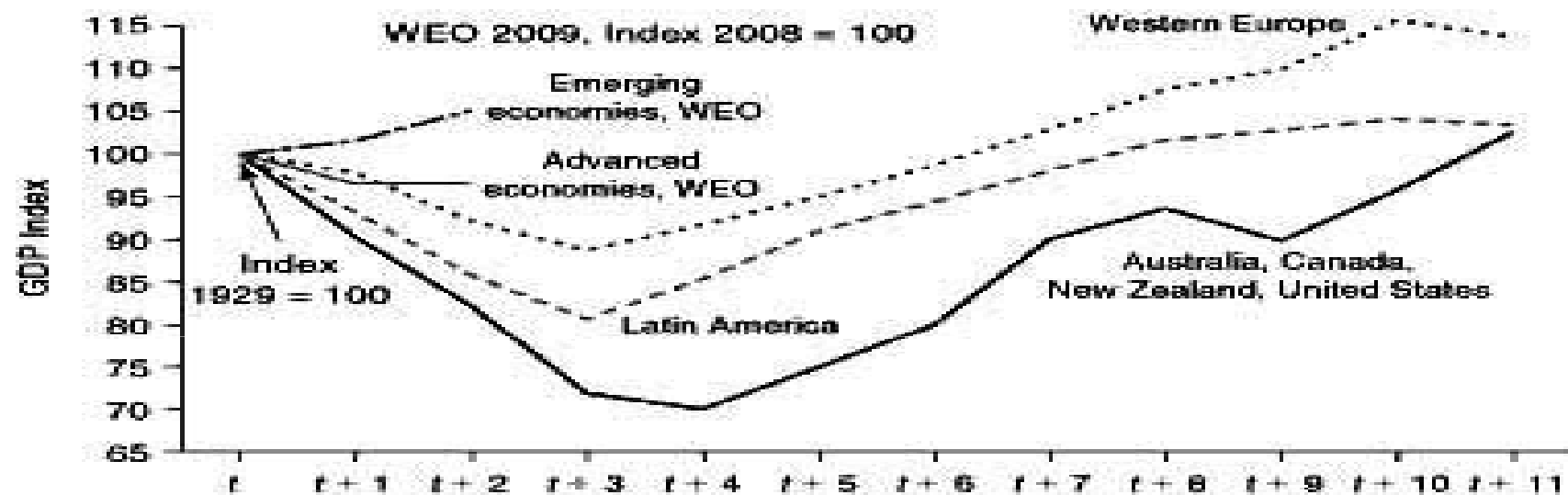


Figure 16.8. Real per capita GDP during global financial crises:  
Multicountry aggregates (PPP weighted).

Sources: Maddison (2004); International Monetary Fund (various years), *World Economic Outlook*; and the authors (details provided in appendix A.1).

Notes: The Europe aggregate corresponds to Maddison's twelve-country population-weighted aggregate; the Latin America index is comprised of the region's eight largest countries. The years 1929 and 2008 marked the peak in real per capita GDP for all three country groupings.

The year of the crisis is indicated by  $t$ .

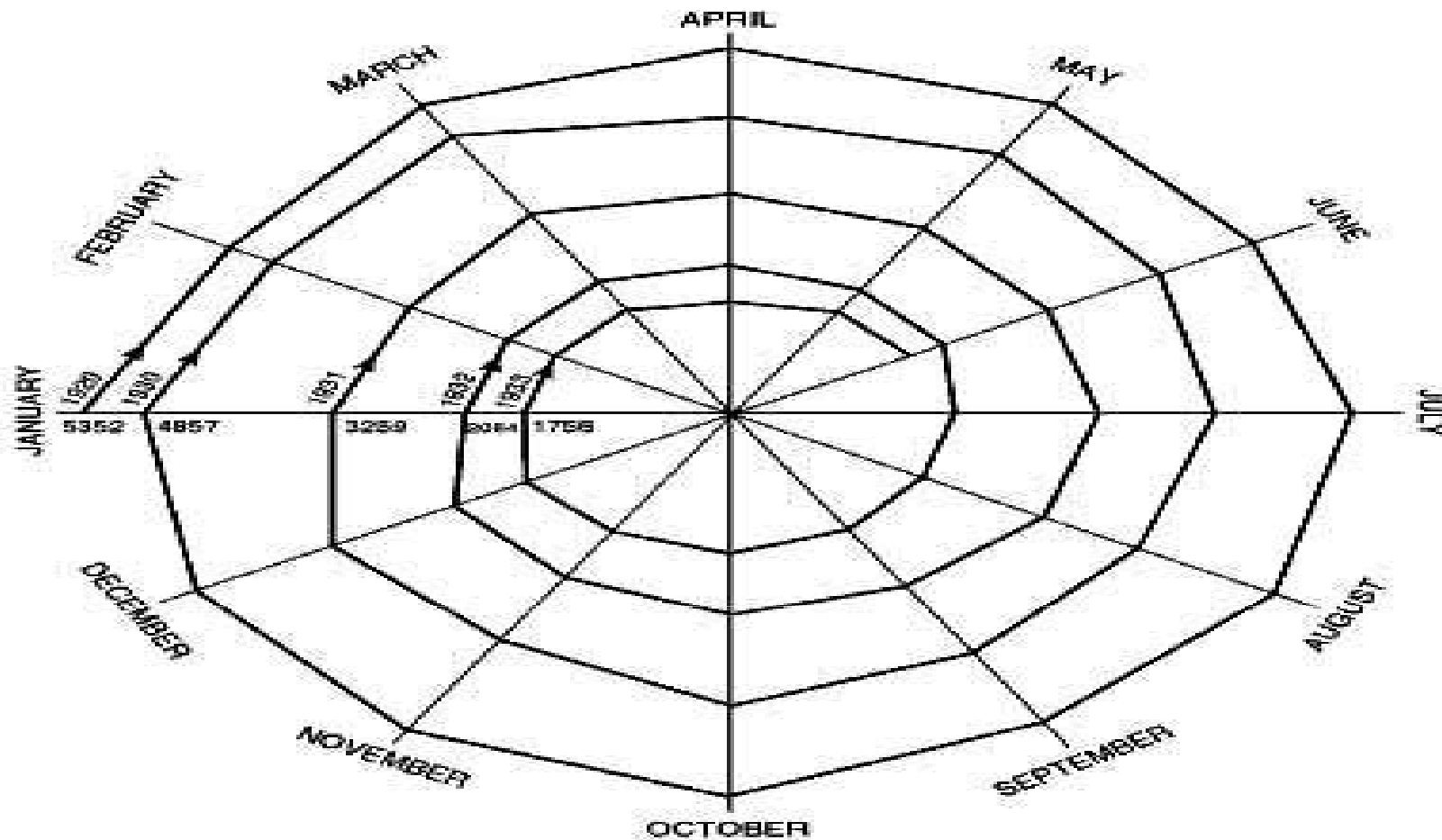


Figure 16.9. The contracting spiral of world trade month by month, January 1929–June 1933.

Source: *Monatsberichte des Österreichischen Institutes für Konjunkturforschung* 4 (1933): 63.

1929: Πτώση 67%

2009: Πτώση 10% Δυτική Ευρώπη, 30% ΑΥΣΤΡΑΛΙΑ, ΚΑΝΑΔΑΣ, ΝΕΑ ΖΗΛΑΝΔΙΑ, ΗΠΑ

**TABLE 16.1**  
Indexes of total building activity in selected countries (1929 = 100)

Country	Indicator	1932
Argentina	Permits (area)	42
Australia	Permits (value)	23
Belgium	Permits (number)	93
Canada	Permits (value)	17
Chile	Permits (area)	56
Colombia	Buildings completed (area)	84
Czechoslovakia	Buildings completed (number)	88
Finland	Buildings completed (cubic space)	38
France	Permits (number)	81
Germany	Buildings completed (rooms)	36
Hungary	Buildings completed (number)	97
Netherlands	Buildings completed (dwellings)	87
New Zealand	Buildings completed (value)	22
South Africa	Buildings completed (value)	100
Sweden	Buildings completed (rooms)	119
United Kingdom	Permits (value)	91
United States	Permits (value)	18
Average		64
<b>Memorandum item: September 2005 peak = 100:</b>		
United States	Permits (number)	25*

Sources: League of Nations, *World Economic Survey* (various issues), Carter et al. (2006).

Note: Note the differences in the definition of the indicator from country to country.

\*Through February 2009.

**TABLE 16.2**  
Unemployment rates for selected countries, 1929–1932

Country	1929	1932	Increase
Australia	11.1	29.0	17.9
Austria	12.3	26.1	13.8
Belgium	4.3	39.7	35.4
Canada	5.7	22.0	16.3
Czechoslovakia	2.2	13.5	11.3
Denmark	15.5	31.7	16.2
Germany	n.a.	31.7	n.a.
Japan	n.a.	6.8	n.a.
Netherlands	7.1	29.5	22.4
Norway	15.4	30.8	15.4
Poland	4.9	11.8	6.9
Sweden	10.7	22.8	12.1
Switzerland	3.5	21.3	17.8
United Kingdom	10.4	22.1	11.7
United States <sup>a</sup>	3.2	24.9	21.7
Average	8.2	25.0	16.8

Sources: League of Nations (various issues), *World Economic Survey*; Carter et al. (2006).

Note: The figures reflect differences in the definition of unemployment and in the methods of compiling the statistics, so cross-country comparisons, particularly of the levels, are tentative.

<sup>a</sup>Annual averages.

# Ζήτηση

Μείωση Ποσότητας Χρήματος [μείωση δανείων, χωρίς αύξηση ποσότητας απο Κ.Τ. λόγω ισοτιμίας με χρυσό]

Κατεύθυνση αιτιότητας (?)

Συνθήκες, θεσμοί και αποφάσεις επηρέασαν ποσότητα χρήματος σε κάθε χώρα

Χώρες που αύξησαν ποσότητα χρήματος (εγκατέλειψαν ισοτιμία με χρυσό) επανήλθαν γρηγορότερα

Ρόλος προσδοκιών στην μετάβαση από ένα σημείο ισορροπίας σε άλλο

Σε απαισιόδοξο κλίμα τράπεζες έπρεπε να μειώσουν μόχλευση και αυτό δικαιολογεί την απαισιοδοξία

# Προσφορά

Χρηματοοικονομική κρίση

Κόστος αποπληρωμής δανείων αυξάνει λόγω αποπληθωρισμού => πώληση περιουσιακών στοιχείων => περισσότερος αποπληθωρισμός

Αργές προσαρμογές ονομαστικών μισθών παρά την γενικευμένη ανεργία

Ρόλος φανερός από διαφορετική εμπειρία χωρών

Διαφορές οφείλονται σε πολιτικές συνθήκες



# Ευρύτερη ερμηνεία αιτιών

- Ασάφεια έννοιας αιτιότητας
- Σωρευτική και κυκλική αιτιότητα
- Πολιτική διαδικασία δεν είναι προσαρμοσμένη στο να επιβάλει κόστος στους πολίτες για να τους προστατεύσει από κάτι σοβαρό αλλά απίθανο
- Κοινωνική διάσταση προσδοκιών δημιουργεί απότομες μεταβολές με αφορμή “κάτι σοβαρό”

# Η άποψη σχολής Σικάγο (Cochrane, Fama, Taylor)

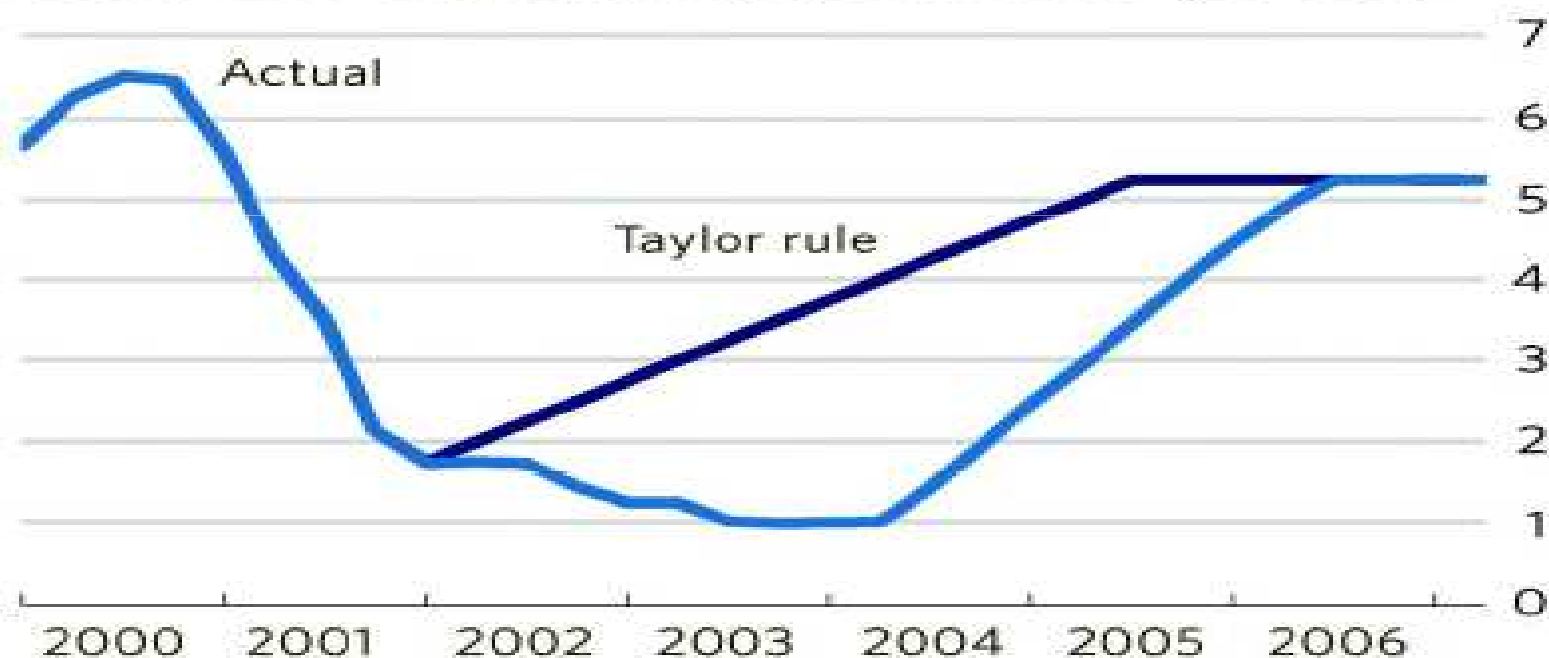
Κρατικές παρεμβάσεις και ρυθμίσεις  
προκάλεσαν και χειροτέρεψαν την κρίση!

# Υπερβολικά χαλαρή νομισματική πολιτική

**Chart 1**

## **Loose-fitting monetary policy**

Federal funds rate, actual and counterfactual (per cent)

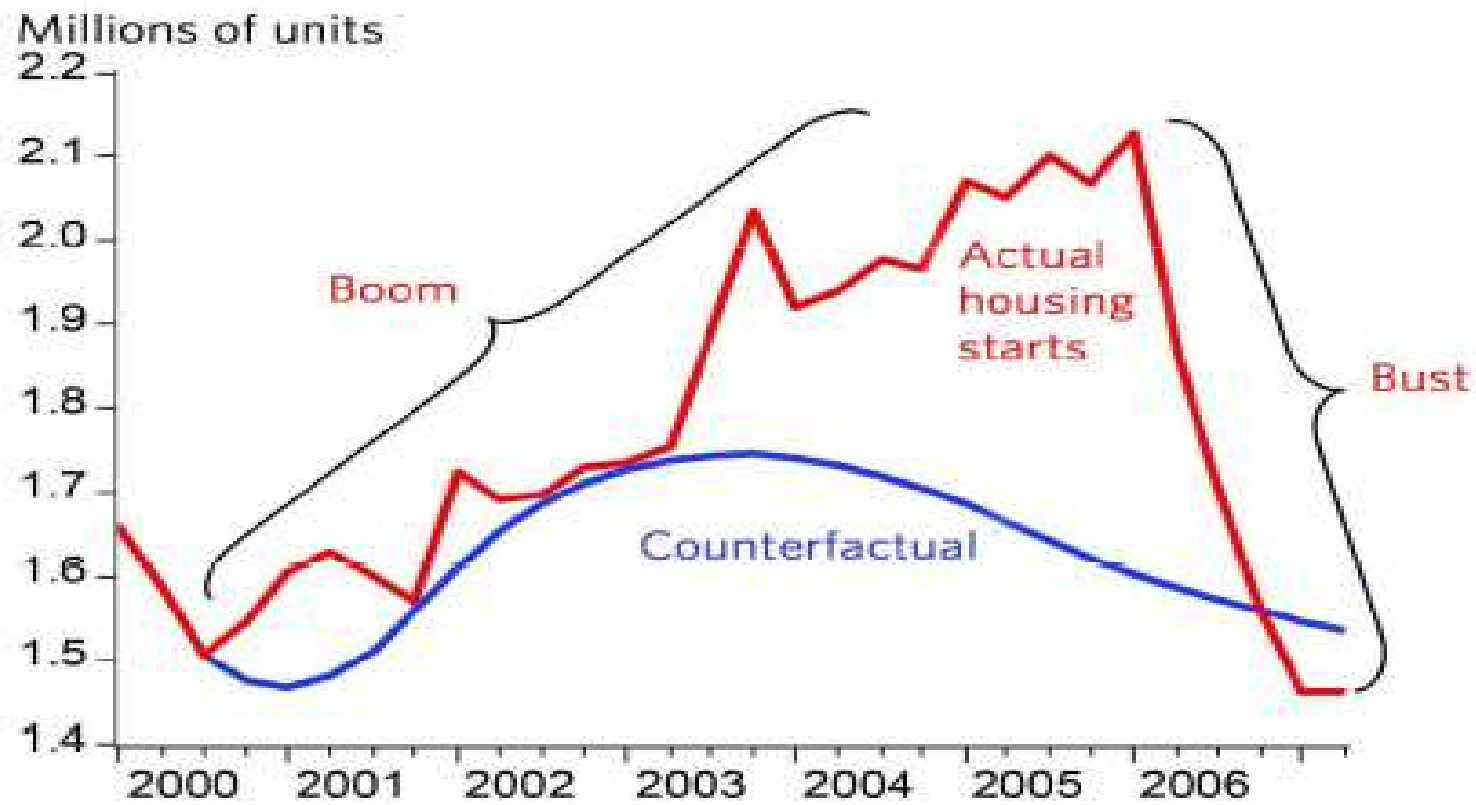


Source: *The Economist*, 18 October 2007

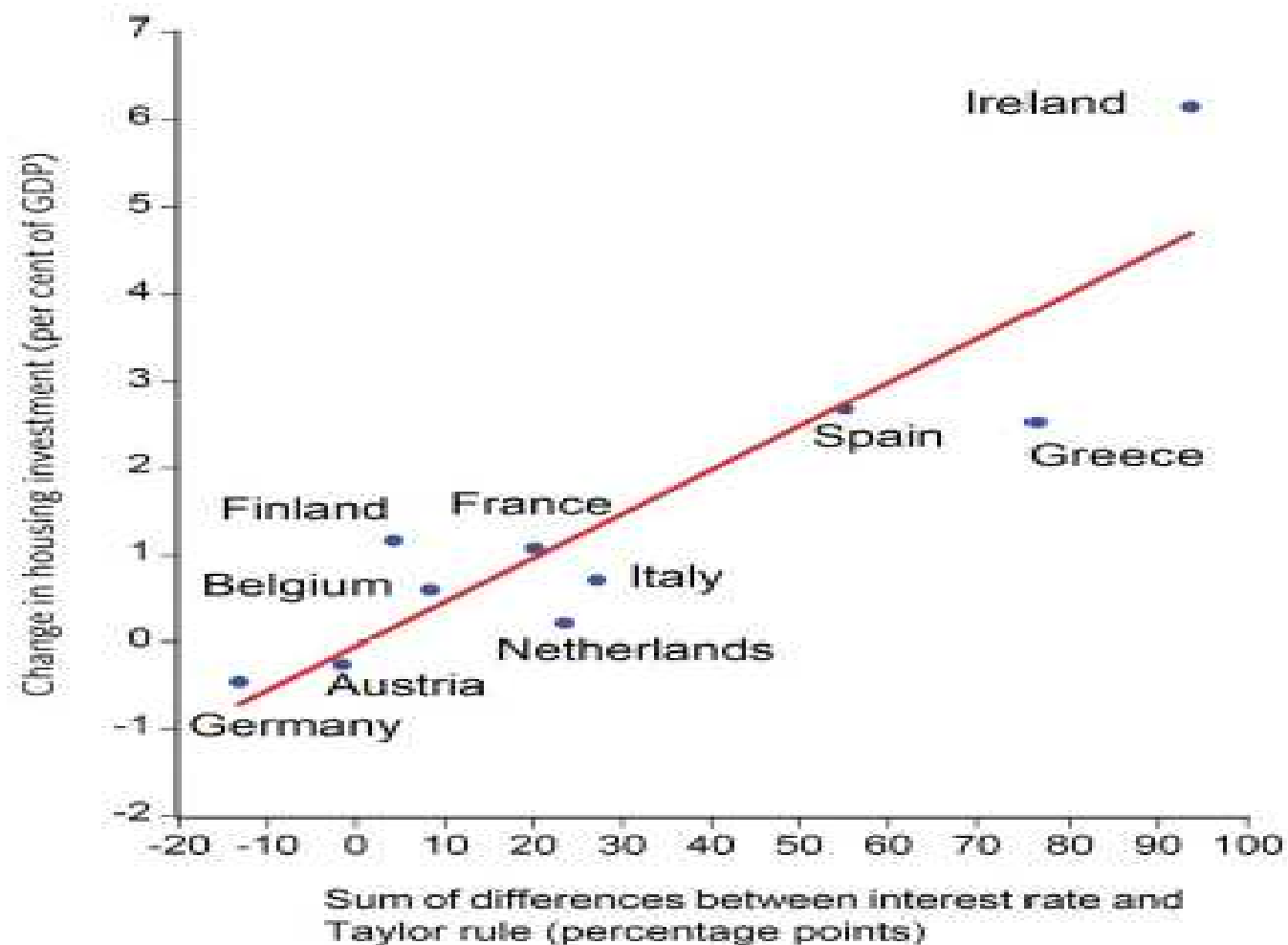
$$i_t = \pi_t + r_t^* + a_\pi (\pi_t - \pi_t^*) + a_y (y_t - \bar{y}_t)$$

**Chart 2**

**The boom-bust in housing starts compared with the counterfactual**



**Chart 4**  
**Housing investment versus deviations from the Taylor rule in Europe**

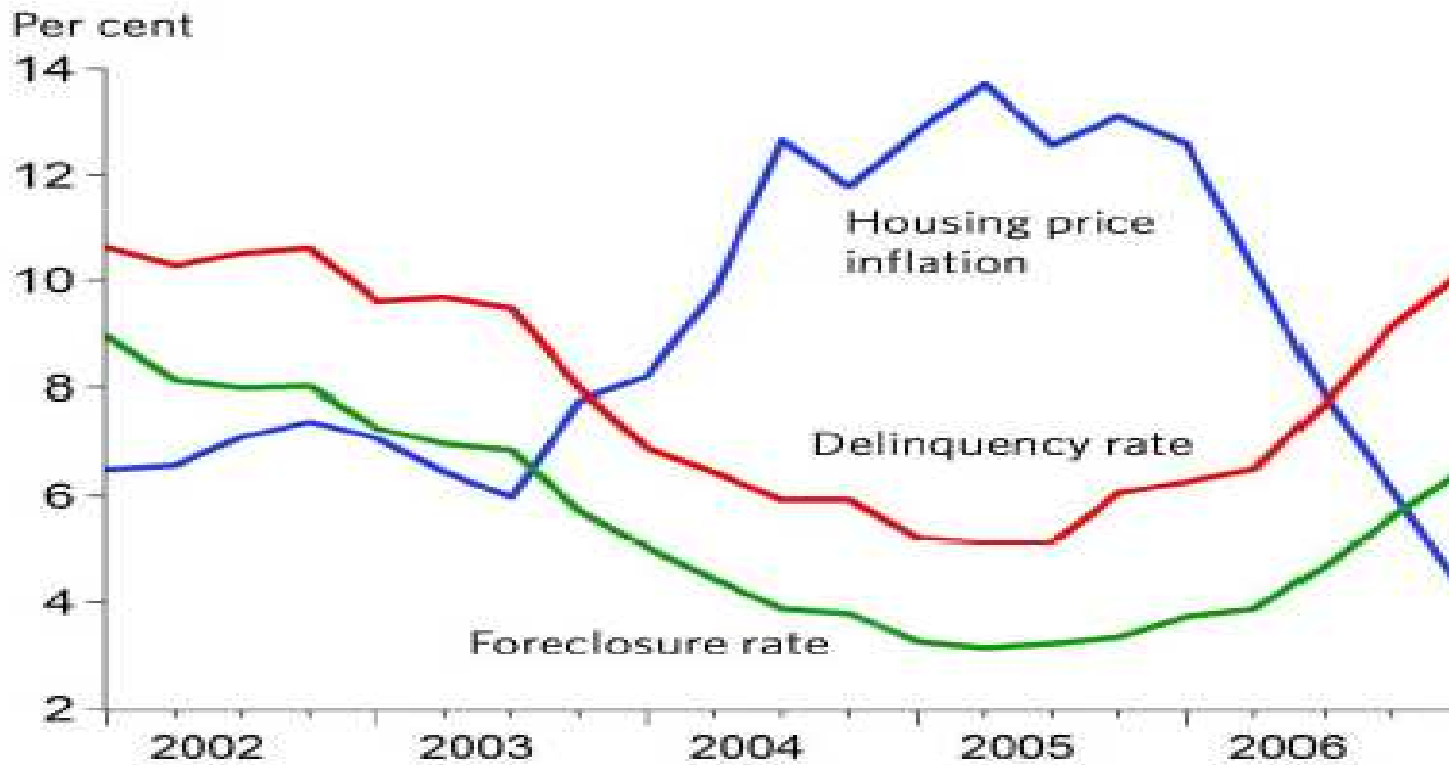


Source: Ahrend, Cournède, and Price (2008)—see footnote 3

# Υπερβολική ενθάρυνση δανεισμού

**Chart 6**

**Housing price inflation and subprime adjustable-rate mortgage delinquencies and foreclosures**



- Fannie Mae και Freddie Mac αγόραζαν χρεόγραφα εκτελώντας κυβερνητική πολιτική ενθάρρυνσης ιδιοκτησίας
- Έλλειψη διαφάνειας στην αγορά για υποθήκες

# Ρόλος στην χειροτέρευση

- Λάθος διάγνωση αιτιών => λάθος μέτρα διάσωσης
- Αύξηση αβεβαιότητας λόγω έλλειψης συγκεκριμένης πολιτικής



# Λάθος μέτρα διάσωσης:

## 1. Υποστήριξη τραπεζών

- Ηθικός κίνδυνος
- Αβεβαιότητα πολιτικής
- Η Lehman κατέρρευσε αλλά γρήγορα ενσωματώθηκε σε άλλες τράπεζες

Chart 13

Event study of the dramatic worsening of the crisis



# Λάθος μέτρα διάσωσης:

## 2. Αύξηση δαπανών

- Πολλαπλασιαστής = 0 ! [θεωρητικά και εμπειρικά]
- Δημόσιες επενδύσεις είναι λιγότερο αποδοτικές από ιδιωτικές και αύξηση πρώτης σημαίνει μείωση της δεύτερης
- Όποιος αντίκτυπος θα αργήσει
- Προσωρινές επενδύσεις πολιτικά δύσκολο να μην γίνουν μόνιμες
- Αγορές γνωρίζουν και προεξοφλούν => άμεση χειροτέρευση

# Σώστά μέτρα διάσωσης κατά Σικάγο

- (Ίσως) να αυξήσουμε ποσότητα χρήματος (αγορά ομολόγων)
- Μειώσουμε φόρους και τις στρεβλώσεις που δημιουργούν
- Να κάνουμε όσο το δυνατόν λιγότερη ζημιά με παρεμβάσεις τις συνέπειες των οποίων δεν καταλαβαίνουμε
- Επενδύσεις σε περισσότερη έρευνα στα οικονομικά!
- Στο μέλλον:
  - Να αλλάξει το τραπεζικό σύστημα ώστε να μην σώζονται τράπεζες [δημιουργώντας ηθικούς κινδύνους και αβεβαιότητες πολιτικής]
  - Μεγαλύτερη διαφάνεια
  - Λιγότερο κράτος
  - Λιγότεροι βαθμοί ελευθερίας κρατικής πολιτικής

# Η άποψη “ΔΝΤ” / Simon Johnson

- Η κρίση έχει αίτια ίδια με άλλες παγκόσμιες κρίσεις
- Υπερβολικός πλούτος συγκεντρώνεται σε ελίτ
- Συνεπώς η ελίτ αποκτάει πολιτική δύναμη ώστε να μπορεί να εξασφαλίσει υποστήριξη κράτους
- Λύση: Δάνεια σε κράτος υπό τον όρο μείωσης δύναμης της ελίτ

# Ενδείξεις Χρηματοοικονομικός τομέας αποτελεί ελίτ

- “Πολιτισμικό κεφάλαιο” (και δωρεές σε κόμματα)
  - Πίστη ότι παίζει καίριο ρόλο στην ηγεμονία της Αμερικής
  - Πολλά στελέχη έχουν συγχρόνως σημαντικό ρόλο σε Χ.Τ., πολιτική και επιστήμη
  - Κέρδη/εισοδήματα ερμηνεύθηκαν ως ανωτερότητα π.χ. επί ρυθμιστικών αρχών
- Τεράστια μπόνους στελεχών που προκάλεσαν την κρίση και ζημίωσαν τις εταιρείες τους
- Ελάχιστες αλλαγές στο σύστημα μετά την κρίση
- Βοήθεια σε πολύ ευνοϊκούς όρους για τις τράπεζες

# Λύσεις κατά Johnson

- Εθνικοποίηση μη βιώσιμων τραπεζών
- Περιορισμός μεγέθους τραπεζών => μικρότερη πολιτική ισχύη
- Περιορισμός αμοιβών, διαφάνεια, ανταγωνισμός => λιγότερο ελκυστικός τομέας => λιγότερη πολιτική δύναμη

# Ήταν δηλαδή προβλέψιμη;

Ναι

- Roubini, Stiglitz, Shiller, Krugman, Rogoff, κ.α.
- John (όχι Henry) Paulson

... όμως πάντα υπάρχουν κάποιοι απαισιόδοξοι  
(π.χ. Shiller από το 1996!)

# 1. Προβλεψιμότητα τραπεζικών και συναλλαγματικών κρίσεων



**TABLE 17.1**  
Early warning indicators of banking and currency crises: A summary

Indicator rank (best to worst)	Description	Frequency
<i>Banking crises</i>		
<b>Best</b>		
Real exchange rate	Deviations from trend	Monthly
Real housing prices <sup>a</sup>	Twelve-month (or annual) percentage change	Monthly, quarterly, annually (depending on country)
Short-term capital inflows/GDP	In percentage points	Annually
Current account balance/investment	In percentage points	Annually
Real stock prices	Twelve-month percentage change	Monthly
<b>Worst</b>		
Institutional Investor (II) and Moody's sovereign ratings	Change in index	Biannually (II), monthly (Moody's)
Terms of trade	Twelve-month percentage change	Monthly
<i>Currency crashes</i>		
<b>Best</b>		
Real exchange rate	Deviations from trend	Monthly
Banking crisis	Dichotomous variable	Monthly or annually
Current account balance/GDP	In percentage points	Annually
Real stock prices	Twelve-month percentage change	Monthly
Exports	Twelve-month percentage change	Monthly
M2 (broad money)/international reserves	Twelve-month percentage change	Monthly
<b>Worst</b>		
Institutional Investor (II) and Moody's sovereign ratings	Change in index	Biannually (II), monthly (Moody's)
Domestic-foreign interest differential (lending rate) <sup>b</sup>	In percentage points	Monthly

Sources: Kaminsky, Lizondo, and Reinhart (1998), Kaminsky and Reinhart (1999), Goldstein, Kaminsky, and Reinhart (2000), and the authors' calculations.

<sup>a</sup>This is the "novel" variable introduced here.

<sup>b</sup>This is not to be confused with a domestic-foreign interest rate differential such as that seen in the Emerging Market Bond Index spread.

.... αλλά μόνο ενδείξεις με χαμηλή ακρίβεια

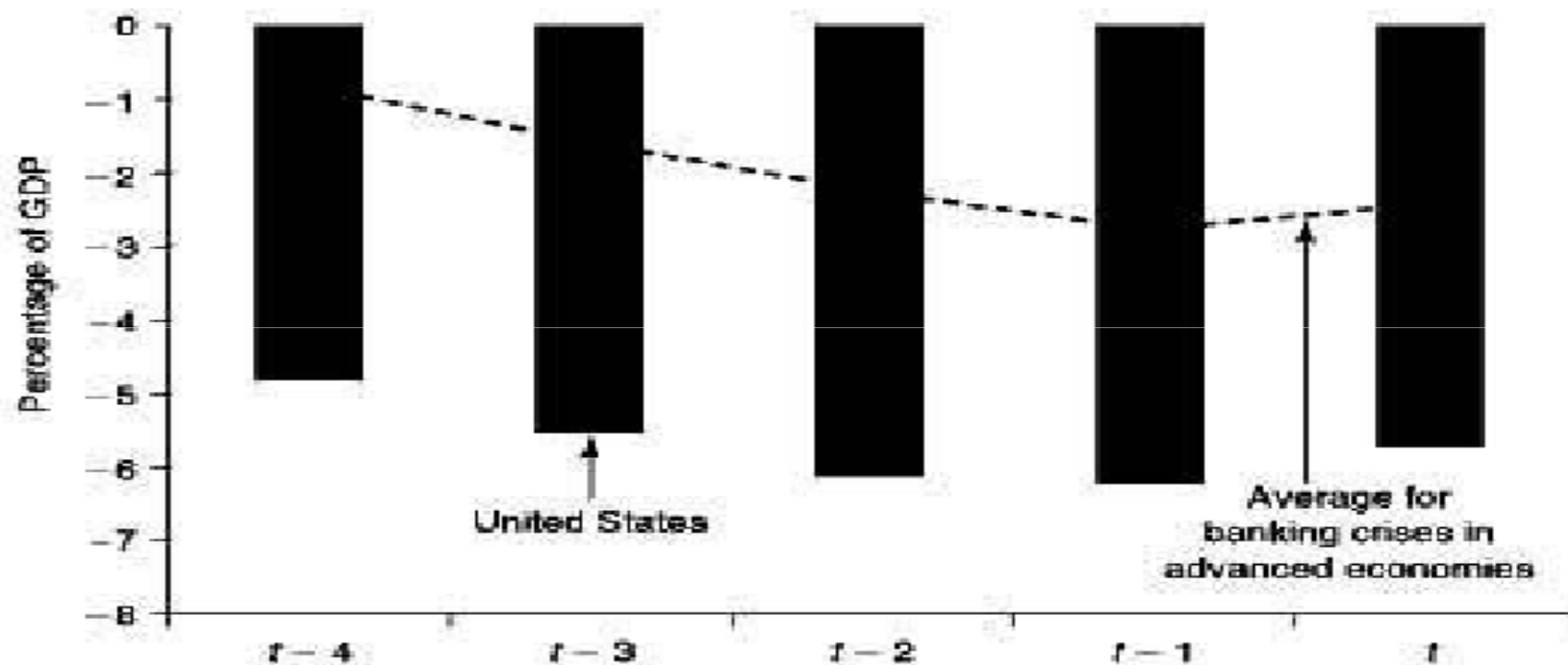


Figure 13.5. Ratio of current account balance to GDP on the eve of postwar banking crises: Advanced economies. Sources: International Monetary Fund (various years), *World Economic Outlook*; and the authors' calculations.

**TABLE 11.4**  
**Institutional Investor ratings of sixty-six countries: Upgrade or demotion, 1979–2008**

Country	Year of independence (if after 1800)	Institutional Investor rating, 2008 (March)	Change in rating from 1979 to 2008 (+ indicates improvement)
<b>Africa</b>			
Algeria	1962	54.7	-3.9
Angola	1975	n.a.	
Central African Republic	1960	n.a.	
Côte d'Ivoire	1960	19.5	-28.7
Egypt	1831	50.7	16.8
Kenya	1963	29.8	-15.8
Mauritius*	1968	56.3	38.3
Morocco	1956	55.1	9.6
Nigeria	1960	38.3	-15.8
South Africa	1910	65.8	3.8
Tunisia	1957	61.3	11.3
Zambia	1964	n.a.	
Zimbabwe	1965	5.8	-18.0
<b>Asia</b>			
China		76.5	5.4
Hong Kong <sup>+</sup>		n.a.	
India	1947	62.7	8.5
Indonesia	1949	48.7	-5.0
Japan		91.4	-5.5
Korea*	1945	79.9	8.7
Malaysia*	1957	72.9	2.6
Myanmar	1948	n.a.	
The Philippines	1947	49.7	4.0
Singapore*	1965	93.1	14.2
Taiwan*	1949	n.a.	
Thailand*		63.1	8.4
<b>Europe</b>			
Austria		94.6	8.9
Belgium*	1830	91.5	5.7
Denmark*		94.7	19.4
Finland*	1917	94.9	20.0
France	943	94.1	3.0
Germany		94.8	-3.5
Greece	1829	81.3	18.7
Hungary	1918	66.8	4.2

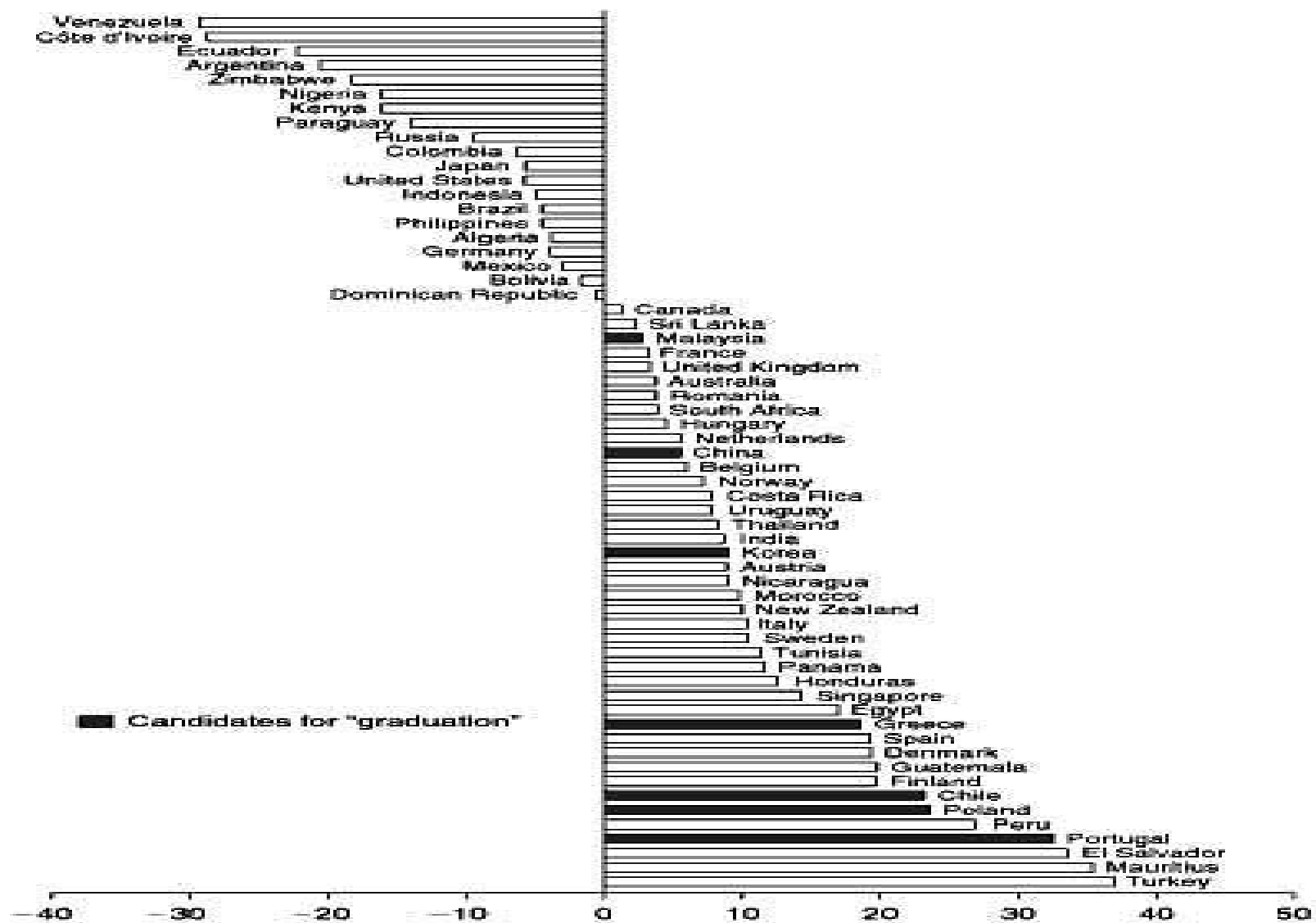
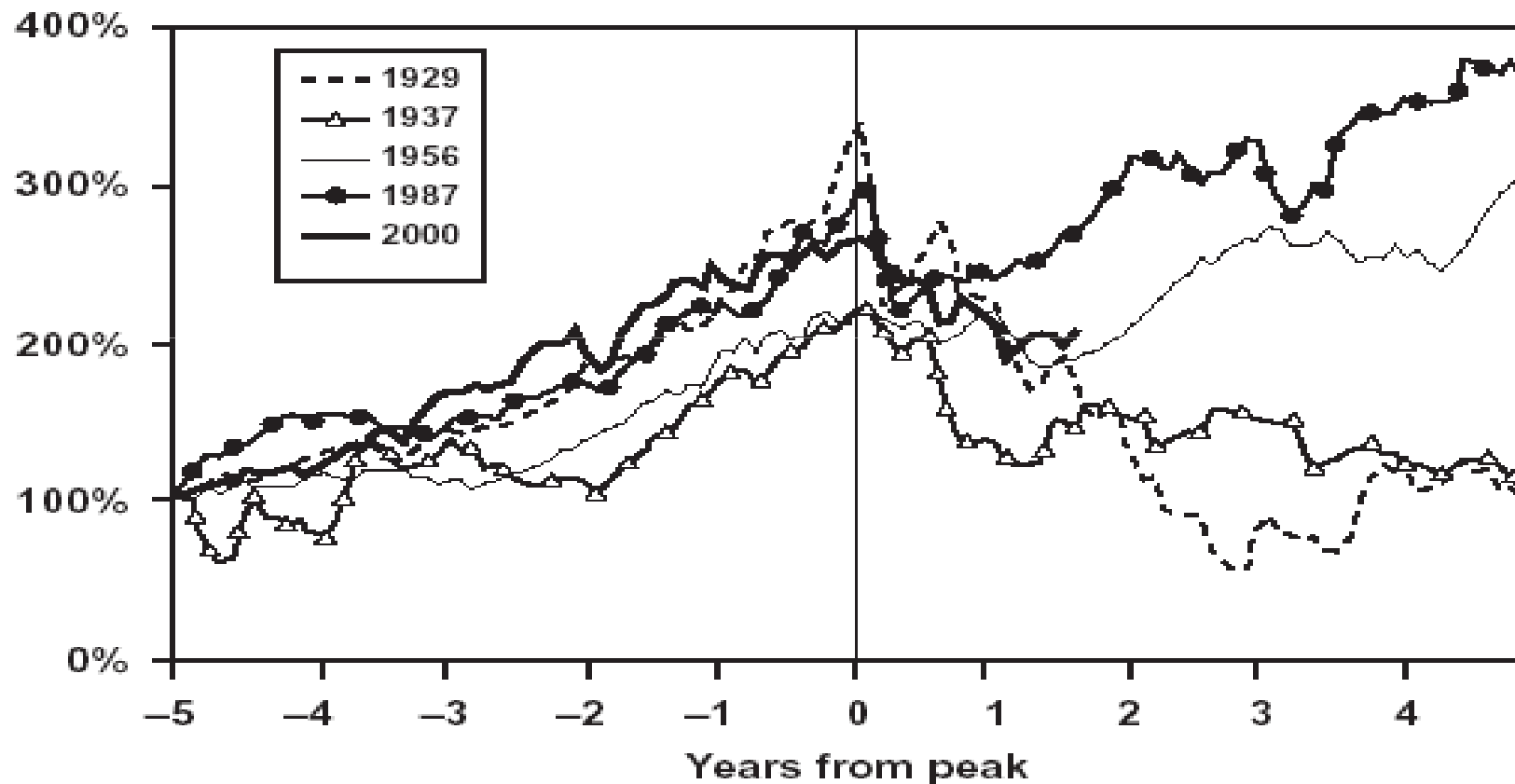


Figure 17.1. Change in Institutional Investor sovereign credit ratings of sixty-six countries, 1979–2008.  
 Sources: Qian and Reinhart (2009) and sources cited therein.  
 Note: Malaysia and Poland are included as graduation candidates, but these are “borderline” cases.

## 2. Προβλεψιμότητα χρηματοπιστηριακών κρίσεων



**Figure 4: S&P 500: Five Years before and after Local Peak**

Index, 1992 = 100

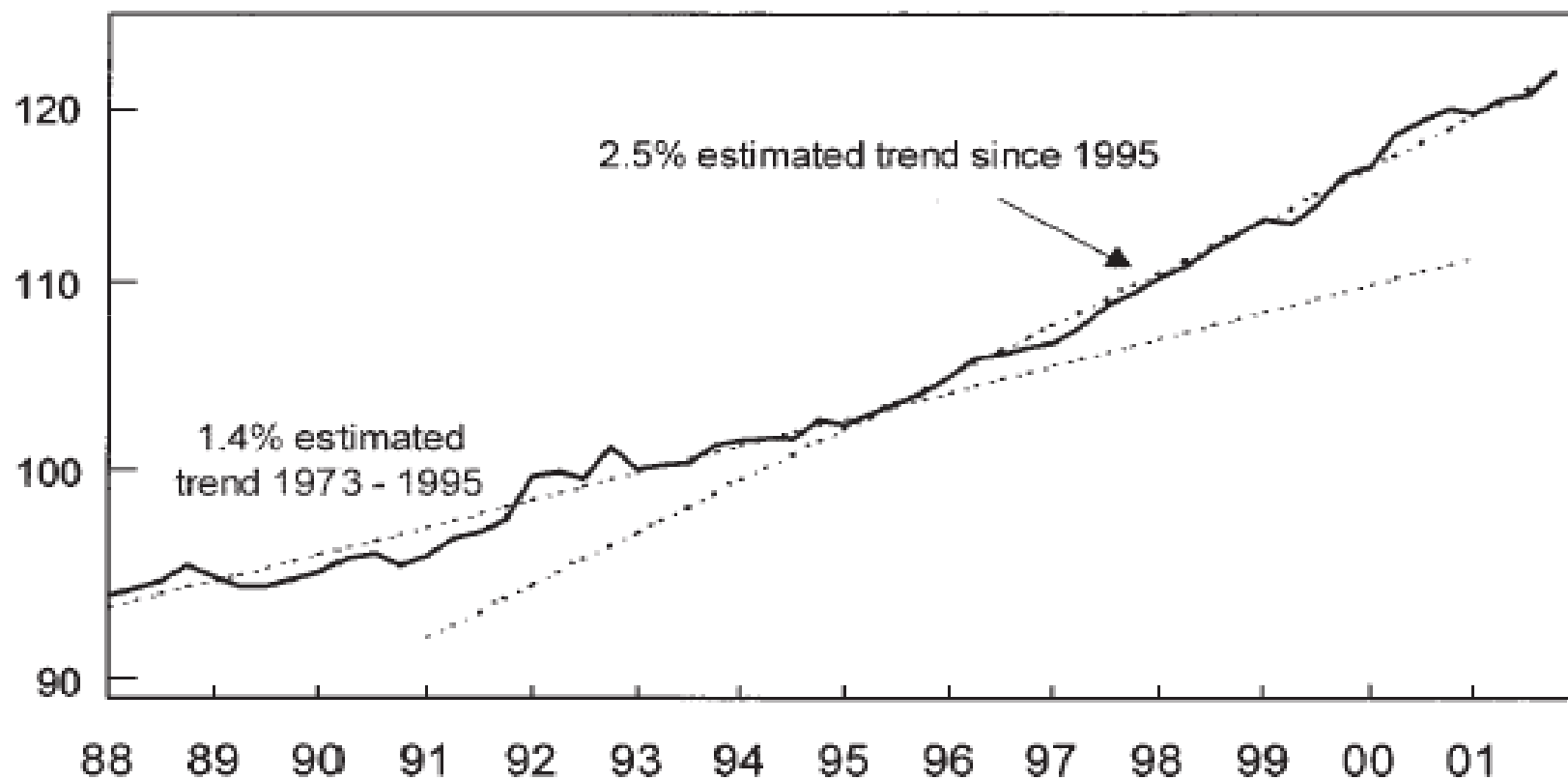
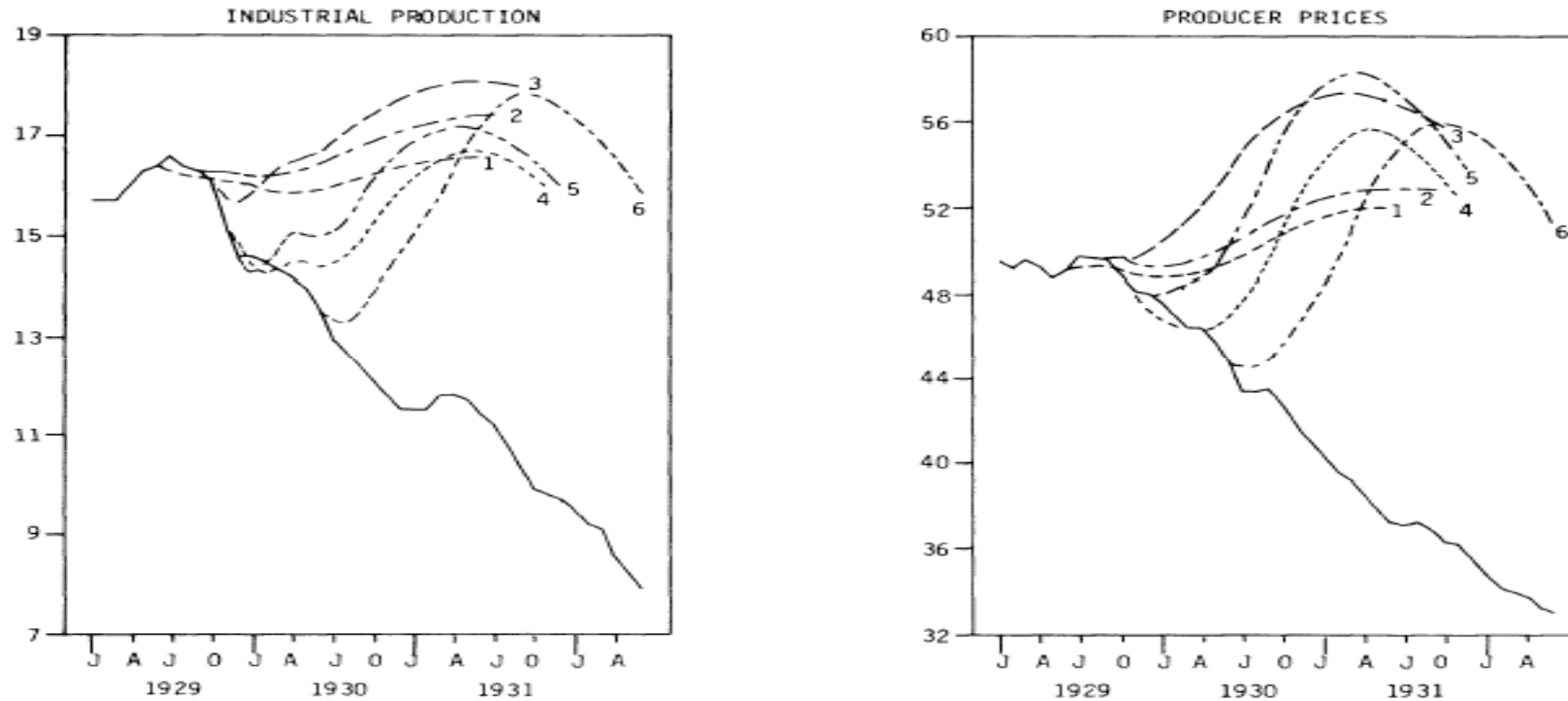


Figure 5: Nonfarm Labor Productivity

### 3. προβλεψιμότητα great depression



**FIGURE 3. ACTUAL AND FORECAST VALUES: MODERN PLUS HES DATA, SAMPLE BEGINS JANUARY 1920. Note: System includes industrial production (FRB), producer prices, three-month time loan rate, stock prices, *M2*, and the HES's *A*, *B*, and *C* series. Solid lines are actual data. Dashed lines are forecasts conditional on data through June 1929 (1), September 1929 (2), October 1929 (3), November 1929 (4), December 1929 (5), and June 1930 (6).**



# 4. Προβλεψιμότητα κρίσεων εθνικού χρέους

**Table 5**  
Variable importance and rank in Cart and Random Forest.

Variable	CART		Random Forest	
	Importance	Rank	Importance	Rank
Tot Ext Debt/GDP	100.00	1	100.00	1
Pub Ext Debt/GDP	88.35	2	94.49	4
Tot Ext Debt/Exp	69.35	3	79.17	6
Sh TermExtDebt/ Res (rem mat)	38.87	4	79.63	5
ShTermExtDebt/Res (orig mat)	34.55	5	63.09	9
PubExtDebt/ Res	33.71	6	94.63	3
ShTermExtDebt/GDP(rem.mat)	29.85	7	42.92	11
ExtFinReqs/Res	28.23	8	34.65	16
GDP NominalGrowth	25.50	9	33.49	19
Inflation	24.75	10	65.34	8
ServExtDebt/ GDP	24.40	11	38.01	12
DebtServExtDebt/Res	20.89	12	35.19	15
M2 /Res	19.73	13	26.61	21
ExchRateOverv	15.56	14	33.71	18
US TreasBill Rate	15.48	15	6.94	42
YearsNextPresElec	14.30	16	17.69	31
IntShTermExtDebt/ Res	13.33	17	99.55	2
ReserveGrowth(2)	11.95	18	15.62	32
DebtServExtDebt/GDP	11.61	19	22.49	27
Exch Vol	11.43	20	20.61	29
Inflation Vol	11.33	21	35.36	14
Real GDP growth	8.56	22	23.23	26
Revenue/GDP	8.35	23	22.4	28
Openness	7.79	24	33.91	17
PoliticalConstr III	7.00	25	27.77	20
RealExhRateVol	7.57	25	67.58	7
PoliticalConstr I	7.00	27	26.18	22
ExpGrowth	5.98	29	13.3	35
FDI/GDP	5.34	29	23.69	25
LIBOR	4.45	30	9.99	38
Civil Liberty Index	3.47	31	8.22	41
M2 Growth	3.20	32	20.42	30
PoliticalRights Index	2.95	33	9.72	39
Electoral System	2.21	34	23.93	24
IntShTermExtDebt/ GDP	2.15	35	46.82	10
GenGovBal/GDP Volat	1.33	36	15	33
CurrAcc/GDP	0.97	37	10.19	37
ReserveGrowth	0.34	38	25.53	23
YearsSincePresElect	0.21	39	9.06	40
YearsNextParIElect	0.10	40	5.08	45
YearsSinceParIElect	0.00	41	4.24	46
TermsofTrade Vol	0.00	42	14.65	34
RealExhRateDep	0.00	43	37.07	13
PublicDebt/GDP	0.00	44	6.81	43
PrimBalanceAdjReq	0.00	45	1.25	47
PrimaryBalance/GDP	0.00	46	10.64	36
PresElectionYear	0.00	47	1.02	48
Pres&ParIElectYear	0.00	48	0.15	49
ParlamElectYear	0.00	49	0	50
FreedomStatusIndex	0.00	50	6.64	44

Source: authors' calculations.

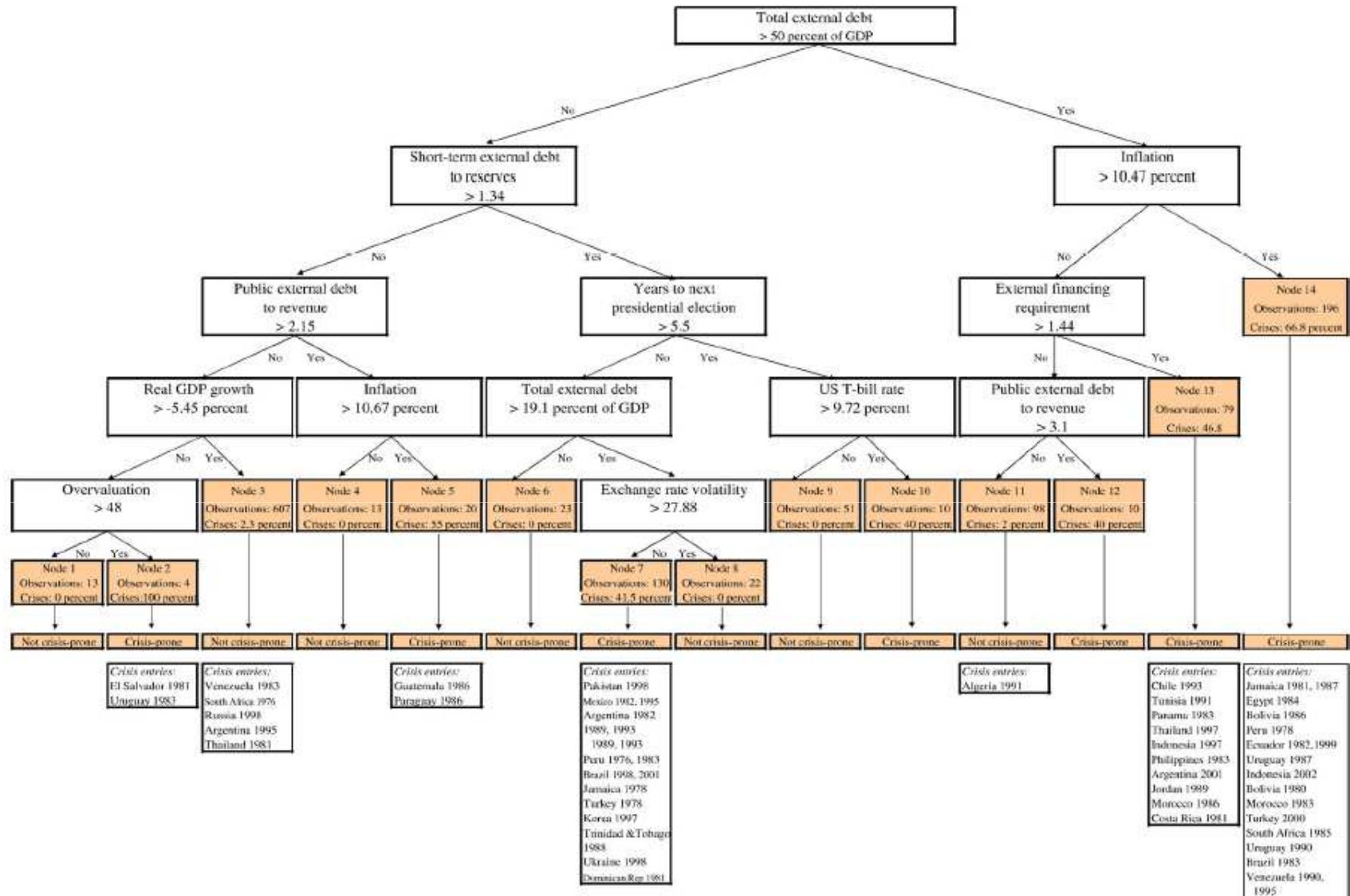


Fig. 1. The empirical tree. Sources: IMF; Standard & Poor's; World Bank; and authors' calculations.

	In-sample		Out-of-sample
	Full sample	1990s onwards (based on full sample)	1990s onwards (based on 1970–1989)
Observations	1276	556	556
Number of crisis episodes	261	114	114
Number of crisis entry episodes	54	20	20
	(In percent)		
Correctly called episodes	82.8	78.8	72.0
Correctly called default episodes	93.9	89.5	57.0
Correctly called non default episodes	79.9	76.0	76.0
Correctly called entries into default	88.9	85.0	35.0
Incorrectly called entries into default	18.5	15.0	19.0

Sources: IMF, Standard & Poor's, World Bank; and authors' calculations.

# Συνέπειες - Προοπτικές

Πιο συγκεκριμένα απρόβλεπτες  
– Όπως και πριν το great depression

- Δύσκολο να παρουσιαστούν
  - Πιθανοτική περιγραφή και όχι αφήγηση
- Αφορμή για αναδιανομή πλούτου και ανακατανομή πολιτικής δύναμης
- Νέοι θεσμοί (ENT;)



"Those of us who have looked to the self-interest of lending institutions to protect shareholder's equity -- myself especially -- are in a state of shocked disbelief,"  
Alan Greenspan, testimony to Congress 23<sup>rd</sup> Oct 2008

# Βιβλιογραφία

## Articles:

Dominguez, Kathryn, Fiar R.C., Shapiro M.D., 1988, Forecasting the depression: Harvard versus Yale, AER

Gorton, G. B., 2008, The subprime panic, NBER working paper # 14398

Bernanke, Ben S, The macroeconomics of the Great Depression: A comparative approach, NBER working paper #4814

Philippon, Thomas and Ariell Reshef, 2008, Wages and Human Capital in the US Financial Industry 1909-2006

Philippon, Thomas, 2008, The Evolution of the US Financial Industry from 1860 to 2007: Theory and Evidence

Johnson, Simon, 2009, 'The quiet Coup', The Atlantic, May 2009

Reinhart, C.M and K.S. Rogoff, 2009, This time is different, Princeton University Press, Part V

Manasse, P and Roubini, N, 2009, "Rules of thumb" for sovereign debt crises, Journal of International Economics, 78, 192-205

## Powerpoint presentations:

Menzi D. Chinn, 2008, The Global Economic Crisis: The world outside America, [http://www.ssc.wisc.edu/~mchinn/chinn\\_WAGE.pdf](http://www.ssc.wisc.edu/~mchinn/chinn_WAGE.pdf)

## Webinars, web videos, etc:

Το Economía Business Tank και η Ελληνική Ένωση Τραπεζών διοργάνωσαν την Τρίτη 18 Νοεμβρίου 2008 εκδήλωση με θέμα «Η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση και η Ελλάδα» :

[http://www.economia.gr/index.php?option=com\\_content&task=category&sectionid=9&id=234&Itemid=61](http://www.economia.gr/index.php?option=com_content&task=category&sectionid=9&id=234&Itemid=61)

<http://wage.wisc.edu/outreach/business/?id=218>

Harvard panel on financial crisis

Chicago panel on financial crisis

European Forecasting Network, Spring report. Most updated can be found at:

## Other useful material:

<http://greekeconomy.blogspot.com/>

<http://www.spiegel.de/international/world/0,1518,druck-604523,00.html>

[http://en.wikipedia.org/wiki/TED\\_spread](http://en.wikipedia.org/wiki/TED_spread)

<http://dshort.com/articles/2009/bear-turns-to-bull.html>

<http://www.forecasts.org/unemploy.htm>