ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ

Η ΔΙΕΘΝΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

ΚΟΛΛΙΑ ΠΕΓΚΥ

Διατριβή υποβληθείσα προς μερική εκπλήρωση
των απαραιτήτων προϋποθέσεων
για την απόκτηση του
Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης

ΑΘΗΝΑ

ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΣ, 2009

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Εγκρίνουμε τη διατριβή της Κόλλιας Πέγκυ

Ζαχαριάς Ελευθέριος

Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών

Σαπουντζόγλου Γεράσιμος

Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών

20/1/2009

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Η παρούσα διατριβή αποτελεί τον επίλογό μου στο Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, όπου έκανα τις προπτυχιακές και μεταπτυχιακές σπουδές μου. Επίλογος για τον οποίο αφιέρωσα αρκετούς μήνες συνεχούς προσπάθειας και ζήλου για την επίτευξη ενός όσο το δυνατόν σοβαρότερου αποτελέσματος. Θα ήθελα να αφιερώσω τη διατριβή αυτή στην οικογένειά μου για την ηθική και οικονομική συμπαράσταση. Επιπλέον, θα ήθελα να ευχαριστήσω τους καθηγητές μου κ Γεράσιμο Σαπουντζόγλου και κ Ελευθέριο Ζαχαριά για την καθοδήγηση και την βοήθεια που μου παρείχαν κατά την διάρκεια συγγραφής της παρούσας διατριβής.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ..... 8
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 10
ΤΟ ΠΑΓΚΟΣΜΙΟ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ 10
1.1 Εισαγωγή..... 10
1.2 Κρίση στο Χρηματοοικονομικό Σύστημα 11
1.2.1 Ιστορική Αναδρομή 11
1.2.1.1 Η Κρίση του 1929-1939..... 11
1.2.1.2 Η Κρίση στο Μεξικό (1994-1995) 14
1.2.1.3 Η Κρίση της Ασίας (1997-1998)..... 15
1.2.1.4 Η Κρίση της Ρωσίας (1998) 17
1.3 Κρίση στο Τραπεζικό Σύστημα..... 19
1.3.1 Παράγοντες που συμβάλλουν στην Τραπεζική Κρίση 20
*1.3.1.1 Μακροοικονομικοί Παράγοντες που συμβάλλουν στην Τραπεζική Κρίση*20
1.3.1.2 Ηθικός Κίνδυνος και Δυσμενής Επιλογή..... 21
1.3.1.3 Παράγοντες Ρευστότητας 23
1.3.1.4 Θεσμικοί Παράγοντες οι οποίοι οδηγούν σε Τραπεζική Κρίση..... 24
1.3.1.5 Άλλοι Παράγοντες..... 26
1.4 Κεφαλαιακή Επάρκεια Τραπεζών και ο 1ος Πυλώνας της Βασιλείας II..... 26
1.4.1 Η Έννοια και η σημασία της Επάρκειας των Ιδίων Κεφαλαίων των Πιστωτικών Ιδρυμάτων 27
1.4.2 Πιστωτικός Κίνδυνος..... 29
1.5 Πιστωτικοί Κύκλοι 29
1.5.1 Τι είναι οι Πιστωτικοί Κύκλοι..... 29
1.5.2 Πιστωτικοί Κύκλοι και το Οικονομικό Σύστημα..... 32
1.5.2.1 Πιστωτικοί Κύκλοι και οι Τιμές των Ακινήτων 32
1.5.2.2 Πιστωτικοί Κύκλοι και οι Τιμές Των Μετοχών..... 33
1.6 Ρευστότητα..... 33
1.6.1 Ορισμός Ρευστότητας..... 33
1.6.2 Κίνδυνος Ρευστότητας..... 34
1.7 Συστημικός Κίνδυνος και το Αποτέλεσμα Ντόμινο..... 35
1.8 Οικονομική Σταθερότητα και ο Ρόλος των Κεντρικών Τραπεζών..... 37

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

1.9 Η Σημασία της Σταθερότητας στο Τραπεζικό Σύστημα..... 39
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 41
Η ΔΙΕΘΝΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ 41
2.1 Τι Προηγήθηκε της Κρίσης..... 41
2.2 Πιστωτική Κρίση..... 42
2.3 Κρίση Ρευστότητας 45
2.3.1 Απώλειες 50
2.3.2 Η Διαδικασία της Απομόχλευσης..... 57
2.3.3 Παγκόσμιες Τραπεζικές Απώλειες και Δημιουργία Νέου Κεφαλαίου..... 59
2.4 Πως Εξελίχθηκε Η Κρίση 61
2.4.1 Τα Γεγονότα του 2007 61
2.4.2 Η Παγκόσμια Οικονομική Ύφεση του 2008..... 63
2.5 Το Μερίδιο Ευθύνης Των Τραπεζών..... 68
2.5.1 Ο Ρόλος του Μοντέλου Δημιουργίας και Διανομής Δανείων..... 68
2.5.2 Ο Ρόλος των Δομημένων Πιστωτικών Προϊόντων 70
2.5.3 Υπερεπέκταση Δανειοδότησης και Ανάληψης Κινδύνου..... 72
2.5.4 Κρίση Εμπιστοσύνης 73
2.5.5 Ασκήσεις Προσομοίωσης Ακραίων Καταστάσεων-Stress Testing..... 74
2.5.5.1 Οι Λάθος Παραδοχές των Τραπεζών..... 76
2.6 Το Μερίδιο Ευθύνης των Εποπτικών Αρχών..... 78
2.7 Ο Ρόλος των Οίκων Αξιολόγησης..... 79
2.7.1 Αποτυχίες Αξιολόγησης των MBS και CDO's 83
2.7.1.1 Αποτυχίες στην Αξιολόγηση Τιτλοποιημένων Δανείων Υψηλού Κινδύνου 83
2.7.1.2 Αποτυχίες στην Αξιολόγηση των Ενεχυριασμένων Δανειακών Υποχρεώσεων (CDO's) 84
2.8 Ο Ρόλος της Δίκαιης Αξίας κατά τη Διαρκείας της Κρίσης 85
2.9 Διαφάνεια..... 90
2.10 Πως Αντέδρασαν οι Κεντρικές Τράπεζες..... 92
2.11 Οι Ανανεωμένες Οδηγίες της Επιτροπής της Βασιλείας (Ιούνιος 2008)..... 94
2.12 Διεθνές Νομισματικό Ταμείο: Προτάσεις για την Βελτίωση της Διαχείρισης του Κινδύνου Ρευστότητας..... 95

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 97
Η ΑΓΟΡΑ ΕΝΥΠΟΘΗΚΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ ΥΨΗΛΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ 97
3.1 Η Ανάπτυξη της Αγοράς 97
3.1.1 Φούσκα στις Τιμές των Ακινήτων 103
3.1.2 Πότε Ένα Δάνειο Χαρακτηρίζεται Υψηλού Κίνδυνου 107
3.1.2.1 Είδη Ενυπόθηκων Δανείων Υψηλού Κινδύνου 107
3.1.2.2 Χαρακτηριστικά των Δανειστών 109
3.1.2.3 Το Προφίλ των Δανειοληπτών 110
3.2 Κρίση στην Αγορά Ενυπόθηκων Δανείων Υψηλού Κινδύνου 111
3.2.1 Ο Ρόλος των Επιτοκίων 116
3.2.2 Η Υπερβολική Χορήγηση Δανείων Υψηλού Κινδύνου 118
3.2.3 Επιθετική Δανειοδότηση-Predatory Lending 119
3.2.4 Ελλιπή Πρότυπα Δανειοδότησης 121
3.2.5 Απάτες από την Πλευρά των Δανειοληπτών 122
3.2.6 Αγορά Ακινήτου για Κερδοσκοπικούς Σκοπούς 123
3.2.7 Η Ιδέα της Απόκτησης ενός Ακινήτου με Οικονομικά Ανεκτούς Τρόπους-Affordable Housing 124
3.2.8 Fannie Mae και Freddie Mac 125
3.2.8.1 Η Κρατικοποίηση των δυο Οργανισμών 128
3.3 Η Επιρροή της Κρίσης στην Κατανάλωση 128
3.4 Νομισματική Πολιτική και Housing 131
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 134
ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗ, ΜΕΤΑΦΟΡΑ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΚΑΙ ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ 134
4.1 Γενικά Περί Τιτλοποίησης 134
4.1.1 Τιτλοποίηση Στεγαστικών Δανείων 135
4.1.2 Η Δομή της Τιτλοποίησης των Στεγαστικών Δανείων 136
4.1.3 Πλεονεκτήματα από την Τιτλοποίηση 138
4.1.4 Χρεόγραφα υπό Κάλυψη Υποθηκών-Mortgage Backed Securities, (MBS) 140
4.2 Μεταφορά Πιστωτικού Κινδύνου 141
4.2.1 Γενικά για την Μεταφορά του Πιστωτικού Κινδύνου 141
4.3 Παράγωγα Προϊόντα 146
4.3.1 Γενικά για τα Παράγωγα Προϊόντα 146

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

4.3.2 Ενεχυριασμένες Δανειακές Υποχρεώσεις- Collateralized Debt Obligations (CDOs) 147
4.3.3 Ομόλογα Υποθήκης με Πρόσθετη Εξασφάλιση-Collateralized Mortgage Obligations, (CMOs) 154
4.3.4 Επενδυτικές Εταιρείες Ειδικού Σκοπού – Special Purpose Vehicles, (Conduits, SIV's) 156
4.3.5 Βραχυπρόθεσμα Χρεόγραφα Εμπράγματης Διασφάλισης-Asset Backed Commercial Papers, (ABCP'S) 160
4.4 Μοχλευμένες Εξαγορές-Leverage Buyouts (LBO'S) 161
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 165
Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ 165
5.1 Η Ελληνική Οικονομία 165
5.2 Η Σταθερότητα του Ελληνικού Τραπεζικού Συστήματος και η Επιρροή της Κρίσης 171
5.3 Σχέδιο Ενίσχυσης της Ρευστότητας 174
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 178
ΤΟ ΠΑΓΚΟΣΜΙΟ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΣΗΜΕΡΑ ΚΑΙ ΟΙ ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΤΟ 2009 178
6.1 Ο Παγκόσμιος Χρηματοοικονομικός Χάρτης Σταθερότητας 178
6.2 Η Οικονομία Σήμερα 183
6.3 Οι Προβλέψεις για το 2009 189
6.3.1 ΗΠΑ 191
6.3.2 Ευρώπη 196
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ-ΕΠΙΛΟΓΟΣ 201
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι 206
ΧΡΟΝΟΛΟΓΙΟ ΓΕΓΟΝΟΤΩΝ 206
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙ 217
ΣΧΕΔΙΟ ΝΟΜΟΥ 217
«ΕΝΙΣΧΥΣΗ ΤΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΠΤΩΣΕΩΝ ΤΗΣ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ» 217
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ 223

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να παρουσιάσει την Διεθνή Χρηματοπιστωτική Κρίση, η οποία ξέσπασε στην αγορά ενυπόθηκων δανείων στις ΗΠΑ το καλοκαίρι του 2007 και στη συνέχεια επεκτάθηκε σε όλο τον κόσμο, να παρουσιάσει τα αίτιά της, καθώς και τις επιδράσεις που είχε στην παγκόσμια οικονομία.

Στο πρώτο κεφάλαιο γίνεται αρχικά μια αναφορά στην ανάπτυξη του χρηματοοικονομικού συστήματος, στη συνέχεια μία ιστορική αναδρομή σε σημαντικές κρίσεις του παρελθόντος, αλλά και μία σύντομη ανάλυση βασικών οικονομικών εννοιών, οι οποίες βοηθούν στην καλύτερη κατανόηση της σημερινής κρίσης.

Στο δεύτερο κεφάλαιο, αναλύεται η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση, πώς ξεκίνησε και πως μετατράπηκε σε κρίση ρευστότητας και οδήγησε την παγκόσμια οικονομία σε ύφεση. Παρουσιάζονται τα σημαντικότερα γεγονότα του 2007 και του 2008, ενώ, αναφέρονται και οι απώλειες που σημείωσαν οι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί εξαιτίας της κρίσης. Στη συνέχεια του κεφαλαίου, επιχειρείται μία ανάλυση του ρόλου που έπαιξαν οι βασικοί συμμετέχοντες του χρηματοπιστωτικού συστήματος στην παρούσα κρίση, όπως οι τράπεζες, οι οίκοι αξιολόγησης και οι εποπτικές αρχές. Ακόμη, γίνεται αναφορά στον τρόπο αντιμετώπισης της κρίσης από τις κεντρικές τράπεζες των ΗΠΑ και της Ευρώπης. Τέλος παρουσιάζονται οι προτάσεις του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου για την αντιμετώπιση της τρέχουσας κρίσης και την αποτροπή επανάληψής της.

Στο τρίτο κεφάλαιο αναλύεται η αγορά ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου των ΗΠΑ. Αρχικά γίνεται αναφορά στην ανάπτυξη της αγοράς ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου και στην υπερβολική άνοδο των τιμών των ακινήτων. Στη συνέχεια αναλύεται η κρίση που ξέσπασε στη συγκεκριμένη αγορά καθώς και οι λόγοι που συντέλεσαν στο ξέσπασμα της κρίσης στην συγκεκριμένη αγορά.

Ακολούθως, στο τέταρτο κεφάλαιο, περιγράφεται η τιτλοποίηση στεγαστικών δανείων, η δομή και τα πλεονεκτήματά της. Στη συνέχεια του κεφαλαίου, αναλύεται η μεταφορά του πιστωτικού κινδύνου, η αγορά παραγώγων καθώς και

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ορισμένα είδη παραγώγων. Ακόμη αναλύεται πως επηρεάστηκε η αγορά παραγώγων κατά την διάρκεια της κρίσης.

Στο πέμπτο κεφάλαιο, γίνεται μία αναφορά στις συνθήκες που επικρατούν στην ελληνική οικονομία σήμερα, στην σταθερότητα του ελληνικού τραπεζικού συστήματος και στις επιπτώσεις της κρίσης στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα. Το κεφάλαιο κλείνει με μια παρουσίαση του σχεδίου της κυβέρνησης για την ενίσχυση της ρευστότητας των ελληνικών τραπεζικών ιδρυμάτων.

Τέλος, στο έκτο κεφάλαιο, αναλύεται η κατάσταση της παγκόσμιας οικονομίας ένα χρόνο μετά το ξέσπασμα της κρίσης. Παρουσιάζονται αναλυτικά οι παγκόσμιοι χάρτες σταθερότητας πριν και μετά το ξέσπασμα της κρίσης καθώς και στοιχεία που δείχνουν τις επιπτώσεις της κρίσης στην παγκόσμια οικονομία. Στο τέλος του κεφαλαίου παρουσιάζονται στοιχεία που αφορούν τις προβλέψεις για την παγκόσμια οικονομία κατά την διάρκεια του 2009.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1
ΤΟ ΠΑΓΚΟΣΜΙΟ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ

1.1 Εισαγωγή

Τα τελευταία 20 χρόνια, η απελευθέρωση των αγορών, οι καινοτομίες στον χρηματοοικονομικό τομέα, η ανάπτυξη των θεσμικών επενδυτών και των δευτερογενών αγορών χρεογράφων, οι εξελίξεις στην τεχνολογία, η παγκόσμια ενοποίηση οργανισμών, αλλά και ο αυξανόμενος ρόλος του χρηματοπιστωτικού τομέα στην παγκόσμια οικονομία, έχουν επιφέρει επανάσταση στο παγκόσμιο χρηματοοικονομικό σύστημα.

Η απελευθέρωση των αγορών έχει επηρεάσει τις χρηματοοικονομικές αγορές των αναπτυγμένων οικονομιών, μετατοπίζοντας τα εμπόδια εισόδου, μειώνοντας τα τεχνητά εμπόδια ανάμεσα στους διάφορους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς, αυξάνοντας τον διεθνή ανταγωνισμό, ενθαρρύνοντας την εμφάνιση μεγάλων χρηματοοικονομικών οργανισμών και την εφεύρεση χρηματοοικονομικών καινοτομιών.

Το διεθνές εμπόριο αναπτύχθηκε και με τη μείωση του κόστους των μεταφορών, εξαιτίας των τεχνολογικών εξελίξεων στις επικοινωνίες και στις μεταφορές, όλο και περισσότερες επιχειρήσεις συμμετείχαν στο διεθνές εμπόριο και όλο και περισσότερα αγαθά γίνονται αντικείμενο αγοραπωλησιών. Επιπλέον, με την επέκταση του εμπορίου, ο διεθνής ανταγωνισμός αυξήθηκε αρκετά.

Από το 1970 και μετά, η αποκανονικοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών και η δημιουργία νέων χρηματοπιστωτικών εργαλείων, συνέβαλλαν στην δημιουργία ενός πιο ολοκληρωμένου διεθνούς χρηματοοικονομικού συστήματος. Ο αριθμός των παράγωγων, των δομημένων προϊόντων και των αμοιβαίων κεφαλαίων αυξήθηκε σημαντικά, επιτρέποντας μια πιο αποτελεσματική κατανομή των χρηματοοικονομικών πόρων και καταμερισμό των κινδύνων. Η τιτλοποίηση των δανείων και των υπολοίπων στοιχείων του ενεργητικού, προκάλεσε ισχυρή ζήτηση από την πλευρά των επενδυτών. Η κατάργηση των ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων είχε ως αποτέλεσμα η ζήτηση τίτλων να είναι παγκόσμια και να μην προέρχεται αποκλειστικά από εγχώριους επενδυτές. Η αξιολόγηση και ταξινόμηση των διαφόρων χρηματοοικονομικών στοιχείων σε διαβαθμίσεις ανάλογα με τον κίνδυνο που εμπεριέχουν κατέστησε αναγκαία την εμφάνιση των

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

οίκων πιστοληπτικής αξιολόγησης.. Τα όρια ανάμεσα στους διάφορους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς δεν είναι τόσο διακριτά με αποτέλεσμα να αυξάνεται η μεταφορά του κινδύνου ανάμεσά τους. Οι καινοτομίες όμως στον χρηματοοικονομικό τομέα βοηθούν στην αποτελεσματικότερη αποτίμηση των κινδύνων που παρουσιάζονται αλλά και στην καλύτερη διαχείρισή τους.

Αυτές οι χρηματοπιστωτικές αλλαγές, συνέδεσαν πιο στενά τις εθνικές οικονομίες, και αύξησαν τα διαθέσιμα κεφάλαια για τις αναπτυσσόμενες χώρες. Το μέγεθος των επενδύσεων αυξάνεται, και μεγάλο μέρος από αυτές, προέρχεται από μόχλευση, δηλαδή από δανειακά κεφάλαια. Η κατάργηση των ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων, είχε ως αποτέλεσμα την ενίσχυση των εισροών κεφαλαίου, καθώς οι διεθνείς και εγχώριοι θεσμικοί επενδυτές, αντέδρασαν θετικά στο βελτιωμένο επενδυτικό περιβάλλον. Αυτές οι εισροές, στήριξαν τα ισοζύγια πληρωμών των χωρών, μείωσαν το κόστος δανεισμού και ενίσχυσαν την ανταγωνιστικότητα των οικονομιών.

Όλες αυτές οι καινοτομίες, αύξησαν την ικανότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος να εντοπίσουν, διαχειριστούν και να κατανείμουν τους διάφορους κινδύνους αλλά και ευνόησαν την σταθερότητα της παγκόσμιας οικονομίας.

1.2 Κρίση στο Χρηματοοικονομικό Σύστημα

Μια χρηματοοικονομική κρίση, μπορεί να συμβεί με δύο τρόπους, που οδηγούν σε δυσλειτουργία του συστήματος πληρωμών. Πρώτον, ένα μεταδιδόμενο τραπεζικό πανικό, όπου το αποταμιευτικό κοινό επιχειρεί να μετατρέψει τις καταθέσεις του σε ρευστά διαθέσιμα. Δεύτερον, μια μεγάλη κρίση στην κεφαλαιαγορά, που προκαλεί σοβαρές ανησυχίες ότι η άντληση κεφαλαίων είναι αδύνατη σε οποιαδήποτε τιμή.

1.2.1 Ιστορική Αναδρομή

1.2.1.1 Η Κρίση του 1929-1939

Η κρίση του 1929 ήταν από τις μεγαλύτερες και πιο σοβαρές κρίσεις που δέχτηκε ο εκβιομηχανισμένος δυτικός κόσμος. Παρόλο που ξεκίνησε από τις Η.Π.Α. επηρέασε αρκετές χώρες σε ολόκληρο τον κόσμο, μειώνοντας την παραγωγή και την απασχόληση και προκαλώντας αποπληθωρισμό.

Η υπέρμετρη και αλόγιστη πιστωτική επέκταση από το 1923 μέχρι το 1929 είχε σαν αποτέλεσμα την υπερθέρμανση της αμερικανικής οικονομίας, τη δημιουργία μεγαλύτερης ποσότητας νομίσματος (ρευστότητας) από ότι απαιτούνταν, και την άκρατη κερδοσκοπία στις αγορές μετοχών (κυρίως) και εμπορευμάτων (λιγότερο).

Στις Η.Π.Α. η κρίση ξεκίνησε το καλοκαίρι του 1929. Η παραγωγή και το γενικό επίπεδο των τιμών μειώθηκαν ραγδαία. Πιο συγκεκριμένα κατά τη διάρκεια της κρίσης η παραγωγή μειώθηκε περίπου 47% και το Α.Ε.Π. 30%.[1] Η μεγάλη κρίση ξεκίνησε εξαιτίας της κατάρρευσης των τιμών στο χρηματιστήριο ενώ η αρχική μείωση της παραγωγής προέκυψε από την σφιχτή νομισματική πολιτική η οποία είχε ως στόχο τον περιορισμό της κερδοσκοπίας στο χρηματιστήριο. Από το 1921 έως το 1929, οι τιμές στο χρηματιστήριο αυξάνονταν συνεχώς. Όταν η άνοδος των τιμών ξεφεύγει από τις θεμελιώδεις αξίες των επιχειρήσεων το μόνο που κυριαρχεί είναι το κερδοσκοπικό παιχνίδι. Η κερδοσκοπία έφτασε σε ακραία επίπεδα. Το χρηματιστήριο εκείνη την περίοδο, ήταν ένα Bull Market.

Το 1928 και 1929, η κεντρική τράπεζα αύξησε τα επιτόκια με στόχο τον περιορισμό της προσφοράς χρήματος που «φαινομενικά» είχε ξεφύγει από τον έλεγχό της και την μείωση του ρυθμού αύξησης των τιμών στο χρηματιστήριο. Τα υψηλότερα επιτόκια μείωσαν τη ζήτηση προϊόντων κυρίως στον κατασκευαστικό τομέα και στον τομέα της αυτοκινητοβιομηχανίας, με αποτέλεσμα να μειωθεί και η παραγωγή. Οι τιμές στο χρηματιστήριο άρχισαν να πέφτουν.
Η αύξηση των επιτοκίων άφησε τους κερδοσκόπους που χρησιμοποιούσαν δανεικά κεφάλαια (Margin Debt) για τα παιχνίδια με μετοχές εκτεθειμένους στις τράπεζες. Η κατάρρευση των τιμών πήρε τη μορφή Domino. Η πτώση των μετοχών έσβησε κυριολεκτικά περιουσίες και καταθέσεις αποταμιευτών σε μερικές και μόνο ημέρες. Επιπλέον, το αποτέλεσμα της κρίσης οδήγησε σε σοβαρό αποπληθωρισμό που έκανε τη κρίση ακόμη βαθύτερη. Ταυτόχρονα ο διπλός ρόλος του τραπεζικού συστήματος στο παιχνίδι του 1929 έμελλε να αποτελέσει το κύκνειο άσμα για πολλούς επιφανείς τραπεζίτες της εποχής. Η μέχρι τότε νομοθεσία δεν απαγόρευε το διπλό ρόλο των τραπεζών ως εμπορικές και επενδυτικές. Ο μη διαχωρισμός είχε σαν αποτέλεσμα την άκρατη

[1] Rothbard N. Murray, (2000), <<*America's Great Depression*>>, Fifth Edition

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

κερδοσκοπία των τραπεζών με κεφάλαια των καταθετών που χάθηκαν με την κατάρρευση του συστήματος. Ήταν τόσο μεγάλη η επίδραση της απώλειας καταθέσεων (μέσω κερδοσκοπίας των τραπεζών) αλλά και της αξιοπιστίας του τραπεζικού συστήματος που η αμερικανική κυβέρνηση αποφάσισε τον διαχωρισμό των τραπεζικών από τις χρηματιστηριακές εργασίες(Glass-Steagall Act of 1933) και την ασφάλιση των καταθέσεων με τη δημιουργία του FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation). Είναι η εποχή που η πανίσχυρη πριν το κραχ τράπεζα J.P. Morgan διασπάται σε δύο κομμάτια τη J.P. Morgan (Τραπεζικές Εργασίες) και τη Morgan Stanley (Επενδυτική Τράπεζα). Το χρονικό διάστημα κατά το οποίο η κρίση εξαπλώθηκε σε άλλες χώρες αλλά και ο βαθμός στον οποίο τις επηρέασε, διαφέρει από χώρα σε χώρα.

Το κραχ του Οκτωβρίου 1929 έμεινε στην ιστορία όχι για το μέγεθος της πτώσης την μαύρη Τρίτη αλλά για την μετέπειτα οικονομική κρίση που έφερε. Ήταν μια κρίση τόσο βαθιά που μετονομάστηκε great depression. Ο αντίκτυπος της χρηματιστηριακής πτώσης έγινε τόσο εμφανής στην πραγματική οικονομία των ΗΠΑ, χιλιάδες επιχειρήσεις κατέρρευσαν, τράπεζες αφανίστηκαν σε μερικές μόνο ημέρες, επενδύσεις και περιουσίες χάθηκαν, ενώ εκατομμύρια εργαζόμενοι βρέθηκαν στο δρόμο. Η ανεργία έφτασε το 30% σε πολλές πολιτείες. Στοίχισε τόσο πολύ στην αμερικανική και παγκόσμια οικονομία που χρειάστηκαν δύο τουλάχιστον δεκαετίες για να εξέλθουν από το οικονομικό και χρηματιστηριακό τέλμα. Ας σημειωθεί ότι οι βασικοί δείκτες της Wall Street έπιασαν και πάλι τα προ κραχ επίπεδα των αρχών Σεπτεμβρίου 1929 το 1954, δηλαδή 25 χρόνια μετά. Πολλές ευρωπαϊκές αγορές είχαν ήδη σημειώσει τα ιστορικά υψηλά τους πριν τη Wall Street. Το γερμανικό χρηματιστήριο είχε ήδη σημειώσει άνοδο τον Μάιο του 1927 και οδηγήθηκε σε κατάρρευση (με παρόμοια παρέμβαση μέσω επιτοκίων) μαζί με τη Δημοκρατία της Βαϊμάρης. Τα οικονομικά προβλήματα και η κατάρρευση του γερμανικού νομίσματος είχε σαν αποτέλεσμα τεράστια κρίση στην Γερμανία που οδήγησε στην αναρρίχηση του Χίτλερ και το Γ' Ράιχ.

Ήταν τόσο μεγάλη η φτώχεια που επέφερε σε τόσο σύντομο χρονικό διάστημα που οι μνήμες του κραχ σημάδεψαν μια ολόκληρη γενιά για πάρα πολλά χρόνια.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

1.2.1.2 Η Κρίση στο Μεξικό (1994-1995)

Στις αρχές του 1990 η οικονομία του Μεξικό ήταν αρκετά υγιείς. Η μεξικανική κυβέρνηση ενέκρινε σχέδιο σταθεροποίησης της οικονομίας με αποτέλεσμα να ανακάμπτει ξανά μετά από την κρίση που πέρασε την δεκαετία του ’80. Πιο συγκεκριμένα, ο πληθωρισμός μειωνόταν σταδιακά φτάνοντας το 1993, για πρώτη φορά τις τελευταίες 2 δεκαετίες, σε μονοψήφιο επίπεδο. Επιπλέον εξαιτίας τις έλλειψης σοβαρών περιορισμών στις εισροές κεφαλαίων άρχισε να προσελκύει ξένες επενδύσεις. Το 1994 ξεκίνησε και η εφαρμογή της Συμφωνίας Ελεύθερου Εμπορίου Βόρειας Αμερικής (NAFTA), σύμφωνα με την οποία μειώνονταν οι δασμοί μεταξύ των χωρών της βορείου Αμερικής. Η εφαρμογή της συνθήκης αναμενόταν να προσελκύσει ξένους επενδυτές στη χώρα προκειμένου να εκμεταλλευτούν τα προνόμια που είχε το Μεξικό στις συναλλαγές του με τις Η.Π.Α. Η απελευθέρωση στον χρηματοπιστωτικό τομέα σε συνδυασμό με άλλους παράγοντες όπως η βελτίωση των οικονομικών προσδοκιών, η μείωση του δημόσιου χρέους, η ανάπτυξη της ακίνητης περιουσίας και της χρηματιστηριακής αγοράς, ενθάρρυνε την αύξηση της προσφοράς πιστώσεων. Όμως η κακή επιλογή δανειοληπτών, οι υπερβολικές πιστώσεις και η επιβράδυνση της οικονομικής ανάπτυξης το 1993 είχαν ως αποτέλεσμα την αύξηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων (non-performing loans). Οι κύριες αιτίες για την αύξηση του χρέους ήταν οι εξής : η απελευθέρωση του χρηματοπιστωτικού τομέα οδήγησε τα επιτόκια καταθέσεων και δανεισμού στο να κυμαίνονται ελεύθερα, οι πιστώσεις δεν ακολουθούσαν την διαδικασία που έπρεπε να ακολουθήσουν και οι τράπεζες δεν διατήρησαν το ελάχιστο ποσοστό καταθέσεων που υποχρεούνταν να κρατούν. Επιπλέον, οι τράπεζες είχαν ιδιωτικοποιηθεί βιαστικά, χωρίς να πληρούν ορισμένα κριτήρια, ο ηθικός κίνδυνος αυξήθηκε με την απεριόριστη χρηματοδότηση των υποχρεώσεων των τραπεζών και δεν υπήρχαν κανόνες κεφαλαιοποίησης βασισμένοι στους κινδύνους της αγοράς. Η τραπεζική εποπτεία ήταν αδύναμη και η αύξηση στα χαρτοφυλάκια των τραπεζών ενίσχυσε αυτή την αδυναμία. Ακόμη, μέσα σε λιγότερο από ένα χρόνο από την ημέρα που ξεκίνησε η εφαρμογή του NAFTA, το Μεξικό δεχόταν αρκετά εσωτερικά και εξωτερικά πλήγματα τα οποία οδηγούσαν την οικονομία σε κρίση. Πιο συγκεκριμένα τα επιτόκια σε όλο τον κόσμο αυξάνονταν, το 1994 ήταν εκλογική περίοδος για το Μεξικό με αποτέλεσμα αρκετές πολιτικές διαταραχές και βίαια επεισόδια στο εσωτερικό της

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

χώρας, επιπλέον υπήρχε αρκετή ανησυχία για την ραγδαία αύξηση του ελλείμματος ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Τον Δεκέμβριο του 1994 η κυβέρνηση υποτίμησε το εγχώριο νόμισμα. Η υποτίμηση είχε βλαβερές συνέπειες, ο πληθωρισμός και τα επιτόκια εκτοξεύτηκαν στα ύψη, η οικονομική δραστηριότητα κατέρρευσε, τα χρέη εκφρασμένα σε ξένο και εγχώριο νόμισμα αυξήθηκαν και οι δείκτες κεφαλαιοποίησης των τραπεζών μειώθηκαν. Η οικονομία στο Μεξικό βρισκόταν σε ύφεση.

1.2.1.3 Η Κρίση της Ασίας (1997-1998)

Ποτέ άλλοτε μια χώρα δεν έχει αναπτυχθεί τόσο πολύ και μέσα σε τόσο λίγο χρονικό διάστημα όπως οι χώρες τις Ανατολικής Ασίας. Μέχρι το 1997, η Ασία προσέλκυε σχεδόν το ήμιση των κεφαλαίων από τις αναπτυγμένες οικονομίες. Οι οικονομίες της Νοτιοανατολικής Ασίας διατηρούσαν υψηλά επιτόκια, παράγοντας ελκυστικός για τους ξένους επενδυτές οι οποίοι αναζητούσαν υψηλό ποσοστό απόδοσης, με αποτέλεσμα οι οικονομίες των χωρών αυτών να δεχτούν μεγάλη εισροή χρημάτων, η οποία οδήγησε σε αύξηση της παραγωγικότητας αλλά και άνοδο των τιμών των μετοχών. Την ίδια περίοδο οι οικονομίες της Ταϊλάνδης, της Μαλαισίας, της Ινδονησίας, της Σιγκαπούρης και της Νότιας Κορέας σημείωναν υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, γύρω στο 8-12% του ΑΕΠ στα τέλη της δεκαετίας του ’80 και στις αρχές της δεκαετίας του ΄90. Το επίτευγμα αυτό, χαρακτηριζόταν ως Ασιατικό οικονομικό θαύμα.

Οι μεγάλες εισροές κεφαλαίου όμως δεν χρησιμοποιούνταν με τον πιο αποτελεσματικό τρόπο, συνήθως κατέληγαν σε εκείνους που είχαν και την εξουσία. Κατά την περίοδο της δεκαετίας του 1990, η Ταϊλάνδη, η Ινδονησία και η Νότια Κορέα, είχαν μεγάλα ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών και η προσπάθεια διατήρησης σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών, ενθάρρυνε τον εξωτερικό δανεισμό, οδηγώντας σε υπερβολική έκθεση συναλλαγματικού κινδύνου τόσο στον χρηματοοικονομικό τομέα όσο και στον τομέα των επιχειρήσεων. Στα μέσα της δεκαετίας του 1990 δύο παράγοντες άλλαξαν το οικονομικό τους περιβάλλον. Η αμερικανική κεντρική τράπεζα προσπαθώντας να ανακάμψει από την ύφεση στις αρχές της δεκαετίας του 1990, αύξησε τα επιτόκια προκειμένου να αποτρέψει τον πληθωρισμό. Το γεγονός αυτό κατέστησε τις ΗΠΑ πιο ελκυστικό προορισμό επενδύσεων σε σχέση με τις χώρες της νοτιοανατολικής Ασίας, αυξήθηκε η αξία του αμερικάνικου δολαρίου, με το

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

οποίο πολλά νομίσματα των χωρών της Ασίας ήταν διασυνδεδεμένα, καθιστώντας τις εξαγωγές τους λιγότερο ανταγωνιστικές. Ταυτόχρονα οι εξαγωγές τους μειώθηκαν δραματικά την άνοιξη του 1996, επιδεινώνοντας το έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών.

Η Ασιατική οικονομική κρίση ξεκίνησε με την υποτίμηση του νομίσματος της Ταϊλάνδης, η οποία πραγματοποιήθηκε στις 2 Ιουλίου του 1997 εξαιτίας τεράστιων κερδοσκοπικών επιθέσεων. Μέσα σε μικρό χρονικό διάστημα από την υποτίμηση του νομίσματος, κατάρρευσε η μεγαλύτερη χρηματιστηριακή εταιρεία στην Ταϊλάνδη. Εκείνη την εποχή, η Ταϊλάνδη είχε επιβαρυνθεί με εξωτερικά χρέη τα οποία οδηγούσαν την οικονομία της χώρας σε χρεοκοπία ακόμα και πριν από την κατάρρευση του νομίσματος. Καθώς η κρίση εξαπλώθηκε, ακολούθησε υποτίμηση στα νομίσματα των περισσότερων χωρών στη νοτιοανατολική Ασία, στο νόμισμα των Φιλιππίνων, της Μαλαισίας, της Ινδονησίας και σε μικρότερο βαθμό της Σιγκαπούρης. Αυτή η σειρά των υποτιμήσεων σηματοδότησε την αρχή της Ασιατικής οικονομικής κρίσης. Η πρώτη υπό-περίοδο της κρίσης πραγματοποιήθηκε μεταξύ Ιουλίου και Οκτωβρίου 1997. Μία δεύτερη υπό-περίοδος της κρίσης ξεκινάει τον Νοέμβριο του 1997 με την κατάρρευση του χρηματιστηρίου στο Χόνγκ-Κόνγκ. Η πτώχευση επηρέασε τα χρηματιστήρια στην Λατινική Αμερική, κυρίως στη Βραζιλία, την Αργεντινή και το Μεξικό, αλλά και το χρηματιστήριο στις Η.Π.Α., το οποίο υπέστη απώλειες 7%. Οι απώλειες στα χρηματιστήρια είχαν ως αποτέλεσμα την περαιτέρω υποτίμηση των νομισμάτων της Ταϊλάνδης, των Φιλιππίνων, της Μαλαισίας, της Ινδονησίας, της Σιγκαπούρης αλλά και της Νότιας Κορέας και της Ταιβάν. Η μεγάλη υποτίμηση του νομίσματος της Κορέας δίνει μεγαλύτερη διάσταση στην κρίση, δεδομένου ότι η Κορέα αποτελούσε την όγδοη μεγαλύτερη οικονομία στον κόσμο. Ένας άλλος σημαντικός παράγοντας της κρίσης ήταν η πλήρης κατάρρευση του νομίσματος της Ινδονησίας που ξεκίνησε την ίδια χρονική περίοδο.

Η νομισματική πολιτική που ακολούθησαν αρχικά οι χώρες της Ασίας προκειμένου να ξεπεράσουν την κρίση ήταν να αυξήσουν βραχυπρόθεσμα τα επιτόκια προκειμένου να περιορίσουν την χειροτέρευση των συναλλαγματικών ισοτιμιών και μετά σταδιακά να μειώσουν τα επιτόκια καθώς σταθεροποιούνταν οι συναλλαγματικές ισοτιμίες.

1.2.1.4 Η Κρίση της Ρωσίας (1998)

Η Ρωσική οικονομική κρίση ήταν αποτέλεσμα οικονομικών, πολιτικών και θεσμικών παραγόντων. Η ρωσική οικονομική κρίση έπληξε την Ρωσία στις 17 Αυγούστου του 1998. Την περίοδο εκείνη επήλθε πτώση στις τιμές των εμπορευμάτων με αποτέλεσμα οι χώρες που εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό από τις εξαγωγές πρώτων υλών, όπως το πετρέλαιο, να δεχτούν τις συνέπειες από την πτώση των τιμών. Πετρέλαιο, φυσικό αέριο, μέταλλα και ξυλεία αντιπροσώπευαν πάνω από το 80% το εξαγωγών της Ρωσίας. Το πετρέλαιο, αποτελούσε επιπλέον και μια φορολογική πηγή εσόδων για την κυβέρνηση. Οι αυξομειώσεις των διεθνών τιμών είχαν σοβαρές επιπτώσεις για την Ρωσία. Ωστόσο, η κύρια αιτία της ρωσικής οικονομικής κρίσης δεν ήταν η πτώση των τιμών του πετρελαίου άμεσα, αλλά το αποτέλεσμα της μη καταβολής φόρων από την ενέργεια και τις μεταποιητικές βιομηχανίες. Επιπλέον, η μείωση της παραγωγικότητας, η υψηλή συναλλαγματική ισοτιμία ανάμεσα στο ρούβλι, το χρόνιο δημοσιονομικό έλλειμμα, αλλά και το οικονομικό κόστος του πρώτου πολέμου στην Τσετσενία, συνέβαλαν στην κρίση. Κατά το πρώτο εξάμηνο του 1997, η ρωσική οικονομία έδειξε κάποια σημάδια βελτίωσης. Η ασιατική οικονομική κρίση που είχε αρχίσει το 1997 και η μείωση της ζήτησης και των τιμών του αργού πετρελαίου και των μετάλλων, επηρέασαν το συνάλλαγμα. Ο εσωτερικός δανεισμός αυξήθηκε και η αντικανονική αποπληρωμή των χρεών, επιδείνωσε την κατάσταση. Μέχρι το τέλος του 1997, η κατάσταση με τα φορολογικά έσοδα ήταν πολύ τεταμένη, και αυτό είχε αρνητική επίπτωση στη χρηματοδότηση των μεγάλων κονδυλίων του προϋπολογισμού. Επιπλέον η αδυναμία της κυβέρνησης να εφαρμόσει οικονομικές μεταρρυθμίσεις οδήγησαν σε διάβρωση της εμπιστοσύνης των επενδυτών, εγκαταλείποντας την αγορά και ασκώντας με αυτόν τον τρόπο καθοδικές πιέσεις στο ρούβλι. Αυτό ανάγκασε την Κεντρική Τράπεζα να ξοδεύει τα συναλλαγματικά διαθέσιμα για την υπεράσπιση του νομίσματος διαβρώνοντας περαιτέρω την εμπιστοσύνη των επενδυτών και κλονίζοντας περαιτέρω το νόμισμα. Εκτιμάται ότι μεταξύ 1 Οκτωβρίου 1997 και 17 Αυγούστου 1998, η Κεντρική Τράπεζα ξόδεψε περίπου 27 δισεκατομμύρια δολάρια από τα αποθεματικά της προκειμένου να σταθεροποιήσει την τιμή του νομίσματος. Στις 13 Αυγούστου 1998, το ρωσικό χρηματιστήριο και οι νομισματικές αγορές κατέρρευσαν. Το χρηματιστήριο σημείωσε πτώση 65%, με ένα πολύ μικρό

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

αριθμό διαπραγματεύσιμων μετοχών. Από τον Ιανουάριο έως τον Αύγουστο το χρηματιστήριο είχε χάσει περισσότερο από το 75 τοις εκατό της αξίας τους,

Η Ρωσία κατάφερε να ξεπεράσει την κρίση σε γρήγορο χρονικό διάστημα. Καθοριστικό παράγοντα αποτέλεσε η αύξηση των τιμών του πετρελαίου την περίοδο 1999-2000, αποκτώντας έτσι εμπορικό πλεόνασμα. Ένας άλλος λόγος είναι ότι οι εγχώριες βιομηχανίες, όπως η επεξεργασία τροφίμων, είχαν ωφεληθεί από την υποτίμηση, η οποία προκάλεσε απότομη αύξηση των τιμών των εισαγόμενων αγαθών. Επίσης δεδομένου ότι η οικονομία της Ρωσίας λειτουργούσε, σε ένα μεγάλο βαθμό, σύμφωνα με μη νομισματικά μέσα ανταλλαγής, η οικονομική κρίση είχε πολύ μικρότερη επίπτωση για πολλούς παραγωγούς από ό, τι θα είχε εάν η οικονομία της εξαρτιόταν από ένα τραπεζικό σύστημα. Τέλος η οικονομία δέχτηκε μία εισροή μετρητών, καθώς οι επιχειρήσεις ήταν σε θέση να πληρώσουν μισθούς και φόρους, επιτρέποντας με αυτόν τον τρόπο την αύξηση της καταναλωτικής ζήτησης για προϊόντα και υπηρεσίες της ρωσικής βιομηχανίας. Επιπλέον, για πρώτη φορά μετά από πολλά χρόνια, η ανεργία το 2000 μειώθηκε. Από την κρίση του 1998, η ρωσική κυβέρνηση κατάφερε να διατηρήσει τις κοινωνικές και πολιτικές πιέσεις υπό έλεγχο, και αυτό έπαιξε καθοριστικό ρόλο στην επίτευξη της ανάκαμψης.

Η κρίση της Ρωσίας επεκτάθηκε και σε άλλες χώρες και κυρίως στις χώρες τις Βαλτικής, οι οποίες μείωσαν τις εξαγωγές τους προς την Ρωσία ενώ παράλληλα μειώθηκε και ο ρυθμός ανάπτυξής τους. Στη Λευκορωσία, η οικονομική δραστηριότητα επιβραδύνθηκε σημαντικά, η συνολική παραγωγή μειώθηκε από 8,5% περίπου το 1998 σε 3,5% το 1999. οι εξαγωγές προς τη Ρωσία, που αντιπροσώπευαν πάνω από το 60 τοις εκατό των συνολικών εξαγωγών, σημείωσαν πτώση κατά το δεύτερο εξάμηνο του 1998 κατά 10 τοις εκατό. Η ζήτηση για προϊόντα της Λευκορωσίας ήταν μειωμένη το 1999, δείχνοντας σημάδια ανάκαμψης μόνο κατά το τελευταίο τρίμηνο, με την ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας στη Ρωσία. Η ρωσική κρίση επέφερε πλήγμα και στην οικονομία του Καζακστάν, το οποίο έχανε στον ανταγωνισμό ως προς τις τιμές. Από την άλλη πλευρά, φθηνά ρωσικά εμπορεύματα που εισβάλλουν στην οικονομία, πλήττοντας τις εγχώριες βιομηχανίες. Στη Μολδαβία, η ρωσική κρίση της κόστισε όσο περίπου το 5% του ΑΕΠ. στην Ουκρανία η κρίση είχε ως αποτέλεσμα την υποτίμηση του νομίσματος, την αύξηση των εγχώριων, ενώ η κεντρική τράπεζα της Ουκρανίας έχασε το 40% των ακαθάριστων αποθεματικών.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

1.3 Κρίση στο Τραπεζικό Σύστημα

Ο όρος τραπεζική κρίση, αναφέρεται σε μία κατάσταση κατά την οποία πραγματικοί ή πιθανοί τραπεζικοί πανικοί ή πτωχεύσεις, οδηγούν το τραπεζικό σύστημα σε αναστολή των χρηματοοικονομικών διαμεσολαβητικών ενεργειών του, αναγκάζοντας την κυβέρνηση να παρέμβει, προκειμένου να εμποδίσει αυτήν την κατάσταση, προσφέροντας βοήθεια σε μεγάλη κλίμακα.

Οι Caprio and Klingebiel (1996) ορίζουν την τραπεζική συστημική κρίση, ως μια κατάσταση κατά την οποία, η καθαρή αξία του τραπεζικού συστήματος έχει σχεδόν ή εξολοκλήρου εξαλειφθεί, καθώς τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια, εξαντλούν σχεδόν όλο το κεφάλαιο στο τραπεζικό σύστημα.

Σε αρκετές εμπειρικές έρευνες, η τραπεζική κρίση, προσδιορίζεται, σύμφωνα με τα λειτουργικά κριτήρια τα οποία έχουν καθορίσει οι Demirgon-Kunt and Detragiache, οι οποίοι υιοθετούν ένα ή περισσότερα κριτήρια, κατά τον προσδιορισμό περιόδων τραπεζικών κρίσεων:

- Ο λόγος των μη ενεργών στοιχείων προς το σύνολο των στοιχείων στο τραπεζικό σύστημα υπερβαίνει το 10%
- Το κόστος της επιχείρησης διάσωσης υπερβαίνει το 2% του ΑΕΠ
- Προβλήματα στον τραπεζικό κλάδο, οδήγησαν σε εθνικοποίηση μεγάλου αριθμού τραπεζών
- Μεγάλος αριθμός τραπεζικών πανικών έχει λάβει χώρα
- Μέτρα θεσπισμένα από την κυβέρνηση σε περιόδους κρίσεων όπως πάγωμα των καταθέσεων, παρατεταμένες τραπεζικές διακοπές, ή γενικευμένες εγγυήσεις καταθέσεων.

Οι Kaminsky and Reinhart, υποστηρίζουν ότι τραπεζική κρίση υφίσταται όταν:

- Τραπεζικοί πανικοί, οδηγούν σε κλείσιμο, συγχώνευση ή εξαγορά από τον δημόσιο τομέα ενός ή περισσοτέρων χρηματοοικονομικών οργανισμών
- Σε περιόδους απουσίας πανικού, το κλείσιμο, οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές ή η κρατική βοήθεια, σε μεγάλη κλίμακα, σε μία τράπεζα, οδήγησε σε αλληλουχία παρόμοιων γεγονότων και σε άλλους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς.

Ένας άλλος τρόπος προσδιορισμού των τραπεζικών κρίσεων, είναι η χρησιμοποίηση στοιχείων από τις λογιστικές καταστάσεις. Τα τελευταία χρόνια, τα περισσότερα προβλήματα στον τραπεζικό τομέα, στις αναπτυγμένες χώρες, δεν

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

σχετίζονται με τραπεζικούς πανικούς, αλλά με προβλήματα των διαφόρων στοιχείων των λογιστικών καταστάσεων.

Οι τραπεζικές κρίσεις, μπορεί να είναι αρκετά καταστροφικές, επειδή προκαλούν βλάβη τόσο στην οικονομική δραστηριότητα, όσο και στην κατάσταση των δημοσίων οικονομικών. Μια κατάρρευση του συστήματος πληρωμών, μπορεί να διακόψει συναλλαγές σε μια πιο γενικευμένη βάση, με αποτέλεσμα την μείωση της συνολικής παραγωγής. Η μείωση της εμπιστοσύνης των καταθετών στο τραπεζικό σύστημα, μπορεί να οδηγήσει σε μαζικές εκροές κεφαλαίων, με αποτέλεσμα το τραπεζικό σύστημα να είναι μην είναι σε θέση να λειτουργεί αποτελεσματικά. Ελλιπείς αποφάσεις δανειοδότησης, υπερβολική έκθεση κινδύνου και ο πιστωτικός κίνδυνος, μπορούν να προκαλέσουν συστημική τραπεζική κρίση.

1.3.1 Παράγοντες που συμβάλλουν στην Τραπεζική Κρίση

1.3.1.1 Μακροοικονομικοί Παράγοντες που συμβάλλουν στην Τραπεζική Κρίση

Μακροοικονομική μεταβλητότητα

Εξαιτίας της φύσης και των δραστηριοτήτων των τραπεζικών ιδρυμάτων, η μεταβλητότητα των σημαντικών μακροοικονομικών μεταβλητών επηρεάζει το τραπεζικό σύστημα.

Οι διακυμάνσεις των επιτοκίων, επηρεάζουν το κόστος δανεισμού αλλά και το μέγεθος των εισροών κεφαλαίων. Μεταβολές στις πραγματικές ισοτιμίες, μπορεί να προκαλέσουν δυσκολίες στις τράπεζες, είτε άμεσα, όταν υπάρχουν συναλλαγματικές αναντιστοιχίες στα περιουσιακά στοιχεία και στις υποχρεώσεις, ή έμμεσα, εάν συνεπάγονται υψηλές απώλειες για τους δανειολήπτες των τραπεζών.

Οι μεγάλες μεταβολές στην ανάπτυξη και στα επίπεδα του πληθωρισμού, φαινόμενα που παρατηρούνται στις αναπτυσσόμενες οικονομίες, εμποδίζουν την διαδικασία αποτίμησης των κινδύνων από τις τράπεζες. Οι Caprio and Klingebiel, υποστηρίζουν ότι η μεταβλητότητες στους ρυθμούς ανάπτυξης και στα επίπεδα του πληθωρισμού, βρίσκονταν σε αυξανόμενο ρυθμό κατά την περίοδο 1960-1994, περίοδος κατά την οποία αρκετές χώρες αντιμετώπισαν τραπεζικές κρίσεις. Αντίθετα, σε περιόδους οι οποίες δεν αντιμετώπιζαν τραπεζική κρίση, τέτοια φαινόμενα υψηλής μεταβλητότητας δεν ήταν εμφανή.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Έξαρση δανεισμών, κατάρρευση των τιμών των μετοχών και μείωση των εισροών κεφαλαίων

Ένας δεύτερος λόγος που μπορεί να οδηγήσει σε τραπεζική κρίση, είναι το ξέσπασμα μιας φούσκας η οποία δημιουργήθηκε εξαιτίας υπερβολικού δανεισμού και ανόδου των τιμών των μετοχών και των διαφόρων στοιχείων. Η διάκριση μεταξύ καλών και μη πιστώσεων, είναι δύσκολη όταν η οικονομία βρίσκεται σε περίοδο γρήγορης ανάπτυξης, γιατί αρκετοί δανειολήπτες, είναι ίσως προσωρινά αρκετά επικερδείς. Επιπλέον, απότομες μεταβολές στις τιμές των ακινήτων και των μετοχών, εντείνουν την κρίση εξαιτίας της ύπαρξης πολλών δανείων αλλά και της μείωσης της αξίας των ενέχυρων.

Αύξηση των υποχρεώσεων των τραπεζών με μεγάλη διάρκεια και νομισματικές αναντιστοιχίες

Υψηλά εγχώρια επιτόκια, συχνά οδηγούν τις τράπεζες και τους πελάτες τους στην ανάληψη βραχυπρόθεσμου χρέους σε ξένο συνάλλαγμα, δημιουργώντας νομισματική αναντιστοιχία αλλά και αναντιστοιχίες στην διάρκεια των στοιχείων των λογιστικών καταστάσεων. Η στρατηγική αυτή, δημιουργεί προβλήματα ρευστότητας και φερεγγυότητας σε περίπτωση υποτίμησης και περιπλέκει την επίλυση των τραπεζικών κρίσεων. Η μείωση των επιτοκίων και η υποτίμηση των νομισμάτων, μπορεί να επιφέρει καταστροφικές συνέπειες όταν τα χρέη εκφράζονται σε ξένα νομίσματα. Οι κίνδυνοι που προκύπτουν από αναντιστοιχίες στη διάρκεια των διαφόρων τίτλων , είναι μεγαλύτεροι για τις τράπεζες στις αναπτυσσόμενες οικονομίες, επειδή έχουν μικρότερη πρόσβαση σε μακροπρόθεσμες πηγές χρηματοδότησης και λαμβάνουν λιγότερη βοήθεια από τις χρηματοοικονομικές αγορές με αυξημένη ρευστότητα σε σχέση με τις τράπεζες στις εκβιομηχανισμένες χώρες.

1.3.1.2 Ηθικός Κίνδυνος και Δυσμενής Επιλογή

Η ασυμμετρία πληροφόρησης μεταξύ του δανειστή και του δανειολήπτη, οδηγεί σε δύο προβλήματα. Το πρόβλημα της δυσμενούς επιλογής και το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου. Ο δανειζόμενος διαθέτει περισσότερη και καλύτερης ποιότητα πληροφορία, σε σχέση με τον δανειστή, σχετικά με την δυνατότητά του να αποπληρώσει το δάνειό του. Το πρόβλημα της δυσμενούς

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

επιλογής, εμφανίζεται προτού η συναλλαγή συμβεί. Οι τράπεζες κατά την χορήγηση των δανείων, αξιολογούν τον πιστωτικό κίνδυνο. Ανάλογα με τις εκτιμήσεις τους για την φερεγγυότητα του κάθε δανειολήπτη, προσαρμόζουν το επιτόκιο. Από ένα ύψος επιτοκίου και άνω, η επιβάρυνση γίνεται απαγορευτική για την πλειονότητα των δανειζόμενων. Οι τράπεζες γίνονται επιφυλακτικές προς όσους δανειζόμενους αποδέχονται υψηλές επιβαρύνσεις. Κατά συνέπεια, απορρίπτουν τις δανειοδοτήσεις πάνω από ένα ύψος επιτοκίου. Έτσι η προσπάθεια περιορισμού των επισφαλών απαιτήσεων έχει ως αποτέλεσμα να μην χρηματοδοτηθούν ενδεχομένως επενδύσεις υψηλής αποδοτικότητας.

Το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου, εμφανίζεται αφού η συναλλαγή έχει συμβεί. Ο δανειζόμενος αναλαμβάνει επενδυτικά προγράμματα ή εμπλέκεται σε οικονομικές δραστηριότητες που είναι ανεπιθύμητες, επειδή εμπεριέχουν υψηλό κίνδυνο και καθιστούν λιγότερο πιθανή την αποπληρωμή του δανείου, αποθαρρύνοντας με αυτόν τον τρόπο την πιστωτική επέκταση των τραπεζών.

Κατά την διάρκεια μιας κρίσης, τα προβλήματα της δυσμενούς επιλογής και του ηθικού κινδύνου, γίνονται όλο και πιο έντονα. Οι χρηματοοικονομικές αγορές, δεν μπορούν να διοχετεύσουν αποτελεσματικά κεφάλαια σε εκείνους που έχουν πιο παραγωγικές επενδυτικές ευκαιρίες, προκαλώντας μείωση της οικονομικής δραστηριότητας.

Οι μεταβολές των επιτοκίων, οδηγούν σε δυσμενή επιλογή και ηθικό κίνδυνο. Οι δανειολήπτες με τις πιο επικίνδυνες επενδύσεις, θέλουν να έχουν υψηλά επιτόκια γιατί αν τα σχέδιά τους επιτύχουν, θα έχουν μεγαλύτερα κέρδη. Τα υψηλά επιτόκια όμως, μπορεί να οδηγήσουν σε οικονομική αστάθεια, καθώς, οι τράπεζες μειώνουν τις πιστώσεις, προκειμένου να μειώσουν την πιθανότητα χορήγησης δανείου σε έναν δανειολήπτη με χαμηλή πιστοληπτική φερεγγυότητα. Όμως τα υψηλότερα επιτόκια, επηρεάζουν και τα ισοζύγια των τραπεζών, καθώς οι τράπεζες συλλέγουν βραχυπρόθεσμες καταθέσεις προκειμένου να χρηματοδοτήσουν μακροπρόθεσμες επενδύσεις. Όταν τα επιτόκια είναι σταθερά, μία αύξηση των επιτοκίων επηρεάζει άμεσα το κόστος των τραπεζών, όσον αφορά τις καταθέσεις, ενώ η επιρροή στα κεφάλαια τα οποία έχουν χορηγηθεί ως δάνεια δεν είναι τόσο άμεση. Η αύξηση των επιτοκίων, επηρεάζει αρνητικά και την καθαρή παρούσα αξία των στοιχείων που έχουν μεγαλύτερη διάρκεια περισσότερο απ'ότι των στοιχείων με μικρότερη διάρκεια. (Stiglitz και Weiss

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

1981) Τα υψηλότερα επιτόκια, επηρεάζουν τις ταμειακές ροές και των νοικοκυριών αλλά και των επιχειρήσεων. (Bernanke και Gertler 1995).

Η μη σωστή διάκριση των καλών από τις μη καλές πιστώσεις, όσον αφορά τον κίνδυνο που περιλαμβάνουν, από την πλευρά των δανειστών, μπορεί να οδηγήσει σε κρίση του τραπεζικού συστήματος. Σε περιόδους ύφεσης, προβλήματα πληροφόρησης, μπορούν να οδηγήσουν σε κρίση, εάν οι καταθέτες δεν μπορούν να διακρίνουν τους κινδύνους που περιλαμβάνει κάθε τράπεζα μεμονωμένα ή επειδή περιμένουν πτώχευση ενός μεγάλου αριθμού τραπεζών. (Gorton 1988) Μία αύξηση του κινδύνου χώρας, μια υποτίμηση του νομίσματος αλλά και οι προβλέψεις σχετικά με την μελλοντική αξία των καταθέσεών τους μπορεί να επηρεάσει την συμπεριφορά των καταθετών. (Levy-Yeyati, Martinez Peria, Schmukler 2004).

Έξαρση πιστώσεων, σε συνδυασμό με μειωμένη τραπεζική νομοθεσία και εποπτεία, μπορεί να προκαλέσει ηθικό κίνδυνο. Σε πολλές περιπτώσεις, η χρηματοοικονομική απελευθέρωση, συνοδεύεται από μείωση στους ελέγχους στις διεθνείς κινήσεις κεφαλαίων, με αποτέλεσμα, οι τράπεζες να συλλέγουν κεφάλαια σε ξένο νόμισμα και να δανείζουν ακάλυπτα σε εγχώριους δανειολήπτες. Με αυτή την διαδικασία, οι τράπεζες μετατρέπουν τον νομισματικό κίνδυνο σε πιστωτικό. Παρόλο που η ασφάλεια των καταθέσεων βοηθάει στην αποφυγή των τραπεζικών κινδύνων, μπορεί παράλληλα να προκαλέσει και ηθικό κίνδυνο, γιατί η ικανότητα των τραπεζών να δεσμεύονται κεφάλαια, επηρεάζει την αξία του χαρτοφυλακίου τους, έτσι οι τράπεζες μπορεί να προσφεύγουν σε δανεισμό υψηλού κινδύνου.

1.3.1.3 Παράγοντες Ρευστότητας

Απώλειες του εγχώριου νομίσματος και προβλέψεις σχετικά με την μελλοντική νομισματική πολιτική, μπορούν να προκαλέσουν προβλήματα ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα.

Ξαφνικές μειώσεις στις ροές κεφαλαίων, προκαλούν μεταβλητότητα στην οικονομική σταθερότητα. Η σταθερότητα στο ισοζύγιο πληρωμών, μπορεί να προκαλέσει μεταβολές στην τιμή του συναλλάγματος. Τραπεζικά συστήματα τα οποία έχουν εκτεθεί υπερβολικά στον πιστωτικό κίνδυνο και κυρίως εκείνα τα οποία έχουν χορηγήσει δάνεια, σε μη εμπορεύσιμους κλάδους, σε ξένο νόμισμα, μπορεί να αντιμετωπίσουν σοβαρές απώλειες σε περίπτωση υποτίμησης κάποιου νομίσματος. Ένας άλλος παράγοντας ο οποίος μπορεί να επηρεάσει την

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

χρηματοοικονομική σταθερότητα, είναι το μέγεθος των κρατικών ομολόγων που διακρατούν οι τράπεζες στα χαρτοφυλάκιά τους. Στις αναπτυσσόμενες οικονομίες, τα κρατικά ομόλογα, έχουν εκδοθεί κυρίως σε ξένο νόμισμα, ενώ ένα μεγάλο ποσοστό των κυβερνητικών εσόδων, προέρχεται από μη εμπορεύσιμους κλάδους, κατά συνέπεια και οι τράπεζες εκτίθενται στις αλλαγές των τιμών και μπορεί να καταστούν αφερέγγυες σε περίπτωση μείωσης της ροής των κεφαλαίων. Επιπλέον, η μεγάλη έκθεση των τραπεζών σε κρατικά ομόλογα αποτελεί κίνδυνο για την τραπεζική σταθερότητα.

Σε περιόδους μειωμένης ρευστότητας, η ύπαρξη κρατικών τραπεζών μπορεί να οδηγήσει σε κρίση. Οι κεντρικές τράπεζες, έχουν περισσότερα κίνητρα προκειμένου να αποτρέψουν την πτώχευσή των τραπεζών αυτών και προσφέροντας ρευστότητα μπορεί να ενισχύσουν την διοχέτευση ξένων διαθεσίμων.

Οι αναπτυσσόμενες οικονομίες, είναι ιδιαίτερα ευπαθής στις συμπεριφορές των επιτοκίων διεθνώς. Οι Calno, Leiderman και Reinhart (1993), υποστηρίζουν ότι τα επιτόκια των ξένων χωρών και οι επιχειρηματικοί κύκλοι ξένων χωρών, εξηγούν κατά μέσο όρο το 50% των διακυμάνσεων των εγχώριων μεταβλητών, όπως είναι οι πραγματικές τιμές συναλλάγματος και η συσσώρευση των διεθνών διαθεσίμων για πολλές χώρες της λατινικής Αμερικής. Οι Eichengreen και Rose (1998), υποστηρίζουν ότι τα επιτόκια στις ΗΠΑ, Ευρώπη και Ιαπωνία, τείνουν να αυξάνουν ραγδαία, στα χρόνια που προηγούνται τις τραπεζικής κρίσης.

1.3.1.4 Θεσμικοί Παράγοντες οι οποίοι οδηγούν σε Τραπεζική Κρίση

Όπως προκύπτει από την πλειοψηφία των τραπεζικών κρίσεων, διαταραχή στον τραπεζικό κλάδο, μπορεί να εξελιχθεί σε μία γενικευμένη κρίση, εάν μαζί με τους προηγούμενους μακροοικονομικούς παράγοντες, συνυπάρξει και αδύναμο θεσμικό περιβάλλον. Οι παρακάτω παράγοντες, ενισχύουν την τραπεζική κρίση:

Ανεπαρκής προετοιμασία για χρηματοοικονομική αποκανονικοποίηση

Όσον αφορά την χρηματοοικονομική αποκανονικοποίηση, η έλλειψη αλλά και η υπερβολική της εμφάνιση, επηρεάζουν τις τραπεζικές κρίσεις. Από την πλειοψηφία των τραπεζικών κρίσεων προκύπτει, ότι οι τράπεζες δεν ήταν προετοιμασμένες να αντιμετωπίσουν τον αυξανόμενο ανταγωνισμό και τα νέα είδη κινδύνου που εμφανίστηκαν στο αποκανονικοποιημένο και

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

παγκοσμιοποιημένο τραπεζικό σύστημα. Όταν τα επιτόκια κινούνται ελεύθερα, οι τράπεζες χάνουν την προστασία την οποία απολάμβαναν, καθώς η μεταβλητότητα στα επιτόκια τείνει να αυξάνεται κυρίως κατά την μεταβατική περίοδο. Επιπλέον, η μείωση των περιορισμών κατά την διαδικασία χορήγησης δανείων και η μείωση των απαιτήσεων, επιτρέπει στις τράπεζες να διευθετήσουν περισσότερη ζήτηση δανείων. Παράλληλα, η είσοδος νέων ανταγωνιστών, εγχώριων αλλά και ξένων, οδηγεί τις τράπεζες στην υιοθέτηση δραστηριοτήτων οι οποίες εμπεριέχουν υψηλούς κινδύνους.

Υψηλή κυβερνητική παρέμβαση και χαλαροί έλεγχοι στις διαπλεκόμενες δανειοδοτήσεις

Η υψηλή κυβερνητική παρέμβαση και οι χαλαροί έλεγχοι στις διαπλεκόμενες δανειοδοτήσεις, επηρεάζουν την σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος, επειδή επιτρέπουν στις εκάστοτε κυβερνήσεις αλλά και σε εσωτερικά στελέχη των τραπεζών, να παρεμβαίνουν σε όλες τις λειτουργίες του τραπεζικού συστήματος, επηρεάζοντας αρνητικά την κερδοφορία και αποτελεσματικότητα των τραπεζών. Το φαινόμενο αυτό είναι πιο έντονο στις αναπτυσσόμενες χώρες, όπου ο τραπεζικός κλάδος, κυριαρχείται από κρατικές τράπεζες η οποίες λειτουργούν κάτω από τον κυβερνητικό έλεγχο και προστασία. Οι κυβερνητικές παρεμβάσεις όμως, επεκτείνονται και στις ιδιωτικές τράπεζες, μέσα από την ελεγχόμενη διανομή των πιστώσεων και την υποχρεωτική διακράτηση κυβερνητικών ομολόγων. Οι τράπεζες στην Ινδονησία, Κορέα, Μαλαισία, Φιλιππίνες και Ταϊλάνδη, αναγκάστηκαν αρκετές φορές κατά το παρελθόν, να διανείμουν συγκεκριμένες αναλογίες των χαρτοφυλακίων τους σε συγκεκριμένους κλάδους. Επιπλέον, οι πρακτικές που ακολουθούνται στις διαπλεκόμενες δανειοδοτήσεις, μπορούν να οδηγήσουν ένα τραπεζικό σύστημα σε κρίση, όπως έγινε στην Χιλή την περίοδο 1977-1980 και στην Ρωσία την περίοδο 1991-1994.

Αδυναμίες στο νομοθετικό πλαίσιο, στην διαφάνεια και στα λογιστικά συστήματα

Οι αδυναμίες στο νομοθετικό πλαίσιο, στα λογιστικά συστήματα και στην ύπαρξη διαφάνειας, μπορούν να προκαλέσουν μια λανθασμένη και πολλές φορές υπεραισιόδοξη εικόνα για την χρηματοοικονομική κατάσταση των τραπεζών. Οι

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

αδυναμίες αυτές, εμποδίζουν την σωστή λειτουργία της πειθαρχίας της αγοράς, την άσκηση αποτελεσματικής τραπεζικής εποπτείας και επηρεάζουν αρνητικά την κερδοφορία των τραπεζών.

1.3.1.5 Άλλοι Παράγοντες

Η συγκέντρωση των τραπεζών εμπεριέχει και προβλήματα ηθικού κινδύνου αλλά και προβλήματα ρευστότητας. Από τη μία πλευρά συγκεντρωμένα τραπεζικά συστήματα, οδηγούν σε υψηλότερα κέρδη και καθιστούν το τραπεζικό σύστημα λιγότερο εύθραυστο με την παρουσία οικονομικών κλίμακας. Τα υψηλότερα κέρδη αποτελούν μηχανισμό ρευστότητας σε περιόδους κρίσεων. Επιπλέον, εξαιτίας του μεγάλου μεγέθους τους ευνοούνται από τακτικές σε περιόδους κρίσεων, όπως είναι η παροχή χορηγήσεων ή ρευστότητας από τις νομισματικές αρχές γιατί η κατάρρευσή τους θα οδηγούσε σε μια γενικευμένη κατάρρευση του τραπεζικού συστήματος. Η τακτική αυτή όμως μπορεί να οδηγήσει τις τράπεζες σε υπερβολική ανάληψη κινδύνων.

Περίοδοι εμπορικών κρίσεων, αποτελούν μια επιπρόσθετη πηγή τραπεζικών κρίσεων, κυρίως για τις αναπτυσσόμενες οικονομίες, οι οποίες εμπορεύονται αρκετά προϊόντα. Εάν οι τράπεζες δεν είναι αρκετά diversified μπορούν να εκτεθούν αρκετά σε αυτού του είδους τις κρίσεις. Σύμφωνα με τους Caprio και Klingebiel (1996), κατά μέσο όρο το 75% των χωρών που αντιμετώπισαν τραπεζικές κρίσεις, το εμπόριο μειώθηκε κατά 10% τα χρόνια που προηγήθηκαν τις κρίσης.

1.4 Κεφαλαιακή Επάρκεια Τραπεζών και ο 1^{ος} Πυλώνας της Βασιλείας ΙΙ

Το φαινόμενο της παγκοσμιοποίησης και η διεθνοποίηση των τραπεζικών ιδρυμάτων οδήγησαν στην ανάγκη ύπαρξης ενός κοινού θεσμικού πλαισίου για τα τραπεζικά ιδρύματα που δραστηριοποιούνται πλέον και πέρα από τα εθνικά σύνορα. Και αυτό διότι οι κανονισμοί της κεφαλαιακής επάρκειας για τα τραπεζικά ιδρύματα διαφέρουν από χώρα σε χώρα και πλέον δεν ήταν ξεκάθαρο σε ποιο καθεστώς υπάγεται μια τράπεζα που διατηρεί υποκατάστατα και εκτός των συνόρων της χώρας της. Εάν δηλαδή θα πρέπει να εφαρμόσει τους κανονισμούς που ισχύουν στη χώρα που διατηρεί το υποκατάστημα ή εάν θα έχει

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

τη δυνατότητα να εξακολουθεί να εφαρμόζει τους κανονισμούς στον τομέα της κεφαλαιακής επάρκειας, της χώρας όπου και εδρεύει. Συνεπώς, η ανάγκη για την επαρκή φερεγγυότητα των τραπεζικών ιδρυμάτων σε συνάρτηση με την ολοένα και μεγαλύτερη διεθνοποίηση των δραστηριοτήτων τους σε περιβάλλον όπου κυριαρχούσε η αστάθεια μακροοικονομικών μεγεθών, κατέστησαν αναγκαία την ύπαρξη διεθνούς συνεργασίας και αλληλοβοήθειας των εποπτικών για την εξασφάλιση της διεθνούς σταθερότητας και την αποφυγή ή και πρόληψη κρίσεων. Η 2^{η} συνθήκη της Βασιλείας αποτελεί μια αναθεωρημένη έκδοση της συνθήκης του 1988, και δίνει περισσότερη έμφαση στην έννοια του κινδύνου και της κεφαλαιακής επάρκειας. Ο πρωταρχικός στόχος της Επιτροπής της Βασιλείας προκειμένου να αναθεωρήσει τη συνθήκη του 1988, ήταν να δημιουργήσει ένα πλαίσιο το οποίο θα ενδυναμώσει την ακεραιότητα και τη σταθερότητα του διεθνούς τραπεζικού συστήματος. Η βασική αρχή είναι η τήρηση των ελάχιστων ορίων κεφαλαιακής επάρκειας από τα τραπεζικά ιδρύματα που δραστηριοποιούνται διεθνώς και περιορισμοί στα όρια κινδύνων που αναλαμβάνουν. Καθορίζεται δηλαδή, ποιο είναι το ελάχιστο ύψος των κεφαλαίων που θα πρέπει να διακρατεί ένα τραπεζικό ίδρυμα προκειμένου να διατηρεί ικανοποιητικά επίπεδα κεφαλαιακής επάρκειας, και ποια είναι τα όρια κινδύνου που είναι σε θέση να αναλάβει.

Η συνθήκη στηρίζεται σε 3 αλληλένδετους πυλώνες:

- 1^{ος} Πυλώνας: απαιτήσεις ελάχιστης κεφαλαιακής επάρκειας
- 2^{ος} Πυλώνας: διαδικασία ελεγκτικής επιθεώρησης της κεφαλαιακής επάρκειας των πιστωτικών ιδρυμάτων
- 3^{ος} Πυλώνας: πειθαρχία της αγοράς

1.4.1 Η Έννοια και η σημασία της Επάρκειας των Ιδίων Κεφαλαίων των Πιστωτικών Ιδρυμάτων

Η έννοια της επάρκειας των ιδίων κεφαλαίων των πιστωτικών ιδρυμάτων είναι από τις πλέον σημαντικές για την λειτουργία τους. Με τα ίδια κεφάλαια μπορούν να καλυφθούν ενδεχόμενες ζημιές που πιθανόν να προκύψουν σε κάθε χρονική περίοδο, λόγω συγκεκριμένων επιλογών και αποφάσεων που αφορούν την πιστωτική και επενδυτική πολιτική του πιστωτικού ιδρύματος.

Η επάρκεια των κεφαλαίων αποτελεί, τόσο για τις εποπτικές αρχές, όσο και την αγορά, έναν δείκτη σταθερότητας που διασφαλίζει την τράπεζα στα θέματα της ρευστότητας, της φερεγγυότητας και της εμπιστοσύνης του κοινού σε αυτή. Για τους λόγους αυτούς, το θέμα της επάρκειας των κεφαλαίων αποτελεί, σε παγκόσμιο επίπεδο, ένα από τα κυριότερα αντικείμενα του ελέγχου και της εποπτείας των πιστωτικών ιδρυμάτων που επιτελείται από τις κεντρικές τράπεζες και τις αρμόδιες αρχές. Τα τελευταία χρόνια η εποπτεία απέκτησε μεγάλη σπουδαιότητα, λόγω της απελευθέρωσης των κεφαλαίων και της διεθνοποίησης των τραπεζικών εργασιών. Το νέο περιβάλλον που διαμορφώνεται καθιστά αναγκαίους τους συνεχούς ελέγχους της κεφαλαιακής επάρκειας, γιατί οι κίνδυνοι στους οποίους εκτίθενται οι τράπεζες είναι πολλοί.

Τράπεζες με χαμηλό δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας , αντιμετωπίζουν υψηλότερο κίνδυνο κατάρρευσης, όταν συμβεί κάποια αποσταθεροποιητική διαταραχή, όπως μια σημαντική αλλαγή στην ακολουθούμενη οικονομική πολιτική, απότομη μεταβολή στις τιμές των μετοχών, απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος ή μια φυσική διαταραχή.

Η έννοια της επάρκειας κεφαλαίων, μπορεί να αναλυθεί σε τρεις βασικές συνιστώσες :

- Στον προσδιορισμό τω ιδίων κεφαλαίων, δηλαδή των στοιχείων εκείνων που συνθέτουν τα τραπεζικά κεφάλαια
- Στον προσδιορισμό και την μέτρηση των κινδύνων που αντιμετωπίζει κάθε πιστωτικό ίδρυμα κατά την άσκηση της δραστηριότητάς του
- Στον ορισμό δεικτών που καθορίζουν τις ελάχιστες κεφαλαιακές απαιτήσεις για την κάλυψη των πιστωτικών ιδρυμάτων έναντι των κινδύνων. Ως πιο αντιπροσωπευτικός δείκτης της κεφαλαιακής επάρκειας έχει καθιερωθεί ο συντελεστής φερεγγυότητας, ο οποίος ορίζεται ως δείκτης των ιδίων κεφαλαίων της τράπεζας προς τα στοιχεία του ενεργητικού της. Η ελάχιστη τιμή του συντελεστή καθιερώθηκε στο 8% και είναι σχεδιασμένος να καλύπτει τον κίνδυνο μη εκπλήρωσης της υποχρέωσης του αντισυμβαλλόμενου σε όλες τις μορφές.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

1.4.2 Πιστωτικός Κίνδυνος

Ο πιστωτικός κίνδυνος είναι άμεσα συνδεδεμένος με τη φύση των δραστηριοτήτων μιας τράπεζας και ορίζεται ως ο κίνδυνος αθέτησης των υποχρεώσεων των πιστούχων της. Αυτό μπορεί να δημιουργήσει σημαντικές ζημιές και επιδείνωση των οικονομικών της μεγεθών και κάτω από ορισμένες προϋποθέσεις, να διακυβευτεί η ίδια η ύπαρξή της. Ο πιστωτικός κίνδυνος, μπορεί να θεωρηθεί ως η συνισταμένη τεσσάρων επιμέρους κινδύνων

- Του *κινδύνου πτώχευσης*: αναφέρεται στην πιθανότητα πτώχευσης των πιστούχων ενός πιστωτικού ιδρύματος
- Του *κινδύνου ανοίγματος*: αναφέρεται στο συνολικό ποσό που είναι εκτεθειμένο σε πιστωτικό κίνδυνο. Στην περίπτωση του χαρτοφυλακίου πιστοδοτήσεων το συνολικό ποσό ταυτίζεται με την ονομαστική αξία των πιστοδοτήσεων
- Του *κινδύνου ανάκτησης σε περίπτωση πτώχευσης*: αναφέρεται στο ποσό ικανοποίησης της τράπεζας από το συνολικό ποσό που είναι εκτεθειμένο σε κίνδυνο σε περίπτωση πτώχευσης του πιστούχου. Το ποσοστό αυτό είναι συνάρτηση της αξίας των εξασφαλίσεων της τράπεζας καθώς και της σειράς ικανοποίησής της.
- Του *κινδύνου περιθωρίου*: αναφέρεται στην πιθανότητα μείωσης της αξίας μιας πιστοδότησης ως αποτέλεσμα της αύξησης των πιστωτικών περιθωρίων και της τιμολόγησης της σε τιμές αγοράς.

1.5 Πιστωτικοί Κύκλοι

1.5.1 Τι είναι οι Πιστωτικοί Κύκλοι

Οι πιστωτικοί κύκλοι, είναι η περισσότερο ή λιγότερο ομαλή εξέλιξη των ανακάμψεων και των συστολών της οικονομικής δραστηριότητας γύρω από την μακροχρόνια τάση μεγέθυνσης της οικονομίας. Οι πιστωτικοί κύκλοι είναι επαναλαμβανόμενοι αλλά όχι περιοδικοί. Παρουσιάζουν αρκετά κοινά σημεία, αλλά διαφέρουν σε διάρκεια, διάχυση και βάθος. Στην φάση της ανάπτυξης παρατηρείται ώθηση στην απασχόληση, αύξηση της παραγωγικότητας, των μισθών και των κερδών. Τα επιτόκια κυμαίνονται σε χαμηλά επίπεδα καθώς η νομισματική πολιτική τείνει να είναι χαλαρή. Επιπλέον η οικονομική δραστηριότητα ενισχύεται ακόμα περισσότερο από το αισιόδοξο κλίμα που

δημιουργείται για περαιτέρω άνοδο, με αποτέλεσμα την αύξηση της κατανάλωσης και των επενδύσεων.

Την περίοδο της υφέσεως, παρατηρείται μείωση της παραγωγής και της απασχόλησης. Παράλληλα, ο πληθωρισμός μειώνεται και τα επιτόκια αυξάνονται εξαιτίας της υιοθέτησης σφιχτής νομισματικής πολιτικής. Η κατανάλωση και οι επενδύσεις μειώνονται και οι πτωχεύσεις αυξάνονται.

Οι πιστωτικοί κύκλοι συνδέονται στενά με τον κίνδυνο. Σε περιόδους οικονομικής άνθησης τα κριτήρια για παροχή δανείων χαλαρώνουν λόγω της αισιοδοξίας που επικρατεί για το μέλλον. Στις Ασιατικές οικονομίες στα μέσα της δεκαετίας του ’90 η ισχυρή οικονομική ανάπτυξη οδήγησε σε εισροές ξένων κεφαλαίων και σε πολύ επικίνδυνες επενδύσεις. Στις ΗΠΑ η χαλάρωση των κριτηρίων δανεισμού το 1996-1998 οδήγησε στην αύξηση των ομολογιακών δανείων και στη σημαντική αύξηση έκδοσης υψηλού ρίσκου ομολόγων (corporate bonds). Στην Ευρώπη στα μέσα της δεκαετίας του ’90 αυξήθηκα τα στεγαστικά δάνεια με εγγυήσεις με αποτέλεσμα την χαλάρωση των κριτηρίων δανεισμού. Γενικότερα, η ύπαρξη πιστωτικών κύκλων είναι εμφανής και στις αποδόσεις των ομολόγων όπου παρουσιάζονται αποδόσεις μικρές σε περιόδους υψηλής ανάπτυξης και μεγάλες σε περιόδους οικονομικής υποχώρησης.

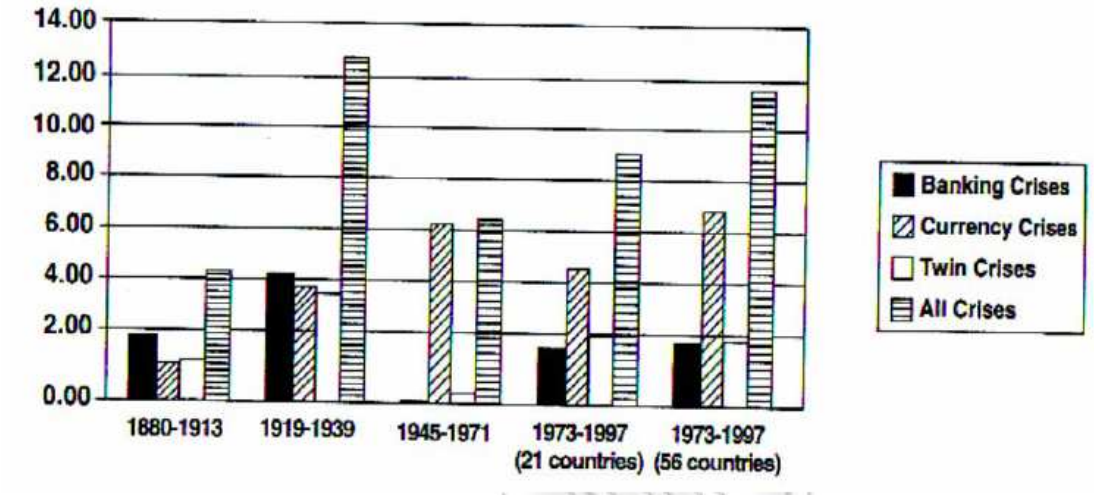
Οι πιστωτικοί κύκλοι βρίσκονται πίσω από την οικονομική ανάπτυξη, η οποία δημιουργεί ένα κλίμα υπεραισιοδοξίας μέσα στο οποίο ο κίνδυνος υποτιμάται. Η τάση υποτίμησης του κινδύνου σε περιόδους οικονομικής ανάπτυξης και χαμηλών επιτοκίων, οφείλεται σε ψυχολογικούς παράγοντες που δίνουν μικρή πιθανότητα για δυσμενή αποτελέσματα, που ερμηνεύουν τις πληροφορίες με τέτοιο τρόπο ώστε να παρατείνουν επικρατούσες πεποιθήσεις και που χρησιμοποιούν μεθόδους μέτρησης του κινδύνου οι οποίοι παρατείνουν τους παρόντες όρους και στο μέλλον.

Στην πραγματικότητα η αξιολόγηση του κινδύνου είναι δύσκολη, ωστόσο σύμφωνα με ιστορικά στοιχεία περίοδοι με γρήγορη ανάπτυξη της πίστωσης, με υψηλά κέρδη στις τιμές των ακινήτων, με μικρά περιθώρια στο δανεισμό και με υψηλά επίπεδα επένδυσης, τείνουν να ακολουθούνται από πιέσεις στο οικονομικό σύστημα. Τέτοιες περίοδοι χαρακτηρίζονται από υψηλότερα επίπεδα κινδύνου από εκείνα του μέσου όρου παρά το γεγονός ότι οι οικονομικές συνθήκες είναι ισχυρές.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Η νομισματική πολιτική παίζει σημαντικό ρόλο στη δημιουργία των πιστωτικών κύκλων, καθώς σε περιπτώσεις επικείμενης οικονομικής αστάθειας η Κεντρική Τράπεζα μπορεί να αυξήσει τα επιτόκια προκειμένου να βοηθήσει στην αποφυγή της ανισορροπίας και ίσως και την πτώση του πληθωρισμού. Αυτή η πολιτική μπορεί να εξασφαλίσει οικονομική σταθερότητα για μεγαλύτερο χρονικό ορίζοντα. Σε περιόδους ισχυρής οικονομικής ανάπτυξης όπου έχουμε μείωση του πληθωρισμού και επικρατούν αισιόδοξες προβλέψεις για το μέλλον, η πραγματική απόδοση του κεφαλαίου και το πραγματικό επιτόκιο είναι πιθανό να αυξηθούν. Ωστόσο, ο πληθωρισμός μπορεί να επιβάλλει τη μείωση των επιτοκίων, η οποία όμως θα ενισχύσει τον ενθουσιασμό με αποτέλεσμα να δημιουργηθούν οικονομικές αστάθειες. Έρευνες έχουν εστιάσει στον τρόπο με τον οποίο διάφορα σοκ στη νομισματική πολιτική μπορούν να μεταφερθούν στην πραγματική οικονομία μέσα από αλλαγές στα επιτόκια της αγοράς και στους ισολογισμούς. Ωστόσο, η οικονομία επηρεάζεται και από άλλους παράγοντες, όπως μια συναλλαγματική κρίση, από μια ξαφνική αύξηση στις τιμές των ακινήτων η οποία συνήθως συνοδεύεται και από γρήγορη αύξηση του χρέους και η οποία έχει αντίστροφα αποτελέσματα στην οικονομία. Έτσι όταν οι σχεδιαστές της πολιτικής αποφασίζουν για την κατάλληλη νομισματική πολιτική θα πρέπει να λαμβάνουν υπόψη τους τις πιθανές επιπτώσεις στον οικονομικό τομέα. Για το λόγο αυτό θα πρέπει να ελέγξουν τα επιτόκια μηδενικού κινδύνου, τις τιμές των μετοχών, τα περιθώρια κινδύνου, τα οικονομικά των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών και τη λειτουργία της οικονομικής αγοράς.

Συχνότητα Πιστωτικών Κύκλων



Source: Asset price bubbles, William C Hunter, G. Kaufman & M. Pomerleano

1.5.2 Πιστωτικοί Κύκλοι και το Οικονομικό Σύστημα

1.5.2.1 Πιστωτικοί Κύκλοι και οι Τιμές των Ακινήτων

Οι διακυμάνσεις των τιμών των ακινήτων συνδέονται άμεσα με τους πιστωτικούς κύκλους και θεωρούνται κύριες πηγές της οικονομικής αστάθειας.
Οι πιστωτικοί κύκλοι και οι τιμές των ακινήτων συμβαίνουν διαδοχικά και συνήθως ενισχύονται αμοιβαία. Άνοδος των τιμών των ακινήτων οδηγεί σε ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας, σε μείωση του κόστους δανεισμού και σε αύξηση των διαθεσίμων χρηματοδότησης για τις εταιρείες και τα νοικοκυριά, καθώς αυξάνεται η αξία των εγγυήσεων. Η ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας σε συνδυασμό με τη μείωση του κόστους δανεισμού, οδηγούν σε περαιτέρω αύξηση των τιμών των ακινήτων. Η αλληλεπίδραση μεταξύ του πιστωτικού κύκλου και της αγοράς ακινήτων, ενισχύεται όταν οι τιμές των ακινήτων μειώνονται και οι οικονομικές συνθήκες χειροτερεύουν, όπου εμφανίζεται σημαντική μείωση της παροχής της πίστωσης. Αυτό αντανακλά το σημαντικό ρόλο που παίζουν στα τραπεζικά δάνεια.

Σύμφωνα με την έρευνα του Thomas F Helbing, ένας πιστωτικός κύκλος συνήθως διαρκεί περίπου τέσσερα χρόνια. Στην περίοδο της οικονομικής άνθησης, η οποία διαρκεί περίπου τρία χρόνια, οι τιμές των ακινήτων στο δείγμα που εξετάστηκε αυξήθηκαν κατά μέσο όρο 11% περίπου, ενώ την περίοδο της πτώσης οι τιμές των ακινήτων μειώθηκαν κατά μέσο όρο 6%. Από την έρευνα διαπιστώθηκε ότι έξι από τις δεκαέξι εξάρσεις (δηλαδή το 40% περίπου) της οικονομικής δραστηριότητας κατέληξαν σε κρίση του οικονομικού συστήματος. Επίσης, από την έρευνα προέκυψε ότι σε περιόδους οικονομικής άνθηση όπου αυξάνονται οι τιμές των ακινήτων, μειώνονται τα επιτόκια καθώς οι κεντρικές τράπεζες χαλαρώνουν τη νομισματική τους πολιτική. Αντίθετα, σε περιόδους οικονομικής ύφεσης όπου εφαρμόζεται πιο σφιχτή νομισματική πολιτική, τα επιτόκια αυξάνονται και συνήθως παραμένουν υψηλά τον πρώτο χρόνο της ύφεσης. Οι περισσότερες έντονες διακυμάνσεις στο δείγμα της έρευνας συνέβησαν στα τέλη της δεκαετίας του ’70 και στις αρχές του ’80 ή στα τέλη του ’80 όταν βασική πολιτική αποτελούσε η μείωση του πληθωρισμού.

Συμπερασματικά, με βάση την παραπάνω έρευνα προέκυψε ότι σύμφωνα με το εξεταζόμενο δείγμα, δεν είναι βέβαιο ότι όλες οι έντονες διακυμάνσεις στις τιμές των ακινήτων θα οδηγήσουν σε κρίση του τραπεζικού και οικονομικού

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

συστήματος (μόνο το 40%). Όμως εκείνες που θα καταλήξουν, στην πλειοψηφία των περιπτώσεων, προέρχονται από έντονες και απότομες διακυμάνσεις των τιμών των ακινήτων. Επίσης, στο εξεταζόμενο δείγμα όλες οι αυξήσεις των τιμών των ακινήτων συνέπιπταν με απότομες και έντονες μειώσεις της οικονομικής δραστηριότητας. Τέλος, όλες οι μειώσεις της οικονομικής δραστηριότητας συνδέονταν με περιόδους σφικτής νομισματικής πολιτικής. Γενικότερα, από την παραπάνω έρευνα προκύπτει ότι οι τιμές των ακινήτων θα πρέπει πάντα να λαμβάνονται υπόψη για την εκτίμηση των μακροοικονομικών συνθηκών και τις προοπτικές του οικονομικού συστήματος.

1.5.2.2 Πιστωτικοί Κύκλοι και οι Τιμές Των Μετοχών

Οι πιστωτικοί κύκλοι συνδέονται και με τις τιμές των μετοχών. Οι υψηλές τιμές των μετοχών συνεισφέρουν σε ισχυρή οικονομική ανάπτυξη, με υψηλά επίπεδα εμπιστοσύνης για το μέλλον και με αυξημένη προθυμία των τραπεζών να παράσχουν πίστωση ιδιαίτερα σε εκείνες τις εταιρείες που ο κλάδος τους εμφανίζει αύξηση στις τιμές των μετοχών.

Μετά την οικονομική φιλελευθεροποίηση, τόσο οι τράπεζες όσο και τα νοικοκυριά εκτίθενται ολοένα και περισσότερο στα χρηματιστήρια για την αγορά μετοχών, γεγονός το οποίο οφείλεται στις μεγαλύτερες εμπορικές συναλλαγές, στην επέκταση του δανεισμού των νοικοκυριών για αγορά μετοχών και στην ενίσχυση της εμπιστοσύνης στο εισόδημα που προέρχεται από τις αποδόσεις τους. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα την υπερθέρμανση της οικονομίας η οποία με τη σειρά της οδηγεί σε φούσκα του χρηματιστηρίου, με αποτέλεσμα την υιοθέτηση σφιχτής νομισματικής πολιτικής και μείωση των τιμών των μετοχών.

1.6 Ρευστότητα

1.6.1 Ορισμός Ρευστότητας

Η συνηθέστερη χρήση του όρου ρευστότητα, είναι εκείνη που περιγράφει την ικανότητα απόκτησης χρηματοδότηση, όταν αυτό απαιτείται. Οι πιο κοινές πηγές ρευστότητας είναι η κατοχή μετρητών, ή περιουσιακών στοιχείων, που μπορούν να μετατραπούν άμεσα σε μετρητά, μέσω των αγορών ή των κεντρικών τραπεζών. Ως ρευστότητα μπορεί να θεωρηθεί και η ικανότητα ενός χρηματοπιστωτικού ιδρύματος να αποκτήσει ρευστά σε δίκαιες τιμές από τις τρέχουσες

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

δραστηριότητές του ή από πιθανές προσαρμογές τους, ή ακόμη και η ικανότητα του να αντλεί νέου ρευστό από τις αγορές με διάφορους άλλους τρόπους, εντός σύντομου χρονικού διαστήματος. (CEBS, Second part of CEBS's technical advice to the European Commission on liquidity risk management, 17/6/08)

Σύμφωνα με την Επιτροπή της Βασιλείας, στις Οδηγίες που εξέδωσε για την διαχείριση της ρευστότητας το 2000, η ρευστότητα ορίζεται <<ως η ικανότητα χρηματοδότησης αυξήσεων στα περιουσιακά στοιχεία και εκπλήρωσης των υποχρεώσεων όταν αυτές γίνονται ληξιπρόθεσμες>>.

Ο IOSCO, ορίζει την ρευστότητα ως << το να διαθέτει η εταιρεία επαρκή κεφάλαια για να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις της όταν αυτές προκύπτουν, χωρίς να χρειάζεται να πουλήσει περιουσιακά στοιχεία, ή να διαθέτει υπερβάλλουσα ρευστότητα σε κανονικές συνθήκες και επαρκή χρηματοδότηση σε συνθήκες κρίσης>>.

1.6.2 Κίνδυνος Ρευστότητας

Ο κίνδυνος ρευστότητας διακρίνεται σε κίνδυνο ρευστότητας της αγοράς (market liquidity risk) και σε κίνδυνο ρευστότητας στη χρηματοδότηση (funding liquidity risk).

i. Κίνδυνος ρευστότητας της αγοράς

Ο κίνδυνος ρευστότητας της αγοράς, σύμφωνα με το IIF, είναι <<ο κίνδυνος ότι ένα συγκεκριμένο εντός ή εκτός ισολογισμού στοιχείου ή και αγορά είναι μη ρευστοποιήσιμα>>.

Σύμφωνα με τον ορισμό της CEBS, είναι <<ο κίνδυνος ότι μία θέση δεν θα μπορεί εύκολα να κλείσει ή αξιοποιηθεί σε σύντομο χρονικό διάστημα, χωρίς να επηρεαστεί σημαντικά η τιμή της αγοράς, λόγω ανεπαρκούς βάθους ή δυσλειτουργία της αγοράς>>.

ii. Κίνδυνος ρευστότητας στη χρηματοδότηση

Το IIF, ορίζει τον κίνδυνο ρευστότητας στην χρηματοδότηση ως << τον κίνδυνο στην χρηματοδότηση μιας επιχείρησης>>

Η Banking Supervision Committee της ΕΕ, ορίζει ως <<τον κίνδυνο που διατρέχει μία επιχείρηση να μην είναι σε θέση να εκπληρώσει αποτελεσματικά,

ούτε τις αναμενόμενες ούτε τις μη αναμενόμενες, τρέχουσες ή μελλοντικές ανάγκες σε εχέγγυα ή χρηματορροές, χωρίς να επηρεασθούν οι καθημερινές λειτουργίες ή η οικονομική κατάσταση της επιχείρησης>>.

Ο κίνδυνος χρηματοδότησης είναι ιδιαίτερα σημαντικός στις τράπεζες, καθώς η βασική τους εργασία είναι ακριβώς η μετατροπή της ωρίμανσης των κεφαλαίων. Οι τραπεζικές δραστηριότητες είναι η παροχή υπηρεσιών μετατροπής ρευστότητας, με την συγκέντρωση βραχυπρόθεσμων καταθέσεων, μέσω των οποίων χρηματοδοτούνται παροχές μακροπρόθεσμων δανείων. Επομένως, οι τράπεζες αντιμετωπίζουν ασυμφωνίες ληκτοτήτων στον ισολογισμό τους, κάτι που τις εκθέτει σε κίνδυνο ρευστότητας χρηματοδότησης.

Από την διπλή υπόσταση της ρευστότητας, έτσι όπως αντικατοπτρίζεται στον ορισμό της από την Επιτροπή της Βασιλείας, προκύπτει μία ακόμα διάκριση του κινδύνου ρευστότητας, που απαντάται κυρίως στον τραπεζικό τομέα και υποδηλώνει τις πιθανές αιτίες εμφάνισής του.

Asset-side liquidity risk: είναι ο κίνδυνος ρευστότητας που πηγάζει από την πλευρά του ενεργητικού ενός χρηματοπιστωτικού ιδρύματος, για παράδειγμα μία αύξηση στη ζήτηση δανείων μετά από τη νόμιμη άσκηση αυτού του δικαιώματος αρκετών πελατών.

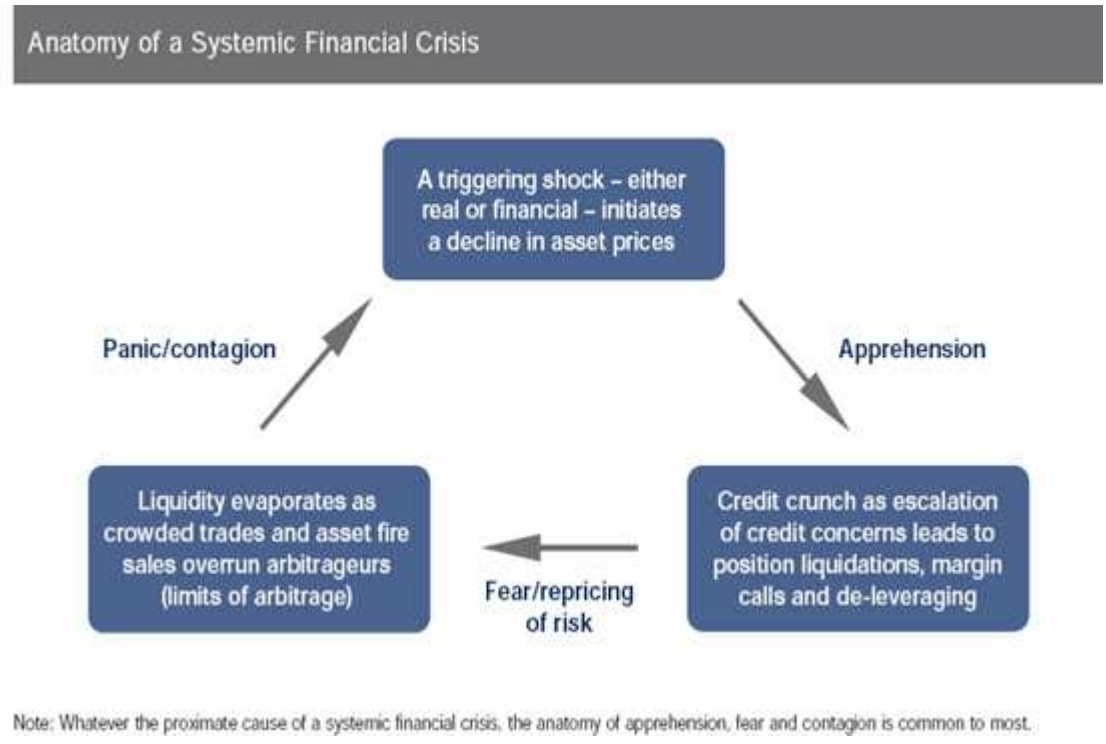
Liability-side liquidity risk: είναι ο κίνδυνος ρευστότητας που προκύπτει από την πλευρά του παθητικού, όταν οι χρεώστες του πιστωτικού ιδρύματος ζητήσουν τη ρευστοποίηση των απαιτήσεών τους. Για παράδειγμα, η μαζική απόσυρση καταθέσεων από μία τράπεζα, φαινόμενο το οποίο παρατηρείται σε περιόδους κρίσης και το οποίο μπορεί να οδηγήσει ακόμα και σε τραπεζικό πανικό.

1.7 Συστημικός Κίνδυνος και το Αποτέλεσμα Ντόμινο

Η κατάρρευση μιας τράπεζας, μπορεί να επηρεάσει και άλλες και να προκαλέσει μια σειρά διαδοχικών καταρρεύσεων και άλλων τραπεζών, όπως γίνεται και στο παιχνίδι του ντόμινο (domino effect) και αυτό γιατί οι τράπεζες και άλλοι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί αλληλοεπηρεάζονται και διασυνδέονται μέσω της διατραπεζικής αγοράς.

Ο συστημικός κίνδυνος, ορίζεται ως μία κατάσταση στην οποία οι διαταραχές σε ένα τμήμα του τραπεζικού κλάδου ή του ευρύτερου χρηματοοικονομικού συστήματος, προκαλούν ανάλογου μεγέθους διαταραχές σε άλλα μέρη του

συστήματος, μεταξύ χωρών ή και μέσα στην ίδια χώρα, επηρεάζοντας την σταθερότητα της οικονομίας. (Bordo et al. 1995).



Note: Whatever the proximate cause of a systemic financial crisis, the anatomy of apprehension, fear and contagion is common to most.

Source: World Economic Forum, January 2008

Το προηγούμενο διάγραμμα απεικονίζει την ανατομία ενός συστημικού κινδύνου. Μια χρηματοοικονομική κρίση μπορεί να προκαλέσει αρχικά μια μεγάλη μείωση στις τιμές των μετοχών. Η μείωση των τιμών των μετοχών προκαλεί φόβο και έλλειψη εμπιστοσύνης στους επενδυτές. Πάνω στην προσπάθειά τους να κλείσουν τη θέση τους προκειμένου να αποφύγουν απώλειες εξαιτίας της μείωσης των τιμών των μετοχών, οδηγούνται σε μαζικές ρευστοποιήσεις θέσεων και μείωση του βαθμού μόχλευσης. Το αποτέλεσμα όλων αυτών των ενεργειών είναι η μείωση των πιστώσεων. Ο περιορισμός των πιστώσεων και ο φόβος των επενδυτών οδηγούν τελικά σε εξάτμιση της ρευστότητας που υπάρχει στην αγορά καθώς οι επενδυτές καταφεύγουν σε μαζικές πωλήσεις τίτλων. Ο πανικός που επικρατεί δίνει ώθηση σε μία περαιτέρω μείωση των τιμών των μετοχών, η οποία με τη σειρά της προκαλεί μεγαλύτερο φόβο στους επενδυτές και μείωση των πιστώσεων και κατ'επέκταση μια μεγαλύτερη μείωση της ρευστότητας με αποτέλεσμα την αστάθεια και επιβράδυνση ολόκληρου του οικονομικού συστήματος.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

1.8 Οικονομική Σταθερότητα και ο Ρόλος των Κεντρικών Τραπεζών

Οι δύο κύριοι στόχοι των κεντρικών τραπεζών, αφορούν την διατήρηση της νομισματικής και χρηματοοικονομικής σταθερότητας. Η νομισματική σταθερότητα αφορά την σταθερότητα του γενικού επιπέδου των τιμών. Σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή κεντρική τράπεζα, η οικονομική σταθερότητα, είναι μία κατάσταση σύμφωνα με την οποία το χρηματοοικονομικό σύστημα, μπορεί να αντισταθεί σε σοκ χωρίς να προωθεί διαδικασίες οι οποίες χειροτερεύουν την διανομή των αποταμιεύσεων σε ευκαιρίες επενδύσεων αλλά και την διαδικασία πληρωμών στην οικονομία. Η σταθερότητα στον τραπεζικό τομέα, παίζει σημαντικό ρόλο στην σταθερότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος, κυρίως στις αναπτυσσόμενες οικονομίες, όπου οι τράπεζες κατέχουν κυρίαρχη θέση στον χρηματοοικονομικό τομέα.

Οι κεντρικές τράπεζες, κατέχουν έναν αριθμό εργαλείων, με τα οποία μπορούν να διατηρήσουν την οικονομική σταθερότητα. Οι δημόσιες αρχές παίζουν σημαντικό ρόλο στη διασφάλιση της οικονομικής σταθερότητας, οποιαδήποτε απειλή, πρέπει να ελέγχεται αποτελεσματικά. Οι κεντρικές τράπεζες πρέπει να προσδιορίζουν τα τρωτά σημεία, στους χρηματοοικονομικούς και μη φορείς και πιθανές κρίσεις σε αυτές τις αγορές, αλλά και να εκτιμήσουν κατά πόσο το σύστημα είναι ανθεκτικό σε πιθανές κρίσεις. Πρέπει να εφαρμόζουν μια μακροπρόθεσμη προνοητική πολιτική, δηλαδή να λαμβάνουν μέτρα που έχουν σκοπό να εδραιώνουν την ασφάλεια και την υγεία του τραπεζικού τομέα και την ευελιξία του συνόλου της οικονομίας.

Τα εργαλεία που απαιτούνται προκειμένου να διατηρηθεί η σταθερότητα των τιμών, μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να επιτευχθεί η οικονομική σταθερότητα. Μακροπρόθεσμα, η οικονομική και η νομισματική σταθερότητα, πρέπει να αλληλοενισχύονται. Βραχυπρόθεσμα όμως, χαλαρές νομισματικές πολιτικές, μπορεί να οδηγήσουν σε αστάθεια του οικονομικού συστήματος, το οποίο με τη σειρά του μπορεί να επηρεάσει την νομισματική σταθερότητα.

Η μακροπρόθεσμη προνοητική πολιτική, η εποπτεία και η επάρκεια κεφαλαίων, αποτελούν σημαντικούς παράγοντες με τους οποίους μπορεί να διατηρηθεί η σταθερότητα σε όλο το οικονομικό σύστημα. Εξασφαλίζοντας ότι

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

κάθε οργανισμός είναι οικονομικά υγιείς, οι αρχές, μπορούν να βοηθήσουν στην εξασφάλιση της σταθερότητας σε ένα γενικευμένο οικονομικό σύστημα.

Η παροχή ρευστότητας από τις κεντρικές τράπεζες σε περίπτωση έκτακτης ανάγκης, αποτελεί βασική πολιτική των κεντρικών τραπεζών, προκειμένου να αντιμετωπίσουν την οικονομική αστάθεια. Η πολιτική αυτή, συμπεριλαμβάνει την παροχή ρευστότητας στο σύνολο του χρηματοοικονομικού συστήματος μέσα από τις λειτουργίες της αγοράς, αλλά και τον έκτακτο δανεισμό στις τράπεζες. Στο σημείο αυτό πρέπει να αναφέρουμε, ότι η παροχή ρευστότητας από τις κεντρικές τράπεζες, δεν συνδέεται αποκλειστικά με την αντιμετώπιση κρίσεων. Οι τράπεζες σε διάφορα χρονικά διαστήματα, προσφέρουν ρευστότητα, προκειμένου να ενισχύσουν τις ήδη υπάρχουσες λειτουργίες της αγοράς. Εξαιτίας της ύπαρξης του ηθικού κινδύνου, οι κεντρικές τράπεζες έχουν διατηρήσει μια αυξανόμενη προσεκτική θέση απέναντι στον δανεισμό έκτακτης ανάγκης, υιοθετώντας μια πολιτική η οποία εξετάζει κάθε περίπτωση προσεχτικά. Θεωρητικά, είναι κοινά αποδεκτό ότι η παροχή ρευστότητας πρέπει να γίνεται σε οργανισμούς που αντιμετωπίζουν προβλήματα ρευστότητας αλλά εξακολουθούν να είναι φερέγγυοι. Σε περιόδους όμως οικονομικής αστάθειας είναι δύσκολη η διάκριση των φερέγγυων από τους μη οργανισμούς. Γι'αυτό και η προσεκτική εξέταση κάθε περίπτωσης είναι αναγκαία, προκειμένου να χορηγηθεί ρευστότητα ως βοήθημα στους οργανισμούς.

Οι κεντρικές τράπεζες, εμπλέκονται συχνά σε συστήματα πληρωμών είτε άμεσα είτε με την ικανότητα εποπτείας. Οι πιθανοί κίνδυνοι που σχετίζονται με δυσλειτουργία του κύκλου πληρωμών, είτε εξαιτίας ενός αποτυχημένου συμμετέχοντα, είτε λόγω λειτουργικής βλάβης, είναι αρκετά σοβαροί. Οι πιστωτικές θέσεις των τραπεζών, στα συμψηφιστικά συστήματα αποτελούν πηγή κινδύνων. Οι κεντρικές τράπεζες, ασχολούνται με την ανάπτυξη μηχανισμών, οι οποίοι περιορίζουν την αύξηση αυτών των κινδύνων. Πιο συγκεκριμένα, όσον αφορά της πληρωμές μεγάλης αξίας, έχουν δημιουργηθεί ασφαλή συστήματα διακανονισμού σε πραγματικό χρόνο, ενώ έχουν αναπτυχθεί και εποπτικές λειτουργίες στα συστήματα πληρωμών και διακανονισμών. Ως διαχειριστές των συστημάτων πληρωμών, οι κεντρικές τράπεζες, συχνά κατέχουν μοναδική θέση στον προσδιορισμό ενδεχόμενων κινδύνων και στην αντιμετώπιση προβλημάτων σταθερότητας.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Τέλος, η συνεργασία ανάμεσα στις κεντρικές τράπεζες και στις εποπτικές αρχές των τραπεζών, μπορεί να επηρεάσει την οικονομική σταθερότητα. Πιο συγκεκριμένα μπορεί να δράσει με τέτοιο τρόπο ώστε να ξεπεραστούν αποτυχίες συντονισμού σε χρηματοοικονομικές αγορές. Οι επικοινωνίες ανάμεσα στις κεντρικές τράπεζες έχει βοηθήσει στον σωστό συντονισμό του ιδιωτικού τομέα και στην αποτελεσματική αντιμετώπιση προβλημάτων, χωρίς την χορήγηση κρατικών κεφαλαίων. Η επικοινωνία, μπορεί να είναι αντιπαραγωγική σε περίπτωση που οι πληροφορίες παρέχονται σε χρονική στιγμή που δεν χρειάζεται ή όταν είναι λανθασμένες. Γι'αυτό, οποιασδήποτε πληροφορία θα πρέπει να ελέγχεται πριν χρησιμοποιηθεί.

1.9 Η Σημασία της Σταθερότητας στο Τραπεζικό Σύστημα

Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα εξειδικεύονται στη μεταφορά οικονομικών πόρων, από τους οικονομικούς φορείς που διαθέτουν αποταμιευτικά κεφάλαια για επένδυση προς τους ελλειμματικούς φορείς. Η διαδικασία αυτή δημιουργεί υψηλούς λόγους δανειακών προς ιδίων κεφαλαίων. Η διάρθρωση των στοιχείων του παθητικού των τραπεζών συνεπάγεται αυξημένο κίνδυνο χρεοκοπίας τους. Εκτός από τον συντελεστή μόχλευσης και το παθητικό, διαφοροποιείται και το ενεργητικό των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων. Το μεγαλύτερο μέρος των περιουσιακών στοιχείων που αποτελούν το ενεργητικό κάθε ιδρύματος εξαρτώνται από τη διακύμανση των επιτοκίων και τη φερεγγυότητα των πελατών του. Τα πιστωτικά ιδρύματα παρέχουν δάνεια προσφέροντας στις εταιρείες τα κεφάλαια που χρειάζονται για να κάνουν επενδύσεις και να υλοποιήσουν τα επιχειρηματικά τους σχέδια. Ταυτόχρονα αντλούν κεφάλαια, ανοίγοντας λογαριασμούς καταθέσεων ή εκδίδοντας αξιόγραφα στα οποία επενδύουν ιδιώτες. Η διαδικασία αυτή μετασχηματίζει το είδος και τη λήξη των απαιτήσεων των πλεονασματικών φορέων, προσφέροντας την επιθυμητή ρευστότητα, ικανοποιώντας ταυτόχρονα τις ανάγκες των ελλειμματικών φορέων για μακροχρόνια κεφάλαια. Ο μετασχηματισμός της λήξης των απαιτήσεων εκθέτει τα πιστωτικά ιδρύματα σε σημαντικό κίνδυνο από τις πιθανές μεταβολές των επιτοκίων. Επίσης τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα μειώνουν το κόστος πληροφόρησης και ελέγχου των ελλειμματικών φορέων ενώ ταυτόχρονα εξυπηρετούν τους πελάτες σε επίπεδο συναλλαγών και συμβουλών.

Ένα υγιές τραπεζικό σύστημα, είναι εκείνο στο οποίο η πλειοψηφία των τραπεζών είναι φερέγγυες και είναι πιθανόν να παραμείνουν έτσι και στο μέλλον. Η φερεγγυότητα των τραπεζών, αντανακλάται στην εξέλιξη της καθαρής θέσης της τράπεζας, δηλαδή στην διαφορά του ενεργητικού από το παθητικό. Η διατήρηση της ευρωστίας του τραπεζικού συστήματος εξαρτάται από τις προοπτικές κερδοφορίας των τραπεζών, την αποτελεσματικότητα στη διαχείριση και την κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών.

Ένα σταθερό τραπεζικό σύστημα, συμβάλλει στην οικονομική ανάπτυξη, συγκεντρώνοντας τους αποταμιευτικούς πόρους της οικονομίας και διοχετεύοντας τους στις δραστηριότητες με τις υψηλότερες προσδοκώμενες αποδόσεις. Επιπλέον, το τραπεζικό σύστημα αποτελεί τον κύριο μηχανισμό μέσω του οποίου μεταδίδεται η νομισματική πολιτική. Η αποτελεσματική εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής απαιτεί ένα τραπεζικό σύστημα ικανό να παρέχει λιγότερες ή περισσότερες πιστώσεις, ανάλογα με την ακολουθούμενη νομισματική πολιτική, χωρίς να εξασθενεί η αποτελεσματικότητα της διαμεσολαβητικής δραστηριότητας και χωρίς να χάνεται η εμπιστοσύνη του κοινού.

Είναι εμφανές δηλαδή, ότι η παρουσία των πιστωτικών ιδρυμάτων αυξάνουν την αποτελεσματικότητα της οικονομίας και συμβάλλουν στην διατήρηση της οικονομικής σταθερότητας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2
Η ΔΙΕΘΝΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

2.1 Τι Προηγήθηκε της Κρίσης

Στα χρόνια που προηγήθηκαν της τρέχουσας κρίσης, η παγκόσμια οικονομία επέδειξε εξαιρετική απόδοση. Ύστερα από μία παγκόσμια επιβράδυνση το 2001, η παγκόσμια οικονομία ανέκαμψε με εντυπωσιακό τρόπο στα χρόνια που ακολούθησαν. Σημειώθηκαν υψηλοί ρυθμοί ανάπτυξης, ενώ, ούτε η άνοδος που σημειώθηκε στις τιμές των εμπορευμάτων προς το τέλος αυτής της περιόδου, δεν τροφοδότησε τον πληθωρισμό, ο οποίος παρέμεινε σε χαμηλά επίπεδα.

Δημιουργήθηκε έτσι ένα κλίμα υπέρμετρης αισιοδοξίας για το μέλλον. παράλληλα, το χρηματοπιστωτικό σύστημα παρουσίαζε ιδιαίτερα ικανοποιητική απόδοση, η οποία βασιζόταν κυρίως στις υψηλές τιμές των περιουσιακών στοιχείων. Οι τιμές των ακινήτων αυξάνονταν σε παγκόσμιο επίπεδο, στηρίζοντας την αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης. Έτσι, σε διάφορες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων, παρατηρούνταν χαμηλή μεταβλητότητα τιμών και αντίστοιχα χαμηλά premia κινδύνου. Τόσο η καταγεγραμμένη κερδοφορία όσο και η κεφαλαιακή επάρκεια των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, ήταν σε υψηλά επίπεδα.

Παράλληλα με τα ιστορικά χαμηλά επιτόκια και τις ανθηρές τιμές των περιουσιακών στοιχείων, επεκτείνονταν η συνολική πίστωση. Η επέκταση αυτή δεν φάνηκε να επηρεάζει αρνητικά, ούτε τους ισολογισμούς και την ικανότητα αποπληρωμής των επιχειρήσεων, ούτε και τα νοικοκυριά. Οι υψηλές τιμές των περιουσιακών στοιχείων κρατούσαν τα ποσοστά μόχλευσης σε ικανοποιητικά επίπεδα, όπως και ο συνδυασμός ισχυρών εισοδηματικών ροών και χαμηλών επιτοκίων έκανε το ίδιο με τα ποσοστά εξυπηρέτησης των δανείων. Ο επιχειρηματικός τομέας απολάμβανε υψηλή κερδοφορία και ρευστότητα, αν και σε ορισμένους τομείς η μόχλευση ήταν αρκετά υψηλή. Ο μοναδικός δείκτης που παρουσίαζε ανοδική τάση ήταν το ποσοστό δανείων προς το εισόδημα, κυρίως των νοικοκυριών, λόγω της σημαντικής αύξησης στη δανειοδότηση με υποθήκη.

Όσον αφορά τη δομή των χρηματοπιστωτικών αγορών, η παρελθούσα περίοδος υπήρξε γεμάτη από καινοτομίες. Η βασική έκφρασή τους ήταν η επέκταση της δανειοδότησης και της εκτεταμένης χρήσης των εργαλείων

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

μεταφοράς του πιστωτικού κινδύνου, η οποία επέτρεπε την μεταφορά, την αντιστάθμιση και την ενεργή διαχείριση του πιστωτικού κινδύνου, ως ξεχωριστή οντότητα περιουσιακών στοιχείων. Η εκτεταμένη χρήση των προϊόντων αυτών αποτέλεσε την αιτία αλλά και το αποτέλεσμα της επέκτασης του μοντέλου δημιουργίας και διανομής στη χρηματοοικονομική διαμεσολάβηση. Τα πιστωτικά ιδρύματα, αντί να παρακρατούν τις πιστώσεις που δημιουργούσαν, τις πωλούσαν στις αγορές κεφαλαίων.

2.2 Πιστωτική Κρίση

Η φούσκα που ξεκίνησε στις τιμές των ακινήτων σε πολλές περιοχές των ΗΠΑ, η οποία διευκόλυνε την υπερκατανάλωση, μέσω δανεισμού βασισμένου στην υπεραξία των ακινήτων, οδήγησε στην υπερθέρμανση της οικονομίας και την αύξηση του ελλείμματος τρεχουσών συναλλαγών. Η ραγδαία αύξηση των τιμών των ακινήτων στις ΗΠΑ κορυφώθηκε στα μέσα του 2006, ενώ κατά τη διάρκεια του 2007, ακολούθησε πτώση των τιμών και αύξηση των αποθεμάτων προς πώληση νέων κατοικιών.

Η αγορά των στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου στις ΗΠΑ γνώρισε τεράστια άνθηση μεταξύ του 2003 και του 2007. Από το 9% των συνολικών στεγαστικών δανείων το 2003 έφτασε το 24% στα μέσα του 2007. Οι κύριες αιτίες ανόδου ήταν αρχικά το περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων. Τα επιτόκια είχαν φτάσει στο 1%. Επιπλέον η πίεση του ανταγωνισμού, ώθησε τις τράπεζες να χορηγούν δάνεια σε νοικοκυριά με γνωστό προβληματικό παρελθόν στην αποπληρωμή, έχοντας ως ασφαλιστική δικλείδα την μελλοντική ανατίμηση της κατοικίας. Οι τράπεζες αυτές αναλάμβαναν το χρέος με την αρχική τράπεζα, παρέχοντας έτσι δάνεια υψηλού κινδύνου και στηρίζοντας τα νοικοκυριά με χαμηλά ή και με μηδενικά επιτόκια για ένα μικρό αρχικό χρονικό διάστημα. Τέλος, η δυνατότητα μεταφοράς υψηλού πιστωτικού κινδύνου εκτός ισολογισμού σε τρίτους επενδυτές, μέσω τιτλοποιήσεων, έκανε τις τράπεζες αδίστακτες στη χορήγηση δανείων υψηλού πιστωτικού κινδύνου ακόμα και σε μη φερέγγυους δανειολήπτες. Τα προβλήματα που προέκυψαν από τη χορήγηση αυτών των δανείων οφείλονται στην καταστρατήγηση ενός βασικού κανόνα της τραπεζικής πίστης: την αναγκαιότητα διεξαγωγής της δέουσας πιστοληπτικής αξιολόγησης των δανειοληπτών ώστε να διαφοροποιηθούν οι επιτοκιακές χρεώσεις, ανάλογα

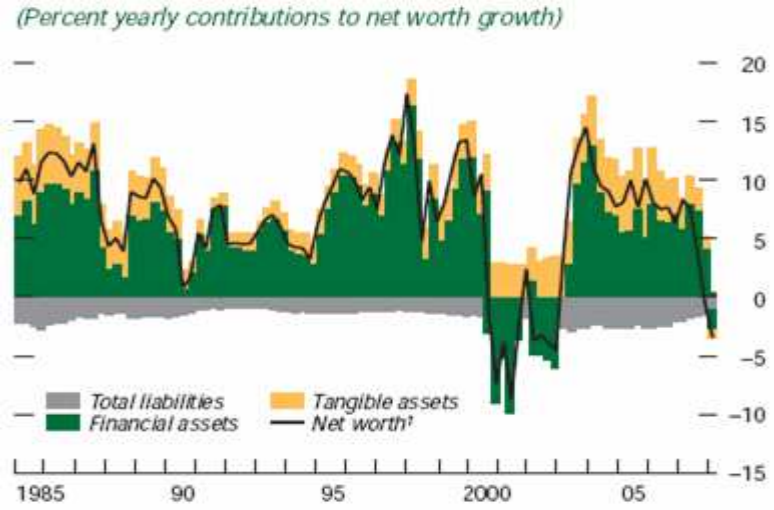
ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

με τον κίνδυνο. Όταν τα επιτόκια άρχιζαν να ανεβαίνουν, πολλοί δανειολήπτες αδυνατούσαν να ανταποκριθούν στις συμβατικές τους υποχρεώσεις, πολλές φορές ακόμη και πριν τη μεταβολή τους. Οι δυσκολίες στην αμερικάνικη αγορά ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου οφείλονται σε ένα συνδυασμό παραγόντων όπως, τα ελλιπή πρότυπα δανειοδότησης, η ανάληψη υπερβολικού κινδύνου, η μείωση των τιμών των ακινήτων αλλά και τα επίπεδα ανεργίας και εισοδήματος σε αρκετές περιοχές των ΗΠΑ. Τα ποσοστά αθετήσεως πληρωμών άρχισαν να αυξάνονται συνεχώς, φτάνοντας σε ιστορικά υψηλά επίπεδα.

Το εύρος των αθετήσεων πληρωμών αποτελεί καθοριστικό παράγοντα για την οπισθοχώρηση της παγκόσμιας οικονομίας. Το ποσοστό των επισφαλών απαιτήσεων στην αμερικάνικη αγορά ενυπόθηκων δανείων, έφτασε σε πολύ υψηλά επίπεδα και αναμένεται ότι θα συνεχίσει να αυξάνεται. Οι επιπλέον απώλειες αναμένεται να ξεπεράσουν τα $1 τρις.[2]

Έπειτα από εκπληκτικά υψηλά επίπεδα ενυπόθηκου δανεισμού, τα ισοζύγια των νοικοκυριών και το πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα, δέχονται πιέσεις εξαιτίας της πτώσης των τιμών των ακινήτων, της μείωσης της απασχόλησης και τις αυξήσεις στις τιμές των αγαθών και του πετρελαίου. Στο πρώτο τρίμηνο του 2008, η καθαρή αξία των νοικοκυριών μειώθηκε για πρώτη φορά μετά το 2003 εξαιτίας της παύσης της ανάπτυξης του κλάδου των ακινήτων και των χρηματοοικονομικών τίτλων, όπως φαίνεται και από το επόμενο σχήμα.

US households balance sheets



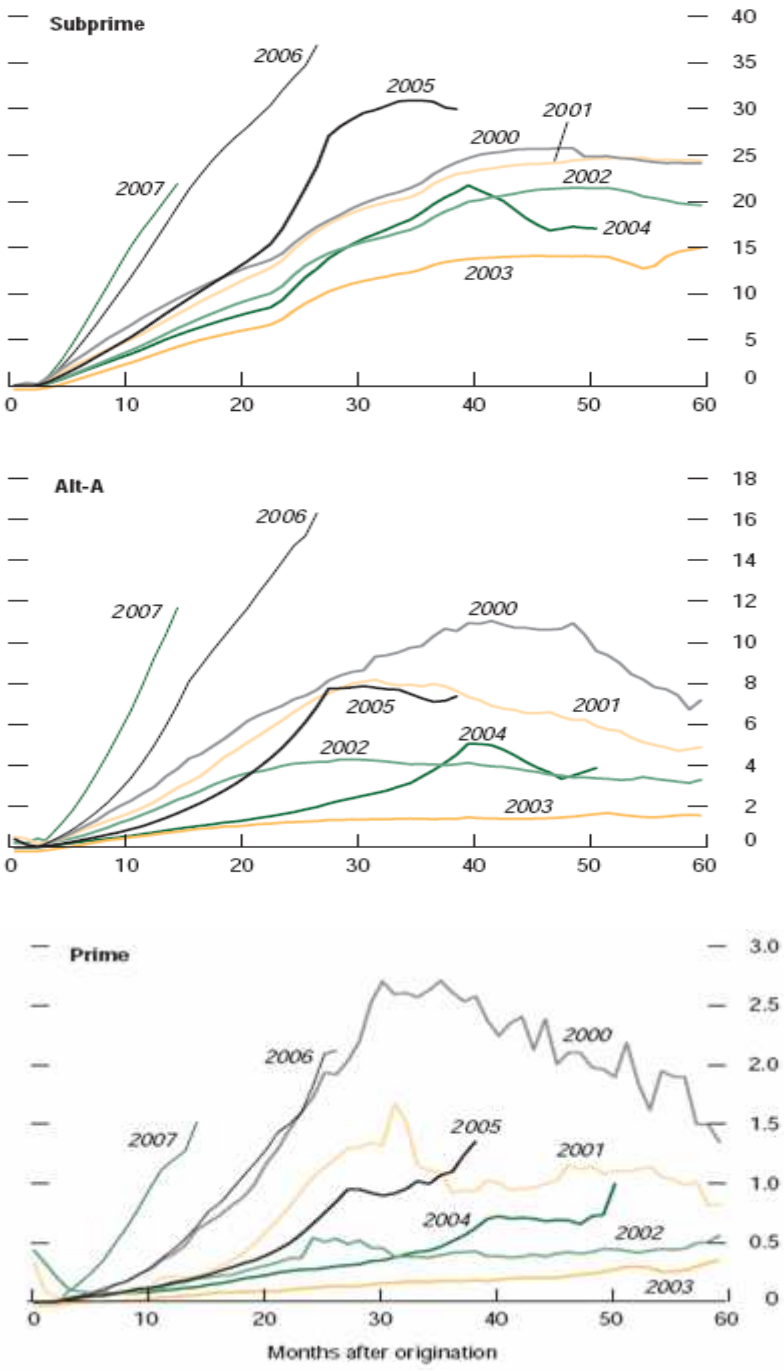
Year on year percent change on net worth
Source: IMF, October 2008

[2] IMF,Global Financial Stability report, (Oct 2008), <<*Financial Stress and Deleveraging: Macrofinanxial Implications and Policy*>>

Η αγορά ενυπόθηκων δανείων των ΗΠΑ, γνωρίζει πρωτοφανής πιστωτικές υποβαθμίσεις. Οι αθετήσεις πληρωμών των ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου αλλά και των Alt-A δανείων συνεχώς αυξάνονται, όπως φαίνεται και από το επόμενο σχήμα, κυρίως σε περιοχές όπου οι τιμές των ακινήτων έχουν μειωθεί περισσότερο.

US Mortgage delinquencies by vintage year

(60+ day delinquencies, in percent of original balance)



Source: IMF, October 2008

Τα ποσοστά αθετήσεων πληρωμών είναι μεγαλύτερα στα subprime και Alt-A δάνεια. Οι αθετήσεις πληρωμών στα συμβατικά δάνεια, οφείλονται κυρίως στην χειροτέρευση στοιχειωδών οικονομικών παραγόντων. Οι δανειολήπτες συμβατικών δανείων (prime), έχουν στη διάθεσή τους περισσότερα κεφάλαια και μπορούν να αντιμετωπίσουν ευκολότερα δύσκολες καταστάσεις, συμπεριλαμβανομένου τις μεταβολές των επιτοκίων.

Οι αγορές ακινήτων και ενυπόθηκου δανεισμού στην Ευρώπη, έχουν μοναδικά χαρακτηριστικά, που διαφέρουν από χώρα σε χώρα. Σημάδια πτωτικής τάσης, φαίνονται σε αρκετές αγορές στην Ευρώπη. Η μείωση των τιμών των ακινήτων, αντικατοπτρίζεται στις τιμές των χρεογράφων στην Αγγλία, ακολουθώντας την τροχιά των χρεογράφων στις ΗΠΑ. Επιπλέον, στο Ηνωμένο Βασίλειο, ένα αρκετά μεγάλο ποσοστό ενυπόθηκων δανείων συνδέεται με επιτόκια τα οποία αναμένεται να αναδιαμορφωθούν σε υψηλότερα επίπεδα, παράλληλα οι δανειστές, δημιουργούν πιο αυστηρά πρότυπα δανειοδότησης, ο συνδυασμός αυτών των γεγονότων ασκεί περαιτέρω πιέσεις στην αγορά.

2.3 Κρίση Ρευστότητας

Η κρίση, η οποία ξεκίνησε στην αμερικάνικη αγορά ενυπόθηκων δανείων χαμηλής εξασφάλισης, επηρέασε όλες τις παγκόσμιες αγορές. Τα αμερικάνικα ενυπόθηκα δάνεια, χρησίμευαν ως περιουσιακά στοιχεία για την εξασφάλιση των εμπορικών γραμματίων, η έκδοση των οποίων αποτελεί δημοφιλή μέσο άντλησης δανειακής χρηματοδότησης. Αρκετές τράπεζες, προτιμούν αυτή τη μέθοδο χρηματοδότησης από τη λήψη καταθέσεων ως μεθόδου άντλησης κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση δανείων στη λιανική πελατεία. Αυτές οι πιστώσεις μπορούν να επαναδομηθούν πολλές φορές αφού είναι διαπραγματεύσιμες στις διεθνείς αγορές, μέχρι το σημείο όπου ο κάτοχος των εμπορικών γραμματίων να αδυνατεί να γνωρίζει ποια ακριβώς περιουσιακά στοιχεία αποτελούσαν την εξασφάλιση των γραμματίων. Η ύπαρξη σημαντικού ύψους επισφαλούς χρέους στην αμερικάνικη αγορά ενυπόθηκων δανείων, ήταν επιβλαβείς, γιατί οι κάτοχοι των γραμματίων δεν μπορούσαν να είναι βέβαιοι για τον βαθμό στον οποίο ήταν εκτεθειμένοι σε αυτό το επισφαλές χρέος. Αυτή η αβεβαιότητα γρήγορα τροφοδότησε την έλλειψη ρευστότητας. Αυτή η κατάσταση συσχετίστηκε εκτενώς με τις αγορές εμπορικών γραμματίων επειδή οι περίοδοι λήξης των

διαπραγματεύσιμων γραμματίων, ήταν σημαντικά βραχύτερες από τις περιόδους λήξης των υποκείμενων αξιών τους, με αποτέλεσμα οι εκδότες να χρειάζονται βραχυπρόθεσμη ρευστότητα για να ανταπεξέλθουν στις υποχρεώσεις οι οποίες δεν συνέπιπταν με τα υποκείμενα εισοδήματα.

Οι εξελίξεις αυτές είχαν σαν αποτέλεσμα την σημαντική μείωση της ρευστότητας στις αγορές αρκετών χρηματοοικονομικών προϊόντων. Περισσότερο επηρεάστηκαν οι αγορές των ABS, που συνδέονταν άμεσα με τον πυρήνα της τρέχουσας κρίσης. Οι συμμετέχοντες στην αγορά, προσπάθησαν να κλείσουν τις θέσεις που είχαν προκειμένου να αποφύγουν μεγαλύτερες μελλοντικές απώλειες. Η μείωση των συναλλαγών και η αύξηση των πωλήσεων, μείωσε την αξία των ABS, CDOs αλλά και όλων των τίτλων. Οι επενδυτές, έπρεπε να επαναξιολογήσουν τους τίτλους, η σύγχυση όμως και η έλλειψη εμπιστοσύνης που επικράτησε, είχε ως αποτέλεσμα μεγάλες αλλαγές στις τιμές και αυξημένες διαφορές μεταξύ των τιμών πώλησης και αγοράς χρεογράφων. Το ύψους των απωλειών, των δομημένων προϊόντων, προκάλεσε δυσκολία στις πωλήσεις. Οι ραγδαίες αλλαγές των θεμελιωδών στοιχείων αποτίμησης, κατέστησαν προβληματική και σε αρκετές περιπτώσεις αδύνατη την διαδικασία αποτίμησης η οποία στηρίζεται στο μοντέλο της δίκαιης τιμής. Η ρευστότητα η οποία κρατούσε την αγορά των δομημένων προϊόντων, είχε εξαφανιστεί. Οι υποβαθμίσεις των διαφόρων τίτλων από τους οίκους αξιολόγησης, η ανικανότητα αποτίμησης της αξίας των τίτλων και η έλλειψη διαφάνειας, συνέβαλαν στην κρίση ρευστότητας. Η έλλειψη ρευστότητας, η οποία ξεκίνησε αρχικά από την αγορά των CDOs, επεκτάθηκε ακόμα περισσότερο επηρεάζοντας αρχικά τις αγορές κι άλλων χρεογράφων, όπως των ABCP και γενικά όλων των δομημένων χρηματοπιστωτικών εργαλείων. Οι επενδυτικές εταιρείες ειδικού σκοπού, δεν ήταν σε θέση να ανταπεξέλθουν στις υποχρεώσεις τους τον Αύγουστο του 2007. Εξαιτίας της κρίσης ρευστότητας, οι τράπεζες προτίμησαν να τοποθετήσουν τα conduits και τους δομημένους επενδυτικούς τίτλους, εντός ισολογισμού.

Στις αγορές χρήματος η επίδραση της κρίσης έγινε αρχικά αισθητή στις πιο μακροπρόθεσμες και χωρίς εξασφάλιση διατραπεζικές αγορές. Ιδιαίτερα στις αγορές καταθέσεων χωρίς εξασφάλιση, η ρευστότητα σχεδόν εξανεμίστηκε για λήξεις πέραν του ενός μηνός. Η κατάσταση αυτή επεκτάθηκε γρήγορα και στις βραχυπρόθεσμες αγορές χρήματος. Στην αγορά δολαρίων οι τράπεζες, ειδικά οι

ευρωπαϊκές, αντιμετώπισαν δυσκολίες στην εξεύρεση βραχυπρόθεσμης ρευστότητας.

Στις 9 Αυγούστου οι πιέσεις εξαπλώθηκαν και στην βραχυπρόθεσμη αγορά χρήματος του ευρώ και άλλων νομισμάτων, πυροδοτώντας τις αντιδράσεις της ΕΚΤ. Σημαντικοί παράγοντες για αυτή την εξέλιξη ήταν η γενική αβεβαιότητα για την έκθεση των τραπεζών σε δομημένα προϊόντα και το εύρος των σχετικών αναπροσαρμογών που μείωναν την αξία των περιουσιακών στοιχείων. Ο συνδυασμός αυτός οδήγησε στην περαιτέρω έλλειψη εμπιστοσύνης μεταξύ των τραπεζών. Η αύξηση της ασύμμετρης πληροφόρησης σε συνδυασμό με την αυξημένη ζήτηση ρευστότητας για προληπτικούς λόγους, κατέδειξαν πως η αυξημένη ασύμμετρη πληροφόρηση και η αβεβαιότητα για την ποιότητα των προϊόντων μιας αγοράς, μπορούν αν οδηγήσουν στη μείωση των συναλλαγών της και ενδεχόμενα στην κατάρρευσή της.

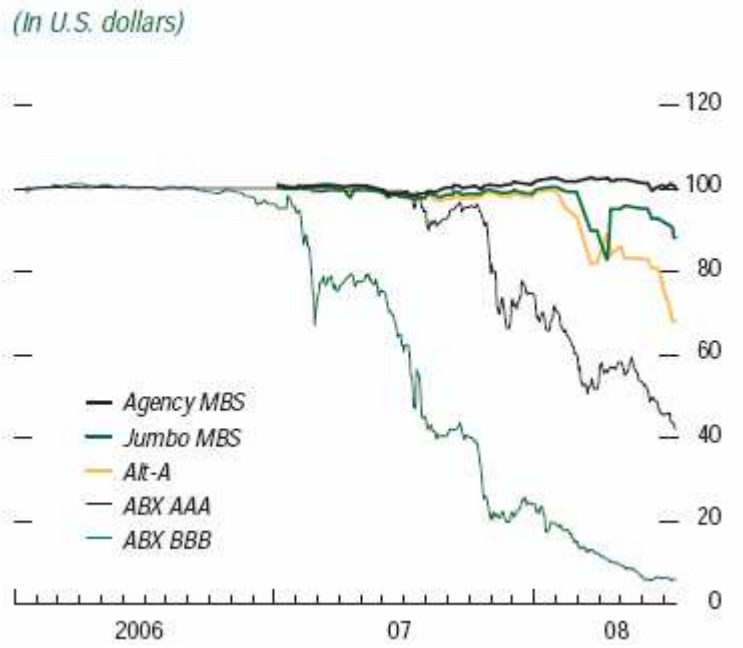
Άλλη μία αγορά που επηρεάστηκε ήταν εκείνη των εξασφαλισμένων μη-κρατικών συμφωνιών επαναγοράς (repo). Πολλές τράπεζες δεν επιθυμούσαν πλέον να δεχθούν αξιόγραφα όπως τα ABS, MBS, CDO ως εχέγγυα στις συναλλαγές των repo. Αποτέλεσμα ήταν να μείνουν σχετικά ανεπηρέαστες μόνο οι αγορές των repo με εχέγγυα κρατικά ομόλογα, αν και, ακόμη και αυτές οι αγορές υπέστησαν μία διαφοροποίηση στις τιμές, ανάλογα με το κρατικό ομόλογο που αποτελούσε το εχέγγυο, η οποία ήταν μεγαλύτερη από ότι σε συνήθεις καταστάσεις.

Μια ακόμα αγορά που επηρεάστηκε ήταν εκείνη των swap συναλλάγματος, η οποία είναι πολύ σημαντική στη διαχείριση ρευστότητας σε ξένα νομίσματα από τις τράπεζες. Οι περισσότερες τράπεζες ζητούσαν ρευστότητα σε δολάρια. Επομένως, οι περισσότεροι συμμετέχοντες στην αγορά προσπαθούσαν να ανταλλάξουν άλλα νομίσματα σε δολάρια. Παράλληλα σχεδόν καμία τράπεζα δεν ήταν διατεθειμένη να παραχωρήσει δολάρια. Έτσι, η αγορά έγινε δυσλειτουργική για λήξεις πέραν της μίας εβδομάδας.

Οι επισφαλείς απαιτήσεις των τραπεζών αυξήθηκαν, και οι τιμές των χρεογράφων που σχετίζονταν με τον ενυπόθηκο δανεισμό υψηλού κινδύνου μειώθηκαν, όπως φαίνεται και από το παρακάτω σχήμα.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Prices of US Mortgage-Related Securities



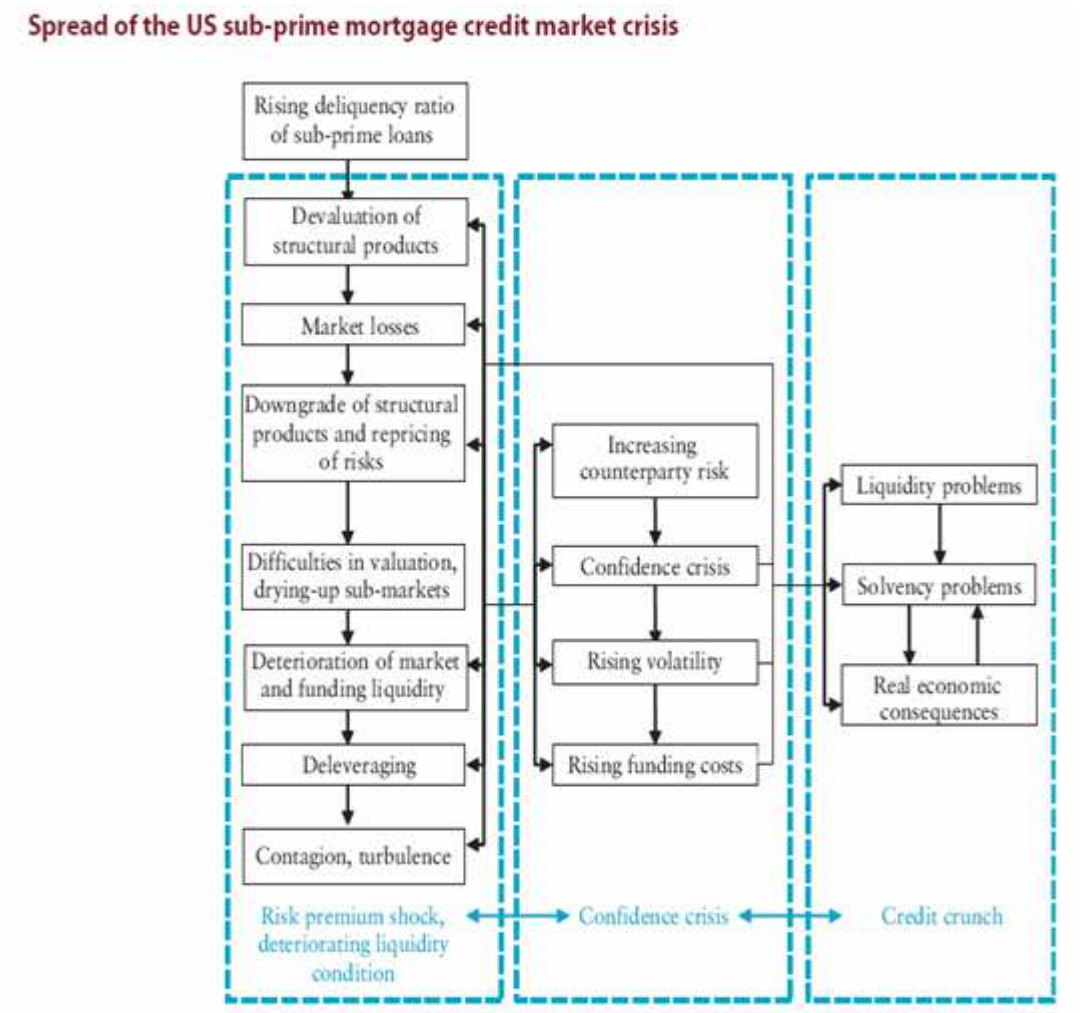
Note: ABX= an index of credit default swaps on mortgage related asset-backed security
Source: IMF, October 2008

Η δυσκολία απόκτησης πιστώσεων εξαιτίας της αυστηρότερων προτύπων δανειοδότησης, προκαλεί δυσκολίες στις μοχλευμένες εταιρείες και στις επιχειρήσεις μεσαίου μεγέθους.

Η ρευστότητα στην δευτερογενή αγορά μοχλευμένων δανείων, παραμένει χαμηλή. Οι τράπεζες και οι μάνατζερ πωλούν τα CLO's αφού έχουν υποστεί σημαντικές απώλειες. Ένα μέρος των πωλήσεων γίνεται προς τις εταιρείες ιδιωτικού κεφαλαίου σε χαμηλότερες τιμές. Οι εκδόσεις εταιρικών ομολόγων υψηλών αποδόσεων μειώθηκαν σημαντικά και οι εταιρείες αντιμετωπίζουν δυσκολότερη πρόσβαση, υψηλότερα επιτόκια και μικρότερη διάρκεια στις υποχρεώσεις τους προς την αγορά των commercial paper. Το ποσοστό αθετήσεων πληρωμών αυξήθηκε, μέχρι τα μέσα Σεπτεμβρίου του 2008, 57 εκδότες εταιρικών ομολόγων παγκοσμίως δεν ήταν σε θέση να εκπληρώσουν τις υποχρεώσεις του, ενώ το 2007 ο αντίστοιχος αριθμός ήταν 22 εκδότες για όλο το έτος. Επιπλέον, τα πιο σφιχτά πρότυπα δανειοδότησης από τις τράπεζες, προκαλούν πρόβλημα στις μικρές και μεσαίου μεγέθους επιχειρήσεις, επιτρέποντας μόνο άμεσο δανεισμό και όχι κεφαλαιακή χρηματοδότηση.

Το επόμενο σχήμα, δείχνει πως η κρίση που ξέσπασε στην αγορά ενυπόθηκων δανείων, μεταδόθηκε σε όλες τις χρηματοοικονομικές αγορές. οι αυξημένες αθετήσεις πληρωμών των ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου οδήγησαν στην

υποτίμηση της αξίας των δομημένων προϊόντων με αποτέλεσμα να προκληθούν μαζικές απώλειες. Οι δυσκολίες αποτίμησης των διαφόρων χρηματοοικονομικών τίτλων οδήγησαν στον περιορισμό των πιστώσεων, στην αύξηση του κινδύνου ρευστότητας της αγοράς και της χρηματοδότησης τα οποία με την σειρά τους οδήγησαν τους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς σε μια διαδικασία απομόχλευσης. Οι συνθήκες αυτές οδήγησαν στην εμφάνιση ολοένα και αυξανόμενου κινδύνου αντισυμβαλλόμενου, αυξημένες μεταβλητότητες και κόστη χρηματοδότησης, με αποτέλεσμα την εμφάνιση κρίσης εμπιστοσύνης των επενδυτών στην αγορά. Η έλλειψη εμπιστοσύνης, οδήγησε στον περιορισμό των πιστώσεων. Τα προβλήματα ρευστότητας αυξήθηκαν με αποτέλεσμα την εμφάνιση προβλημάτων διαφάνειας. Ο περιορισμός των πιστώσεων, ενίσχυσε την κρίση εμπιστοσύνης η οποία με την σειρά της ενίσχυσε την έλλειψη ρευστότητας



Sources: Magyar Nemzeti BankOccasional papers no 76, Contagion and the beginning of the crisis-pre-Lehman period, October 2008

2.3.1 Απώλειες

Οι συνολικές απώλειες σύμφωνα με τις παγκόσμιες εκθέσεις σε αμερικάνικα τιτλοποιημένα ενυπόθηκα, καταναλωτικά και εταιρικά χρέη, υπολογίζεται ότι πλησιάζουν το $1,4 τρις.[3] Τον Απρίλιο, οι εκτιμήσεις των απωλειών ήταν γύρω στο $945 δις. Η αύξηση οφείλεται στις υψηλότερες απ'ότι αναμένονταν απώλειες στα συμβατικά ενυπόθηκα δάνεια και εταιρικά χρέη, αφού η κρίση που ξεκίνησε από τα ενυπόθηκα δάνεια υψηλού κινδύνου, επεκτάθηκε επηρεάζοντας διάφορους κλάδους σε όλο τον κόσμο. Ο επόμενος πίνακας περιγράφει τις εκτιμώμενες πιθανές απώλειες διαφόρων χρηματοοικονομικών οργανισμών.

Εκτιμώμενες απώλειες χρηματοοικονομικών οργανισμών έως τον Οκτώβριο του 2008

(In billions of U.S. dollars)

	Base Case Estimates of Writedowns on U.S. Loans			Writedowns on U.S. Loans				
	Outstandings	April estimated losses	October estimated losses	Banks	Insurance	Pensions/ Savings	GSEs and government	Other (hedge funds, etc.)
Subprime	300	45	50	35–40	0–5	0–5	—	10–15
Alt-A	600	30	35	20–25	0–5	0–5	—	5–10
Prime	3,800	40	85	25–30	0–5	0–5	45–55	0–5
Commercial real estate	2,400	30	90	60–65	5–10	0–5	—	10–20
Consumer loans	1,400	20	45	30–35	0–5	0–5	—	10–15
Corporate loans	3,700	50	110	80–85	0–5	0–5	—	25–30
Leveraged loans	170	10	10	5–10	0–5	0–5	—	0–5
Total for loans	12,370	225	425	255–290	5–40	0–35	45–55	60–100
	Base Case Estimates of Mark-to-Market Losses on Related Securities			Losses on Securities				
	Outstandings	April estimated mark-to-market losses	October estimated mark-to-market losses	Banks	Insurance	Pensions/ Savings	GSEs and government	Other (hedge funds, etc.)
ABS	1,100	210	210	100–110	40–45	35–55	10–15	10–25
ABS CDOs	400	240	290	145–160	55–75	30–45	15–20	15–30
Prime MBS	3,800	0	80	20–25	10–15	10–20	20–25	0–5
CMBS	940	210	160	80–90	20–25	15–35	10–20	15–20
Consumer ABS	650	0	0	—	—	—	—	—
High-grade corporate debt	3,000	0	130	65–75	20–30	20–35	—	5–20
High-yield corporate debt	600	30	80	45–50	10–15	15–20	—	5–15
CLOs	350	30	30	15–20	0–5	0–5	—	5–10
Total for securities	10,840	720	980	470–530	155–210	125–215	55–80	55–125
Total for loans and securities	23,210	945	1,405	725–820	160–250	125–250	100–135	115–225

Source: IMF, Global Financial Stability report, October 2008

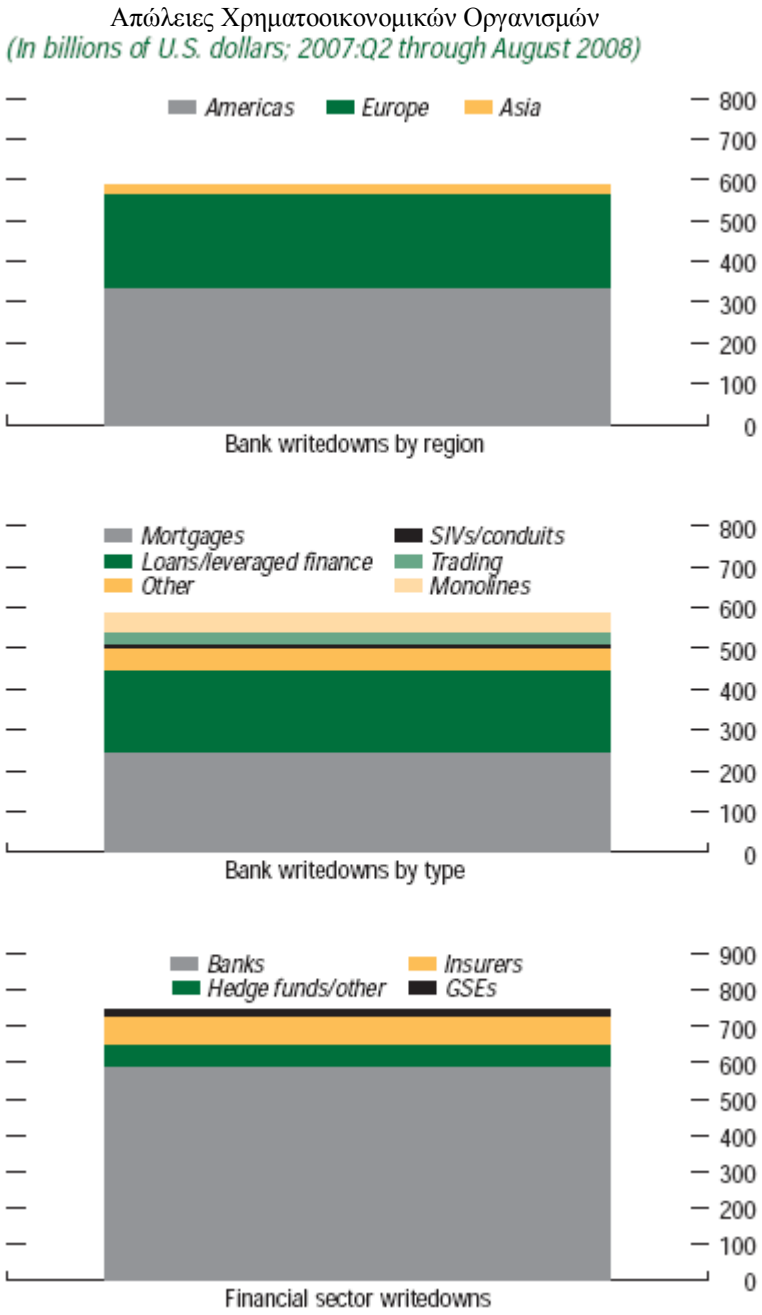
Να αναφέρουμε ότι οι εκτιμώμενες απώλειες διαφέρουν από τις απώλειες που έχουν αναφερθεί. Οι απώλειες που έχουν συνολικά αναφερθεί έφτασαν τα $760 δις έως το τέλος Σεπτεμβρίου, από τα οποία τα $580 δις προέρχονταν από

[3] IMF,Global Financial Stability report, (Oct 2008), *<<Financial Stress and Deleveraging: Macrofinanxial Implications and Policy>>*

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

τράπεζες σε όλο τον κόσμο.[4] Το επόμενο σχήμα δείχνει τις απώλειες των διαφόρων χρηματοοικονομικών οργανισμών σε διάφορες χώρες.

Απώλειες Χρηματοοικονομικών Οργανισμών



Source: IMF, Global Financial Stability report, October 2008

Όπως παρατηρούμε και όπως αναμενόταν, οι περισσότερες απώλειες σχετίζονται με τα ενυπόθηκα δάνεια και πραγματοποιήθηκαν από τράπεζες στις ΗΠΑ και Ευρώπη. Το 30% των απωλειών, πραγματοποιήθηκε από τρεις

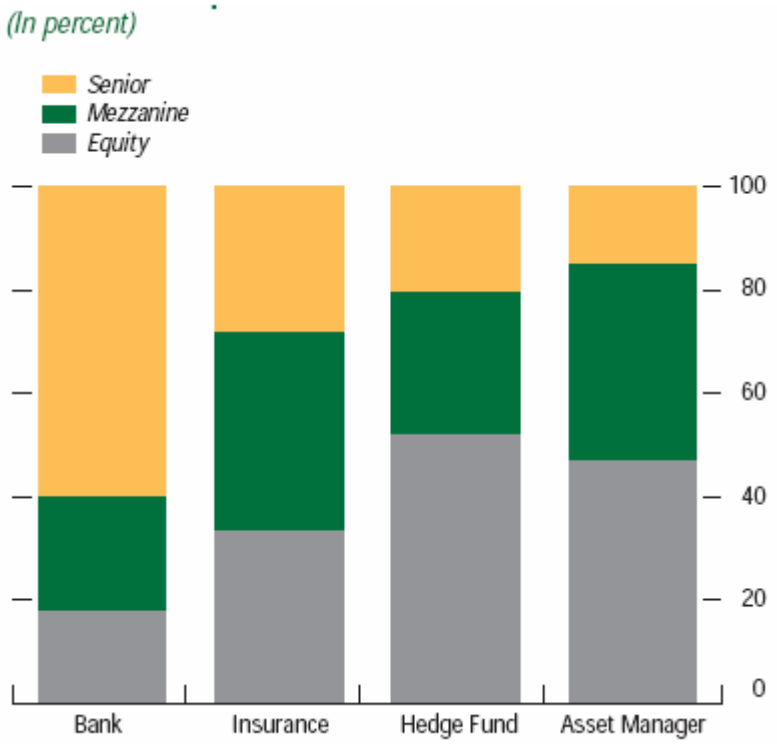
[4] IMF,Global Financial Stability report, (Oct 2008), *<<Financial Stress and Deleveraging: Macrofinanxial Implications and Policy>>*

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

τράπεζες. Οι απώλειες στην Ασία ήταν περιορισμένες. Οι μη τραπεζικοί οργανισμοί, έχουν υποστεί τουλάχιστον $180 δις απώλειες. Οι ασφαλιστικές εταιρείες, έχουν πραγματοποιήσει απώλειες ύψους $100 δις, ενώ οι GSEs έχουν σημειώσει απώλειες ύψους $20 δις, αλλά αναμένεται ότι θα αυξηθούν γύρω στα $115 δις. Τα αμοιβαία κεφάλαια και άλλοι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί, έχουν σημειώσει απώλειες ύψους $60 δις.

Οι τράπεζες κρατούν στα χαρτοφυλάκιά τους τμήματα τιτλοποιημένων χρεογράφων που χαρακτηρίζονται ως senior, η επέκταση της κρίσης όμως επηρέασε και εκείνους τους τίτλους και αναμένεται να σημειώσουν σημαντικές απώλειες. Αντίθετα, οι ασφαλιστικοί οργανισμοί, κρατούν στα χαρτοφυλάκιά τους τίτλους χαμηλότερης πιστοληπτικής διαβάθμισης, όπως φαίνεται και από το επόμενο σχήμα.

Structured Credit Products by Market Participants

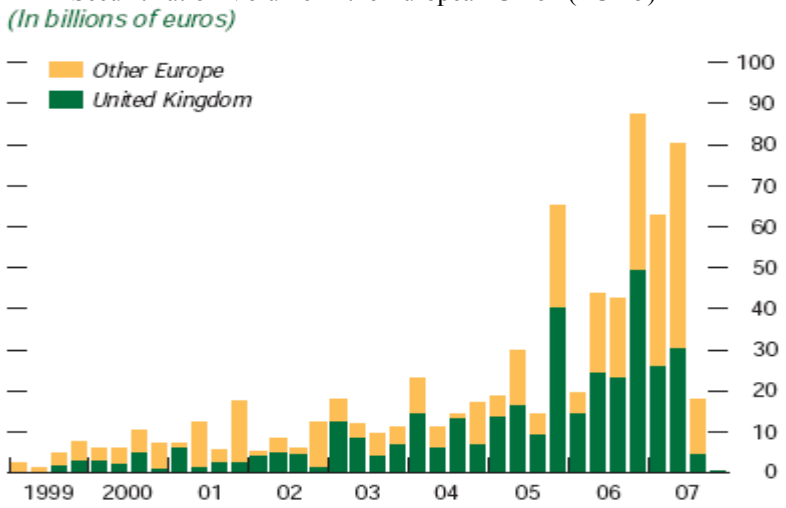


Note: As of first half of 2007
Source: IMF, Global Financial Stability report, October 2008

Οι Ευρωπαϊκές τράπεζες, κατέχουν αξιοσημείωτα ποσοστά από τίτλους MBS και CDOs και σημειώνουν μεγάλες απώλειες εξαιτίας της συσχέτισής τους με τα SIVs. Αρκετές τράπεζες ανέπτυξαν γρήγορα τις λογιστικές τους καταστάσεις, αυξάνοντας τα χρεόγραφα που παρακρατούν με υψηλή διαβάθμιση και τα οποία χαρακτηρίζονται χαμηλού κινδύνου. Ένα μέρος αυτής της αύξησης

αντικατοπτρίζεται στις εμπορικές και επενδυτικές δραστηριότητες των τραπεζών. Οι επενδυτικές δραστηριότητες των τραπεζών αυξήθηκαν όσον αφορά το συνολικό ποσοστό των τίτλων και η συνολική αγορά αυξήθηκε, συμπεριλαμβανομένου τις τιτλοποιήσεις που έγιναν, ως ποσοστό της συνολικής χρηματοδότησης. Το επόμενο διάγραμμα δείχνει το μέγεθος των τιτλοποιήσεων που πραγματοποιήθηκαν στην Ευρώπη.

Securitization Volume in the European Union (EU-15)



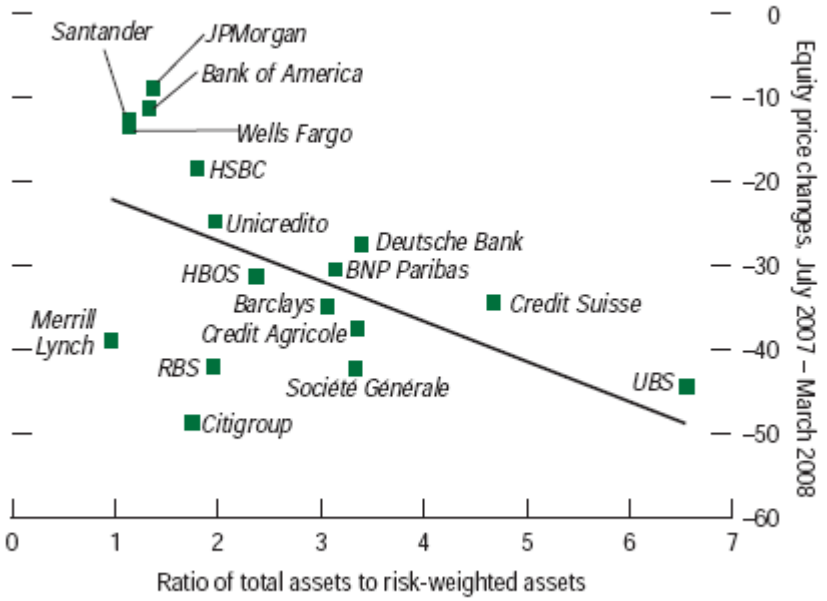
Sources: Bloomberg L.P.; Citibank; and Dealogic.

Οι τράπεζες που ακολούθησαν τέτοιες τακτικές, έγιναν πιο ευπαθείς στην έλλειψη ρευστότητας που αντιμετώπιζε η παγκόσμια αγορά, οι αποδόσεις των διαφόρων τίτλων παρουσίασαν έντονη μεταβλητότητα και η αγορά των δομημένων προϊόντων αντιμετώπισε προβλήματα ρευστότητας.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Bank Equity Price Changes and Balance Sheet Leverage

(In percent)



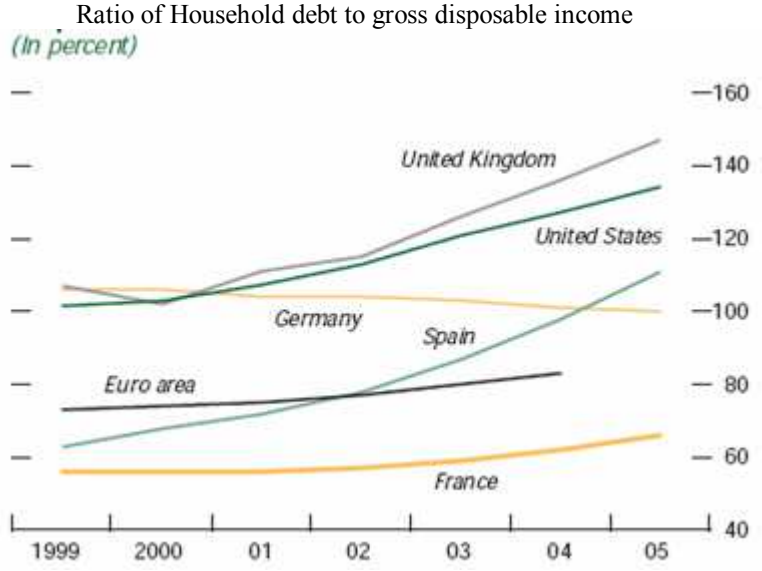
Sources: Bloomberg L.P.; and IMF staff estimates.

Οι συνολικές απώλειες αναμένεται να αυξηθούν, καθώς η ποιότητα των πιστώσεων χειροτερεύει και ο αριθμός των απωλειών αυξάνεται στα δάνεια που έχουν χορηγηθεί εκτός ΗΠΑ. Ήδη βασικά οικονομικά και δημοσιονομικά μεγέθη, χειροτερεύουν στις Ευρωπαϊκές οικονομίες. Η εκτίμηση των τιμών των ακινήτων έχει μειωθεί σημαντικά και σε ορισμένες περιπτώσεις έχει γίνει αρνητική, τα πρότυπα δανειοδότησης έχουν γίνει πιο αυστηρά και τα επιτόκια για τα ενυπόθηκα δάνεια έχουν αυξηθεί. Το ποσοστό των αθετήσεων πληρωμών έχει αυξηθεί στους τίτλους που σχετίζονται με τον ενυπόθηκο δανεισμό αλλά και στους τίτλους ABS, αλλά διαφέρει ανάλογα με τον κλάδο και το είδος των εξασφαλίσεων. Η προετοιμασία των εξασφαλίσεων έχει παρουσιάσει αδυναμίες στου τίτλους που σχετίζονται με τον ενυπόθηκο δανεισμό στη Μεγάλη Βρετανία. Οι πρωτογενής αγορές είναι μη αποτελεσματικές, ενώ η δευτερογενή αγορά αντιμετωπίζει προβλήματα ρευστότητας. Να αναφέρουμε ότι μπορεί η προετοιμασία των εξασφαλίσεων να παρουσιάζει αδυναμίες, εξακολουθεί να παραμένει όμως πιο δυνατή από την διαδικασία που ακολουθείται στις ΗΠΑ, κατά συνέπεια, τα ποσοστά αθετήσεων πληρωμών είναι χαμηλότερα και τα ποσοστά των απωλειών βρίσκονται σε χαμηλότερα επίπεδα στην Ευρώπη σε σύγκριση με τις ΗΠΑ.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Όπως στις ΗΠΑ, έτσι και στο Ηνωμένο Βασίλειο, τα νοικοκυριά, χαρακτηρίζονται από υψηλό βαθμό δανειακής εξάρτησης. Το επόμενο σχήμα δείχνει τον λόγο δανειακής επιβάρυνσης προς το συνολικό διαθέσιμό εισόδημα των νοικοκυριών στις ΗΠΑ και άλλες ευρωπαϊκές πόλεις.

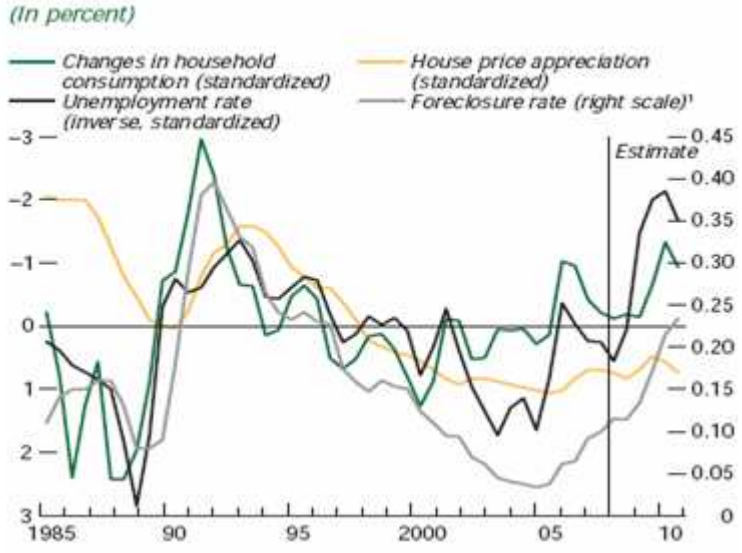
Ratio of Household debt to gross disposable income



Source: IMF, October 2008

Στο Ηνωμένο Βασίλειο, οι επισφαλείς απαιτήσεις των τραπεζών που σχετίζονται με τον ενυπόθηκο δανεισμό, παραμένουν σε χαμηλά επίπεδα. Παρόλα αυτά με τις ραγδαίες μειώσεις των τιμών των ακινήτων, οι απώλειες αναμένεται να αυξηθούν αρκετά, όπως και σε όλη την Ευρώπη. Οι εκτιμήσεις του διεθνούς νομισματικού ταμείου όμως είναι ότι το ποσοστό των αθετήσεων πληρωμών δεν θα ξεπεράσει το ανώτατο σημείο που είχε φτάσει στις αρχές του 1990 και τα ποσοστά των απωλειών θα είναι μικρότερα από τα αντίστοιχα στις ΗΠΑ, όπως φαίνεται και από το επόμενο διάγραμμα.

UK Mortgage Foreclosures



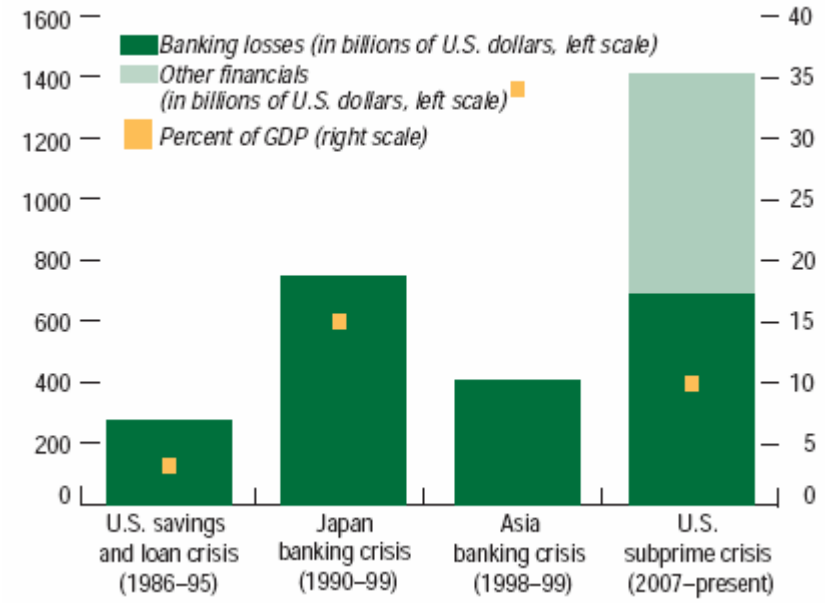
[1]As a percentage of all loans
Source: IMF, October 2008

Στην Ισπανία, τα νοικοκυριά έχουν αυξήσει το ποσό δανειακής εξάρτησης τα τελευταία χρόνια, με το λόγο της δανειακής επιβάρυνσης προς το συνολικό διαθέσιμό εισόδημα, να ξεπερνάει τον αντίστοιχο λόγο της Ευρώπης και πλησιάζοντας τις ΗΠΑ. Τα επισφαλή δάνεια έχουν αυξηθεί, ευτυχώς όμως από ένα ιστορικά χαμηλό ποσοστό.

Η κλίμακα της σημερινής κρίσης όσον αφορά τις απώλειες σε όρους δολαρίου, είναι υψηλότερη σε σύγκριση με κρίσεις που συνέβησαν τις προηγούμενες δύο δεκαετίες. Μπορεί να μοιάζουν όσον αφορά το ποσοστό του ΑΕΠ, όμως τα κόστη της σημερινής κρίσης έχουν επεκταθεί σε διάφορες χώρες σε όλο τον κόσμο και σε διάφορους οργανισμούς όπως αποδεικνύει και το επόμενο σχήμα. Το τελικό δημοσιονομικό κόστος, είναι αβέβαιο σε αυτό το στάδιο της κρίσης μια και εξαρτάται από τις πολιτικές που θα ακολουθηθούν.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Σύγκριση χρηματοοικονομικών κρίσεων



Source: IMF, October 2008

2.3.2 Η Διαδικασία της Απομόχλευσης

Η διαδικασία της απομόχλευσης, περιλαμβάνει αρκετές στρατηγικές. Από την πλευρά των υποχρεώσεων, στο ισοζύγιο των τραπεζών, οι στρατηγικές περιλαμβάνουν την δημιουργία νέου κεφαλαίου, αλλά και την εξασφάλιση διαφοροποιημένων, μεγαλύτερης διάρκειας έως τη λήξη πηγών χρηματοδότησης. Από την πλευρά των τίτλων, οι στρατηγικές περιλαμβάνουν, την αποφυγή στην έκθεση μη ρευστοποιήσιμων τίτλων ή τίτλων που χαρακτηρίζονται υψηλού κινδύνου, αλλά και την υιοθέτηση στρατηγικών αντιστάθμισης των κινδύνων.

Η διαδικασία της απομόχλευσης, αναμένεται να διαρκέσει μέχρι το τέλος της δεκαετίας, ίσως και περισσότερο. Ο ρυθμός εξαρτάται από το εύρος της πτωτικής τάσης της οικονομικής δραστηριότητας και του κλάδου των ακινήτων, την έκταση στην οποία οι τράπεζες μπορούν να αλλάξουν την δομή των δραστηριοτήτων τους ώστε να ανακτήσουν τα χαμένα κέρδη, αλλά και από την προθυμία των επενδυτών, να παράσχουν στις τράπεζες νέο κεφάλαιο. Εάν, οι συνθήκες στην παγκόσμια οικονομία βελτιωθούν πιο γρήγορα από ότι αναμένεται, η διαδικασία της απομόχλευσης, θα είναι πιο ομαλή και η παροχή πιστώσεων λιγότερο περιορισμένη.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Οι τράπεζες σε όλο τον κόσμο, έχουν δημιουργήσει $430 δις κεφάλαια[5] από το δεύτερο εξάμηνο του 2007, μέχρι τον Σεπτέμβριο του 2008. Η διαδικασία δημιουργίας νέου κεφαλαίου έχει γίνει αρκετά δύσκολη τους τελευταίους μήνες. Καθώς η ανάπτυξη επιβραδυνόταν και οι τιμές των ακινήτων εξακολουθούσαν να μειώνονται, οι ελπίδες των επενδυτών ότι η αναταραχή θα διαρκούσε για μικρό χρονικό διάστημα, αποδείχτηκαν λανθασμένες. Οι οργανισμοί που κατείχαν μεγάλα ποσά κεφαλαίων, υπέστησαν μεγάλες απώλειες. Οι τιμές των τίτλων των τραπεζών μειώθηκαν αισθητά, μειώνοντας την επιθυμία των επενδυτών να παράσχουν νέα κεφάλαια.

Εάν η πτώση των τιμών των ακινήτων συνεχιστεί μέχρι τα μέσα του 2009, οι αγορές θα αντιμετωπίσουν δυσκολίες στην ανεύρεση νέων κεφαλαίων. Οι τράπεζες, θα αναγκαστούν να δημιουργήσουν νέα κεφάλαια χρησιμοποιώντας τα παρακρατηθέντα κέρδη και μέσα από ιδιωτικές πηγές κεφαλαίων, μειώνοντας παράλληλα των ρυθμό ανάπτυξης του ενεργητικού, προκειμένου να μειωθεί ο βαθμός μόχλευσης.

Σύμφωνα με εκτιμήσεις, η παγκόσμια οικονομία αναμένεται να ανακάμψει προς τα τέλη του 2009. Οι τιμές των ακινήτων θα σταθεροποιηθούν, τα έσοδα των τραπεζών θα αυξηθούν και οι προοπτικές για δημιουργία νέου κεφαλαίου θα βελτιωθούν. Κάτω από αυτές τις συνθήκες το άνοιγμα της αγοράς για δημιουργία νέου κεφαλαίου θα πραγματοποιηθεί προς τα τέλη του 2009, επιτρέποντας στις τράπεζες την δημιουργία $675 δις κεφάλαια[6] παγκοσμίως τα επόμενα χρόνια. Παράλληλα με την αύξηση των κεφαλαίων, πρέπει να σημειωθούν αξιοσημείωτες αλλαγές στο ενεργητικό του ισοζυγίου των τραπεζών, προκειμένου να ενισχυθεί το ποσοστό κεφαλαίων και να επιτευχθεί η επιθυμητή αλλαγή στην διάρθρωση των τραπεζών.

---

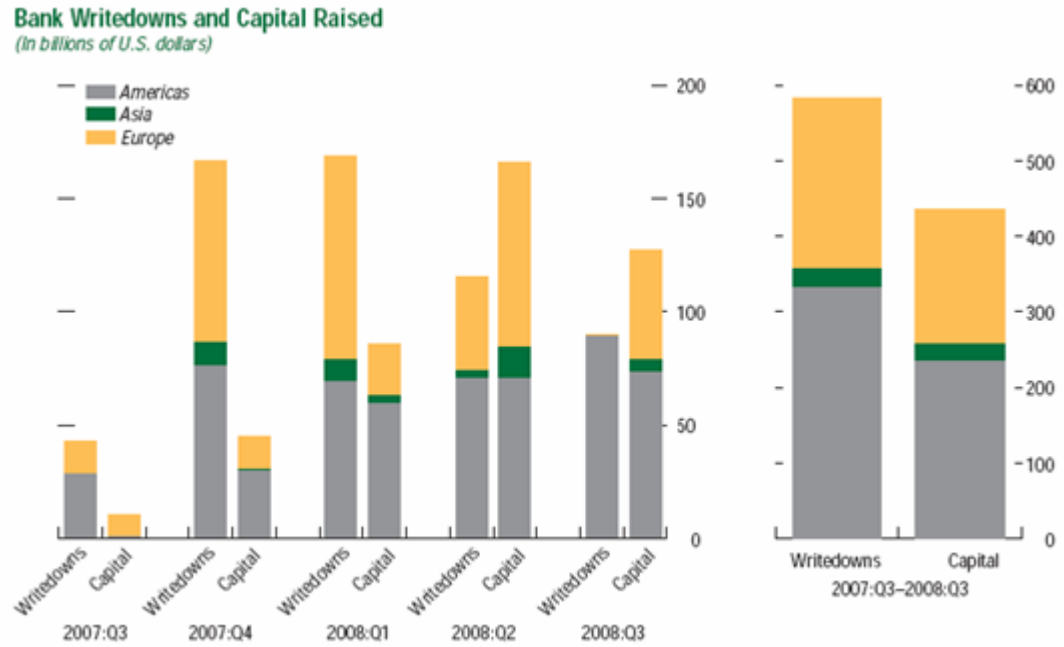
[5] IMF,Global Financial Stability report, (Oct 2008), <<*Financial Stress and Deleveraging: Macrofinanxial Implications and Policy*>>

[6] IMF,Global Financial Stability report, (Oct 2008), <<*Financial Stress and Deleveraging: Macrofinanxial Implications and Policy*>>

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

2.3.3 Παγκόσμιες Τραπεζικές Απώλειες και Δημιουργία Νέου Κεφαλαίου

Το 95% των απωλειών, πραγματοποιήθηκε από τράπεζες στις ΗΠΑ και Ευρώπη, ενώ οι τράπεζες στην Ασία, σημείωσαν ένα μικρό ποσοστό απωλειών. Την ίδια χρονική περίοδο, το κεφάλαιο που δημιουργήθηκε έφτασε τα $430 δις και συγκεντρώθηκε σε ένα μικρό αριθμό οργανισμών στις ΗΠΑ και Ευρώπη, όπως φαίνεται και στο επόμενο σχήμα.

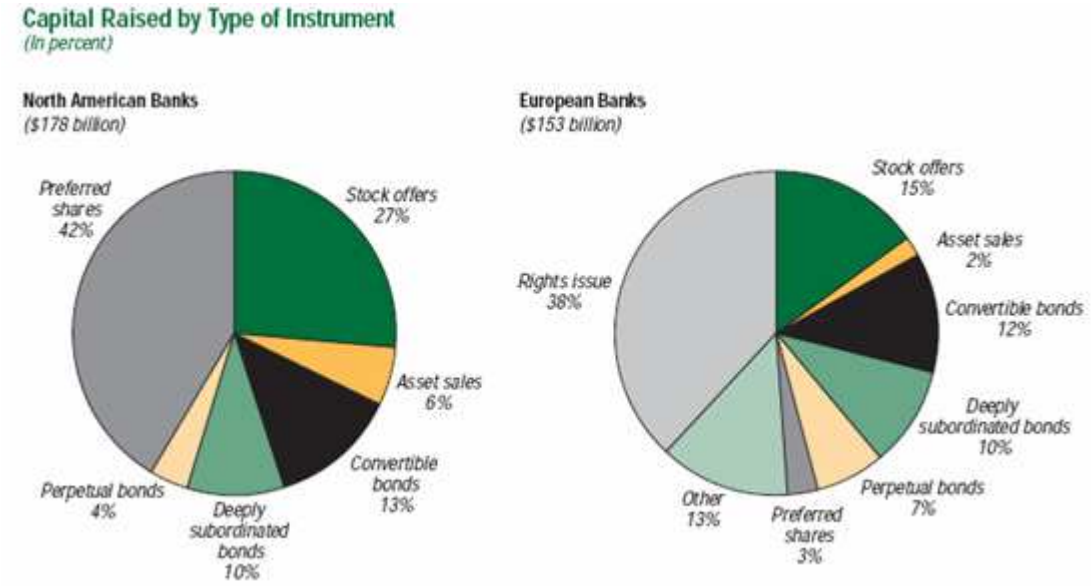


Source: IMF, October 2008

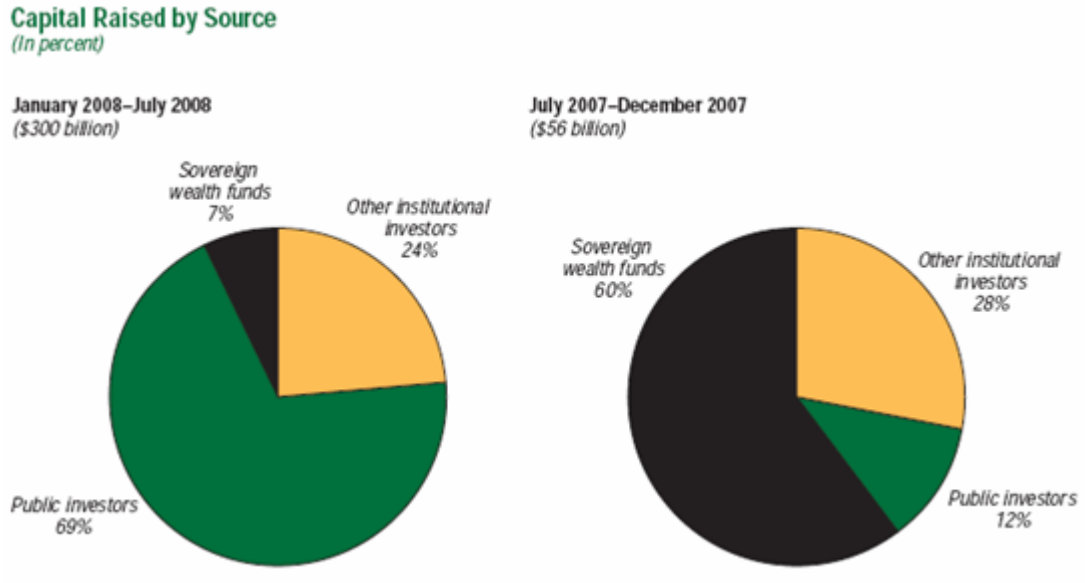
Το είδος του κεφαλαίου που δημιουργήθηκε, άλλαξε κατά την διάρκεια αυτής της περιόδου. Αρχικά σημαντικό ποσοστό, ήταν με την μορφή των υβριδικών χρεογράφων, τα οποία περιλάμβαναν στοιχεία χρέους, κεφαλαίου και ήταν αρκετά ελκυστικά στους εκδότες, γιατί διακατέχονταν από φορολογική αποτελεσματικότητα. Αποτελούσαν σημάδι ότι οι τράπεζες κατείχαν μια ισχυρή θέση και προσέφεραν στους επενδυτές, έναν ασφαλές τίτλο. Οι υβριδικοί τίτλοι που έχουν εκδοθεί πιο πρόσφατα, έχουν μεγαλύτερα περιθώρια κέρδους σε σύγκριση με εκείνους που εκδόθηκαν πριν την κρίση. Υπάρχει διαφορά ανάμεσα στα κεφάλαια που δημιούργησαν οι τράπεζες στις ΗΠΑ κα Ευρώπη. Στις ΗΠΑ, εκδόθηκαν περισσότερα υβριδικά κεφάλαια, ενώ στην Ευρώπη οι τράπεζες βασίστηκαν στις εκδόσεις νέων μετοχών.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Επιπλέον, άλλαξε και το προφίλ εκείνων που επενδύουν στις τράπεζες. Το δεύτερο εξάμηνο του 2007, γύρω στο 88% του νέου κεφαλαίου, προήλθε από επενδυτικούς οργανισμούς και από sovereign wealth funds (SWFs). Αντίθετα, από τον Ιανουάριο του 2008, 69% τον κεφαλαίων που δημιουργήθηκαν προήλθαν από δημόσιους επενδυτές και μόνο το 31% από επενδυτικούς οργανισμούς και SWFs. Τα επόμενα σχήματα απεικονίζουν τα κεφάλαια που δημιουργήθηκαν ανάλογα με τα είδη των τίτλων αλλά και το ύψος των κεφαλαίων που δημιούργησαν οι διάφορες πηγές.



Source: IMF, October 2008



Source: IMF, October 2008

2.4 Πως Εξελίχθηκε Η Κρίση

2.4.1 Τα Γεγονότα του 2007

Στις αρχές του 2007, κορυφώθηκαν οι καθυστερήσεις στις αποπληρωμές των δανείων, που είχαν ήδη ξεκινήσει να αυξάνονται το προηγούμενο διάστημα. Οι τιμές των κατοικιών άρχισαν να μειώνονται σε ορισμένες περιοχές των ΗΠΑ. Η αγορά των ακινήτων ήταν η πρώτη αγορά που αντιμετώπισε προβλήματα. Το εύρος των αποδόσεων των δομημένων προϊόντων που στηρίζονταν στην αγορά αυτή συνέχισε να αυξάνεται, υποδηλώνοντας αύξηση στον αναλαμβανόμενο κίνδυνο. Παράλληλα η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα προέβαινε διαρκώς σε σταδιακές αυξήσεις του ευρωεπιτοκίου ώστε να αντιμετωπίσει τις πληθωριστικές πιέσεις που ταλάνιζαν την ευρωπαϊκή οικονομία. Έντονα πλήττονταν οι δανειολήπτες, ενώ παράγοντες στην τραπεζική αγορά συνιστούσαν στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να είναι πιο φειδωλά στη χορήγηση δανείων. Την ίδια στιγμή το δολάριο εξακολουθούσε να υποχωρεί έναντι του ευρώ. Επιχειρήσεις μετέφεραν τα εργοστάσιά τους και η ανεργία στην Ευρώπη αυξανόταν, ενώ πλήττονταν παράλληλα και οι εξαγωγές. Οι ανησυχίες μειώθηκαν λίγο, ώσπου τον Ιούλιο και στις αρχές Αυγούστου 2007, μία σειρά εξελίξεων οδήγησε στην ένταση των πιέσεων στην αγορά ενυπόθηκων χρεογράφων. Ο κίνδυνος που οι επενδυτές επιθυμούσαν να αναλάβουν, μειώθηκε σημαντικά.

Κατά το καλοκαίρι του 2007 κι ενώ πολλοί επίσημοι παράγοντες της αμερικανικής οικονομίας προσπαθούσαν να καθησυχάσουν τους επενδυτές, κεφάλαια της Bear Stearns πτώχευσαν λόγω κατοχής CDOs που βασίζονταν σε subprime στεγαστικά δάνεια και της υποχρέωσης της τράπεζας να εξυπηρετήσει τις απαιτήσεις των πιστωτών της με ρευστοποίηση των στοιχείων της. Οι οίκοι αξιολόγησης υποβάθμισαν τα CDOs που βασίζονταν σε subprimes και επλήγη η αυτοπεποίθηση της αγοράς για την ασφάλεια στη στεγαστική πίστη. Η ΕΚΤ αυξάνει το ευρωεπιτόκιο στο 4,25% μπροστά στις πληθωριστικές πιέσεις, αλλά αναθεωρεί σχέδια περαιτέρω αυξήσεων μετά το ξέσπασμα της κρίσης.

Επενδυτές των ABCPs (Asset Backed Commercial Papers) άρχισαν να χάνουν την εμπιστοσύνη τους και η ζήτηση για τα συγκεκριμένα χρεόγραφα έπεφτε, ένα φαινόμενο που χαρακτηρίστηκε ως "flight to quality" (στροφή προς την ποιότητα). Τράπεζες που είχαν υιοθετήσει τα conduits και SVIs (κερδοσκοπικά προγράμματα που επωφελούνται από τη διαφορά μεταξύ βραχυπρόθεσμων

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

επιτοκίων δανεισμού και μακροπρόθεσμες επιστροφές από δομημένα επενδυτικά προϊόντα) αναγκάστηκαν να ανταποκριθούν στις υποχρεώσεις τους απέναντι στις εγγυήσεις ρευστοποίησης σε αρκετές μάλιστα περιπτώσεις ο βαθμός της πραγματικής έκθεσης στο ρίσκο ήταν τελείως απρόσμενος, ένα φαινόμενο που απεκλήθη "disaster myopia" (μυωπία απέναντι στην καταστροφή). Η εμπιστοσύνη στη διατραπεζική αγορά κλονίστηκε λόγω της έκθεσης στον κίνδυνο ρευστότητας. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα την αύξηση των διατραπεζικών επιτοκίων.

Στις 9 Αυγούστου του 2007, μεγάλη κρίση ξέσπασε στις ΗΠΑ από την αδυναμία μεγάλων ομάδων του πληθυσμού να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις του για δάνεια subprimes. Οι πλειστηριασμοί διαδέχθηκαν ο ένας τον άλλον και ολόκληρες πόλεις έμειναν στο δρόμο. Οι τράπεζες ξέμειναν από ρευστό μια και οι καταθέτες έσπευσαν να κάνουν ανάληψη των χρημάτων τους. Η αδυναμία είσπραξης των απαιτήσεων των αμερικανικών τραπεζών από τους δανειολήπτες των subprimes, συνεπαγόταν και την αδυναμία πληρωμής των υποχρεώσεων σε τοκομερίδια και αξίες ομολόγων και CDOs (ομόλογα β' γενιάς) στα οποία είχαν επενδύσει πολλές ευρωπαϊκές τράπεζες, την ίδια στιγμή που πλήθαιναν οι αναλήψεις πανικού. Τα ομόλογα που κατείχαν οι τελευταίες δεν είχαν αντίκρισμα, ενώ το πρόβλημα ρευστότητας προκάλεσε δυσπιστία στη δυνατότητα αποπληρωμής σε περίπτωση δανεισμού μιας τράπεζας από μια άλλη, με αποτέλεσμα να αυξηθούν τα επιτόκια της διατραπεζικής αγοράς. Αυξήθηκαν σε σημαντικό βαθμό οι διακυμάνσεις σε όλες σχεδόν τις αγορές χρηματοοικονομικών προϊόντων. Το εύρος των αποδόσεων αυξήθηκε εκ νέου, ενώ παράλληλα άρχισαν να αποτιμώνται αρνητικά τα προϊόντα που στηρίζονταν στην αγορά κατοικιών και να χάνουν αξία. Οι επενδυτές προχώρησαν στην πώληση σημαντικού όγκου αξιόγραφων, προτιμώντας ασφαλέστερες τοποθετήσεις, κάτι που οδήγησε στην πτώση των τιμών των μετοχών. Παράλληλα, αρκετά επενδυτικά funds που είχαν επενδύσει σε δομημένα προϊόντα ανέστειλαν τις πληρωμές προς του επενδυτές τους. Αρκετές ευρωπαϊκές τράπεζες δημοσιοποίησαν την άμεση ή έμμεση έκθεσή του στην αγορά ακινήτων των ΗΠΑ και στα δομημένα προϊόντα της.

Το Σεπτέμβριο του 2007, δύο γερμανικές τράπεζες, η Sachsen Landesbank και η IKB ανακοίνωσαν ότι υπέστησαν ουσιαστικές απώλειες από την κατοχή των conduits. Η βρετανική Northern Rock βίωσε τη μεγαλύτερη ουρά (bank run) των

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

τελευταίων δεκαετιών σε μια χώρα που φημίζεται για τα μεγάλα εγγυημένα χρηματικά αποθέματα.

Κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2007, οι κεντρικές τράπεζες μεσολάβησαν συγχρονισμένα για την τόνωση της χρηματοπιστωτικής αγορά με "ενέσεις ρευστότητας" και σταθεροποίησαν τις διακυμάνσεις στα βραχυπρόθεσμα επιτόκια. Ορισμένες κεντρικές τράπεζες, όπως η FED, μείωσαν ακόμη και το βασικό επιτόκιο χρηματοδότησης, ενώ άλλες, όπως η ECB, παρακολουθώντας τις εξελίξεις δεν προέβησαν στις προγραμματισμένες αυξήσεις. Παράλληλα, επλήγη η εμπιστοσύνη στους οίκους αξιολόγησης ως προς την ικανότητά τους να βαθμολογήσουν τα δομημένα προϊόντα Τα στεγαστικά δάνεια στις ΗΠΑ έγιναν δυσπρόσιτα, ενώ κρατικοποιήθηκε η Northern Rock από τη βρετανική κυβέρνηση.

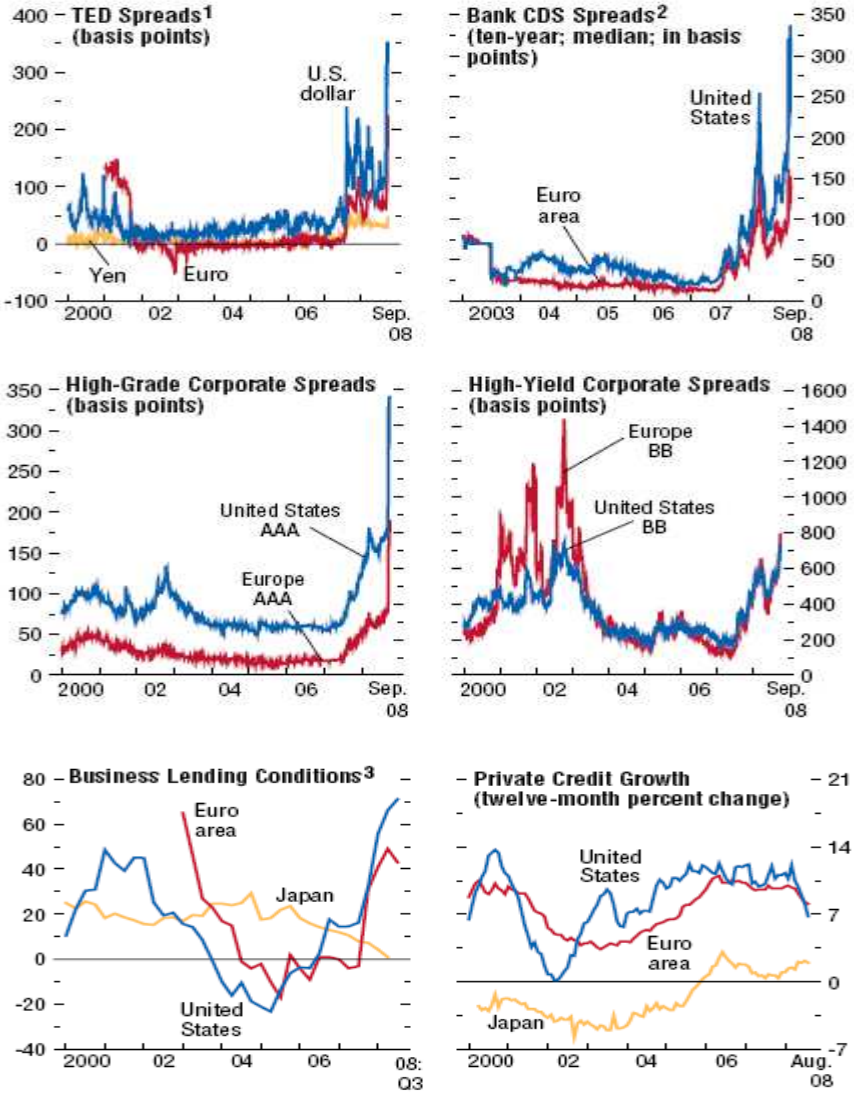
2.4.2 Η Παγκόσμια Οικονομική Ύφεση του 2008

Τον Μάρτιο του 2008, η FED και JP Morgan παρενέβησαν για να σώσουν την Bear Stearns, διότι δεν είχε τα απαραίτητα ρευστά διαθέσιμα ώστε να εξοφλήσει τις υποχρεώσεις της. Τελικά, πωλείται σε εξευτελιστική τιμή στην JP Morgan. Μετά την κατάρρευση της Bear Stearns, οι τράπεζες αφού κατέγραψαν τις απώλειές τους, προσπάθησαν να ανακτήσουν το χαμένο τους κεφάλαιο και να μειώσουν το ποσοστό της δανειακής τους επιβάρυνσης. Παρά τις προσπάθειες, οι εντάσεις στην παγκόσμια οικονομία επανεμφανίστηκαν μετά το καλοκαίρι, καθώς ανησυχίες φερεγγυότητας επανήλθαν στο προσκήνιο και έγινε κατανοητό ότι οι διαδικασίες για επανόρθωση των λογιστικών καταστάσεων, χρειάζονταν αρκετό χρόνο. Η χρηματοδότηση των τραπεζών, δέχτηκε μεγάλη πίεση, όπως φαίνεται και από το επόμενο σχήμα.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Developments in Mature Credit Markets

Credit market stresses intensified again in September, reflected in soaring spreads in the interbank market. Risk spreads have widened sharply across a broad range of financial assets. At the same time, bank lending standards have been tightened sharply in the United States and euro area, and credit growth is now starting to moderate.



Sources: Bank of Japan; Bloomberg Financial Markets; Board of Governors of the Federal Reserve System; European Central Bank; Merrill Lynch; and IMF staff calculations.
[1]Three-month London interbank offered rate minus three-month government bill rate.
[2]CDS = credit default swap.
[3]Percent of respondents describing lending standards as tightening "considerably" or "somewhat" minus those indicating standards as easing "considerably" or "somewhat" over the previous three months. Survey of changes to credit standards for loans or lines of credit to enterprises for the euro area; average of surveys on changes in credit standards for commercial/industrial and commercial real estate lending for the United States; average of changes in credit standards for small, medium-size, and large firms for Japan.

Η μείωση των τιμών των διαφόρων τίτλων, κατέστησε την ανάκτηση κεφαλαίου υπερβολικά ακριβή, ενώ οι αγορές και οι ρυθμιστές αναζητούσαν αύξηση του λόγου του κεφαλαίου προς τους τίτλους που κρατούν, προκειμένου να φτάσει σε επίπεδα υψηλότερα από εκείνα πριν την κρίση.

Τα μεγαλύτερα προβλήματα αντιμετώπισαν οι οργανισμοί, οι οποίοι ήταν αρκετά εκτεθειμένοι στην αμερικάνικη αγορά ενυπόθηκων δανείων υψηλού

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

κινδύνου Τον Αύγουστο, η Fannie Mae και Freddie Mac, δέχτηκαν πιέσεις όσον αφορά την επάρκεια των κεφαλαίων τους, προκειμένου να αντιμετωπιστούν οι αυξανόμενες απώλειες που αντιμετώπιζαν. Στις 7 Σεπτεμβρίου και εξαιτίας του σημαντικού ρόλου των δύο οργανισμών στην αγορά ακινήτων των ΗΠΑ, αλλά και στο παγκόσμιο οικονομικό σύστημα, οι δύο οργανισμοί τέθηκαν υπό την επιτροπεία της US Federal Housing Finance Agency, με την κυβέρνηση των ΗΠΑ να παρέχει πρόσθετη οικονομική υποστήριξη, προκειμένου να διατηρηθούν τα απαραίτητα ποσοστά κεφαλαίων και χρηματοδότησης. Το Σεπτέμβριο του 2008, ο αμερικανικός κολοσσός Lehman Brothers κήρυξε πτώχευση, προκαλώντας αναστάτωση στην κυβέρνηση των ΗΠΑ. Σκηνικό χάους επικράτησε στις διεθνείς αγορές μετά την πτώχευση της Lehman Brothers, την πώληση της Merill Lynch στην Bank of America έναντι 50 δις δολαρίων και την αναζήτηση επείγουσας ρευστότητας από τον ασφαλιστικό κολοσσό AIG. Τελικά, η αμερικανική κεντρική τράπεζα προσέφερε έκτακτη οικονομική ενίσχυση 85 δισεκατομμυρίων δολαρίων στην ασφαλιστική εταιρεία AIG, προκειμένου να αποτρέψει την κατάρρευσή της. Τα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια κατέγραψαν απώλειες που ξεπέρασαν το 5%, ο γενικός δείκτης στο ΧΑΑ έκλεισε με πτώση 3,78%, ο Dow Jones πτώση 4,38%, ενώ το δολάριο έκανε τη μεγαλύτερη βουτιά της δεκαετίας έναντι του γιέν και η ισοτιμία έφτασε μέχρι 104,55. Ο φόβος για το τραπεζικό σύστημα και πορεία της παγκόσμιας οικονομίας οδήγησε σε μεγάλη πτώση την τιμή του πετρελαίου που έφτασε μέχρι τα 94,13 δολάρια το βαρέλι. Οι κεντρικές τράπεζες των ΗΠΑ, Βρετανίας και ευρωζώνης, στήριξαν τις αγορές με ενέσεις ρευστότητας,, ενώ η τράπεζα της Κίνας μείωσε τα επιτόκια. Οι δέκα μεγαλύτερες τράπεζες αποφάσισαν τη συγκρότηση ταμείου αλληλοβοήθειας συνεισφέροντας 7 δις δολάρια η κάθε μία. Η τιμή της μετοχής της Lehman Brothers, πέφτει το 2008 κατά 99% από την αρχή του έτους, και διαμορφώνεται στα 19 σεντς. Με περισσότερα από 45 δις δολάρια στεγαστικών δανείων και τιτλοποιημένων δανείων στο χαρτοφυλάκιό της. Η συνολική κεφαλαιοποίηση μειώνεται στα 3 δις, όταν πριν από ένα χρόνο ήταν 36 δις. Με χρέη που ξεπερνούν τα $613 δις. Η απόγνωση της Lehman Brothers άρχισε να γίνεται αισθητή όταν η Korea Development Bank αρνήθηκε να εξαγοράσει το 25% των μετοχών τη αμερικάνικης επενδυτικής τράπεζας. Από τις πλέον δραματικές ημέρες στη ιστορία της Wall Street, με εταιρείες κολοσσούς να χάνονται μέσα σε μία νύχτα από τον χρηματοοικονομικό χάρτη εξαιτίας της πιστωτική κρίσης που ξέσπασε

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

στην αγορά στεγαστικών δανείων των ΗΠΑ. Σε ελεύθερη πτώση (πάνω από 20%) βρέθηκε και η μετοχή της Washington Mutual, που επίσης είναι σε απεγνωσμένη αναζήτηση κεφαλαιακής ένεσης. Ο απρόσμενος κρατισμός των ΗΠΑ εξέπληξε αρχικά ευχάριστα τα χρηματιστήρια, ενώ αντιδράσεις διατυπώνονταν από τους Αμερικανούς πολίτες για το φορολογικό βάρος που προέβλεπε το Σχέδιο Πόλσον να πέσει στην πλάτη τους. Την άποψη αυτή συμμερίστηκε και το Κογκρέσο, καταψηφίζοντας το σχέδιο κρατικής ενίσχυσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος για αγορά των λεγόμενων "τοξικών ομολόγων" με δημόσιο χρήμα. Η κρίση μετά το πέρασμα του Ατλαντικού, πλησίασε όλο και νοτιότερα την Ευρώπη, καθώς μετά την κρατικοποίηση της Brandford and Bingley από τη βρετανική κυβέρνηση, πραγματοποιήθηκε μερική κρατικοποίηση του ευρωπαϊκού κολοσσού Fortis από το Βέλγιο, το Λουξεμβούργο και την Ολλανδία. Ο πρόεδρος της Ευρωπαϊκής Ένωσης Νικολά Σαρκοζί προανήγγειλε σχέδιο αντιμετώπισης του προβλήματος στα πλαίσια της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Τον Οκτώβριο του 2008, νέα βελτιωμένη πρόταση ψηφίστηκε στην αμερικανική Γερουσία. Παρά ταύτα, ακόμη και τα ίδια τα μέλη δεν μπορούν να εγγυηθούν με βεβαιότητα την επιτυχία ενός τέτοιου σχεδίου, ενώ παράγοντες της αγοράς μιλούν για επερχόμενη ύφεση που μπορεί να διαρκέσει μέχρι και 5 χρόνια. Ο πρόεδρος της ΕΚΤ, Ζαν Κλόντ Τρισέ δηλώνει πως η οικονομική κρίση των ΗΠΑ θα επιβραδύνει τους ρυθμούς ανάπτυξης στην Ευρωζώνη, ενώ σε διάσκεψη κορυφής υπό τον Νικολά Σαρκοζί διατυπώνεται η βούληση να σταθεροποιηθεί ή ακόμα και να πέσει το επιτόκιο της ΕΚΤ μετά την υποχώρηση της τιμής του πετρελαίου και των πληθωριστικών πιέσεων, δηλαδή κάτω από το 4,25%. Η Γερμανίδα καγκελάριος, Μέρκελ, προτείνει την αντιμετώπιση του προβλήματος σε κάθε χώρα σε εθνικό πλαίσιο, ανάλογα με τις ευθύνες της, αντί για τη σύσταση πανευρωπαϊκού σχεδίου, την ίδια στιγμή που στην αντίπερα όχθη του Ατλαντικού, υπερψηφίζεται η βελτιωμένη πρόταση του Πόλσον για οικονομική ενίσχυση του χρηματοπιστωτικού συστήματος στη Βουλή των Αντιπροσώπων.

Λίγες ώρες μετά τη λήξη της ευρωπαϊκής συνόδου κορυφής η Hypo Real Estate, η δεύτερη μεγαλύτερη τράπεζα στεγαστικών δανείων της ευρωπαϊκής οικονομίας, ανακοινώνει ότι το σχέδιο διάσωσής της, ύψους 35 δισ. ευρώ κατέρρευσε, μετά την αποκάλυψη νέων ελλειμμάτων. Πέντε ευρωπαϊκές χώρες αντιμετωπίζουν μεγάλα προβλήματα προσπαθώντας να σώσουν τις μεγάλες

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ευρωπαϊκές τράπεζες, η Γερμανία, το Βέλγιο, το Λουξεμβούργο, η Ιταλία και η Ισλανδία. Στην Ιταλία κινδυνεύει η δεύτερη μεγαλύτερη τράπεζα της χώρας, η Unicredit, ενώ το άλλοτε εύρωστο κράτος Ισλανδίας κινδυνεύει με πτώχευση, λόγω της μεγάλης έκθεσης στα τοξικά ομόλογα. Τα χρέη των ισλανδικών τραπεζών υπολογίζονται στα 138,34 δισ. δολάρια, σε σύγκριση με τα 19,37 δισ. δολάρια στα οποία ανέρχεται το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν. Το νόμισμα της χώρας υποτιμάται και οι πληθωριστικές πιέσεις εντείνονται και η κυβέρνηση διαπραγματεύεται τη δανειοδότησή της από τη Ρωσία. Οι αναλυτές καταλήγουν στο συμπέρασμα πως η ΕΚΤ θα προβεί σε μείωση επιτοκίων. Η άποψη αυτή ενισχύεται και από τη μείωση του επιτοκίου στην Αυστραλία -1%. Μετά την τροπή που πήραν τα πράγματα, η γερμανική κυβέρνηση αναλαμβάνει την εγγύηση όλων των τραπεζικών καταθέσεων των πολιτών από το γερμανικό κράτος, κόστος που ανέρχεται στα 500 δισ. ευρώ, κίνηση στην οποία προχωράει και η Δανία. Αρχίζει πλέον να αναθεωρείται η κατεύθυνση της Ε.Ε. υπέρ ενός καθολικού σχεδίου αντιμετώπισης του προβλήματος προτού πάρει μεγαλύτερες διαστάσεις. Στις 7 Οκτωβρίου, το Ecofin έθεσε ως ελάχιστο όριο εγγύησης τις 50.000 ευρώ ανά καταθετικό λογαριασμό. Στις 8 Οκτωβρίου ανακοινώνεται μείωση του ευρωεπιτοκίου στο 3,75%, μεταβολή του επιτοκίου δανεισμού στην Αγγλία στο 4,5% και της FED στο 1,5%. Ο Νικολά Σαρκοζί επιβεβαιώνει τη συγκρότηση ευρωκοινοτικού σχεδίου δράσης, την ίδια στιγμή που παγώνει η αγορά στην αυτοκινητοβιομηχανία της Γερμανίας και γίνονται μαζικές απολύσεις στη Σουηδία, ενώ η Βρετανία τονώνει τις τράπεζές της με οικονομική ενίσχυση 50 δισεκατομμυρίων λιρών. Η κρίση αντικατοπτρίζεται και στους δείκτες της Ευρασίας. Παρά την εφαρμογή του σχεδίου Πόλσον στην Αμερική, οι ανακατατάξεις στον τραπεζικό τομέα συνεχίστηκαν, όπως επίσης και η κατακόρυφη πτώση των χρηματιστηριακών δεικτών. Στην Ε.Ε. κατατέθηκαν τρεις προτάσεις. Η Γαλλία επέμεινε στην πρότασή της για συγκρότηση πανευρωπαϊκού ταμείου, ζητώντας την επιστροφή καταθέσεων στις γαλλικές τράπεζες, υποσχόμενος ο κ. Σαρκοζί αμνηστία ως προς την προέλευσή τους, με σκοπό την ενίσχυση της κεφαλαιακής επάρκειας με κάθε μέσο. Η Γερμανία επέμεινε στην πρόταση για αντιμετώπιση του προβλήματος σε κάθε χώρα σε εθνικό επίπεδο, ενώ ο πρωθυπουργός της Αγγλίας Γκόρντον Μπράουν, σε άρθρο του στον τύπο προλείανε το έδαφος για την πρόταση που θα ακολουθούσε. Στις 13 Οκτωβρίου κατέθεσε σχέδιο καταιγιστικών κρατικοποιήσεων των μισών βρετανικών

τραπεζών, εκμεταλλευόμενος τα μεγάλα κεφαλαιακά αποθέματα της χώρας του. Η κίνηση αυτή γέμισε με αισιοδοξία την Ευρώπη, με όλες τις χώρες να εξευρίσκουν τεράστιους κεφαλαιακούς πόρους, για την εγγύηση των αποθεμάτων και την αισιοδοξία των Ευρωπαίων επενδυτών να αναπτερώνεται. Παράλληλα, κατατέθηκαν πολλές προτάσεις για περαιτέρω μείωση των επιτοκίων δανεισμού, κάτι που αναμένουν οι αναλυτές να γίνει αισθητό και στην Ελλάδα, ενώ πολλές ευρωπαϊκές χώρες συνδυάζουν το μέτρο με επιδόματα στους μισθούς για την τόνωση της αγοράς που έχει παγώσει. Οι ΗΠΑ προσανατολίζονται σε μια λύση παρόμοια με αυτή του Βρετανού πρωθυπουργού.

2.5 Το Μερίδιο Ευθύνης Των Τραπεζών

2.5.1 Ο Ρόλος του Μοντέλου Δημιουργίας και Διανομής Δανείων

Το μοντέλο αυτό δεν είναι καινούριο, όπως είναι τα δομημένα προϊόντα, ιδιαίτερα στις ΗΠΑ, η τιτλοποίηση χρησιμοποιείται εδώ και χρόνια στην αγορά ενυπόθηκων δανείων. Η εκτεταμένη χρήση του μοντέλου αυτού στις τράπεζες οδήγησε στη δημιουργία των ειδικών επενδυτικών οχημάτων, τόσο για λόγους εξοικονόμησης κεφαλαίων, όσο και ρευστότητας.

Πριν το ξέσπασμα της κρίσης το μοντέλο αυτό συνέβαλε στην υποτίμηση των κινδύνων κυρίως λόγω της αύξησης της ασύμμετρης πληροφόρησης που προκαλεί. Μετά τη δημιουργία και τη διανομή των δανείων, οι τράπεζες δεν έχουν πλέον ισχυρά κίνητρα να παρακολουθούν και να ελέγχουν τους δανειολήπτες. Αλλά και οι επενδυτές δεν έχουν ισχυρά κίνητρα να ελέγχουν τους παροχείς δανείων, δηλαδή τις τράπεζες, ως προς τον τρόπο με τον οποίο παρέχουν τα δάνεια, τα οποία πωλούν στη συνέχεια. Δημιουργείται έτσι μια διασπορά ευθυνών και αντικρουόμενων συμφερόντων κατά τη μακρά και πολύπλοκη σειρά από τη δημιουργία έως τον τελικό επενδυτή.

Το μοντέλο αυτό, με το να προωθεί τη διασπορά των κινδύνων στο σύστημα, ευνόησε την επέκταση της δανειοδότησης σε σημεία που, υπό διαφορετικές συνθήκες δεν θα έφτανε. Υπάρχει δηλαδή μια θετική συσχέτιση μεταξύ της χρήσης της τιτλοποίησης από τους διαμεσολαβητές και της έκτασης της δανειοδότησης.

Από την πλευρά τους οι εταιρείες αξιολόγησης, λειτουργούν ως εκτιμητές των δομημένων προϊόντων, όσο και σαν σύμβουλοι για τη δημιουργία τους. Έτσι

κατηγορήθηκαν ότι δεν αποτίμησαν αξιοκρατικά τα προϊόντα αυτά στη προσπάθειά τους να κερδίσουν.

Μετά το ξέσπασμα της κρίσης το μοντέλο δημιουργίας και διανομής δανείων συνέβαλε σε μεγάλο βαθμό στην κρίση εμπιστοσύνης. Με δεδομένη την διαφάνεια και την αβεβαιότητα ως προς την έκθεση στον κίνδυνο, οι αμφιβολίες των επενδυτών σχετικά με την ευρωστία των αντισυμβαλλόμενων τους αύξησαν τη δυσπιστία τους. Ο συνδυασμός αυτών των χαρακτηριστικών εξηγεί το εύρος της δυσλειτουργίας των διαμεσολαβητών κατά τη διάρκεια της κρίσης.

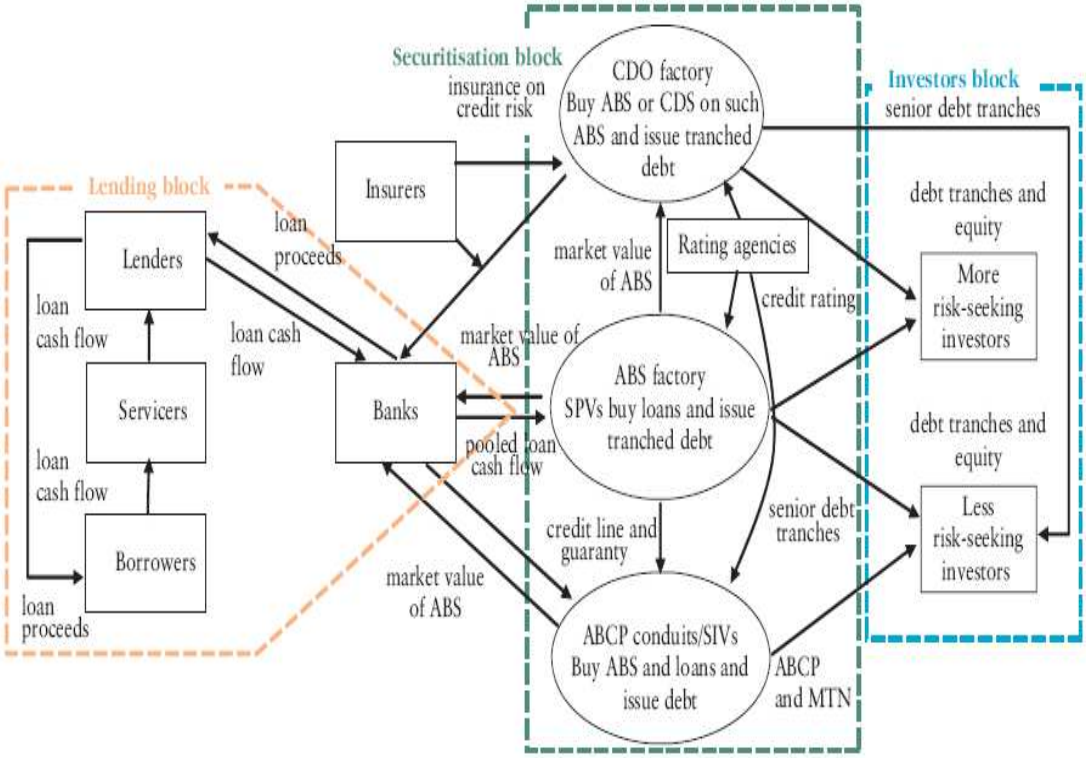
Το επόμενο διάγραμμα απεικονίζει πως συνδέεται το μοντέλο δημιουργίας και διανομής δανείων με την λειτουργία της αγοράς των δομημένων προϊόντων. Όπως παρατηρούμε από το αριστερό τμήμα του διαγράμματος (lending block), οι τράπεζες δεν αποτελούν τους μοναδικούς δανειστές. Μπορεί ένας ανεξάρτητος οργανισμός να αναλάβει το ρόλο του δανειστή από την τράπεζα και να περάσει τον κίνδυνο και τις ταμειακές ροές αυτόματα στην τράπεζα. Ο διαχειριστής (servicer) αποτελεί ένα άλλο τμήμα της συναλλαγής, ο ρόλος του οποίου επικεντρώνεται στην συλλογή των τόκων και των κεφαλαίων τα οποία παραχωρεί στη συνέχεια στον δανειστή. Ο διαχειριστής όπως και ο δανειστής, λαμβάνουν κάποια αμοιβή. Το μεσαίο τμήμα του διαγράμματος (securitization block), περιλαμβάνει τις επενδυτικές εταιρείες ειδικού σκοπού (conduits, SIV's), οι οποίες αποτελούν μέρος του τραπεζικού κλάδου. Οι εταιρείες αυτές, αγοράζουν μακροπρόθεσμα ομόλογα και άλλους τίτλους σταθερής απόδοσης, τα οποία χρηματοδοτούν με την έκδοση βραχυπρόθεσμου ή μακροπρόθεσμου χρέους, δηλαδή αξιόγραφων, για παράδειγμα ABCP's. Δανείζονται βραχυπρόθεσμα στην αγορά των αξιόγραφων, και επενδύουν μακροπρόθεσμα σε χρεόγραφα με υψηλότερες αποδόσεις όπως είναι τα CDO's και τα MBS. Τα αξιόγραφα αποτελούνται από διάφορα τμήματα, τα οποία οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης καλούνται να αξιολογήσουν. Το τελευταίο τμήμα του διαγράμματος, αναφέρεται στους επενδυτές, από τους οποίους άλλοι αναλαμβάνουν λιγότερο και άλλοι περισσότερο κίνδυνο. Τα βέλη απεικονίζουν την κατεύθυνση των ταμειακών ροών ανάμεσα στους συμμετέχοντες.

Από το διάγραμμα παρατηρούμε τον μεγάλο αριθμό των συμμετεχόντων στην όλη διαδικασία το οποίο οδήγησε στην υπερβολική ανάπτυξη του μεγέθους της αγοράς αλλά και στην διατάραξη της ροής των πληροφοριών ανάμεσα στου συμμετέχοντες. Οι επενδυτές είχαν ελάχιστες πληροφορίες σχετικά με την

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ποιότητα των χρεογράφων στα οποία επένδυαν. Όταν στην αριστερή στήλη, ο δανειζόμενος αθετούσε τις υποχρεώσεις του οι ταμειακές ροές σταματούσαν. Η μη εξόφληση των υποχρεώσεων προκαλούσε σοβαρές διαταράξεις και απώλειες στους επενδυτές (δεξιά στήλη), οι οποίοι με την σειρά τους κατέφευγαν σε μαζικές πωλήσεις των χρεογράφων με αποτέλεσμα την εμφάνιση προβλημάτων ρευστότητας και απομόχλευσης.

Interlinking of the originate-and-distribute model and the structured finance business



ABS: asset-backed security, ABCP: asset-backed commercial paper, CDO: collateralised debt obligation, CDS: credit default swap, SIV: structured investment vehicle.

Sources: Magyar Nemzeti BankOccasional papers no 76, Contagion and the beginning of the crisis-pre-Lehman period, October 2008

2.5.2 Ο Ρόλος των Δομημένων Πιστωτικών Προϊόντων

Τα νέα χρηματοοικονομικά προϊόντα έχουν τρία βασικά χαρακτηριστικά, με τα οποία συνέβαλαν στην πυροδότηση της κρίσης

Το πρώτο από αυτά είναι ότι οι αποδόσεις τους είναι μη γραμμικές. Έτσι, τείνουν να παράγουν σταθερές ροές αποδόσεων σε ομαλές περιόδους, αλλά οι απώλειες που προκαλούν σε περιόδους κρίσεων είναι μεγάλες. Έχουν μεγάλη ευαισθησία σε συστηματικά στοιχεία, όπως είναι οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων ή το εισόδημα. Αυτό όμως δεν είναι εύκολο να γίνει αντιληπτό από

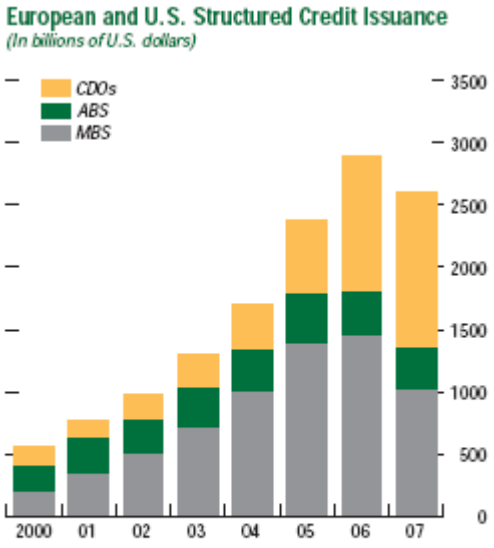
τους επενδυτές κατά τις τυπικές διακυμάνσεις των υποκείμενων τίτλων, καθώς έχουν μεγάλη ασυμμετρία και η επίδραση των κατώτατων ορίων σε αυτά είναι ισχυρή.

Ένα δεύτερο χαρακτηριστικό των προϊόντων αυτών είναι ότι το προφίλ κινδύνου που ενέχουν είναι αρκετά διαφορετικό από αυτό των παραδοσιακών ομολόγων. Έτσι είναι συχνό φαινόμενο, τα διάφορα τμήματα ενός δομημένου προϊόντος να έχουν την ίδια αναμενόμενη μέση απώλεια ή πιθανότητα μη αποπληρωμής με ένα ανεξάρτητο ομόλογο, αλλά να είναι εκτεθειμένα σε πολύ μεγαλύτερη πιθανότητα μεγάλων απωλειών, να παρουσιάζουν δηλαδή υψηλότερα tail risks. Όμως οι αξιολογήσεις βασίζονται στις αναμενόμενες απώλειες ή πιθανότητες μη αποπληρωμής. Έτσι, το να χρησιμοποιούν οι επενδυτές αξιολογήσεις τέτοιου είδους είναι παραπλανητικό, μια και δεν αντικατοπτρίζουν τον αληθινό κίνδυνο που εμπεριέχουν τα προϊόντα αυτά.

Ένα ακόμα χαρακτηριστικό των προϊόντων αυτών είναι ότι το να επιχειρήσει κανείς να μοντελοποιήσει την πιθανότητα μη πληρωμής και το προφίλ επικινδυνότητάς τους, ενέχει εξαιρετικά σημαντική αβεβαιότητα. Αυτό αντικατοπτρίζει και τους περιορισμούς στους οποίου υπόκεινται τα σύγχρονα μοντέλα, αλλά και τις δυσκολίες στην εκτίμηση βασικών παραμέτρων των μοντέλων με ένα σημαντικό βαθμό εμπιστοσύνης. Οι δυσκολίες αυτές αντανακλώνται στις τιμές στις οποίες τα προϊόντα αυτά διαπραγματεύονται. Όπου δεν υπάρχουν ρευστές αγορές, οι παράμετροί που χρησιμοποιούνται στα μοντέλα αποτίμησης ενέχουν μεγάλο βαθμό αβεβαιότητας

Τα χαρακτηριστικά αυτά εξηγούν τον ρόλο που είχαν τα προϊόντα αυτά, τόσο πριν όσο και μετά το ξέσπασμα της κρίσης. Αρχικά έδωσαν στους επενδυτές μια λανθασμένη αίσθηση σιγουριάς, καθώς βασίστηκαν σε μεγάλο βαθμό στις θετικές αξιολογήσεις των προϊόντων αυτών από τους οίκους αξιολόγηση. Το επόμενο διάγραμμα δείχνει το μέγεθος των δομημένων προϊόντων που είχαν εκδοθεί στην Ευρώπη και στις ΗΠΑ.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ



Sources: *Inside MBS & ABS*; JPMorgan Chase & Co.; and European Securitization Forum.
Note: CDOs = collateralized debt obligations; ABS = asset-backed securities, including auto, credit card, etc., and excluding MBS; and MBS = mortgage-backed securities, excluding U.S. agency MBS.

Στη συνέχεια όμως τα παραπάνω χαρακτηριστικά συνέβαλαν σημαντικά στην απώλεια της εμπιστοσύνης των επενδυτών και τελικά στην έλλειψη ρευστότητας στην συγκεκριμένη αγορά. Οι επενδυτές, μετά τις απρόσμενες υποτιμήσεις αλλά και τις εξίσου απρόσμενα σημαντικές απώλειες, έχασαν την εμπιστοσύνη τους τόσο στις αξιολογήσεις των αρμόδιων εταιρειών, όσο και στις παρατηρούμενες αποτιμήσεις. Συνεπακόλουθα, οι εταιρείες έπαψαν να βασίζονται στις αποτιμήσεις των μοντέλων, εντείνοντας την επικρατούσα αβεβαιότητα σχετικά με την αξία των προϊόντων αυτών σε περιόδους κρίσεων.

2.5.3 Υπερεπέκταση Δανειοδότησης και Ανάληψης Κινδύνου

Η υπερεπέκταση στη δανειοδότηση και στην ανάληψη κινδύνου είχε έρεισμα στην αισιοδοξία για την πορεία της οικονομίας. Τα στεγαστικά δάνεια υψηλού κινδύνου εξαπλώθηκαν ραγδαία. Η μεγάλη αύξηση των επιτοκίων από τη FED μέσα σε δύο χρόνια ενέτεινε σε μεγάλο βαθμό τον ανταγωνισμό μεταξύ των τραπεζών, οι οποίες αναζητούσαν εναλλακτικές πηγές κέρδους. Άρχισαν, να χορηγούν δάνεια σε νοικοκυριά με γνωστό προβληματικό παρελθόν στην αποπληρωμή, έχοντας ως ασφαλιστική δικλείδα τη μελλοντική ανατίμηση της κατοικίας.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Η αδιαφάνεια και η αναζήτηση κέρδους υπερίσχυσαν της σωστής πρακτικής. Πολλές φορές, οι ίδιες οι τράπεζες που δημιουργούσαν τους τίτλους, διακρατούσαν το equity portion, ίσως και επειδή δεν μπορούσαν να το πουλήσουν. Η τιτλοποίηση επεκτάθηκε και σε άλλα στοιχεία υψηλού ρίσκου του ενεργητικού των τραπεζών και εκδόθηκαν τίτλοι commercial paper με βάση αυτά. Έτσι, όταν η αγορά κατοικίας στις ΗΠΑ άρχισε να ξεφουσκώνει και μη πληρωμές τοκοχρεολυσίων να πολλαπλασιάζονται, οι πρώτοι τίτλοι που έχασαν την αξία τους ήταν αυτοί με τον υψηλότερο κίνδυνο. Οι τράπεζες υπέστησαν τις πρώτες και σοβαρότερες απώλειες.

Η υπερέκταση αυτή έκανε το χρηματοπιστωτικό σύστημα περισσότερο ευάλωτο. Οι παράγοντες που ευνόησαν την ανάπτυξή της ήταν αρκετοί. Η σημαντική αύξηση της ασύμμετρης πληροφόρησης, κυρίως μεταξύ των τελικών χρηστών και παρόχων των κεφαλαίων. Εντάθηκαν τα αντικρουόμενα συμφέροντα μεταξύ κατόχων και διαχειριστών των κεφαλαίων. Οι τράπεζες αλλά κυρίως οι επενδυτές δεν γνώριζαν πλήρως το εύρος του αναλαμβανόμενου κινδύνου. Είναι δύσκολο να μετρηθεί η διατομεακή διάσταση του κινδύνου και ακόμα δυσκολότερο να μετρηθεί η διάσταση του κινδύνου. Επιπλέον, τόσο μέσα στα πλαίσια του χρηματοπιστωτικού συστήματος, όσο και μεταξύ αυτού και της πραγματικής οικονομίας, υπήρχαν μηχανισμοί ανατροφοδότησης. Λόγω αυτών, μία αύξηση στην προσφορά της αγοράς χρήματος δε θα προσεγγίσει ένα νέο σημείο ισορροπίας προσφοράς-ζήτησης μέσω της διαμόρφωσης της τιμής, αλλά θα προκαλέσει μια αύξηση της ζήτηση, καθώς οι χρηματοοικονομικοί όροι θα γίνονται ευνοϊκότεροι

2.5.4 Κρίση Εμπιστοσύνης

Η αύξηση του αναλαμβανόμενου κινδύνου σε συνδυασμό με την αδιαφάνεια των νέων χρηματοοικονομικών προϊόντων και τη διασπορά των κινδύνων σε ολόκληρο το σύστημα, οδήγησαν σε κρίση εμπιστοσύνης σχετικά με τις αποτιμήσεις. Οι απρόσμενες υποτιμήσεις από τις εταιρείες αξιολόγησης και η δυσπιστία έναντι των αντισυμβαλλόμενων (καθώς οι συμμετέχοντες στην αγορά δεν γνώριζαν το μέγεθος και το είδος της έκθεσης σε κίνδυνο που είχαν αναλάβει, τόσο οι ίδιοι, όσο και οι υπόλοιποι) ενέτεινε την έλλειψη εμπιστοσύνης. Η κρίση εμπιστοσύνης οδήγησε στην έλλειψη ρευστότητας στην αγορά των προϊόντων

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

αυτών και στη συνέχεια στην έλλειψη ρευστότητας χρηματοδότησης των εμπλεκόμενων ιδρυμάτων. Σταδιακά έγιναν εμφανείς οι αδυναμίες προσδιορισμού αποτίμησης των περιουσιακών στοιχείων.

Η απώλεια εμπιστοσύνης των επενδυτών αποτυπώθηκε και στους ισολογισμούς των τραπεζών. Η κρίση στις χρηματαγορές οδήγησε σε έλλειψη ρευστότητας των περιουσιακών στοιχείων και συνεπακόλουθα σε αύξηση του κινδύνου χρηματοδότησης. Οι τράπεζες συσσώρευαν τη ρευστότητά τους από φόβο ότι δεν θα μπορούσαν να εκπληρώσουν τις υποχρεώσεις τους μειώνοντας περαιτέρω τη ρευστότητα των χρηματαγορών. Ο συνδυασμός των πιέσεων, τόσο στη θέση ρευστότητας τω τραπεζών όσο και στους ισολογισμούς των τραπεζών, έκανε τις τράπεζες εξαιρετικά απρόθυμες να προχωρήσουν στην παροχή χρηματοδότησης τρίτων.

2.5.5 Ασκήσεις Προσομοίωσης Ακραίων Καταστάσεων-Stress Testing

Σε όλους τους μεγάλους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς, διενεργούνται ασκήσεις προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων. Οι ασκήσεις αυτές βοηθούν στον έλεγχο της ανθεκτικότητάς τους σε πιθανές κρίσεις, αλλά και στον εντοπισμό πιθανών προβλημάτων και εναλλακτικών πηγών χρηματοδότησης. Το stress testing θεωρείται επίσης ένα πολύ χρήσιμο εργαλείο για τον καθορισμό των ορίων.

Οι διεθνείς χρηματοοικονομικοί όμιλοι διενεργούν συνήθως τα stress tests σε επίπεδο ομίλου και όχι μεμονωμένης τράπεζας. Υπάρχει στενός συσχετισμός μεταξύ της γενικότερης διαχείρισης του ομίλου και της διενέργειας των stress tests. Εάν η διαχείριση είναι κεντροποιημένη, τα stress tests θα γίνονται και αυτά σε επίπεδο ομίλου. Ανάλογα με το επίπεδο που διεξάγονται τα stress tests, αναμένεται να διαχειριστεί και μία πιθανή κρίση.

Το πιο σημαντικό στη διεξαγωγή stress tests είναι η διατύπωση των υποθέσεων στις οποίες βασίζονται. Τα σενάρια που δημιουργούνται ξεκινούν από υποθέσεις σχετικά με το τι μπορεί να πυροδοτήσει μία έλλειψη ρευστότητας. Στη συνέχεια εκτιμώνται οι επιπτώσεις στον ισολογισμό και τις χρηματορροές που απορρέουν από τις υποτιθέμενες αντίξοες συνθήκες.

Οι παράγοντες που ευνοούν την έλλειψη ρευστότητας μπορεί να αφορούν την ίδια την επιχείρηση, το σύνολο της αγοράς ή και τα δύο. Ένας συνδυασμός των

πηγών του κινδύνου ρευστότητας είναι το χειρότερο πιθανό σενάριο, με τις πιο έντονες επιπτώσεις. Ωστόσο, οι περισσότερες επιχειρήσεις διενεργούν τα stress tests χρησιμοποιώντας υποθέσεις που αφορούν την ίδια την επιχείρηση και ειδικά την περίπτωση της υποτίμησης της πιστοληπτικής της ικανότητας.

Οι παράγοντες που αφορούν την αγορά συνήθως είναι περιορισμένης εμβέλειας και όχι μακροπρόθεσμοι και υπολογίζεται και η διάρκειά τους. Υπάρχει μεγάλη διαφοροποίηση στο ποιοι παράγοντες θεωρούνται σημαντικότεροι. Τα σενάρια μπορεί να περιλαμβάνουν, είτε αλλαγές σε μακροοικονομικούς παράγοντες, είτε αλλαγές στην ίδια την αγορά, όπως για παράδειγμα αλλαγές στα επίπεδα των επιτοκίων ή του πληθωρισμού, στις τιμές των μετοχών, ή και συνδυασμό αυτών.

Όσον αφορά τους παράγοντες που πηγάζουν από την ίδια την τράπεζα, οι περισσότερες θέτουν ως σημαντικότερο την υποβάθμιση από τους οίκους αξιολόγησης. Ωστόσο το μέγεθος της υποβάθμισης αλλά και οι επιπτώσεις της, καθώς και οι επιπτώσεις άλλων σεναρίων, όπως η δυσκολία χρηματοδότησης από τη διατραπεζική αγορά, βασίζονται σε υποκειμενικές κρίσεις και διαφέρουν σημαντικά.

Το κατά πόσο οι τράπεζες εφάρμοσαν αποτελεσματικά τις μεθόδους αυτές, είναι εξαιρετικά αμφίβολο. Έτσι, εκτός από πρακτικές που αύξησαν τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο, όπως π.χ. έλλειψη κατάλληλων υποδομών, υπερβολική αισιοδοξία, εξάρτηση από συγκεκριμένες πηγές χρηματοδότηση, κλπ, μία έρευνα στις τράπεζες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, που όμως είναι ενδεικτική για τις πρακτικές που ακολουθούν όλες οι τράπεζες, αποκαλύπτει το πόσο λανθασμένα χρησιμοποίησαν οι τράπεζες τις μεθόδους αυτές. Το αποτέλεσμα ήταν, όχι μόνο να μην είναι σε θέση να απαλύνουν τις συνέπειες της κρίσης, αλλά να συμβάλουν στην κορύφωσή της.

Βασικό σφάλμα των τραπεζών ήταν ότι, στις περισσότερες περιπτώσεις, τα σενάρια υποθέσεων βάσει των οποίων διενεργούσαν τις ασκήσεις προσομοίωσης ήταν επικεντρωμένες σε παράγοντες που αφορούσαν την ίδια την τράπεζα. Στην πλειονότητά τους δεν συνδύαζαν τα παραπάνω. Η φύση, το εύρος και η διάρκεια της κρίσης, δεν ήταν αναμενόμενη από τον τραπεζικό τομέα. Αρκετές τράπεζες έλεγχαν τις επιπτώσεις υποτιθέμενων κρίσεων, που όμως δεν διαρκούσαν περισσότερο από ένα μήνα. Ελάχιστες ήταν εκείνες που υπέθεταν μία εντονότερη ή πιο μακροπρόθεσμη έλλειψη ρευστότητας από την αγορά. Πολλοί αναλυτές

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

συμφωνούν στο ότι τα εσωτερικά stress tests των τραπεζών υποτίμησαν τον κίνδυνο μίας έλλειψης ρευστότητας, καθώς μία ευρύτερη κρίση ρευστότητας θεωρούνταν απίθανη.

Οι ασκήσεις προσομοίωσης, έτσι όπως διενεργούνταν, αν και είχαν κάποια σχετική αξία, καθώς η προετοιμασία για τέτοιους παράγοντες ενέτεινε την ανθεκτικότητα των τραπεζών, τα πρόσφατα γεγονότα κατέδειξαν ότι δεν ήταν επαρκείς. Οι ασκήσεις προσομοίωσης θα πρέπει επίσης να συμπεριλαμβάνουν τις επιπτώσεις ευρύτερων κρίσεων. Ο κίνδυνος ρευστότητας στη χρηματοδότηση και ο κίνδυνος ρευστότητας της αγοράς, συχνά είναι αλληλένδετοι και έχουν την τάση να εντείνουν ο ένας τον άλλον. Η συσχέτιση αυτή, αγνοήθηκε από τις τράπεζες.

2.5.5.1 Οι Λάθος Παραδοχές των Τραπεζών

Οι τράπεζες στα πλαίσια της γενικότερης αισιοδοξίας έκαναν ορισμένες παραδοχές όσον αφορά την ικανότητα χρηματοδότησής τους, οι οποίες όμως αποδείχτηκαν λανθασμένες. Η αισιοδοξία τους αποτυπώνονταν και στις μεμονωμένες πιθανότητες που ανέθεταν στα δυσμενή γεγονότα, κατά τη διαμόρφωση των σεναρίων υποθέσεων.

Αρχικά, θεωρούσαν ότι οι βασικές αγορές από όπου πηγάζει μεγάλο μέρος της χρηματοδότησής τους, δεν θα κατέρρεαν ή, στη χειρότερη περίπτωση, δεν θα κατέρρεαν ταυτόχρονα. Θεωρούσαν ακόμα ότι η πρόσβαση στην χρηματοδότηση με εξασφάλιση θα υπήρχε ακόμα και σε συνθήκες κρίσης.

Το πιο σημαντικό ωστόσο ήταν ότι παρείχαν υποστήριξη και πιστώσεις σε οχήματα ειδικού επενδυτικού σκοπού, τα οποία διακρατούσαν τα αντίστοιχα χρεόγραφα και αναπτύχθηκαν σε μεγάλο βαθμό τα τελευταία χρόνια. Θεωρούσαν στην πλειονότητά τους την τιτλοποίηση ως ανεξάντλητη πηγή χρηματοδότησης. Για τις τράπεζες ήταν μέρος της λύσης και όχι μέρος του προβλήματος. Η Επιτροπή της Βασιλείας είχε επισημάνει τον κίνδυνο εξάρτησης από χρηματοοικονομικά εργαλεία, καθώς και την ευρεία χρήση της τιτλοποίησης, επίσης πιθανού παράγοντα κινδύνου. Και πράγματι, τα πολύπλοκα χρηματοοικονομικά εργαλεία στα οποία βασίζονταν οι τράπεζες ως εναλλακτική πηγή χρηματοδότησης συμπεριλαμβάνονται στις πηγές της πρόσφατης έλλειψής της.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Τα stress tests των τραπεζών υποτίμησαν τους κινδύνους της συνεχών αυξανόμενης εξάρτησης από παράγωγα προϊόντα και οχήματα επενδυτικού σκοπού για τη χρηματοδότηση. Στα περισσότερα σενάριά τους δεν έλαβαν υπόψη την αύξηση των υποχρεώσεων από εκτός ισολογισμού τοποθετήσεις ή μη συμβατικές δεσμεύσεις που τηρούνται για την διαφύλαξη της φήμης τους. Άλλες δεν το επιθυμούσαν, άλλες δεν το θεώρησαν απαραίτητο, άλλες δυσκολεύτηκαν στο να ενσωματώσουν στα σενάριά τους μη συμβατικές υποχρεώσεις.

Έτσι, απέτυχαν να λάβουν υπόψη τις συνεπαγόμενες υποχρεώσεις που προέκυψαν καθώς αναγκάστηκαν να παράσχουν κεφάλαιο και ρευστότητα σε επενδυτικά οχήματα για λόγους φήμης τους, χωρίς να είναι συμβατικά υποχρεωμένες να το πράξουν. Η διασπορά των κινδύνων και η μεταφορά τους εκτός ισολογισμού υπερτιμήθηκε. Όταν οι κίνδυνοι πραγματοποιήθηκαν, οι πιέσεις ρευστότητας που αντιμετώπισαν οι τράπεζες ήταν τεράστιες.

Υπήρχε μεγάλη διαφοροποίηση μεταξύ των πρακτικών που χρησιμοποιούσαν οι τράπεζες για τον έλεγχο των σεναρίων τους, αλλά και στην συχνότητα που τα επανεξέταζαν. Οι νέες τάσεις, οι νέες αγορές, τα νέα προϊόντα, οι νέες πηγές χρηματοδότησης, αλλά και οι αλλαγές στην συμπεριφορά των αντισυμβαλλόμενων δεν αντικατοπτρίζονταν στα σενάρια, αφού η πλειονότητα των τραπεζών δεν τα επανεξέταζε συχνά. Αλλά, και όταν το έκαναν, δεν προχωρούσαν σε σημαντικές αλλαγές. Είναι χαρακτηριστικό ότι πολλές τράπεζες προχώρησαν σε αναβάθμιση του συστήματος διαχείρισης του κινδύνου ρευστότητας και στην ανανέωση των σεναρίων τους, μετά το ξέσπασμα της κρίσης.

Υπήρξαν αρκετά στοιχεία που κατεδείκνυαν την πορεία προς μία κρίση. Οι υψηλές αποδόσεις των δομημένων προϊόντων δεν θεωρήθηκαν ένδειξη κινδύνου, αλλά απλή αναπροσαρμογή. Η ταχεία αύξηση της πίστωσης και των τιμών των περιουσιακών στοιχείων, τα εξαιρετικά χαμηλά premia κινδύνου, η υψηλή μεταβλητότητα στις διάφορες τάξεις περιουσιακών στοιχείων, οι υψηλές αξιολογήσεις, δεν εκτιμήθηκαν σωστά από τις τράπεζες. Η εκτεταμένη αναζήτηση για εύκολο κέρδος έκανε τις τράπεζες απρόσεκτες. Οι εξελίξεις στο χρηματοοικονομικό περιβάλλον δεν αποτυπώθηκαν σε αλλαγή των υποθέσεων που έκαναν, όχι μόνο για τις μελλοντικές τους χρηματορροές, αλλά και για τα πιθανά σενάρια εξέλιξης σε κρίση.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

2.6 Το Μερίδιο Ευθύνης των Εποπτικών Αρχών

Η τρέχουσα κρίση καταδεικνύει τη σημαντικότητα της αποτελεσματικής εποπτείας. Η αγορά τιτλοποιημένων υποθηκών ακινήτων των ΗΠΑ από όπου ξέσπασε η κρίση, ήταν κατά γενική ομολογία, ανεπαρκώς εποπτευόμενη.

Η ταχύτατη εξάπλωση καινοτόμων πρακτικών και προϊόντων δεν άφησε περιθώρια προσαρμογής στους εποπτεύοντες τις αγορές. Τόσο τα τμήματα διαχείρισης κινδύνου του ιδιωτικού τομέα, όσο και οι εποπτικές αρχές και οι κανόνες που θεσπίζουν, έμειναν ένα βήμα πίσω από τις εξελίξεις. Αυτό οδήγησε στην ανεξέλεγκτη ανάληψη κινδύνου, ασυμφωνίες ληκτοτήτων, υπέρμετρη αύξηση της αξίας των περιουσιακών στοιχείων.

Πολλοί από τους κινδύνους που πραγματώθηκαν στην τρέχουσα κρίση, είχαν ήδη επισημανθεί από την Επιτροπή της Βασιλείας το 2000 και από άλλους διεθνείς φορείς, όπως το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο. Από τότε, διεξήχθησαν έρευνες σχετικά με τις πρακτικές των μεγάλων χρηματοοικονομικών ομίλων και των τραπεζών. Από αυτές μπορούσε κανείς να αντιληφθεί, σε ένα βαθμό, τις λανθασμένες θεωρήσεις και πρακτικές τους.

Οι κακές πρακτικές της ανεξέλεγκτης και κακής δανειοδότησης μπορούσαν να αποφευχθούν. Η τιτλοποίηση βοηθά στην καλύτερη κατανομή του κινδύνου, αλλά έχει σημαντικά πλεονεκτήματα. Το βασικότερο είναι η ενθάρρυνση του ανεξέλεγκτου δανεισμού, με την κάλυψη των αναλαμβανόμενων κινδύνων και της διασποράς τους. Επίσης, βοηθά τις τράπεζες να αποφεύγουν τις κεφαλαιακές απαιτήσεις και να επιτυγχάνουν μεγαλύτερη μόχλευση από στοιχεία εκτός ισολογισμού.

Η ύπαρξη επαρκούς κεφαλαίου βοηθά τις τράπεζες να απορροφήσουν μη αναμενόμενες ζημίες και παρέχει την οικονομική ευελιξία που απαιτείται σε περίπτωση μη αναμενόμενης ανάπτυξης περιουσιακών στοιχείων ή πώλησης περιουσιακών στοιχείων σε χαμηλότερη τιμή από την κανονική σε περίπτωση ανάγκης. Για το λόγο αυτό οι Συνθήκες της Βασιλείας δίνουν τέτοια βαρύτητα στην ύπαρξη επαρκούς κεφαλαίου. Τα υψηλά επίπεδα κεφαλαίου παρέχουν κάποια εξασφάλιση, όμως ακόμη και οι τράπεζες με ισχυρή κεφαλαιακή επάρκεια αντιμετώπισαν προβλήματα ρευστότητας. Αυτό υποδηλώνει την ανάγκη για ισχυρό σύστημα διαχείρισης του κινδύνου ρευστότητας.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Ακόμη σε ορισμένες περιπτώσεις η χρήση των παγίων διευκολύνσεων των κεντρικών τραπεζών ήταν αντιληπτή από την αγορά και ερμηνευόταν ως ένδειξη προβλημάτων. Αυτό που οι αγορές αντιλαμβάνονταν ως στίγμα, ο δανεισμός δηλαδή από την κεντρική τράπεζα, οδήγησε τις τράπεζες να μειώσουν την χρήση του, διακινδυνεύοντας έτσι μία επιδείνωση της κατάστασής τους.

Όμως και στις εποπτικές αρχές αναλογεί μερίδιο ευθύνης. Φάνηκαν αισιόδοξες σχετικά με την πιθανότητα εμφάνισης μιας κρίσης ρευστότητας και έδωσαν μεγαλύτερη βαρύτητα στην πρόληψη άλλων μορφών κινδύνου. Οι κανόνες υπήρχαν όμως δόθηκε μεγάλη ελευθερία στις τράπεζες ως προς τον τρόπο εφαρμογής τους. Επίσης, όλοι βασίστηκαν σε μεγάλο βαθμό στις αξιολογήσεις των εξωτερικών οίκων, οι οποίοι όμως δεν εποπτεύονται.

Είναι εμφανής η ανάγκη για μία εντονότερη και πιο ουσιαστική εποπτεία. Οι υπάρχουσες οδηγίες δεν εφαρμόστηκαν σωστά από τις τράπεζες. Έτσι, οι εποπτικές αρχές πρέπει να βρουν καλύτερους τρόπους για να διασφαλίσουν την εφαρμογή τους αυξάνοντας όχι μόνο την ένταση αλλά και την ποιότητα της εποπτείας.

Η Επιτροπή της Βασιλείας έσπευσε να επανεξετάσει τους κανόνες της εποπτείας και διαχείρισης του κινδύνου ρευστότητας, κυρίως ως προς την ποιοτική τους διάσταση. Ωστόσο, είναι δύσκολος ο καθορισμός συγκεκριμένων κανόνων. Βασικό πρόβλημα είναι ο καθορισμός ενός κανόνα που να μπορεί να εφαρμοστεί αποτελεσματικά σε τράπεζες με διαφορετικά μοντέλα λειτουργίας. Επίσης, οι εποπτικές αρχές θα πρέπει να λάβουν υπόψη τους τις επιπτώσεις που θα έχει μία αύξηση του κόστους διαμεσολάβησης. Ένα εποπτικό πλαίσιο που θα κινείται παράλληλα με τον πυλώνα 2 της συνθήκης της Βασιλείας και θα θέτει κίνητρα για την ορθή διαχείριση του κινδύνου ρευστότητας.

2.7 Ο Ρόλος των Οίκων Αξιολόγησης

Οι πιο σημαντικοί οίκοι αξιολόγησης, οι οποίοι κυριαρχούν σε όλο τον κόσμο είναι η Standard & Poor's, η Moody's και η Fitch. Ο ρόλος τους είναι η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας και η δημοσίευση της αξιολόγησής τους, εταιρειών και δημόσιων εκδοτών χρέους και όχι το να προτείνουν επενδύσεις. Με τον τρόπο αυτό, ελαχιστοποιούν και τις ασυμμετρίες στην πληροφόρηση ανάμεσα στους εκδότες χρέους και στους επενδυτές.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Η μεγάλη πολυπλοκότητα των προϊόντων που χρησιμοποιούνται για την μεταφορά του πιστωτικού κινδύνου και η όλο και μεγαλύτερη συμμετοχή επενδυτών στην μεταφορά του πιστωτικού κινδύνου, αύξησε την επιρροή των οίκων αξιολόγησης. Αρκετοί επενδυτές εισήλθαν στην αγορά μεταφοράς πιστωτικού κινδύνου, παρά την έλλειψη της ικανότητας τους να αξιολογήσουν τους κινδύνους των προϊόντων που χρησιμοποιούσαν για την μεταφορά του πιστωτικού κινδύνου με αποτέλεσμα να στηρίζονται όλο και περισσότερο στις αξιολογήσεις των οίκων αξιολόγησης.

Οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης φέρουν μεγάλο βαθμό ευθύνης για το καθεστώς ασάφειας και γενικότερης απουσίας διαφάνειας στις διεθνείς αγορές αναφορικά με τα περίπλοκα και σύνθετα χρηματοοικονομικά προϊόντα στα οποία έχουν τοποθετηθεί σημαντικά ποσά από τους διαχειριστές κεφαλαίων, εφόσον υποβάθμισαν σε μεγάλο βαθμό τους κινδύνους, που απέρρεαν από τα δομημένα επενδυτικά προϊόντα Οι διεθνείς οργανισμοί πιστοληπτικής αξιολόγησης δεν ανταποκρίθηκαν με επάρκεια στις υποχρεώσεις τους. Οι λόγοι της αποτυχίας ποικίλουν. Οι μεγάλοι οίκοι αξιολόγησης είναι λίγοι, κάτι που ευνοεί την ολιγοπωλιακή συμπεριφορά. Τα μοντέλα αξιολόγησης δεν γίνονται γνωστά, ώστε να μπορούν να αξιολογηθούν. Ο τρόπος που οι οίκοι λειτουργούν σήμερα, ευνοεί την ανάπτυξη αντικρουόμενων συμφερόντων, καθώς οι αξιολογητές πληρώνονται από τους πωλητές και όχι τους αγοραστές των ομολογιών. Αποδείχθηκε μία έλλειψη διαφάνειας, που αναπόφευκτα συνέβαλε στην έλλειψη εμπιστοσύνης στο σύνολο του χρηματοπιστωτικού συστήματος και στον τρόπο λειτουργίας του.

Τα πιστωτικά ιδρύματα έφτιαχναν δάνεια και υποτίθεται ότι επαλήθευαν τις πληροφορίες που έπαιρναν από τους δανειολήπτες. Οι εκδότες των MBS, έπρεπε να δείξουν δέουσα επιμέλεια. Οι οίκοι αξιολόγησης, λάμβαναν τις πληροφορίες από τους εκδότες χωρίς να διασταυρώνουν τις πληροφορίες των δανειοληπτών. Εξαιτίας των περιορισμένων ελέγχων των πληροφοριών που λάμβαναν, οι υπολογισμοί της πιθανότητας αθέτησης πληρωμής και των απωλειών σε περίπτωση αθέτησης, δεν αντικατόπτριζαν αυτά που πραγματικά ίσχυαν, ήταν δηλαδή υποτιμημένα. Για παράδειγμα, συχνά σε σύνθετα χρηματοοικονομικά προϊόντα, όπως οι ενεχυριασμένες δανειακές υποχρεώσεις (CDOs), απονεμόταν διαβάθμιση ΑΑΑ από γνωστούς οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης. Ωστόσο, μετά την εκδήλωση της κρίσης σε πολλά από αυτά τα προϊόντα με ΑΑΑ διαβάθμιση εντοπίστηκαν πακέτα αξιών με πολύ υποβαθμισμένη ρευστοποιήσιμη

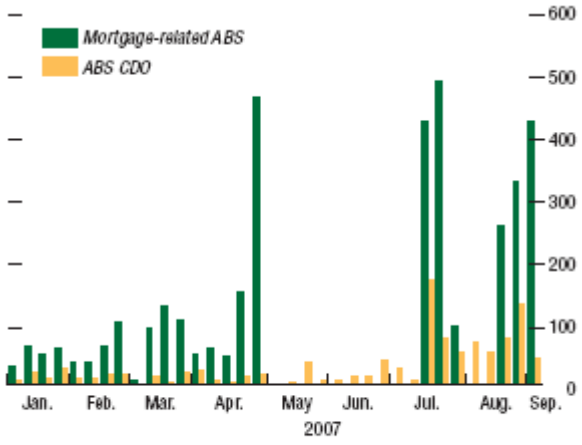
ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

αξία. Από το πρώτο τετράμηνο του 2005 έως το τρίτο τετράμηνο του 2007, η Standard and Poor's, είχε υποβαθμίσει συνολικά το 66% των ABS-CDOs. Να αναφέρουμε ότι αρκετοί επενδυτές, μπορούν να επενδύσουν σε συγκεκριμένα στοιχεία, με συγκεκριμένες διαβαθμίσεις. Για παράδειγμα, οι οργανισμοί αμοιβαίων κεφαλαίων, μπορούν να επενδύσουν σε τίτλους υψηλής φερεγγυότητας, με βαθμολόγηση ΑΑΑ, ενώ τα επενδυτικά ταμεία, μπορούν να επενδύσουν σε τίτλους που χαρακτηρίζονται επενδυτικού βαθμού, δηλαδή με διαβάθμιση ΑΑΑ ή Aaa μέχρι BBB ή Baa τουλάχιστον. Η μείωση των αρχικών διαβαθμίσεων, ανάγκασε τους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς να μειώσουν την αξία των MBS, με αποτέλεσμα, να απαιτούνται περισσότερα κεφάλαια προκειμένου να διατηρηθούν στα ίδια επίπεδα τα ποσοστά κεφαλαίων. Η πώληση νέων μετοχών, μειώνει την αξία των ήδη υπαρχουσών μετοχών. Με άλλα λόγια, υποβαθμίσεις των αρχικών διαβαθμίσεων από τους οίκους αξιολόγησης, μειώνει τις τιμές των MBS και των μετοχών. Οι διαχειριστές κεφαλαίων βασίζονταν κατά απόλυτο τρόπο στις διαβαθμίσεις που έδιδαν οι οίκοι αξιολόγησης στα διάφορα προϊόντα ενώ η βιομηχανία αμοιβαίων κεφαλαίων αγόραζε με εξίσου απόλυτο τρόπο τα προϊόντα που παρουσιάζονταν ως πρώτης διαλογής και χαμηλού κινδύνου. Η αξιολόγηση που διενεργούν οι οίκοι δεν είναι αντικειμενική, είτε γιατί υπάρχει σύγκρουση συμφερόντων, αφού εκείνοι των οποίων τα προϊόντα αξιολογούνται είναι πελάτες των οίκων αξιολόγησης, είτε γιατί δεν υπάρχει επαρκής κατανόηση των περίπλοκων προϊόντων που θα αξιολογηθούν. Στη συγκεκριμένη περίπτωση, οι εταιρείες αξιολόγησης -οι οποίες αμείβονται από τους οργανισμούς έκδοσης των τίτλων- καθησύχασαν το επενδυτικό κοινό, βαθμολογώντας υψηλά τους τίτλους δανείων, δηλαδή υποβαθμίζοντας τον κίνδυνο, τον οποίο ενσωματώνουν.

Η Moody's, η S&P και η Fitch έχουν υποβαθμίσει ή θέσει υπό αναθεώρηση πάνω από 20.000 ομόλογα συνδεδεμένα με στεγαστικά δάνεια το 2008, προκαλώντας εμμέσως διαγραφές και ζημίες 389 δισ. δολαρίων στις μεγαλύτερες τράπεζες και χρηματιστηριακές του πλανήτη.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Μέγεθος υποβαθμισμένων τίτλων



Sources: Bloomberg L.P.; and IMF staff estimates.
Note: ABS = asset-backed security; CDO = collateralized debt obligation.

Οι οίκοι αξιολόγησης έπαιξαν σημαντικό ρόλο στην αναταραχή της αγοράς, μιας και είχαν σημαντική επιρροή, στην αξιολόγηση και στην ρευστότητα των RMBS και των CDO's. Αυτό συνέβη, γιατί αρκετοί επενδυτές, επένδυαν σε πολύπλοκα πακέτα τα οποία εμπεριείχαν στοιχεία υψηλού κινδύνου. Οι επενδυτές αυτών των προϊόντων, γνώριζαν ελάχιστα σχετικά με τον κίνδυνο στον οποίο ήταν εκτεθειμένες οι επενδύσεις τους σε σχέση με τους δημιουργούς αυτών των πακέτων. Γι'αυτό το λόγο βασίζονταν στις εκτιμήσεις των οίκων αξιολόγησης και όχι στις δικές του αξιολογήσεις και αναλύσεις των κινδύνων. Την τάση αυτή δεν προσπάθησαν να αποθαρρύνουν οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης μια και γνώριζαν μεγάλη ανάπτυξη και κερδοφορία στην συγκεκριμένη αγορά τα τελευταία χρόνια. Επιπλέον, αμφισβητείτε το γεγονός, εάν οι αξιολογήσεις των οίκων, στηρίζονταν σε σωστή πληροφόρηση και κατά πόσο διεξαγόταν με τα σωστά μοντέλα. Αλλά και εάν οι οίκοι έπρεπε να έχουν επανεκτιμήσει την ποιότητα των μεθοδολογιών τους και των βασικών υποθέσεων, κατά την αξιολόγηση δομημένων προϊόντων υψηλού κινδύνου, δεδομένου της κρίσης στην αγορά σπιτιών στις ΗΠΑ.

Την ευθύνη για την αναταραχή της αγοράς δεν έχουν μόνο οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης αλλά και επενδυτές, οι οποίοι, είτε λόγω άγνοιας, είτε λόγω έλλειψης εσωτερικού ελέγχου και διαχείρισης κινδύνου, βασίστηκαν υπερβολικά στις αξιολογήσεις των οίκων αξιολόγησης, χωρίς να λαμβάνουν υπόψη τους, τους αναλαμβανόμενους κινδύνους των χρηματοοικονομικών εργαλείων που αγόραζαν, πουλούσαν και σχεδίαζαν. Επιπλέον, και τα πιστωτικά

ιδρύματα (originators), ευθύνονται για την αναταραχή της αγοράς, τα οποία χρησιμοποιούσαν ελλιπή πρότυπα δανειοδότησης και παρείχαν στους οίκους ελλιπείς ή ανακριβείς πληροφορίες κατά την διάρκεια της αξιολόγησης. Ακόμη, προκειμένου να εξασφαλίσουν μια επιθυμητή αξιολόγηση, εξαγόραζαν αξιολογήσεις, αδιαφορώντας για τους κινδύνους που εμπεριείχαν συγκεκριμένα προϊόντα.

Η αμερικανική επιτροπή κεφαλαιαγοράς, η κομισιόν αλλά και όλες οι εποπτικές αρχές, επικρίνουν τους οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης ότι δεν προειδοποίησαν εγκαίρως τους επενδυτές για τους κινδύνους των τιτλοποιημένων στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου. Η Ευρωπαϊκή Ένωση μελετά την επιβολή αυστηρότερων ρυθμίσεων για τη λειτουργία τους. Οι υπουργοί Οικονομικών των 27 χωρών - μελών της Ε.Ε. τάχθηκαν υπέρ των προτάσεων του Charlie McCreevy, του αρμόδιου επιτρόπου για την εσωτερική αγορά, οι οποίες αφορούν τον έλεγχο των εταιρειών και την εγγραφή τους σε ειδικά μητρώα.

2.7.1 Αποτυχίες Αξιολόγησης των MBS και CDO's

2.7.1.1 Αποτυχίες στην Αξιολόγηση Τιτλοποιημένων Δανείων Υψηλού Κινδύνου

Οι περισσότερες υποθήκες υψηλού κινδύνου εάν αξιολογούνταν μεμονωμένα, θα έπαιρναν μια διαβάθμιση Β ή C, ανάλογα με την ποιότητα των υποθηκών. Οι επενδυτές των MBS συνήθως προσελκύουν διάφορα τμήματα από τιτλοποιημένες ομάδες υποθηκών υψηλού κινδύνου. Οι οίκοι αξιολόγησης βαθμολογούν κάθε τμήμα ξεχωριστά. Η βασική μεθοδολογία που ακολουθείται προκειμένου να καθοριστούν οι αξιολογήσεις είναι ή ακόλουθη.

- Αρχικά εκτιμάται η κατανομή των ετησίων ποσοστών αθετήσεων πληρωμών για κάθε υποθήκη που βρίσκεται στην ίδια ομάδα. Οι υπολογισμοί βασίζονται σε ιστορικά δεδομένα και στα αντικειμενικά χαρακτηριστικά των δανείων και των αγοραστών.
- Στη συνέχεια γίνεται μια εκτίμηση του συντελεστή συσχέτισης ανάμεσα σε όλα τα δάνεια που συντελούν μια συγκεκριμένη ομάδα.
- Με βάση τα αποτελέσματα των προηγούμενων δύο βημάτων, υπολογίζεται η κατανομή πιθανοτήτων των πιθανών αποτελεσμάτων.
- Με βάση την συμφωνία υπαγωγής (subordination structure) που παρέχεται από τον εκδότη και την κατανομή που έχει υπολογιστεί στο τρίτο βήμα,

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

προσδιορίζεται η πιθανότητα αθέτησης πληρωμής και το γράμμα αξιολόγησης που αντιστοιχεί σε κάθε τμήμα

- Ο εκδότης μπορεί να προτείνει αναθεώρηση της συμφωνίας υπαγωγής και θα λάβει αναθεωρημένες διαβαθμίσεις μέχρι να καθοριστεί η τελική subordination structure και οι τελικές διαβαθμίσεις.

Σφάλματα στην διαδικασία αξιολόγησης προκύπτουν σε λανθασμένους υπολογισμούς κατά την εκτίμηση της κατανομής στο πρώτο βήμα ή του συντελεστή συσχέτισης στο δεύτερο βήμα. Κατά τον υπολογισμό των πιθανοτήτων αθέτησης πληρωμών, οι οίκοι αξιολόγησης δεν έλαβαν υπόψη τους την σημαντικότητα των μειώσεων των τιμών των ακινήτων. Δεν δόθηκε επαρκή βαρύτητα στην μείωση των τιμών ως παράγοντα αθέτησης πληρωμών, επιπλέον, η πιθανότητα μιας σημαντικής μείωσης στις τιμές ήταν υποεκτιμημένη. Αυτό οδήγησε σε αισιόδοξες εκτιμήσεις των διαφόρων τμημάτων. Παράλληλα η μείωση της αξίας των ακινήτων αποτέλεσε σημαντικό συστηματικό παράγοντα στη δημιουργία συσχετισμένων αθετήσεων πληρωμών. Με την υποεκτίμηση της σημαντικότητας της μείωσης των τιμών των ακινήτων, οι οίκοι αξιολόγησης εκτίμησαν λανθασμένα τον συντελεστή συσχέτισης. Υψηλότερος συντελεστής συσχέτισης αυξάνει την πιθανότητα εμφάνισης κρίσης ή οποία μπορεί να επηρεάσει και τους τίτλους με μεγαλύτερη διαβάθμιση (senior). Η υποεκτίμηση της σημαντικότητας της μείωσης των τιμών των ακινήτων, οδήγησε στην υποεκτίμηση των αναλαμβανόμενων κινδύνων, με αποτέλεσμα την υπερτιμημένη διαβάθμιση των διαφόρων τμημάτων.

2.7.1.2 Αποτυχίες στην Αξιολόγηση των Ενεχυριασμένων Δανειακών Υποχρεώσεων (CDO's)

Τα CDO's αντιπροσωπεύουν μια επανατιτλοποίηση σύμφωνα με την οποία μια ομάδα δημιουργείται από διάφορα τμήματα τα οποία είναι ήδη τιτλοποιημένα. Για παράδειγμα ένα CDO μπορεί να αποτελείται από 20 MBS τα οποία έχουν διαβάθμιση Β. Σκοπός του εκδότη είναι το CDO να έχει μεγαλύτερη διαβάθμιση. Αυτό επιτυγχάνεται γιατί οι οίκοι αξιολόγησης δίνουν στο CDO πιστώσεις για τα οφέλη που προέρχονται από την επέκτασή του σε σύγκριση με ένα μεμονωμένο MBS, με την προϋπόθεση ότι ανάμεσα στα MBS τα οποία το αποτελούν δεν υπάρχει μεγάλη αυτοσυσχέτιση. Η υποεκτίμηση της επιρροής της μείωσης των τιμών των ακινήτων από τους οίκους αξιολόγησης, στις συσχετιζόμενες απώλειες

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

στα MBS υψηλού κινδύνου, οδήγησε και στην υποεκτίμηση των απωλειών που μπορεί να υποστεί ένα CDO.

2.8 Ο Ρόλος της Δίκαιης Αξίας κατά τη Διαρκείας της Κρίσης

Η δίκαιη τιμή, χρησιμοποιείται για τον καθορισμό της αξίας ενός περιουσιακού στοιχείου, για το οποίο η τιμή αγοράς, δεν μπορεί να προσδιοριστεί, συνήθως επειδή δεν υπάρχει καθιερωμένη αγορά για το συγκεκριμένο στοιχείο. Η εφαρμογή της δίκαιης τιμής αναπτύχθηκε τις τελευταίες δύο δεκαετίες αλλά εφαρμόστηκε το 2007 από το FASB (Financial Accounting Standards Board, έναν ανεξάρτητο οργανισμό στις ΗΠΑ, που καθορίζει το λογιστικά πρότυπα για την εμφάνιση των οικονομικών στοιχείων όλων των επιχειρήσεων). Η δίκαιη τιμή διαφέρει από την αγοραία τιμή. Κατά την εκτίμηση της δίκαιης τιμής, λαμβάνονται υπόψη τα όποια πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα που θα κερδίσουν τα συναλλασσόμενα μέρη από την συναλλαγή.

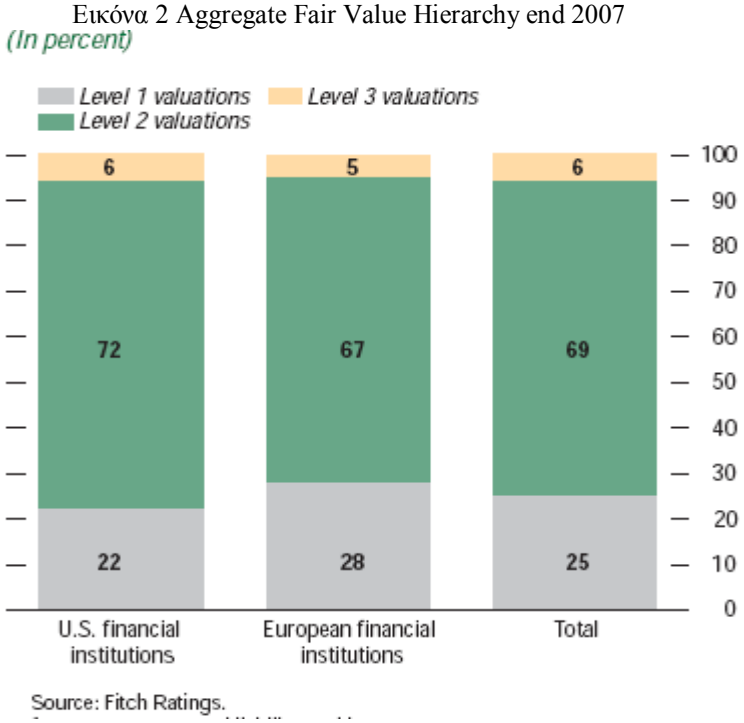
Ένας λόγος που προκάλεσε την κατάρρευση της αγοράς για τα δομημένα προϊόντα υψηλού κινδύνου, ήταν η εφαρμογή της δίκαιης τιμής, Με την εφαρμογή της απόδοσης της δίκαιης τιμής, αρκετοί επενδυτές, αμφισβήτησαν την φερεγγυότητα αρκετών οικονομικών οργανισμών. Η ανάγκη επιβολής δίκαιης τιμής, χωρίς να λαμβάνονται υπόψη βασικές συνθήκες, αυξάνει την αστάθεια της αγοράς, ενεργοποιώντας την ρευστοποίηση των χαρτοφυλακίων. Η αξιολόγηση των στοιχείων, υπήρξε προβληματική, γιατί συγκεκριμένα είδη δομημένων προϊόντων έγιναν σχετικά μη ρευστοποιήσιμα μετά το ξέσπασμα της κρίσης. Η απουσία επίσημων τιμών ανάγκασε τους συμμετέχοντες στην αγορά να χρησιμοποιήσουν τεχνικές αξιολόγησης οι οποίες βασίζονται σε στατιστικά στοιχεία (mark to model)

Σε ένα περιβάλλον όπου χρησιμοποιείται η δίκαιη τιμή και σε μια ρευστή αγορά, η αποτίμηση των τυποποιημένων τίτλων γίνεται άμεσα και σύμφωνα με τις τρέχουσες τιμές της αγοράς (level 1). Όμως υπάρχουν εκδόσεις των οποίων οι τίτλοι δεν είναι τυποποιημένοι, σε αυτή την περίπτωση η αποτίμηση των τίτλων γίνεται χρησιμοποιώντας συγκριτικά στοιχεία και τιμές που έχουν δοθεί σε τίτλους που εμφανίζουν ομοιότητα (level 2). Υπάρχουν όμως και τίτλοι οι οποίοι δεν είναι τυποποιημένοι και είναι μη ρευστοποιήσιμοι. Σε αυτές τις περιπτώσεις, δεν μπορεί να γίνει αποτίμηση σύμφωνα με τις τρέχουσες τιμές και συνήθως

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

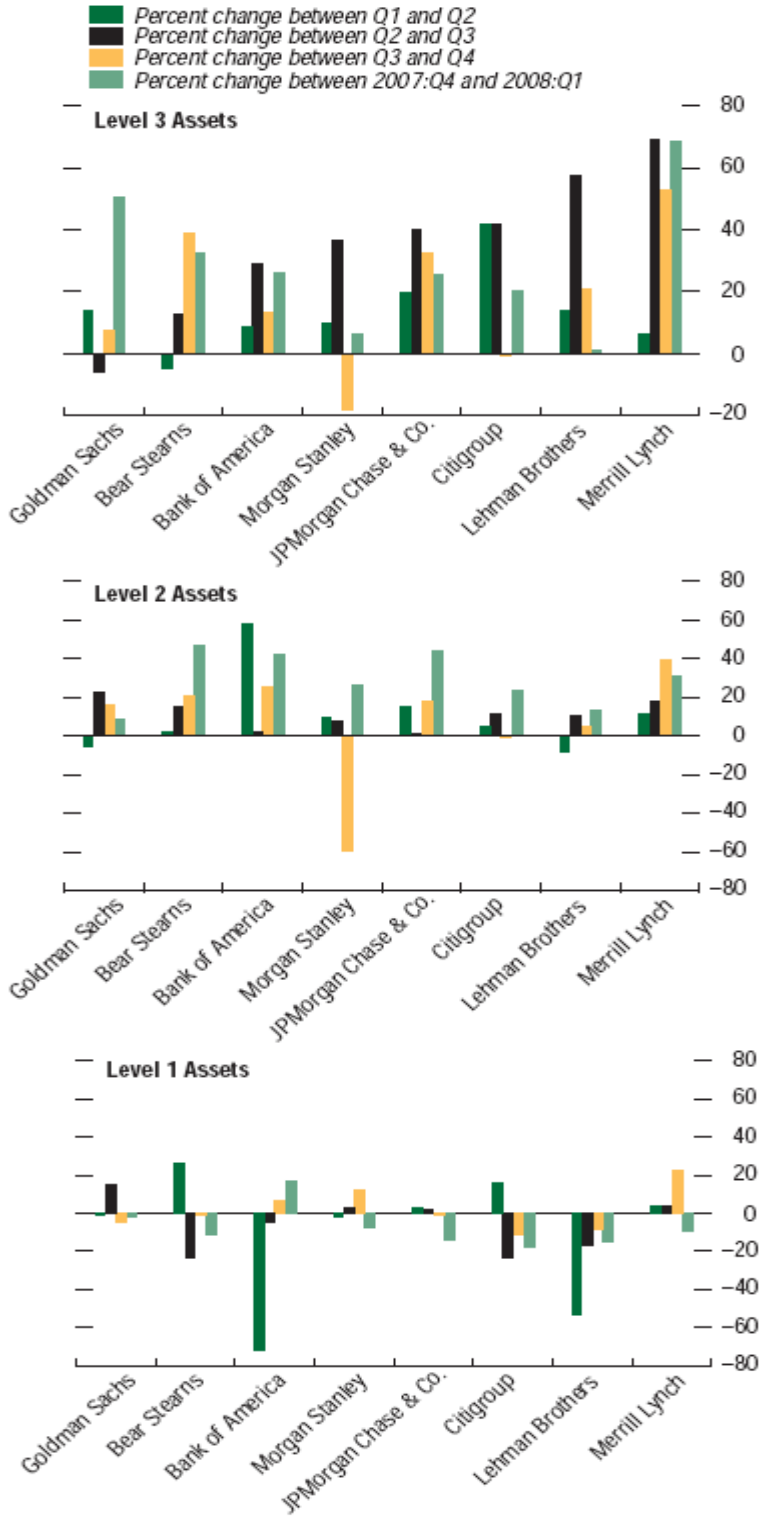
χρησιμοποιείται κάποιοι μοντέλο για την αποτίμηση αυτών των στοιχείων (level 3). Η αξιοπιστία των αξιολογήσεων αυτών είναι υψηλότερη όταν γίνεται σύμφωνα με τις τρέχουσες τιμές, ενώ μειώνεται όταν γίνεται σύμφωνα με κάποιο μοντέλο. Στις ΗΠΑ και στην Ευρώπη, οι περισσότεροι τίτλοι αποτιμώνται χρησιμοποιώντας στατιστικά στοιχεία (level 2), όπως μπορούμε να διακρίνουμε και από το επόμενο σχήμα.

Εικόνα 2 Aggregate Fair Value Hierarchy end 2007



Το επόμενο σχήμα, δείχνει τις μεταβολές των ποσοστών των στοιχείων σε κάθε είδος αξιολόγησης από το πρώτο τετράμηνο του 2007 έως το πρώτο τετράμηνο του 2008.

Selected US-Based Financial Institutions: Change in level 1,2 and 3 Assets.
(Percent change; 2007:Q1–2008:Q1)



Source: Quarterly reports.

Note: Level 1 assets use quoted prices for identical assets. Level 2 assets use a more illiquid market where prices are observable for similar products, or for the same product but at different dates. Level 3 defines the absence of a material observable input used in the item's valuation. Citigroup, JPMorgan Chase & Co., Lehman Brothers, and Merrill Lynch reported fourth quarter at end-December, while the other banks concluded their fourth quarter at end-November.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Υπάρχουν αρκετές δυσκολίες οι οποίες σχετίζονται με την εφαρμογή της δίκαιης τιμής ακόμα και σε ρευστές αγορές. Το πρώτο τετράμηνο του 2008, η εφαρμογή της αποτίμησης της αξίας των τίτλων σύμφωνα με κάποιο μοντέλο αυξήθηκε στις τράπεζες των ΗΠΑ. Η Goldman Sachs ανέφερε ότι τέτοιου είδους αξιολογήσεις σε τίτλους αυξήθηκαν κατά 40%, φτάνοντας τα 96,4 δις δολάρια, από τα οποία τα 25 δις δολάρια ήταν τίτλοι ABS. Τα αντίστοιχα ποσά για την Morgan Stanley και Lehman Brothers ανέρχονται σε 78,2 δις και 42,5 δις δολάρια.

Η αποτίμηση της αξίας των τίτλων με την χρήση μοντέλων, εφαρμόζεται στην αξιολόγηση μη ρευστοποιήσιμων στοιχείων. Για την εκτίμηση των μοντέλων, χρησιμοποιούνται τιμές άλλων τίτλων και χρονολογικά δεδομένα. Σε αγορές που αντιμετωπίζουν κάποια κρίση, η εκτίμηση των παραμέτρων που χρειάζονται προκειμένου να χρησιμοποιηθούν τα μοντέλα αποτίμησης, είναι δύσκολή, με αποτέλεσμα να αυξάνεται η αναξιοπιστία των μοντέλων. Εάν οι αγορές βρίσκονται σε κάποια αναταραχή, ο αριθμός των τίτλων που αποτιμώνται σύμφωνα με τις τρέχουσες τιμές, μειώνεται. Αυτό αυξάνει την αβεβαιότητα σχετικά με την αποτίμηση των τίτλων των διαφόρων χαρτοφυλακίων και η αβεβαιότητα αυτή ενισχύει την αναταραχή της αγοράς. Οι δανειστές ζητούν εξασφαλίσεις για τα δάνεια που χορηγούν, όμως, η αναταραχή που υπάρχει στην αγορά, προκαλεί διαφωνίες μεταξύ των δανειστών και των δανειοληπτών σχετικά με την αξία του ενέχυρου. Η κατάσταση αυτή, μπορεί να οδηγήσει τους δανειολήπτες στην αναγκαστική πώληση τίτλων και σε ορισμένες περιπτώσεις να προκαλέσουν την πτώχευση αμοιβαίων κεφαλαίων, ενισχύοντας την ήδη υπάρχουσα αναταραχή της αγοράς.

Ένα σημαντικό πρόβλημα που προκύπτει σε μη ρευστές αγορές, το οποίο εμφανίστηκε και στην σημερινή κρίση, είναι ότι εξαιτίας του υψηλού βαθμού αβεβαιότητας, οι τρέχουσες τιμές για συγκεκριμένους τίτλους ήταν χαμηλότερες από την πραγματική τους αξία. Υποθέσεις σχετικά με την αξία κάποιων στοιχείων οι οποίες ίσχυαν πριν κάποιες εβδομάδες, έπρεπε να επανεξεταστούν. Η δίκαιη τιμή ενός τίτλου είναι η τιμή αυτό που λαμβάνει κανείς εάν ο τίτλος αυτός πουληθεί. Αυτό συνεπάγεται ότι πολλοί οργανισμοί, αναγκάστηκαν να μειώσουν την αξία των χαρτοφυλακίων τους. Στην περίπτωση των asset backed commercial papers, η αγορά οδηγήθηκε σε κρίση. Τα αμοιβαία κεφάλαια δανείζονταν στην αγορά των commercial papers δεσμεύοντας τίτλους ως ενέχυρα. Οι

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ενεχυριασμένοι τίτλοι σχετίζονταν σε αρκετές περιπτώσεις με την αγορά δανείων υψηλού κινδύνου. Δεδομένης της αυξανόμενης αβεβαιότητας της αξιολόγησης των τίτλων, οι δανειστές αρνούνταν να παρέχουν πιστώσεις. Αυτό προκάλεσε κρίση στην αγορά των asset backed commercial papers, γεγονός που ενίσχυσε την κρίση.

Κατά την διάρκεια αυτής της περιόδου, οι οργανισμοί αμοιβαίων κεφαλαίων που φυσιολογικά προσέλκυαν ABCP's, υιοθέτησαν μια πολιτική, σύμφωνα με την οποία αγόραζαν μόνο κρατικά ομόλογα. Οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων μειώθηκαν. Η τακτική αυτή των οργανισμών αμοιβαίων κεφαλαίων και άλλων επενδυτών, οδήγησε σε κρίση των αμοιβαίων κεφαλαίων, με πολλές εταιρείες ειδικού σκοπού (SIV's), να μην είναι σε θέση να επανεπενδύσουν στα ABCP's. Αυτό οδήγησε τους φορείς αυτούς στην αναζήτηση χρηματοδότησης από άλλες πηγές και στην πώληση των τίτλων. Τα προβλήματα αυτά δεν περιορίστηκαν μόνο στην αμερικάνικη αγορά των ABCP.

Τα αμοιβαία κεφάλαια που διασφαλίζονται με υποθήκες σε ακίνητες περιουσίες επηρεάστηκαν εξαιτίας της μείωσης των τιμών των ακινήτων και της αναταραχής στις πιστωτικές αγορές.

Οι εμπράγματες διασφαλίσεις είναι δύσκολο να αξιολογηθούν για διάφορους λόγους όπως η πολυπλοκότητα της δομής των υποχρεώσεων, οι υπερβολικές ταμειακές ροές, τα διαφορετικά είδη των διασφαλίσεων. Επιπλέον, είναι δύσκολη η αποτίμηση των διαφόρων τίτλων σε μια ομάδα εξασφαλίσεων. Για τα ABS υψηλού κινδύνου, απαιτείται η αξιολόγηση μιας ομάδας χιλιάδων υποθηκών υψηλού κινδύνου με διαφορετικούς όρους το καθένα και διαφορετικά χαρακτηριστικά του κάθε δανειολήπτη. Ακόμη, οι ταμειακές ροές εξαρτώνται συχνά από την μελλοντική αξία των ενέχυρων ή τις μελλοντικές αξιολογήσεις του ενέχυρου από τους οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης. Αυτό δημιουργεί μια περαιτέρω πολυπλοκότητα γιατί η εκτίμηση της αξίας σήμερα, απαιτεί την εκτίμηση της μελλοντικής αξίας ή την πρόβλεψη της μελλοντικής διαβάθμισης από τους οίκους αξιολόγησης. Τέλος, η σπανιότητα ή η μη ετοιμότητα των δεδομένων για την φύση των διαφόρων ομάδων τίτλων ενισχύουν την δυσκολία αξιολόγησης τους.

Τα προβλήματα που προέκυψαν από την αξιολόγηση των ενεχυριασμένων υποχρεώσεων υψηλού κινδύνου, και από τα asset backed commercial papers, αυξήθηκαν κατά τη διάρκεια του καλοκαιριού. Στις 7 Ιουνίου του 2007 δύο

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

αμοιβαία κεφάλαια της Bear Stearns σημειώνουν μεγάλες απώλειες. Η Merrill Lynch, κατείχε 800 εκατομμύρια δολάρια σε ενεχυριασμένους τίτλους και σχεδίαζε να πουλήσει αυτούς τους τίτλους στις 18 Ιουνίου. Η Bear Stearns διαπραγματευόταν με την JP Morgan, Chase, Merrill Lynch, Citigroup και άλλους επενδυτές για τα αμοιβαία κεφάλαια. Οι διαπραγματεύσεις, δεν την απέτρεψαν να πουλήσει τους τίτλους. Η Bear Stearns αποκάλυψε ότι τα αμοιβαία κεφάλαια αντιμετώπιζαν ξαφνικές υποχωρήσεις από τους επενδυτές και μέχρι τον Ιούλιο τα δύο αμοιβαία κεφάλαια πτώχευσαν, αφανίζοντας όλα τα επενδυμένα κεφάλαια.

Η εκτεταμένη βαρύτητα των προβλημάτων αποτίμησης, εντάθηκαν όταν τον Αύγουστο η BNP Paribas πάγωσε τρία αμοιβαία κεφάλαια, υποστηρίζοντας ότι είναι αδύνατη η αποτίμηση των τίτλων εξαιτίας της έλλειψης ρευστότητας σε συγκεκριμένα τμήματα των τιτλοποιημένων αγορών. Η αξία αυτών των τίτλων μειώθηκε από 3,47 δις δολάρια σε 1,6 δις δολάρια. Η Paribas ανέφερε ότι τα αμοιβαία αυτά αποτελούνταν από τίτλους με διαβάθμιση από ΑΑΑ έως ΑΑ. Την τρίτη εβδομάδα του Αυγούστου, η BNP Paribas ανακοίνωσε ότι βρήκε τρόπο να αποτιμήσει τους τίτλους τριών αμοιβαίων κεφαλαίων και επέτρεψε στους επενδυτές την αγοραπωλησία των τίτλων.

Η δυσκολία στην αποτίμηση των εξασφαλίσεων και τα συνεπακόλουθα προβλήματα ρευστότητας και χρηματοδότησης, επηρέασαν πολλές εταιρείες ειδικού σκοπού. Στα μέσα του Αυγούστου, τα αμοιβαία κεφάλαια της Goldman Sachs έχασαν πάνω από το 30% της αξίας τους μέσα σε λίγες μέρες. Οι επενδυτές ενίσχυσαν το αμοιβαίο κεφάλαιο με 1 δις δολάρια και η Goldman χορήγησε με 2 δις δολάρια από τα δικά της χρήματα το αμοιβαίο. Αμοιβαία κεφάλαια στις ΗΠΑ, Καναδά, Ευρώπη και Αυστραλία αντιμετώπισαν προβλήματα χρηματοδότησης και ορισμένα πτώχευσαν. Η ανάγκη για την δημιουργία μετρητών, οδήγησε στην πώληση τίτλων.

2.9 Διαφάνεια

Υπάρχουν αρκετές συζητήσεις γύρω από το εάν στις πιστωτικές αγορές υπάρχει διαφάνεια. Αρκετοί, μη έμπειροι, επενδυτές χρησιμοποίησαν τις διαβαθμίσεις των οίκων αξιολόγησης σαν ένα επαρκές μέτρο αποτίμησης των κινδύνων. Οι αγοραστές αυτών των προϊόντων, δεν έχουν τις απαιτούμενες γνώσεις προκειμένου να καταλάβουν την φύση αυτών των προϊόντων, την

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ευστάθεια των υποθέσεων που χρησιμοποιήθηκαν για την αποτίμησή τους και την διαβάθμισή τους από τους οίκους αξιολόγησης και το πώς θα συμπεριφερθούν σε δύσκολες οικονομικές περιόδους. Για την μέτρηση του κινδύνου βασίστηκαν στους οίκους αξιολόγησης. Οι οίκοι αξιολόγησης δεν ήταν σαφής όσον αφορά την ακριβή σημασία της διαβάθμισης που απένειμαν σε ένα δομημένο προϊόν και την ευρωστία τον μεθοδολογιών που ακολουθούσαν.

Το είδος των τίτλων που δημιουργούν μια ομάδα αλλά και το ποσοστό των CDO's, ALT-A, και των υποθηκών υψηλού κινδύνου είναι σπάνια διαθέσιμο στους επενδυτές. Οι λιγότερο έμπειροι επενδυτές δεν μπορούν να διακρίνουν εάν τα κεφάλαιά τους συνδέονταν με την αγορά υψηλού κινδύνου.

Ένας οργανισμός που βασίζεται στην χρηματοδότηση από commercial paper για παράδειγμα, αγοράζει μια δέσμευση από κάποιον χρηματοοικονομικό οργανισμό για χρηματοδότηση σε περίπτωση αναταραχής της αγοράς. Οι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί προσφέρουν και κάποια όρια ρευστότητας. Το συνολικό μέγεθος της δέσμευσης δεν είναι γνωστό στους επενδυτές και η εκπλήρωση όλων των δεσμεύσεων μπορεί να επηρεάσει την ρευστότητα των οργανισμών. Προκειμένου να μην διακρατούν όλο το απαιτούμενο κεφάλαιο της δέσμευσης οι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί συνάπτουν συμβόλαια με άλλους οργανισμούς για παροχή κεφαλαίου σε περίπτωση ανάγκης. Αυτού του είδους τα συμβόλαια αμφισβητούνται γιατί σε περίοδο κρίσης μπορεί οι οργανισμοί με τους οποίους έχουν συνάψει συμβόλαια να αντιμετωπίζουν οι ίδιοι προβλήματα ρευστότητας.

Τέλος, αρκετές τράπεζες διακρατούν τίτλους παρόμοιους με αυτούς που διακρατούν τα SIV's. Κατά την διαδικασία του διακανονισμού, η τράπεζα μπορεί να κρατήσει τους τίτλους μέχρι να τιτλοποιηθούν και να πουληθούν. Το μέγεθος αυτών των τίτλων δεν είναι γνωστό στους επενδυτές. Εάν τα SIV's αναγκαστούν να πουλήσουν του τίτλους τους, οι τιμές τους θα μειωθούν με αποτέλεσμα οι τράπεζες να αναγκαστούν να αξιολογήσουν ξανά τους τίτλους τους σύμφωνα με τις τρέχουσες τιμές. Οι επενδυτές δεν γνωρίζουν το μέγεθος των απωλειών που αντιμετωπίζει μια τράπεζα και αυτό εξηγεί την αυξημένη μεταβλητότητα των τιμών των μετοχών των τραπεζών. Μπορεί να προκληθεί πιστωτική κρίση και να επηρεάσει ολόκληρη την οικονομία. Στην προσπάθεια αποφυγής ενός τέτοιου σεναρίου, οι Bank of America, Citigroup Inc και η JP Morgan Chase & Co, συζήτησαν με την US Treasury προκειμένου να δημιουργηθεί ένας

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

οργανισμός ο οποίος θα αγόραζε τίτλους αξίας 100 δις δολαρίων από τα SIV's. Επειδή ο οργανισμός είχε δημιουργηθεί από πολλές τράπεζες, ήλπιζαν ότι οι επενδυτές θα το εμπιστεύονταν και θα αγόραζαν το commercial paper πράγμα το οποίο θα οδηγούσε στην επαναλειτουργία της αγοράς των ABCP's.

2.10 Πως Αντέδρασαν οι Κεντρικές Τράπεζες

Η απρόσμενη έλλειψη ρευστότητας πυροδότησε την αντίδραση των Κεντρικών Τραπεζών των ΗΠΑ και της ΕΕ, οι οποίες επιχείρησαν να βοηθήσουν στην εκτόνωση της κρίσης με μεγάλες ενέσεις ρευστότητας. Ανάλογα με την έκταση και τη φύση των δυσλειτουργιών κάθε οικονομίας αλλά και με τον τρόπο που λειτουργούν τα δύο καθεστώτα, τα μέτρα αυτά περιλάμβαναν: αύξηση του μεγέθους και της συχνότητας των πράξεων, προσαρμογή τον όρων των παγίων διευκολύνσεων, επιμέρους πράξεις που επηρέαζαν τη ζήτηση των τραπεζών για αποθεματικά, επέκταση του εύρους των αντισυμβαλλόμενων και των αποδεκτών εγγυήσεων και επέκταση λήξης και ενέσεων ρευστότητας.

Οι κεντρικές τράπεζες, τόσο της Ευρωπαϊκής Ένωσης, όσο και της Μεγάλης Βρετανίας, προσέτρεξαν σε βοήθεια της FED για τη στήριξη του δολαρίου, προκειμένου να σταματήσει η καθοδική πορεία της αμερικάνικης οικονομίας, που επηρεάζει την παγκόσμια οικονομία σε μεγάλο βαθμό. Η έλλειψη εμπιστοσύνης στις ΗΠΑ οδήγησε σε αποφυγή διατραπεζικού δανεισμού πέραν της ημέρας, με αποτέλεσμα την αύξηση των αντίστοιχων spreads. Η δραστική μείωση των επιτοκίων από τη FED σε συνδυασμό με τις ενέσεις ρευστότητας από τις μεγάλες κεντρικές τράπεζες, βοήθησαν στη μείωσή τους.

Ωστόσο η αντίδραση αυτή υπήρξε, σύμφωνα με αναλυτές, τραγικά καθυστερημένη. Η FED θεωρείται ότι εθελοτυφλούσε ή πραγματικά θεωρούσε ότι η οικονομία δεν αντιμετώπιζε σοβαρό πρόβλημα. Μόνο όταν ξέσπασε η κρίση το καλοκαίρι του 2007 άρχισε τη λήψη, αρχικά ήπιων μέτρων. Τον Δεκέμβριο του ίδιου χρόνου δημοσιοποίησε μια σειρά μέτρων για την απορρόφηση της πίεσης από τις αγορές, όπως την παροχή χρηματοδότησης για μεγαλύτερο διάστημα από το overnight, τη χρηματοδότηση, μέσω δημοπρασίας, έναντι ενέχυρου, την ενεργοποίηση σειρών swaps. Παράλληλα επιχείρησε να δώσει κίνητρα στους παίχτες της αγοράς να διαχειρίζονται ορθά τον κίνδυνο ρευστότητας, κυρίως με εποπτικούς ελέγχους και βασιζόμενη στα εργαλεία άσκησης νομισματικής

πολιτικής. Η FED υποστήριξε ότι η αβεβαιότητα είναι εκείνη που πυροδότησε την κρίση και τον Δεκέμβριο του 2007 εμφανίστηκε αισιόδοξη για την έκβαση της κρίσης, ίσως σε μια προσπάθεια να ηρεμήσει την αγορά.

Η αισιοδοξία αυτή δεν επαληθεύτηκε. Έτσι, στις αρχές Μαρτίου ανακοίνωσε ότι θα διευκολύνει περαιτέρω τον δανεισμό των τραπεζών και προοιωνίσθηκε η μείωση των επιτοκίων. Λίγο αργότερα ανακοίνωσε ότι θα αποδέχεται ως ενέχυρο τιτλοποιημένα ομόλογα (AAA rated MBS), μείωσε το επιτόκιο παρέμβαση και αύξησε τη μέγιστη διάρκεια ωρίμανσης δανείων, ώστε να διευκολυνθούν οι τράπεζες στην κάλυψη των αναγκών τους. παράλληλα, χρηματοδότησε την JP Morgan για την εξαγορά της Bear Stearns, με τη διαδικασία έναντι ενέχυρου σε μία προσπάθεια μείωσης του αναλαμβανόμενου κινδύνου, δηλώνοντας ότι θα αναλάβει τον έλεγχο διαχείρισης του χαρτοφυλακίου της. Νωρίτερα είχε επιχειρήσει να σώσει την Bear Stearns, χωρίς αποτέλεσμα.

Η FED προέβη σε πολλές ενέργειες για την ενίσχυση της ρευστότητας, μέχρι που έφτασε να εκτεθεί σε πιστωτικό κίνδυνο η ίδια. Ωστόσο όλα αυτά τα μέτρα, σύμφωνα με αναλυτές, αντιμετώπιζαν το σύμπτωμα και όχι την ασθένεια, δηλαδή την άγνωστη μέχρι τώρα έκθεση σε δανειακές απώλειες. Ορισμένοι αμφισβήτησαν την αποδοτικότητα των κινήσεών της και την κατηγόρησαν ότι παρεμβαίνει σε μεγάλο βαθμό, χωρίς να ωφελεί, αλλά να ζημιώνει.

Η παρέμβαση της ΕΚΤ εκδηλώθηκε πιο έξυπνα. Η βασική μέθοδος χορήγησης ρευστότητας δεν άλλαξε τόσο ως προς την παρεχόμενη ποσότητα ρευστότητας, αλλά κυρίως, ως προς το χρόνο διανομής της. Αυτό, αφενός, έδωσε σήμα στις αγορές ότι δεν υπάρχει ανάγκη σημαντικών ενέσεων ρευστότητας, γιατί στην ευρωζώνη οι ελλείψεις είναι υπό έλεγχο. Αφετέρου, ικανοποιήθηκε η ζήτηση των τραπεζών για ρευστότητα, στο χρονικό σημείο που θεωρήθηκε ότι χρειάζονταν. Βέβαια, τα προβλήματα που κλήθηκε να αντιμετωπίσει η FED ήταν σαφώς εντονότερα από αυτά της ΕΚΤ.

Η κρίση ρευστότητας μεταλλάχθηκε σε κρίση εμπιστοσύνης. Ο βασικός στόχος των κεντρικών τραπεζών πρέπει να είναι η επαναφορά εμπιστοσύνης στο σύστημα. Οποιεσδήποτε άλλες ενέργειες, αντιμετωπίζουν τις επιπτώσεις και όχι τις αιτίες. Καθώς όμως δεν είναι εύκολη η επαναφορά της εμπιστοσύνης των συμμετεχόντων στο σύστημα, το βασικό μέλημα των κεντρικών τραπεζών και των εποπτικών αρχών πρέπει να είναι η πρόληψη εμφάνισης φαινόμενων που την κλονίζουν. Η εκ των υστέρων αντιμετώπισή τους είναι απείρως δυσκολότερη.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

2.11 Οι Ανανεωμένες Οδηγίες της Επιτροπής της Βασιλείας (Ιούνιος 2008)

Τον Δεκέμβριο του 2006 η Επιτροπή της Βασιλείας θεσμοθέτησε μία Ομάδα Εργασίας, της οποίας σκοπός ήταν η επανεξέταση των πρακτικών σχετικά με την εποπτεία του κινδύνου ρευστότητας στις χώρες-μέλη. Η έρευνα αυτή συμπεριλάμβανε και μία αξιολόγηση των προσεγγίσεων και των εργαλείων που χρησιμοποιούν, τόσο οι εποπτικές αρχές, όσο και οι ίδιες οι τράπεζες για τη μέτρηση και γενικότερα τη διαχείριση του κινδύνου ρευστότητας.

Οι εργασίες της Επιτροπής σχετικά με τον κίνδυνο ρευστότητας έλαβαν μεγαλύτερη σημασία μετά τα πρόσφατα γεγονότα. Η ευρωστία και η ρευστότητα είναι συμπληρωματικά και αλληλένδετα και απασχολούν τους επόπτες. Οι τράπεζες με χαμηλή ρευστότητα μπορούν γρήγορα να οδηγηθούν στη χρεοκοπία, ενώ οι τράπεζες που θεωρούνται μη εύρωστες δεν μπορούν να λάβουν ρευστότητα χρηματοδότησης.

Η στενότητα ρευστότητας σε ορισμένα δομημένα προϊόντα και διατραπεζικές αγορές καθώς και η αυξημένη πιθανότητα να συμπεριληφθούν στους ισολογισμούς των τραπεζών ορισμένα εκτός ισολογισμού στοιχεία, οδήγησε στην έλλειψη ρευστότητας για χρηματοδότηση και σε κάποιες περιπτώσεις στην επέμβαση των κεντρικών τραπεζών.

Τον Ιούνιο του 2008 η Επιτροπή της Βασιλείας καθόρισε το νέο πλαίσιο για τη διαχείριση και την εποπτεία του κινδύνου ρευστότητας και το έθεσε σε δημόσια διαβούλευση. Σύμφωνα με τον Nout Wellink, πρόεδρο της Επιτροπής και επικεφαλής της Κεντρικής Τράπεζας της Ολλανδίας, σκοπός της Επιτροπής της Βασιλείας είναι η <<ανάπτυξη των διεθνών στόχων για τη σημαντική αύξηση του πήχη της διαχείρισης και της εποπτείας του κινδύνου για τη ρευστότητα των τραπεζών>>.

Το νέο πλαίσιο αποτελεί σημαντική αναθεώρηση των Οδηγιών του 2000 και αντανακλά τις αλλαγές που επέφερε η κρίση στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Ο βασικός του στόχος είναι η ενίσχυση της ανθεκτικότητας των τραπεζών απέναντι στα προβλήματα ρευστότητας.

Αρχικά αναφέρεται η εγγενής έκθεση του τραπεζικού συστήματος στον κίνδυνο ρευστότητας και ορίζεται ο κίνδυνος ρευστότητας στη χρηματοδότηση, ως ο κίνδυνος <<η επιχείρηση να μην είναι σε θέση να αντιμετωπίζει

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ικανοποιητικά, ούτε τις αναμενόμενες, ούτε τις μη αναμενόμενες τρέχουσες και μελλοντικές της ανάγκες σε ρευστό και εγγυήσεις, χωρίς αυτό να επηρεάσει, τις καθημερινές λειτουργίες της ή την οικονομική κατάσταση της εταιρείας>>.

Οι τομείς στους οποίου η Επιτροπή έκρινε ότι απαιτείται η διεύρυνση των οδηγιών του 2000, λόγω της συμπεριφοράς των τραπεζών, είναι κυρίως η διαμόρφωση της ανοχής στον κίνδυνο και η διατήρηση ενός επαρκούς επιπέδου ρευστότητας. Επίσης επισημαίνεται η αναγκαιότητα ανάλυσης κόστους-οφέλους των πηγών χρηματοδότησης για όλες τις σημαντικές δραστηριότητες. Δίνεται ακόμα έμφαση στην αναγνώριση και τη μέτρηση των κινδύνων ρευστότητας καθώς και στο πως πρέπει να γίνεται ο σχεδιασμός και να χρησιμοποιούνται οι ασκήσεις προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων και τονίζεται η ανάγκη διαμόρφωσης ισχυρών και λειτουργικών σχεδίων εναλλακτικής χρηματοδότησης. Τέλος, διευκρινίζεται ότι είναι απαραίτητη η διαχείριση του κινδύνου ρευστότητας και των εγγυήσεων σε καθημερινή βάση και προωθείται η δημοσιοποίηση, απαραίτητη για την εμπέδωση της πειθαρχίας της αγοράς.

Επίσης, αυξήθηκαν οι οδηγίες προς τις εποπτικές αρχές. Δίνεται έμφαση στη σημασία που έχει ο σωστός έλεγχος της επάρκειας του συστήματος των τραπεζών για τη διαχείριση του κινδύνου ρευστότητας και το επίπεδο ρευστότητας της κάθε τράπεζας. Ακόμη, προτείνονται βήματα που μπορούν αν κάνουν οι εποπτικές αρχές στη περίπτωση που οι παραπάνω έλεγχοι αποκαλύψουν αδυναμίες. Τέλος, τονίζεται η σημασία της αποτελεσματικής συνεργασίας μεταξύ των εποπτικών αρχών και κεντρικών τραπεζών, ειδικά σε περιπτώσεις κρίσης.

2.12 Διεθνές Νομισματικό Ταμείο: Προτάσεις για την Βελτίωση της Διαχείρισης του Κινδύνου Ρευστότητας

Η Επιτροπή της Βασιλείας δεν είναι ο μοναδικός φορέας που έκανε εκτιμήσεις και συστάσεις μετά τη πρόσφατη κρίση. Σημαντικές είναι και οι προτάσεις του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου, οι οποίες κινούνται σε παρόμοια πλαίσια με αυτά των οδηγιών της Επιτροπής. Συστήνεται στους συμμετέχοντες στην αγορά η ορθή διαχείριση του κινδύνου ρευστότητας με το κατάλληλο σύστημα, που θα είναι προσαρμοσμένο στις ανάγκες χρηματοδότησης κάθε επιχείρησης, θα περιλαμβάνει τη διενέργεια stress tests και θα λαμβάνει υπόψη πιθανές ασυμφωνίες ληκτοτήτων και συσχετίσεις με τις συνθήκες της αγοράς.

Επισημαίνεται η συσχέτιση μεταξύ κινδύνου ρευστότητας στη χρηματοδότηση και εκείνου που πηγάζει από την αγορά και τονίζεται η ανάγκη για διαφάνεια και δημοσιοποίηση πληροφοριών.

Το ΔΝΤ εφιστά την προσοχή στην υπερβολική εξάρτηση από την τιτλοποίηση, τα δομημένα προϊόντα και τη χρηματοδότηση μέσω των χρηματαγορών, καθώς η έλλειψη ρευστότητας και η μεταβλητότητα των αγορών αυτών οδήγησε στη δυσλειτουργία της διατραπεζικής αγοράς. Το ΔΝΤ συνιστά και αυτό μεγαλύτερη διαφάνεια στη διαχείριση της ρευστότητας, πιο αυστηρά stress tests, τη προσοχή στη χρηματοδότηση σε ξένο νόμισμα και την αύξηση του ειδικού βάρους των περιθωρίων εξασφάλισης και της αξίας χρηματοοικονομικών προϊόντων, ειδικά των παραγωγών προϊόντων που δεν διαπραγματεύονται σε οργανωμένες αγορές, στην αξιολόγηση του κινδύνου ρευστότητας της αγοράς.

Στις εποπτικές αρχές προτείνεται μία πιο αυστηρή προσέγγιση στον έλεγχο του κινδύνου ρευστότητας, καθώς φαίνεται ότι η κεφαλαιακή επάρκεια δεν είναι πανάκεια. Εφόσον οι τεχνικές για τη μέτρηση και τον έλεγχο του κινδύνου ρευστότητας είναι ακόμη υπό διαμόρφωση, προτείνεται η χρήση πιο παραδοσιακών τεχνικών, όπως η αύξηση του αποθέματος ρευστών στοιχείων. Αυτό βοηθά στη μείωση του ηθικού κινδύνου που προκαλείται από την επέκταση των αποδεκτών, από τις κεντρικές τράπεζες, τίτλων ως ενέχυρα. Μία άλλη πρόταση είναι ο καθορισμός αυστηρότερων ορίων στις ασυμφωνίες ληκτοτήτων και αυστηρότεροι κανόνες που θα επιβάλλουν τη διαφοροποίηση των πηγών χρηματοδότησης.

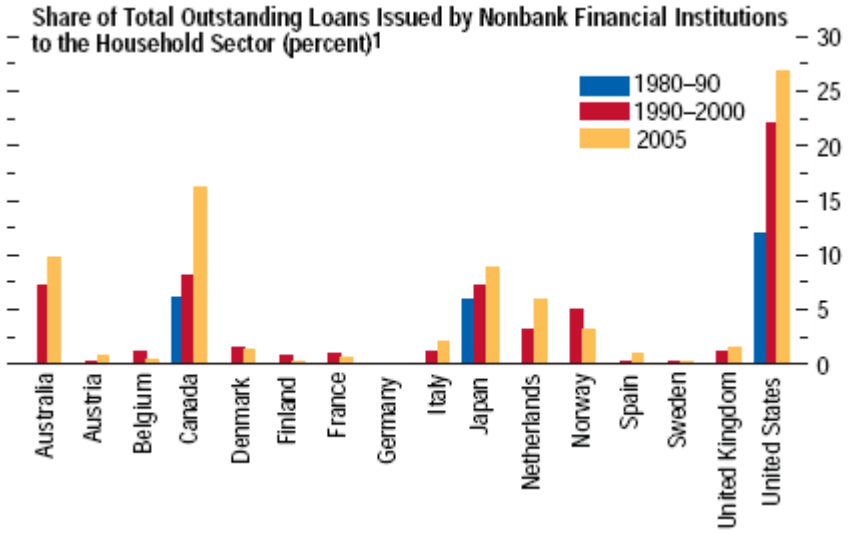
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3
Η ΑΓΟΡΑ ΕΝΥΠΟΘΗΚΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ ΥΨΗΛΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

3.1 Η Ανάπτυξη της Αγοράς

Η ιδιοκτησία ακινήτων αποτελεί έναν βασικό τρόπο με τον οποίο τα νοικοκυριά μπορούν να δημιουργήσουν πλούτο. Επειδή αποτελεί βασικό οικονομικό παράγοντα, έχει δοθεί ιδιαίτερη προσοχή στην ανάπτυξη της αγοράς ενυπόθηκων δανείων.

Μέχρι το 1980, η αγορά ενυπόθηκων δανείων ήταν υψηλά ελεγχόμενη. Ο ενυπόθηκος δανεισμός γινόταν από λίγους εξειδικευμένους δανειστές, που αντιμετώπιζαν ελάχιστο ανταγωνισμό. Η απελευθέρωση της αγορά έγινε στις αρχές της δεκαετίας του 1980 σε πολλές αναπτυγμένες οικονομίες, προκαλώντας ανταγωνιστικές πιέσεις στους ήδη υπάρχοντες εξειδικευμένους δανειστές με την είσοδο και άλλων δανειστών. Η απελευθέρωση της αγοράς είχε ως αποτέλεσμα, την εφαρμογή πιο αξιόπιστης αξιολόγησης και την προσφορά ενός μεγάλου εύρους υπηρεσιών, τα οποία επεκτείνανε την είσοδο τον δανειοληπτών στον ενυπόθηκο δανεισμό. Παράλληλα η ανάπτυξη μιας δευτερογενούς αγοράς ενυπόθηκων δανείων, διευκόλυνε την χρηματοδότηση ενυπόθηκου δανεισμού, μέσα από την αγορά κεφαλαίων. Οι αλλαγές αυτές προκάλεσαν την είσοδο, μίας σειράς τραπεζών και άλλων χρηματοοικονομικών οργανισμών, στην αγορά ενυπόθηκου δανεισμού. Στις ΗΠΑ, Καναδά και Αυστραλία, τα μερίδια των συνολικών ενυπόθηκων δανείων από χρηματοοικονομικούς οργανισμούς (όχι τράπεζες), είχαν διπλασιαστεί το 2005 σε σύγκριση με το 1980, όπως φαίνεται και από το παρακάτω σχήμα.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ



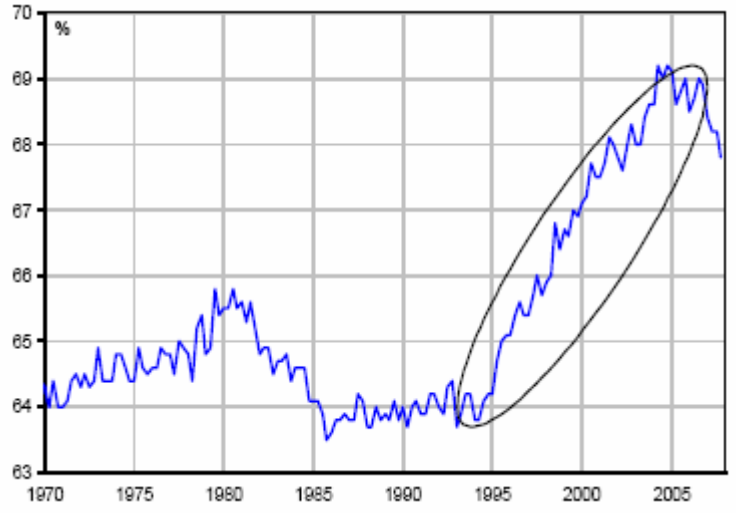
Source: European Mortgage Federation

Σε ορισμένες ευρωπαϊκές χώρες όμως αλλά και στην Ιαπωνία, οι αλλαγές στην αγορά έγιναν με πιο αργό ρυθμό. Στην Γαλλία, Γερμανία και Ιταλία, τα εμπόδια εισόδου καταργήθηκαν σταδιακά όπως και οι περιορισμοί στα επιτόκια. Παρόλα αυτά, δημόσιοι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί κυριαρχούσαν στην αγορά ενυπόθηκου δανεισμού, με αποτέλεσμα το μερίδιο των ιδιωτικών χρηματοοικονομικών οργανισμών όσον αφορά τα χορηγούμενα ενυπόθηκα δάνεια, να είναι γύρω στο 1% το 2005.

Η αγορά ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου, αποτελεί καινούριο τμήμα της αγοράς ενυπόθηκων δανείων και δέχτηκε μεγάλη ανάπτυξη την δεκαετία του 1990. Πριν την ανάπτυξη της αγοράς, οι δανειολήπτες που δεν μπορούσαν να αποκτήσουν χρηματοδότηση σύμφωνα με το βασικό επιτόκιο, δεν μπορούσαν να αποκτήσουν και καμιά ενυπόθηκη χρηματοδότηση. Με την ανάπτυξη της αγοράς όμως, οι δανειστές είχαν πρόσβαση στην αγορά ενυπόθηκου δανεισμού. Μπορούσαν να αποκτήσουν ενυπόθηκο δανεισμό με κυμαινόμενο επιτόκιο. Το 1980, συστήθηκε από το Κογκρέσο επιτροπή με σκοπό την απελευθέρωση και αναμόρφωση του τραπεζικού συστήματος (Depository institutions deregulation committee), η οποία επέτρεψε στους δανειστές να χρεώσουν υψηλότερα επιτόκια και το 1982 τους επετράπη να προσφέρουν ενυπόθηκα δάνεια με μεταβαλλόμενα επιτόκια και εφάπαξ αυξημένη τελική καταβολή για την εξόφληση του δανείου. Αυτές οι αλλαγές κατέστησαν τον ενυπόθηκο δανεισμό πιο ελκυστικό σε σύγκριση με άλλα είδη δανεισμού, αυξάνοντας την ζήτηση των ακινήτων και την αναχρηματοδότηση υποθηκών. Το 1997 η φορολογία της κεφαλαιακής υπεραξίας

άλλαξε, επιτρέποντας στους ιδιοκτήτες ακινήτων να αποκτήσουν μέχρι και 500.000$[7] από την πώληση ενός σπιτιού χωρίς φορολογική επιβάρυνση, επιπλέον απαγορεύτηκε η μείωση των επιτοκίων στα καταναλωτικά δάνεια, ενώ επετράπη στα ενυπόθηκα δάνεια, με αποτέλεσμα ο ενυπόθηκος δανεισμός να γίνει φτηνότερος από τον καταναλωτικό δανεισμό, ενθαρρύνοντας με αυτόν τον τρόπο τις επενδύσεις στην αγορά ακινήτων αλλά και τον πληθωρισμό των αξιών. Με την ανάπτυξη της αγοράς, δόθηκε η ευκαιρία σε αρκετά νοικοκυριά να αυξήσουν τον πλούτο τους αποκτώντας κάποιο ακίνητο. Τα ποσοστά ιδιοκτησίας αυξήθηκαν από 63,8% το 1994 σε 69,2% το 2004 όπως φαίνεται και στο παρακάτω σχήμα.

Ποσοστά ιδιοκτησίας ακινήτων στις ΗΠΑ

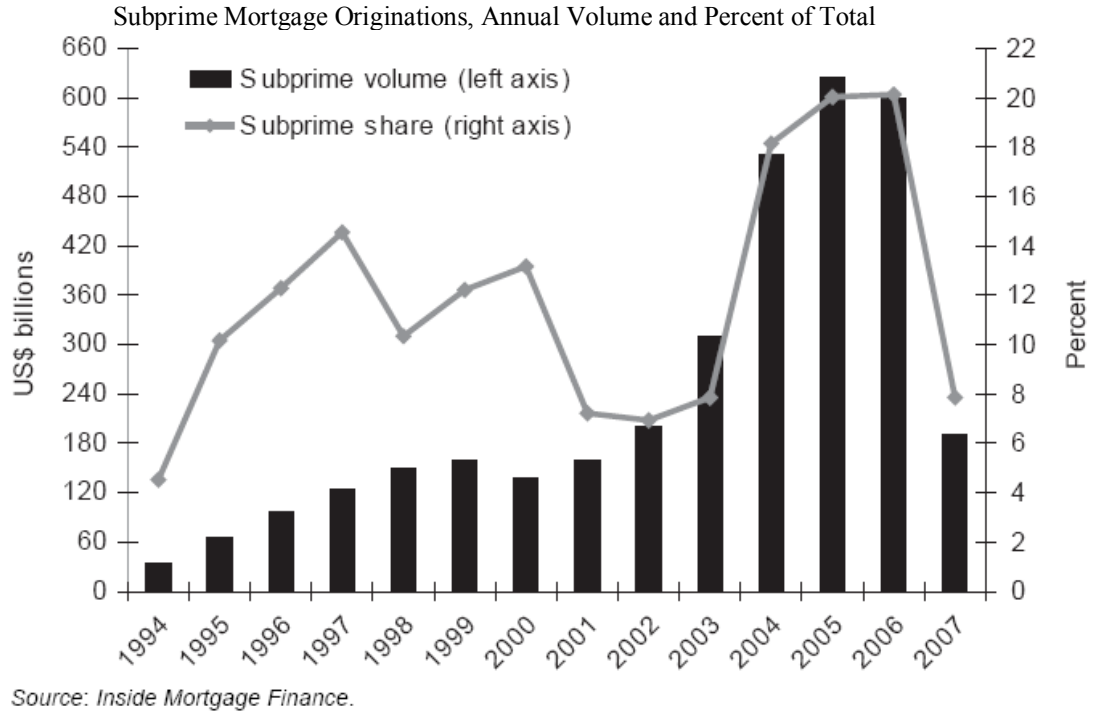


Source: Federal Housing Finance Board, BEA

[7] Zywicki J. Todd, Adamson D. Joseph, (2008), <<*The Law and Economics of Subprime Lending*>>, George Mason University Law and Economics, Research Paper Series 08-17.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Το επόμενο σχήμα δείχνει την αύξηση του ενυπόθηκου δανεισμού από το 1994 έως το 2007.



Source: *Inside Mortgage Finance*.

Από το διάγραμμα μπορούμε να διακρίνουμε δύο περιόδους ανάπτυξης της αγοράς ενυπόθηκου δανεισμού. Η πρώτη όπως ήδη αναφέραμε συνέβη στα τέλη της δεκαετίας του 1990, με τον ενυπόθηκο δανεισμό υψηλού κινδύνου να φτάνει τα 150 δις δολάρια. Η δεύτερη περίοδος μεγάλης ανάπτυξης της αγοράς, όπως φαίνεται και από το διάγραμμα ξεκινάει περίπου το 2002, όπου ο συνολικός ενυπόθηκος δανεισμός φτάνει τα 600 δις δολάρια το 2005.

Ο επόμενος πίνακας δείχνει τον αριθμό των συνολικών ενυπόθηκων δανείων που εκδόθηκαν από τα 2000 έως το 2006 και το ποσοστό από αυτά τα δάνεια που αποσκοπούσαν στην αγορά ενός ακινήτου.

Ενυπόθηκα δάνεια υψηλού κινδύνου που εκδόθηκαν για αγορά ακινήτου

Year	1 Total number of subprime loans (thousands)	2 Loans for home purchase (percent)	3 Number of homes purchased (thousands)	4 Adjusted* number of homes purchased (thousands)
2000	422	32.4	137	433
2001	508	30.3	154	385
2002	768	29.0	223	400
2003	1,273	29.9	381	567
2004	1,932	35.8	692	1,059
2005	2,274	41.3	940	1,296
2006	1,777	42.4	753	1,201
Total (2000–06)	8,954	36.6	3,280	5,340

Source: LoanPerformance (LP) data from First American CoreLogic.

* Adjusted to subprime dollar volume universe from *Inside Mortgage Finance* (see figure 2) versus sample total for the LoanPerformance data.

Ένας εναλλακτικός τρόπος υπολογισμού των ιδιοκτητών ακινήτων με την βοήθεια των ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου, είναι βασισμένος στο μέγεθος των ήδη πωλήσεων αλλά και των νέων αριθμών πωλήσεων των τιμών των ακινήτων.

Συνολικές πωλήσεις ακινήτων και πωλήσεις που βασίστηκαν σε ενυπόθηκα δάνεια

Year	1 Existing home sales (thousands)	2 New home sales (thousands)	3 Total home sales (thousands)	4 Subprime originations (percent)	5 Subprime home sales (thousands)
2000	4,603	877	5,480	13.2	722
2001	4,734	908	5,642	7.2	408
2002	4,975	973	5,948	6.9	412
2003	5,443	1,086	6,529	7.9	513
2004	5,959	1,203	7,162	18.2	1,300
2005	6,180	1,283	7,463	20.0	1,495
2006	5,677	1,051	6,728	20.1	1,355
Total (2000–06)	37,571	7,381	44,952		6,204

Source: National Association of Realtors, Bureau of the Census, Figure 2.

Μελετώντας τους δύο πίνακες, καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι περισσότερες από 5 εκατομμύρια αγορές ακινήτων έγιναν με ενυπόθηκο δανεισμό.

Εκτός από τις τροποποιήσεις στην νομοθεσία, αλλαγές στην αγορά συνεισέφεραν στην ανάπτυξη της αγοράς ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου. Το 1994, τα επιτόκια αυξήθηκαν με αποτέλεσμα να μειωθεί ο όγκος των καταναλωτικών συμβατικών δανείων. Οι δανειστές, στράφηκαν στην αγορά ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου, προκειμένου να διατηρήσουν το ύψος των χορηγούμενων δανείων στα ίδια επίπεδα. Η αγορά αναπτύχθηκε περαιτέρω

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

μέσα από την αύξηση του ποσοστού τιτλοποίησης των στεγαστικών δανείων, με την δημιουργία επενδυτικών ομολόγων διασφαλιζόμενα με διάφορες υποθήκες. Από το 2000 και μετά, η αγορά μείωσε την έκθεσή της στον κίνδυνο, περιορίζοντας το ποσό των δανείων υψηλού ρίσκου, και επιβάλλοντας ποινές προπληρωμής σε κυμαινόμενου επιτοκίου δάνεια, επιβαρύνσεις δηλαδή σε περίπτωση που ο ενυπόθηκος οφειλέτης ζητήσει την εξόφληση του δανείου του πριν από την λήξη, εφόσον η σύμβαση δεν περιέχει σχετική ρήτρα.

Πριν την εξάπλωση των ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου, προκειμένου να γίνει η έγκριση κάποιου δανείου και αφού οι δανειστές δεν μπορούσαν να χρεώσουν υψηλότερα επιτόκια, οι δανειολήπτες έπρεπε να έχουν ευνοϊκά ιστορικά στοιχεία όσον αφορά την πορεία των χρηματοδοτήσεων τους στο παρελθόν. Εξαιτίας όμως των ασυμμετριών στην πληροφόρηση που υπήρχε, στην αγορά των πιστώσεων, για τους δανειολήπτες, οι δανειστές περιόριζαν τις πιστώσεις προκειμένου να μειώσουν την πιθανότητα χορήγησης ενός δανείου σε δανειολήπτες που χαρακτηρίζονταν υψηλού κινδύνου. Αρκετοί από τους ασφαλείς δανειολήπτες δεν δανείζονταν τελικά γιατί θεωρούνταν ότι αποστρέφονταν την ανάληψη κινδύνων (risk-averse), ενώ κάποιοι από τους πιο επικίνδυνους δανειολήπτες εμφανίζονται λιγότερο επικίνδυνοι και εγκρινόταν η χορήγηση δανείου με χαμηλότερα επιτόκια. Καθώς τα επιτόκια ανεβαίνουν, οι δανειολήπτες που πρέπει να πληρώσουν τα υψηλότερα επιτόκια, θεωρούνται υψηλού κινδύνου, με αποτέλεσμα τα κέρδη των δανειστών να μειώνονται, παρά τα υψηλότερα επιτόκια. Με χαμηλότερα επιτόκια, τα κέρδη των επενδυτών είναι χαμηλά και για το λόγο αυτό χορηγούν δάνεια στους δανειολήπτες με καλύτερη πιστοληπτική ικανότητα.

Ο δανεισμός υψηλού κινδύνου εξαπλώθηκε εξαιτίας των ρυθμίσεων που έγιναν στην επιβολή των επιτοκίων και στη βελτίωση των προπαρασκευαστικών ενεργειών και διαδικασιών για την χορήγηση ενός δανείου, συμπεριλαμβανομένου της αυξημένης χρησιμοποίησης της βαθμολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας ενός δανειολήπτη κατά την διαδικασία έγκρισης ενός δανείου. Η μέθοδος εκτίμησης της φερεγγυότητας ενός δανειολήπτη, επέτρεψε στου δανειστές να δημιουργήσουν μια κλίμακα επιτοκίων επιφέροντας αλλαγές με αυτόν τον τρόπο την αγορά ενυπόθηκων δανείων. Οι δανειολήπτες χρεώνονται τα επιτόκια ανάλογα με το βαθμό της πιστοληπτικής τους ικανότητας αλλά και με την προκαταβολή που δίνουν κατά την σύναψη του δανείου. Οι δανειολήπτες με

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

υψηλή φερεγγυότητα, δέχονται τους ίδιους όρους από όλους τους δανειστές, αντιθέτως οι δανειολήπτες με χαμηλή πιστοληπτική ικανότητα, ταξινομούνται σε διαφορετικά επίπεδα επιτοκίων, η πρόσβαση επομένως στην αγορά ενυπόθηκης πίστης υψηλού κινδύνου συνεπάγεται αυξημένο κόστος δανεισμού.

Ο δανεισμός υψηλού κινδύνου επικρατεί κυρίως στις περιοχές που χαρακτηρίζονται από υψηλό ποσοστό συγκέντρωσης μειονοτήτων και οικονομικά ασθενέστερων νοικοκυριών.

Η σπουδαιότητα των τιμών των ακινήτων ως μερίδιο στον συνολικό πλούτο των νοικοκυριών, συνεπάγεται ότι μεταβολές στην αξία των ακινήτων, επηρεάζουν την κατανάλωση των νοικοκυριών. Μία αύξηση της αξίας των ακινήτων, αυξάνει την αξία του ενέχυρου-απαραίτητο για την σύναψη του δανείου, μειώνει τους περιορισμούς προς τους δανειολήπτες, και ενισχύεται η κατανάλωση. Οι επιρροές αυτές, είναι πιο ισχυρές, αν με την αύξηση της τιμής των ακινήτων, αυξηθούν παράλληλα και οι προσδοκίες των ατόμων για τα μελλοντικά εισοδήματα, δίνοντας την ευκαιρία στα νοικοκυριά να πάρουν ένα δάνειο και κατ΄ επέκταση, ένα σπίτι.

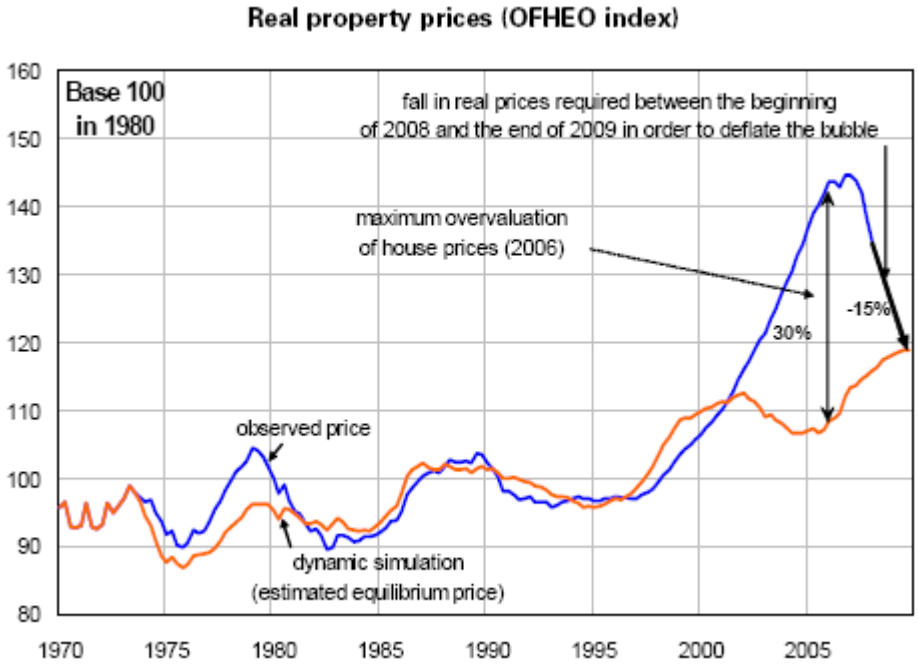
3.1.1 Φούσκα στις Τιμές των Ακινήτων

Ο όρος φούσκα, σημαίνει υπερβολική και ταχεία άνοδος των τιμών των ακινήτων, σε επίπεδα που δεν μπορούν να εξηγηθούν, σε σχέση με το εισόδημα, την αναλογία τιμής προς ενοικίαση, και άλλους οικονομικούς δείκτες που αφορούν την οικονομική δυνατότητα των νοικοκυριών. Οι φούσκες στις αγορές ακινήτων, μπορούν να εμφανιστούν και σε τοπικές αλλά και σε παγκόσμιες αγορές ακινήτων.

Από το 2001, το περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων στις ΗΠΑ διευκόλυνε τη χορήγηση ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων και κατ' επέκταση την εκτίναξη των τιμών των κατοικιών. Πιο συγκεκριμένα, η κεντρική τράπεζα των ΗΠΑ, μείωσε τα επιτόκια από 6,5% σε 1,75%. Το 2003, τα επιτόκια μειώθηκαν στο 1% και έφτασαν στο χαμηλότερο σημείο των τελευταίων 45 ετών. Την περίοδο όμως 2004-2006, η κεντρική τράπεζα των ΗΠΑ ανέβασε ξανά τα επιτόκια από 1% σε 5,25%. Η μείωση των επιτοκίων, μειώνει το κόστος δανεισμού με αποτέλεσμα την αύξηση της ζήτησης δανείων για την αγορά ενός σπιτιού και άρα την άνοδο της αξίας των ακινήτων. Από το 1997 έως το 2006, οι τιμές των ακινήτων

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

αυξήθηκαν κατά 124%.[8] Όπως φαίνεται και στο παρακάτω διάγραμμα, οι τιμές των ακινήτων το 2006 ήταν κατά 30% υπερτιμημένες.



Sources: OFHEO, DGTPE calculations.

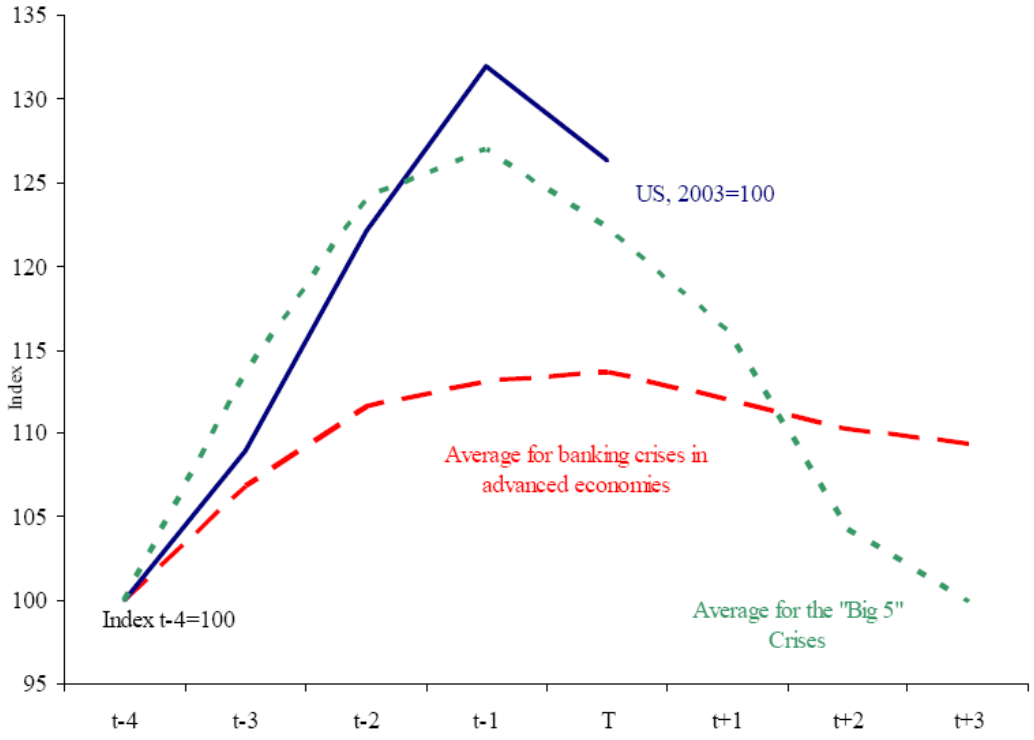
Στην Ε.Ε. η αύξηση των τιμών των ακινήτων, ήταν εξίσου μεγάλη και κυρίως στην Μεγάλη Βρετανία, την Γαλλία, την Ισπανία, την Ιρλανδία. Το 2001, σημειώθηκε μία από τις μεγαλύτερες αυξήσεις στις τιμές των ακινήτων. Το 2004, στην Ιταλία, στο Βέλγιο, στην Σουηδία, στην Φιλανδία, στην Δανία και στην Πορτογαλία, οι τιμές των ακινήτων αυξήθηκαν 5-8%. Εξαιτίας των χαμηλών επιτοκίων, τα νοικοκυριά ήταν σε θέση να αναλάβουν μεγαλύτερο χρέος προκειμένου να αγοράσουν ένα σπίτι, παράγοντας ο οποίος επηρέασε την άνοδο των τιμών. Η αύξηση των τιμών των ακινήτων, σε πολλές ευρωπαϊκές χώρες, ήταν μεγαλύτερη από τον ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης και τον ρυθμό αύξησης του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών. Οι βασικοί παράγοντες που επηρεάζουν κυρίως την τιμή των ακινήτων είναι, το εισόδημα των νοικοκυριών, τα επιτόκια, η προσφορά ακινήτων, οι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί, η διαθεσιμότητα πιστώσεων, η φορολογία κ.α. Η αύξηση της αξίας των σπιτιών, το χαμηλό επίπεδο των επιτοκίων και η ανάπτυξη της οικονομίας, συνέβαλλαν στην γρήγορη ανάπτυξη της αγοράς.

[8] Katalina M. Bianco, J.D., CCH Writer Analyst, CCH Federal Banking Law Reporter, CCH Mortgage Compliance Guide and Bank Digest, (2008), <<*The Subprime Lending Crisis: Causes and Effects of the Mortgage Meltdown*>>

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Παρόμοια συμπεριφορά στις τιμές των ακινήτων, παρατηρήθηκε και σε προηγούμενες χρηματοοικονομικές κρίσεις, σύμφωνα με πρόσφατη εργασία των Reinhart και Rogoff (2008). Στο παρακάτω διάγραμμα απεικονίζονται οι τιμές των ακινήτων 4 έτη πριν έως και 3 έτη μετά την κρίση.[9] (t = έτος τραπεζικής κρίσης)

Τιμές των ακινήτων και τραπεζικές κρίσεις



Source: Reinhart και Rogoff (2008)

Η άνοδος των τιμών των κατοικιών στην σημερινή κρίση είναι πολύ μεγαλύτερη από την αντίστοιχη μέση άνοδο στις πέντε μεγαλύτερες μεταπολεμικές τραπεζικές κρίσεις. Συνεπώς, οι επιπτώσεις της κρίσης στην αμερικάνικη οικονομία αναμένεται να είναι ισχυρότερες σε σχέση με προηγούμενες κρίσεις. Άλλωστε, η αξία των ακινήτων αποτελεί ένα μεγάλο μέρος του πλούτου των νοικοκυριών. Κατά συνέπεια, η πτώση τους μειώνει τον πλούτο και την οικονομική δραστηριότητα στις ΗΠΑ.

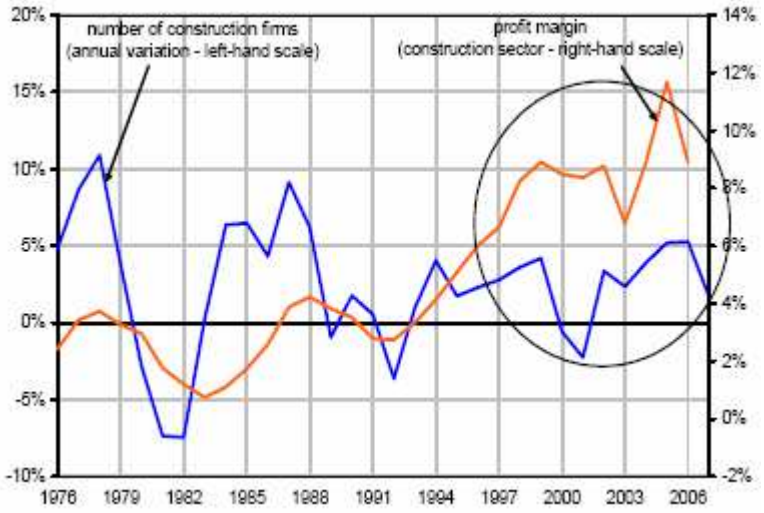
Η άνοδος των τιμών των ακινήτων, επηρέασε και τον κατασκευαστικό τομέα. Το 2005 1,283,000 σπίτια πουλήθηκαν, διπλάσιος αριθμός από τον μέσο όρο των

[9] 5 μεγάλες τραπεζικές κρίσεις: Ισπανία(1977), Νορβηγία(1987), Φιλανδία (1991), Σουηδία (1991), Ιαπωνία(1992)

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

609,000 πωλήσεων κατά έτος το χρονικό διάστημα από το 1990 έως το 1995. Οι μεγαλύτερες κατασκευαστικές εταιρείες, είδαν τα έσοδά τους να ανέρχονται στα ύψη μια και οι τιμές των ακινήτων αυξάνονταν σε μεγαλύτερο βαθμό απ'ότι τα κόστη. Τα υψηλά περιθώρια κερδών, διατηρήθηκαν για περίπου μια δεκαετία, όμως παρά την έλλειψη ανταγωνισμού, όπως φαίνεται και από το παρακάτω σχήμα, δεν αυξήθηκε ο αριθμός των κατασκευαστικών εταιριών.

Περιθώρια κερδών του κατασκευαστικού τομέα,
αριθμός κατασκευαστικών εταιρειών



Source: BEA, BLS

Επιπλέον, οι τιμές των μετοχών τους σημείωσαν μεγάλη άνοδο. Αναφέρουμε χαρακτηριστικά, ότι η μετοχή της κατασκευαστικής εταιρείας DR Horton ανέβηκε στα $42,82 τον Ιούλιο του 2005, από $3 που ήταν στις αρχές του 1997.

Επιπλέον, σύμφωνα με την κεντρική τράπεζα των ΗΠΑ, το 2005 οι ιδιοκτήτες ακινήτων, εξαιτίας της ανόδου των τιμών των ακινήτων, απέσπασαν, 750 δις δολάρια από τα ίδια κεφάλαια των σπιτιών τους. Το αντίστοιχο ποσό το 1996, ήταν 106 δις δολάρια. Από το ποσό αυτό, τα 2/3 δαπανήθηκαν για προσωπική χρήση, για βελτιώσεις σπιτιών και στις πιστωτικές κάρτες. Η αύξηση των τιμών των ακινήτων, οδήγησε και στην ανάπτυξη των προαστίων, μια και πολλά νοικοκυριά, εγκατέλειψαν τα κέντρα των πόλεων και μετακινήθηκαν στα προάστια.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

3.1.2 Πότε Ένα Δάνειο Χαρακτηρίζεται Υψηλού Κίνδυνου

Ένα δάνειο υψηλού κινδύνου, είναι ένα δάνειο που δίνεται σε άτομα τα οποία δεν μπορούν να αποκτήσουν ένα συμβατικό δάνειο, είτε γιατί έχουν κακό πιστωτικό ιστορικό, χαμηλό εισόδημα ή υπάρχει μεγάλη πιθανότητα μη πληρωμής του δανείου. Το ποσοστό της πιθανότητας μη πληρωμής του δανείου, εξαρτάται από την βαθμολογία που συγκεντρώνει ο δανειολήπτης, όσον αφορά την πιστοληπτική του ικανότητα, το ποσοστό του χρέους προς το εισόδημα του δανειολήπτη (debt to income ratio-DTI) και από τη σχέση του ποσού του δανείου προς την αξία του ακινήτου (loan to value ratio-LTV) Τα επιτόκια στα δάνεια υψηλού κινδύνου είναι υψηλότερα από τα επιτόκια στα συμβατικά δάνεια. Η διαφορά αυτή των επιτοκίων ονομάζεται πριμ κινδύνου. Στα συμβατικά δάνεια, οι δανειστές χρεώνουν τους δανειολήπτες με τα ίδια επιτόκια, ενώ στα δάνεια υψηλού κινδύνου, υπάρχει μία κλίμακα επιτοκίων, σύμφωνα με την οποία χρεώνεται ο κάθε δανειολήπτης, ανάλογα με το βαθμό της πιστοληπτικής του ικανότητας. Τα αρχικά έξοδα, όπως οι προμήθειες για την αίτηση, για την αποτίμηση της αξίας της υποθήκης αλλά και άλλες προμήθειες που χρειάζονται για την έκδοση του δανείου είναι υψηλότερες από τις αντίστοιχες προμήθειες στα συμβατικά δάνεια. Επιπλέον, τα πρόστιμα σε περίπτωση καθυστερημένης πληρωμής ή προπληρωμής του δανείου είναι υψηλότερα σε σύγκριση με τα συμβατικά δάνεια.

3.1.2.1 Είδη Ενυπόθηκων Δανείων Υψηλού Κινδύνου

Τα δάνεια υψηλού κινδύνου είναι δύο ειδών. Μπορεί να είναι είτε σταθερού επιτοκίου (FRMs) με σταθερές περιόδους πληρωμής και σταθερό επιτόκιο το οποίο καθορίζεται στο αρχικό στάδιο χορήγησης του δανείου, είτε κυμαινόμενου επιτοκίου (ARMs) το οποίο έχει μεταβαλλόμενες περιόδους πληρωμής και μεταβαλλόμενο επιτόκιο, το οποίο καθορίζεται σύμφωνα με έναν δείκτη, όπως για παράδειγμα το Libor δώδεκα μηνών συν ένα καθορισμένο ποσοστό. Τα επιτόκια ρυθμίζονται συνήθως κάθε μήνα, κάθε εξάμηνο ή και κάθε χρόνο. Συνήθως, οι δανειολήπτες με χαμηλότερη βαθμολογία, όσον αφορά το βαθμό της πιστοληπτικής τους ικανότητας, χορηγούνται με δάνεια κυμαινόμενου επιτοκίου, ενώ οι δανειολήπτες με υψηλότερη βαθμολογία πιστοληπτικής ικανότητας χορηγούνται με δάνεια σταθερού επιτοκίου. Υπάρχουν και τα υβριδικά δάνεια, τα

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

οποία έχουν σταθερό επιτόκιο για τα πρώτα 2 με 3 χρόνια και στη συνέχει μετατρέπονται σε δάνεια κυμαινόμενου επιτοκίου. Κατά την περίοδο 2004-2006 το 45% των ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου ήταν υβριδικά ή δάνεια κυμαινόμενου επιτοκίου ενώ τα δάνεια σταθερού επιτοκίου αποτελούσαν το 25%. Τέλος ανάμεσα στα συμβατικά δάνεια και τα δάνεια υψηλού κινδύνου, υπάρχει μια κατηγορία δανείων που ονομάζονται Alt-A δάνεια, τα δάνεια αυτά χορηγούνται σε δανειολήπτες οι οποίοι πληρούν τα κριτήρια, όσον αφορά τους δείκτες LTV, DTI, και την απαιτούμενη βαθμολογία για την πιστοληπτική τους ικανότητα, για την χορήγηση ενός συμβατικού δανείου, όμως παρέχουν ελάχιστες πληροφορίες για το εισόδημά τους.

Τα νοικοκυριά χορηγούνται τέτοιου είδους δάνεια είτε για την απόκτηση ενός ακινήτου, είτε για την αναχρηματοδότηση μιας ήδη υπάρχουσας υποθήκης, είτε για την αναχρηματοδότηση μιας ήδη υπάρχουσας υποθήκης και τον δανεισμό ταυτόχρονα μετρητών σύμφωνα με την αξία του ακινήτου τους

Χαρακτηριστικά των FRMs

Coupon rate, (επιτόκιο τοκομεριδίου): το επιτόκιο τοκομεριδίου, καθορίζει τις περιοδικές ταμειακές ροές τις οποίες ο δανειολήπτης πρέπει να πληρώσει, προκειμένου να ξεπληρώσει τις υποχρεώσεις του. Είναι σταθερό σε όλη τη διάρκεια του δανείου. Η συχνότητα πληρωμής των χρηματικών ροών, μπορεί να είναι μηνιαία, εξαμηνιαία ή ετήσια.

Margin, (περιθώριο): Στα FRMs, ένα περιθώριο προστίθεται στο επιτόκιο τοκομεριδίου, το οποίο εξαρτάται από ποικίλους παράγοντες, όπως είναι, η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας του δανειολήπτη, η αξία του ακινήτου, η διάρκεια της υποθήκης.

Life of the mortgage: η διάρκεια της υποθήκης είναι τα χρόνια μέσα στα οποία ο δανειολήπτης πρέπει να αποπληρώσει τις υποχρεώσεις του.

Χαρακτηριστικά των ARMs

Coupon rate, (επιτόκιο τοκομεριδίου): το επιτόκιο στα ARMs είναι κυμαινόμενο και όχι σταθερό όπως στα FRMs, το επιτόκιο καθορίζεται σε καθορισμένα χρονικά διαστήματα. Μόλις καθοριστεί, παραμένει σταθερό έως την επόμενη στιγμή αναδιάρθρωσής του.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Underlying index: το κυμαινόμενο επιτόκιο ρυθμίζεται σύμφωνα με κάποιους δείκτες. Αυτό ισχύει μόνο για τα ARMs και όχι για τα FRMs. Τέτοιο δείκτες μπορεί να είναι το LIBOR ενός έτους, το επιτόκιο χορήγησης δανείων της ευρωπαϊκής κεντρικής τράπεζας

Margin, (περιθώριο): όπως και με τα FRMs, το περιθώριο προστίθεται στο επιτόκιο τοκομεριδίου και εξαρτάται από ποικίλους παράγοντες, όπως η πιστοληπτική ικανότητα του δανειολήπτη, η αξία και η διάρκεια της υποθήκης.

Teaser rate, (ελκυστικό επιτόκιο): το αρχικό επιτόκιο των ARMs είναι συνήθως χαμηλό προκειμένου να γίνει πιο ελκυστικό το συγκεκριμένο δάνειο.

Annual Cap, (Ανώτατο όριο επιτοκίου): τα συμβόλαια κυμαινόμενου επιτοκίου, συνήθως εμπεριέχουν ρήτρα που προβλέπει τον περιορισμό της αύξησης του επιτοκίου μέχρι ενός συγκεκριμένου ορίου στη διάρκεια ενός έτους.

Lifetime Cap: πρόκειται για ρήτρες που περιορίζουν την αύξηση του επιτοκίου μέχρι ενός ορίου σε όλη τη διάρκεια του δανείου.

Reset Frequency: το επιτόκιο σε ένα συμβόλαιο ARMs μπορεί να ρυθμιστεί σε συγκεκριμένα χρονικά διαστήματα. Τα διαστήματα αυτά μπορεί να είναι τα ίδια ή και διαφορετικά με την συχνότητα πληρωμής των επιτοκίων των τοκομεριδίων.

Life of the mortgage: όπως και στα FRMs, αναφέρεται στην διάρκεια κατά την οποία ο δανειολήπτης μπορεί να εξοφλήσει τις υποχρεώσεις του.

3.1.2.2 Χαρακτηριστικά των Δανειστών

Για να δραστηριοποιηθούν σε αυτήν την ολοένα και αναπτυσσόμενη αγορά, οι δανειστές πρέπει να αναλάβουν κινδύνους που σχετίζονται συνήθως με τον δανεισμό σε ανθρώπους με μειωμένη πιστοληπτική ικανότητα. Για το λόγο αυτό, οι δανειστές προκειμένου να μειώσουν το κίνδυνο που επωμίζονται εξαιτίας της πιθανότητας μη αποπληρωμής του δανείου, χρησιμοποιούν ποικίλες μεθόδους αντιστάθμισης του κινδύνου, όπως η επιβολή υψηλότερων επιτοκίων. Ακόμη , προκειμένου να αντισταθμίσουν τον κίνδυνο προπληρωμής, οι δανειστές επιβάλλουν πρόστιμα σε περίπτωση προπληρωμής του δανείου. Στην περίπτωση των πιστωτικών καρτών, ένας πελάτης με χαμηλή πιστοληπτική ικανότητα, μπορεί να χρεωθεί με κάποια υψηλότερη προμήθεια σε περίπτωση καθυστερημένης αποπληρωμής, ή εάν έχει ξεπεράσει κάποιο όριο, επιπλέον, μπορεί να χρειαστεί να πληρώνει κάποια ετήσια προμήθεια ή κάποιο ποσό στην αρχή προκειμένου να γίνει έκδοση της κάρτας Οι δανειστές κατατάσσουν τους

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

δανειολήπτες σε κατηγορίες ανάλογα με την πιστοληπτική του ικανότητα. Οι δανειστές χρεώνουν υψηλότερα επιτόκια και όταν μια υποθήκη έχει ιδιαίτερα χαρακτηριστικά, όπως όταν η σχέση του ποσού του δανείου προς την αξία του ακινήτου είναι μεγάλη, όταν τα δάνεια δεν έχουν ποινή αποπληρωμής και όταν ο δανειολήπτης είναι αυτοαπασχολούμενος και το εισόδημά του δεν είναι σταθερό.

3.1.2.3 Το Προφίλ των Δανειοληπτών

Τα νοικοκυριά χρησιμοποιούν δάνεια υψηλού κινδύνου όταν δεν μπορούν να λάβουν πιστώσεις με καθορισμένο επιτόκιο, δόσεις και διάρκεια, εξαιτίας της χαμηλής τους πιστοληπτικής ικανότητας. Οι λόγοι για τους οποίους ένας δανειολήπτης μένει πίσω στην εξόφληση των πιστώσεών του είναι αρκετοί. Μια απρόσμενη απώλεια της εργασίας, μια ασθένεια ή απλά κακή διαχείριση του χρέους, μπορούν να ξεκινήσουν έναν φαύλο κύκλο καθυστερημένων πληρωμών και κατά συνέπεια χαρακτηρίζονται ως άτομα υψηλού κινδύνου ή μειωμένης πιστοληπτικής ικανότητας. Όταν ένας δανειολήπτης συγκεντρώνει χαμηλή βαθμολογία όσον αφορά την πιστοληπτική του ικανότατα, ο δείκτης DTI είναι πάνω από 55% και ο δείκτης LTV πάνω από 85%, τότε οι δανειολήπτες, χαρακτηρίζονται υψηλού κινδύνου. Τα νοικοκυριά με μειωμένη πιστοληπτική ικανότητα, έχουν μεγαλύτερη δυσκολία να εξασφαλίσουν πιστώσεις, ιδίως για μεγάλες αγορές όπως τα αυτοκίνητα ή ακίνητα. Τα ενυπόθηκα δάνεια υψηλού κινδύνου δίνουν την δυνατότητα σε ορισμένους δανειολήπτες με χαμηλή πιστοληπτική ικανότητα, να αποκτήσουν κάποιο ακίνητο. Ωστόσο εξαιτίας της χαμηλής του φερεγγυότητας, επωμίζονται υψηλότερα επιτόκια και προμήθειες. Δανειολήπτες με χαμηλότερη βαθμολόγηση όσον αφορά την πιστοληπτική τους ικανότητα χρεώνονται με υψηλότερα επιτόκια Αν οι δανειολήπτες καταφέρουν να κρατήσουν ένα καλό προφίλ όσον αφορά την αποπληρωμή του δανείου, τότε μετά από κάποιο χρονικό διάστημα, επανέρχονται στην χρηματοδότηση με κανονικά επιτόκια. Γενικά ένας δανειολήπτης που δεν μπορεί να δανειστεί δάνεια πρώτης τάξεως, έχει συνήθως υψηλό δείκτη οφειλών προς εισόδημα (debt to income level), δυσμενή ιστορικά στοιχεία όσον αφορά την πορεία των δανειοδοτήσεων του στο παρελθόν, ή άλλα χαρακτηριστικά που συνδέονται με υψηλή πιθανότητα μη πληρωμής του δανείου σε σύγκριση με δανειολήπτες με καλό ιστορικό παρελθόν πιστοληπτικής ικανότητας. Από το 2000 και μετά, με την περαιτέρω ανάπτυξη και αναμόρφωση της αγοράς, οι δανειολήπτες με υψηλή βαθμολόγηση

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

πιστοληπτικής ικανότητας, χορηγούνται μεγαλύτερα ποσά δανείων και πληρώνουν μικρότερη προκαταβολή κατά την χορήγηση δανείων σταθερού επιτοκίου. Η βαθμολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας του πελάτη, σύμφωνα με την μέθοδο FICO, κυμαίνεται μεταξύ των 300 και 850 μονάδων. Αν ένας δανειολήπτης συγκεντρώσει βαθμολογία μικρότερη από 620, τότε θεωρείται υψηλού κινδύνου και υπάρχει μεγάλη πιθανότητα να καθυστερήσει ή και να μην πληρώσει καθόλου κάποια δόση του δανείου. Ο παρακάτω πίνακας συνοψίζει μερικά χαρακτηριστικά των δανειοληπτών που χαρακτηρίζονται ως υψηλού κινδύνου.

Subprime borrower and Subprime loan observable factors

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
FICO score	620	631	641	646	654	655
Debt service to income (%)	37.8	38.1	38.2	38.5	39.1	39.8
Combined loan to value ratio (%)	80.0	79.9	80.6	82.8	83.5	84.4
Fixed rate mortgages (%)	41.4	39.9	43.3	28.2	25.1	26.1

Source: Demyanyk and Van Hemert (2008)

3.2 Κρίση στην Αγορά Ενυπόθηκων Δανείων Υψηλού Κινδύνου

Η αγορά ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου αναπτύχθηκε μέσα σε σύντομο χρονικό διάστημα και ήταν αρκετά κερδοφόρα βραχυπρόθεσμα. Η κερδοφορία της όμως μακροπρόθεσμα ήταν αβέβαιη. Μέχρι το 1997 ο αριθμός των πτωχεύσεων και των καθυστερημένων πληρωμών είχε αυξηθεί σημαντικά. Έως το 1998, οι αρνητικές επιπτώσεις από τις πτωχεύσεις και τις καθυστερημένες πληρωμές είχαν επεκταθεί και στην δευτερογενή αγορά. Οι τιμές των ομολόγων έπεσαν και οι δανειστές αντιμετώπιζαν δυσκολία στην εύρεση επενδυτών πρόθυμων να επενδύσουν σε υψηλού κινδύνου προϊόντα. Η ασιατική κρίση του 1998, αύξησε το κόστος δανεισμού, και μείωσε την ρευστότητα στις αγορές ακινήτων. Ο ρυθμός τιτλοποίησης των στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου μειώθηκε από 55,1% το 1998 σε 37,4% το 1999. Εξαιτίας αυτών των γεγονότων, η δομή της αγοράς άλλαξε σημαντικά κατά την δεκαετία του1990 και τις αρχές τις δεκαετίας του 2000. Το μερίδιο αγοράς των 25 μεγαλύτερων εταιρειών που ασχολούνταν με την παροχή ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου, αυξήθηκε από 39,3% το 1995 σε 90% το 2000-2003. Αρκετοί οργανισμοί που δραστηριοποιούνταν σε αυτήν την αγορά πτώχευσαν ή εξαγοράστηκαν από ανταγωνιστές.

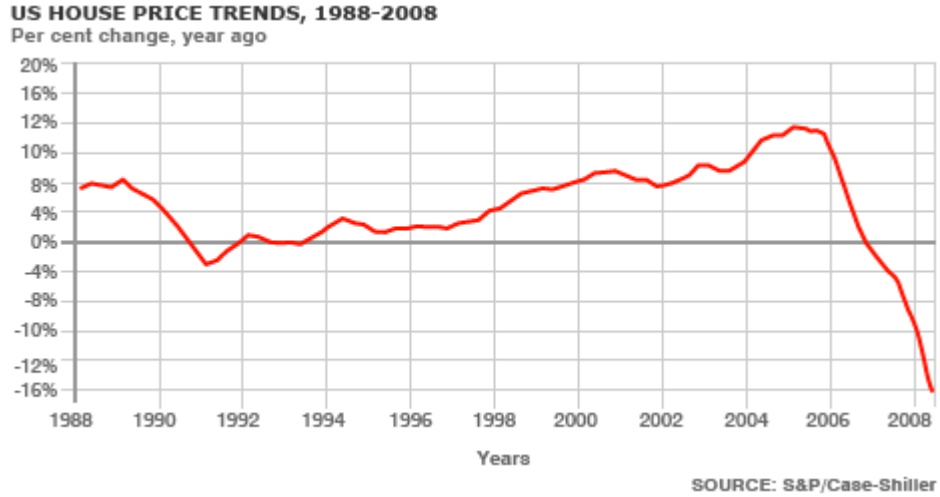
ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Η ταχύτατη άνοδος της αξίας των ακινήτων, είχε ως αποτέλεσμα, η αγορά ακινήτων, να αποτελεί μία καλή επένδυση για χιλιάδες οικογένειες. Τα επιτόκια για τα δάνεια σταθερού επιτοκίου μειώθηκαν από 8,05% το 2000 σε 5,8% το 2003 με 2005.[10] Η μέση αξία των σπιτιών το 2000 ήταν 143.600$ και μέχρι το 2005, η μέση αξία είχε ανέλθει στα $219.600.[11] Οι δανειστές αύξησαν τις δραστηριότητες τους εκείνη την περίοδο. Από το 1995 έως το 2003, τα ενυπόθηκα δάνεια υψηλού κινδύνου αυξήθηκαν από 65 δισεκατομμύρια δολάρια, σε 332 δισεκατομμύρια δολάρια.[12] Ορισμένοι ιδιοκτήτες ακινήτων χρησιμοποιούσαν την αύξηση της αξίας των ακινήτων για να αναχρηματοδοτήσουν τα σπίτια με χαμηλότερα επιτόκια συνάπτοντας δεύτερη υποθήκη κατά την προστιθέμενη αξία, χρησιμοποιώντας τα κεφάλαια για καταναλωτικές δαπάνες. Το χρέος των νοικοκυριών στις ΗΠΑ ως ποσοστό του εισοδήματος αυξήθηκε 130% κατά τη διάρκεια του 2007, έναντι 100% την προηγούμενη δεκαετία. Η ζήτηση στην αμερικανική αγορά στέγης ευνοήθηκε περαιτέρω από τη γενικότερη ελαστικότητα στην εφαρμογή των δανειοδοτικών κριτηρίων εκ μέρους των πιστωτικών ιδρυμάτων, όπως για παράδειγμα η χορήγηση δανείων χαμηλής εξασφάλισης σε δανειολήπτες χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας ή με βεβαρημένο πιστοληπτικό ιστορικό. Οι συγκεκριμένες συμβάσεις ενυπόθηκης πίστης είχαν χαμηλά επιτόκια εκκίνησης, γεγονός που τις καθιστούσε ιδιαίτερα ελκυστικές για τους επίδοξους λήπτες ενυπόθηκων δανείων. Όμως κατά την περίοδο 2006-2007, τα επιτόκια αυξήθηκαν. Η υπερβολική ανέγερση σπιτιών κατά την ανάπτυξη της αγοράς οδήγησε σε πλεόνασμα αποθέματος κατοικιών, προκαλώντας την μείωση των τιμών στην αμερικανική αγορά στέγης, με αποτέλεσμα πολλοί ιδιοκτήτες να κατέχουν αρνητικά ίδια κεφάλαια, δηλαδή το ενυπόθηκο χρέος τους ήταν υψηλότερο από την αξία του ακινήτου. Επιπλέον, ο ρυθμός ανάπτυξης της οικονομίας μειώθηκε. Η μείωση των τιμών ξεκίνησε το καλοκαίρι του 2006 και συνεχίζεται και το 2008. Όπως φαίνεται και από το παρακάτω γράφημα, από το

[10] Zywicki J. Todd, Adamson D. Joseph, (2008), <<*The Law and Economics of Subprime Lending*>> , George Mason University Law and Economics, Research Paper Series 08-17.
[11] Zywicki J. Todd, Adamson D. Joseph, (2008), <<*The Law and Economics of Subprime Lending*>> , George Mason University Law and Economics, Research Paper Series 08-17.
[12] Zywicki J. Todd, Adamson D. Joseph, (2008), <<*The Law and Economics of Subprime Lending*>> , George Mason University Law and Economics, Research Paper Series 08-17.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

2006 έως και το 2ο τρίμηνο του 2008, οι τιμές των ακινήτων μειώθηκαν κατά 20%.



Κατά συνέπεια, πολλοί δανειολήπτες υψηλού κινδύνου δεν ήταν πλέον σε θέση να εκπληρώσουν τις χρηματοοικονομικές τους υποχρεώσεις συν το γεγονός ότι επιβαρύνθηκαν με υψηλότερα επιτόκια. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα την αύξηση του ποσοστού μη αποπληρωμής των δανείων από τους δανειολήπτες, με αποτέλεσμα την αύξηση του αριθμού των κατασχέσεων στην αγορά ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου, όπως φαίνεται και στο παρακάτω διάγραμμα.

Foreclosures



Οι συνθήκες αυτές οδήγησαν σε κλείσιμο, σε πτώχευση και εξαγορά αρκετών σημαντικών ενυπόθηκων δανειστών. Στις 2 Απριλίου του 2007, μία από τις μεγαλύτερες εταιρείες που ασχολούνταν με την χορήγηση δανείων υψηλού κινδύνου, η New Century Financial Corporation, πτώχευσε. Στις 6 Αυγούστου του ίδιου έτους, πτώχευσε και η American Home Mortgage. Στις 16 Αυγούστου, η

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

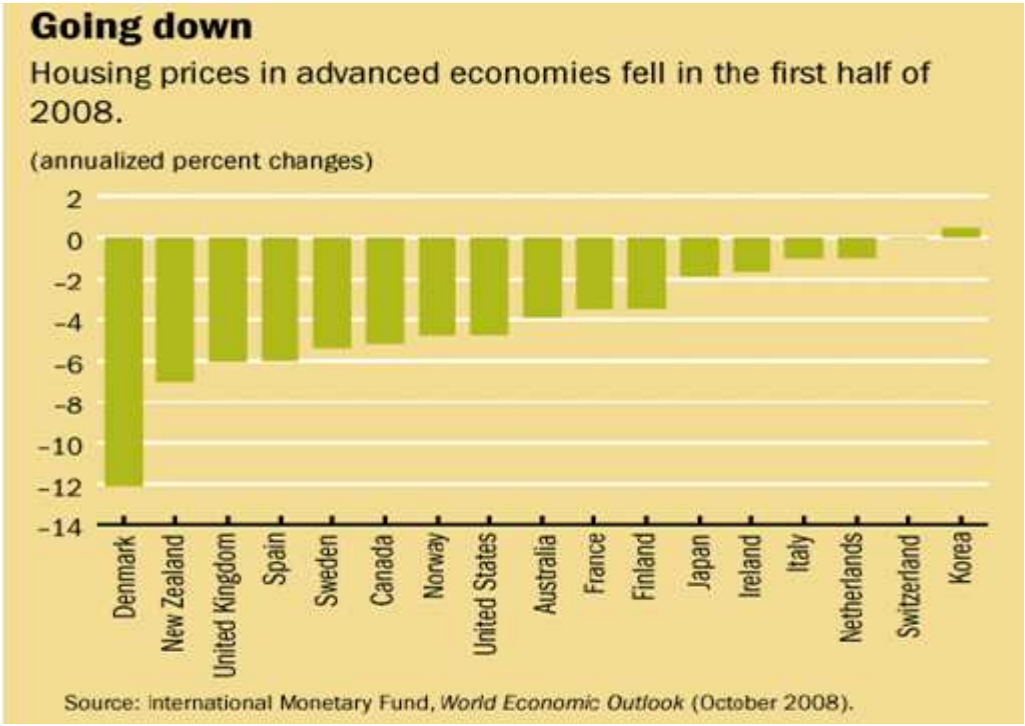
Countrywide Financial Corporation, γλυτώνει την πτώχευση, λαμβάνοντας δάνειο ύψους $11 δις δολαρίων από μια ομάδα τραπεζών. Στις 17 Αυγούστου, η κεντρική τράπεζα, αναγκάζεται να μειώσει τα επιτόκια από 6,25% σε 5,75%. Από τον Φεβρουάριο του 2007 έως και σήμερα 25 οργανισμοί που ασχολούνται με τον δανεισμό υψηλού κινδύνου, έχουν πτωχεύσει. Η κρίση στην αγορά ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου, επηρέασε όλα τα είδη δανεισμού υψηλού κινδύνου, συμπεριλαμβανομένου των πιστωτικών καρτών και των δανείων για την αγορά αυτοκινήτου.

Πρέπει να αναφέρουμε ότι η κρίση στην αγορά ενυπόθηκων δανείων άρχισε κατά την διάρκεια μιας περιόδου που η οικονομία αναπτυσσόταν με σχετικά υγιείς ρυθμούς, τα εισοδήματα ήταν σε υψηλά επίπεδα και το ποσοστό της ανεργίας αρκετά χαμηλό.

Όταν οι κατασχέσεις επεκταθούν σε μία περιοχή, μπορούν να επηρεαστούν αρνητικά την αξία των υπόλοιπων σπιτιών στην περιοχή, την φορολογική βάση που ισχύει στην περιοχή, την ποιότητα των σχολείων, αλλά και άλλων υπηρεσιών, δημιουργώντας επιπλέον κίνητρο και σε άλλους δανειολήπτες να αθετήσουν τις υποχρεώσεις τους.

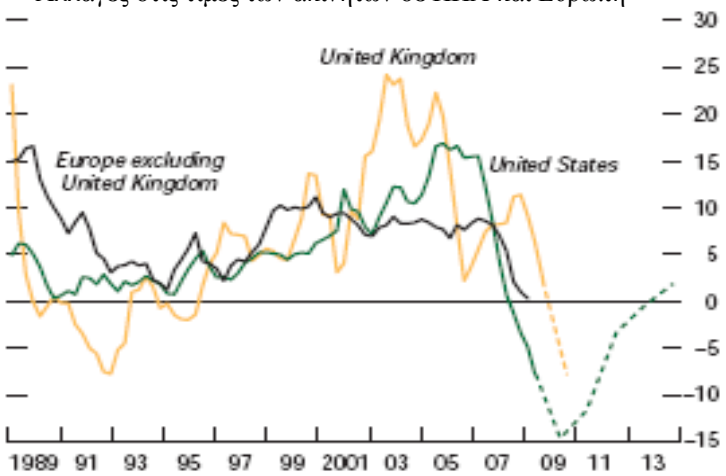
Κατά την διάρκεια του 2008 και εξαιτίας της επέκτασης της κρίσης σε όλο το οικονομικό σύστημα, οι τιμές των ακινήτων άρχισαν να μειώνονται σε αρκετές αναπτυγμένες οικονομίες. Σε αληθινούς όρους και σε μία ρυθμιζόμενη βάση, οι τιμές των ακινήτων μειώθηκαν το πρώτο εξάμηνο του 2008, κατά ένα ετήσιο ποσοστό από 5 έως 12% στον Καναδά, στην Δανία, στην Ισπανία, στη Νέα Ζηλανδία και στο Ηνωμένο Βασίλειο, όπως φαίνεται και από το παρακάτω σχήμα.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ



Το παρακάτω γράφημα, δείχνει τις συνολικές μεταβολές με το πέρασμα των χρόνων στις τιμές των ακινήτων για την Ευρώπη, Ηνωμένο Βασίλειο και ΗΠΑ

Αλλαγές στις τιμές των ακινήτων σε ΗΠΑ και Ευρώπη

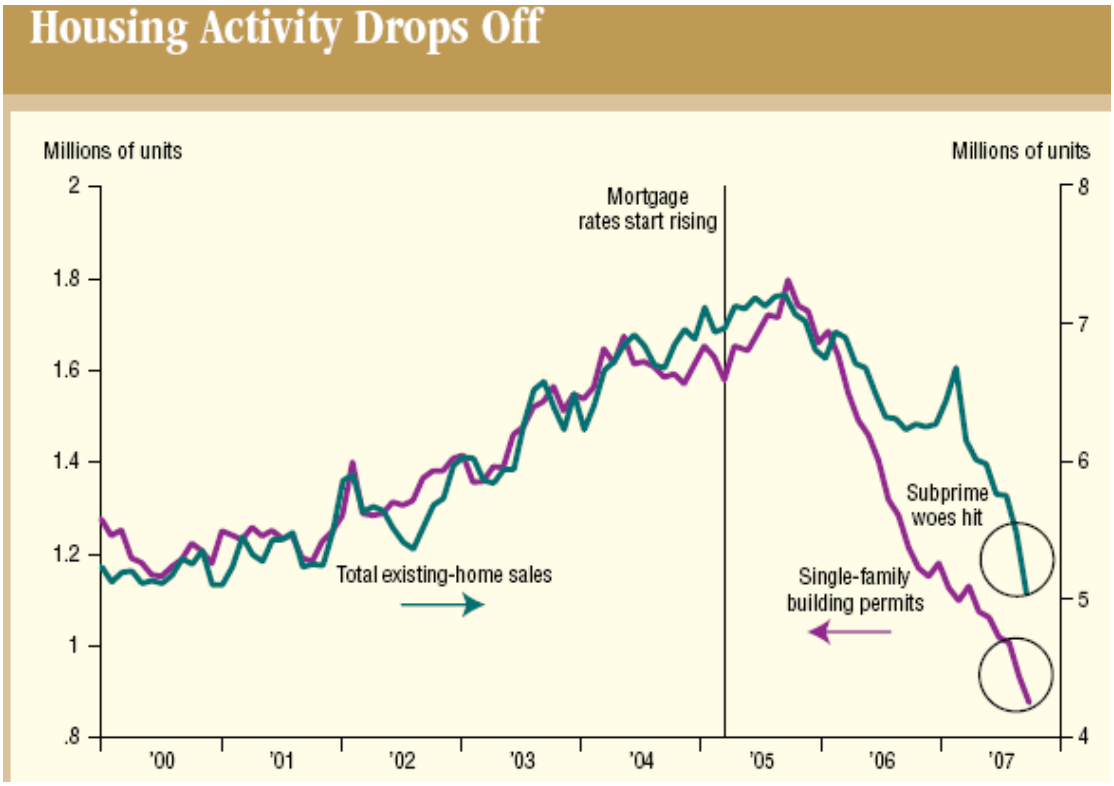


Sources: Standard & Poor's/Case Shiller; national authorities; and IMF staff estimates.
Note: Europe excluding the United Kingdom: unweighted average of Spain, Germany, Italy, Netherlands, Greece (from 1995), and Ireland (from 1997). Estimates are based on futures prices. Dashed lines are futures implied.

Η κρίση στην αγορά των ακινήτων έχει σημαντικές επιπτώσεις για την αμερικάνικη οικονομία. Επηρεάζει άμεσα τον κατασκευαστικό τομέα, ο οποίος

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

καταλαμβάνει το 15% της αμερικάνικής οικονομίας. Το παρακάτω διάγραμμα δείχνει την επιβράδυνση στις πωλήσεις των ακινήτων, απ'όταν ξέσπασε η κρίση.



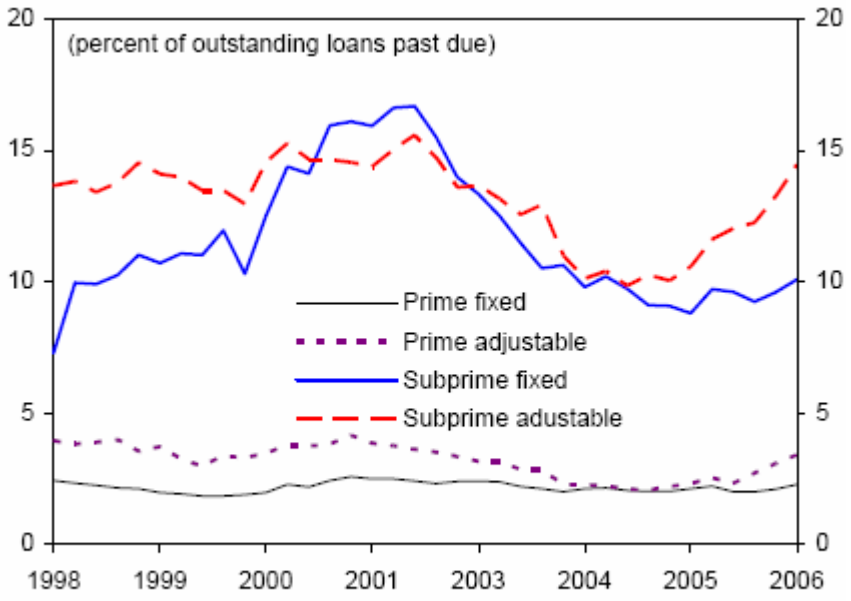
Η κρίση επηρεάζει έμμεσα και την κατανάλωση των νοικοκυριών αφού η αξία των ακινήτων, αποτελεί ένδειξη του πλούτου τους. Οι αθετήσεις πληρωμών από την πλευρά των δανειοληπτών, επηρεάζουν τις λογιστικές καταστάσεις των χρηματοοικονομικών οργανισμών και την διανομή των πιστώσεων. Όλοι αυτοί οι παράγοντες παίζουν σημαντικό ρόλο στην επιβράδυνση του ρυθμού ανάπτυξης της αμερικάνικης οικονομίας.

3.2.1 Ο Ρόλος των Επιτοκίων

Την περίοδο της ανόδου των τιμών των ακινήτων, τα επιτόκια μειώνονταν συνεχώς. Πιο συγκεκριμένα, από το 2000 έως το 2003-05 τα επιτόκια ενός ενυπόθηκου δανείου σταθερού επιτοκίου με διάρκεια 30 χρόνια, μειώθηκαν από 8% σε 5,5%.[13] Η μείωση των επιτοκίων για τα ενυπόθηκα δάνεια κυμαινόμενου επιτοκίου ενός έτους μειώθηκαν από 7% σε 4%.

[13] Zywicki J. Todd, Adamson D. Joseph, (2008), <<*The Law and Economics of Subprime Lending*>>, George Mason University Law and Economics, Research Paper Series 08-17.

Από το 2006 όμως, τα επιτόκια άρχισαν να αυξάνονται, γεγονός που αποτέλεσε μία βασική αιτία της κρίσης στην αγορά των ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου. Όπως αναφέραμε, τα περισσότερα δάνεια στην αγορά ενυπόθηκων δανείων είναι δάνεια κυμαινόμενου επιτοκίου ή υβριδικά δάνεια, δηλαδή ένας συνδυασμός των δανείων με σταθερό και κυμαινόμενο επιτόκιο. Τα υβριδικά δάνεια έχουν για κάποιο χρονικό διάστημα σταθερά επιτόκια, συνήθως για 2 με 3 χρόνια και με το πέρας αυτού του διαστήματος, το επιτόκιο μεταβάλλεται για τα επόμενα 27 με 28 χρόνια συνήθως. Από το 1999 έως το 2007, 44% των δανείων υψηλού κινδύνου ήταν σταθερού επιτοκίου, 16% κυμαινόμενου επιτοκίου και 32% υβριδικά δάνεια.[14] Με αποτέλεσμα, μία αύξηση στα επιτόκια της αγοράς, προκαλεί αύξηση στα επιτόκια που χρεώνονται όχι μόνο οι καινούριοι δανειολήπτες, αλλά και οι ήδη υπάρχοντες, εφόσον έχουν χορηγηθεί κάποιο δάνειο κυμαινόμενου επιτοκίου ή κάποιο υβριδικό δάνειο.



Source: Mortgage Bankers Association.

Τα υβριδικά δάνεια δεν δημιουργούν πρόβλημα όσο αυξάνονται οι τιμές των ακινήτων και τα νοικοκυριά μπορούν να αναχρηματοδοτήσουν το δάνειό τους πριν τον επαναπροσδιορισμό των επιτοκίων σε κάποιο υψηλότερο επίπεδο. Όμως οι τιμές των ακινήτων δεν αυξήθηκαν και οι δανειολήπτες είχαν πρόβλημα αναχρηματοδότησης των δανείων τους. Με την άνοδο των επιτοκίων, αυξάνεται και η δόση του δανείου. Η αύξηση της δόσης εξαρτάται από το μέγεθος της

[14] Barth James, Tong Li, Triphon Phumiwasana, Glenn Yago, (2007), <<*Perspectives on the Subprime Mortgage Market*>>, *Milken* Institute.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

αύξησης των επιτοκίων. Με αποτέλεσμα να μην μπορούν να αποπληρώσουν το δάνειο, πράγμα το οποίο οδήγησε την αύξηση των κατασχέσεων, οι οποίες έφτασαν στο υψηλότερο επίπεδο των τελευταίων ετών, από ένα επίπεδο γύρω στο 3,3% κατά τη διάρκεια του πρώτου εξαμήνου το 2005, σε 9% το 2007. Υπολογίζεται ότι περίπου 8,8 εκατομμύρια ιδιοκτήτες ακινήτων - σχεδόν το 10,8% των συνολικών ακινήτων-έχουν μηδενικό ή και αρνητικό κεφάλαιο, δηλαδή, η αξία των σπιτιών τους είναι χαμηλότερη από την αξία του χρέους τους. Οι ιδιοκτήτες ακινήτων αρνούνται να πουλήσουν τα σπίτια τους στις χαμηλότερες τιμές που επικρατούν στην αγορά γιατί τα έσοδα από την πώληση των ακινήτων θα υπολείπονταν του χρέους τους. Δεν μπορούν όμως και να επαναχρηματοδοτήσουν τα δάνειά τους, προκειμένου να αποκτήσουν κάποιο δάνειο με καλύτερους όρους. Ο όγκος των πωλήσεων των νέων κατοικιών μειώθηκε κατά 26,4% το 2007 σε σχέση με το προηγούμενο έτος. Μέχρι τον Ιανουάριο του 2008, ο όγκος των συνολικών απούλητων κατοικιών είχε φτάσει στο υψηλότερο επίπεδο από το 1981, σχεδόν τέσσερα εκατομμύρια σπίτια ήταν απούλητα. Αυτή η υπερπροσφορά σπιτιών, είχε ως αποτέλεσμα την περαιτέρω μείωση στις τιμές των σπιτιών. Καθώς οι τιμές των σπιτιών πέφτουν, αυξάνεται ο κίνδυνος μη εξόφλησης του δανείου, καθώς και οι κατασχέσεις. Σύμφωνα με τον δείκτη τιμών S & P / Case-Shiller, μέχρι τον Νοέμβριο του 2007, οι μέσες τιμές κατοικιών των ΗΠΑ είχαν μειωθεί περίπου 8% σε σχέση με το 2006, ενώ μέχρι τον Μάιο του 2008 είχαν μειωθεί κατά 18,4%. Οι τιμές των σπιτιών, αναμένονται να μειωθούν ακόμα περισσότερο, μέχρι το σημείο όπου το ποσοστό απούλητων σπιτιών μειωθεί.

Στις περιοχές όπου το μεγαλύτερο ποσοστό των νοικοκυριών, έχουν δανειστεί ενυπόθηκα δάνεια υψηλού κινδύνου, η αύξηση των επιτοκίων, θα ασκήσει μεγαλύτερη επιρροή στην μείωση τιμών των σπιτιών, δημιουργώντας με την σειρά του μεγαλύτερα κίνητρα για μη πληρωμή και στη συνέχεια για κατασχέσεις ακινήτων, επεκτείνοντας περαιτέρω τον φαύλο κύκλο μείωσης των αξιών των ακινήτων και κατασχέσεων.

3.2.2 Η Υπερβολική Χορήγηση Δανείων Υψηλού Κινδύνου

Μία ποικιλία παραγόντων, οδήγησε τους δανειστές στη χορήγηση ολοένα και περισσότερων δανείων υψηλού κινδύνου, σε δανειολήπτες που χαρακτηρίζονται

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

υψηλού κινδύνου. Τα ενυπόθηκα δάνεια υψηλού κινδύνου, ήταν γύρω στο 5% το 1994, 9% το 1996, 13% το 1999 και 20% το 2006. Ο μέσος όρος της διαφοράς των επιτοκίων, ανάμεσα στα ενυπόθηκα δάνεια υψηλού κινδύνου και στα συμβατικά δάνεια, δηλαδή το ασφάλιστρο κινδύνου που ζητούσαν οι δανειστές προκειμένου να χορηγήσουν ένα δάνειο υψηλού κινδύνου, μειώθηκε από 2,8 εκατοστιαίες μονάδες (280 μονάδες βάσης) το 2001, σε 1,3 εκατοστιαίες μονάδες το 2007.[15] Η μείωση αυτή υποδηλώνει ότι οι δανειστές τιμολογούσαν λανθασμένα τον κίνδυνο που αναλάμβαναν. Επιπλέον, οι δανειστές προσέφεραν δάνεια πολύ υψηλού κινδύνου σε δανειολήπτες που δεν είχαν εργασία, εισόδημα και γενικότερα κάποιο περιουσιακό στοιχείο, τα δάνεια αυτά είναι γνωστά με το όνομα Ninja δάνεια (no income, no job, no assets). Επιπλέον, πολλές τράπεζες, στην προσπάθειά τους να επωφεληθούν και να αποκομίσουν μεγαλύτερα κέρδη, μείωναν την ποσότητα των συλλεγμένων πληροφοριών από τους δανειολήπτες, χορηγώντας με αυτόν τον τρόπο δάνεια σε δανειολήπτες πολύ υψηλού κινδύνου. Η συνεχής άνοδο των τιμών των ακινήτων και οι προσδοκίες των δανειστών ότι οι τιμές θα συνεχίσουν την άνοδο, οδήγησε τους δανειστές στην υιοθέτηση ελλιπών προτύπων δανειοδότησης, στηριζόμενοι στην υπόθεση ότι σε περίπτωση δυσκολίας αποπληρωμής ενός δανείου, ο ιδιοκτήτης του ακινήτου, μπορεί να πουλήσει το ακίνητο, η αξία του οποίου θα έχει ανέβει και θα μπορέσει να αποπληρώσει το δάνειο. Υπήρχαν κατηγορίες δανείων, τα οποία χορηγούνταν σε δανειολήπτες, οι οποίοι προσκόμιζαν ελάχιστα στοιχεία σχετικά με το εισόδημά τους. Τα δάνεια αυτά, ονομάζονταν no-doc loans.

3.2.3 Επιθετική Δανειοδότηση-Predatory Lending

Οι δυνάμεις που υπάρχουν στις ανταγωνιστικές αγορές, συνήθως προστατεύουν τον καταναλωτή από επιθετικές συμπεριφορές. Στην αγορά του ενυπόθηκου δανεισμού υψηλού κινδύνου όμως, οι δυνάμεις της αγοράς, απέτυχαν στην αποστροφή αυτού του φαινομένου.

Η αγορά ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου, είναι συντονισμένη με πιο χαλαρούς κανονισμούς και πρότυπα, σε σύγκριση με την αγορά των συμβατικών δανείων. Γι'αυτό το λόγο, η επιθετική δανειοδότηση, εμφανίζεται περισσότερο

[15] Katalina M. Bianco, J.D., CCH Writer Analyst, CCH Federal Banking Law Reporter, CCH Mortgage Compliance Guide and Bank Digest, (2008), <<*The Subprime Lending Crisis: Causes and Effects of the Mortgage Meltdown*>>

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

στην πρώτη αγορά απ'ότι στην δεύτερη. Σύμφωνα με το GAO (General Accounting Office), η επιθετική δανειοδότηση, είναι μια κατάσταση, σύμφωνα με την οποία ο δανειστής εκμεταλλεύεται τον δανειολήπτη, μέσα από παραπλάνηση ή απάτη, δημιουργώντας ένα δάνειο του οποίου οι όροι δεν είναι ευνοϊκοί για τον δανειολήπτη. Σύμφωνα με το GAO, συμπεριφορές επιθετικής δανειοδότησης, περιλαμβάνουν τα παρακάτω χαρακτηριστικά κατά την σύναψη των δανείων.

Υπερβολικές αμοιβές: Τα δάνεια περιλαμβάνουν αμοιβές, οι οποίες ξεπερνούν τα ποσά που απαιτούνται προκειμένου να καλυφτούν τα κόστη των υπηρεσιών που παρείχαν, των πιστώσεων που χορηγούσαν και των επιτοκίων που επιβάλλονται. Οι δανειστές, προσθέτουν αυτές τις αμοιβές στα ποσά των δανείων και δεν ζητούν κάποια αρχική προκαταβολή. Με τον τρόπο αυτό, οι δανειστές, δεν γνωρίζουν ακριβώς το συνολικό ποσό των αμοιβών που πληρώνουν.

Υπερβολικά επιτόκια: Οι δανειστές, καταλογίζουν επιτόκια, τα οποία υπερβαίνουν αρκετά, τα επιτόκια τα οποία αντιστοιχούν στα συγκεκριμένα δάνεια σύμφωνα με υπολογισμούς βασισμένους στους κινδύνους τους οποίους εμπεριέχουν τα συγκεκριμένα δάνεια.

Δανεισμός χωρίς εκτίμηση της ικανότητας των δανειοληπτών για αποπληρωμή του δανείου: Οι όροι των δανείων, σχεδιάζονται, χωρίς να λαμβάνεται υπόψη η ικανότητα των δανειοληπτών για αποπληρωμή του δανείου. Οι δανειστές, εγκρίνουν τα χορηγούμενα δάνεια, βασιζόμενοι στην αξία του στοιχείου που δίνεται ως ενέχυρο. Η συμπεριφορά αυτή οδηγούσε στη σύναψη δανείων μη οικονομικά ανεκτών για τους δανειολήπτες. Σε πολλές περιπτώσεις, η μηνιαία δόση του δανείου ξεπερνούσε το συνολικό μηνιαίο εισόδημα του δανειολήπτη. Τέτοιου είδους δανειοδοτήσεις, αυξάνουν την πιθανότητα μη αποπληρωμής του δανείου. Γενικά, δάνεια των οποίων οι όροι κατά τον σχεδιασμό τους, δεν βασίστηκαν στην ικανότητα των δανειοληπτών για αποπληρωμή του δανείου, χαρακτηρίζονται μη ασφαλή.

Επαναχρηματοδότηση δανείων: Οι δημιουργοί των ενυπόθηκων δανείων, σε αρκετές περιπτώσεις, αναχρηματοδοτούν τα δάνεια των δανειοληπτών σε τακτά χρονικά διαστήματα. Η ενέργεια αυτή, δεν φέρει κανένα οικονομικό όφελος για του δανειολήπτες. Σε κάθε επιτυχημένη αναχρηματοδότηση, οι δανειστές χρεώνουν με επιπλέον αμοιβές τους δανειολήπτες, αυξάνοντας σε κάθε αναχρηματοδότηση το συνολικό κόστος του δανείου.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Παραπλάνηση και απάτη: Οι δανειστές, διαπράττουν απάτες προκειμένου να παραπλανήσουν τους δανειολήπτες σχετικά με τους όρους των δανείων, εκμεταλλευόμενοι την άγνοια των δανειοληπτών.

Πρόστιμα πρόωρης αποπληρωμής: Τα πρόστιμα σε περίπτωση πρόωρης αποπληρωμής ενός δανείου, δεν είναι απαραίτητα καταχρηστικά. Όμως, πολλοί δανειολήπτες τα χρησιμοποιούν προκειμένου να αυξήσουν το συνολικό κόστος των δανείων.

Εφάπαξ αυξημένη τελική καταβολή: Δάνεια που εμπεριέχουν εφάπαξ αυξημένη τελική καταβολή για την εξόφληση του δανείου (balloon payments), είναι σχεδιασμένα με τέτοιο τρόπο ώστε οι μηνιαίες δόσεις να είναι χαμηλές, όμως εμπεριέχουν μια μεγάλη τελική καταβολή προκειμένου να εξοφληθεί το δάνειο στη λήξη του. Η επιθετική δανειοδότηση περιλαμβάνει τελικές καταβολές, τις οποίες ο δανειολήπτης δεν μπορεί να πληρώσει με αποτέλεσμα την μη πληρωμή του δανείου ή την αναχρηματοδότησή του ή οποία ακολουθείται από υψηλότερα κόστη και αμοιβές.

Επιπλέον, η προσπάθεια των δανειστών να οδηγήσουν τους δανειολήπτες στην αγορά των δανείων υψηλού κινδύνου ενώ πληρούν τις προδιαγραφές για την απόκτηση ενός συμβατικού δανείου, θεωρείται επιθετική συμπεριφορά από την πλευρά των δανειστών. Σύμφωνα με την Fannie Mae, σχεδόν οι μισοί από τους δανειολήπτες δανείων υψηλού κινδύνου, θα μπορούσαν να είχαν συνάψει δάνεια με καλύτερους όρους.

Η επιθετική δανειοδότηση, δεν εμφανίζεται στην αγορά των συμβατικών δανείων, αντίθετα, είναι έντονη η παρουσία της στην αγορά των δανείων υψηλού κινδύνου, η οποία απευθύνεται σε δανειολήπτες με χαμηλό εισόδημα, οι οποίοι δεν είναι εξοικειωμένοι με τις λειτουργίες των χρηματοοικονομικών οργανισμών και των τραπεζών. Η συμπεριφορά των επιθετικών δανειοδοτήσεων, έπαιξε σημαντικό ρόλο στην αύξηση του αριθμού των δανειοληπτών που δεν αποπλήρωσαν το δάνειό τους.

3.2.4 Ελλιπή Πρότυπα Δανειοδότησης

Το 2007, το σύνολο των προπαρασκευαστικών ενεργειών και διαδικασιών για την χορήγηση ενός δανείου, γινόταν αυτοματοποιημένα. Πριν από την αυτοματοποίηση της διαδικασίας, ο υπεύθυνος για την συλλογή, την έρευνα και

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

αξιολόγηση των πληροφοριών προκειμένου να γίνει η έγκριση ενός δανείου, χρειαζόταν μια εβδομάδα περίπου για να αποφασίσει αν θα εγκριθεί τελικά το δάνειο, με την αυτοματοποίηση της διαδικασίας, η απόφαση βγαίνει μέσα σε 30 δευτερόλεπτα. Οι χαλαροί έλεγχοι και η προθυμία ορισμένων να συντομευθεί η όλη διαδικασία, η καταστρατήγηση του βασικού κανόνα της τραπεζικής πίστης, της αναγκαιότητας δηλαδή διεξαγωγής της δέουσας πιστοληπτικής αξιολόγησης των δανειοληπτών, οδήγησε αρχικά στην μείωση του κόστους χορήγησης ενός δανείου υψηλού κινδύνου και στην έγκριση δανείων που κάτω από ένα λιγότερο αυτοματοποιημένο σύστημα, δεν θα είχαν εγκριθεί. Η ακρίβεια των πληροφοριών αμφισβητείται, με αποτέλεσμα ακόμα και στα δάνεια που εγκρίθηκαν λανθασμένα, να μην γίνεται η απαραίτητη διαφοροποίηση στις επιτοκιακές χρεώσεις, ανάλογα με τον κίνδυνο. Οι λιγότερο τεκμηριωμένες εγκρίσεις δανείων ήταν πιο ευπαθής στην υποεκτίμηση των δυνατοτήτων των δανειοληπτών για αποπληρωμή του δανείου. Επιπλέον αρκετοί δανειολήπτες δεν γνώριζαν τους σύνθετους όρους των συμβολαίων που υπέγραφαν κατά την έγκριση του δανείου. Για παράδειγμα, αρκετοί δανειολήπτες δανείων υψηλού κινδύνου με κυμαινόμενα επιτόκια, δεν καταλαβαίνουν πλήρως κατά πόσο θα επιβαρυνθούν από την αλλαγή των επιτοκίων. Επιπλέον η πλειοψηφία των ατόμων που συνάπτουν δάνεια υψηλού κινδύνου, είναι χαμηλού μορφωτικού επιπέδου, με χαμηλό εισόδημα και συνθήκες διαβίωσης, και δεν ερευνούν τους όρους του συμβολαίου που συνάπτουν κατά την χορήγηση ενός δανείου, προκειμένου να πετύχουν τους καλύτερους για εκείνους όρους.

Η πολυπλοκότητα των δανείων, σε συνδυασμό με την δυσκολία να κατανοήσουν οι δανειολήπτες τους όρους αλλά και την μη σωστή παρουσίασή τους εκ μέρους των δανειστών, οδήγησαν σε υπερβολικό δανεισμό.

3.2.5 Απάτες από την Πλευρά των Δανειοληπτών

Καθώς οι τιμές των ακινήτων βρίσκονταν σε υψηλά επίπεδα κα συνέχιζαν την ανοδική πορεία, όλο και πιο συχνές ήταν οι απάτες στην αγορά των ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου. Όταν οι τιμές των ακινήτων βρίσκονταν σε υψηλά επίπεδα σε σχέση με τα εισοδήματα, οι δανειολήπτες, απρόθυμοι να δεχτούν τα χαμηλά επίπεδα διαβίωσης, δελεάζονται στην ιδέα απόκτησης ενός ενυπόθηκου δανείου, προκειμένου να αγοράσουν ένα ακίνητο. Οι δανειολήπτες προκειμένου

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

να χορηγηθούν κάποιο δάνειο για την αγορά ενός ακινήτου, παρουσίαζαν ψευδή στοιχεία σχετικά με το εισόδημά τους, το επάγγελμά τους, και τα ιστορικά στοιχεία σχετικά με την πορεία των χρηματοδοτήσεών τους στο παρελθόν. Όσο οι τιμές των ακινήτων συνέχιζαν να αυξάνονται, δεν υπήρχε πρόβλημα με τις απάτες, γιατί η άνοδος των τιμών των ακινήτων δημιουργούσε πλούτο στους δανειολήπτες, άρα μειώνονταν οι πιθανότητες μη πληρωμής των δανείων. Η μείωση των τιμών των ακινήτων όμως σε συνδυασμό με την άνοδο των επιτοκίων, δημιούργησε πρόβλημα αποπληρωμής των δανείων στους δανειολήπτες που είχαν παρουσιάσει ψευδή στοιχεία. Το 2007, the mortgage asset research institute, υπολόγισε ότι οι ζημιές από απάτες το 2006 ήταν γύρω στο 1 δις δολάρια, διπλάσιος αριθμός σε σχέση με το 2005.

3.2.6 Αγορά Ακινήτου για Κερδοσκοπικούς Σκοπούς

Ένας από τους λόγους που μπορεί να οδηγήσει στο σκάσιμο μιας φούσκας, όπως ήταν στην προκειμένη περίπτωση η αγορά των ακινήτων, είναι κερδοσκοπία των ατόμων και η πεποίθηση των ατόμων ότι οι τιμές θα αυξάνονταν συνεχώς. Οι Case και Shiller, το 2003 έκαναν μια έρευνα σε 2000 άτομα, τα οποία είχαν αγοράσει κάποιο ακίνητο τον Μάιο του 1988 και σε μία παρόμοια ομάδα ατόμων, οι οποίοι είχαν προβεί στην αγορά ενός ακινήτου τον Αύγουστο του 2002. Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν, ότι το 1988 υπήρχε φούσκα στην αγορά των ακινήτων. Πιο συγκεκριμένα, η αγορά των ακινήτων γινόταν με επενδυτικά κίνητρα και οι αγοραστές-επενδυτές, είχαν μεγάλες προσδοκίες για τις μελλοντικές τιμές των ακινήτων. Τα αποτελέσματα της έρευνας, δείχνουν ότι και το 2003 η κατάσταση που επικρατούσε στην αγορά, ήταν παρόμοια. Η αγορά ακινήτων αντιμετωπιζόταν σαν μία επένδυση. Αρκετοί δανειολήπτες δηλαδή, αγόραζαν κάποιο ακίνητο για κερδοσκοπικούς ή επενδυτικούς σκοπούς και όχι για να αποκτήσουν κύρια κατοικία. Όσον αφορά τον κίνδυνο, σύμφωνα με την έρευνα, ελάχιστοι αγοραστές πίστευαν ότι η συγκεκριμένη επένδυση εμπεριέχει κάποιο κίνδυνο. Όσον αφορά τις μελλοντικές τιμές των ακινήτων, και το 1988 και το 2003, το 90% των ερωτηθέντων, πίστευαν ότι οι τιμές των ακινήτων θα συνέχιζαν να αυξάνονται τα επόμενα χρόνια.

Κατά τη διάρκεια του 2006, το 22% των κατοικιών που αγοράζονται (1,65 εκατ. μονάδες) ήταν για επενδυτικούς σκοπούς, και 14% (1,07 εκατ. μονάδες)

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

αγοράζονται ως σπίτια για διακοπές και όχι για πρώτη κατοικία. Κατά τη διάρκεια του 2005, τα αντίστοιχα ποσοστά ήταν 28% και 12%, αντίστοιχα. Με άλλα λόγια, σχεδόν το 40% των αγορών, δεν αποτελούσαν κύρια κατοικία. Η μείωση των επενδύσεων το 2006, προκάλεσε ταχύτερη μείωση των επενδυτικών πωλήσεων, σε σχέση με την πρωτογενή αγορά. Τα σπίτια δεν αντιμετωπίζονταν ως επενδύσεις όπως οι μετοχές, με την άνοδο όμως των τιμών των ακινήτων, η συμπεριφορά των επενδυτών άλλαξε. Αρκετοί, γίνονταν συνιδιοκτήτες ενός ακινήτου πριν ακόμα ολοκληρωθεί η κατασκευή του και στη συνέχει το πουλούσαν για να βγάλουν κέρδος, χωρίς ποτέ να έχουν ζήσει στο ακίνητο. Αρκετές εταιρείες ενυπόθηκου δανεισμού, προσδιόρισαν τους κινδύνους που ενέχει αυτή η δραστηριότητα, μια και πολλοί επενδυτές είχαν αναλάβει υψηλού κινδύνου δανειακά κεφάλαια για την αγορά πολλών σπιτιών.

3.2.7 Η Ιδέα της Απόκτησης ενός Ακινήτου με Οικονομικά Ανεκτούς Τρόπους-Affordable Housing

Οι πολιτικές της κυβέρνησης, συνέβαλαν στην κρίση της αγοράς ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου. Η αύξηση του αριθμού των ιδιοκτήτων ακινήτων και η απόκτηση ενός ακινήτου με οικονομικά ανεκτούς τρόπους, προκειμένου να αποκτήσουν και τα ασθενέστερα οικονομικά στρώματα κάποιο ακίνητο, αποτελούσε στόχο και της κυβέρνησης Κλίντον αλλά και της κυβέρνησης Μπους. Το 1994, δημιουργήθηκε μία συνεργασία, στην οποία έλαβαν μέρος μεσίτες ακινήτων, κατασκευαστές ακινήτων, η Fannie Mae και Freddie Mac, τράπεζες, η HUD και αρκετοί άλλοι οργανισμοί και εταιρείες. Ήταν μια μαζική προσπάθεια στην οποία συμμετείχαν περισσότεροι από 1500 δημόσιοι και ιδιωτικοί οργανισμοί και εταιρείες. Στόχος τους ήταν τα ποσοστά ιδιοκτησίας ακινήτων να φτάσουν στα υψηλότερα επίπεδα όλων των εποχών μέχρι το τέλος της δεκαετίας του 1990. Η στρατηγική τους προκειμένου να επιτύχουν το στόχο τους, ήταν η αύξηση των χρηματοοικονομικών μεθόδων για την δημιουργία υποθηκών. Την ιδέα αυτή εκμεταλλεύτηκαν οι δανειστές και οι κτηματικές επιχειρήσεις. Οι τράπεζες, από την άλλη πλευρά, προκειμένου να ικανοποιήσουν τις απαιτήσεις της CRA(community reinvestment act), έπρεπε να καταστήσουν την χορήγηση πιστώσεων διαθέσιμη ακόμα και στις μειοψηφίες αλλά και στους μη φερέγγυους επενδυτές. Το 2004, η επιτροπή κεφαλαιαγοράς, χαλάρωσε την νομοθεσία,

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

διευκολύνοντας τις επενδυτικές τράπεζες να αυξήσουν σταδιακά το επίπεδο των χρεών τους, ενισχύοντας την ανάπτυξη των MBS, και του ενυπόθηκου δανεισμού υψηλού κινδύνου. Η συνεργασία για την προώθηση της ιδέας της εύκολης απόκτησης ενός σπιτιού, έπαιξε σημαντικό ρόλο στην αλλαγή της δομής της αγοράς ακινήτων, και κατ'επέκταση στην αύξηση του ποσοστού ιδιοκτησίας ακινήτων.

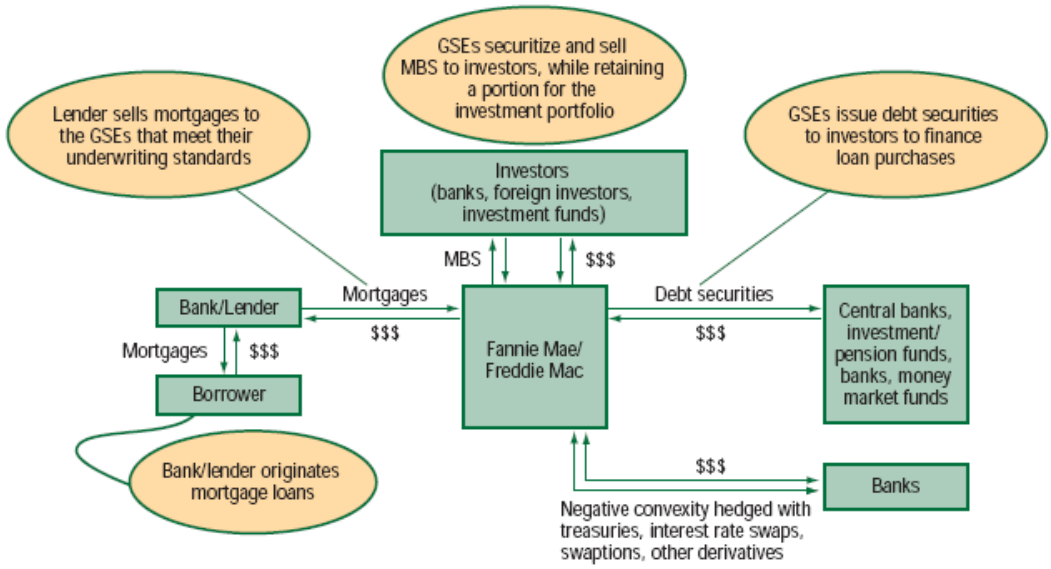
Από την άλλη πλευρά όμως ενθαρρύνθηκε η χορήγηση δανείων σε μη φερέγγυους επενδυτές. Οι τροποποιήσεις που έγιναν στα μέσα της δεκαετίας του 1990, αύξησαν το μέγεθος των δανείων, που χορηγούνταν για την απόκτηση ενός σπιτιού, σε δανειολήπτες οι οποίοι ήταν χαμηλού εισοδήματος, επιπλέον επετράπη για πρώτη φορά η τιτλοποίηση δανείων υψηλού κινδύνου. Πολλές πολιτείες των ΗΠΑ, προσπάθησαν να εμποδίσουν την ανάπτυξη μιας δευτερογενούς αγοράς, στην οποία δημιουργούνταν πακέτα επικίνδυνων δανείων, το υπουργείο οικονομικών, μετά από επιμονή των εθνικών τραπεζών, καταδίκασε αυτές τις ενέργειες ως παραβιάσεις των τραπεζικών νόμων. Το αμερικάνικο υπουργείο οικισμού και αστικής ανάπτυξης, ενίσχυσε αυτήν την τάση, εκδίδοντας τέτοια δάνεια υψηλού κινδύνου.

3.2.8 Fannie Mae και Freddie Mac

Οι Fannie Mae και Freddie Mac είναι ομοσπονδιακοί οργανισμοί, οι οποίοι αγοράζουν από τις τράπεζες, τα ταμιευτήρια, τις ασφαλιστικές εταιρείες, τις ενυπόθηκες απαιτήσεις τους, τις τιτλοποιούν και τις διοχετεύουν στην δευτερογενή αγορά. Στόχος τους είναι η διευκόλυνση της λειτουργίας μιας πιο υγιούς και αποτελεσματικής δευτερογενής αγοράς στεγαστικών δανείων, διοχετεύοντας νέο χρήμα στην αγορά. Παράλληλα διευκολύνουν την ρευστότητα στην πρωτογενή αγορά στεγαστικών δανείων, διασφαλίζοντας ότι τα κεφάλαια είναι συνεχώς στην διάθεση των οργανισμών που δανείζουν χρήματα στους αγοραστές ακινήτων. Η βασική δομή τους φαίνεται στο επόμενο σχήμα

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Basic Structure of Government-Sponsored Enterprises' (GSEs) Business Practices



Source: IMF staff.
Note: MBS = mortgage-backed security; GSE = government-sponsored enterprise.

Η Fannie Mae Freddie Mac, αγόραζαν ενυπόθηκα δάνεια από τους δημιουργούς τους, τα αναδιαμόρφωναν σε mortgage backed securities, και τα πουλούσαν σε επενδυτές, στην δευτερογενή αγορά στεγαστικών δανείων, με την εγγύηση ότι το αρχικό κεφάλαιο και η πληρωμή των τόκων θα περάσουν στο επενδυτή. Επιπλέον, αγόραζαν και υποθήκες για το δικό τους χαρτοφυλάκιο. Με την αγορά των ενυπόθηκων δανείων, παρείχαν στις τράπεζες και σε άλλους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς, χρήμα για να δημιουργήσουν νέα δάνεια. Η τακτική αυτή, τροφοδοτούσε την αμερικάνικη αγορά ακινήτων και πιστώσεων με ρευστότητα και ευελιξία.

Το 1995, η Fannie Mae και η Freddie Mac, άρχισαν να λαμβάνουν πιστώσεις για αγορά επενδυτικών ομολόγων που διασφαλίζονταν με υποθήκες, οι πιστώσεις αυτές συμπεριελάμβαναν δάνεια ατόμων με χαμηλό εισόδημα. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα οι οργανισμοί να αγοράζουν χρεόγραφα υψηλού κινδύνου. Το 1996, the Housing and Urban Development (HUD), κατεύθυνε τις Fannie Mae και Freddie Mac να παρέχουν τουλάχιστον το 42% της ενυπόθηκης χρηματοδότησης τους σε δανειολήπτες με εισόδημα χαμηλότερο από το μέσο εισόδημα της περιοχής τους. Ο στόχος αυτός αυξήθηκε σε 50% το 2000 και σε 52% το 2005. Το 1999, τέθηκαν υπό πίεση από την κυβέρνηση Κλίντον προκειμένου να επεκτείνουν την χορήγηση ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων σε δανειολήπτες με

χαμηλά και μεσαία εισοδήματα. Την ίδια στιγμή, οργανισμοί στην πρωτογενή αγορά ενυπόθηκων δανείων πίεσαν τους οργανισμούς να χαλαρώσουν τις πιστωτικές απαιτήσεις για τις υποθήκες που επρόκειτο να αγοράσουν, έτσι οι δανειολήπτες υψηλού κινδύνου μπορούσαν να λάβουν δάνεια με επιτόκια υψηλότερα από τα αντίστοιχα των συμβατικών δανείων. Οι μέτοχοι επίσης, πίεσαν την Fannie Mae να διατηρήσει τα υψηλά ποσοστά κερδών. Στόχος των δύο οργανισμών ήταν να καταστήσουν πιο επιτρεπτή την απόκτηση ενός ακινήτου. Ο μόνος τρόπος για να πετύχουν την χορήγηση δανείου σε χαμηλόμισθους, ήταν να χαλαρώσουν τα κριτήρια δανειοδότησης. Μέχρι τον Νοέμβριο του 2007, η Fannie Mae, είχε 55,9 δισεκατομμύρια χρεόγραφα υψηλού κινδύνου και 324,7 δισεκατομμύρια Alt-A ενυπόθηκα δάνεια στο χαρτοφυλάκιό της. Και οι δύο οργανισμοί μαζί είχαν περισσότερο από το μισό του ενός τρισεκατομμυρίου Alt-A ενυπόθηκα δάνεια στο χαρτοφυλάκιό τους. Συνολικά, η Fannie Mae και Freddie Mac, έχουν συνολικά $5,3 τρις σε υποθηκικό κίνδυνο, τα $3,7 τρις αποτελούν ενυπόθηκους τίτλους, ενώ τα $1,6 τρις βρίσκονται στο χαρτοφυλάκιό τους. Λαμβάνοντας υπόψη το χρέος που δημιουργείται προκειμένου να χρηματοδοτήσουν τις δραστηριότητές τους, οι δύο οργανισμοί, συμβάλλουν στο ένα τέταρτο των συνολικών $31 τρις της αμερικάνικης αγοράς ομολογιακού χρέους. Η Fannie Mae, μείωσε τις απαιτήσεις της προκειμένου να χορηγήσει πιστώσεις στους δανειολήπτες. Η ενέργεια αυτή, ενθαρρύνει τις τράπεζες να επεκτείνουν τον δανεισμό ενυπόθηκης πίστης υψηλού κινδύνου και σε άτομα με χαμηλή πιστοληπτική ικανότητα, αναλαμβάνοντας μεγαλύτερο κίνδυνο.

Η Fannie Mae και η Freddie Mac, ρυθμίζονται διαφορετικά και για όλα τα είδη δανείων, ακόμα και για εκείνα που χαρακτηρίζονται υψηλού κινδύνου, απαιτούνται λιγότερα κεφάλαια, άρα και τα κόστη είναι πιο χαμηλά. Εάν τα ποσοστά επάρκειας κεφαλαίων ήταν ίδια για τις τράπεζες και τις Fannie Mae και Freddie Mac, τότε οι δύο τελευταίες δεν θα κυριαρχούσαν στην αγορά του ενυπόθηκου δανεισμού. Εάν τα απαιτούμενα ποσοστά κεφαλαίων, τα οποία έπρεπε να διακρατούν οι τράπεζες για τις υποθήκες και τις τιτλοποιημένες υποθήκες, στηρίζονταν σε υπολογισμούς των κινδύνων σύμφωνα με την πιθανότητα μη πληρωμής, είναι σίγουρο, ότι οι τράπεζες, δεν θα κρατούσαν τέτοιου είδους προϊόντα στα χαρτοφυλάκιά τους.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

3.2.8.1 Η Κρατικοποίηση των δυο Οργανισμών

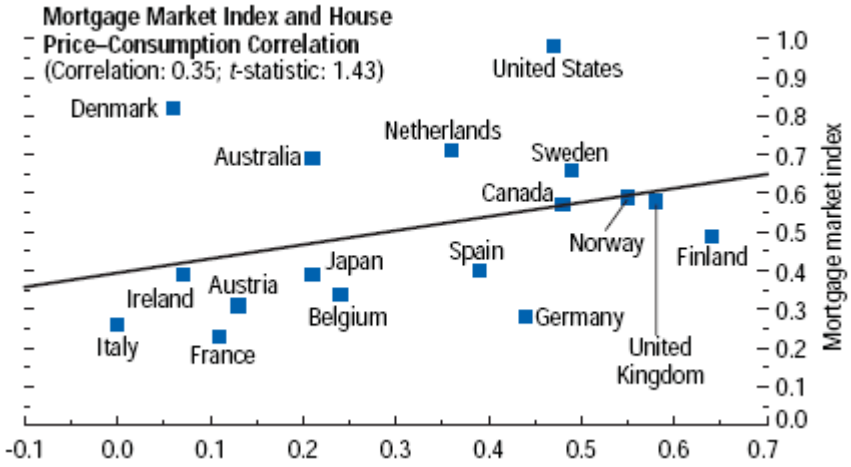
Η κρίση που ξέσπασε στην αγορά ενυπόθηκων δανείων χαμηλής εξασφάλισης, προκάλεσε πιέσεις στους οργανισμούς, οι οποίοι διακρατούσαν κεφάλαια κοντά στα ελάχιστα επιτρεπτά όρια. Οι συνηθισμένες μέθοδοι δημιουργίας κεφαλαίων, όπως είναι η πώληση τίτλων, δεν θα αποτελούσαν επιτυχημένη μέθοδο, καθώς η πώληση τίτλων θα μείωνε περαιτέρω την αξία των τίτλων που διακρατούσαν αλλά και εξαιτίας του γεγονότος ότι οι δύο οργανισμοί δεν ήταν κερδοφόροι από το 2006. Οι συνολικές τους απώλειες έφταναν τα $14,9 δις και οι ανησυχίες της αγοράς για την ικανότητά τους να δημιουργήσουν κεφάλαια, απειλούσε περαιτέρω την αμερικάνικη χρηματοπιστωτική αγορά. Τον Ιούλιο του 2008, η τιμή των μετοχών τους μειώθηκε ραγδαία και η απόκτηση πιστώσεων ήταν δύσκολη. Οι αρμόδιοι της FED, διαπίστωσαν ότι οι δύο οργανισμοί δεν μπορούσαν να συνεχίσουν την υγιή λειτουργία τους και να εκπληρώσουν τον σκοπό λειτουργίας τους χωρίς να ληφθούν μέτρα. Στις 7 Σεπτεμβρίου, η αμερικανική κυβέρνηση θέτει υπό ομοσπονδιακό έλεγχο τους μεγάλους στεγαστικούς οργανισμούς Fannie Mae και Freddie Mac, προκειμένου να αποφύγει «θύελλα» στο τραπεζικό-πιστωτικό σύστημα από την αναμενόμενη χρεοκοπία των δύο εταιρειών ενυπόθηκου δανεισμού. Το υπουργείο Οικονομικών των Ηνωμένων Πολιτειών ανακοίνωσε ότι οι δύο οργανισμοί έκδοσης ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων Freddie Mac και Fannie Mae «τίθενται σε καθεστώς εποπτείας» έως ότου τακτοποιηθούν σε ικανοποιητικότερο του σημερινού βαθμού τα οικονομικά μεγέθη τους. Στο πλαίσιο της εθνικοποίησης των Fannie Mae και Freddie Mac, αντικαθίστανται οι εκτελεστικοί διευθυντές των δύο εταιρειών και δίνεται πρόσθετη χρηματοδότηση στους οργανισμούς. Το σχέδιο διάσωσης περιλάμβανε την χρηματοδότηση ύψους $100 δις στην κάθε μία, ώστε η καθαρή αξία να παραμείνει θετική.

3.3 Η Επιρροή της Κρίσης στην Κατανάλωση

Η κατανάλωση των νοικοκυριών, υπήρξε ένας από τους βασικούς παράγοντες ανάπτυξης της αμερικάνικης οικονομίας από το 2002, παρόλα αυτά, η κρίση στην αγορά των ακινήτων, μπορεί να προκαλέσει μείωση της κατανάλωσης. Το παρακάτω διάγραμμα δείχνει τη συσχέτιση ανάμεσα στην κατανάλωση και στις

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

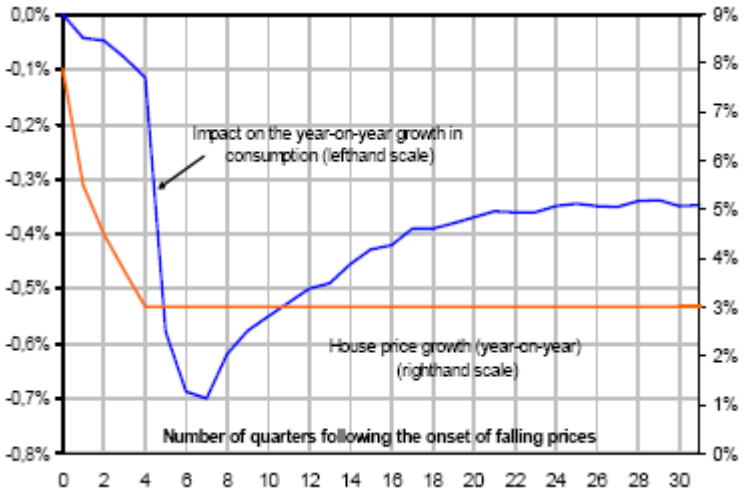
τιμές των ακινήτων. Παρατηρούμε, ότι η συσχέτιση είναι πιο ισχυρή στις χώρες με πιο αναπτυγμένες αγορές ενυπόθηκων δανείων.



Source: IMF, 2008

Η μείωση των τιμών των ακινήτων, επηρεάζει την κατανάλωση με δύο τρόπους. Μέσα από την μείωση του πλούτου των νοικοκυριών, και μέσα από τις επιρροές που ασκεί, μέσω των αναλήψεων μετρητών, τα οποία μετρητά προέκυπταν από την αύξηση της αξίας της υποθήκης (mortgage equity withdrawal). Ο πρώτος τρόπος με τον οποίοι η αύξηση των τιμών των ακινήτων επηρεάζει την κατανάλωση των νοικοκυριών, είναι η επιρροή του συνδρόμου του πλούτου. Η άνοδος των τιμών των ακινήτων, κάνει τα νοικοκυριά να αισθάνονται πλουσιότερα και να δαπανούν περισσότερα, πράγμα που οδηγεί σε αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας και της οικονομίας. Αντίθετα, όταν οι τιμές των ακινήτων μειώνονται, η περιουσία των νοικοκυριών μειώνεται, ceteris paribus. Κατά συνέπεια το μόνιμό τους εισόδημα, αναθεωρείται προς τα κάτω, οδηγώντας σε μείωση της κατανάλωσης. Μία μείωση 5% στις τιμές των ακινήτων, οδηγεί σε μείωση της κατανάλωσης κατά 0,7% βραχυπρόθεσμα και 0,3% μακροπρόθεσμα, όπως φαίνεται και στο παρακάτω γράφημα.

Επιρροή στην κατανάλωση από μια 5% μείωση των τιμών των ακινήτων

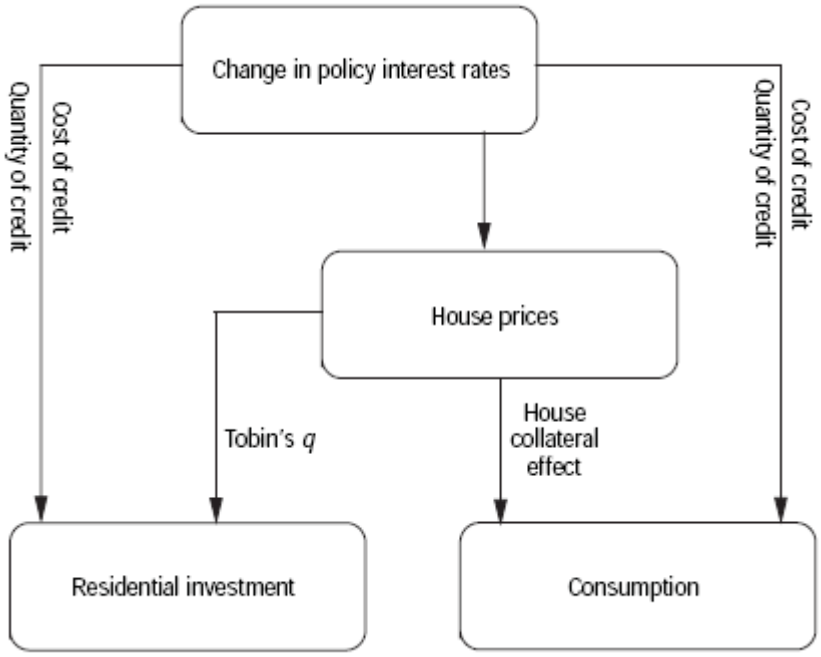


Source: Tresor-Economics

Ο δεύτερος τρόπος, επιτρέπει στους δανειολήπτες να αποκτούν μετρητά όταν οι τιμές των ακινήτων αυξάνονται. Τα νοικοκυριά, τα οποία έχουν λάβει ένα δάνειο σταθερού επιτοκίου, μπορούν να επωφεληθούν από μια πτώση των τιμών των επιτοκίων και να επαναχρηματοδοτήσουν το υπάρχον δάνειό τους, για παράδειγμα, μπορούν να αποπληρώσουν το δάνειό τους νωρίς (τα πρόστιμα πρόωρης αποπληρωμής, είναι χαμηλά) και να πάρουν κάποιο άλλο με καλύτερους όρους. Όταν η αξία του ενέχυρου αυξάνεται, οι δανειολήπτες, μπορούν να αυξήσουν το ποσό του δανείου, ανάλογα με την αύξηση της αξίας των ακινήτων. Με αυτόν τον τρόπο, μπορούν να καλύψουν την χρηματική διαφορά των δύο δανείων. Το επιπλέον ποσό που λαμβάνουν, το εκταμιεύουν. Το ποσό το οποίο εκταμιεύουν, χρησιμοποιείται για καταναλωτικούς σκοπούς, ή για αποπληρωμή άλλων οφειλών. Από την άλλη πλευρά, μείωση στις τιμές των ακινήτων, μειώνει το ποσό των μετρητών τα οποία τα νοικοκυριά μπορούν να αποκτήσουν και κατ'επέκταση, μειώνει και την κατανάλωση. Το ποσό των αναλήψεων μετρητών εξαιτίας της μείωσης των τιμών των ακινήτων, μειώθηκε από 700 δις δολάρια στο πρώτο τετράμηνο του 2006 σε 360 δις δολάρια το δεύτερο τετράμηνο του 2007. Στην πραγματικότητα, η μείωση των MEW, έχει μικρή επιρροή στην κατανάλωση. Μία μείωση 5% στις ετήσιες τιμές των ακινήτων, μειώνει το ετήσιο ποσό εκταμίευσης γύρω στα 130 δις δολάρια, δηλαδή το 1% του ΑΕΠ, το οποίο με τη σειρά του μειώνει την κατανάλωση γύρω στο 0,1%

3.4 Νομισματική Πολιτική και Housing

Οι αλλαγές των επιτοκίων, επηρεάζουν την εγχώρια ζήτηση, άμεσα, μέσα από τις μεταβολές στο κόστος και στην διαθεσιμότητα των πιστώσεων, αλλά και έμμεσα, μεταβάλλοντας τις τιμές των σπιτιών. Μεταβολές στην αξία των ακινήτων, στη συνέχεια, επηρεάζουν την συνολική ζήτηση, μεταβάλλοντας τα κίνητρα για επενδύσεις στον συγκεκριμένο τομέα αλλά και την ικανότητα των νοικοκυριών να χρησιμοποιήσουν την διασφαλιστική αξία των σπιτιών τους, προκειμένου να χρηματοδοτήσουν την κατανάλωσή τους. Στο παρακάτω σχήμα, απεικονίζονται τα κανάλια, μέσα από τα οποία η νομισματική πολιτική επηρεάζει τον τομέα των ακινήτων.



Source: IMF, World Economic Outlook, April 2008

Πριν την απελευθέρωση των ενυπόθηκων αγορών, αλλαγές στην νομισματική πολιτική, είχαν σημαντικές επιρροές στις επενδύσεις στον τομέα των ακινήτων, μεταβάλλοντας την ποσότητα των διαθέσιμων πιστώσεων. Η χρηματοδότηση ακινήτων, γινόταν από εξειδικευμένους δανειστές, οι οποίοι χρηματοδοτούσαν μακροχρόνιες υποθήκες μέσα από βραχυχρόνιες καταθέσεις στις οποίες επιβάλλονταν ένα ανώτατο όριο επιτοκίου. Μία αύξηση των επιτοκίων, σηματοδοτούσε την εκροή των καταθέσεων, και την συρρίκνωση των καθαρών εσόδων των οργανισμών που ασχολούνταν με την ενυπόθηκη χρηματοδότηση. Αποτέλεσμα και των δύο συνεπειών, ήταν η μείωση της διάθεσης πιστώσεων.

Με την απελευθέρωση της αγοράς, και άλλοι οργανισμοί ασχολήθηκαν με την χρηματοδότηση για την αγορά ακινήτων. Η απελευθέρωση της αγοράς ενίσχυσε τον ρόλο των ακινήτων κατά την διαδικασία μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής. Με τον αυξανόμενο ανταγωνισμό, στον τομέα της χρηματοδότησης για στεγαστικούς σκοπούς, οι δανειστές ενυπόθηκων δανείων, ρυθμίζουν τα επιτόκια πιο γρήγορα, προκειμένου να συμφωνούν με τα επιτόκια της αγοράς. Επιπλέον, επειδή τα νοικοκυριά και οι επιχειρήσεις έχουν πρόσβαση σε μεγάλο εύρος πιστωτικών προϊόντων, επενδύσεις στον τομέα των ακινήτων και οι δαπάνες των καταναλωτών, επηρεάζονται περισσότερο σε αλλαγές των επιτοκίων. Τέλος, εξαιτίας της ευκολότερης πρόσβασης στον ενυπόθηκο δανεισμό, οι τιμές των ακινήτων αντιδρούν πιο εύκολά στις μεταβολές των επιτοκίων. (Iacoviello and Minetti, 2002).

Η χαλαρή νομισματική πολιτική, της κεντρικής τράπεζας των ΗΠΑ, η οποία ξεκίνησε το 2001 και είχε ως στόχο την έξοδο της οικονομίας από την ύφεση, συνέβαλλε στην ανάπτυξη της αγοράς των ακινήτων, σε όρους επενδύσεων αλλά και στην άνοδο της τιμής των ακινήτων. Τα υπερβολικά χαμηλά επιτόκια, αποτέλεσαν κίνητρο για τους κατασκευαστές να αυξήσουν την προσφορά ακινήτων και για τα νοικοκυριά να αυξήσουν την ζήτηση ακινήτων, με αποτέλεσμα την αύξηση της αξίας των ακινήτων. Η επιρροές της χαλαρής νομισματικής πολιτικής, μεγεθύνονται αν λάβουμε υπόψη τα ελλιπή πρότυπα δανειοδότησης αλλά και το μεγάλο μέγεθος του κινδύνου που αναλάμβαναν οι δανειστές στην αγορά ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου. Αρκετοί υποστηρίζουν ότι τα επιτόκια έπρεπε να αυξάνονταν από 1,75% το 2001 σε 5,25% το 2005 και όχι να μειώνονταν περαιτέρω στο 1% το 2003 και μετά να αυξάνονταν σταδιακά.[16] Η χαλαρή νομισματική πολιτική και η εισροή κεφαλαίων στις ΗΠΑ, ενθάρρυνε την αύξηση της κατανάλωσης. Η κατανάλωση των νοικοκυριών αποτελούσε την κύρια μηχανή ανάπτυξης στις ΗΠΑ. Η αύξηση της κατανάλωσης ευνοήθηκε και από την αύξηση των τιμών των ακινήτων. Οι ιδιοκτήτες ακινήτων ένιωθαν πλούσιοι, αυξάνοντας περαιτέρω την κατανάλωση και αποκτώντας δάνεια με εξασφάλιση του ακινήτου.

Όταν οι τιμές των ακινήτων πέφτουν ραγδαία, μετά το ξέσπασμα μιας φούσκας, οι νομισματικές αρχές, πρέπει να αντιδράσουν, προκειμένου να

[16] Michael Mah-Hui Lim, (2008), <<*Old Wine in a New Bottle: Subprime Mortgage Crisis-Causes and Consequences*>>, The Levy Economics Institute of Board College, Working Paper No. 532

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

διατηρήσουν το πληθωρισμό και να σταθεροποιήσουν την παραγωγή. Στην περίπτωση της συνεχόμενης ανόδου των τιμών των ακινήτων, οι νομισματικές αρχές, έπρεπε να αυξήσουν τα επιτόκια, προκειμένου να αντικρούσουν την άνοδο των τιμών και να εμποδίσουν την δημιουργία χρηματοοικονομικών ανισορροπιών.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4
ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗ, ΜΕΤΑΦΟΡΑ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΚΑΙ ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ

4.1 Γενικά Περί Τιτλοποίησης

Η τιτλοποίηση είναι ένας θεσμός πολύ γνωστός στην διεθνή πρακτική και συνίσταται στην άντληση κεφαλαίων με μεταβίβαση της αξίας ενός χαρτοφυλακίου απαιτήσεων. Αντί να δανεισθεί μία επιχείρηση, μπορεί να αποκόψει από το ενεργητικό της μια ομάδα απαιτήσεων με κοινά χαρακτηριστικά και να τα μεταβιβάσει έναντι τιμήματος. Πρόκειται δηλαδή για απαιτήσεις, τις οποίες διατηρεί η επιχείρηση στο ενεργητικό της και αδυνατεί να εισπράξει, οπότε προχωρά στην τιτλοποίησή τους προκειμένου να αντλήσει κεφάλαια. Για την καταβολή του τιμήματος, ο νέος κύριος των απαιτήσεων χρηματοδοτείται από τρίτους είτε απευθείας, είτε μέσω ενδιάμεσου χρηματοδότη (conduit). Για την χρηματοδότηση του τιμήματος αγοράς των απαιτήσεων, χρησιμοποιούνται όλες οι γνωστές μέθοδοι άντλησης κεφαλαίων (μετοχικό κεφάλαιο, ομολογιακό ή και κοινό δάνειο), ανάλογα με τις ανάγκες διάρθρωσης της εκάστοτε τιτλοποίησης.

Στο πλαίσιο αυτό, έχει σημασία για τους χρηματοδότες να κλείσει ο κύκλος των προσώπων που είναι δυνατόν να καταστούν δανειστές του νέου κυρίου των απαιτήσεων, διότι διαφορετικά εκτίθενται σε προφανείς κινδύνους σε περίπτωση αφερεγγυότητας του. Για τον λόγο αυτό, ο νέος κύριος των απαιτήσεων πρέπει να είναι εταιρεία ειδικού σκοπού (ΕΕΣ) που χρησιμεύει ως όχημα των απαιτήσεων. Ο διεθνής όρος αυτού του είδους των εταιρειών, είναι Special Purpose Vehicle (SPV) ή Special Purpose Entity (SPE) ή Special Purpose Company (SPC). Στη διεθνή πρακτική, τέτοια οχήματα δεν έχουν εργαζόμενους, δεν κάνουν συναλλαγές πέραν των όσων τους επιτρέψουν ρητά οι χρηματοδότες και λειτουργούν σε δικαιοδοσίες με ευνοϊκό νομικό και φορολογικό καθεστώς.

Η επιχείρηση που μεταβιβάζει τις απαιτήσεις, ενδέχεται να συμμετέχει στο σχήμα της χρηματοδότησης, είτε ως δανείστρια, είτε ως εγγυήτρια και έχει ευθύνη σε περίπτωση πραγματικών ή νομικών ελαττωμάτων των απαιτήσεων που τιτλοποιήθηκαν.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Η διαχείριση και είσπραξη των απαιτήσεων που τιτλοποιούνται ανατίθεται σε ένα νομικό πρόσωπο, τον διαχειριστή των δανείων (servicer), που στη συγκεκριμένη περίπτωση θεωρείται ότι ικανοποιεί τα απαιτούμενα κριτήρια φερεγγυότητας, εμπειρίας, επιμέλειας, και αποτελεσματικότητας. Το νομικό πρόσωπο αυτό ενδέχεται να είναι και η ίδια η επιχείρηση που μεταβίβασε τις τιτλοποιούμενες απαιτήσεις ή τρίτη εταιρία.

Οι χρηματοδότες δεν προσβλέπουν στον ίδιο τον οφειλέτη τους, αλλά στην ομαλή ροή εισπράξεων από τις τιτλοποιούμενες απαιτήσεις, επί των οποίων λαμβάνουν εξασφαλίσεις. Για την προστασία από συναλλαγματικούς επιτοκιακούς ή και άλλους παρεμφερείς κινδύνους, χρησιμοποιούνται χρηματοοικονομικά παράγωγα, ενώ για την αντιμετώπιση της χρονικής υστέρησης μεταξύ υποχρεώσεων της ΕΕΣ και είσπραξης των απαιτήσεων, χρησιμοποιούνται παράπλευρες πιστωτικές διευκολύνσεις.

4.1.1 Τιτλοποίηση Στεγαστικών Δανείων

Η τιτλοποίηση στεγαστικών δανείων, αποτελεί παραδοσιακή μορφή τιτλοποίησης απαιτήσεων κατά την οποία πραγματοποιείται μεταφορά ομάδας ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων (pool) προς μια εταιρεία ειδικού σκοπού, βάσει της οποίας εκδίδονται από την εν λόγω εταιρία, ομόλογα, τα οποία διατίθενται στο επενδυτικό κοινό. Αυτό επιτυγχάνεται με τον πλήρη νομικό διαχωρισμό των υποκείμενων δανείων από το μεταβιβάζον πιστωτικό ίδρυμα (originator), αφού τα σχετικά ανοίγματα δεν εμφανίζονται πλέον στον ισολογισμό του.

Με τον διαχωρισμό αυτό, επιτυγχάνεται η ελάχιστη δυνατή αρνητική επίδραση σε περίπτωση χρεοκοπίας του μεταβιβάζοντος πιστωτικού ιδρύματος. Τέλος, για την καλύτερη εξυπηρέτηση των συμφερόντων των ομολογιούχων ορίζεται ένα νομικό πρόσωπο ως εκπρόσωπός τους (Security Trustee).

Η μεγαλύτερη αγορά τιτλοποίησης στεγαστικών δανείων είναι αυτή των ΗΠΑ. Η άνθιση που γνωρίζει το συγκεκριμένο είδος τιτλοποίησης στις ΗΠΑ, οφείλεται κατά μεγάλο μέρος στην ύπαρξη τριών μεγάλων κυβερνητικών οργανισμών παροχής εγγυήσεων, που εφαρμόζοντας κυβερνητικά επιχορηγούμενα προγράμματα, αυξάνουν την ρευστότητα της αγοράς στεγαστικών δανείων, επιδοτώντας εμμέσως την ανάπτυξη της ατομικής ιδιοκτησίας κατοικιών. Οι τρεις αυτοί οργανισμοί είναι: Government National

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Mortgage Association (GNMA), Federal National Mortgage Association (FNMA), Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC).

Οι οργανισμοί αυτοί αγοράζοντας σύνολα (pool) στεγαστικών δανείων από τις τράπεζες, εκδίδουν ομόλογα με υποκείμενες αξίες τα εν λόγω δάνεια. Τα ομόλογα αυτά αναφέρονται με το όνομα του οργανισμού, το κουπόνι που πληρώνουν και τη διάρκειά τους.

4.1.2 Η Δομή της Τιτλοποίησης των Στεγαστικών Δανείων

Κατά την διαδικασία της τιτλοποίησης των στεγαστικών δανείων, εμπλέκονται αρκετοί φορείς οι οποίοι καλούνται να παίξουν ρόλο στα διάφορα στάδια υλοποίησής της

Μεταβιβάζον Πιστωτικό Ίδρυμα (Originator): Το νομικό πρόσωπο το οποίο έχει την ιδιότητα του μεταβιβάζοντος, κατά την έννοια των άρθρων 10 παρ.2 και 11 παρ.2 του Ν 3156/2003. Το συνηθέστερο είναι η μεταβιβάζουσα τράπεζα (Originating Bank) ή μεγάλη ανώνυμη εταιρεία να διαχειρίζεται όλο το πρόγραμμα της τιτλοποίησης, να παρέχει συγκεκριμένου τύπου ρευστότητα στο πλαίσιο που της είναι επιτρεπτό, να παρέχει επιπλέον εξασφαλίσεις για την ενίσχυση της φερεγγυότητας της ΕΕΣ (πιστωτική ενίσχυση) και τέλος να είναι ο διαχειριστής των απαιτήσεων (Servicer).

Η Εταιρεία Ειδικού Σκοπού (ΕΕΣ): Η εταιρεία ειδικού σκοπού (Special Purpose Vehicle), είναι το νομικό πρόσωπο το οποίο έχει ως αποκλειστικό σκοπό την απόκτηση απαιτήσεων, στη συγκεκριμένη περίπτωση ομάδα στεγαστικών δανείων, με σκοπό την τιτλοποίησή τους. η δημιουργία της εταιρείας ειδικού σκοπού και η συμμετοχή της στην διαδικασία της τιτλοποίησης αποτελεί και την ειδοποιό διαφορά ανάμεσα στην τιτλοποίηση και στην έκδοση ομολογιακού δανείου. Ως εκδότρια τίτλων, η εταιρεία ειδικού σκοπού τοποθετεί λογιστικά τα αντληθέντα κεφάλαια που προκύπτουν στο παθητικό της. Αντίθετα, αν και τα κεφάλαια αυτά καταλήγουν στην μεταβιβάζουσα-χρηματοδοτούμενη εταιρεία, λογιστικά δεν εμφανίζονται στο παθητικό της. Το γεγονός αυτό εξηγείται από το ότι οι απαιτήσεις μεταβιβάζονται μέσω πώλησης και τα αντληθέντα κεφάλαια λαμβάνονται ως τίμημα για την πώληση αυτή. Παράλληλα με την πώληση των απαιτήσεων στην εταιρεία ειδικού σκοπού καθίσταται εφικτή η οικονομική και

νομική ανεξαρτησία τους από την μεταβιβάζουσα εταιρεία, καθώς και η αποξένωσή τους τόσο από την εταιρεία όσο και από τους δανειστές.

Διαχειριστής των απαιτήσεων (Servicer): Είναι το νομικό πρόσωπο που παρακολουθεί και διαχειρίζεται όλα τα δάνεια σε καθημερινή βάση, εισπράττει τοκοχρεολύσια και εξοφλεί τους κατόχους των τίτλων για λογαριασμό της ΕΕΣ.

Οφειλέτης ή Δανειολήπτης (Obligor): Το φυσικό πρόσωπο που έχει πάρει το δάνειο για την αγορά του ακινήτου και ως εξασφάλιση έχει εγγράψει υποθήκη στο ακίνητο.

Ομολογιούχοι Επενδυτές (Investors): Είναι τα νομικά πρόσωπα τα οποία αγοράζουν (επενδύουν) τα ομόλογα που εκδίδει η ΕΕΣ. Είναι οι δανειστές του πιστωτικού ιδρύματος που μεταβιβάζει τα δάνεια. Συνήθως είναι πιστωτικά ιδρύματα, ασφαλιστικά ταμεία, ασφαλιστικές εταιρείες ή Hedge funds.

Εκπρόσωπος των Ομολογιούχων (Security Trustee) : Είναι το νομικό πρόσωπο που εκπροσωπεί τα συμφέροντα των ομολογιούχων επενδυτών. Παρακολουθεί την καλή εκτέλεση της λειτουργίας της τιτλοποίησης ελέγχοντας αν τηρούνται απαρέγκλιτα οι όροι που έχουν παρουσιαστεί στους ομολογιούχους.

Εταιρεία Αξιολόγησης (Rating Agency): Είναι η εταιρεία, η οποία με την αξιοπιστία της, διασφαλίζει το αποτέλεσμα στο όλο εγχείρημα. Με την τεχνογνωσία και την εμπειρία της αξιολογεί, με την χρήση μοντέλων, την ποιότητα των στεγαστικών δανείων, εξετάζοντας δειγματοληπτικά μια σειρά από παραμέτρους που αφορούν στους δανειολήπτες, στην κάλυψη που προσφέρεται από τα ακίνητα και στις συνθήκες της αγοράς στην οποία πραγματοποιείται η τιτλοποίηση. Με τις μεθόδους αυτές, είναι σε θέση να αξιολογεί τα δάνεια με τον καλύτερο τρόπο, ώστε να ανταποκρίνονται στην διαβάθμιση τω υπό έκδοση κλάσεων ομολόγων από την ΕΕΣ.

Τέλος, για την καλύτερη και αποτελεσματικότερη διαχείριση της τιτλοποίησης η ΕΕΣ είναι σε θέση να συνάψει συμφωνίες με διάφορούς αντισυμβαλλόμενους με σκοπό να καλύψει κάποιες από τις ανάγκες λειτουργίας της όπως έλλειψη ρευστότητας, με τον παροχέα Ρευστότητας (Liquidity Provider), ή κάλυψη επιτοκιακών και πιστωτικών κινδύνων με τον παροχέα Συμβάσεων Παραγώγων (Hedge Provider).

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

4.1.3 Πλεονεκτήματα από την Τιτλοποίηση

Η τιτλοποίηση είναι ένας μηχανισμός ο οποίος παρά το γεγονός ότι εξυπηρετεί ένα συγκεκριμένο σκοπό, παράγει ένα σημαντικό αριθμό ωφελειών, για το πιστωτικό ίδρυμα που μεταβιβάζει τις απαιτήσεις του, αλλά και για τον επενδυτή. Παράλληλα, υπάρχουν και επιπτώσεις οι οποίες επιδρούν στη λειτουργία της αγοράς, επηρεάζοντας θετικά το ευρύτερο κοινωνικό σύνολο.

Τα πλεονεκτήματα του πωλητή από την τιτλοποίηση είναι:

- Μεταφέρει τα δάνεια – απαιτήσεις εκτός ισολογισμού, έτσι απελευθερώνονται κεφάλαια και αυξάνεται η δανειοδοτική του ικανότητα, χωρίς να απαιτείται αύξηση των καταθέσεων. Με αυτό τον τρόπο τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα έχουν περισσότερες εναλλακτικές επιλογές άντλησης κεφαλαίων.
- Το επιτοκιακό ρίσκο από την χορήγηση δανείων με σταθερό επιτόκιο μεταφέρεται από την τράπεζα στον επενδυτή, αφού η τράπεζα λειτουργεί ως μεσάζοντας στις συναλλαγές μεταξύ δανειολήπτη και επενδυτή, έτσι ενισχύεται η δυνατότητα διαχείρισης του επιτοκιακού κινδύνου.
- Του παρέχεται η δυνατότητα πρόσβασης σε ευρύτερη βάση, σε κεφαλαιαγορές και σε θεσμικούς επενδυτές για την χρηματοδότηση του ενεργητικού του.
- Μπορεί να μειώσει τις διαφορές στις χρονικές λήξεις των διαφόρων τοποθετήσεων του ενεργητικού και του παθητικού.
- Διατηρεί τις σχέσεις με τους πελάτες.
- Μετατρέπει τις δύσκολα ρευστοποιήσιμες απαιτήσεις σε μετρητά γρήγορα.
- Επιτυγχάνει ένα φτηνότερο κόστος χρηματοδότησης απ’ ότι οι παραδοσιακές πηγές.
- Μειώνει την απαιτούμενη κεφαλαιακή επάρκεια δεδομένου ότι τα δάνεια ή οι απαιτήσεις μεταφέρθηκαν εκτός ισολογισμού.
- Αυξάνεται η ρευστότητά του.
- Ενισχύεται η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων λόγω των μειωμένων κεφαλαιακών απαιτήσεων και της ροής ενός σταθερού εισοδήματος για την εξυπηρέτηση που προσφέρει.
- Ενισχύεται η εταιρική του ταυτότητα στην αγορά.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Τα οφέλη για τον επενδυτή είναι:

- Η πρόσβαση σε μια αγορά ασφαλή και εκτιμημένη από ειδικούς στις επενδύσεις
- Ένα ελκυστικό επιτόκιο απόδοσης
- Πιο ελεύθερη σύνθεση του χαρτοφυλακίου του
- Σταθερό μηνιαίο εισόδημα
- Η δυνατότητα για άμεση ρευστοποίησης της επένδυσής του λόγω της καλής εμπορευσιμότητας των τίτλων.

Ευρύτερα κοινωνικά και οικονομικά οφέλη

Στις αγορές, όπου έχει υιοθετηθεί η τιτλοποίηση σε ευρεία κλίμακα, έχουν πραγματοποιηθεί μία σειρά από δημόσια, κοινωνικά και οικονομικά οφέλη. Μια ισχυρή δευτερογενής αγορά τιτλοποιημένων δανείων έχει σαν αποτέλεσμα αυξημένη διαθεσιμότητα αναχρηματοδότησης της συγκεκριμένης δραστηριότητας (στεγαστικά δάνεια) και αισθητά μειωμένο κόστος σε σχέση με αυτό των αρχικών δανείων. Επίσης, έχει παρατηρηθεί ότι η τιτλοποίηση διευκολύνει και ενθαρρύνει τον καταμερισμό των κεφαλαίων, υποβάλλοντας την αξιοπιστία της πιστότητας των πιστωτικών ιδρυμάτων στις αρχές αξιολόγησης και τιμολόγησης των κεφαλαιαγορών. Με αυτόν τον τρόπο, επιτυγχάνεται η αξιοποίηση των συγκεκριμένων κεφαλαίων, άρα και μεγάλου μέρους των πόρων μιας χώρας ή μιας ευρύτερης γεωγραφικής ζώνης, με τον καλύτερο δυνατό τρόπο και με την πιο αποτελεσματική χρήση.

Τέλος, από την πλευρά της εποπτικής αρχής μιας χώρας, η τιτλοποίηση περιγράφει ένα απόλυτα ελεγχόμενο μηχανισμό, μέσα από τον οποίο μπορούν να μεταφέρονται συγκεντρωτικά μεγάλα κομμάτια κινδύνου (πιστωτικός, επιτοκιακός, αγοράς) των πιστωτικών ιδρυμάτων, τα οποία απορρέουν από τα χαρτοφυλάκιά τους, σε μερίδες επενδυτών. Η διασπορά του κινδύνου – ιδιαίτερα με την τιτλοποίηση στεγαστικών δανείων- δεν περιορίζεται μόνο στα στενά όρια της χώρας, αλλά διασκορπίζεται στις διεθνείς κεφαλαιαγορές, γεγονός που ενισχύει την πιστοληπτική ικανότητα των πιστωτικών ιδρυμάτων, ενώ παράλληλα ενισχύει το ευρύτερο χρηματοπιστωτικό σύστημα της χώρας.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

4.1.4 Χρεόγραφα υπό Κάλυψη Υποθηκών-Mortgage Backed Securities, (MBS)

Όπως αναφέραμε με την τιτλοποίηση, μετατρέπονται τα περιουσιακά στοιχεία μιας επιχείρησης σε ομόλογα και διαπραγματεύονται στην δευτερογενή αγορά.
Τα ομόλογα που εκδίδονται ανάλογα με το είδος της απαίτησης, διαχωρίζονται σε αυτά που είναι εξασφαλισμένα με υποθήκες και ονομάζονται Mortgage Backed Securities (MBS), και σε αυτά που είναι εξασφαλισμένα με οποιοδήποτε άλλο στοιχείο του ενεργητικού και είναι γνωστά ως Asset Backed Securities (ABS). Η αγορά των MBS έχει αναδειχτεί στην δεύτερη μεγαλύτερη αγορά, μετά την αγορά των U.S. Treasuries. Αυτό μπορεί να ερμηνευθεί από το γεγονός ότι τα MBS, είναι ομόλογα με πολύ χαμηλό κίνδυνο και αναμενόμενες αποδόσεις υψηλότερες των κρατικών ομολόγων αντίστοιχης διάρκειας.

Ένας άλλος χαρακτηριστικός διαχωρισμός, ως προς το είδος των MBS είναι αυτός που έχει να κάνει με τον εκδότη τους. Στην περίπτωση της τιτλοποίησης, όπου οι απαιτήσεις μεταβιβάζονται σε τρίτο φορέα και αυτός εκδίδει ομόλογα για να χρηματοδοτήσει την αγορά των απαιτήσεων, τα ομόλογα αυτά χαρακτηρίζονται ως pass-through. Με αυτόν τον τρόπο, το πιστωτικό ίδρυμα μεταφέρει τα δάνειά του εκτός ισολογισμού. Δηλαδή τα πουλάει και μεταφέρει τον κίνδυνο μη ομαλής αποπληρωμής των δανείων στους ομολογιούχους επενδυτές.

Υπάρχουν βέβαια και περιπτώσεις όπου ένα πιστωτικό ίδρυμα αποφασίζει να μην χρησιμοποιήσει ενδιάμεσους χρηματοδότες, αλλά εκδίδει το ίδιο τα ομόλογα τα οποία είναι διασφαλισμένα με τις απαιτήσεις που έχει στο ενεργητικό του. Τα συγκεκριμένα ομόλογα χαρακτηρίζονται ως pay-through. Το μειονέκτημα της τιτλοποίησης αυτού του είδους, είναι ότι ο κίνδυνος παραμένει στο πιστωτικό ίδρυμα, αφού τα δάνεια εξακολουθούν να βρίσκονται εντός ισολογισμού.

Στην αμερικανική αγορά, με δεδομένη την πρωτοπορία της στον τομέα της δευτερογενούς αγοράς των στεγαστικών δανείων, υπάρχει πληθώρα προϊόντων, που ανταποκρίνεται στις διαφορετικές απαιτήσεις του επενδυτικού κοινού, καθώς και στις ανάγκες διαχείρισης των κρατικών και μη οργανισμών οι οποίοι τα δημιουργού.

Τα MBS είναι pass-through ομόλογα και αφορούν σε αστικά ή εμπορικά ακίνητα. Στην περίπτωση που η διασφάλιση προέρχεται από αστικά ακίνητα

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ονομάζονται Residential Mortgage Backed Securities, ενώ όταν πρόκειται για εμπορικά ακίνητα ονομάζονται Commercial Mortgage Backed Securities. Υπάρχει και ένα άλλο είδος ομολόγων, το οποίο χρησιμοποιεί ως διασφάλιση MBS ή και μεμονωμένα δάνεια και διανέμει τις πληρωμές τους κατά προτεραιότητα, σύμφωνα με τους όρους που διέπουν τις κατηγορίες (tranches) αυτού του ομολόγου. Τα ομόλογα αυτά ονομάζονται Collateralized Mortgage Obligations (CMOs). Επίσης υπάρχουν και τα ομόλογα τα οποία προκύπτουν από το διαχωρισμό των πληρωμών σε κεφάλαιο και τόκους και ονομάζονται stripped mortgage backed securities. Τα ομόλογα αυτά αποπληρώνονται είτε από τους τόκους των δανείων μόνο (Interest Only ή IO), είτε από τις αποπληρωμές του κεφαλαίου και τις προπληρωμές των δανείων (Principal Only ή PO).

Η διαφοροποίηση της αμερικάνικης αγοράς από την ευρωπαϊκή, εστιάζεται στη δυνατότητα που παρέχει στο δανειζόμενο να αναχρηματοδοτεί τα δάνειά του σε πολύ χαμηλό κόστος. Η δυνατότητα αυτή, της εύκολης αναχρηματοδότησης, είναι που δημιουργεί διάφορες μορφές κινδύνου οι οποίοι μεταφέρονται στους επενδυτές των ομολόγων που εκδίδει η ΕΕΣ μέσω της τιτλοποίησης.

4.2 Μεταφορά Πιστωτικού Κινδύνου

4.2.1 Γενικά για την Μεταφορά του Πιστωτικού Κινδύνου

Το περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων, ευνόησε την ανάπτυξη της αγοράς ενυπόθηκων δανείων, και κατ'επέκταση την άνοδο των τιμών των ακινήτων. Επιπλέον ενθάρρυνε τους επενδυτές να αναζητήσουν προϊόντα τα οποία προσέφεραν υψηλή απόδοση. Τα ενυπόθηκα δάνεια υψηλού κινδύνου προσέφεραν μεγαλύτερες αποδόσεις απ'ότι τα συμβατικά δάνεια και για αυτό το λόγο αυξήθηκε η ζήτησή τους για τιτλοποίηση. Την ίδια περίοδο, οι χρηματοοικονομικές αγορές διακατέχονταν από υπερβάλλουσα ρευστότητα, κατάσταση η οποία ενίσχυσε έναν υψηλότερο βαθμό μόχλευσης και ανάληψης κινδύνου από τους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς. Οι βελτιωμένες τακτικές διαχείρισης των κινδύνων και η τακτική των τραπεζών, σύμφωνα με την οποία παρείχαν δάνεια και στη συνέχεια διένεμαν τους συνεπαγόμενους πιστωτικούς κινδύνους σε άλλους επενδυτές, συνέβαλαν στην ανάπτυξη των εργαλείων με τα οποία γίνεται τιμολόγηση, δημιουργία νέων πακέτων και μεταφορά πιστωτικού κινδύνου στο χρηματοοικονομικό σύστημα.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Η μεταφορά του πιστωτικού κινδύνου έχει αναπτυχθεί αρκετά, με την ανάπτυξη πολύπλοκων προϊόντων, και παρέχει σημαντικά οφέλη στο παγκόσμιο χρηματοοικονομικό σύστημα. Ο πιστωτικός κίνδυνος μεταφέρεται πιο εύκολα και διασκορπίζεται σε όλη την παγκόσμια χρηματοοικονομική αγορά. Η μεταφορά του πιστωτικού κινδύνου όμως, περιλαμβάνει και αρκετούς κινδύνους. Η λανθασμένη διαχείριση αυτών των κινδύνων, συνέβαλε στην αναταραχή της αγοράς που ξεκίνησε το 2007.

Οι τράπεζες και άλλοι οργανισμοί που χορηγούν δάνεια, μεταφέρουν τον πιστωτικό κίνδυνο προκειμένου να ελευθερώσουν κεφάλαια και να τα μετατρέψουν σε δάνεια. Εκτός από τη χορήγηση δανείων εξολοκλήρου, οι δανειστές δραστηριοποιούνται στην αγορά, των κοινοπρακτικών δανείων, των CLO's, των credit default swaps, των πιστωτικών παραγώγων και άλλων χρηματοοικονομικών καινοτομιών, σχεδιασμένων για μεταφορά πιστωτικού κινδύνου. Η μεταφορά του πιστωτικού κινδύνου, μπορεί να βελτιώσει την σταθερότητα στο χρηματοοικονομικό σύστημα, εξομαλύνοντας τους κινδύνους ανάμεσα στους επενδυτές. Για παράδειγμα, μία τράπεζα μπορεί να υποκαθιστά μεγάλα πιθανά ανοίγματα δανειοληπτών με άλλα μικρότερα και πιο διαφοροποιημένα. Με την μεταφορά του πιστωτικού κινδύνου, οι τράπεζες διατηρούν λιγότερο κίνδυνο, εξαιτίας της διασποράς των επενδύσεων. Στην πραγματικότητα, μέρος του κινδύνου μεταφέρεται έξω από το τραπεζικό σύστημα, όπως για παράδειγμα σε θεσμικούς επενδυτές, στα αμοιβαία κεφάλαια, σε επενδυτές κεφαλαίων σε εξειδικευμένες χρηματοοικονομικές εταιρείες, οι οποίοι δεν είναι όλοι τόσο κατάλληλοι όσο είναι οι τράπεζες για την παροχή ρευστότητας.

Αν κατά την μεταφορά του πιστωτικού κινδύνου, οδηγούμαστε σε πιο αποτελεσματική διαχείριση του δανειζόμενου κεφαλαίου, τότε μειώνεται το κόστος δανεισμού, και κατ' επέκταση έχουμε μεγαλύτερη οικονομική ανάπτυξη μακροπρόθεσμα. Έρευνες δείχνουν ότι οι τράπεζες που διαχειρίζονται τον πιστωτικό κίνδυνο, αγοράζοντας και πουλώντας στη δευτερογενή αγορά, έχουν ένα ποσοστό κεφαλαίου προς επικίνδυνα στοιχεία περίπου 7 με 8% μικρότερο σε σύγκριση με τις τράπεζες που δεν συμμετέχουν στην δευτερογενή αγορά. Από την άλλη πλευρά όμως, μία τράπεζα που έχει μεταφέρει ένα σημαντικό ποσοστό από τα ανοίγματά της, μειώνει το κίνητρό της να ελέγξει τον δανειολήπτη και τους κινδύνους που έχει αναλάβει σε περίπτωση αθέτησης πληρωμής από τον

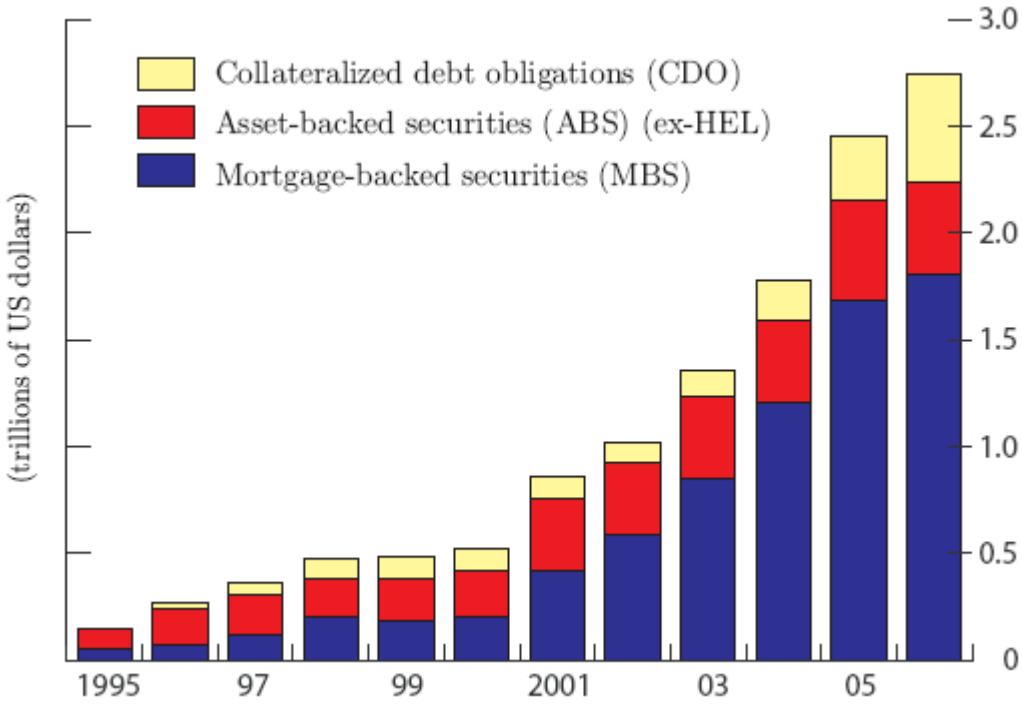
ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

δανειολήπτη. Με αποτέλεσμα, η μεταφορά του πιστωτικού κινδύνου, μπορεί να μεγαλώσει το συνολικό μέγεθος του πιστωτικού κινδύνου στο χρηματοοικονομικό σύστημα σε επίπεδα μη αποτελεσματικά και μπορεί να οδηγήσει σε μη αποτελεσματικές ενέργειες των δανειοληπτών. Η μεταφορά του πιστωτικού κινδύνου, περιλαμβάνει πολύπλοκα δομημένα πιστωτικά προϊόντα, συμπεριλαμβανομένου των CDO's των οποίων ο κίνδυνος και η δίκαιη αποτίμηση είναι δύσκολο να αναλυθούν από τους επενδυτές και από τους οργανισμούς αξιολόγησης φερεγγυότητας.

Γενικά, η μεταφορά του πιστωτικού κινδύνου, οδηγεί στην αποτελεσματικότερη διανομή του κινδύνου ανάμεσα στους επενδυτές. Οι καινοτομίες για την ασφαλή μεταφορά του πιστωτικού κινδύνου, αυξάνουν την ρευστότητα στις αγορές των πιστώσεων και προσφέρουν στους επενδυτές βελτιωμένες ευκαιρίες τοποθέτησης κεφαλαίων και αντιστάθμισης κινδύνου. Η νομοθεσία για την επάρκεια κεφαλαίων, βελτιώνει τα κίνητρα για αποτελεσματική μεταφορά πιστωτικού κινδύνου.

Στο παρακάτω σχήμα βλέπουμε την ανάπτυξη τις μεταφοράς πιστωτικού κινδύνου, μέσα από την διαδικασία της τιτλοποίησης.

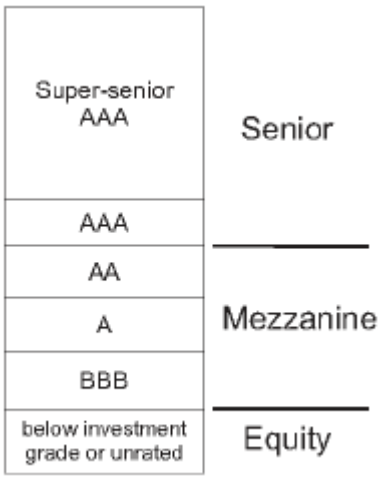
Securitization of bank credit risk



Source: IMF

Η δομή των κεφαλαίων, χωρίζεται ανάλογα με τον κίνδυνο που εμπεριέχουν, σε 3 κατηγορίες, senior, mezzanine και equity, όπως φαίνεται και από το σχήμα.

Κατηγορίες κεφαλαίων ανάλογα με τον κίνδυνο που εμπεριέχουν



Source: Basel Committee on Banking Supervision

Όταν μία τράπεζα μεταφέρει τον πιστωτικό κίνδυνο σε έναν άλλον επενδυτή, επωμίζεται δύο βασικά κόστη. Το πρώτα αφορά το επιπλέον ασφάλιστρο που χρεώνει ο επενδυτής, επειδή η τράπεζα έχει εσωτερική πληροφόρηση όσον αφορά το πιστωτικό κίνδυνο. Για παράδειγμα, όταν μία τράπεζα προσφέρεται να πουλήσει ένα δάνειο, στο άρτιο (δηλ. πώληση στον ονομαστική του αξία), τότε ο επενδυτής θεωρεί ότι το δάνειο αξίζει περισσότερο από την ονομαστική του αξία και προσφέρει λιγότερο. Το δεύτερο αφορά τον ηθικό κίνδυνο, και προέρχεται από τον αναποτελεσματικό έλεγχο, από την πλευρά των δανειστών, για τον κίνδυνο μη πληρωμής των δανειοληπτών. Για παράδειγμα, μία τράπεζα έχει λιγότερο κίνητρο να ελέγξει την ποιότητα ενός δανείου που πουλάει από ένα δάνειο που εξασφαλίζει η ίδια Άρα το ποσό που λαμβάνει από ένα δάνειο που πουλάει, είναι μικρότερο σε σχέση με αυτό που θα λάμβανε εάν η τράπεζα έλεγχε την πιστωτική ικανότητα του δανειολήπτη σε περίπτωση που ήταν ο μοναδικός ιδιοκτήτης του δανείου.

Τα κύρια οφέλη κατά την μεταφορά του πιστωτικού κινδύνου, είναι η διασπορά των επενδύσεων και η μείωση στα κόστη κατά την αύξηση εξωτερικού κεφαλαίου για την διαμεσολάβηση. Εάν οι χρηματοοικονομικές αγορές είναι ατελής η μεταφορά του πιστωτικού κινδύνου με την μορφή των CDO μπορεί να παρέχει στους εξειδικευμένους επενδυτές, πρόσβαση σε χαμηλού ρίσκου επενδύσεις που διαφορετικά θα ήταν διαθέσιμα σε υψηλότερες τιμές. Χρεόγραφα

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

χαμηλού ρίσκου, όπως κυβερνητικά ομόλογα, ζητούνται από επενδυτές που δίνουν υψηλή σημασία στη ρευστότητα, επειδή μπορούν να ανταλλαχθούν εύκολα και έχουν διαφάνεια.

Κατά την μεταφορά του πιστωτικού κινδύνου, οι τράπεζες και άλλοι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί, καλούνται να αντιμετωπίσουν αρκετούς κινδύνους. Κατά την διάρκεια της αναταραχής, αρκετοί αγόραζαν στοιχεία από φορείς εκτός ισολογισμού, τους οποίους είχαν δημιουργήσει και από οργανισμούς αμοιβαίων κεφαλαίων τους οποίους διαχειρίζονταν.

Η εμφάνιση και η μεγάλη χρήση των δομημένων πιστωτικών προϊόντων, συνέβαλλε στην επέκταση της κρίσης. Οι πιστώσεις έγιναν αρκετά φτηνές και τα πιστωτικά περιθώρια, μειώθηκαν όσο ποτέ ξανά. Με την μεταφορά του πιστωτικού κινδύνου, απομακρύνονται ο δανειστής και ο δανειολήπτης. Δεν είναι ξεκάθαρο ποιος τελικά είναι εκτεθειμένος στους κινδύνους, μπορεί τελικά ο κίνδυνος να επιστρέφει στην εκδότρια τράπεζα, ακόμα και αν πιστεύει ότι έχει μεταφέρει τον κίνδυνο σε κάποιο αμοιβαίο κεφάλαιο. Επιπλέον το κίνητρο της τράπεζας να εγκρίνει προσεχτικά κάποιο δάνειο και να το ελέγξει, μειώνεται σημαντικά. Με την μεταφορά του πιστωτικού κινδύνου, οι τράπεζες και άλλοι οργανισμοί χορήγησης δανείων, περιορίζουν τις προσπάθειές τους να μειώσουν τον κίνδυνο αθέτησης πληρωμής. Μια και ένα μεγάλο μέρος κινδύνου δημιουργείται από άλλους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς, οι τράπεζες διατηρούν τον κίνδυνο μόνο για μικρό χρονικό διάστημα πριν το μεταφέρουν σε τρίτους.

Η τιτλοποίηση οδήγησε σε μία διάβρωση των προτύπων δανειοδότησης και σε υπερβολικές δανειοδοτήσεις. Τα χαμηλά πιστωτικά περιθώρια, έκαναν τις μοχλευμένες εξαγορές πολύ ελκυστικές, μια και το κόστος χρηματοδότησης ήταν αρκετά χαμηλό. Μεγάλου μεγέθους δημόσιες εταιρείες, ιδιωτικοποιήθηκαν

Τα προβλήματα στην αγορά της μεταφοράς πιστωτικού κινδύνου, διοχετεύτηκαν σε όλες τις αγορές χρήματος καθώς οι τράπεζες, άρχισαν να ενδιαφέρονται για την επάρκεια των κεφαλαίων τους και το μέγεθος των ισολογισμών τους, με αποτέλεσμα η πιστωτική κρίση να οδηγήσει σε κρίση ρευστότητας.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

4.3 Παράγωγα Προϊόντα

4.3.1 Γενικά για τα Παράγωγα Προϊόντα

Ως παράγωγο προϊόν θεωρείται μια διμερής σύμβαση της οποίας η αξία εξαρτάται από την αξία μιας υποκείμενη κινητής αξίας ή ενός δείκτη. Η τιμή του παράγωγου προϊόντος συνδέεται με την εξέλιξη στην τιμή άλλων, πρωτογενών, προϊόντων. Έτσι, τα παράγωγα προϊόντα αναφέρονται σε μετοχές, δείκτες μετοχών, ομολογίες, συνάλλαγμα ή εμπορεύματα. Η μεγάλη ανάπτυξη της αγοράς παραγώγων οφείλεται στο ότι τα προϊόντα αυτά μπορούν να θεωρηθούν ως εργαλεία σταθεροποίησης, εξομάλυνσης και περιορισμού των κινδύνων των οικονομικών συναλλαγών, αλλά και ως μέσα εξασφάλισης αποδόσεων εκ μέρους των επενδυτών. Τα χρηματιστηριακά παράγωγα προϊόντα, που τελούν υπό διαπραγμάτευση στο πλαίσιο μιας οργανωμένης αγοράς, έχουν δύο χαρακτηριστικά: Πρώτον, είναι συμβάσεις που καταρτίζονται μεταξύ ενός μέλους και της οργανωμένης αγοράς, και κατά συνέπεια ο πιστωτικός κίνδυνος της συναλλαγής αναλαμβάνεται από την αγορά. Τα χρηματιστηριακά συμβόλαια έχουν την «εγγύηση» της αγοράς στην οποία υπόκεινται προς διαπραγμάτευση. Δεύτερον, κάθε προϊόν είναι τυποποιημένο, δηλαδή, έχει τα ίδια χαρακτηριστικά. Αυτή η τυποποίηση τα καθιστά ανταλλάξιμα, τους προσδίδει ρευστότητα και δυνατότητα συμψηφισμού, αντίθετα με ότι ισχύει σε παράγωγα προϊόντα που δεν είναι εισηγμένα σε οργανωμένες αγορές. Τα παράγωγα προϊόντα είναι διαφορετικά στη φύση τους από τα υποκείμενά τους. Για παράδειγμα, οι υποκείμενες μετοχές αποτελούν υποχρεώσεις της εκδότριας εταιρείας προς τους εκάστοτε μετόχους της. Το παράγωγο προϊόν, δικαιώματα επί μετοχών, δεν δημιουργεί δικαίωμα κατά της εταιρείας που τις εκδίδει, αλλά κατά κάποιου άλλου προσώπου ως προς τις μετοχές αυτές (π.χ. να αγοράσει ή να πωλήσει ορισμένο αριθμό μετοχών σε συγκεκριμένη τιμή, εντός συγκεκριμένης προθεσμίας). Γνωστά παράγωγα προϊόντα, τα οποία διαπραγματεύονται διεθνώς, είναι τα προθεσμιακά συμβόλαια (futures), τα δικαιώματα (options) και οι ανταλλαγές (swaps) που χρησιμοποιούνται από τις επιχειρήσεις για την απομόνωση και μεταφορά του πιστωτικού κινδύνου περιουσιακών στοιχείων ενώ παράλληλα οι επιχειρήσεις αυτές συνεχίζουν να έχουν στην κατοχή τους το στοιχείο αυτό. Ένα προθεσμιακό συμβόλαιο αποτελεί συμφωνία που επιτεύχθη σε μια χρονική στιγμή για την παράδοση ενός προϊόντος σε συγκεκριμένη

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

μελλοντική ημερομηνία, και σε τιμή που καθορίσθηκε κατά τον χρόνο της σύμβασης. Με ένα δικαίωμα (option), κάποιος μπορεί να αγοράσει ή να πωλήσει, σε περιορισμένη περίοδο, ένα συγκεκριμένο αγαθό σε καθορισμένη τιμή. Η ανταλλαγή (swap) είναι η συμφωνία μεταξύ δύο μερών που λέγονται αντισυμβαλλόμενοι να ανταλλάξουν χρηματορροές σε μια ή και περισσότερες περιόδους, στο μέλλον. Οι ανταλλαγές στην πλειονότητά τους διαπραγματεύονται εκτός κύκλου, δηλαδή δεν είναι εισηγμένες σε χρηματιστήρια παραγώγων προϊόντων. Σε γενικές γραμμές τα προϊόντα αυτά συμπεριλαμβάνουν την πώληση προστασίας για προκαθορισμένα πιστωτικά γεγονότα, όπως αθέτηση πληρωμών ή και για την απόδοση περιουσιακού στοιχείου. Χρησιμοποιούνται κυρίως για την αντιστάθμιση πιστωτικού κινδύνου δανείων αλλά και ομολόγων ενώ δεν επηρεάζουν την σχέση δανειζόμενου και πιστωτή. Έτσι, ο πιστωτικός κίνδυνος μεταφέρεται σε τρίτο μέλος και επιπλέον η επιχείρηση που τα χρησιμοποιεί για αντιστάθμιση, π.χ. μια τράπεζα, αποφεύγει να εμπλέξει τον πελάτη στη διαδικασία αυτή. Ο αγοραστής προστασίας αντισταθμίζει συγκεκριμένο πιστωτικό κίνδυνο έναντι περιοδικών πληρωμών, το μέγεθος των οποίων βασίζεται στον βαθμό πιστοληπτικής ικανότητάς του.

Από το 1996, η αγορά των πιστωτικών παραγώγων είναι αυτή που παρουσιάζει την πιο εντυπωσιακή και ραγδαία ανάπτυξη παρόλο που δεν έχει μεγάλο μερίδιο στην αγορά παραγώγων. Σύμφωνα με την ένωση Βρετανικών Τραπεζών, το 1997 το συνολικό ιδεατό κεφάλαιο δημοσιευμένων συμβολαίων πιστωτικών παραγώγων έφτασε σχεδόν τα 200 δις δολάρια, το 2000 ήταν ίσο περίπου με 800 δις δολάρια. Σύμφωνα με στοιχεία της Διεθνούς Ένωσης Συμφωνιών Ανταλλαγής και Παραγώγων το 2003 το ποσό που αφορούσε πιστωτικές απώλειες ανταλλαγής έφτασε και ξεπέρασε τα 3 τις δολάρια ενώ το 2007 έφτασε στα 26 τρις δολάρια.

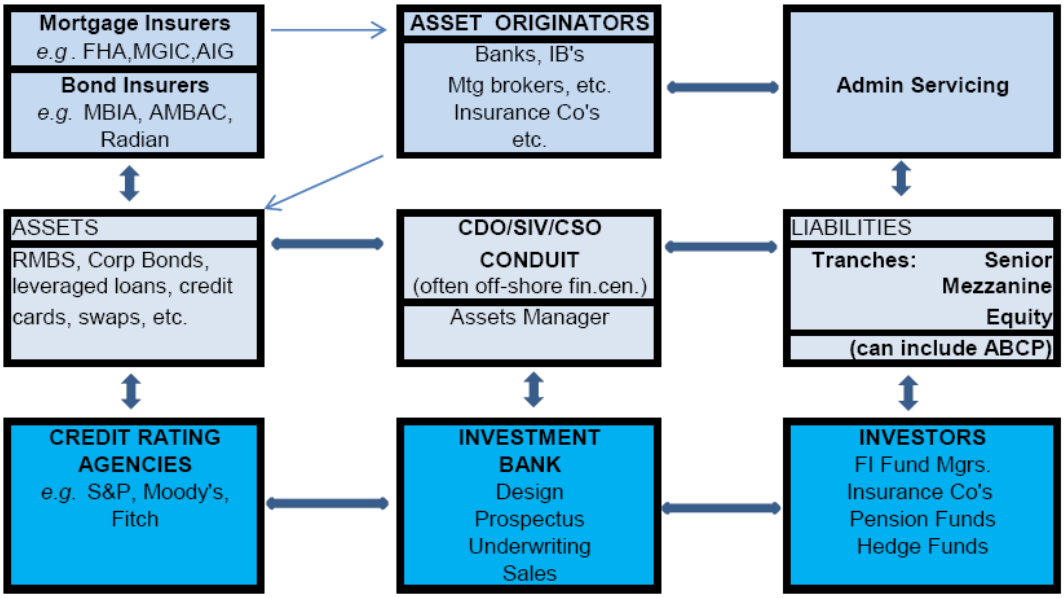
4.3.2 Ενεχυριασμένες Δανειακές Υποχρεώσεις- Collateralized Debt Obligations (CDOs)

Τα CDOs είναι διασφαλισμένα χρεόγραφα των οποίων η βασική εξασφάλιση, είναι ένα χαρτοφυλάκιο από ομόλογα ή δάνεια τραπεζών. Η εξασφάλιση, ελέγχεται από μία εταιρεία ειδικού σκοπού, της οποίας ο σκοπός είναι να συλλέξει ταμειακές ροές ως εξασφαλίσεις και να τις περάσει σε επενδυτές CDO,

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

δηλαδή, η επενδυτική εταιρεία ειδικού σκοπού που εκδίδει CDOs τοποθετεί μαζί ομόλογα από διαφορετικά προϊόντα τιτλοποίησης. Τα CDO που είναι εξασφαλισμένα με στοιχεία του ενεργητικού ονομάζονται ABS - CDO. Τα CDO's που χρηματοδοτούνται με εταιρικά ομόλογα, συνήθως λέγονται collateralized loan obligations. Τα ABS CDOs, μπορούν να χωριστούν σε κατηγορίες, ανάλογα με την ποιότητα των εξασφαλίσεων. Είναι τα υψηλού βαθμού CDO's των οποίων οι εξασφαλίσεις κατηγοριοποιούνται στην κλίμακα AAA-A και τα mezzanine των οποίων οι εξασφαλίσεις κατηγοριοποιούνται στην κλίμακα BBB. Η απόδοση είναι ανάλογη του κινδύνου, οι επενδύσεις σε κατώτερες κλίμακες είναι πιο επικίνδυνες και γι' αυτό έχουν υψηλότερες αποδόσεις. Στο κατώτατο επίπεδο της όλης δομής βρίσκεται ένα "equity tranch" που συνήθως βρίσκεται στην κατοχή της χορηγούσας τα δάνεια τράπεζας. Πρόκειται δηλαδή για την συνένωση ενός πακέτου από ABS, από μία εταιρεία ειδικού σκοπού, τα οποία στη συνέχεια διευθετούνται σε διαφορετικά πακέτα. Κάθε τμήμα μπορεί να πουληθεί σε πωλητές με διαφορετικό προφίλ κινδύνου. Οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης, αξιολογούν τα πακέτα, ανάλογα με τους κινδύνους που εμπεριέχουν. Συνεργάζονται με τις επενδυτικές τράπεζες, οι οποίες πωλούν τα πακέτα στους επενδυτές. Οι επενδυτές είναι συνήθως τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρείες, διαχειριστές κεφαλαίων, κερδοσκοπικές εταιρείες αμοιβαίων κεφαλαίων, αλλά και ιδιώτες. Στο παρακάτω σχήμα φαίνεται η δομή των CDO και οι φορείς που εμπλέκονται κατά την διαδικασία έκδοσης και πώλησης τους.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ



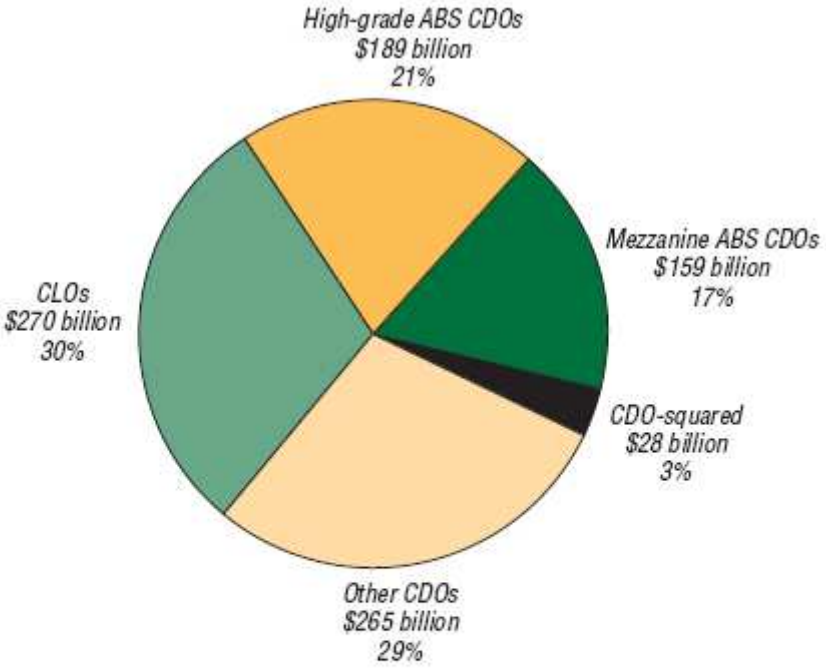
Source:OECD

Ως μειονέκτημα των CDO, μπορούμε να θεωρήσουμε την δυσκολία αξιολόγησης του πιστωτικού κινδύνου στα διάφορα τμήματα των CDOs γι'αυτό και οι επενδυτές βασίζονται σχεδόν αποκλειστικά στις αξιολογήσεις που παρέχονται από τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας (CRAs).

Ένα CDO μπορεί να αποτελείται από 100 MBS υψηλού κινδύνου. Χρησιμοποιώντας ιστορικά ποσοστά αθέτησης πληρωμής και ανάκαμψης, ας υποθέσουμε ότι σε μία ακραία μορφή αθέτησης, το ποσοστό των απωλειών είναι γύρω στο 10%. Τα MBS υψηλού κινδύνου χωρίζονται σε 3 κατηγορίες 70% AAA, 20% mezzanine και 10% σε subordinated. Ένας επενδυτής μπορεί να επιλέξει σε ποια κατηγορία θα επενδύσει. Η κατηγορία AAA, έχει χαμηλότερη απόδοση, αλλά προηγείται στην εξόφληση του χρέους. Αν αυτά τα CDO, χρησιμοποιηθούν ως βασικά στοιχεία και μπουν σε νέα πακέτα, αυτά τα CDO ονομάζονται CDO στο τετράγωνο. Αν αναμορφωθούν ξανά, γίνονται CDO στον κύβο. Όσο μεγαλύτερο είναι το επίπεδο του CDO, τόσο πιο απομακρυσμένο είναι από το βασικό χρεόγραφο, από το οποίο ξεκίνησε και τόσο πιο περίπλοκη είναι η τιμολόγησή του. Ο αριθμός των CDO που εκδόθηκαν, τριπλασιάστηκε ανάμεσα στο 2004 και το 2006, πιο συγκεκριμένα, από 125 δισεκατομμύρια δολάρια, ανήλθαν στα 350 δις δολάρια το έτος. Έως τον Ιούλιο του 2007, το μέγεθος των CDO, ανέρχονταν στα 900 δις δολάρια, όπως φαίνεται και από το παρακάτω σχήμα.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Συνολικό μέγεθος των CDO στις ΗΠΑ μέχρι τον Ιούλιο του 2007



Source: Credit Suisse.
Note: CDO = collateralized debt obligation; ABS = asset-backed security; CLO = collateralized loan obligation. CDOs are defined as high-grade or mezzanine on the basis of the average rating of the underlying collateral. The collateral of high-grade CDOs is usually rated AA/A while that of mezzanine CDOs is BBB. CDO-squared entities are those CDOs whose collateral includes tranches of other CDOs.

Αυτά τα CDO διανεμήθηκαν σε διάφορα μέρη, σε όλο τον κόσμο, όχι μόνο σε τράπεζες, αλλά και σε άλλα ιδρύματα, τα οποία αναζητούσαν υψηλότερες αποδόσεις. Καθώς οι δανειολήπτες δανείων υψηλού κινδύνου άρχισαν να αθετούν τις υποχρεώσεις τους, οι επενδυτές σε CDO's υψηλού κινδύνου, επηρεάστηκαν από την κρίση. Περισσότερο απειλούνται οι κάτοχοι των CDO των δύο τελευταίων κατηγοριών (mezzanine and equity). Καθώς η αξία των υποθηκών άρχισε να μειώνεται στην αγορά των ακινήτων, η αξία των RMBS, που βασίζονταν σε αυτές τις υποθήκες, άρχισε να μειώνεται. Ακόμα και οι επενδυτές που είχαν επενδύσει σε ασφαλέστερες κατηγορίες και οι οποίοι δεν είχαν χρηματικές απώλειες, έχασαν την εμπιστοσύνη τους. Αυτό οδήγησε σε μαζικές πωλήσεις μετοχών με αποτέλεσμα την μείωση της αξίας αλλά και την στασιμότητα στις επενδύσεις σε CDO's.

Ο παρακάτω πίνακας δείχνει ένα παράδειγμα υποθετικών ποσοστών απωλειών που μπορεί να προκληθούν ανάλογα με την διαβάθμιση των οίκων αξιολόγησης.

	Approx Losses That Can be Sustained	As Multiple of 2000 Losses	% of 2006 Rated Volume
Rating			
Aaa	26-30%	4.3x	80.8
Aa	18-21%	3.0x	9.6
A	13-15%	2.2x	5
Baa	10-11%	1.7x	3.5
Ba	7-8%	1.2x	1.1

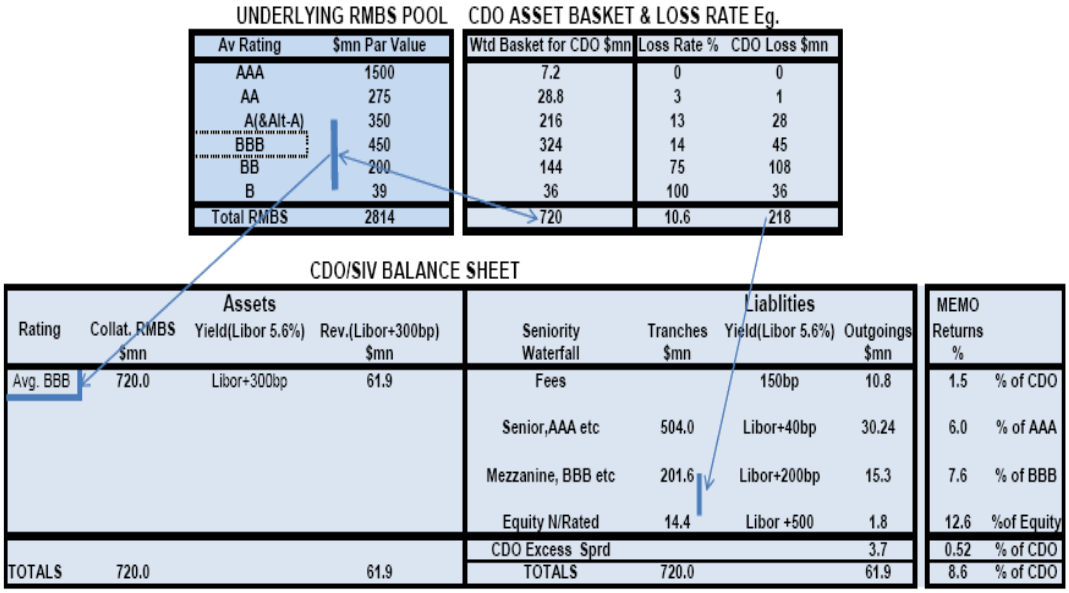
Source: Moody's, Morgan Stanley

Απώλειες της τάξεως του 7-8% σε κάποια ενυπόθηκη ομάδα CDO, εξουδετερώνουν όλα τα τιτλοποιημένα πακέτα με διαβάθμιση χαμηλότερη από Ba. Απώλειες 13-15%, εξουδετερώνουν όλα τα τιτλοποιημένα πακέτα με διαβάθμιση Baa.

Ένα πιο ολοκληρωμένο παράδειγμα φαίνεται στον παρακάτω πίνακα: Η ομάδα (pool) των RMBS, αποτελείται από διάφορες διαβαθμίσεις, όπως φαίνεται και στον άνω αριστερά πίνακα. Εάν η ομάδα αυτή μετατραπεί σε CDO, η συνολική του αξία θα είναι 720 εκατ. δολάρια και η επιλογή θα γίνει με τέτοιο τρόπο ώστε η μέση βαθμολόγηση του τελικού CDO θα είναι BBB, όπως φαίνεται και στον κάτω αριστερά πίνακα. Τα υποθετικά ποσοστά απωλειών κάθε διαβάθμισης, τα οποία φαίνονται στον πάνω δεξιά πίνακα, οδηγούν σε μέσο όρο απωλειών 10,6% το οποίο αποτελεί και το ποσοστό απωλειών, που μπορεί να αντέξει ένα RMBS με διαβάθμιση Baa. Να σημειώσουμε ότι απώλειες τις τάξεως του 10,6% στα συνολικά 2,8 δις δολάρια αντιστοιχούν σε 300 εκατομμύρια δολάρια. Οι συνολικές απώλειες για τα στοιχεία του CDO, αντιστοιχούν σε 218 εκατομμύρια δολάρια. Κοιτάζοντας τον πίνακα που βρίσκεται κάτω στη μέση, βλέπουμε ότι οι απώλειες αυτές εξουδετερώνουν όλη την κατηγορία equity του CDO, καθώς και ολόκληρη την κατηγορία mezzanine. Τα τιτλοποιημένα στοιχεία με διαβάθμιση AAA, θα είχαν απώλειες μόνο εάν το ποσοστό των απωλειών ξεπερνούσε το 11%. Όπως φαίνεται και από τον πίνακα, που βρίσκεται κάτω δεξιά, η κατηγορίες equity και mezzanine, έχουν τις μεγαλύτερες αποδόσεις, αλλά όπως έχουμε ήδη αναφέρει είναι και οι πρώτες που αντιμετωπίζουν απώλειες.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

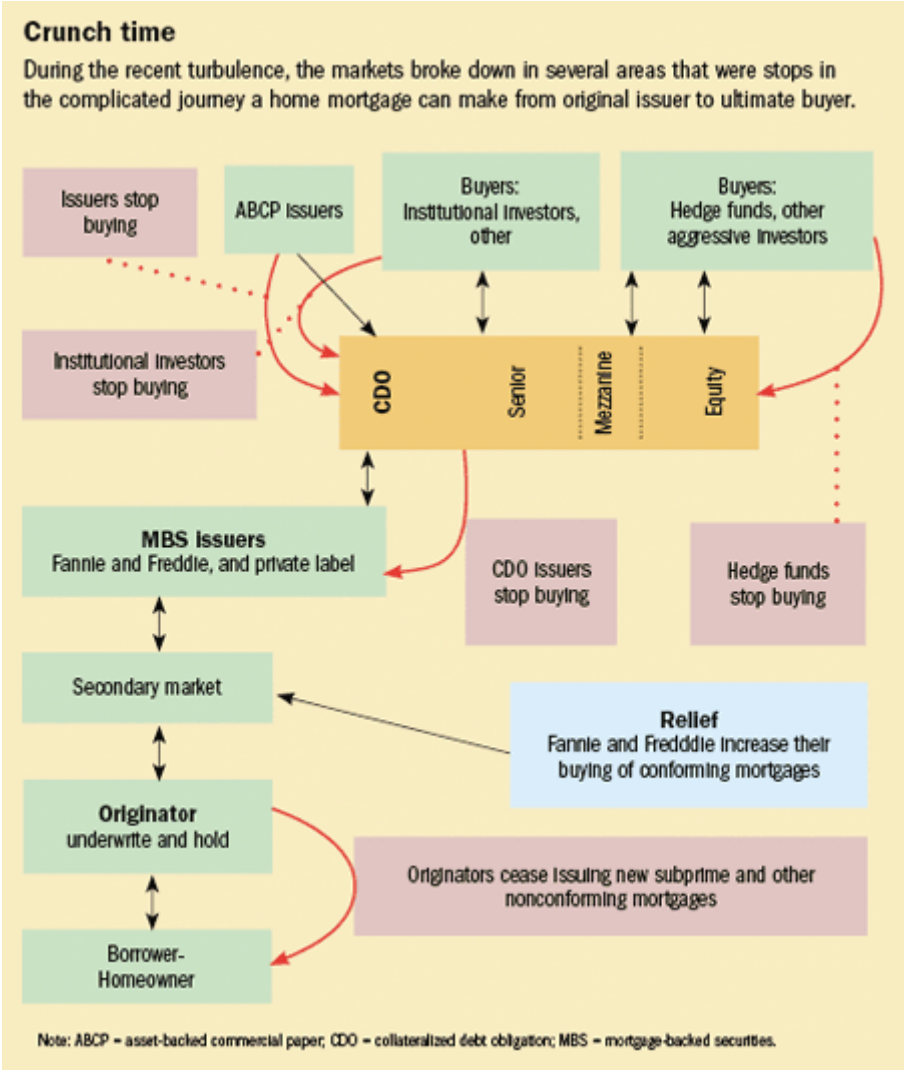
Residential Mortgage Backed Securities CDO: Example



Source: OECD

Η αναταραχή στην αγορά που ξεκίνησε το καλοκαίρι του 2007, ξεσκέπασε αδυναμίες στην αγορά της μεταφοράς πιστωτικού κινδύνου. Η αύξηση των αθετήσεων πληρωμής στην αμερικανική αγορά δανείων υψηλού κινδύνου, επηρέασε την αγορά της μεταφοράς πιστωτικού κινδύνου, μέσα από τα ABS CDO's, τα οποία αποτελούνταν από RMBS υψηλού κινδύνου. Η αγορά των ABS CDO, μειώθηκε δραστικά, όταν οι οίκοι αξιολόγησης, ανακοίνωσαν ευρεία υποβάθμιση των RMBS υψηλού κινδύνου, τον Ιούλιο του 2007. Τα ABS CDO's είναι δομημένα με τέτοιο τρόπο ώστε εκτίθενται αρκετά στους κινδύνους από την μείωση της αξίας των σπιτιών. Αυτό αντικατοπτρίζεται και στην υποβάθμιση αυτών των χρεογράφων από τους οίκους αξιολόγησης. Κατά την διάρκεια του 2007, η Moody's, υποβάθμισε κατά 31% όλες τις κατηγορίες ABS CDO's τις οποίες είχε αξιολογήσει. Οι παγκόσμιες εκδόσεις CDO μειώθηκαν το δεύτερο εξάμηνο του 2007 σε 113,3 δις δολάρια ενώ το δεύτερο εξάμηνο του 2006 είχαν εκδοθεί παγκοσμίως 225,6 δις δολάρια (Standard and Poor's).

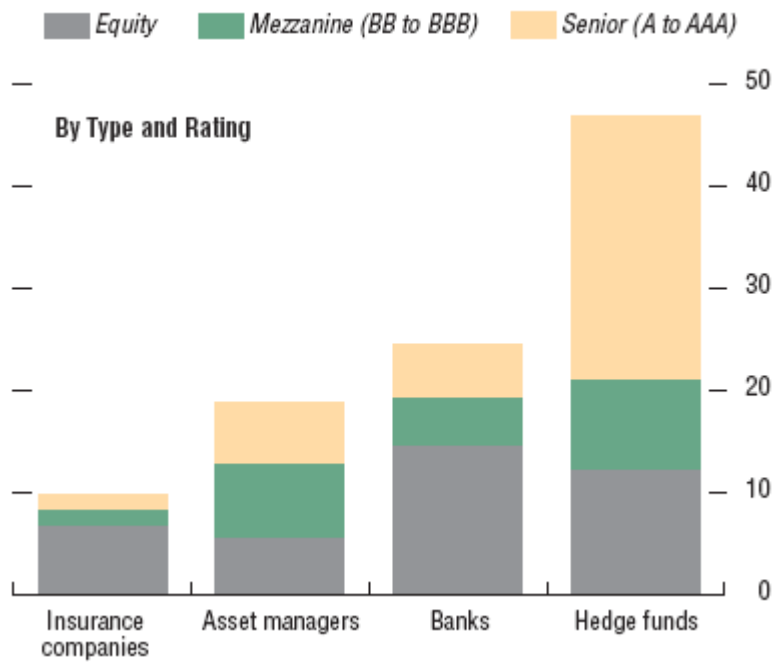
Το επόμενο σχήμα δείχνει πώς η κρίση επηρέασε διάφορους τομείς κατά την διαδικασία τιτλοποίησης ενός MBS, από τον αρχικό εκδότη, μέχρι τον τελικό αγοραστή του τίτλου.



Το παρακάτω σχήμα δείχνει τους αγοραστές των ABS CDO's και το μέγεθος της έκθεσής τους στους τίτλους ανάλογα με την διαβάθμιση, όπως φαίνεται και από το σχήμα, μετά τις τράπεζες, την μεγαλύτερη έκθεση κατέχουν τα αμοιβαία κεφάλαια.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Αγοραστές των ABS CDO's



Source: IMF, 2008

4.3.3 Ομόλογα Υποθήκης με Πρόσθετη Εξασφάλιση-Collateralized Mortgage Obligations, (CMOs)

Ένα πολύ μεγάλος αριθμός προϊόντων κυρίως της Αμερικάνικης αγοράς, είναι τα ομόλογα που παρέχουν ως εξασφάλιση προϊόντα δανείων, μεμονωμένα δάνεια (whole loans) ή pass-throughs, και είναι ευρύτερα γνωστά με το όνομα collateralized mortgage obligations (CMOs)

Τα CMOs, δημιουργούνται από τμήματα ομολόγων στις οποίες δρομολογούνται οι χρηματικές ροές από ομάδες δανείων ή ομάδες από pass-throughs, και στόχο έχουν να μετριάσουν τον κίνδυνο προεξόφλησης. Η δημιουργία ενός CMO δεν μπορεί να εξαλείψει τον κίνδυνο προεξόφλησης (prepayment risk) μπορεί όμως να κατανείμει τις διάφορες μορφές του, κίνδυνος επέκτασης (extension risk) και κίνδυνο συρρίκνωσης (contraction risk), σε διάφορα τμήματα ομολόγων διαφορετικού επενδυτικού ενδιαφέροντος. Τα τμήματα αυτά ονομάζονται tranches. Η ανακατανομή των τόκων και του κεφαλαίου από την ομάδα των υποκείμενων δανείων ή των pass-through ομολόγων σε tranches δημιουργεί τμήματα ομολόγων με διαφορετικά επιτόκια και διαφορετικές ληκτότητες από τις αντίστοιχες των δανείων που χρησιμοποιούνται ως εξασφάλιση (collateral). Το αποτέλεσμα είναι η δημιουργία νέων προϊόντων με άλλα χαρακτηριστικά από αυτά των υποκείμενων δανείων,

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

τέτοιων που να ικανοποιούν τις διαφορετικές ανάγκες και προσδοκίες του διαφοροποιημένου επενδυτικού κοινού.

Για την πληρωμή των επενδυτών οι οποίοι κατέχουν διάφορα τμήματα του CMO τηρείται μια σειρά προτεραιότητας που σημαίνει ότι οι κάτοχοι του τμήματος Α λαμβάνουν πρώτοι όλες τις πληρωμές των τόκων και του κεφαλαίου και αφού εξοφληθούν εντελώς οι κάτοχοι του τμήματος Β αρχίζουν να λαμβάνουν και τον τόκο, κοκ.

Τα βασικά τμήματα ενός CMO, είναι:

Class A: τα ομόλογα αυτά έχουν μικρότερη διάρκεια με μια ελάχιστη προστασία έναντι των προπληρωμών.

Class B: τα ομόλογα αυτά είναι διάρκειας 5-7 ετών, έχουν κάποια προστασία έναντι των προπληρωμών, σε αυτά επενδύουν κυρίων συνταξιοδοτικά ταμεία και ασφαλιστικές εταιρείες.

Class C: επειδή είναι μεγάλης διάρκειας ομόλογα, τα προτιμούν συνταξιοδοτικά ταμεία και ασφαλιστικές εταιρείες τοποθετώντας τα στο ενεργητικό τους για να ταιριάξουν τις μακροχρόνιες υποχρεώσεις τους. Έχουν υψηλό αλλά ατελή βαθμό προστασία έναντι των προπληρωμών.

Class Z: είναι η τελευταία κανονική κλάση, οι κάτοχοι των τίτλων αυτών πληρώνονται τον τόκο μόνο εφόσον οι προηγούμενες κλάσης έχουν ικανοποιηθεί

Class R ή garbage class: είναι υψηλού ρίσκου επένδυση και δίνουν στους κατόχους των τίτλων αυτών το δικαίωμα επί οποιουδήποτε ενέγγυου υπάρχει στον εκδότη, μετά την ικανοποίηση των ομολόγων των άλλων κλάσεων και επί πλέον κάποιο επανεπενδυόμενο εισόδημα από τον εκδότη.

Ο εκδότης ενός CMO, μεταφέρει τις χρηματικές ροές που προκύπτουν από pass-through securities που έχει στην κατοχή του, στους κατόχους των διαφόρων τμημάτων του εκδοθέντος τίτλου CMO.

Το αποτέλεσμα αυτό διασφαλίζει τη διεύρυνση του ενδιαφέροντος των παραδοσιακών επενδυτών σε προϊόντα σταθερού εισοδήματος (fixed-income investors), καθιστώντας ελκυστικότερα τα προϊόντα γύρω από τα ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια, αφού τα CMOs αποτελούν μια μορφής παράγωγα επί αυτών.

<u>Παράδειγμα CMO δύο κλάσεων (class A και class B)</u>

Έστω ότι το CMO αποτελείται από το ομόλογο class A και το ομόλογο class B αξίας 50 ευρώ το καθένα. Και στα δύο ομόλογα πληρώνεται κανονικά ο τόκος

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

αλλά για το ομόλογο της Β κλάσης δεν αποπληρώνεται καθόλου το κεφάλαιο πριν εξοφληθεί όλο το κεφάλαιο του ομολόγου της κλάσης Α των 50 ευρώ που αφορά στο ύψος των ενυπόθηκων δανείων που υποστηρίζουν το ομόλογο της κλάσης Α. Εάν το επιτόκιο είναι 10% και το CMO εκτείνεται σε 10 περιόδους, ο παρακάτω πίνακας δείχνει την πορεία εξόφλησης του CMO.

ΠΟΡΕΙΑ ΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΕΝΟΣ CMO

Περίοδος	Τόκος **Α**	Τόκος **Β**	Σύνολο	Κεφάλαιο **Α**	Κεφάλαιο **Β**	Σύνολο	Υπόλοιπο **Α**	Υπόλοιπο **Β**	Σύνολο
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
0	5	5	10	6,27	0	6,27	43,73	50	93,73
1	4,37	5	9,37	6,9	0	6,9	36,83	50	86,83
2	3,68	5	8,68	7,59	0	7,59	29,24	50	79,24
3	2,92	5	7,92	8,35	0	8,35	20,89	50	70,89
4	2,09	5	7,09	9,18	0	9,18	11,71	50	61,71
5	1,17	5	6,17	10,10	0	10,10	1,61	50	51,61
6	1,16	5	5,16	1,61	9,50	11,11	0	40,5	40,5
7	0	4,05	40,5	0	12,22	12,22	0	28,28	28,28
8	0	2,83	2,83	0	13,44	13,44	0	14,84	14,84
9	0	1,48	1,48	0	14,79	14,79	0	≈ 0	≈ 0
Σύνολο				**50**	**50**	**100**			

Η συνολική δόση για το CMO των 100 ευρώ είναι 16,27

$(100*0,1*(1+0,1)^{10})/(1,1^{10}-1)=16,27$

Ο τόκος στα ομόλογα της κλάσης Α και Β (στήλες 2,3) αρχίζουν από την $1^{η}$ περίοδο και υπολογίζεται ως το 10% του υπολοίπου των στηλών 8 και 9. Το συνολικό κεφάλαιο (στήλη 7) είναι η διαφορά μεταξύ της δόσης και του συνολικού τόκου (στήλη 4). Το χρεολύσιο αυτό προορίζεται καταρχήν για την εξόφληση του ομολόγου Α (ως το ποσό των 50 ευρώ, δηλαδή όσο να μηδενιστεί η στήλη 8 και αυτό γίνεται στο τέλος της $6^{ης}$ περιόδου. Από εκεί και πέρα η πληρωμή του κεφαλαίου αφορά μόνο το ομόλογο της Β κλάσης.

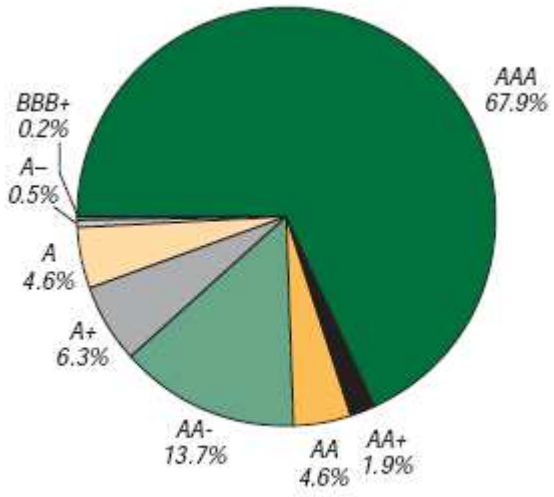
4.3.4 Επενδυτικές Εταιρείες Ειδικού Σκοπού – Special Purpose Vehicles, (Conduits, SIV's)

Η κρίση που ξέσπασε στην αγορά ενυπόθηκων δανείων, επεκτάθηκε γρήγορα και σε άλλους τομείς και συγκεκριμένα στα Conduits και SIV's. Τα Conduits και

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

SIV's, αποτελούν επενδυτικές εταιρείες ειδικού σκοπού που αγοράζουν μακροπρόθεσμα ομόλογα και άλλους τίτλους σταθερής απόδοσης, τα οποία χρηματοδοτούν με την έκδοση βραχυπρόθεσμου ή μακροπρόθεσμου χρέους, δηλαδή αξιόγραφων. Τα Conduits και SIV's, καλούνται και αγωγοί γιατί δημιουργούν ένα κανάλι μέσω του οποίου το μακροπρόθεσμο χρέος μπορεί να χρηματοδοτηθεί από βραχυπρόθεσμο. Ασχολούνται με την αντιστοιχία κεφαλαίων, για παράδειγμα, δανείζονται βραχυπρόθεσμα στην αγορά των αξιόγραφων, και επενδύουν μακροπρόθεσμα σε χρεόγραφα με υψηλότερες αποδόσεις όπως είναι τα CDO's και τα MBS. Σκοπός τους είναι η δημιουργία ενός περιθωρίου ανάμεσα στις αποδόσεις των χαρτοφυλακίων και στο κόστος χρηματοδότησης, διαχειρίζοντας τον πιστωτικό κίνδυνο, τον κίνδυνο αγοράς και ρευστότητας. Σε όλα σχεδόν τα SIV's, απαιτείται βαθμολόγηση AAA του χρέους τους. Το παρακάτω σχήμα δείχνει τη διαβάθμιση των στοιχείων του χαρτοφυλακίου του SIV, τον Οκτώβριο του 2007. Παρατηρούμε ότι το μεγαλύτερο ποσοστό των τίτλων παρουσιάζει διαβάθμιση AAA.

SIV's portfolio by ratings, October 2007

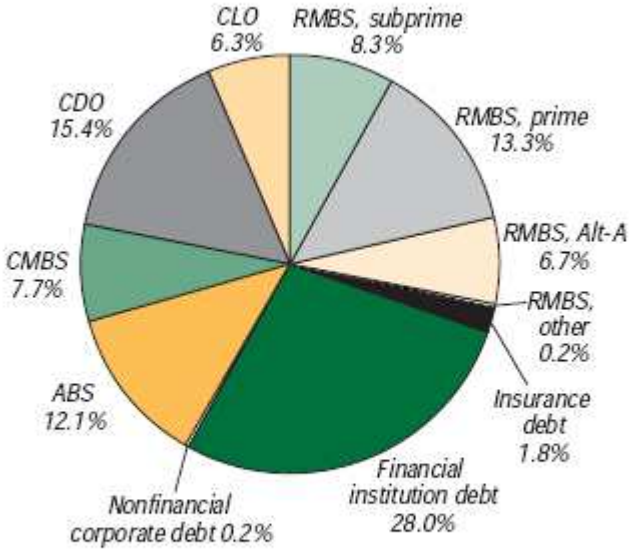


Source: Standard & Poor's.

Το επόμενο σχήμα, δείχνει τις κατηγορίες των τίτλων, του χαρτοφυλακίου των SIV's. Όπως φαίνεται και από τα ποσοστά, το χαρτοφυλάκιο των SIV's αποτελείται κατά κύριο λόγο από χρέη χρηματοοικονομικών οργανισμών και από τίτλους CDO.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Structured Investment Vehicles by Type of Assets, October 2007



Source: Standard & Poor's.
Note: ABS = asset-backed security; CDO = collateralized debt obligation; CLO = collateralized loan obligation; CMBS = commercial mortgage-backed security; RMBS = residential mortgage-backed security.

Τα Conduits και SIV's αποτελούν μεγάλο μέρος του τραπεζικού κλάδου. Οι τράπεζες ως εκδότες, επιτυγχάνουν αποτελεσματική διαχείριση ενεργητικού-παθητικού (asset liability management). Εγγυώνται την ικανότητα των Conduits και των SIVs να αποπληρώσουν τις οφειλές τους στους επενδυτές (κατόχους ABCPs), αν τα τελευταία αδυνατούν να εκδώσουν νέους τίτλους στις αγορές (εγγύηση ρευστότητας, πιστωτική ενίσχυση και ταμειακές διευκολύνσεις) Μέσα από τα Conduits και SIV's, οι τράπεζες μπορούν να επανακτήσουν ενυπόθηκο δανεισμό, τον οποίο είχαν απομακρύνει μέσα από την τιτλοποίηση, αν και οι τράπεζες που αγοράζουν μπορεί να μην είναι αυτές που είχαν πουλήσει, ο κίνδυνος επανέρχεται στο τραπεζικό σύστημα. Τα Conduits και SIV's, μπορεί να είναι πολύ κερδοφόρα και οι αποδόσεις στο συγκριτικά χαμηλό ποσό κεφαλαίων, μπορεί να είναι αρκετά υψηλές. Επιπλέον, έχουν σχεδιαστεί σε φορολογικό παράδεισο με σκοπό την φοροδιαφυγή.(διοχετεύονται προς αυτές τα κέρδη άλλων συγγενικών εταιρειών). Το επιχειρηματικό τους μοντέλο, μοιάζει αρκετά με αυτό των τραπεζών, αλλά διεξάγοντας τις εργασίες του μέσα από την κεφαλαιαγορά και όχι λαμβάνοντας καταθέσεις. Μπορούν επιπλέον να διατηρούνται εκτός ισολογισμού, αποφεύγοντας έμμεσους περιορισμούς μέσα από τους κανονισμούς που οι τράπεζες τους επιβάλλουν. Οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης, ρυθμίζουν τους κινδύνους του χαρτοφυλακίου των φορέων αυτών, αναφορικά με

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

το κεφάλαιό τους, το οποίο αποτελεί προϋπόθεση διατήρησης του υψηλού βαθμού φερεγγυότητας τους.

Η στρατηγική των φορέων αυτών, δηλαδή να επενδύουν σε μακροπρόθεσμα στοιχεία και να δανείζονται χρησιμοποιώντας βραχυπρόθεσμα ομόλογα, τους εκθέτει σε κίνδυνο αναχρηματοδότησης, δηλαδή πιθανή αδυναμία άντλησης κεφαλαίων, σε περίπτωση κρίσης στην αγορά των αξιόγραφων. Προκειμένου να εξασφαλίσουν ρευστότητα, η εγγυήτρια τράπεζα παρέχει ένα πιστωτικό όριο.

Οι κίνδυνοι που αντιμετωπίζουν προκειμένου να διατηρήσουν το επίπεδο της βαθμολόγησης σε ΑΑΑ, είναι ο πιστωτικός κίνδυνος, ο κίνδυνος αγοράς, ο κίνδυνος ρευστότητας, επιτοκίου, ο συναλλαγματικός κίνδυνος και λειτουργικός. Ο πιστωτικός κίνδυνος αναφέρεται στην αξιοπιστία κάθε οφειλέτη, και στον κίνδυνο όταν οι τίτλοι των SIV's έχουν υποστεί πιστωτική υποβάθμιση. Για τον κίνδυνο αγοράς, ο μάνατζερ, στηρίζεται σε αξιολόγηση των ρευστοποιήσιμων στοιχείων του χαρτοφυλακίου σύμφωνα με τις τρέχουσες τιμές αγοράς, ενώ για την αποτίμηση των μη ρευστοποιήσιμων στοιχείων βασίζεται σε κάποιο μοντέλο. Όταν ένα SIV, υποχρεούται να πουλήσει τίτλους κάτω από μη ευνοϊκές συνθήκες, θα επηρεαστεί η αξία των στοιχείων του. Ο κίνδυνος ρευστότητας προκύπτει από την ανάγκη αναχρηματοδότησης εξαιτίας της αναντιστοιχίας της διάρκειας των υποχρεώσεων και απαιτήσεων, αλλά και επειδή κάποιοι τίτλοι στο χαρτοφυλάκιο απαιτούν δέουσα επιμέλεια αυξάνοντας έτσι την περίοδο πώλησης.

Τα τελευταία χρόνια αναδείχθηκαν πολλές Ειδικές Επενδυτικές Εταιρίες που λειτουργούσαν στα πλαίσια τραπεζικών ομίλων, προσφέροντας εξελιγμένα προϊόντα. Ο μεγάλος ετεροχρονισμός ωρίμανσης στα στοιχεία του ισολογισμού των Conduits και των SVIs, καθώς και η απουσία πλάνου αντιμετώπισης απρόβλεπτων αναγκών χρηματοδότησης εκ μέρους των τραπεζών τις εξέθεσαν στον κίνδυνο ρευστότητας, τον βασικό παράγοντα αύξησης των επιτοκίων στη διατραπεζική αγορά. Η μείωση της μόχλευσης των τραπεζών (με την απομάκρυνση των απαιτήσεων σε δάνεια) αποδέσμευσε κεφάλαια διαθέσιμα προς παραγωγικές επενδύσεις. Ορισμένες τράπεζες υποτίμησαν την πραγματική τους έκθεση στον πιστωτικό κίνδυνο που εμπεριείχαν τα χαρτοφυλάκια των Conduits. Κατά συνέπεια, υποτίμησαν και τις έκτακτες γραμμές ρευστότητας. Η ανεπάρκεια διαφάνειας ως προς τον τελικό φορέα που θα επωμιζόταν τους κινδύνους δημιούργησε ένα διάχυτο ρίσκο αντισυμβαλλομένων, το δεύτερο βασικό παράγοντα αύξησης των επιτοκίων στη διατραπεζική αγορά. Οι τράπεζες που

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

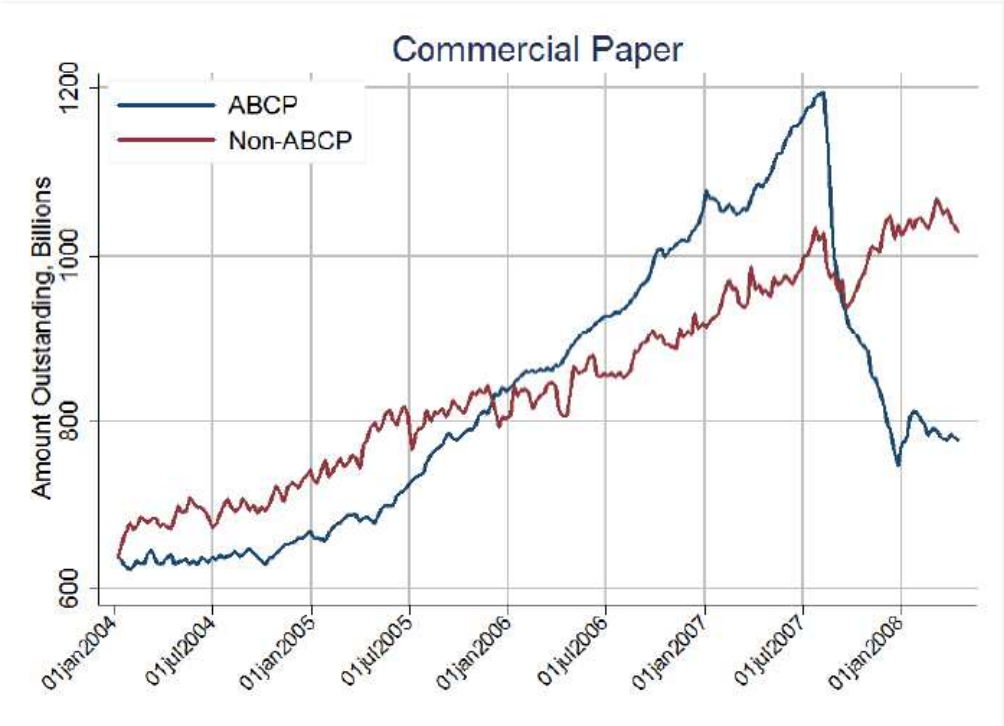
διέθεταν τίτλους σε Conduits και SVIs χρειάζονταν άμεσα ρευστότητα ώστε να ανταποκριθούν στις υποχρεώσεις τους στις εγγυήσεις που είχαν δώσει και για να μεταφέρουν τα υποκείμενα δάνεια στον ισολογισμό τους, κάτι που δημιουργούσε αναπροσαρμογές και στους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας. Όσες δε διέθεταν τέτοιους τίτλους, αντιμετώπιζαν με διστακτικότητα το ενδεχόμενο δανεισμού μιας άλλης τράπεζας στη διατραπεζική αγορά, εξαιτίας της έλλειψης διαφάνειας από την έκθεση τους στον κίνδυνο ρευστότητας. Απόρροια του τελευταίου ήταν και η απότομη αύξηση των επιτοκίων στην "αφερέγγυα" πλέον διατραπεζική αγορά. Τα ιδρύματα που εξαρτώνταν από την αγορά μακροπρόθεσμων χρηματοδοτήσεων υπέστησαν και τις μεγαλύτερες απώλειες. Οι κεντρικές τράπεζες των κρατών επενέβησαν συγχρονισμένα με σκοπό να εξασφαλίσουν ρευστότητα με εγγυήσεις και περιόρισαν την αστάθεια στα επιτόκια της βραχυπρόθεσμης αγοράς. Η FED προέβη σε μείωση επιτοκίων, ενώ η ΕΚΤ πάγωσε τις αυξήσεις κι άρχισε να προσανατολίζεται σε πιθανές μειώσεις.

4.3.5 Βραχυπρόθεσμα Χρεόγραφα Εμπράγματης Διασφάλισης-Asset Backed Commercial Papers, (ABCP'S)

Τα Asset Backed Commercial Papers, είναι μια μορφή βραχυπρόθεσμων ομολόγων, τα οποία είναι ενεχυριασμένα με άλλα χρηματοοικονομικά στοιχεία. Πρόκειται για βραχυπρόθεσμες επενδύσεις, με προκαθορισμένη διάρκεια, και συνήθως εκδίδονται από τράπεζα ή άλλο χρηματοπιστωτικό ίδρυμα. Είναι σχεδιασμένα για να χρησιμοποιούνται για βραχυπρόθεσμες ανάγκες χρηματοδότησης. Οι οργανισμοί που εκδίδουν ABCP's, είναι φορείς ειδικού σκοπού Conduits και SIV's. Τα χρηματοοικονομικά στοιχεία που χρησιμεύουν ως εξασφάλιση για ABCP είναι συνήθως ένας συνδυασμός πολλών διαφορετικών στοιχείων, και σύμφωνα με τους οίκους αξιολόγησης, θεωρούνται χαμηλού κινδύνου πτώχευσης. Τα ABCP's, υποστηρίζονται από τα πρωτογενή στοιχεία, και επιτρέπουν στον ιδιοκτήτη τους να πουλήσει τα ενεχυριασμένα στοιχεία σε περίπτωση πτώχευσης. Η χρήση των ABCP's αυξήθηκε αρκετά και στις αρχές του 2006, κυριαρχούσαν ανάμεσα στα commercial papers. Ωστόσο, την περίοδο 2007-2008, αρκετά από αυτά τα στοιχεία, δεν πληρούσαν όλες τις προδιαγραφές, με αποτέλεσμα, να μειωθεί η ζήτηση των ABCP's. Η απροθυμία της αγοράς να προσελκύσει ABCP's, δημιούργησε πρόβλημα στους χρηματοοικονομικούς

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

οργανισμούς, οι οποίοι είχαν βασιστεί στις πωλήσεις των ABCP's, προκειμένου να αποκτήσουν κεφάλαια για να τα χρησιμοποιήσουν σε μακροπρόθεσμες επενδύσεις. Πιο συγκεκριμένα, τα SIV's, χρηματοδοτούσαν τις μακροπρόθεσμες, υψηλών αποδόσεων επενδύσεις τους, μέσα από τις πωλήσεις των ABCP's. Αυτό ήταν αρκετά κερδοφόρο όσο τα ABCP's, θεωρούνταν ασφαλή, με την μείωση όμως των πωλήσεων, αναγκάστηκαν να ρευστοποιήσουν τις μακροχρόνιες επενδύσεις τους. Το επόμενο διάγραμμα, δείχνει την ραγδαία μείωση των ABCP, μετά το ξέσπασμα της κρίσης στην αγορά ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου.



Source: Federal Reserve Board

4.4 Μοχλευμένες Εξαγορές-Leverage Buyouts (LBO'S)

Οι μοχλευμένες εξαγορές, εμφανίστηκαν για πρώτη φορά το 1980. Δεν προκαλούνται από επιχειρηματίες αγοραστές, λόγω στρατηγικών συνεργιών αλλά από χρηματοοικονομικές επενδυτικές εταιρείες (financial investments firms), οι οποίες ονομάζονται εταιρείες ιδιωτικού κεφαλαίου (private equity firms). Εναλλακτικά, ονομάζονται χρηματοδότες των LBO's ή εταιρείες εξειδικευμένες για την εξαγορά εταιρειών με τη χρήση δανειακών κεφαλαίων (specialist buyout firms).

Οι εξαγορές αυτές γίνονται με μικρό ποσό μετοχικού κεφαλαίου (equity) και με μεγάλο ποσό δανεισμού (debt). Εξαιτίας του υψηλού δανεισμού, μια τέτοια εξαγορά ονομάζεται εξαγορά με τη χρήση δανειακών κεφαλαίων (Leveraged

Buyout). Τα δάνεια έχουν σκοπό να μοχλεύσουν τις αποδόσεις της επένδυσης σε μετοχές σε πολύ μικρό χρονικό διάστημα (1 με 2 έτη). Κατά την εξαγορά αυτή γίνεται buyout-έξοδος δηλαδή της εταιρείας από το χρηματιστήριο και οι μετοχές της παύουν να διαπραγματεύονται στην ελεύθερη αγορά καθώς το μετοχικό κεφάλαιο που παρεχόταν από δημόσιους επενδυτές σε αυτήν, αντικαθίσταται από αυτό του LBO sponsor.

Το LBO, αφορά εξαγορά όλης της επιχείρησης ή ενός μέρους μόνο βασικά με μετρητά. Αυτά προέρχονται κατά ένα μικρό μέρος από ένα αμοιβαίο κεφάλαιο (fund) με έτοιμα μετρητά τα οποία έχουν κατατεθεί από ιδιώτες επενδυτές (private investors) και κατά ένα μεγάλο μέρος από δάνεια. Το εν λόγω fund δημιουργείται σε μια εταιρεία εξειδικευμένη για την εξαγορά εταιρειών με χρήση δανεισμού η οποία αναζητεί ευκαιρίες να επενδύσει τα χρήματά της μέσω LBO's και να λάβει τις αποδόσεις. Βασικό ρόλο στη διεξαγωγή αυτών των διαδικασιών έχουν και οι εταιρείες ειδικού σκοπού. (special purpose companies). Οι επενδυτές που εναποθέτουν χρήματα στο fund δεν έχουν καμία διαχειριστική αρμοδιότητα, όλο το μάνατζμεντ ανήκει στον LBO specialist.

Τα περιουσιακά στοιχεία της εξαγοραζόμενης εταιρείας, χρησιμοποιούνται ως ασφάλεια για το δάνειο. Συνήθως η χρηματοδότηση γίνεται με προσωρινό δάνειο και ακολούθως με έκδοση ομολογιών υψηλού κινδύνου (junk bonds). Τέτοιου είδους εξαγορές, επιτρέπουν στους χρηματοδότες, να κάνουν εξαγορές , χωρίς να δεσμεύονται όλα τα κεφάλαια που απαιτούνται για την εξαγορά Η χρήση του χρέους, επίσης, αυξάνει σημαντικά τις αποδόσεις του χρηματοδότη της εξαγοράς, ενώ οι ταμειακές ροές της εξαγορασθείσας επιχείρησης, χρησιμοποιούνται για την πληρωμή του χρέους που χρειάστηκε ώστε να γίνει η εξαγορά. Αυτό, σε συνδυασμό με το γεγονός ότι η χρηματοδότες πληρώνουν μόνο ένα μέρος της αρχικής τιμής αγοράς, σημαίνει ότι μία μελλοντική πώληση της εταιρείας θα προσφέρει σημαντικά οφέλη στους χρηματοδότες. Καθώς μεγαλώνουν τα μεγέθη των συναλλαγών, πολλοί επενδυτές, επενδύουν μαζί, προκειμένου να συγκεντρωθεί το ποσό που απαιτείται για την εξαγορά. Σήμερα, οι μεγαλύτερες συναλλαγές, κυριαρχούνται από εταιρείες ιδιωτικού κεφαλαίου και έναν περιορισμένο αριθμό μεγάλων τραπεζών με χρηματοδοτικές ομάδες. Ως ποσοστό επί της τιμής αγοράς της επιχείρησης που επρόκειτο να εξαγοραστεί, το ποσό του χρέους που χρησιμοποιείται για τη χρηματοδότηση μιας συναλλαγής διαφέρει ανάλογα με την οικονομική κατάσταση, την ιστορία της επιχείρησης-στόχου, τις

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

συνθήκες της αγοράς, την προθυμία των δανειστών για πιστωτική επέκταση, τις δαπάνες για τόκους αλλά και την ικανότητα της εταιρείας να καλύψει τις δαπάνες αυτές. Συνήθως το ποσοστό του χρέους, κυμαίνεται μεταξύ 50-85% της τιμής αγοράς, αλλά σε ορισμένες περιπτώσεις, μπορεί να ξεπερνάει το 95% της τιμής αγοράς.

Τον Ιούλιο του 2007, η αναταραχή στις αγορές ενυπόθηκων δανείων, επηρέασε την χρηματοδοτική μόχλευση. Οι αγορές ήταν πολύ ισχυρές στη διάρκεια του πρώτου εξαμήνου του 2007, με συμβόλαια χαμηλού χρέους, διαθέσιμα για την χρηματοδότηση μεγάλων μοχλευμένων εξαγορών. Το 2005 οι εταιρείες ιδιωτικού κεφαλαίου είχαν στη διάθεσή τους 232 δις δολάρια, το 2006 459 δις δολάρια και το πρώτο εξάμηνο του 2007 240 δις δολάρια (Berman 2007). Το μεγάλο μέγεθος των διαθέσιμων κεφαλαίων, τους δίνει τη δυνατότητα να δανειστούν πολλές φορές πάνω από την κεφαλαιακή τους βάση, προκειμένου να προβούν σε εξαγορές. Από το 2003 έως το πρώτο εξάμηνο του 2007, 13,3 τρις δολάρια είχαν κλειστεί για εξαγορές, τα 2,7 τρις δολάρια αντιστοιχούσαν στο πρώτο εξάμηνο του 2007 και τα οποία αντιπροσώπευαν το 37% όλων των επενδυτικών τραπεζικών συναλλαγών.[17] Τον Ιούλιο και τον Αύγουστο, σημειώθηκε σημαντική επιβράδυνση στις αγορές μοχλευμένων δανείων, με λίγους μόνο εκδότες να έχουν πρόσβαση στην αγορά. Πιο συγκεκριμένα τον Αύγουστο του 2007, μόνο 222 δις δολάρια κλείστηκαν για εξαγορές, τα αντίστοιχα ποσά τον Ιούλιο και τον Απρίλιο, ανέρχονταν στα 579 δις δολάρια και 695 δις δολάρια αντίστοιχα (Berman 2007). Πολλά από τα LBO's, χρηματοδοτούνταν από συμπληρωματικά προσωρινά τραπεζικά δάνεια (bridge loans). Οι τράπεζες είχαν πάνω από 300 δις δολάρια τέτοιων δανείων και αντιμετώπιζαν δυσκολία στην πώλησή τους. Τα συσσωρευμένα απούλητα χρέη τα οποία είχαν δημιουργηθεί την περίοδο ανάπτυξης της αγοράς μοχλευμένων εξαγορών, αναγκάζουν τις τράπεζες να προβούν σε σειρά υποτιμήσεων. Η παραμονή μεγάλων ποσών δανείων στις λογιστικές καταστάσεις των τραπεζών, τις αποτρέπει από τη χρηματοδότηση νέων μεγαλύτερων συναλλαγών. Εξαιτίας της κρίσης στην αγορά ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου, οι επενδυτές απαιτούν υψηλότερα ασφάλιστρα κινδύνου. Οι συνθήκες που επικρατούσαν στην

[17] Michael Mah-Hui Lim, (2008), <<*Old Wine in a New Bottle: Subprime Mortgage Crisis-Causes and Consequences*>>, The Levy Economics Institute of Board College, Working Paper No. 532

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

αγορά, οδήγησαν σε μια διεύρυνση στο άνοιγμα των αποδόσεων, με αποτέλεσμα αρκετές εταιρείες και επενδυτικές τράπεζες, να επιβραδύνουν τα σχέδιά τους για την έκδοση χρέους. Εξαιτίας της αύξησης του κόστους χρηματοδότησης μια σειρά συμφωνιών δεν εκπληρώθηκαν. Μέχρι το τέλος Σεπτεμβρίου, η επέκταση της αναταραχής της αγοράς, ήταν πλέον εμφανής, καθώς μεγάλοι επενδυτές, όπως η Citigroup και η UBS AG, ανακοίνωσαν σημαντικές υποτιμήσεις, εξαιτίας πιστωτικών απωλειών. Μέχρι τον Οκτώβριο του 2007, επενδυτικές και εμπορικές τράπεζες ανακοίνωσαν σημαντικές απώλειες. Η Citibank, Merrill Lynch, UBS, και η Deutsche Bank, ανακοίνωσαν απώλειες ύψους 20 δις δολαρίων. Οι αγορές μοχλευμένων εξαγορών, ήλθαν σε στασιμότητα. Όχι μόνο είχε μειωθεί το μέγεθος των συμφωνιών για εξαγορές αλλά και οι επενδυτές ακύρωναν τις ήδη υπάρχουσες συμφωνίες για να συνάψουν άλλες στις χαμηλότερες τιμές που επικρατούσαν στις αγορές. Τα τέλη του 2007 αλλά και στις αρχές του 2008, τα κριτήρια δανεισμού, είχαν γίνει αυστηρότερα και η εποχή των μεγάλων εξαγορών, είχε τερματιστεί. Εξαιτίας του μεγέθους των LBO's, και του υψηλού επιπέδου της μόχλευσης, αθετήσεις πληρωμών στην αγορά των LBO's αποσταθεροποιούν περισσότερο την οικονομία απ'ότι αθετήσεις στην αγορά ενυπόθηκων δανείων. Χαλαρά κριτήρια χορήγησης πιστώσεων πραγματοποιήθηκαν και στην αγορά των LBO's.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5
Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

5.1 Η Ελληνική Οικονομία

Η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση που ξεκίνησε το καλοκαίρι του 2007, συνεχίζεται, επηρεάζοντας τις χρηματοοικονομικές αγορές. Παραμένει αβέβαιος ο χρόνος που θα χρειαστεί μέχρι οι χρηματοοικονομικές αγορές να επανέλθουν σε φυσιολογικές συνθήκες. Η αβεβαιότητα αυτή, αντικατοπτρίζεται στις εντάσεις των χρηματοοικονομικών και πιστωτικών αγορών. Εξαιτίας της παγκοσμιοποίησης, η αβεβαιότητα στην παγκόσμια οικονομία, επηρέασε και την ελληνική οικονομία, αν και αποδείχτηκε αρκετά ανθεκτική.

Στην Ελλάδα τα τελευταία 13 χρόνια παρατηρούνται υψηλά επίπεδα των ρυθμών ανάπτυξης εξαιτίας της μεγάλης ανόδου της εγχώριας ζήτησης. (3,9% ετησίως κατά μέσο όρο). Η κρίση που ξέσπασε στην αγορά ενυπόθηκων δανείων, επηρέασε αρνητικά τους ρυθμούς ανάπτυξης σε όλο τον κόσμο. Παρά το ξέσπασμα της κρίσης όμως και την γενικότερη επιβράδυνση του ρυθμού ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας, για την Ελλάδα. οι προβλέψεις της Επιτροπής είναι πολύ καλύτερες, έναντι του μέσου όρου της Ευρωζώνης. Σύμφωνα με τις προβλέψεις, οι ρυθμοί ανάπτυξης στην Ευρώπη παραμένουν θετικοί για το 2008, γύρω στο 1,5-2,1% και στην Ελλάδα 3,2%. Η ανάπτυξη προβλέπεται να διαμορφωθεί στο 2,5% το 2009 έναντι 3,2% το 2008. Ο πληθωρισμός αναμένεται να μειωθεί από το 4,4% το 2008 στο 3,5% το 2009 και τα δημοσιονομικά ελλείμματα να μειωθούν από το 2,5% το 2008 στο 2,2% το 2009. Οι πραγματικοί μισθοί στην Ελλάδα προβλέπεται να αυξηθούν κατά 3,4% τόσο το 2008 όσο και το 2009. Από τις προβλέψεις αυτές της Ευρωπαϊκής Επιτροπής επιβεβαιώνεται ότι η ελληνική οικονομία παρουσιάζει μεγαλύτερες αντοχές, σε σύγκριση με πολλές άλλες χώρες της ευρωζώνης. Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση έχει, ωστόσο, συνέπειες και για την ελληνική οικονομία. Οι συνέπειες αυτές επιδεινώνονται εξαιτίας δυο αρνητικών παραγόντων: Της χαμηλής ανταγωνιστικότητας και του τεράστιου δημόσιου χρέος, που περιορίζει πολύ τα περιθώρια άσκησης της δημοσιονομικής πολιτικής.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Οι αστάθειες των χρηματοοικονομικών μεγεθών, θέτουν προβλήματα στην ελληνική οικονομία. Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, διευρύνθηκε περαιτέρω κατά την διάρκεια του 2007, φτάνοντας σε υψηλά επίπεδα του ΑΕΠ. Ενώ, το δημοσιονομικό έλλειμμα, παρέμεινε για δεύτερη συνεχόμενη χρονιά κάτω από 3% του ΑΕΠ, οι αστάθειες παρέμειναν σε υψηλό επίπεδο, όπως αντικατοπτρίζονται από τον λόγο του χρέους προς το ΑΕΠ.

Ο ρυθμός ανάπτυξης για το 2007 ήταν 4% μειωμένος ελάχιστα από το 2006 ο οποίος ήταν 4,2%. Η ελληνική οικονομία αυξανόταν με γρηγορότερο ρυθμό από την Ευρώπη σαν σύνολο το 2007. Οι βασικοί παράγοντες που βοήθησαν την ανάπτυξη ήταν η αυξανόμενη εγχώρια ζήτηση τόσο για κατανάλωση όσο και για επενδύσεις. Παρόλα αυτά, η ανάπτυξη επιβραδύνθηκε το δεύτερο μισό του 2007 και το 2008 η συνεισφορά τους στον ρυθμό ανάπτυξης είναι μικρότερη από το 2007.

Η αύξηση της παραγωγικής δραστηριότητας συνοδεύτηκε από αύξηση της απασχόλησης και μείωση του ποσοστού ανεργίας στο 8,3% το 2007. Βέβαια η ελληνική οικονομία, έχει μικρότερη ικανότητα να δημιουργεί ευκαιρίες απασχόλησης σε σχέση με άλλες χώρες της ΕΕ. Αυτό οφείλεται στην συνεχής αλλαγή της δομής της ελληνικής οικονομίας, χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η συρρίκνωση της αγροτικής οικονομίας, η οποία έχει οδηγήσει σε απώλεια μεγάλου αριθμού θέσεων εργασίας, στα στοιχεία δυσκαμψίας που επικρατούν στην αγορά εργασίας, καθώς και σε ορισμένες αναντιστοιχίες ανάμεσα στην ζήτηση και προσφορά στην αγορά εργασίας. Η Ελλάδα, έχει χαμηλότερα ποσοστά απασχόλησης και υψηλότερα ποσοστά ανεργία από τον μέσο όρο των 15 της ΕΕ. Η ανεργία το δεύτερο τρίμηνο του 2008 ήταν της τάξεως του 7,2% ενώ, ο ρυθμός αύξησης της απασχόλησης, μειώθηκε από 1,5% σε 1,3%.

Ο υψηλός ρυθμός ανάπτυξης, οφείλεται στην αύξηση της εγχώριας ζήτησης. Η κατανάλωση και οι επενδύσεις ενισχύθηκαν από το περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων, εξαιτίας της εισόδου της χώρας στην ΕΕ καθώς και από την ραγδαία αύξηση των πιστώσεων. Το υψηλό δημοσιονομικό έλλειμμα, βοήθησε στην αύξηση της ζήτησης, παράλληλα όμως συνέβαλε στην αύξηση του δημοσίου χρέους.

Το έλλειμμα του δημοσίου τομέα συμβάλλει στην μείωση των εθνικών αποταμιεύσεων, οι οποίες βρίσκονται ήδη σε χαμηλά επίπεδα και επομένως στην

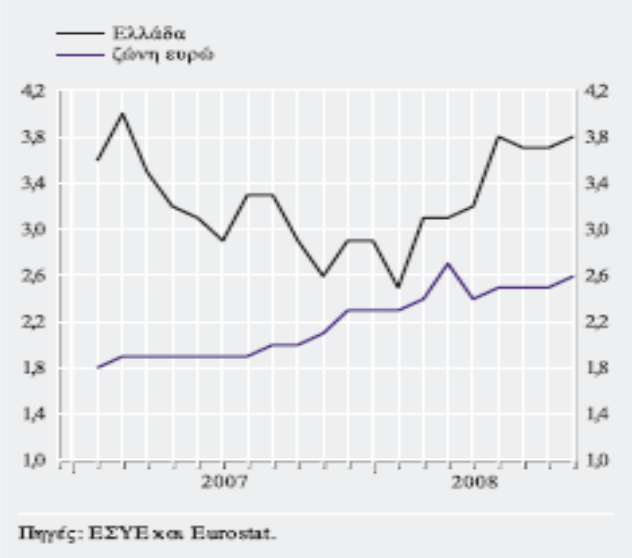
ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

περαιτέρω διεύρυνση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Ο πληθωρισμός βρίσκεται σε υψηλά επίπεδα, εξαιτίας την ανόδου του κόστους της ενέργειας και των καυσίμων, αλλά και των τιμών του πετρελαίου, οι οποίες επηρεάζουν μέσω αλυσιδωτών ανατιμήσεων τις τιμές σε αγαθά και υπηρεσίες. Οι πληθωριστικές πιέσεις είναι έντονες σε όλες τις χώρες της ΕΕ. Στην Ελλάδα όμως, τα επίπεδα του πληθωρισμού, ξεπερνούν το μέσο όρο της ΕΕ, αν και παρατηρείται μείωση τους τελευταίους μήνες του 2008. Η ανεπάρκεια της εγχώριας προσφοράς να καλύψει την εγχώρια ζήτηση και οι συνθήκες ατελούς ανταγωνισμού που επικρατούν σε αρκετές εγχώριες αγορές, έχουν συντελέσει στην διατήρηση των υψηλών επιπέδου του πληθωρισμού, επηρεάζοντας αρνητικά την διεθνή ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας. Η μικρή αποκλιμάκωση του πληθωρισμού, έως το τέλος του έτους αναμένεται να τονώσει την κατανάλωση, αναπληρώνοντας μέρος της επιβράδυνσης που σημείωσε το πρώτο εξάμηνο του 2007. Παρόλα αυτά τα γενικά επίπεδα του πληθωρισμού εξακολουθούν να παραμένουν υψηλά, επηρεάζοντας αρνητικά την παραγωγή και την απασχόληση και πλήττοντας περισσότερο τις οικονομικά ασθενέστερες κοινωνικές ομάδες. Όσον αφορά τη βραχυχρόνια εξέλιξη και προοπτική του πληθωρισμού στην Ελλάδα, ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ), από 3,6% το τελευταίο τρίμηνο του 2007, αυξήθηκε σημαντικά τους πρώτους επτά μήνες του 2008 και διαμορφώθηκε στο 4,9% επί τρεις μήνες (Μάιο-Ιούλιο), ενώ τον Αύγουστο υποχώρησε ανεπαίσθητα στο 4,8%. Ο πυρήνας του πληθωρισμού, όπως μετρείται με βάση τον ΕνΔΤΚ χωρίς τις τιμές της ενέργειας και των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής, παρουσίασε ελαφρά μικρότερη άνοδο: έφθασε στο 3,8% τον Αύγουστο του τρέχοντος έτους, έναντι 2,8% το τελευταίο τρίμηνο του 2007, όπως φαίνεται και από τα επόμενα διαγράμματα.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Πληθωρισμός στην Ελλάδα και την ΕΕ με βάση τον ΕνΔΤΚ χωρίς τις τιμές της ενέργειας και των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής (Ιανουάριος 2007-Αύγουστος 2008)

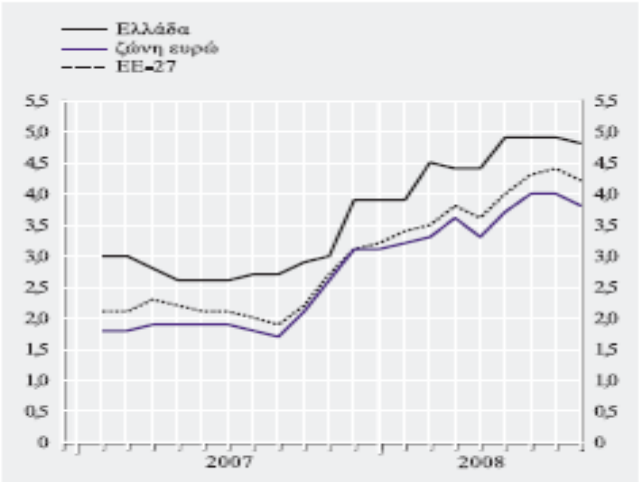
(εκατοστιαίες μεταβολές έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)



Πηγές: ΕΣΥΕ και Eurostat.

Εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή Ελλάδος και ΕΕ (Ιανουάριος 2007-Αύγουστος 2008)

(εκατοστιαίες μεταβολές έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)



Πηγές: ΕΣΥΕ και Eurostat.

Η ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας οφείλεται στο ύψος της κατανάλωσης και των επενδύσεων, οι οποίοι έχουν αποδυναμωθεί σε σύγκριση με το παρελθόν. Πιο συγκεκριμένα, η κατανάλωση το πρώτο εξάμηνο του 2008 σημείωσε άνοδο της τάξεως του 2,4%. Η αντίστοιχη αύξηση το πρώτο εξάμηνο του 2007 ήταν 4,4%. Οι επενδύσεις αυξάνονται κατά 8,3% το πρώτο εξάμηνο του 2007, ενώ το πρώτο εξάμηνο του 2008 σημειώνουν πτώση 4,7%. Η πτώση που σημειώθηκε,

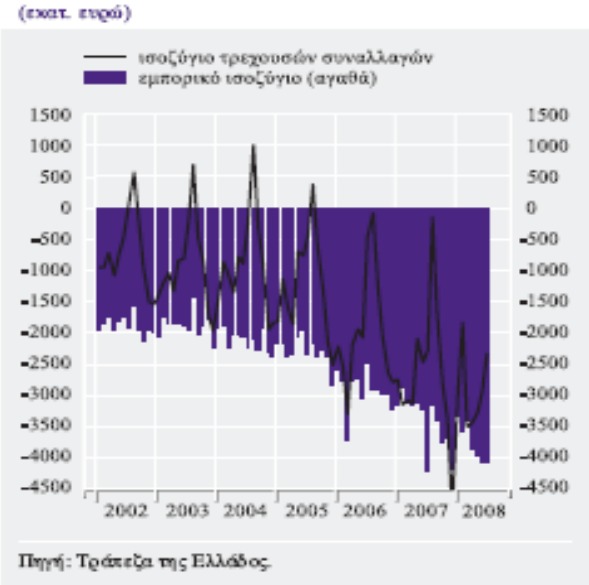
επιβραδύνει τον στόχο του Υπουργείου Οικονομικών για επιτάχυνση των επενδύσεων κεφαλαίου αυτό το χρόνο.

Όσον αφορά τον ρυθμό ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας, οι εξαγωγές παρουσίασαν αύξηση της τάξεως του 4,3% το πρώτο εξάμηνο του 2008, ενώ το ίδιο χρονικό διάστημα του 2007, η αύξηση ήταν της τάξεως του 6,9%. Η μείωση των εξαγωγών, οφείλεται στην γενικευμένη επιβράδυνση των ρυθμών ανάπτυξης των οικονομιών παγκοσμίως εξαιτίας της κρίσης, αλλά και εξαιτίας της υψηλής ισοτιμίας ευρώ/δολαρίου, η οποία πλήττει την ζήτηση των εγχώριων προϊόντων. Από την άλλη πλευρά, οι εισαγωγές, το πρώτο εξάμηνο του 2007 σημείωναν αύξηση 8,8% σε ετήσια βάση, ενώ το 2008 μειώθηκαν κατά 5,9%

Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, το οποίο έχει διαμορφωθεί σε πολύ υψηλά επίπεδα τα τελευταία έτη, διευρύνθηκε περαιτέρω και έφτασε το 14,1% του ΑΕΠ το 2007. Η διεύρυνση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, στην οποία έχει συντελέσει η υποχώρηση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας, αντανακλά τη σημαντική υστέρηση της εγχώριας αποταμίευσης, που είναι σχετικά χαμηλή έναντι των εγχώριων επενδύσεων που είναι σχετικά υψηλές. Λόγω της αναμενόμενης κάμψης του ρυθμού ανόδου του παγκόσμιου εμπορίου και της διαμόρφωσης των τιμών των καυσίμων σε υψηλό επίπεδο, εκτιμάται ότι το 2008 το έλλειμμα θα παραμείνει περίπου σταθερό ως ποσοστό του ΑΕΠ, ενώ ενδέχεται και να αυξηθεί, λόγω της επίδρασης της ανόδου της τιμής του πετρελαίου στο ισοζύγιο καυσίμων. Το επόμενο διάγραμμα απεικονίζει το εμπορικό ισοζύγιο και το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Εμπορικό ισοζύγιο και ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (Ιανουάριος 2002- Ιούλιος 2008)



Ο ρυθμός ανόδου το 2007 υπερέβει τον αντίστοιχο ρυθμό της ΕΕ και η ελληνική οικονομία παρέμεινε μια από τις ταχύτερα αναπτυσσόμενες οικονομίες της ΕΕ.

Το 2008 όμως οι επιπτώσεις στα μακροοικονομικά μεγέθη ήταν πιο σημαντικές. Η επιβράδυνση του ρυθμού ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας και της εξωτερικής ζήτησης, η άνοδος των διεθνών τιμών του πετρελαίου και των τροφίμων και η αύξηση του κόστους χρηματοδότησης συνεπάγονται ότι το 2009, η επιβράδυνση του ρυθμού ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας, θα είναι ακόμα μεγαλύτερη όπως αναφέραμε, παραμένοντας όμως σημαντικά υψηλότερη από το ρυθμό ανάπτυξης στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο.

Η ελληνική οικονομία δεν επηρεάστηκε αρκετά από την οικονομική κρίση, εξαιτίας του γεγονότος ότι το ΑΕΠ δεν εξαρτάται από την ζήτηση εκτός συνόρων, καθώς οι εξαγωγές ανέρχονται στο 20% του ΑΕΠ, στην περιορισμένη συμμετοχή των ελληνικών χρηματοπιστωτικών οργανισμών σε διεθνή επενδυτικά προϊόντα που αποδείχτηκα επισφαλή αλλά και εξαιτίας της σταθερότητας των τιμών των ακινήτων σε αντίθεση με ότι συνέβη σε αυτόν τον τομέα σε άλλες χώρες.

Η αβεβαιότητα στην παγκόσμια οικονομία εξαιτίας της αναταραχής βρίσκεται σε υψηλότερα επίπεδα από τα συνηθισμένα. Σύμφωνα με εκτιμήσεις, οι δυσμενείς επιπτώσεις της χρηματοοικονομικής αναταραχής στην παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα, θα είναι πιο μεγάλες και πιο παρατεταμένες από ότι προβλεπόταν. Εξαιτίας του δυσμενούς διεθνούς περιβάλλοντος, οι προσπάθειες για διευθέτηση των μακροοικονομικών ανισορροπιών, οι οποίες αντικατοπτρίζονται στο μεγάλο

δημοσιονομικό έλλειμμα, στο υψηλό λόγο του δημοσίου χρέους προς το ΑΕΠ και στο ποσοστό ανεργίας, το οποίο αν και μειώνεται εξακολουθεί να παραμένει σε υψηλά επίπεδα, πρέπει να ενταθούν.

5.2 Η Σταθερότητα του Ελληνικού Τραπεζικού Συστήματος και η Επιρροή της Κρίσης

Οι επιρροές της κρίσης στην ελληνική οικονομία κατά την διάρκεια του 2007 είναι περιορισμένες. Οι ελληνικές τράπεζες εξακολουθούσαν να σημειώνουν κέρδη και ικανοποιητικά ποσοστά επάρκειας κεφαλαίων κατά την διάρκεια του 2007. Η συνέχεια της κρίση όμως, ο γρήγορος ρυθμός αύξησης των πιστώσεων που χορηγούνται στα νοικοκυριά και η αυξανόμενη διείσδυση των ελληνικών τραπεζών στις αγορές τις Δυτικής Ευρώπης, συμβάλλουν στην αύξηση των αναλαμβανόμενων ρίσκων των τραπεζών.

Πλεονέκτημα για τις ελληνικές τράπεζες θεωρούνται η ικανοποιητική κεφαλαιακή τους επάρκεια, η ποιοτική διάρθρωση των εποπτικών ιδίων κεφαλαίων τους (δηλαδή το ποσοστό των βασικών ιδίων κεφαλαίων Tier I, σε σχέση με το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων),[18] η σχεδόν αμελητέα τοποθέτηση των ελληνικών τραπεζών σε προϊόντα άλλων τραπεζών που πτώχευσαν, καθώς και σε προβληματικά χρηματοοικονομικά προϊόντα υψηλού ρίσκου, η μικρή μόχλευση στους ισολογισμούς τους, η ισχυρή καταθετική τους βάση, έχοντας μάλιστα ενισχυθεί τα τελευταία χρόνια και από την υψηλή κερδοφορία. Επιπλέον, περισσότερο από το 90% των χορηγήσεων χρηματοδοτείται από καταθέσεις πελατών, συνεπώς, η εξάρτηση των τραπεζών από τις διεθνείς χρηματαγορές και κεφαλαιαγορές για την χρηματοδότηση της ανάπτυξής τους είναι μικρή. Τέλος η ικανοποιητική ρευστότητά τους λόγω της ισχυρής ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας και συγχρόνως της επέκτασής τους στις ταχύτατα αναπτυσσόμενες χώρες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης. Αυτό τους επέτρεψε να εκμεταλλευτούν σημαντικές ευκαιρίες επικερδούς επένδυσης των κεφαλαίων τους σε παραδοσιακές τραπεζικές δραστηριότητες, χωρίς να εκτεθούν σε αμφίβολης αξίας τοποθετήσεις.

[18] Σύμφωνα με στοιχεία του Ιουνίου 2008, οι ελληνικοί τραπεζικοί όμιλοι, έχουν ισχυρή κεφαλαιακή βάση και σχετικά χαμηλό βαθμό μόχλευσης, καθώς ο λόγος του ενεργητικού προς τα ίδια κεφάλαιά τους είναι μόνο 14,5.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Για τις τράπεζες, τα κεφάλαια (ίδια ή δανεικά) αποτελούν πηγή χρηματοδότησης για τις επενδύσεις τους, για την επέκταση των δραστηριοτήτων τους και για την προστασία των καταθετών- πελατών τους. Ωστόσο, το κεφάλαια χρησιμοποιούνται, επίσης, για την κάλυψη των κινδύνων που το πιστωτικό ίδρυμα αναλαμβάνει στο χαρτοφυλάκιό του. Το ποσοστό των ιδίων κεφαλαίων στο σύνολο των κεφαλαίων μιας τράπεζας, ορίζεται ως κεφαλαιακή διάρθρωση και κατέχει σημαντικό ρόλο στην αντιμετώπιση των κινδύνων. Σε περιόδους αναταραχών, όπως η σημερινή, τα πιστωτικά ιδρύματα θα πρέπει να έχουν επιπλέον κεφάλαια από τα ελάχιστα προβλεπόμενα, έτσι ώστε να αντιμετωπιστούν οι κίνδυνοι που σε αρκετές περιπτώσεις δεν μπορούν να προβλεφθούν. Η συσχέτιση του ύψους των κεφαλαίων με τους κινδύνους που αναλαμβάνουν τα πιστωτικά ιδρύματα, είναι πρωτίστης σημασίας για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα των τραπεζών και υποδηλώνει την κεφαλαιακή επάρκεια τους. Ωστόσο, η προστασία από τους κινδύνους δεν έγκειται μόνο στο ύψος των κεφαλαίων αλλά και στην ποιότητά τους. Είναι γεγονός ότι τα ίδια κεφάλαια είναι καλύτερης ποιότητας από τα προερχόμενα από δανεισμό, αν και κοστίζουν περισσότερο στην απόκτηση αλλά και τη διατήρησή τους.

Το τελευταίο διάστημα ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών παρουσίασε έντονη πτώση με τις μετοχές των ελληνικών εισηγμένων τραπεζών, και όχι μόνο, να παρουσιάζουν σημαντικές απώλειες. Αυτό οφείλεται στις κινήσεις ξένων, κυρίως, θεσμικών επενδυτών οι οποίοι ρευστοποιούν τις επενδύσεις τους για να καλύψουν άλλες επενδυτικές θέσεις τους στο εξωτερικό. Επιπλέον, η συμπεριφορά κάποιων ακραίων κερδοσκοπικών κεφαλαίων (hedge funds) συνέβαλε σε σημαντικό βαθμό στην πτώση του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Τα κερδοσκοπικά αυτά κεφάλαια στην αναζήτηση αναγκαίας ρευστότητας για την κάλυψη των ζημιών που έχουν υποστεί από επενδύσεις σε προϊόντα και παράγωγα κυρίως σε ξένες αγορές, πωλούν μεγάλες μετοχές ελληνικών εισηγμένων τραπεζών και εταιρειών.

Μπορεί το χρηματοπιστωτικό σύστημα στην Ελλάδα έχει υγιείς βάσεις, αλλά υφίσταται τις συνέπειες της κρίσης, κυρίως λόγω της μεγάλης αύξησης των επιτοκίων και της έλλειψης ρευστότητας σε διεθνές επίπεδο. Παρά το γεγονός ότι τα πιστωτικά ιδρύματα στην Ελλάδα αντιμετωπίζουν μικρότερη, κατά μέσο όρο πίεση, και δεν έχουν εκτεθεί σε σημαντικό βαθμό στα τοξικά προϊόντα, είναι πολύ πιθανό να υπάρξει ροή τοποθετήσεων σε ιδρύματα χωρών που έχουν ήδη

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

παρέμβει είτε με εγγυήσεις (όπως και στη χώρα μας), είτε με ενισχύσεις της κεφαλαιακής επάρκειας, είτε με κρατικοποιήσεις (οπότε θεωρούνται περισσότερο ασφαλή). Το ίδιο φαινόμενο μπορεί να παρατηρηθεί και μεταξύ των ιδρυμάτων που λειτουργούν στην Ελλάδα, περισσότερο ίσως για λόγους αντίληψης της φερεγγυότητας παρά για λόγους που έχουν σχέση με τα θεμελιώδη μεγέθη του χαρτοφυλακίου τους.

Η ομαλή και αποτελεσματική λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος είναι απαραίτητη προϋπόθεση για την διατήρηση της αναπτυξιακής δυναμικής της οικονομίας. Η παράταση της παρούσας κατάστασης, με την πολύ περιορισμένη λειτουργία της διατραπεζικής αγοράς και τα επιτόκια να ενσωματώνουν υψηλό υπερτίμημα κινδύνου, είναι ενδεχόμενο να οδηγήσει σταδιακά σε όλο και μεγαλύτερη επιβράδυνση της πιστωτικής επέκτασης με σημαντικές αρνητικές επιπτώσεις στην ανάπτυξη (επιβράδυνση τόσο της ιδιωτικής κατανάλωσης όσο και των επενδύσεων). Τα υψηλά επιτόκια επιβαρύνουν τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις, αποδυναμώνοντας την ανάπτυξη, επιδεινώνοντας τις πληθωριστικές πιέσεις και αυξάνοντας τους κινδύνους στασιμότητας.

Παρά τα υγιή θεμελιώδη μεγέθη του ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος, η κρίση ρευστότητας στη διατραπεζική αγορά και τα υψηλά επιτόκια που διαμορφώθηκαν διεθνώς επηρεάζουν την ομαλή λειτουργία του συστήματος. Ταυτόχρονα, η αύξηση των επιτοκίων επηρεάζει το διαθέσιμο εισόδημα των δανειοληπτών αλλά και τη δυνατότητά τους να ανταποκρίνονται στις υποχρεώσεις τους.

Η αναταραχή του παγκόσμιου χρηματοοικονομικού συστήματος, απέκτησε μία δυναμική η οποία χαρακτηρίζεται από αυτοτροφοδοτούμενους και αλληλοεξαρτώμενους κινδύνους. Η επιρροή επομένως της κρίσης δεν εξαρτάται μόνο από την έκθεση των τραπεζών στα τοξικά προϊόντα, αλλά από την πιο συστημική μορφή την οποία μπορεί να πάρει ο κίνδυνος.

Μια περαιτέρω επιδείνωση της διεθνούς κρίσης θα επηρεάσει έμμεσα και το ελληνικό τραπεζικό σύστημα. Οι επιπτώσεις στις ελληνικές τράπεζες θα προέρχονται από επιπλέον αύξηση του κόστους χρήματος, που είναι απαραίτητο για τις επενδύσεις και την επέκτασή τους. Και αυτό, μετά και από την πρόσφατη απόφαση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας να περιορίσει σημαντικά από το 2009 την χρηματοδότηση των ευρωπαϊκών τραπεζών. Μεγαλύτερο πρόβλημα ενδέχεται να αντιμετωπίσουν οι μικρές και μεσαίας κεφαλαιοποίησης τράπεζες.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Έτσι, όπως σημειώνεται από την Τράπεζα της Ελλάδος, για το προσεχές διάστημα, όπου αναμένεται αύξηση του κόστους των κεφαλαίων σε συνδυασμό με την αβεβαιότητα για τη διάρκεια της αναταραχής, τα πιστωτικά ιδρύματα θα πρέπει να μην μειώσουν περαιτέρω τους δείκτες κεφαλαιακής τους επάρκειας και να τους διατηρήσουν στα ικανοποιητικά επίπεδα, στα οποία βρίσκονται αυτή την περίοδο. Ταυτόχρονα, θα πρέπει να διατηρήσουν την κεφαλαιακή τους διάρθρωση με υψηλής, κατά το δυνατόν, ποιότητας κεφάλαια, έτσι ώστε να απορροφούνται οι κραδασμοί από ενδεχόμενες αναταραχές στις αγορές.

5.3 Σχέδιο Ενίσχυσης της Ρευστότητας

Η ελληνική κυβέρνηση ανακοίνωσε δέσμη μέτρων, ύστερα από έγκριση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και σύμφωνα με τους κανόνες για τις κρατικές ενισχύσεις της Συνθήκης της Ευρωπαϊκής Κοινότητας, προκειμένου να προστατεύσει την ελληνική οικονομία από την επιρροή της κρίσης. Το σχέδιο περιλαμβάνει εναλλακτικούς τρόπους ενίσχυσης της ρευστότητας. Η συνολική δαπάνη φτάνει τα 28 δις ευρώ τα οποία θα δαπανηθούν έως το τέλος του 2009.

Το σχέδιο ενίσχυσης της ρευστότητας της οικονομίας έχει τρία σκέλη: Πρώτον, τη συμμετοχή του Δημοσίου στο μετοχικό κεφάλαιο των πιστωτικών ιδρυμάτων έως το ύψος των 5 δισεκατομμυρίων ευρώ. Η συμμετοχή αυτή είναι απαραίτητη προϋπόθεση για όσα πιστωτικά ιδρύματα δεν έχουν ικανοποιητικό δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας, προκειμένου να εγκριθεί η συμμετοχή τους και στα άλλα δύο σκέλη του σχεδίου. Το Δημόσιο συμμετέχει με προνομιούχες μετοχές που έχουν απόδοση 10% και ορίζει εκπροσώπους του στο Διοικητικό Συμβούλιο κάθε πιστωτικού ιδρύματος που συμμετέχει στο σχέδιο. Για τα πιστωτικά ιδρύματα που θα συμμετέχουν στο σχέδιο, οι αποδοχές των ανωτάτων στελεχών, του Προέδρου, του Διευθύνοντος Συμβούλου, των Γενικών Διευθυντών, των Αναπληρωτών Γενικών Διευθυντών και των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου δεν μπορούν να ξεπερνούν το σύνολο των αποδοχών του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος. Τα πάσης φύσεως μπόνους καταργούνται κατά τη διάρκεια εφαρμογής του σχεδίου. Όσον αφορά τη διανομή των κερδών, για τη διάρκεια εφαρμογής του σχεδίου, καμία από τις συμμετέχουσες τράπεζες δεν θα μπορεί να διανέμει ως μέρισμα στους μετόχους ποσό μεγαλύτερο από το 35% των συνολικών κερδών της. Το 35% είναι το ελάχιστο ποσοστό

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

διανεμομένων κερδών που προβλέπει ο νόμος περί Ανωνύμων Εταιριών. Παρότι ο νόμος προβλέπει ότι δεν μπορεί να διανεμηθεί μέρισμα μεγαλύτερο από το 35%, οι τράπεζες, οι οποίες θα κάνουν χρήση του μέτρου της κεφαλαιακής ενίσχυσης, δεν θα επιτραπεί να διανέμουν μέρισμα, προκειμένου τα όποια κέρδη τους να συμβάλλουν στην κεφαλαιακή τους ενίσχυση. Για την ενίσχυση της εποπτείας της εφαρμογής του σχεδίου, δημιουργείται Συμβούλιο Εποπτείας, υπό την προεδρία του Υπουργού Οικονομίας και Οικονομικών και με τη συμμετοχή του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος και του αρμόδιου Υφυπουργού για το Γενικό Λογιστήριο του Κράτους. Στο Συμβούλιο Εποπτείας μετέχουν οι εκπρόσωποι του Δημοσίου στα Διοικητικά Συμβούλια των πιστωτικών ιδρυμάτων που θα ενταχθούν στο σχέδιο. Το Συμβούλιο αυτό θα συνέρχεται μια φορά το μήνα, προκειμένου να συντονίζει την εφαρμογή του σχεδίου.

Το δεύτερο σκέλος του σχεδίου αφορά στην παροχή των εγγυήσεων του Δημοσίου για τη σύναψη μεσοπρόθεσμων δανείων από τα συμμετέχοντα πιστωτικά ιδρύματα, ποσού έως 15 δισεκατομμύρια ευρώ. Στόχος είναι η συνέχιση της παροχής ρευστότητας από το πιστωτικό σύστημα στην ελληνική οικονομία για την κάλυψη των αναγκών των επιχειρήσεων, των νοικοκυριών, των δημοσίων έργων που εκτελούνται με Συμβάσεις Παραχώρησης, των επιχειρήσεων που συμμετέχουν στον επενδυτικό νόμο και των έργων που εκτελούνται με Συμπράξεις Δημόσιου και Ιδιωτικού Τομέα. Η εφαρμογή και αυτού του σκέλους θα εποπτεύεται από το Συμβούλιο Εποπτείας. Η εγγύηση αφορά στην έκδοση νέων μεσομακροπρόθεσμων δανείων που θα συναφθούν και τίτλων που θα εκδοθούν / αναχρηματοδοτηθούν μέχρι το τέλος του 2009 και για διάρκεια 3 έως 5 ετών. Η εγγύηση παρέχεται έναντι προμήθειας 100 – 150 μονάδων βάσης, με παράλληλη παροχή εξασφαλίσεων από τα πιστωτικά ιδρύματα που θα δεχθούν τις εγγυήσεις αυτές ή επιβάρυνση αναλόγως του πιστωτικού κινδύνου του Ιδρύματος, όπως αυτός εκτιμάται περιοδικά από την Τράπεζα της Ελλάδος. Η παροχή εγγύησης του Ελληνικού Δημοσίου θα απευθύνεται είτε στο πιστωτικό ίδρυμα που δανείζεται είτε στο πιστωτικό ίδρυμα που δανείζει, προκειμένου να διασφαλίζονται ευνοϊκότεροι όροι. Με τον τρόπο αυτό αποφεύγεται η μεταφορά υψηλότερων διατραπεζικών επιτοκίων στους δανειολήπτες της χώρας μας και εξασφαλίζεται η ομαλοποίηση της λειτουργίας του χρηματοπιστωτικού συστήματος και η μείωση των αρνητικών επιπτώσεων τόσο στο διατραπεζικό σύστημα, όσο και προς την πραγματική οικονομία (επιχειρήσεις και νοικοκυριά).

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Τρίτο σκέλος του σχεδίου είναι η έκδοση ειδικών ομολόγων από το Δημόσιο ύψους έως 8 δισεκατομμυρίων ευρώ. Για την άμεση ενίσχυση της ρευστότητας στη διατραπεζική αγορά, υπάρχει η δυνατότητα ιδιωτικών τοποθετήσεων ομολόγων διάρκειας 2–3–5 ετών του ελληνικού δημοσίου σε ελληνικές τράπεζες με κλιμακούμενη προμήθεια ανάλογα με τη διάρκεια 50 -100 μονάδες βάσης. Για τα ομόλογα αυτά το Δημόσιο θα λάβει επαρκείς εξασφαλίσεις από τα πιστωτικά ιδρύματα. Ο ΟΔΔΗΧ καθορίζει, σε συνεργασία με την Τράπεζα της Ελλάδος τους όρους έκδοσης και αναλαμβάνει την διαχείριση του δανεισμού. Στο άρθρο 5 του σχεδίου νόμου προβλέπεται ότι η επιπλέον ρευστότητα που προκύπτει από αυτούς τους τίτλους προορίζεται αποκλειστικά για τη χρηματοδότηση μικρομεσαίων επιχειρήσεων και στεγαστικών δανείων με ανταγωνιστικούς όρους. Το Συμβούλιο Εποπτείας θα παρακολουθεί την εφαρμογή του άρθρου 5 και ως προς τη χορήγηση των δανείων, αλλά και ως προς τους όρους των δανείων. Προϋπόθεση για τη συμμετοχή και στο τρίτο σκέλος του Σχεδίου είναι η ικανοποιητική κεφαλαιακή επάρκεια. Με Απόφαση του Υπουργού Οικονομίας και Οικονομικών, καθορίζονται οι ειδικοί όροι για την εφαρμογή του σχεδίου και τη συμμετοχή των πιστωτικών ιδρυμάτων σε αυτό. Με την Υπουργική Απόφαση καθορίζονται τα κριτήρια κατανομής της ρευστότητας στα πιστωτικά ιδρύματα. Τα βασικά κριτήρια για την ενίσχυση της κεφαλαιακής επάρκειας είναι η αύξηση της κεφαλαιακής επάρκειας των πιστωτικών ιδρυμάτων στο 10%, το μέγεθος του πιστωτικού ιδρύματος και το μέγεθος της χρηματοδότησης που διαθέτει σε μικρομεσαίες επιχειρήσεις. Για την παροχή εγγύησης τα βασικά κριτήρια είναι η κατάσταση του πιστωτικού ιδρύματος από πλευράς ρευστότητας, το μέγεθος του πιστωτικού ιδρύματος όπως αυτό προκύπτει από το μερίδιο αγοράς στη χρηματοδότηση της οικονομίας, καθώς και ο ρόλος του στη διατήρηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, καθώς και το μέγεθος της συμβολής του πιστωτικού ιδρύματος στη χρηματοδότηση των μικρομεσαίων επιχειρήσεων και των στεγαστικών δανείων. Το ύψος των προμηθειών καθορίζεται με βάση τη διαδικασία που αποφάσισε η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και η οποία καλύπτει το λειτουργικό κόστος και τον πιστωτικό κίνδυνο.

Το Δημόσιο θα εισπράξει από τις τράπεζες ποσό έως 500 εκατομμύρια ευρώ ετησίως. Τα έσοδα αυτά προκύπτουν από την απόδοση 10% των προνομιούχων

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

μετοχών και τις προμήθειες για την παροχή των εγγυήσεων του Δημοσίου και την έκδοση των ειδικών ομολόγων.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

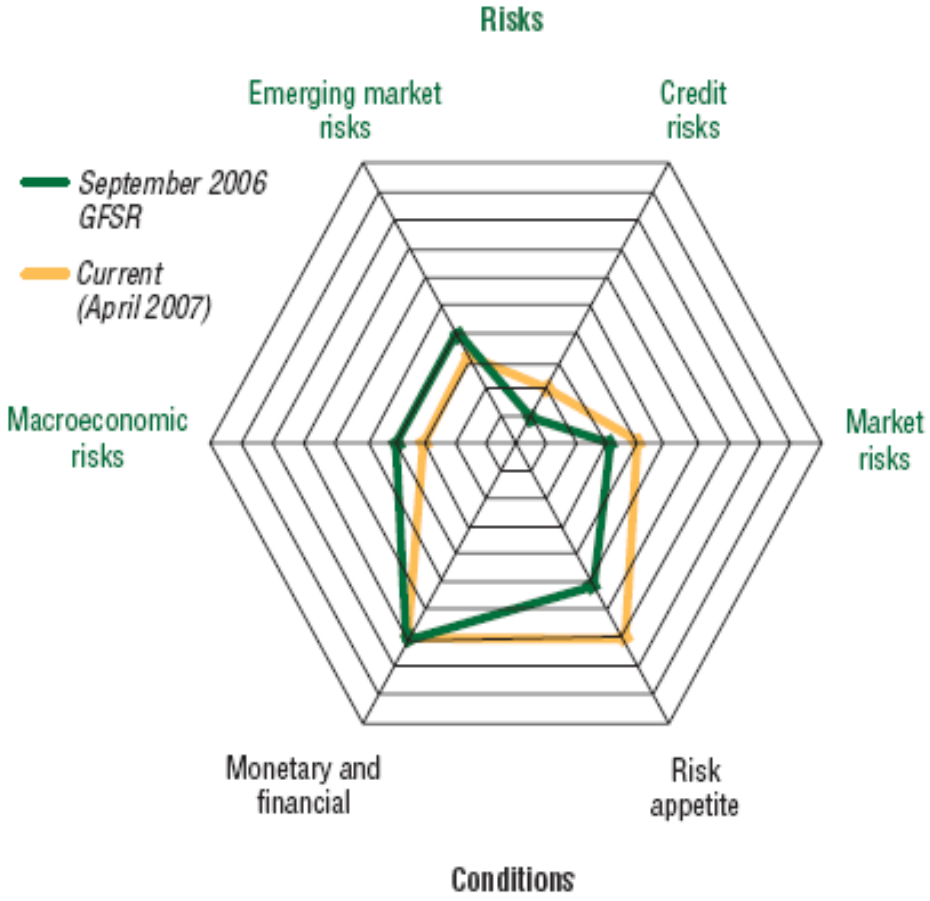
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

ΤΟ ΠΑΓΚΟΣΜΙΟ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΣΗΜΕΡΑ ΚΑΙ ΟΙ ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΤΟ 2009

6.1 Ο Παγκόσμιος Χρηματοοικονομικός Χάρτης Σταθερότητας

Τα επόμενα δύο διαγράμματα, απεικονίζουν τον παγκόσμιο χρηματοοικονομικό χάρτη σταθερότητας, πριν το ξέσπασμα της κρίσης, τον Απρίλιο του 2007, αλλά και το πώς διαμορφώνεται ένα χρόνο μετά το ξέσπασμα της κρίσης, τον Οκτώβριο του 2008

Ο παγκόσμιος χρηματοοικονομικός χάρτης σταθερότητας Σεπτεμβρίου 2006 και Απριλίου 2007



Source: IMF staff estimates.
Note: Closer to center signifies less risk or tighter conditions.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Τον Σεπτέμβριο του 2006, οι μακροοικονομικοί κίνδυνοι θεωρούνταν ότι βρίσκονταν σε υψηλά επίπεδα και αποδίδονταν στην αδυναμία της αμερικάνικης αγοράς ακινήτων κατά την διάρκεια του 2006. Μέχρι τον Απρίλιο όμως του 2007, παρατηρούμε ότι οι μακροοικονομικοί κίνδυνοι μειώθηκαν και οι αιτίες που προκαλούσαν παγκόσμιες ανισορροπίες παρουσίασαν εξασθένιση. Η αμερικάνικη αγορά ακινήτων σταθεροποιήθηκε αν και οι αναλυτές δεν απέκλειαν την πιθανότητα χειροτέρευσης των συνθηκών που επικρατούσαν στην αγορά. Επιπλέον, το δημοσιονομικό έλλειμμα των ΗΠΑ μειώθηκε, η εγχώρια ζήτηση αυξήθηκε στην Ευρώπη και στις αναπτυσσόμενες αγορές και τα νομίσματα αρκετών Ασιατικών χωρών παρουσιάζουν αυξημένη ευκαμψία. Τα εταιρικά κέρδη παρουσιάζονται υγιή, όπως και τα ισοζύγια. Τα πιστωτικά περιθώρια μειώθηκαν περαιτέρω, ενώ τα ποσοστά αθετήσεων πληρωμών, παρέμειναν σε χαμηλά επίπεδα. Παρόλα αυτά, ο βαθμός μόχλευσης στις ιδιωτικές αγορές σημειώνει αύξηση από τα χαμηλά επίπεδα στα οποία βρίσκεται, εξαιτίας της αύξησης της δραστηριότητας στην αγορά των μοχλευμένων εξαγορών.

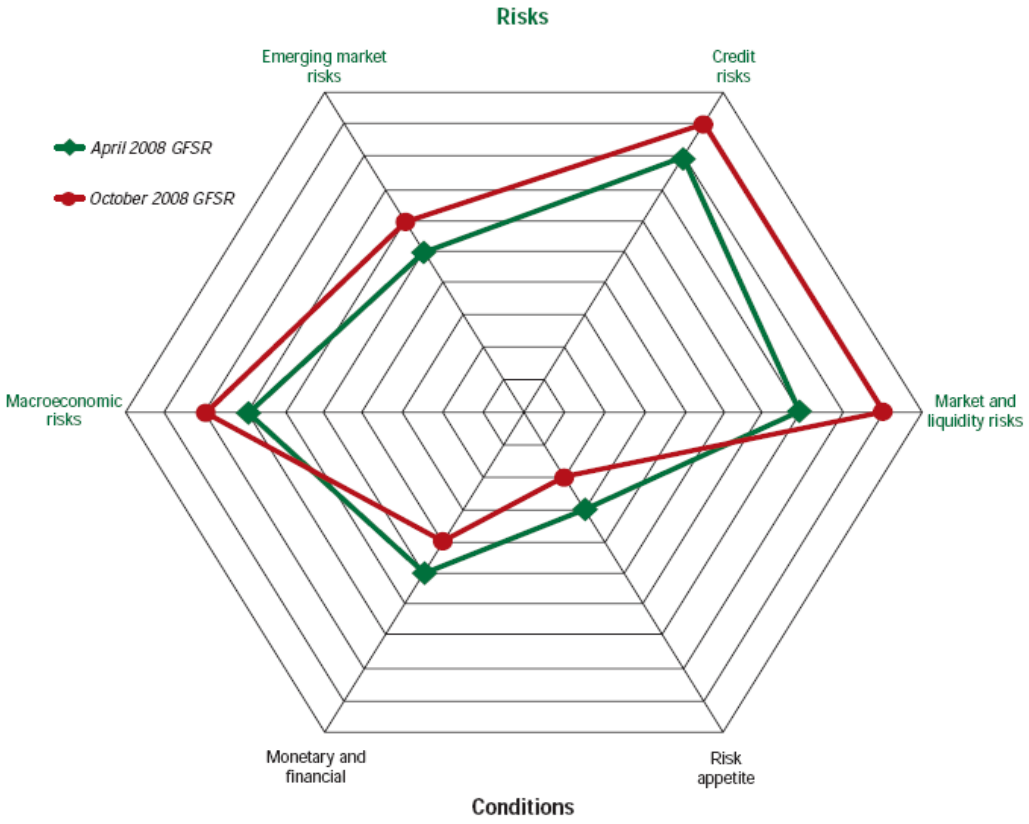
Από τον Σεπτέμβριο του 2006 έως τον Απρίλιο του 2007 οι πιστωτικοί κίνδυνοι σημείωσαν αύξηση, εξαιτίας των εύκολών συνθηκών χρηματοδότησης που επικρατούν, τα πρότυπα χορήγησης πιστώσεων έχουν χαλαρώσει σε αρκετές αγορές. Επιπλέον η επιθυμία των επενδυτών για ανάληψη επενδύσεων αυξήθηκε. Η αύξηση του πιστωτικού κινδύνου και της προθυμίας των επενδυτών για ανάληψη κινδύνων, συνέβαλλαν στην αύξηση των τιμών και στην μείωση της δέουσας επιμέλειας, όσον αφορά την προκαταρκτική εργασία, ανάλυση και αξιολόγηση της επένδυσης αλλά και των προκαταρκτικών εργασιών που απαιτούνται πριν χορηγηθεί κάποιο δάνειο. Οι συνθήκες αυτές οδήγησαν στην αποδυνάμωση των δανειακών όρων και σε μια γενικότερη μείωση της πειθαρχίας στην αγορά των πιστώσεων.

Οι κίνδυνοι των αναπτυσσόμενων αγορών μειώθηκαν σε σύγκριση με το 2006. Οι αναπτυσσόμενες οικονομίες ακολουθούσαν υγιής μακροοικονομικές πολιτικές βελτιώνοντας την ευκαμψία των συναλλαγματικών ισοτιμιών και επιδεικνύοντας αποτελεσματική διαχείριση του χρέους τους. Η ανάπτυξή τους βοήθησε στην βελτίωση των δημοσιονομικών θέσεων πολλών χωρών. Το ήπιο εξωτερικό περιβάλλον, σε συνδυασμό με την αύξηση της προθυμίας των

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

επενδυτών για ανάληψη επενδύσεων οδήγησαν στην εισροή κεφαλαίων σε αρκετές αναπτυσσόμενες χώρες.

Ο παγκόσμιος χρηματοοικονομικός χάρτης σταθερότητας Απριλίου και Οκτωβρίου 2008



Source: IMF staff estimates.
Note: Closer to center signifies less risk, tighter monetary and financial conditions, or reduced risk appetite.

Μετά το ξέσπασμα της κρίσης, οι μακροοικονομικοί κίνδυνοι αυξήθηκαν περαιτέρω, όπως παρατηρούμε συγκρίνοντας τους δύο χάρτες. Οι ανησυχίες που επικρατούν για το μέγεθος της επιβράδυνσης της ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας ενισχύθηκαν. Η εμπιστοσύνη στην αγορά αποδυναμώθηκε όχι μόνο στις ΗΠΑ, αλλά και σε άλλες χώρες. Οι αναταραχές στις αγορές των πιστώσεων και σε όλες τις χρηματοοικονομικές αγορές, περιόρισαν την παροχή και την διοχέτευση των πιστώσεων. Οι μακροοικονομικοί κίνδυνοι, οι οποίοι βρίσκονταν σε υψηλά επίπεδα στις ΗΠΑ, επηρέασαν σημαντικά τους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς αλλά και την παγκόσμια αγορά. Μεγάλη σημασία για την οικονομική σταθερότητα, έχουν οι σύνδεσμοι μεταξύ της πραγματικής οικονομίας και του χρηματοοικονομικού τομέα, συμπεριλαμβανομένου των επιρροών των πιστωτικών και χρηματοοικονομικών επιβραδύνσεων στην πραγματική

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

οικονομία, της έκτασης των ρυθμίσεων των ισοζυγίων και των απορροφούμενων κεφαλαίων των χρηματοοικονομικών αγορών.

Με το ξέσπασμα της κρίσης μια δυσμενής ροή ανατροφοδότησης ανάμεσα στο τραπεζικό σύστημα και την παγκόσμια οικονομία αναπτύσσεται. Οι αδύναμες οικονομικές συνθήκες ενδυναμώνουν την αλλοίωση των πιστώσεων και την ένταση στις αγορές των ενυπόθηκων δανείων, των πιστώσεων και χρηματοδότησης. Η χειροτέρευση των πιστώσεων επεκτάθηκε και το ποσοστό των απωλειών μεγεθύνθηκε καθώς οι αγορές προβλέπουν ένα πιο δυσμενές χρηματοοικονομικό περιβάλλον.

Όσον αφορά τις αναπτυσσόμενες οικονομίες, αρχικά αποδείχτηκαν αρκετά ανθεκτικές στην κρίση, υποστηριζόμενες από σταθερά οικονομικά μεγέθη, αποτελεσματική μακροοικονομική πολιτική και από χρηματοοικονομικές προστασίες, οι οποίες δημιουργήθηκαν τα τελευταία χρόνια. Η παρατεταμένη διάρκεια όμως της κρίσης και η αρνητική επίδραση που είχε στις οικονομίες όλων των αναπτυγμένων οικονομιών, δεν μπορούσε να αφήσει ανεπηρέαστες τις οικονομίες των αναπτυσσόμενων χωρών και κυρίως εκείνων που στηρίζονταν υπερβολικά σε πιστώσεις ξένων τραπεζών. Ο κίνδυνος χώρας αυξήθηκε, αν και βρισκόταν σε χαμηλά επίπεδα, εξαιτίας της χειροτέρευσης αρκετών βασικών οικονομικών μεγεθών.

Παρά τις προσπάθειες των κεντρικών τραπεζών για συγκράτηση των συστημικών κινδύνων, ο κίνδυνος αγοράς και ρευστότητας αυξήθηκε. Οι συντονισμένες προσπάθειες των κεντρικών τραπεζών, εστιάζουν στον περιορισμό των κινδύνων που αντιμετωπίζουν οι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί. Παρόλα αυτά, οι δυσκολίες χρηματοδότησης και ρευστότητας εξακολουθούν να παραμένουν, όπως αντικατοπτρίζονται στα διατραπεζικά περιθώρια. Επιπλέον, η μεταβλητότητα αρκετών τίτλων αυξήθηκε, αντικατοπτρίζοντας αβεβαιότητα όσον αφορά το μέγεθος των απωλειών αλλά και την αποτίμηση των δομημένων προϊόντων. Η κατάσταση αυτή καθιστά τους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς αρκετά ευπαθείς, οι επενδυτές πωλούν τίτλους προκειμένου να ανταπεξέλθουν στις υποχρεώσεις, προκαλώντας μείωση των τιμών, έλλειψη εμπιστοσύνης και χρηματοδότησης. Η πώληση τίτλων από τους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς, εξαιτίας των συνθηκών έλλειψης ρευστότητας, βοηθούν στην αύξηση του κινδύνου αγοράς και ρευστότητας.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Από τον Σεπτέμβριο του 2006 έως τον Απρίλιο του 2007, η επιθυμία των επενδυτών για ανάληψη κινδύνων αυξήθηκε όμως η αστάθεια των αγορών, η έλλειψη ρευστότητας, οι αυξημένοι μακροοικονομικοί κίνδυνοι, η έλλειψη εμπιστοσύνης στην αγορά των δομημένων προϊόντων, η κατάρρευση πολλών χρηματοοικονομικών αγορών και η αυξημένη αβεβαιότητα που επικρατεί για την πορεία της παγκόσμιας οικονομίας περιόρισαν την επιθυμία των επενδυτών για ανάληψη κινδύνου (risk appetite) σε αρκετά χαμηλότερα επίπεδα από εκείνα που επικρατούσαν πριν το ξέσπασμα της κρίσης. Οι διαχειριστές των κεφαλαίων, χαρακτηρίζονται risk averse, αυξάνοντας την διανομή των μετρητών και κρατώντας επιφυλακτική θέση σε επενδύσεις υψηλού κινδύνου.

Η παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα, επιβραδύνεται καθώς ο ρυθμός ανάπτυξης των αναπτυγμένων οικονομιών μειώνεται. Οι πληθωριστικές πιέσεις μειώνονται εξαιτίας της μείωσης των τιμών των αγαθών από τα υψηλά επίπεδα που είχαν φτάσει στα μέσα του έτους. Οι επιπτώσεις της χαλαρής νομισματικής πολιτικής στα χρηματοοικονομικά κόστη των εταιρειών, στις ΗΠΑ και στην Αγγλία, είχαν ως αποτέλεσμα την μείωση του μετοχικού κεφαλαίου και τη διεύρυνση των περιθωρίων πιστώσεων. Καθώς οι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί προσπαθούσαν να μειώσουν την δανειακή τους επιβάρυνση, προκειμένου να μειώσουν τους κινδύνους, η επιθυμία και η ικανότητά τους να επεκτείνουν τις πιστώσεις μειώθηκε με αποτέλεσμα την υιοθέτηση μιας πιο σφιχτής νομισματικής πολιτικής. Η πίεση για μείωση του βαθμού μόχλευσης και των κινδύνων, επηρέασε και τους μη τραπεζικούς χρηματοοικονομικούς οργανισμούς, συμπεριλαμβανομένου των αμοιβαίων κεφαλαίων και άλλες μοχλευμένες οντότητες, οδηγώντας στην κατάργηση του ανεξάρτητου μοντέλου broker-dealer. Ο πιστωτικός κίνδυνος αυξήθηκε. Η αύξησή του αντικατοπτρίζεται στις λογιστικές καταστάσεις των τραπεζών, στις αδυναμίες στις ευρύτερες αγορές των πιστώσεων, καθώς και στις ραγδαίες μειώσεις των τιμών των μετοχών. Οι αδυναμίες αυτές, καθιστούν τις προσπάθειες για περαιτέρω αύξηση των κεφαλαίων, αρκετά δύσκολες. Οι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί στις ΗΠΑ και στην Ευρώπη, εξακολουθούν να αντιμετωπίζουν τεράστιες δυσκολίες εξαιτίας της πιστωτικής κρίσης. Αβεβαιότητα, όσον αφορά την διαχείριση των οργανισμών που συνδέονται κατά την περίοδο της κρίσης, δημιούργησε την αντίληψη της ύπαρξης κινδύνου αντισυμβαλλομένου στους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς σε όλο τον κόσμο. Το παγκόσμιο οικονομικό σύστημα, έχει περάσει σε μία άλλη

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

φάση της κρίσης, όπου ανησυχίες σχετικά με την φερεγγυότητα έχουν αυξηθεί στο βαθμό κατά τον οποίο απαιτούνται επιπλέον δημόσιοι πόροι προκειμένου να ελεγχθούν οι συστημικοί κίνδυνοι και η εξασθένιση της οικονομίας.

.

6.2 Η Οικονομία Σήμερα

Για τέσσερα χρόνια μέχρι και το καλοκαίρι του 2007, η παγκόσμια οικονομία αναπτυσσόταν ραγδαία. Το παγκόσμιο ΑΕΠ, αυξανόταν κατά μέσο όρο 5% το χρόνο. Τα τρία τέταρτα αυτής της παγκόσμιας ανάπτυξης αποδίδονται στην ευρεία ανάπτυξη των αναπτυσσόμενων οικονομιών, όπως φαίνεται και από τον επόμενο πίνακα και διαγράμματα. Ο πληθωρισμός παρέμεινε γενικά σταθερός, με μία όμως ανοδική τάση.

Κατά την διάρκεια του 2007-2008, η παγκόσμια οικονομία χτυπήθηκε από την κρίση των χρηματοοικονομικών αγορών, από τις μεγάλες αλλαγές που έγιναν στις αγορές ακινήτων σε πολλές αναπτυγμένες οικονομίες και από τις ραγδαίες αυξήσεις στις τιμές των αγαθών. Η χρηματοοικονομική κρίση που ξέσπασε τον Αύγουστο του 2007, μετά την κατάρρευση της αγοράς ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου, επηρέασε την εμπιστοσύνη των επενδυτών στις παγκόσμιες χρηματοοικονομικές αγορές και οργανισμούς. Οι τεταμένες ανησυχίες φερεγγυότητας, έδωσαν ώθηση σε μία σειρά πτωχεύσεων τραπεζών, εξαναγκαστικών συγχωνεύσεων και εξαγορών, αλλά και δημόσιας παρέμβασης, στις ΗΠΑ και Ευρώπη, η οποία οδήγησε σε μία δραστική αναμόρφωση του χρηματοοικονομικού συστήματος. Οι αμερικάνικες και οι ευρωπαϊκές αρχές, σε μια προσπάθεια να αντιδράσουν άμεσα, ανακοίνωσαν μια σειρά μέτρων, τα οποία στόχευαν στην υποστήριξη σημαντικών οργανισμών, στην σταθεροποίηση των αγορών και στην ενίσχυση της εμπιστοσύνης, όμως οι αγορές παρέμειναν αρκετά ταραγμένες και ευμετάβλητες.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Overview of the World Economic Outlook Projections

(Percent change, unless otherwise noted)

	Year over Year						Q4 over Q4		
			Projections		Difference from July 2008 WEO Projections		Estimates	Projections	
	2006	2007	2008	2009	2008	2009	2007	2008	2009
World output[1]	**5.1**	**5.0**	**3.9**	**3.0**	**–0.2**	**–0.9**	**4.8**	**2.8**	**3.2**
Advanced economies	3.0	2.6	1.5	0.5	–0.2	–0.9	2.6	0.7	1.0
United States	2.8	2.0	1.6	0.1	0.3	–0.7	2.3	0.8	0.4
Euro area	2.8	2.6	1.3	0.2	–0.4	–1.0	2.1	0.4	0.6
Germany	3.0	2.5	1.8	—	–0.2	–1.0	1.7	0.7	0.6
France	2.2	2.2	0.8	0.2	–0.8	–1.2	2.2	–0.1	0.8
Italy	1.8	1.5	–0.1	–0.2	–0.6	–0.7	0.1	–0.1	0.2
Spain	3.9	3.7	1.4	–0.2	–0.4	–1.4	3.2	0.1	0.1
Japan	2.4	2.1	0.7	0.5	–0.8	–1.0	1.4	0.2	0.9
United Kingdom	2.8	3.0	1.0	–0.1	–0.8	–1.8	2.9	–0.3	0.7
Canada	3.1	2.7	0.7	1.2	–0.3	–0.7	2.8	0.3	1.7
Other advanced economies	4.5	4.7	3.1	2.5	–0.2	–0.8	5.0	2.0	3.7
Newly industrialized Asian economies	5.6	5.6	4.0	3.2	–0.2	–1.1	6.1	2.6	5.4
Emerging and developing economies[2]	7.9	8.0	6.9	6.1	—	–0.6	8.5	6.1	6.5
Africa	6.1	6.3	5.9	6.0	–0.5	–0.4	. . .	. . .	. . .
Sub-Sahara	6.6	6.9	6.1	6.3	–0.5	–0.5	. . .	. . .	. . .
Central and eastern Europe	6.7	5.7	4.5	3.4	–0.1	–1.1	. . .	. . .	. . .
Commonwealth of Independent States	8.2	8.6	7.2	5.7	–0.6	–1.5	. . .	. . .	. . .
Russia	7.4	8.1	7.0	5.5	–0.7	–1.8	9.5	5.9	5.8
Excluding Russia	10.2	9.8	7.6	6.2	–0.2	–0.8	. . .	. . .	. . .
Developing Asia	9.9	10.0	8.4	7.7	—	–0.7	. . .	. . .	. . .
China	11.6	11.9	9.7	9.3	—	–0.5	11.3	9.2	9.4
India	9.8	9.3	7.9	6.9	–0.1	–1.1	8.9	7.2	6.9
ASEAN–5	5.7	6.3	5.5	4.9	–0.1	–1.0	6.6	4.7	5.7
Middle East	5.7	5.9	6.4	5.9	0.2	–0.1	. . .	. . .	. . .
Western Hemisphere	5.5	5.6	4.6	3.2	0.1	–0.4	. . .	. . .	. . .
Brazil	3.8	5.4	5.2	3.5	0.3	–0.5	6.2	3.9	3.7
Mexico	4.9	3.2	2.1	1.8	–0.3	–0.6	4.2	0.9	2.4
Memorandum									
European Union	3.3	3.1	1.7	0.6	–0.4	–1.1	. . .	. . .	. . .
World growth based on market exchange rates	3.9	3.7	2.7	1.9	–0.2	–0.8	. . .	. . .	. . .
World trade volume (goods and services)	**9.3**	**7.2**	**4.9**	**4.1**	**–1.2**	**–1.9**	**. . .**	**. . .**	**. . .**
Imports									
Advanced economies	7.5	4.5	1.9	1.1	–1.6	–2.3	. . .	. . .	. . .
Emerging and developing economies	14.7	14.2	11.7	10.5	–0.7	–1.1	. . .	. . .	. . .
Exports									
Advanced economies	8.4	5.9	4.3	2.5	–0.7	–1.8	. . .	. . .	. . .
Emerging and developing economies	11.0	9.5	6.3	7.4	–2.0	–1.7	. . .	. . .	. . .
Commodity prices (U.S. dollars)									
Oil[3]	20.5	10.7	50.8	–6.3	–13.0	–13.6	. . .	. . .	. . .
Nonfuel (average based on world commodity export weights)	23.2	14.1	13.3	–6.2	–1.3	–1.0	. . .	. . .	. . .
Consumer prices									
Advanced economies	2.4	2.2	3.6	2.0	0.2	–0.3	3.0	3.3	1.7
Emerging and developing economies[2]	5.4	6.4	9.4	7.8	0.3	0.4	6.7	7.9	6.2
London interbank offered rate (percent)[4]									
On U.S. dollar deposits	5.3	5.3	3.2	3.1	0.4	–0.5	. . .	. . .	. . .
On euro deposits	3.1	4.3	4.8	4.2	–0.2	–1.1	. . .	. . .	. . .
On Japanese yen deposits	0.4	0.9	1.0	1.2	–0.1	–0.3	. . .	. . .	. . .

Note: Real effective exchange rates are assumed to remain constant at the levels prevailing during August 18–September 15, 2008.
[1]The quarterly estimates and projections account for 90 percent of the world purchasing-power-parity weights.
[2]The quarterly estimates and projections account for approximately 76 percent of the emerging and developing economies.
[3]Simple average of prices of U.K. Brent, Dubai, and West Texas Intermediate crude oil. The average price of oil in U.S. dollars a barrel was $71.13 in 2007; the assumed price based on future markets is $107.25 in 2008 and $100.50 in 2009.
[4]Six-month rate for the United States and Japan. Three-month rate for the euro area.

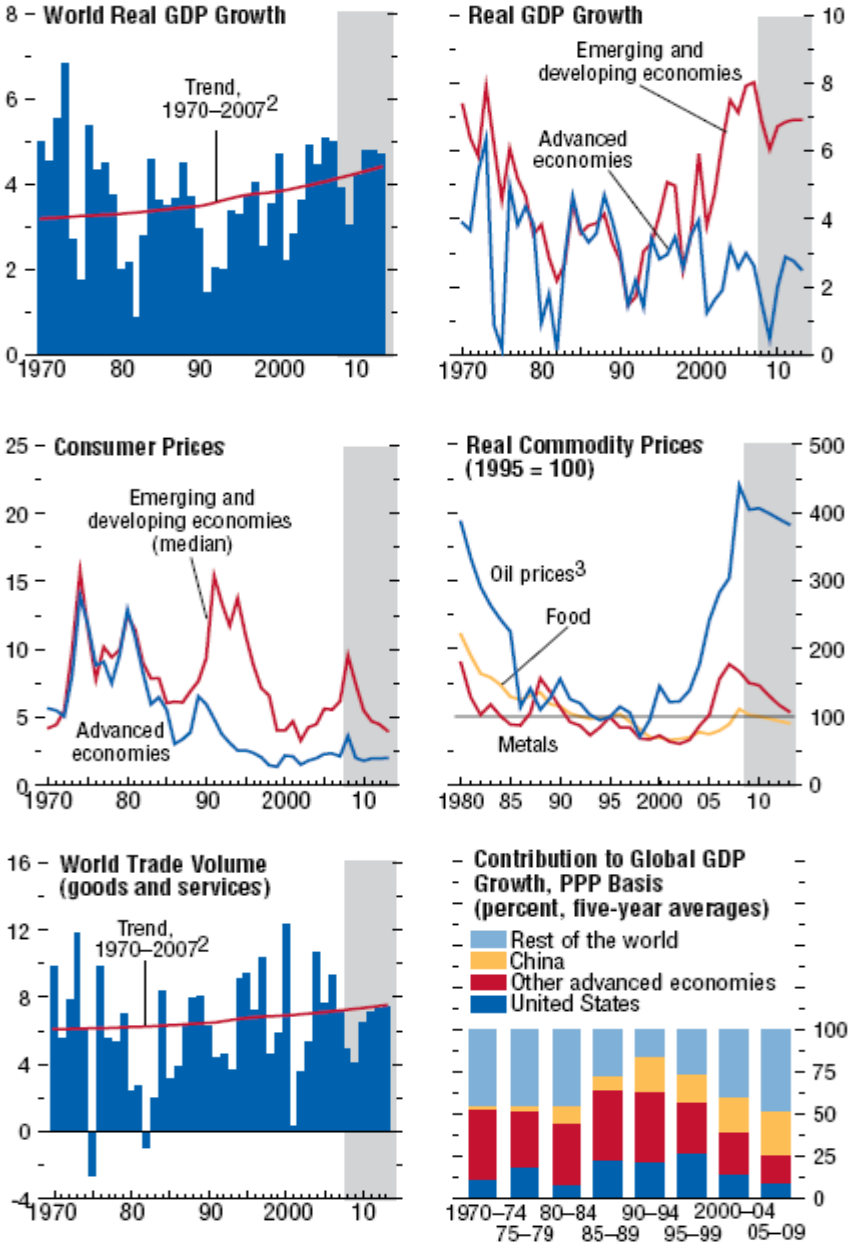
Source: IMF, World Economic Outlook, October 2008

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Global Indicators[1]

(Annual percent change unless otherwise noted)

After four years of strong growth, the global economy is heading into a major downturn, led by the advanced economies. At the same time, inflation has risen to its highest rates in a decade, pushed up by a surge in commodity prices.



Source: IMF staff estimates.

[1]Shaded areas indicate IMF staff projections. Aggregates are computed on the basis of purchasing-power-parity (PPP) weights unless otherwise noted.

[2]Average growth rates for individual countries, aggregated using PPP weights; the aggregates shift over time in favor of faster-growing economies, giving the line an upward trend.

[3]Simple average of spot prices of U.K. Brent, Dubai Fateh, and West Texas Intermediate crude oil.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Αντιμέτωπη με αυξανόμενα δύσκολες συνθήκες, η παγκόσμια οικονομία επιβραδύνθηκε αρκετά. Οι αναπτυγμένες οικονομίες αναπτύχθηκαν ελάχιστα, κατά ένα ποσοστό της τάξεως του 1% το χρονικό διάστημα από το τελευταίο τρίμηνο του 2007 έως το δεύτερο τρίμηνο του 2008. Η οικονομία των ΗΠΑ, επηρεάστηκε περισσότερο από την κρίση, η οποία δημιουργήθηκε στην δική της αγορά ενυπόθηκων δανείων. Η επιθετική πολιτική που ακολουθήθηκε από τη FED αλλά και η ισχυρή εξαγωγική της δραστηριότητα εξαιτίας του εξασθενισμένου δολαρίου έναντι του ευρώ, βοήθησαν στην προστασία της οικονομίας αλλά η ανάπτυξή της παρέμεινε σε χαμηλά επίπεδα, της τάξεως του $1^{1/4}$% κατά μέσο όρο από το τελευταίο τρίμηνο του 2007. Η παραγωγική δραστηριότητα μειώθηκε και στην Δυτική Ευρώπη, εξαιτίας των υψηλών τιμών του πετρελαίου, το σφιχτών πιστωτικών συνθηκών, τις μείωσης των τιμών των ακινήτων αλλά και της κατασκευαστικής δραστηριότητας σε πολλές οικονομίες, αλλά και εξαιτίας της επιβράδυνσης της αμερικάνικης οικονομίας. Η οικονομία στην Ιαπωνία, επιβραδύνθηκε αλλά σε μικρότερο βαθμό αρχικά, στην πορεία η επιβράδυνση έγινε πιο έντονη, οι εξαγωγές της μειώθηκαν, αλλά και οι όροι εμπορίου χειροτέρευσαν επηρεάζοντας την εγχώρια ζήτηση. Η επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας αναμένεται να συνεχιστεί σε εντονότερο βαθμό, όπως φαίνεται και από τα επόμενα διαγράμματα.

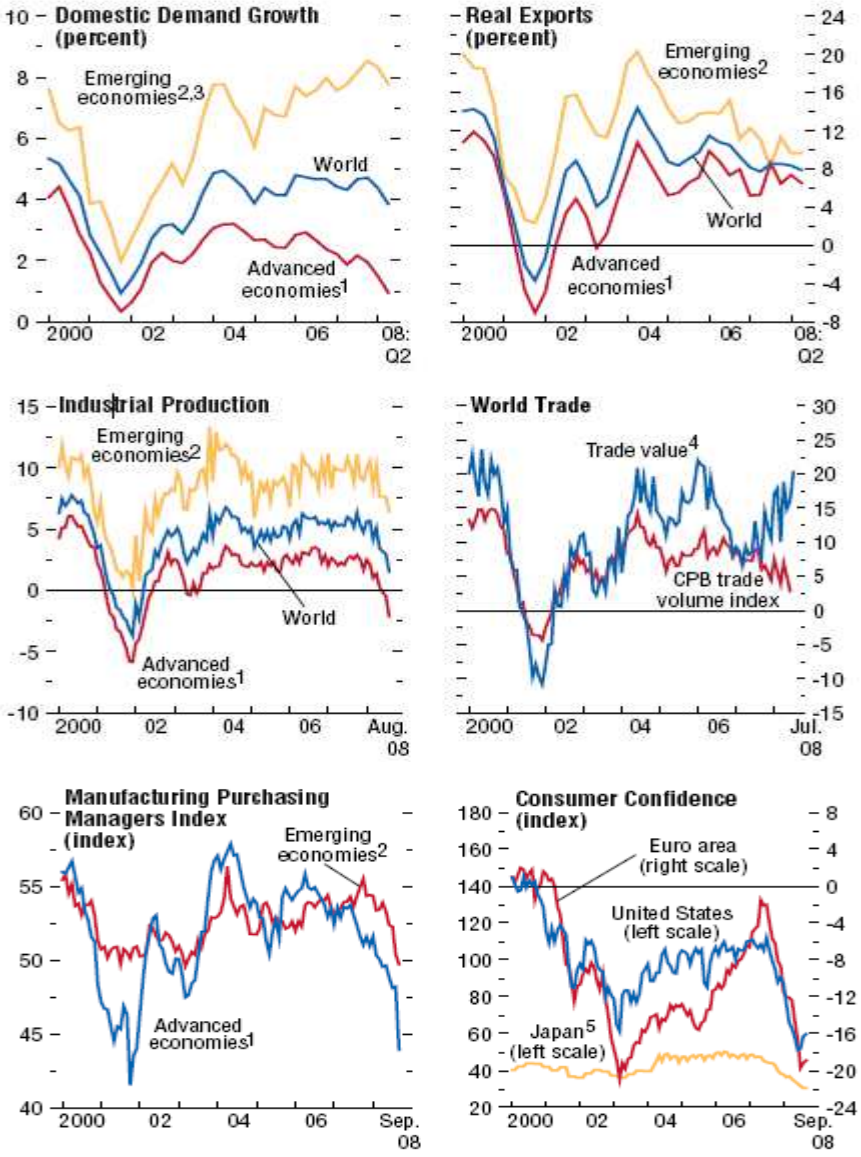
Η ανάπτυξη της οικονομίας στις αναπτυσσόμενες χώρες, μειώθηκε από 8% στα πρώτα τρία τρίμηνα του 2007 σε $7^{1/2}$% τα επόμενα τρία τρίμηνα καθώς η εγχώρια ζήτηση και οι εξαγωγές μειώθηκαν. Οι δείκτες του εμπορίου και της επιχειρηματικής δραστηριότητας, δείχνουν ότι η επιβράδυνση θα συνεχιστεί. Η επιβράδυνση ήταν μικρότερη στις οικονομίες οι οποίες εξάγουν αγαθά, οι οποίες εξακολουθούν να επωφελούνται από τις υψηλές τιμές των αγαθών. Αντίθετα, οι οικονομίες που διατηρούν ισχυρούς εμπορικούς δεσμούς με τις ΗΠΑ και την Ευρώπη, σημειώνουν μεγαλύτερη επιβράδυνση, ενώ οι οικονομίες που συνδέονται με εισροές χαρτοφυλακίων προκειμένου να χρηματοδοτήσουν τα δημοσιονομικά τους ελλείμματα, έχουν πληγεί εξαιτίας τις αιφνίδιας μείωσης της εξωτερικής χρηματοδότησης.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Current and Forward-Looking Indicators

(Percent change from a year earlier unless otherwise noted)

Domestic demand has slowed considerably in the advanced economies, and indicators of business sentiment and consumer confidence suggest that the deceleration is likely to intensify. Emerging economies have not decoupled, as slowing world trade has dampened manufacturing activity.



Sources: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis for CPB trade volume index; for all others, NTC Economics and Haver Analytics.

[1]Australia, Canada, Denmark, euro area, Japan, New Zealand, Norway, Sweden, Switzerland, United Kingdom, and United States.

[2]Argentina, Brazil, Bulgaria, Chile, China, Colombia, Czech Republic, Estonia, Hong Kong SAR, Hungary, India, Indonesia, Israel, Korea, Latvia, Lithuania, Malaysia, Mexico, Pakistan, Peru, Philippines, Poland, Romania, Russia, Singapore, Slovak Republic, South Africa, Taiwan Province of China, Thailand, Turkey, Ukraine, and Rep. Bolivariana de Venezuela.

[3]Data for China and Pakistan are interpolated.

[4]Percent change from a year earlier in SDR terms.

[5]Japan's consumer confidence data are based on a diffusion index, where values greater than 50 indicate improving confidence.

Παρά την επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας, ο πληθωρισμός έχει αυξηθεί σε όλο τον κόσμο, φτάνοντας στα υψηλότερα επίπεδα από τα τέλη της

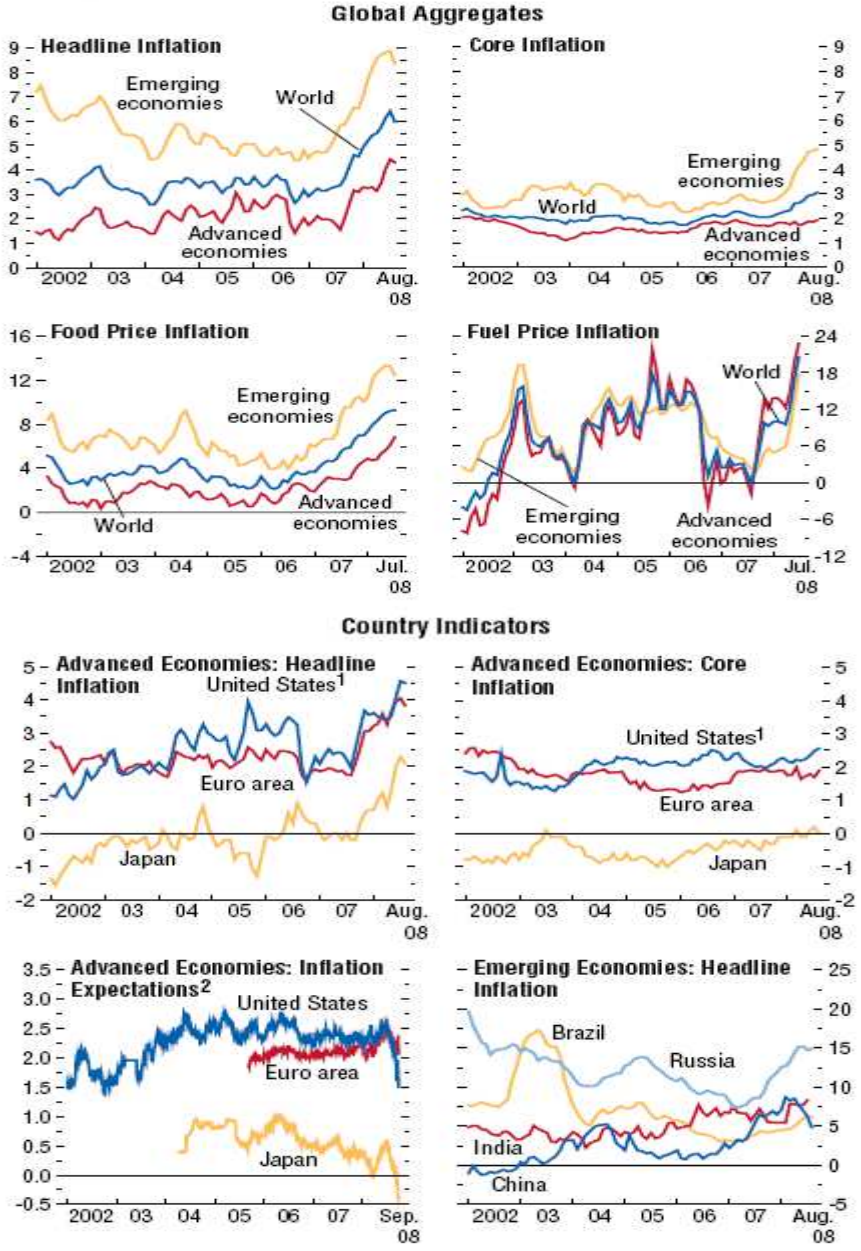
ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

δεκαετίας του 1990 και δεχόμενος ανοδικές πιέσεις εξαιτίας των υψηλών τιμών των ακινήτων και του πετρελαίου, όπως φαίνεται και από τα επόμενα διαγράμματα.

Global Inflation

(Twelve-month change in the consumer price index unless otherwise noted)

Headline inflation has surged, particularly in emerging and developing economies, reflecting both a jump in food and fuel prices and a more general tightening of capacity constraints. The advanced economies have also experienced a marked acceleration of headline inflation, driven mainly by the pass-through of high international oil prices, but indicators of underlying inflation have risen only modestly.



Sources: Bloomberg Financial Markets; Haver Analytics; and IMF staff calculations.
[1]Personal consumption expenditure deflator.
[2]Ten-year breakeven rates.

6.3 Οι Προβλέψεις για το 2009

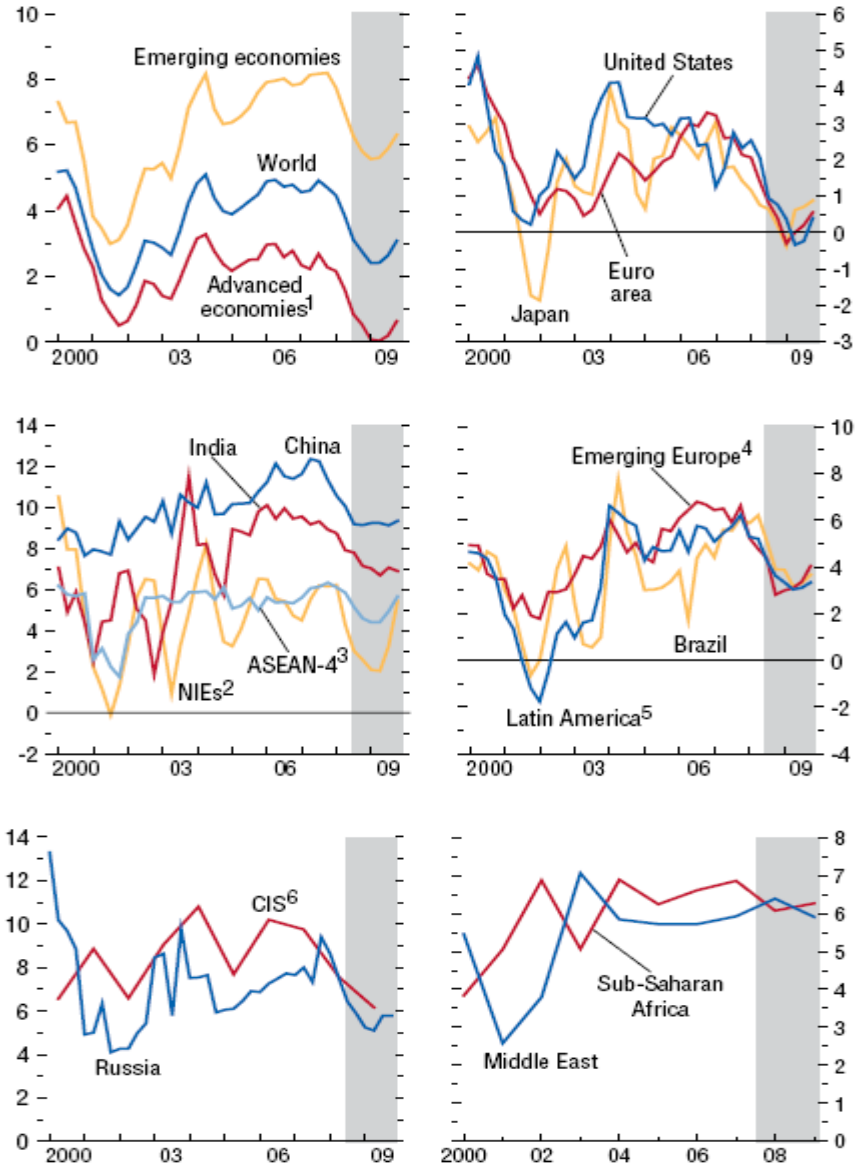
Οι αγορές αναμένεται να παραμείνουν υπό ένταση όλο το 2008 και 2009. Ακόμα και με επιτυχημένες υλοποιήσεις των σχεδίων που σχετίζονται με την μετακίνηση των τίτλων που εμπεριέχουν υψηλούς κινδύνους από τα ισοζύγια των τραπεζών, θα χρειαστεί αρκετός χρόνος προκειμένου να επανέλθει η εμπιστοσύνη στις αξιολογήσεις των τίτλων και στις συναλλαγές των αντισυμβαλλόμενων. Επιπλέον, οι τράπεζες θα παραμείνουν κάτω από πίεση εξαιτίας της ανάγκης για την εξεύρεση νέων κεφαλαίων σε συνδυασμό με τις αυξανόμενες πιστωτικές απώλειες. Οι εκτιμήσεις δείχνουν ότι η διαδικασία μείωσης του βαθμού μόχλευσης, θα μειώσει την πιστωτική επέκταση σε χαμηλά επίπεδα, στις αναπτυγμένες οικονομίες το 2009 αλλά και τα επόμενα χρόνια, ενώ τα spreads των τίτλων που θεωρούνται υψηλού κινδύνου θα παραμείνουν αρκετά μεγάλα. Οι αναπτυσσόμενες οικονομίες, θα συνεχίσουν να αντιμετωπίζουν δυσκολίες, όσον αφορά τις συνθήκες εξωτερικής χρηματοδότησης και οι χώρες με μεγάλο δημοσιονομικό έλλειμμα θα δεχτούν τις μεγαλύτερες πιέσεις.

Η ανάπτυξη της παγκόσμιας οικονομίας, αναμένεται να φτάσει στα χαμηλότερα επίπεδα από την ύφεση του 2001-02. Μία σταδιακή ανάκαμψη αναμένεται να ξεκινήσει από το 2010. Βασικοί υποστηρικτές της ενδεχόμενης ανάκαμψης αποτελούν η σταθεροποίηση των τιμών των αγαθών, η οποία θα βοηθήσει τους δυσμενείς όρους εμπορίου που υπάρχουν, μία αλλαγή της υπάρχουσας τάσης στην αμερικάνικη αγορά ακινήτων, αλλά και η αύξηση της εμπιστοσύνης ότι τα προβλήματα ρευστότητας και φερεγγυότητας σε βασικούς χρηματοοικονομικούς οργανισμούς, έχουν ξεπεραστεί. Η παγκόσμια ανάπτυξη, αναμένεται να μειωθεί από 5% το 2007 σε 3,9% το 2008 και 3% το 2009, όπως φαίνεται και από το επόμενο σχήμα.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Global Outlook

The global economy is projected to slow further in the second half of 2008 and early 2009, and then to start a gradual recovery. The advanced economies will be most affected by the downturn and will be in or close to recession. Growth will also moderate in the emerging economies, particularly those in Asia, emerging Europe, and Latin America with close trade links.



Sources: Haver Analytics; and IMF staff estimates.
[1]Australia, Canada, Denmark, euro area, Japan, New Zealand, Norway, Sweden, Switzerland, United Kingdom, and United States.
[2]Newly industrialized Asian economies (NIEs) comprise Hong Kong SAR, Korea, Singapore, and Taiwan Province of China.
[3]Indonesia, Malaysia, Philippines, and Thailand.
[4]Czech Republic, Estonia, Hungary, Latvia, Lithuania, and Poland.
[5]Argentina, Brazil, Chile, Colombia, Mexico, Peru, and Rep. Bolivariana de Venezuela.
[6]Commonwealth of Independent States.

Οι αναπτυγμένες οικονομίες αναμένεται να είναι αρκετά αδύναμες το υπόλοιπο του 2008 αλλά και το πρώτο εξάμηνο του 2009. Πιο συγκεκριμένα, εκτιμάται ότι όλες οι G7 οικονομίες εκτός του Καναδά, θα σημειώσουν ρυθμό

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ανάπτυξης λιγότερο από 1% κατά τη διάρκεια του 2008-2009, και στις αναπτυσσόμενες οικονομίες, οι ρυθμοί ανάπτυξης, εκτιμάται ότι θα επιβραδυνθούν. Οι εξαγωγές, εκτιμάται ότι θα συνεχίσουν να μειώνονται, όπως και η εγχώρια ζήτηση, αν και η ζήτηση υποστηρίζεται από τα ισχυρά κέρδη παραγωγικότητας των προηγούμενων ετών. Οι χώρες οι οποίες εξάγουν πρώτες ύλες και κυρίως αυτές που εξάγουν πετρέλαιο, εκτιμάται ότι θα διατηρήσουν τον ρυθμό ανάπτυξής τους, αλλά εκείνες που εισάγουν τρόφιμα και καύσιμα, θα σημειώσουν μειωμένους ρυθμούς ανάπτυξης.

Όσον αφορά τον πληθωρισμό, ο συνδυασμός της κάμψης της οικονομικής δραστηριότητας, και τις σταθερότητας των τιμών των πρώτων υλών, αναμένεται να επηρεάσουν τον πληθωρισμό, ο οποίος εκτιμάται γύρω στο 2% έως το τέλος του 2009. Στις αναπτυσσόμενες οικονομίες, ο πληθωρισμός, υπολογίζεται ότι θα διατηρηθεί γύρω στο 8%.

6.3.1 ΗΠΑ

Η οικονομία των ΗΠΑ, βρισκόμενη στο κέντρο αυτής της κρίσης, αναμένεται να σημειώσει πολύ χαμηλούς ρυθμούς ανάπτυξης. Από το καλοκαίρι του 2007, η μείωση των επενδύσεων στον κλάδο των ακινήτων, επηρέασε αρνητικά την συνολική παραγωγή και κατανάλωση. Αντίθετα υπήρχαν δύο πηγές ανάκαμψης, πρώτον, οι καθαρές εξαγωγές εξακολουθούσαν να αυξάνονται, προσθέτοντας μια αύξηση της τάξεως του $1^{1/2}$ % στην συνολική ανάπτυξη. Δεύτερον, παρά την επιβράδυνση της οικονομίας, και τις πιο σφιχτές συνθήκες που επικρατούν στην αγορά των πιστώσεων, οι επιχειρήσεις στις ΗΠΑ, παρέμειναν υγιείς, εξαιτίας του χαμηλού βαθμού μόχλευσης, των υψηλών κερδών και της υψηλής ζήτησης για εξαγωγές, τα οποία εξηγούν γιατί οι μειώσεις στα έξοδα των επιχειρήσεων και της ανεργίας βρίσκονταν σε χαμηλά επίπεδα μέχρι πρόσφατα.

Η ύφεση είναι αρκετά πιθανή για την οικονομία των ΗΠΑ. Η διάρκειά της, εξαρτάται από την αποτελεσματικότητα των πρόσφατων κυβερνητικών ενεργειών, οι οποίες στοχεύουν στην σταθεροποίηση της οικονομίας, από την συμπεριφορά των νοικοκυριών, από το εύρος του κύκλου του κλάδου των ακινήτων (housing cycle), αλλά και από το βαθμό κατά τον οποίο ο πληθωρισμός περιορίζει την νομισματική πολιτική.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

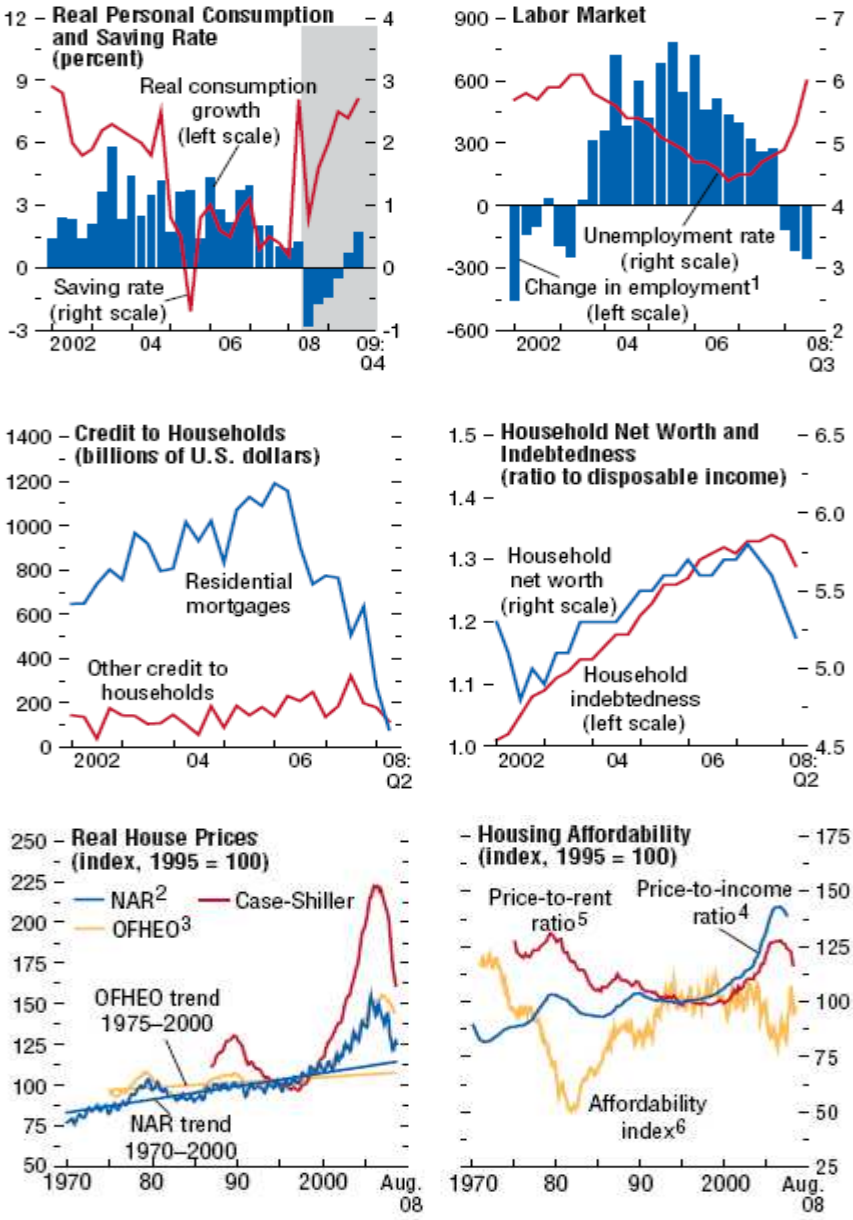
Αντιμέτωποι με την ραγδαία επέκταση και την αυξανόμενα επικίνδυνη χρηματοοικονομική κρίση, οι αρχές προσπάθησαν να αντιδράσουν άμεσα, προκειμένου να αντιμετωπίσουν τις απειλές προς την συστημική σταθερότητα, λαμβάνοντας μία σειρά μέτρων ανάμεσα στα οποία η προσέλκυση των μη ρευστοποιήσιμων τίτλων των τραπεζών. Τα μέτρα στόχευαν στην σταθεροποίηση των συνθηκών της αγοράς, όμως η διαδικασία επανόρθωσης των ισοζυγίων, είναι χρονοβόρα και δύσκολη. Θα χρειαστεί αρκετός χρόνος μέχρι να καταγραφούν όλες οι απώλειες, να προβούν οι τράπεζες σε αναδιάρθρωση κεφαλαίων, μέχρι να μειωθεί ο βαθμός μόχλευσης και να επανακτηθεί η εμπιστοσύνη στην αγορά. Τα αυστηρά πρότυπα δανειοδότηση, επηρεάζουν αρνητικά τον ρυθμό αύξησης των δανείων, ενώ η διαθεσιμότητα των πιστώσεων αναμένεται να παραμείνει σε χαμηλά επίπεδα, όλο το 2009. Η επιρροή αναμένεται να είναι μεγαλύτερη στα νοικοκυριά, το ισοζύγιο των οποίων έχει χειροτερεύσει. Βέβαια κάτω από τις τρέχουσες συνθήκες και οι επιχειρήσεις θα επηρεαστούν αρνητικά παρά τα ισχυρότερα ισοζύγια και τα περιθώρια κερδών.

Μπορεί η κατανάλωση να σημείωνε αύξηση τα προηγούμενα τρίμηνα, όμως οι ταμειακές ροές και τα ισοζύγια των νοικοκυριών αντιμετωπίζουν δυσκολίες. Ο ρυθμός αύξησης του εισοδήματος έχει μειωθεί από τον Ιανουάριο, η ανεργία έχει αυξηθεί, οι εργάσιμες ώρες κατά την διάρκεια της εβδομάδας έχουν μειωθεί και οι τιμές των καυσίμων παραμένουν σε υψηλά επίπεδα. Τα επίπεδα της κατανάλωσης, θα δείξουν πιο εμφανή σημάδια αδυναμίας τους επόμενους μήνες. Σύμφωνα με εκτιμήσεις, θα μειωθεί το δεύτερο εξάμηνο του 2008 καθώς και στις αρχές του 2009, ενώ σημάδια ανάκαμψης θα αρχίσουν να φαίνονται σταδιακά κατά την διάρκεια του 2009

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

US: Strains on Households

U.S. households are coming under increasing strain. So far they have maintained moderate spending growth, but current drags on growth include falling employment, tightening credit, and declining net worth, as well as rising fuel and food prices. However, housing affordability has improved and there are signs that housing valuations are moving closer in line with historical trends.



Sources: Davis, Lehnert, and Martin (2007); Haver Analytics; and IMF staff estimates.
[1]Quarterly change in total nonfarm payrolls, thousands.
[2]National Association of Realtors; three-month moving average of 12-month percent change.
[3]Office of Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO).
[4]Ratio of OFHEO house price index to personal disposable income per capita.
[5]Inverse of the rent-price ratio for the aggregate stock of owner-occupied housing.
[6]Index equal to 100; median family income qualifies for an 80 percent mortgage on a median-priced existing single-family home, reindexed to 1995 = 100.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Οι περιορισμοί στα νοικοκυριά, αντικατοπτρίζουν την πτωτική πορεία της αγοράς των ακινήτων. Η μείωση των τιμών των ακινήτων ήταν άνευ προηγουμένου και μπορεί να συγκριθεί μόνο με την μείωση κατά την διάρκεια της μεγάλης ύφεσης το 1929. Επιπλέον, στον κατασκευαστικό τομέα, η δραστηριότητα έχει συρρικνωθεί, σημειώνοντας μείωση 60% από το ανώτατο σημείο στο οποίο είχε φτάσει. Οι προβλέψεις αναφέρουν ότι ο κλάδος των ακινήτων, θα αρχίσει να ανακάμπτει κατά την διάρκεια του 2009, μετά από τέσσερα χρόνια διόρθωσης. Σύμφωνα με τις προβλέψεις, οι τιμές των ακινήτων θα μειωθούν επιπλέον 10% έως τα τέλη του 2008.

Η παραγωγική δραστηριότητα προβλέπεται ότι θα μειωθεί κατά την διάρκεια του τελευταίου τριμήνου του 2008 και στο πρώτο του 2009. Η ανάπτυξη θα μειωθεί από 2% το 2007 σε 1,6% το 2008 και 0,1% το 2009, όπως διακρίνουμε και από τον επόμενο πίνακα. Οι ρυθμοί ανάπτυξης αρχίζουν το 2010. Βέβαια οι πιστωτικοί περιορισμοί, μπορεί να προκαλέσουν περαιτέρω συρρίκνωση της παραγωγικής δραστηριότητας, με αποτέλεσμα οι διορθώσεις στον κλάδο των ακινήτων να διαρκέσουν για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Αναπτυγμένες οικονομίες: Πραγματικό ΑΕΠ, Τιμές Αγαθών, Ανεργία

(Annual percent change and percent of labor force)

	Real GDP				Consumer Prices				Unemployment			
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
Advanced economies	**3.0**	**2.6**	**1.5**	**0.5**	**2.4**	**2.2**	**3.6**	**2.0**	**5.7**	**5.4**	**5.7**	**6.5**
United States	2.8	2.0	1.6	0.1	3.2	2.9	4.2	1.8	4.6	4.6	5.6	6.9
Euro area[1]	2.8	2.6	1.3	0.2	2.2	2.1	3.5	1.9	8.7	7.4	7.6	8.3
Germany	3.0	2.5	1.8	—	1.8	2.3	2.9	1.4	9.8	8.4	7.4	8.0
France	2.2	2.2	0.8	0.2	1.9	1.6	3.4	1.6	9.2	8.3	7.7	8.3
Italy	1.8	1.5	–0.1	–0.2	2.2	2.0	3.4	1.9	6.8	6.2	6.7	6.6
Spain	3.9	3.7	1.4	–0.2	3.6	2.8	4.5	2.6	8.5	8.3	11.2	14.7
Netherlands	3.4	3.5	2.3	1.0	1.7	1.6	2.9	2.6	3.9	3.2	2.8	2.9
Belgium	2.9	2.8	1.4	0.2	2.3	1.8	4.6	2.8	8.3	7.5	7.1	8.6
Austria	3.4	3.1	2.0	0.8	1.7	2.2	3.5	2.3	4.8	4.4	4.2	4.4
Finland	4.9	4.5	2.5	1.6	1.3	1.6	3.9	2.5	7.7	6.8	6.2	6.2
Greece	4.2	4.0	3.2	2.0	3.3	3.0	4.4	3.1	8.9	8.3	7.7	8.3
Portugal	1.4	1.9	0.6	0.1	3.0	2.4	3.2	2.0	7.7	8.0	7.6	7.8
Ireland	5.7	6.0	–1.8	–0.6	2.7	2.9	3.5	2.4	4.4	4.5	5.7	7.0
Luxembourg	6.1	4.5	2.3	1.8	2.7	2.3	3.7	1.8	4.4	4.4	4.4	4.8
Slovenia	5.7	6.1	4.3	3.7	2.5	3.6	5.9	3.3	5.9	4.8	4.8	5.0
Cyprus	4.0	4.4	3.4	2.8	2.2	2.2	4.6	3.5	4.6	3.9	3.9	3.9
Malta	3.1	3.7	2.8	2.3	2.6	0.7	3.7	2.2	7.3	6.4	6.5	7.0
Japan	2.4	2.1	0.7	0.5	0.3	—	1.6	0.9	4.1	3.8	4.1	4.5
United Kingdom[1]	2.8	3.0	1.0	–0.1	2.3	2.3	3.8	2.9	5.4	5.4	5.4	6.0
Canada	3.1	2.7	0.7	1.2	2.0	2.1	2.5	2.1	6.3	6.0	6.2	6.3
Korea	5.1	5.0	4.1	3.5	2.2	2.5	4.8	4.0	3.5	3.3	3.1	3.0
Australia	2.7	4.2	2.5	2.2	3.5	2.3	4.6	3.6	4.8	4.4	4.3	4.8
Taiwan Province of China	4.9	5.7	3.8	2.5	0.6	1.8	4.2	2.5	3.9	3.9	3.9	4.1
Sweden	4.1	2.7	1.2	1.4	1.5	1.7	3.4	2.8	7.0	6.1	6.6	7.1
Switzerland	3.4	3.3	1.7	0.7	1.0	0.7	2.6	1.5	3.0	2.5	2.6	2.8
Hong Kong SAR	7.0	6.4	4.1	3.5	2.0	2.0	4.8	4.3	4.8	4.1	3.5	3.6
Denmark	3.9	1.7	1.0	0.5	1.9	1.7	3.4	2.8	3.9	2.8	1.8	2.6
Norway	2.5	3.7	2.5	1.2	2.3	0.8	3.2	2.7	3.4	2.5	2.5	3.0
Israel	5.2	5.4	4.3	2.8	2.1	0.5	4.8	3.3	8.4	7.3	6.0	6.2
Singapore	8.2	7.7	3.6	3.5	1.0	2.1	6.5	3.3	2.7	2.1	2.1	2.2
New Zealand[2]	1.9	3.2	0.7	1.5	3.4	2.4	4.2	3.8	3.8	3.6	4.0	4.3
Iceland	4.4	4.9	0.3	–3.1	6.8	5.0	12.1	11.2	1.3	1.0	2.2	3.9
Memorandum												
Major advanced economies	2.7	2.2	1.2	0.1	2.4	2.2	3.5	1.7	5.8	5.5	5.8	6.6
Newly industrialized Asian economies	5.6	5.6	4.0	3.2	1.6	2.2	4.8	3.5	3.7	3.4	3.3	3.3

[1]Based on Eurostat's harmonized index of consumer prices.
[2]Consumer prices excluding interest rate components.

Source: IMF, World Economic Outlook, October 2008

Οι αρχές, εκτός από την σταθεροποίηση των χρηματοοικονομικών συνθηκών, πρέπει να εξασφαλίσουν ένα περιβάλλον κατάλληλης υποστηρικτικής μακροοικονομικής πολιτικής. Τα μέτρα δημοσιονομικής πολιτικής, μπορεί να παρέχουν μια σωστή χρονικά υποστήριξη στο χρηματοοικονομικό σύστημα, όμως το δημοσιονομικό έλλειμμα, έχει αυξηθεί και υπολογίζεται ότι το 2009 θα φτάσει στο $4^{1/2}$ % του ΑΕΠ, το μεγαλύτερο ανάμεσα στις G7 οικονομίες.

Στον Καναδά, η οικονομική δραστηριότητα μειώθηκε αισθητά από τα μέσα του 2007 και η ανάπτυξη της οικονομίας, αναμένεται να μειωθεί από 2,7% το 2007 σε 0,7% το 2008, ενώ το 2009 αναμένεται να αυξηθεί στο 1,2%. Η κεντρική τράπεζα του Καναδά, μείωσε τα επιτόκια κατά 150 μονάδες βάσης από τον Δεκέμβριο του 2007 έως τον Απρίλιο του 2008 και από τότε έχουν διατηρηθεί σε σταθερά επίπεδα. Οι τράπεζες στον Καναδά, αντιμετώπισαν την κρίση αρκετά καλά, εξαιτίας της συντηρητικής νομοθεσίας και τα χαμηλά ποσοστά έκθεσής

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

τους σε δομημένα προϊόντα. Όμως οι κίνδυνοι υπάρχουν, εξαιτίας, του ισχυρού χρηματοοικονομικού δεσμού της χώρας με τις ΗΠΑ.

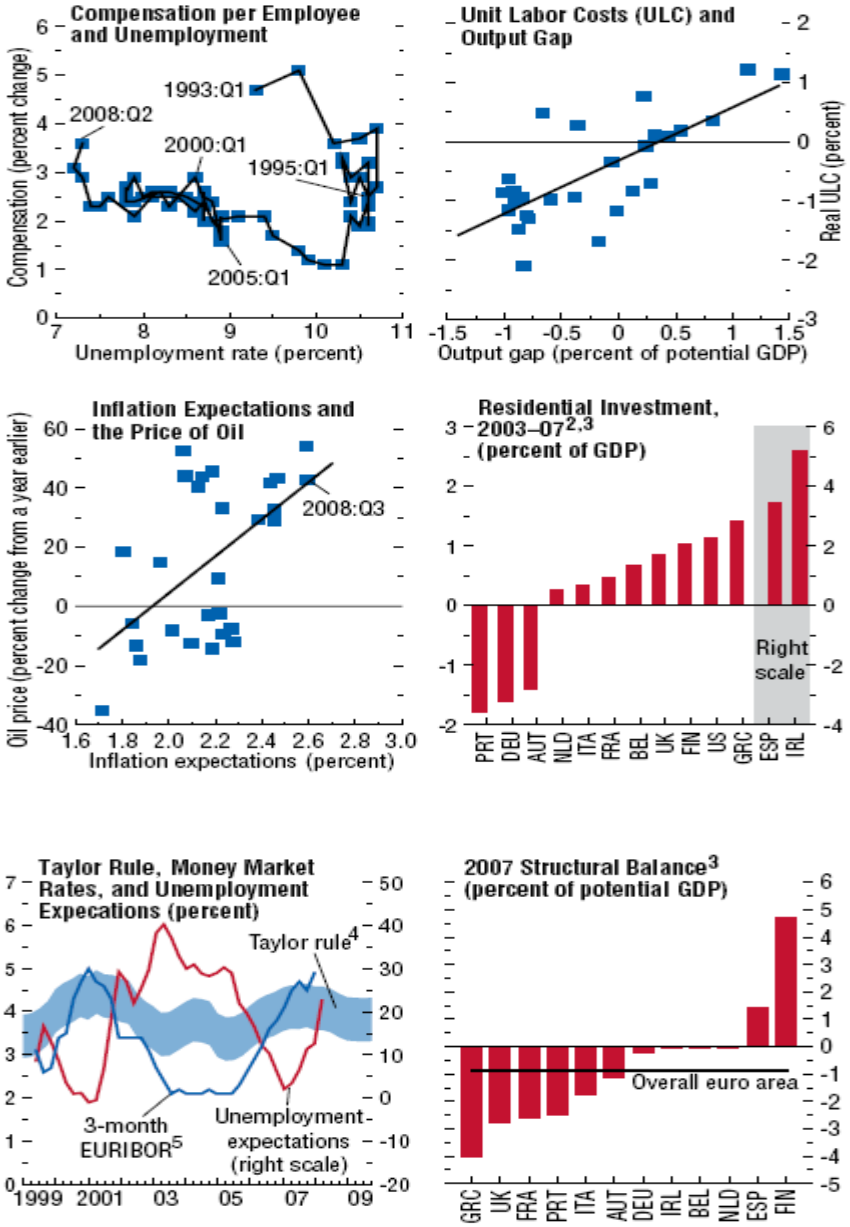
6.3.2 Ευρώπη

Η χρηματοοικονομική κρίση επηρέασε την Ευρώπη, προκαλώντας εξασθένιση των οικονομιών πολλών χωρών ήδη από το πρώτο τρίμηνο του 2008 και κυρίως της Μεγάλης Βρετανίας και των σκανδιναβικών χωρών. Σύμφωνα με τις προβλέψεις, πολλές χώρες πλησιάζουν προς την ύφεση. Παράλληλα, οι υψηλές τιμές του πετρελαίου και των τιμών των αγαθών, διατηρούν τον πληθωρισμό σε υψηλά επίπεδα.

Η οικονομική ανάπτυξη επιβραδύνεται, εξαιτίας πολλών παραγόντων. Κυρίως εξαιτίας των υψηλών τιμών του πετρελαίου, αλλά τώρα εξαιτίας των δύσκολων χρηματοοικονομικών συνθηκών. Σε σύγκριση με το 2007, οι τιμές του πετρελαίου είναι κατά 40% υψηλότερες και μαζί με την αύξηση των τιμών των τροφίμων, έχουν συρρικνώσει την αύξηση της κατανάλωσης. Τα επόμενα διαγράμματα δείχνουν την μείωση της ζήτησης και τα υψηλά επίπεδα του πληθωρισμού που επικρατούν στην Δυτική Ευρώπη.

Δυτική Ευρώπη: Μείωση της ζήτησης και υψηλά επίπεδα πληθωρισμού

Although headline inflation is high, wages have generally remained subdued, and slowing activity and rising unemployment fears should restrain demand for pay hikes. In the euro area, monetary conditions are on the tight side by the standards of recent history, and countries have little room for discretionary fiscal stimulus, lest they breach the Maastricht limit of 3 percent of GDP deficit.



Sources: European Central Bank; European Commission; Eurostat; Haver Analytics; Thomson Datastream; and IMF staff estimates.

[1]Data refer to the euro area unless otherwise noted.

[2]Deviation from 1993–2002 average.

[3]AUT: Austria; BEL: Belgium; FIN: Finland; FRA: France; DEU: Germany; GRC: Greece; IRL: Ireland; ITA: Italy; NLD: Netherlands; PRT: Portugal; ESP: Spain; UK: United Kingdom; US: United States.

[4]The formula gives equal weight (0.5) to the deviation of breakeven inflation from the inflation target and to the output gap; the lower band is based on a natural rate equal to 3.5 percent; the upper band is based on a natural rate equal to 4.5 percent.

[5]Euro interbank offered rate.

Η άνοδος των τιμών του πετρελαίου και των ειδών πρώτης ανάγκης, μειώνουν το διαθέσιμο εισόδημα, ενώ παράλληλα, οι χρηματοοικονομικές συνθήκες γίνονται πιο σφικτές. Οι ευρωπαϊκές τράπεζες, προσπαθούν να αντιμετωπίσουν τα

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

συνεχόμενα σοκ. Έχουν υποστεί μεγάλες απώλειες εξαιτίας της έκθεσής τους σε τίτλους που σχετίζονταν με τον ενυπόθηκο δανεισμό υψηλού κινδύνου, χειροτερεύοντας την ποιότητα των πιστώσεών τους, από το 2007. Οι ανησυχίες σχετικά με την ρευστότητα επηρεάζουν την φερεγγυότητα. Η εμπιστοσύνη έχει μειωθεί και οι τράπεζες με υψηλό βαθμό μόχλευσης, προσπαθούν να διατηρήσουν τα ποσοστά κεφαλαιοποίησης, προκειμένου να αντιμετωπιστούν οι αυξημένες ανησυχίες των επενδυτών σχετικά με τους κινδύνους που εμπεριέχουν τα ισοζύγιά τους. Το ποσοστό ιδίων κεφαλαίων προς τους διακρατούμενους τίτλους πρέπει να ενισχυθεί και για να επιτευχθεί η ενίσχυση, πρέπει να μειωθούν τα ποσοστά δανειοδότησης, γιατί οι τιμές των μετοχών των τραπεζών, έχουν μειωθεί. Η διαδικασία μείωσης του βαθμού μόχλευσης θα είναι χρονοβόρα και δύσκολη, και αρκετοί οργανισμοί θα αναγκαστούν να εξέλθουν από την αγορά. Οι τράπεζες έχουν ήδη σφίξει τα πρότυπα δανειοδότησης, σε επίπεδα υψηλότερα από αυτά που ίσχυαν πριν το ξέσπασμα της κρίσης.

Τα νοικοκυριά και οι επιχειρήσεις που σχετίζονται με τα ακίνητα, προσπαθούν να ανταπεξέλθουν στα αυξανόμενα χρέη και κυρίως στην Ιρλανδία, Ισπανία και Μεγάλη Βρετανία, καθώς οι τιμές των ακινήτων μειώνονται ραγδαία.

Όσον αφορά τους μη χρηματοοικονομικούς οργανισμούς, τα ισοζύγιά τους είναι πιο ισχυρά σε σύγκριση με το 2001-02 με αποτέλεσμα η επιρροή της κρίσης στις επενδύσεις να είναι περιορισμένη. Από την άλλη πλευρά όμως, όσο περισσότερο διαρκέσει η κρίση, τόσο μεγαλύτερες θα είναι οι επιρροές στα εταιρικά κέρδη, ισοζύγια και στις επενδύσεις.

Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών στην Ευρώπη βρισκόταν σε μία ισορροπία το 2007, όπως φαίνεται και από τον επόμενο πίνακα. Οι εξαγωγές αναμένεται να μειωθούν παράλληλα με την παγκόσμια ζήτηση και το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών όμως προβλέπεται να χειροτερέψει κυρίως εξαιτίας των δυσμενέστερων ορών εμπορίου. Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της Μεγάλης Βρετανίας, εμφανίζει έλλειμμα, και η στερλίνα έχει υποτιμηθεί περισσότερο από 10% σε όρους πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας, από όταν ξέσπασε η κρίση.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Αναπτυγμένες οικονομίες: Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών
(Percent of GDP)

	2006	2007	2008	2009
Advanced economies	**–1.3**	**–0.9**	**–1.0**	**–0.6**
United States	–6.0	–5.3	–4.6	–3.3
Euro area[1]	0.3	0.2	–0.5	–0.4
Germany	6.1	7.6	7.3	6.8
France	–0.7	–1.2	–2.8	–2.7
Italy	–2.6	–2.5	–2.8	–2.4
Spain	–8.9	–10.1	–10.1	–7.7
Netherlands	8.2	6.8	5.6	5.1
Belgium	2.7	2.1	—	–1.1
Austria	2.4	3.2	2.8	2.4
Finland	4.6	4.6	3.4	2.9
Greece	–11.1	–14.1	–14.0	–14.1
Portugal	–10.1	–9.8	–12.0	–12.7
Ireland	–3.6	–5.4	–5.0	–4.4
Luxembourg	10.5	9.9	8.6	8.2
Slovenia	–2.8	–4.9	–4.7	–4.7
Cyprus	–5.9	–9.7	–9.7	–7.8
Malta	–8.2	–5.4	–7.7	–6.4
Japan	3.9	4.8	4.0	3.7
United Kingdom	–3.4	–3.8	–3.6	–3.4
Canada	1.4	0.9	0.9	—
Korea	0.6	0.6	–1.3	–0.7
Australia	–5.3	–6.2	–4.9	–4.3
Taiwan Province of China	7.2	8.6	7.8	6.5
Sweden	8.5	8.5	6.4	5.8
Switzerland	14.7	16.6	9.3	8.7
Hong Kong SAR	12.1	13.5	11.7	10.3
Denmark	2.9	1.1	1.3	1.8
Norway	17.3	15.4	19.1	18.0
Israel	5.9	3.2	0.4	0.5
Singapore	21.8	24.3	19.2	17.0
New Zealand	–8.7	–8.2	–9.3	–8.1
Iceland	–25.4	–14.6	–18.2	–13.7
Memorandum				
Major advanced economies	–2.0	–1.5	–1.3	–0.9
Euro area[2]	—	0.3	–0.5	–0.5
Newly industrialized Asian economies	5.3	6.2	4.7	4.3

[1]Calculated as the sum of the balances of individual euro area countries.
[2]Corrected for reporting discrepancies in intra-area transactions.

Source: IMF, World Economic Outlook, October 2008

Οι κεντρικές τράπεζες, προσπάθησαν να αντιμετωπίσουν τις πιέσεις ρευστότητας, και σε πολλές χώρες, όπως το Βέλγιο, η Γαλλία, η Γερμανία, το Λουξεμβούργο, η Μεγάλη Βρετανία και η Ολλανδία, οι κυβερνήσεις επενέβησαν

προκειμένου να βοηθήσουν οργανισμούς οι οποίοι οδηγούνταν προς την πτώχευση, ή αύξησαν το υποχρεωτικό ποσοστό διαθεσίμων. Παρά τα μέτρα που λήφθηκαν, θα χρειαστεί χρόνος προκειμένου να ξεπεραστούν οι αντιλήψεις για κίνδυνο αντισυμβαλλομένου. Η διαδικασία μείωσης του βαθμού μόχλευσης των τραπεζών, θα επηρεάσει την οικονομική ανάπτυξη τα επόμενα τρίμηνα.

Σύμφωνα με τις προβλέψεις, η οικονομική δραστηριότητα στην Δυτική Ευρώπη, θα σημειώσει επιβράδυνση, ενώ ρυθμοί ανάκαμψης, θα αρχίσουν να φαίνονται σταδιακά από το δεύτερο εξάμηνο του 2009. Η ανάπτυξη θα μειωθεί από 2,6% το 2007 σε 1,3% το 2008 και 0,2% το 2009. Για το 2010 οι προβλέψεις δείχνουν ότι ο ρυθμός ανάπτυξης θα ανέλθει στο 1,4%. Για την Μεγάλη Βρετανία, οι εκτιμήσεις δείχνουν ότι ο ρυθμός ανάπτυξης θα μειωθεί από 3% το 2007 σε 1% το 2008 και 0,1% το 2009, ενώ το 2010 ο ρυθμός ανάπτυξης θα ανέβει στο 2,2%.

Το δημοσιονομικό έλλειμμα, για τις χώρες της Δυτικής Ευρώπης, υπολογίζεται γύρω στο $1^{3/4}$% του ΑΕΠ. Σε πολλές χώρες βέβαια, όπως στην Πορτογαλία, Ιρλανδία, Ιταλία, Ελλάδα, το έλλειμμα ξεπερνά τους αντικειμενικούς στόχους, σε πολλές περιπτώσεις, ξεπερνά και το ανώτατο όριο του 3%.

Τους προηγούμενους μήνες, οι αλλαγές στα επίπεδα των επιτοκίων περιορίστηκαν και οι κεντρικές τράπεζες χορήγησαν τις αγορές με ρευστότητα. Η ΕΚΤ, αύξησε τα επιτόκια κατά 25 μονάδες βάσης, στο $4^{1/4}$%, τον Ιούλιο του 2008 και αποτέλεσε την πρώτη κίνηση από τον Ιούνιο του 2007. Η τράπεζα της Αγγλίας διατήρησε τα επιτόκια στο 5% από τον Απρίλιο του 2008. Σύμφωνα με τις προβλέψεις ο πληθωρισμός, θα μειωθεί κάτω από το 2% έως τα τέλη του 2009. Κύριο μέλημα των τραπεζών αποτελεί η διατήρηση της ηρεμίας στις αγορές παρέχοντας ρευστότητα όταν κρίνεται αναγκαίο.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ-ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Το παγκόσμιο χρηματοοικονομικό σύστημα πέρασε μια περίοδο πρωτοφανούς αναταραχής. Η εμπιστοσύνη στην αγορά, μειώθηκε και παρέμεινε εύθραυστη, οδηγώντας στην κατάρρευση ή σχεδόν στην κατάρρευση πολλών χρηματοοικονομικών οργανισμών. Το χρηματοοικονομικό σύστημα, αποδυναμώθηκε εξαιτίας των πολλαπλών απωλειών που υπέστησαν εξασθενισμένοι και μη ρευστοποιήσιμοι τίτλοι., εξαιτίας της αβεβαιότητας όσον αφορά την διαθεσιμότητα αλλά και το κόστος χρηματοδότησης, αλλά και εξαιτίας της χειροτέρευσης των χαρτοφυλακίων κατά τη διάρκεια της επιβράδυνσης της παγκόσμιας οικονομίας.

Η τρέχουσα κρίση είναι μεταξύ άλλων και αποτέλεσμα μιας παρατεταμένης περιόδου εκτεταμένης ανάληψης κινδύνου, εξαιτίας μιας γενικευμένης αισιοδοξίας. Σημείο εκκίνησης ήταν η αγορά ενυπόθηκων δανείων των ΗΠΑ. Παράλληλα, μία σειρά από αδυναμίες και δυσλειτουργίες του χρηματοοικονομικού συστήματος, συσσωρεύτηκαν και εμφανίστηκαν ξαφνικά. Διαφάνηκε μία γενικευμένη αποτυχία σωστής εκτίμησης της έκτασης της μόχλευσης, αλλά και του αναλαμβανόμενου κινδύνου, από τους συμμετέχοντες στην αγορά: τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρείες, κρατικές οντότητες, επενδυτικά κεφάλαια. Έτσι, κάτι που θα μπορούσε να περιοριστεί σε ορισμένες απώλειες, μετατράπηκε σε γενικευμένη κρίση.

Σημαντικό μερίδιο ευθύνης έχουν οι τράπεζες και ο τρόπος με τον οποίο διαχειρίζονταν την ρευστότητα. Πολλοί αναλυτές, μάλιστα, θεωρούν τις τράπεζες και τις πρακτικές τους ως τις μοναδικές υπεύθυνες για το ξέσπασμα της κρίσης. Η ευθύνη των τραπεζών δεν περιορίζεται στις αισιόδοξες εκτιμήσεις και την ανάληψη υπερβολικού κινδύνου. Η βασική ευθύνη τους έγκειται στη λανθασμένη διαχείρισή του. Οι τράπεζες δεν χρησιμοποίησαν σωστά τα αποθέματα ρευστότητας που είχαν ως εξασφάλιση, δεν είχαν διαμορφώσει αποτελεσματικά σχέδια εναλλακτικής χρηματοδότησης για την περίπτωση κρίσης, αλλά και η ποιότητα και αποτελεσματικότητα των πληροφοριών σχετικά με τη θέση τους σε ρευστότητα, που παρείχαν στις εποπτικές αρχές, δεν φαίνεται να ήταν η κατάλληλη. Επιπλέον, η χρήση διαφόρων χρηματοοικονομικών τεχνικών για την κατανομή μεγάλου μέρους του πιστωτικού κινδύνου έχει οδηγήσει τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα στη μη ορθή αξιολόγηση της πιστοληπτικής

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ικανότητας του δανειολήπτη, με αποτέλεσμα τα επενδυτικά προϊόντα να παρουσιάζουν αυξημένη επικινδυνότητα. Θα πρέπει να μελετηθεί εις βάθος η λειτουργία των εταιρειών πιστοληπτικής αξιολόγησης ώστε οι αξιολογήσεις τους να λαμβάνουν υπόψη όλους του κινδύνους και ο ρόλος τους να επικεντρωθεί στην έγκαιρη πρόβλεψη του επενδυτικού κινδύνου παρά στην εκ των υστέρων μείωση της πιστοληπτικής βαθμίδας όταν παρουσιάζεται πρόβλημα. Ακόμη, η διεθνοποίηση των τραπεζικών εργασιών και των διασυνοριακών δραστηριοτήτων έχει αυξήσει τον κίνδυνο μετάδοσης σοβαρών κρίσεων, κάνοντας πιο επιτακτική την ανάγκη συνεργασίας των εποπτικών αρχών, ιδιαίτερα σε θέματα κεφαλαιακών απαιτήσεων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων με παρουσία σε πολλές χώρες. Ιδιαίτερη σημασία πρέπει να δοθεί στη διαχείριση του κινδύνου ρευστότητας μέσω του πλαισίου της Βασιλείας ΙΙ.

Τα πρωταρχικά στοιχεία που εμφανίστηκαν για πρώτη φορά τόσο έντονα σε κρίση, είναι τα νέα χρηματοοικονομικά προϊόντα και πιο συγκεκριμένα τα δομημένα πιστωτικά προϊόντα και η εκτεταμένη χρήση του μοντέλου <<διανομής και παραγωγής δανείων>>. Πρόκειται δηλαδή για καινοτομίες που υιοθετήθηκαν από τις τράπεζες και αφορούν, τόσο τη φύση των νέων πιστωτικών προϊόντων, όσο και τον τρόπο παραγωγής και διοχέτευσής τους στο χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Τα δομημένα πιστωτικά προϊόντα, αρχικά έδωσαν στους επενδυτές μία λανθασμένη αίσθηση σιγουριάς, καθώς βασίστηκαν σε μεγάλο βαθμό στις θετικές αξιολογήσεις των προϊόντων αυτών από τις εταιρείες αξιολόγησης. Στη συνέχεια όμως συνέβαλαν στην απώλεια της εμπιστοσύνης των επενδυτών και τελικά στην έλλειψη ρευστότητας στη συγκεκριμένη αγορά. Πριν το ξέσπασμα της κρίσης το μοντέλο δημιουργίας και διανομής των δανείων συνέβαλε στην υποτίμηση των κινδύνων, λόγω της αύξησης της ασύμμετρης πληροφόρησης που προκαλεί. Οι τράπεζες μετά την δημιουργία και τη διανομή των δανείων, δεν είχαν πλέον ισχυρά κίνητρα να παρακολουθούν και να ελέγχουν τους δανειολήπτες, ούτε και οι επενδυτές τις τράπεζες ως προς τον τρόπο με τον οποίο παρέχουν τα δάνεια. Το μοντέλο αυτό, ευνόησε την επέκταση της δανειοδότησης σε σημεία που υπό διαφορετικές συνθήκες δεν θα έφτανε. Επιπλέον, πολλά προϊόντα τιτλοποίησης και άλλα πιστωτικά παράγωγα έχουν καταστεί τόσο πολύπλοκα και αδιαφανή που εμποδίζουν την ορθή τιμολόγηση τους. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα να μην μπορούν να υπολογιστούν με ακρίβεια οι επιπτώσεις που έχουν στον ισολογισμό

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

και στην κερδοφορία των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Θα πρέπει λοιπόν να απλοποιηθεί η δομή τους και η διαπραγμάτευση τους στις διεθνείς αγορές

Οι οίκοι αξιολόγησης, λειτουργώντας ως εκτιμητές των δομημένων προϊόντων, δεν αποτίμησαν αξιοκρατικά τα προϊόντα αυτά στην προσπάθειά τους να κερδίσουν. Η αποτυχία των οίκων αξιολόγησης κατέδειξε ότι δεν μπορούν να αντικαταστήσουν τη θεσμοθετημένη εποπτική αρχή. Η κρίση κατέδειξε το πόσο επισφαλείς μπορεί να είναι, τόσο οι αξιολογήσεις των μεγάλων οίκων αξιολόγησης, όσο και η εμπιστοσύνη στους μηχανισμούς διαμόρφωσης τιμών στις αγορές. Η προφανής λύση στο πρόβλημα είναι η εποπτεία των οίκων αξιολόγησης. Μόνο εάν εποπτεύονται από μία ισχυρή δημόσια αρχή, θα εξαλειφθούν τα αντικρουόμενα συμφέροντα και θα αποκατασταθεί η εμπιστοσύνη στη λειτουργία τους.

Στις ΗΠΑ, με την επιβράδυνση της οικονομικής ανάπτυξης, η αλλοίωση των πιστώσεων, επεκτάθηκε στα ενυπόθηκα δάνεια υψηλής ποιότητας, στα καταναλωτικά και εταιρικά δάνεια Πιέσεις δέχθηκε και η Ευρώπη, καθώς οι τιμές των ακινήτων μειώθηκαν, η οικονομική ανάπτυξη εξασθένησε και οι όροι δανειοδότησης έσφιξαν. Παρόλο που οι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί αναγνώρισαν τις απώλειες που υπέστησαν εξαιτίας της κρίσης που ξέσπασε στην αγορά ενυπόθηκων δανείων, επιπρόσθετες υποβαθμίσεις, προκάλεσαν περαιτέρω πιέσεις στα ισοζύγια. Σε ένα τέτοιο περιβάλλον, οι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί αντιμετώπισαν υπερβολικές προκλήσεις προκειμένου να δημιουργήσουν κεφάλαιο για να καλύψουν τις απώλειες. Επιπλέον, αμφιβολίες σχετικά με την ευρωστία του τραπεζικού συστήματος και τον επιχειρηματικών μοντέλων που χρησιμοποιούσαν, συνέβαλαν στην χειροτέρευση των χρηματοοικονομικών αγορών. Οι αρχικές προσπάθειες των τραπεζών επικεντρώθηκαν στην υποστήριξη μιας πιο μεθοδικής διαδικασίας μείωσης των δανειακών τους επιβαρύνσεων, όμως η δύσκολη και η παρατεταμένη φύση της, είναι πιθανό να προκαλέσει μείωση των διαθέσιμων πιστώσεων, δυσκολεύοντας περαιτέρω την ανάκαμψη της οικονομίας. Ο πιο σημαντικός κίνδυνος εξακολουθεί να παραμένει η δυσμενής ροή ανατροφοδότησης ανάμεσα στο τραπεζικό σύστημα και την παγκόσμια οικονομία.

Οι πολιτικές πρέπει να λαμβάνουν υπόψη τους την διακύμανση των κινδύνων στο χρηματοοικονομικό σύστημα, στην παγκόσμια οικονομία και να επικεντρωθούν στην επαναφορά της εμπιστοσύνης. Δραστικές και συντονισμένες

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ενέργειες θα σταθεροποιήσουν τα αισθήματα των επενδυτών που επικρατούν στην αγορά και θα προστατεύσουν το σύστημα από οικονομικούς κινδύνους, επιτρέποντας μια πιο μεθοδική και ομαλή διαδικασία μείωσης της δανειακής επιβάρυνσης. Τέτοια μέτρα, μπορούν να βοηθήσουν στην ανάκτηση των τιμών των τίτλων και στην αύξηση της προθυμίας των επενδυτών να παρέχουν ξανά σε ένα πιο ενισχυμένο τραπεζικό σύστημα, νέα κεφάλαια. Η διαδικασία αυτή θα βοηθήσει την χρηματοοικονομική διαμεσολάβηση και τις πιστωτικές αγορές να σταθεροποιηθούν πιο γρήγορα και με λιγότερο οικονομικό κόστος.

Τα φαινόμενα που οδήγησαν στην εμφάνιση και την εξέλιξη της τρέχουσας κρίσης αφορούν σε μεγάλο βαθμό την έλλειψη προνοητικότητας και λανθασμένες εκτιμήσεις. Η Επιτροπή της Βασιλείας είχε από καιρό εφιστήσει τη προσοχή των τραπεζών σε ενδεχόμενους κινδύνους. Οι οδηγίες που εξέδωσε το 2000, βασίζονταν στα αποτελέσματα μίας ακόμα κρίσης. Σε αυτές τονίζεται, τόσο ο κίνδυνος που επιφέρει η αυξημένη εξάρτηση από τις χρηματαγορές, όσο και η εκτεταμένη χρήση της τιτλοποίησης και των δομημένων προϊόντων. Η Επιτροπή επισημαίνει ακόμη τη σημασία διενέργειας σωστών ελέγχων για την πρόληψη των κινδύνων. Προτρέπει ακόμα τις τράπεζες να διαμορφώσουν επαρκή σχέδια εναλλακτικής χρηματοδότησης σε περίπτωση κρίσης, βάσει των ελέγχων. Οι τράπεζες, όμως, δεν ακολούθησαν τις οδηγίες με τον τρόπο που θα έπρεπε.

Η εποπτεία του χρηματοπιστωτικού συστήματος από μία ισχυρή δημόσια αρχή, είναι και θα παραμείνει σημαντική προκειμένου να επιτευχθεί η εύρυθμη λειτουργία του. Η πειθαρχία της αγοράς, φαίνεται ότι δεν μπορεί να την αντικαταστήσει. Το ερώτημα όμως παραμένει ως προς τον τρόπο που η εποπτεία θα ασκηθεί καλύτερα. Οι εποπτικές αρχές πάντα θα αντιμετωπίζουν αντίθετες επιλογές μεταξύ καινοτομίας και σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, αποτελεσματικότητας και απλότητας των κανόνων, σταθερότητας και αποδοτικότητας.

Οι οδηγίες για μια ορθή διαχείριση του κινδύνου ρευστότητας υπήρχαν. Οι τράπεζες όμως, παρασυρμένες από την αισιοδοξία και την αναζήτηση κέρδους, δεν τις εφάρμοσαν. Τα αποτελέσματα είναι εμφανή ακόμα και όπως όλα δείχνουν θα συνεχίσουν να επηρεάζουν αρνητικά την παγκόσμια οικονομία. Αυτό που αρχικά θεωρήθηκε ως μια ακόμη αναπροσαρμογή στην αποτίμηση του αναλαμβανόμενου κινδύνου, εξελίχθηκε σε κρίση που ενάμιση χρόνο μετά, δεν έχει παρέλθει.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Οι προκλήσεις για τα εποπτικά καθεστώτα είναι σημαντικές. Καλούνται να προστατεύσουν εκ νέου το χρηματοπιστωτικό σύστημα και να προλάβουν την επανάληψη των ιδίων σφαλμάτων. Τίποτα όμως δεν εγγυάται την εμφάνιση νέων δυσλειτουργιών, που θα δώσουν και πάλι το έναυσμα για μία νέα αναπροσαρμογή των εποπτικών κανόνων.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι

ΧΡΟΝΟΛΟΓΙΟ ΓΕΓΟΝΟΤΩΝ [19]

2007

22 Φεβρουαρίου: η HSBC αντιμετωπίζει απώλειες ύψους $10,5 δις ως αποτέλεσμα, απολύει τον διευθυντή του τμήματος ενυπόθηκου δανεισμού.

8 Μαρτίου: μία από τις μεγαλύτερες αμερικάνικες κατασκευαστικές εταιρείες, η DR Horton, αντιμετωπίζει μεγάλες απώλειες εξαιτίας της κρίσης στην αγορά ενυπόθηκων δανείων.

2 Απριλίου: η New Century Financial, η δεύτερη μεγαλύτερη εταιρεία υποθηκών στις ΗΠΑ, κηρύσσει χρεοκοπία. Το γεγονός αυτό ακολουθεί απώλειες και ορισμένες χρεοκοπίες σε πάνω από είκοσι μικρότερες εταιρείες υποθηκών τον Φεβρουάριο και τον Μάρτιο. Παράλληλα, οι τιμές των ακινήτων αρχίζουν να μειώνονται ραγδαία.

Μέχρι τις 3 Απριλίου, οι χρηματοοικονομικές εταιρείες, έχουν τοποθετήσει περισσότερα από 1 τρις δολάρια σε ABS. Ενώ ο αριθμός των δανειοληπτών που αθετούν τις υποχρεώσεις τους συνεχίζει να αυξάνεται.

3 Μαΐου: η UBS ανακοινώνει το κλείσιμο ενός από τα hedge funds της και ζημιές περίπου 125 εκατομμύρια δολάρια σε επενδύσεις στην αγορά των subprime.

7 Ιουνίου: η Bear Sterns, ενημερώνει τους επενδυτές ότι δύο από τα αμοιβαία κεφάλαιά της σημειώνουν μεγάλες απώλειες. Φήμες ότι $3,8 δις υψηλής ποιότητας ABS ομόλογα πωλούνται για την εξασφάλιση χρηματοδότησης, προκειμένου να καλυφθούν περιθώρια εξασφάλισης.

15 Ιουνίου: η Moody's υποβαθμίζει αξιολογήσεις 131 ABS's υποστηριζόμενων από ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια και εξετάζει ενδεχόμενες υποτιμήσεις για άλλα 250 ομόλογα.

18-19 Ιουνίου: η Bear Sterns φημολογείται ότι εμπλέκεται σε διαπραγματεύσεις με δανειστές από τράπεζες της Wall Street για να σώσει τα δύο αμοιβαία κεφάλαια. Ορισμένοι δανειστές προχωρούν και λαμβάνουν τα εχέγγυα.

20-22 Ιουνίου: ανακοινώνεται ότι τα δύο αμοιβαία κεφάλαια της Bear Sterns είναι πολύ κοντά στο να κλείσουν και η Merrill Lynch πουλά το ενέχυρο που πήρε στις 20/6. Ένα από τα προβληματικά hedge funds κρατιέται με ένεση $3,2 δις σε δάνεια, ενώ το δεύτερο πρόκειται να ρευστοποιηθεί στις 22/6.

[19] Bloomberg, Fitch Ratings, Financial Times, The Wall Street Journal

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

25 Ιουνίου: η Cheyne Capital ανακοινώνει ζημιές $75 εκατομμυρίων από επενδύσεις σε subprime.

10-12 Ιουλίου: η S&P θέτει αρνητικές αξιολογήσεις σε ABS's του 2006 αξίας $7,3 δις και ανακοινώνει την επανεξέταση των συμφωνιών CDO που είναι εκτεθειμένες σε τέτοιου είδους ενέχυρα. Η Moody's υποβαθμίζει subprime mortgage bonds αξίας 5 δις στις 10/7. Η Moody's, θέτει προς επανεξέταση και ενδεχόμενη υποβάθμιση 184 ενυπόθηκα CDO tranches, ενώ, τις επόμενες μέρες, ανακοινώνονται επανεκτιμήσεις και υποβαθμίσεις από όλους τους μεγάλους οίκους αξιολόγησης. Η Fitch θέτει υπό επιτήρηση 33 τάξεις 19 δομημένων χρηματοοικονομικών προϊόντων στις 12/7.

19 Ιουλίου: ο Dow Jones κλείνει κάτω από τις 14,000 μονάδες για πρώτη φορά στην ιστορία.

24-26 Ιουλίου: η στεγαστική τράπεζα Countrywide Financial Corp ανακοινώνει πτώση κερδών και προειδοποιεί για δύσκολές συνθήκες. Ο δείκτης NAHB υποδηλώνει ότι οι πωλήσεις των νέων κατοικιών μειώθηκαν κατά 6,6% τον Ιούνιο, ενώ η DR Horton, η μεγαλύτερη κατασκευαστική εταιρεία των ΗΠΑ, ανακοινώνει ζημιές για το τρίμηνο Απριλίου-Ιουνίου. Το αυστραλιανό αμοιβαίο κεφάλαιο Absolute Capital παγώνει τις πληρωμές του στις 26/7

30 Ιουλίου: η γερμανική IKB προειδοποιεί για επικείμενες απώλειες που σχετίζονται με την πτώση στην αγορά subprime των ΗΠΑ και αποκαλύπτει ότι ο βασικός της μέτοχος, Kreditanstalt fur Wiederaufbau, ανέλαβε τις οικονομικές υποχρεώσεις από τις διευκολύνσεις ρευστότητας που παρασχέθηκαν σε επενδυτικό όχημα ABCP, το οποίο επένδυσε σε δάνεια subprime.

31 Ιουλίου: η Moody's ανακοινώνει ότι θα αναπροσαρμόσει τις προβλέψεις της για τις αναμενόμενες απώλειες που ενσωματώνονται στις αποτιμήσεις τιτλοποιήσεων που υποστηρίζονται από δάνεια Alt-A. Η American Home Mortgage Investment Corp ανακοινώνει την αδυναμία της να χρηματοδοτήσει τις δανειακές τις υποχρεώσεις.

1 Αυγούστου: περαιτέρω απώλειες της IKB οδηγούν στη συγκέντρωση κεφαλαίου 3,5 δις ευρώ από την KfW και μία ομάδα τραπεζών του δημοσίου και του ιδιωτικού τομέα. Η Bear Stearns, παγώνει τις πληρωμές και από τρίτο αμοιβαίο κεφάλαιο.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

3 Αυγούστου: η Union Investment, χειριστής ενός γερμανικού fund σταματά τις πληρωμές μετά και την απώλεια περίπου του 10% των περιουσιακών στοιχείων του, από επενδυτές που αποσύρθηκαν

6 Αυγούστου: η American Home Mortgage Investment Corp, ανακοίνωσε χρεοκοπία.

8 Αυγούστου: τρία προγράμματα ABCP επιμηκύνουν τις λήξεις των υποχρεώσεών τους, κάτι που γίνεται για πρώτη φορά σε τέτοιου είδους προγράμματα. Παράλληλα, η Mortgage Guaranty Insurance Corporation, ανακοίνωσε ότι θα διέκοπτε την εξαγορά της Radiant Group, λόγω απωλειών ύψους ενός δις δολαρίων εξαιτίας των επενδύσεών της σε C-BASS (Credit-Based Asset Servicing and Securitization)

9 Αυγούστου: η BNP Paribas παγώνει την εκπλήρωση των υποχρεώσεων τριών επενδυτικών funds, δηλώνοντας αδυναμία ορθής αποτίμησής τους στο τρέχον περιβάλλον της αγοράς.

Η ECB προχωρεί σε ένεση ρευστότητας 95 δις ευρώ στη διατραπεζική αγορά, σηματοδοτώντας την απαρχή ενός συνόλου κινήσεων και ανακοινώνει ότι παρακολουθεί στενά τις αγορές και είναι έτοιμη να παρέμβει για να διασφαλίσει ομαλές συνθήκες στην αγορά χρήματος του ευρώ.

10 Αυγούστου: οι κεντρικές τράπεζες προσπαθούν να αυξήσουν την ρευστότητα. Η FED παραχωρεί $43 δις, η ΕΚΤ 156 δις ευρώ και η Ιαπωνική τράπεζα 1 τρις γιέν.

13-15 Αυγούστου: προβλήματα στην αγορά του Καναδά. Τέσσερα ακόμα προγράμματα ABCP των ΗΠΑ επεκτείνουν τις λήξεις τους και δύο υποβαθμίζονται από την Fitch στις 15/8. Η Goldman Sachs προχωρά σε ένεση ρευστότητας $43 δις προς το αμοιβαίο κεφάλαιο της GEO.

16 Αυγούστου: η Moody's υποβαθμίζει 691 subprime ομόλογα έκδοσης του 2006. Η Countrywide αποσπά $11,5 δις σε δεσμεύσεις ρευστότητας, αποφεύγοντας με αυτόν τον τρόπο την πτώχευση.

17 Αυγούστου: η επιτροπή πράξεων ανοιχτής αγοράς της FED εκδίδει ανακοίνωση σημειώνοντας ότι αυξήθηκαν σημαντικά οι κίνδυνοι για την ανάπτυξη. Η FED προχωρά σε μείωση των επιτοκίων κατά 50 μονάδες βάσης και ανακοινώνει την παροχή ρευστότητας για τον επόμενο μήνα.

20 Αυγούστου: οι δανειστές στην Μεγάλη Βρετανία, καθιστούν πιο σκληρούς τους όρους δανειοδότησης. Παράλληλα, στις ΗΠΑ, οι δανειστές ενυπόθηκων

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

δανείων πωλούν τους τίτλους τους, και η Countrywide προβαίνει σε απολύσεις προσωπικού

21 Αυγούστου: η S&P υποβαθμίζει δύο επενδυτικά οχήματα και θέτει άλλα δύο σε επιτήρηση.

23 Αυγούστου: η Countrywide δανείζεται $2 δις από την Bank of America

28 Αυγούστου: η S&P υποβαθμίζει αξιόγραφα που εξέδωσε το επενδυτικό όχημα Cheyne Finance

31 Αυγούστου: Η κυβέρνηση Μπους ανακοινώνει ότι παρέχει μια μικρή οικονομική ενίσχυση σε ιδιοκτήτες ακινήτων, οι οποίοι δεν μπορούν να εξοφλήσουν τα αυξανόμενα χρέη τους.

4 Σεπτεμβρίου: η Bank of China αποκαλύπτει ζημίες ύψους $9 δις

5 Σεπτεμβρίου: Η Moody's υποβαθμίζει αξιόγραφα της Cheyne Finance και θέτει αξιολογήσεις των προγραμμάτων τεσσάρων ακόμη επενδυτικών οχημάτων σε επιτήρηση.

13 Σεπτεμβρίου: Η Northern Rock ζητά εσπευσμένα παροχή ρευστότητας από την Bank of England

14 Σεπτεμβρίου: οι μετοχές της Northern Rock, πέφτουν κατακόρυφα, μετά την ανακοίνωση για την ανάγκη διάσωσης.

15 Σεπτεμβρίου: χιλιάδες καταθέτες περιμένουν έξω από την Northern Rock, για να κάνουν ανάληψη των καταθέσεών τους.

18 Σεπτεμβρίου: Η FED μειώνει το επιτόκιο στόχο κατά 50 μονάδες βάσης, με στόχο να ενεργοποιήσει τις χρηματοοικονομικές αγορές. Παράλληλα, οι καταθέτες της Northern Rock, επιστρέφουν, ύστερα από ανακοίνωση της κυβέρνησης ότι εγγυάται την ασφάλεια των καταθέσεων.

19 Σεπτεμβρίου-4 Νοεμβρίου: πρώτη σειρά ειδήσεων για αρνητικές αναπροσαρμογές περιουσιακών στοιχείων και απώλειες τριμήνου για μεγάλα πιστωτικά ιδρύματα. Αρκετά υψηλόβαθμα στελέχη αφήνουν τις θέσεις τους και προωθείται η αναδιοργάνωση διοικήσεων. Παράλληλα, ο πρόεδρος της FED, ανακοινώνει ότι οι απώλειες από την κρίση είναι υψηλότερες απ'ότι περίμεναν.

5 Οκτωβρίου: η Merrill Lynch ανακοινώνει απώλειες $5,5 δις εξαιτίας της κρίσης στην αγορά ενυπόθηκων δανείων, στις 24 Οκτωβρίου, οι απώλειες είχαν φτάσει τα $8,4 δις.

10 Οκτωβρίου: ιδρύεται η Hope Now Alliance, με συνεργασία της κυβέρνησης των ΗΠΑ, συμβούλων, επενδυτών και δανειστών, σε μία προσπάθεια να

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

βοηθηθούν οι ιδιοκτήτες ακινήτων που αδυνατούν να πληρώσουν τις υποθήκες τους.

11-19 Οκτωβρίου: Η Moody's και η Standards & Poor's υποβαθμίζουν πάνω από 2,500 ενυπόθηκα subprime ομόλογα, συνολικής ονομαστικής αξίας περίπου $80 δις.

15 Οκτωβρίου: Η Citigroup, η Bank of America και η JP Morgan Chase ανακοινώνουν την ίδρυση του MLEC, ενός fund $80 δις, για την υποστήριξη της αγοράς ABCP, αγοράζοντας περιουσιακά στοιχεία από επενδυτικά οχήματα.

22-23 Οκτωβρίου: Η S&P, θέτει υπό επιτήρηση 590 ABS CDO's και υποβαθμίζει 145 tranches CDO's αξίας $3,7 δις. Η Moody's υποβαθμίζει 117 tranches CDO λίγες μέρες αργότερα, ενώ η Fitch θέτει υπό επανεξέταση CDO's αξίας περίπου $37 δις. Η Citigroup ανακοινώνει απώλειες ύψους $5,9 δις εξαιτίας της έκθεσής της στην αγορά ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου.

17 Οκτωβρίου: επιπλέον απώλειες στον κατασκευαστικό τομέα των ΗΠΑ. Παράλληλα, το διεθνές νομισματικό ταμείο προειδοποιεί ότι η κρίση θα επηρεάσει τους παγκόσμιους ρυθμούς ανάπτυξης.

24 Οκτωβρίου-5 Νοεμβρίου: Διάφοροι χρηματοπιστωτικοί εγγυητές ανακοινώνουν απώλειες για το τρίτο τρίμηνο. Η Fitch ανακοινώνει ότι εξετάζει την αφαίρεση του AAA rating από κάποιους ασφαλιστές.

31 Οκτωβρίου: Η FED μειώνει τα επιτόκια κατά 25 μονάδες βάσης.

1 Νοεμβρίου: Η FED, παρέχει $41 δις, ποσό το οποίο μπορούν να δανειστούν οι τράπεζες σε χαμηλό επιτόκιο.

5 Νοεμβρίου: η Citigroup ανακοινώνει ότι οι απώλειές της είναι μεταξύ $8 δις και $11 δις εξαιτίας της έκθεσής της στην αγορά ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου.

8 Νοεμβρίου: η Morgan Stanley ανακοινώνει απώλειες ύψους $3,7 δις και η BNP Paribas απώλειες ύψους 301 εκατομμυρίων ευρώ

13 Νοεμβρίου: η Bank of America καταγράφει απώλειες ύψους $3 δις.

15 Νοεμβρίου: η Barclays σημειώνει απώλειες $2,6 δις.

16 Νοεμβρίου: η Goldman Sachs σημειώνει απώλειες ύψους $400 δις σε ολόκληρο τον χρηματοοικονομικό της κλάδο.

20 Νοεμβρίου: η Freddie Mac, ανακοινώνει απώλειες ύψους $2 δις

25 Νοεμβρίου-13 Δεκεμβρίου: Η HSBC ανακοινώνει ότι σχεδιάζει να ενσωματώσει στον ισολογισμός της περιουσιακά στοιχεία επενδυτικών οχημάτων

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

της, αξίας $45 δις. Η WestLB και η HSH Nordbank στηρίζουν $15 δις επενδυτικών οχημάτων. Η Citibank σχεδιάζει να ενσωματώσει στον ισολογισμό της περιουσιακά στοιχεία επενδυτικών οχημάτων, αξίας $49 δις.

26 Νοεμβρίου: Η Citigroup συγκεντρώνει $7,5 δις από την επενδυτική αρχή του Abu Dhabi.

27 Νοεμβρίου: η Freddie Mac, πουλάει μετοχές αξίας $6 δις προκειμένου να καλύψει τις απώλειες.

6 Δεκεμβρίου: η τράπεζα της Αγγλία μειώνει τα επιτόκια, για πρώτη φορά μετά το 2005. Παράλληλα, η Royal Bank στη Σκωτία ανακοινώνει ότι αναμένει απώλειες ύψους 1,25 δις λίρες.

10 Δεκεμβρίου: Η UBS συγκεντρώνει CHF 13δις σε Tier 1 capital από την GIC και επενδυτή από τη Μέση Ανατολή

11 Δεκεμβρίου: Η FED μειώνει το επιτόκιο κατά 25 μονάδες βάσης.

12 Δεκεμβρίου: Οι κεντρικές τράπεζες των ΗΠΑ, της Ευρωπαϊκής Ένωσης, της Μεγάλης Βρετανίας , του Καναδά και της Ελβετίας ανακοινώνουν μία σειρά συντονισμένων ενεργειών που σχεδίασαν, για να παράσχουν χρηματοδότηση για το τέλος του έτους, στα μεγαλύτερα πιστωτικά ιδρύματα των χωρών τους και διευρύνουν τους τίτλους που αποδέχονται ως ενέχυρα. Τα μέτρα αυτά περιλαμβάνουν, μεταξύ άλλων, την καθιέρωση σειρών swap μεταξύ της FED και της ECB ($20 δις) και της Εθνικής Τράπεζας της Ελβετίας ($4 δις). Η Τράπεζα της Ιαπωνίας και η Riskbank εκφράζουν την στήριξή τους για τα μέτρα αυτά.

18 Δεκεμβρίου: η τράπεζα της Αγγλίας, παρέχει 10 δις λίρες στις τράπεζες προκειμένου να αντιμετωπίσουν την πιστωτική κρίση, ενώ η ΕΚΤ παρέχει στις εμπορικές τράπεζες της ευρωζώνης $500 δις. Στις ΗΠΑ, η FED, σφίγγει τους κανόνες που ισχύουν στον ενυπόθηκο δανεισμό υψηλού κινδύνου, απαιτώντας από τις εταιρείες να ελέγχουν πιο προσεχτικά τα εισοδήματα των δανειοληπτών και να τους αποκαλύπτουν όλα τα κόστη του δανείου

19 Δεκεμβρίου: Η ACA, εγγυήτρια εταιρεία αξιολογηθείσα με Α, υποβαθμίζεται από την S&P σε CCC, πυροδοτώντας επικλήσεις ενέχυρων από τους αντισυμβαλλόμενούς της, για τα οποία ξεκινά μία μακρά περίοδος διαπραγματεύσεων. Οι αξιολογήσεις της S&P για άλλες εγγυήτριες εταιρείες μειώνονται σε αρνητικές. Η Barclays μηνύει την Bear Stearns για απάτη και εξαπάτηση, καθώς απέκρυπτε εσκεμμένα απώλειες ενός fund, στο οποίο είχε επενδύσει η Barclays. Η Morgan Stanley ανακοινώνει ότι τα αποτελέσματα του

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

τέταρτου τριμήνου περιλαμβάνουν υποτιμήσεις της τάξεις των $4,7 δις, λόγω επενδύσεων σε ενυπόθηκα δάνεια τον Νοέμβριο, εκτός από εκείνα που είχε ανακοινώσει τέλη Οκτωβρίου και συγκεντρώνει $5 δις από την Chinese Investment Corporation.

21 Δεκεμβρίου: το πρόγραμμα διάσωσης των ABCP MLEC εγκαταλείπεται από τις τράπεζες που το χρηματοδοτούσαν

24 Δεκεμβρίου: Η Merrill Lynch συγκεντρώνει κεφάλαια $6,2 δις από τις Temasek Holdings & Davis Selected Advisors.

2008

2-4 Ιανουαρίου: Αναφορές καταδεικνύουν εξασθένιση της αγοραστικής κίνησης στις ΗΠΑ και πυροδοτούν φόβους για την παγκόσμια ανάπτυξη. Παράλληλα, η ανεργία στις ΗΠΑ αυξάνεται κατακόρυφα.

11 Ιανουαρίου: Η Bank of America αγοράζει την Countrywide για $4 δις αφού οι μετοχή της μειώθηκε κατά 48%. Η UBS, ανακοινώνει ότι ακόμα δεν γνωρίζει το συνολικό ποσό των απωλειών της εξαιτίας της κρίσης.

14-28 Ιανουαρίου: Η FED, η ECB και η Εθνική Τράπεζα της Ελβετίας διεξάγουν επιπρόσθετες μακροπρόθεσμες χρηματοδοτικές πράξεις σε δολάρια. Η Bank of England διενεργεί την δεύτερη εκτεταμένη πράξη τριμήνων κεφαλαίων έναντι γενικά υψηλής ποιότητας ενέχυρων σε τοπικό νόμισμα.

15 Ιανουαρίου: Η Citigroup ανακοινώνει απώλειες για το τέταρτο τρίμηνο, εν μέρει λόγω αρνητικών αναπροσαρμογών ύψους $9,8 δις, σχετικών με έκθεση σε ενυπόθηκα δάνεια, ενώ οι συνολικές τις απώλειες φτάνουν τα $18 δις. Ακολουθεί σειρά παρόμοιων ειδήσεων από άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα τις επόμενες εβδομάδες.

17 Ιανουαρίου: Η Lehman Brothers, προβαίνει σε απολύσεις 1300 ατόμων. Η Merrill Lynch ανακοινώνει ότι οι συνολικές καθαρές απώλειες για το 2007 ήταν $7,8 δις.

18-30 Ιανουαρίου: Η Fitch υποβαθμίζει την Ambac κατά δύο μονάδες από ΑΑΑ στις 18/1, την SCA σε Α στις 24/1 και την FGIC σε ΑΑ στις 30/1. Αποτέλεσμα ήταν η υποβάθμιση περίπου 290,000 εκδόσεων χωρίς εξασφάλιση, κυρίως ομολόγων δημοτικών αρχών, αλλά και δομημένων προϊόντων. Η S&P υποβαθμίζει την FGIC σε ΑΑ 31/1. Τις επόμενες εβδομάδες συνεχίζονται οι υποβαθμίσεις ασφαλιστικών εταιρειών και από άλλους οίκους αξιολόγησης.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

21-30 Ιανουαρίου: Η FED ανακοινώνει την περαιτέρω μείωση του επιτοκίου της κατά 75 μονάδες βάσης και ακολουθεί παγκόσμια ύφεση στις αγορές κεφαλαίων. Η Societe Generale ανακοινώνει απώλειες τις τάξης των $7,2 δις σε θέσεις που συνδέονται με κακόβουλη δράση ενός trader στις 24/1. Μία εβδομάδα αργότερα ακολουθεί η περαιτέρω μείωση των επιτοκίων κατά 50 μονάδες βάσης.

21 Ιανουαρίου: Τα χρηματιστήρια σε όλο τον κόσμο σημειώνουν τις μεγαλύτερες απώλειες μετά τις 11 Σεπτεμβρίου του 2001.

24 Ιανουαρίου: Η National Association of Realtors, ανακοίνωσε ότι το 2007 είχε την μεγαλύτερη μείωση πωλήσεων των τελευταίων 25 ετών.

13 Φεβρουαρίου: Η AIG ανακοινώνει αυξανόμενες απώλειες που εκτιμάται ότι θα υπερβούν τα $4 δις σε χαρτοφυλάκιο από super-senior credit default swaps, με τη νέα μέθοδο αποτίμησης που εφαρμόζει. Τον ίδιο μήνα ανακοινώνει υποτιμήσεις $11,1 δις σε subprime υποθήκες για το τέταρτο τρίμηνο του 2007, οι μεγαλύτερες για ασφαλιστική εταιρεία.

19 Φεβρουαρίου: Η Credit Suisse ανακοινώνει υποτιμήσεις $2,8 σε δομημένα προϊόντα λόγω λάθους αποτίμησης, γεγονός που προκαλεί την επανεξέταση των αποτελεσμάτων της για το 2007, που είχαν εκδοθεί λίγες μέρες πριν.

25-26 Φεβρουαρίου: Η MBIA ολοκληρώνει την πώληση μετοχών, ύψους $1,1 δις. Η S&P και η Moody's επιβεβαιώνουν την αξιολόγησή της σαν Aaa και AAA αντίστοιχα, με αρνητική προοπτική.

28 Φεβρουαρίου: Η Peloton Partners ανακοινώνει το κλείσιμο ABS fund $2 δις και προσωρινά σταματά τις αποζημιώσεις ενός άλλου fund, γεγονός που προκαλεί την αφαίρεση των περιθωρίων εξασφάλισης από τους δανειστές.

10 Μαρτίου: Ο δείκτης Dow Jones, πέφτει στο χαμηλότερο επίπεδο από τον Οκτώβριο του 2006. Μειώθηκε περισσότερο από 20% από το ανώτερο σημείο που είχε φτάσει πέντε μήνες νωρίτερα.

11 Μαρτίου: Οι κεντρικές τράπεζες σε άλλη μια συντονισμένη προσπάθεια να βοηθήσουν τις τράπεζες παρέχουν $200 δις.

14 Μαρτίου: Η Bear Stearns δέχεται χρηματοδότηση από τη FED καθώς η τιμή των μετοχών της μειώθηκε κατακόρυφα.

16 Μαρτίου: Η JP Morgan Chase, αγοράζει $2 τις μετοχές της Bear Stearns, αποφεύγοντας με αυτόν τον τρόπο την πτώχευση. Η εξαγορά χρηματοδοτήθηκε και από τη FED με $30 δις για να καλυφθούν πιθανές απώλειες της Bear Stearns.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

1 Απριλίου: Η γερμανική Deutsche Bank, ανακοινώνει ότι αναμένει απώλειες ύψους $3,9 δις για το πρώτο τρίμηνο του 2008.

17 Απριλίου: Η Merrill Lynch, ανακοινώνει απώλειες το πρώτο τετράμηνο του 2008 ύψους $2 δις.

6 Μαΐου: Η UBS AG, Ελβετική τράπεζα, ανακοινώνει ότι σκοπεύει να προβεί σε απολύσεις σχεδόν 5,500 ατόμων έως τα μέσα του 2009.

19 Ιουνίου: Οι πρώην μάνατζερ της Bear Stearns, συνελήφθησαν από το FBI για απάτες κατά την διάρκεια της κρίσης της αγοράς ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου.

11 Ιουλίου: Η Indymac Bank, πτώχευσε. Πριν την πτώχευση κατείχε την έβδομη θέση στην αγορά υποθηκών στις ΗΠΑ.

7 Σεπτεμβρίου: Κρατικοποιούνται η Fannie Mae και η Freddie.

14 Σεπτεμβρίου: Η Merrill Lynch πουλήθηκε στην Bank of America.

15 Σεπτεμβρίου: Η Lehman Brothers πτώχευσε.

16 Σεπτεμβρίου: Η Moody's και η S&P υποβάθμισαν τίτλους της AIG, με αποτέλεσμα πολλαπλές και συνεχόμενες απώλειες των MBS, προκαλώντας ανησυχίες για πτώχευση.

17 Σεπτεμβρίου: Η FED δανείζει $85 δις στην AIG προκειμένου να αποφευχθεί η πτώχευση

25 Σεπτεμβρίου: Η Washington Mutual was seized από την Federal deposit insurance corporation και οι μετοχές τις πωλήθηκαν στην JP Morgan Chase για $1,9 δις.

1 Οκτωβρίου: Η χρηματοοικονομική κρίση περνάει και στην Ευρώπη.

6-10 Οκτωβρίου: Η χειρότερη εβδομάδα για το χρηματιστήριο των τελευταίων 75 ετών. Ο Dow Jones μειώθηκε 22,1% , ενώ από τις 9 Οκτωβρίου του 2007 είχε μειωθεί κατά 40,3%. Ο S&P 500 index, μειώθηκε 18,2% μέσα σε αυτή την εβδομάδα η οποία ήταν η χειρότερη από το 1933, ενώ από τις 9 Οκτωβρίου του 2007 είχε μειωθεί κατά 42,5%. Η μείωση αυτή προκαλούσε ανησυχίες για επιδείνωση της πιστωτικής κρίσης και για πρόκληση παγκόσμιας οικονομικής ύφεσης.

6 Οκτωβρίου: Η FED χορήγησε με βραχυπρόθεσμα δάνεια ύψους, $900 δις τις τράπεζες.

6 Οκτωβρίου: Η Bank of America κατηγορεί την Countrywide Financial ότι ακολούθησε τακτικές ληστρικής δανειοδότησης. Παράλληλα η Bank of America,

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

συμφώνησε να προσφέρει ευνοϊκότερους όρους στους δανειολήπτες ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου, οι οποίοι αντιμετώπιζαν προβλήματα αποπληρωμής. Η ενέργεια αυτή θα βοηθούσε γύρω στους 400,000 δανειολήπτες.

6 Οκτωβρίου: Η κυβέρνηση της Δανίας ανακοινώνει σχέδιο προκειμένου να εξασφαλιστούν όλες οι καταθέσεις των τραπεζών της. Ως απόδοση για την ασφάλεια των καταθέσεων, οι τράπεζες πρέπει να δημιουργήσουν ένα fund ύψους $6,5 δις.

6 Οκτωβρίου: Η BNP Paribas, συμφωνεί να εξαγοράσει την Fortis από την κυβέρνηση του Βελγίου έναντι 14,5 δις ευρώ. Η κίνηση αυτή κάνει την BNP την μεγαλύτερη τράπεζα που δραστηριοποιείται στην Ευρωζώνη.

7 Οκτωβρίου: Η FED χορηγεί δάνεια ύψους $1,3 τρις σε επιχειρήσεις.

7 Οκτωβρίου: Η Bank of America ανακοινώνει έσοδα για το τρίτο τρίμηνο ύψους $1,2 δις, λιγότερα από τα προσδοκώμενα. Σε μία προσπάθεια να ξεπεράσει την πιστωτική κρίση, μειώνει τα μερίσματα στα μισά και ανακοινώνει ότι σχεδιάζει ν αυξήσει $10 δις το κεφάλαιό της.

8 Οκτωβρίου: Οι κεντρικές τράπεζες των ΗΠΑ, Αγγλίας, Κίνας, Καναδά, Σουηδίας, Switzerland και η ΕΚΤ μειώνουν τα επιτόκια σε μία προσπάθεια να ενδυναμώσουν την παγκόσμια οικονομία.

8 Οκτωβρίου: Η FED μειώνει τα επιτόκια για τα δάνεια έκτακτης ανάγκης στο 1,75%

10 Οκτωβρίου: Η Ιαπωνική εταιρεία Yamato Life δηλώνει πτώχευση. Το σύνολο των υποχρεώσεων της εταιρείας έφτανε τα $2,7 δις.

11 Οκτωβρίου: Οι G7, ύστερα από συνάντηση στην Ουάσιγκτον, αποφάσισαν να δράσουν συντονισμένα προκειμένου να αντιμετωπίσουν την πιστωτική κρίση και να γλυτώσουν την οικονομία από την ύφεση, παρόλα αυτά δεν συμφώνησα για το ακριβές σχέδιο το οποίο θα ακολουθούσαν.

13 Οκτωβρίου: Ο Γάλλος πρόεδρος Νικολά Σαρκοζί δεσμεύεται να χορηγήσει τις γαλλικές τράπεζες με 360 δις ευρώ. Το σχέδιο περιλαμβάνει 320 δις ευρώ ως ασφάλεια για τα χρέη των τραπεζών και 40 δις ευρώ χρηματοδότηση για αναδιάρθρωση της κεφαλαιακής δομής. Η γαλλική κυβέρνηση απαιτεί αλλαγές στην δομή του συστήματος πληρωμών και αμοιβών.

13 Οκτωβρίου: Η Ισπανική κυβέρνηση χορηγεί τις τράπεζες με 100 δις ευρώ.

13 Οκτωβρίου: Η κυβέρνηση της Αγγλίας ξεκινάει μια διαδικασία εθνικοποίησης, χορηγώντας με 37 δις λίρες τις τρεις μεγαλύτερες τράπεζες της Αγγλίας. Αποκτά

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

το μεγαλύτερο μερίδιο της Royal Bank of Scotland και πάνω από το 40% των Lloyds και HBOS. Οι τράπεζες από την μεριά τους συμφωνούν να ακυρώσουν τις πληρωμές μερισμάτων μέχρι τα δάνεια να αποπληρωθούν και να περιορίσουν τις αμοιβές των μεγάλων στελεχών.

13 Οκτωβρίου: Η ΕΚΤ προσπαθεί να αναζωογονήσει την αγορά των πιστώσεων παρέχοντας χρηματοδοτήσεις με επιτόκιο 3,75%. Ο πρόεδρος της ΕΚΤ, Jean-Claude Trichet, χαλάρωσε τα πρότυπα των εξασφαλίσεων προκειμένου οι τράπεζες να έχουν καλύτερη πρόσβαση στα διάφορα κεφάλαια.

13 Οκτωβρίου: Η κυβέρνηση της Ιταλίας εγγυάται την ασφάλεια των νέων ομολόγων των τραπεζών μέχρι το τέλος του 2009 και η τράπεζα της Ιταλίας χορηγεί, με γραμμάτια του δημοσίου ύψους 40 δις ευρώ, τις τράπεζες, προκειμένου να αναχρηματοδοτήσουν κατώτερους τίτλους, οι οποίοι δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως εξασφαλίσεις.

13 Οκτωβρίου: Η κυβέρνηση της Δανίας σε συνεργασία με άλλες χώρες της ευρωζώνης, ανακοινώνει ότι εγγυάται τον ενδοτραπεζικό δανεισμό ύψους 200 δις ευρώ. Η ανακοίνωση αυτή ακολουθείται από την δημιουργία ενός fund ύψους 20 δις ευρώ, το οποίο προορίζεται να βοηθήσει στην αναδιάρθρωση κεφαλαίων τις τράπεζες.

13 Οκτωβρίου: Η Γερμανία εγκρίνει σχέδιο για χορήγηση 500 δις ευρώ στην αγορά των πιστώσεων. Οι τράπεζες που δέχονται την χρηματοδότηση υποχρεούνται να περιορίσουν το ύψος των αμοιβών των υψηλόβαθμων στελεχών, τα bonus και τις πληρωμές των μερισμάτων.

14 Οκτωβρίου: Η κυβέρνηση στα Ηνωμένα Αραβικά Εμιράτα χορηγεί με $19 δις τις εγχώριες τράπεζες, το συνολικό ποσό βοήθειας ανέρχεται στα 32,7 δις δολάρια., επιπλέον, η κυβέρνηση εγγυήθηκε για την ασφάλεια των καταθέσεων.

14 Οκτωβρίου: Η Ιαπωνία ανακοινώνει σχέδιο για να βοηθήσει την σταθερότητα στην Ιαπωνική αγορά.

14 Οκτωβρίου: Το ισλανδικό χρηματιστήριο ξαναλειτουργεί, ύστερα από κλείσιμο 3 ημερών. Το άνοιγμα δεν περιλαμβάνει τις τρεις μεγαλύτερες Ισλανδικές τράπεζες οι οποίες είχαν κρατικοποιηθεί.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙ

ΣΧΕΔΙΟ ΝΟΜΟΥ

«ΕΝΙΣΧΥΣΗ ΤΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΠΤΩΣΕΩΝ ΤΗΣ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ»

Άρθρο 1

1. Ανώνυμες τραπεζικές εταιρίες που έχουν λάβει άδεια λειτουργίας από την Τράπεζα της Ελλάδος, ανεξαρτήτως αν οι κινητές αξίες τους είναι εισηγμένες σε οργανωμένες αγορές ή όχι, δύνανται να αυξάνουν το μετοχικό τους κεφάλαιο με την έκδοση προνομιούχων μετοχών. Η αύξηση αυτή γίνεται κατά παρέκκλιση των καταστατικών τους διατάξεων, με απόφαση της Γενικής Συνέλευσης των μετόχων που λαμβάνεται κατά τα προβλεπόμενα στην επόμενη παράγραφο, το αργότερο έως την 01.02.2009. Η απόφαση αυτή δεν ανακαλείται. Ως τιμή διάθεσης των ως άνω μετοχών ορίζεται η ονομαστική αξία των κοινών μετοχών της τελευταίας έκδοσης. Οι μετοχές αναλαμβάνονται μέχρι 31.12.2009 από το Ελληνικό Δημόσιο με απόφαση του Υπουργού Οικονομίας και Οικονομικών μετά από εισήγηση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος, ο οποίος εισηγείται με εποπτικά κριτήρια περί του ποσού που διατίθεται ανά τράπεζα για την ανάληψη των μετοχών του παρόντος άρθρου, εντός του συνολικώς διατιθεμένου από το Ελληνικό Δημόσιο ανωτάτου ποσού 5 δισεκατομμυρίων ευρώ.

Οι ως άνω προνομιούχες μετοχές εξαγοράζονται από την τράπεζα υποχρεωτικά, στην τιμή διάθεσης, μετά πάροδο πέντε ετών ή και προαιρετικά σε προγενέστερο χρόνο και πάντως μετά την 01.07.2009, με έγκριση της Τράπεζας της Ελλάδος.

Με απόφαση του Υπουργού Οικονομίας και Οικονομικών μετά από εισήγηση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος, οι προνομιούχες μετοχές που εκδίδονται σύμφωνα με τα ανωτέρω μετατρέπονται σε κοινές ή μετοχές άλλης υφιστάμενης κατά τον χρόνο της μετατροπής κατηγορίας, εφόσον δεν είναι δυνατή η κατά τα ως άνω εξαγορά λόγω του ότι δεν πληρούται ο δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας που θέτει η Τράπεζα της Ελλάδος.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Οι μετοχές εκδίδονται με δικαίωμα ψήφου στη Γενική Συνέλευση των προνομιούχων μετόχων και παρέχουν τα προνόμια της παραγράφου 3 του παρόντος.

Οι μετοχές αυτές δεν μεταβιβάζονται από το Ελληνικό Δημόσιο σε τρίτα πρόσωπα και δεν είναι δεκτικές εισαγωγής σε οργανωμένη αγορά.

2. Η απόφαση της Γενικής Συνέλευσης των μετόχων της παραγράφου 1, με την οποία προβλέπεται και η κατάργηση του δικαιώματος προτιμήσεως, λαμβάνεται με την απαρτία και πλειοψηφία των άρθρων 29 παράγραφοι 1 και 2 και 31 παράγραφος 1 του Κ.Ν. 2190/1920, όπως ισχύει.

Διατάξεις νόμων ή των καταστατικών των εταιρειών της παραγράφου 1 που θέτουν περιορισμούς ως προς τη σχέση προνομιούχων μετοχών προς κοινές μετοχές δεν ισχύουν.

Για τους σκοπούς του παρόντος η προθεσμία για τη σύγκληση της Γενικής Συνέλευσης και των επαναληπτικών αυτής, καθώς και για την υποβολή εγγράφων στις εποπτικές αρχές συντέμνεται στο ένα τρίτο των προθεσμιών που προβλέπονται στον Κ.Ν. 2190/1920.

3. Οι προνομιούχες μετοχές του παρόντος άρθρου παρέχουν δικαίωμα σταθερής απόδοσης 10% επί του εισφερομένου κεφαλαίου και έχουν τις εν γένει ιδιότητες βάσει των οποίων γίνονται δεκτές ως κύρια στοιχεία των βασικών ιδίων κεφαλαίων των πιστωτικών ιδρυμάτων, σύμφωνα με τις διατάξεις του ν. 3601/2007 και των κατ' εξουσιοδότηση αυτού εκδιδομένων αποφάσεων της Τράπεζας της Ελλάδος.

Οι προνομιούχες μετοχές του παρόντος άρθρου παρέχουν στο Ελληνικό Δημόσιο το δικαίωμα συμμετοχής στο Διοικητικό Συμβούλιο, μέσω εκπροσώπου του, που δύναται να ορίζεται ως πρόσθετο μέλος του Διοικητικού Συμβουλίου. Ο εκπρόσωπος αυτός έχει το δικαίωμα αρνησικυρίας στη λήψη οποιασδήποτε απόφασης σχετικής με την διανομή μερισμάτων και την πολιτική παροχών προς τον Πρόεδρο, τον Διευθύνοντα Σύμβουλο και τα λοιπά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου, καθώς και τους γενικούς διευθυντές και τους αναπληρωτές τους, εφόσον κρίνει ότι η απόφαση αυτή δύναται να θέσει σε κίνδυνο τα συμφέροντα των καταθετών ή να επηρεάσει ουσιωδώς τη φερεγγυότητα και την εύρυθμη λειτουργία της Τράπεζας. Σε κάθε περίπτωση οι ως άνω αποδοχές δεν μπορούν να υπερβαίνουν το σύνολο των αποδοχών του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος.

Οι πάσης φύσεως πρόσθετες απολαβές (bonus) των ιδίων προσώπων

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

καταργούνται για το χρονικό διάστημα εφαρμογής του παρόντος άρθρου. Κατά το ίδιο χρονικό διάστημα, η διανομή μερισμάτων στους μετόχους δεν μπορεί να υπερβεί το ποσοστό 35 % που προβλέπει ως ελάχιστο ποσοστό το άρθρο 3 παράγραφος 1 του α.ν. 148/1967 (ΦΕΚ Α' 173) όπως ισχύει. Ο ίδιος εκπρόσωπος παρίσταται στη Γενική Συνέλευση των κοινών μετόχων και έχει δικαίωμα αρνησικυρίας κατά τη συζήτηση και λήψη απόφασης για τα ίδια ως άνω θέματα

Ο εκπρόσωπος έχει ελεύθερη πρόσβαση στα βιβλία και στοιχεία της Τράπεζας για τους σκοπούς του παρόντος νόμου.

Σε περίπτωση εκκαθάρισης της τράπεζας, το Ελληνικό Δημόσιο ως μέτοχος ικανοποιείται από το προϊόν εκκαθάρισης προνομιακά έναντι όλων των άλλων μετόχων.

4. Οι διατάξεις των προηγουμένων παραγράφων εφαρμόζονται αναλόγως επί των συνεταιριστικών τραπεζών.

5. Συμπληρωματικώς προς τους όρους του παρόντος νόμου εφαρμόζονται οι διατάξεις του κ.ν. 2190/1920, του ν. 1667/1986 και της τραπεζικής νομοθεσίας.

6. Με απόφαση του Υπουργού Οικονομίας και Οικονομικών μετά από εισήγηση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος ρυθμίζονται οι όροι εφαρμογής του παρόντος άρθρου.

Άρθρο 2

1. Παρέχεται η εγγύηση του Ελληνικού Δημοσίου, μέχρι του συνολικού ποσού των 15 δισεκατομμυρίων Ευρώ, προς τα πιστωτικά ιδρύματα που έχουν λάβει άδεια λειτουργίας από την Τράπεζα της Ελλάδος, εφόσον καλύπτουν το δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας που θέτει η Τράπεζα της Ελλάδος, για δάνεια που θα συναφθούν μέχρι 31.12.2009 με ή χωρίς έκδοση τίτλων και θα έχουν διάρκεια από τρεις μήνες έως πέντε έτη. Η ανωτέρω εγγύηση παρέχεται έναντι προμήθειας ή και επαρκών, κατά την κρίση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος, εξασφαλίσεων. Το κατά περίπτωση ύψος της προμήθειας και το είδος των εξασφαλίσεων, καθώς και οι λοιποί όροι εφαρμογής του παρόντος άρθρου καθορίζονται με απόφαση του Υπουργού Οικονομίας και Οικονομικών, μετά από εισήγηση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος, ο οποίος εισηγείται με εποπτικά κριτήρια περί του ποσού της παρεχόμενης εγγυήσεως ανά Τράπεζα, εντός του συνολικώς διατιθεμένου από το Ελληνικό Δημόσιο ποσού.

2. Η κατά την παρ. 3 του προηγούμενου άρθρου συμμετοχή εκπροσώπου του Ελληνικού Δημοσίου στο Διοικητικό Συμβούλιο των πιστωτικών ιδρυμάτων

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ισχύει και εν προκειμένω, με τα ίδια έννομα αποτελέσματα, μέχρι τη λήξη της παρεχόμενης εγγύησης.

Άρθρο 3

Ο Οργανισμός Διαχείρισης Δημοσίου Χρέους (Ο.Δ.ΔΗ.Χ.), δύναται να εκδίδει μέχρι 31.12.2009 τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου διάρκειας έως πέντε έτη μέχρι συνολικού ύψους 8 δισεκατομμυρίων ευρώ και να τους διαθέτει απευθείας στα πιστωτικά ιδρύματα που έχουν λάβει άδεια λειτουργίας από την Τράπεζα της Ελλάδος και εφόσον καλύπτουν το δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας που θέτει η Τράπεζα της Ελλάδος, έναντι σχετικής προμήθειας που καταβάλλουν τα εν λόγω ιδρύματα και επαρκών, κατά την κρίση της Τράπεζας της Ελλάδος, εξασφαλίσεων. Για τη διάθεση των τίτλων συνάπτονται διμερείς συμβάσεις, στη λήξη των οποίων οι τίτλοι επιστρέφονται και ακυρώνονται. Η διαδικασία διενέργειας της διάθεσης των τίτλων και οι όροι έκδοσης καθορίζονται με αποφάσεις του Υπουργού Οικονομίας και Οικονομικών. Στις ίδιες αποφάσεις καθορίζεται το ύψος της καταβαλλομένης προμήθειας και το είδος των εξασφαλίσεων, μετά από εισήγηση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος, ο οποίος εισηγείται με εποπτικά κριτήρια και για τον αριθμό των διατιθεμένων τίτλων ανά πιστωτικό ίδρυμα, εντός του συνολικώς διατιθεμένου από το Ελληνικό Δημόσιο ποσού.

Άρθρο 4

Με απόφαση του Υπουργού Οικονομίας και Οικονομικών μετά από εισήγηση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος είναι δυνατόν τα κονδύλια που διατίθενται από το Ελληνικό Δημόσιο για την εφαρμογή των άρθρων 2 και 3 του παρόντος νόμου να ανακατανέμονται ανά κατηγορία ρυθμίσεων αναλόγως της απορροφητικότητας και των εν γένει αναγκών που προκύπτουν, διατηρουμένου πάντως του ανωτάτου συνολικού ύψους των κονδυλίων αυτών στο ποσό των 23 δισεκατομμυρίων ευρώ.

Άρθρο 5

Τα πιστωτικά ιδρύματα στα οποία διατίθενται τίτλοι του Ελληνικού Δημοσίου κατά το άρθρο 3 του παρόντος οφείλουν να χρησιμοποιούν το προϊόν της ρευστοποίησης των τίτλων για χορήγηση δανείων στεγαστικών και προς μικρομεσαίες επιχειρήσεις με ανταγωνιστικούς όρους, η δε παρεχόμενη εγγύηση

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

κατά το άρθρο 2 δύναται να αφορά σε χορηγήσεις προς επιχειρήσεις ζωτικής σημασίας για την ανάπτυξη της χώρας.

Άρθρο 6

1. Προς εξασφάλιση δανείων ή πιστώσεων προς πιστωτικά ιδρύματα δύναται να παρέχεται υπέρ του Ελληνικού Δημοσίου ή της Τράπεζας της Ελλάδος ασφάλεια επί απαιτήσεων του δανειοδοτούμενου πιστωτικού ιδρύματος κατά τρίτων με μόνη τη σύμβαση μεταξύ του Ελληνικού Δημοσίου ή της Τράπεζας της Ελλάδος και του δανειοδοτούμενου πιστωτικού ιδρύματος. Με την επιφύλαξη του προηγούμενου εδαφίου και διατάξεων για την παροχή ασφάλειας επί αξιογράφων, η ασφάλεια συνιστάται έγκυρα κατά το χρόνο σύναψης της σχετικής σύμβασης και αντιτάσσεται έναντι παντός τρίτου χωρίς να απαιτείται οποιαδήποτε άλλη διατύπωση, όπως ιδίως αναγγελία στον οφειλέτη, επίδοση της δανειακής σύμβασης ή δημοσίευση κατά τις διατάξεις του ν. 2844/2000 ή άλλες διατάξεις της ισχύουσας νομοθεσίας.

2. Από την παροχή ασφάλειας κατά την προηγούμενη παράγραφο δεν θίγονται τυχόν δικαιώματα που τρίτοι είχαν αποκτήσει επί των απαιτήσεων έως και την ημέρα που προηγείται της σύναψης της κατά την προηγούμενη παράγραφο σύμβασης.

3. Σε περίπτωση μερικής ή ολικής είσπραξης από το δανειοδοτούμενο πιστωτικό ίδρυμα των απαιτήσεων, επί των οποίων παρέχεται ασφάλεια κατά τις διατάξεις του παρόντος άρθρου, το Ελληνικό Δημόσιο ή η Τράπεζα της Ελλάδος έχει αξίωση κατά του δανειοδοτούμενου πιστωτικού ιδρύματος προς απόδοση των εισπραχθέντων η οποία ικανοποιείται προνομιακά από την περιουσία του πιστωτικού ιδρύματος πριν από τη σειρά των απαιτήσεων που ορίζεται στην περίπτωση 3 του άρθρου 975 του ΚΠολΔ όπως ισχύει και πριν από τη διαίρεση κατά το άρθρο 977 του ΚΠολΔ.

4. Ως ασφάλεια στο πλαίσιο του άρθρου αυτού νοούνται ιδίως η ενεχύραση και η εκχώρηση απαιτήσεων.

΄Αρθρο 7

1**.** Συνιστάται Συμβούλιο Εποπτείας, υπό την προεδρία του Υπουργού Οικονομίας και Οικονομικών, με τη συμμετοχή του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος, του Υφυπουργού Οικονομίας και Οικονομικών αρμόδιου για το Γενικό Λογιστήριο του Κράτους και των εκπροσώπων του Δημοσίου στα Διοικητικά Συμβούλια των

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Τραπεζών που θα ενταχθούν στις διατάξεις του παρόντος νόμου. Το Συμβούλιο αυτό θα συνέρχεται μια φορά τον μήνα προκειμένου να συντονίζει την ορθή και αποτελεσματική εφαρμογή των διατάξεων του παρόντος νόμου και να διασφαλίζει ότι η δημιουργούμενη ρευστότητα θα χρησιμοποιηθεί προς όφελος των καταθετών, των δανειοληπτών και γενικότερα της ελληνικής οικονομίας. Οι αρμοδιότητες της Τράπεζας της Ελλάδος δεν θίγονται από τη σύσταση και λειτουργία του Συμβουλίου Εποπτείας. Με απόφαση του Υπουργού Οικονομίας και Οικονομικών ρυθμίζονται οι όροι και οι λεπτομέρειες εφαρμογής της παρούσας παραγράφου.

2. Σε περίπτωση παράβασης των προϋποθέσεων και των όρων υπό τους οποίους οι Τράπεζες θα υπαχθούν στις διατάξεις του παρόντος νόμου επιβάλλονται οι κυρώσεις που προβλέπονται από το άρθρο 55 Α του Καταστατικού της Τράπεζας της Ελλάδος καθώς και η μερική ή ολική ανάκληση των μέτρων ενίσχυσης της ρευστότητας που προβλέπονται στον παρόντα νόμο, με απόφαση του Υπουργού Οικονομίας και Οικονομικών μετά από εισήγηση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος.

Άρθρο 8

Οι διατάξεις του παρόντος νόμου ισχύουν από την κατάθεσή του στη Βουλή των Ελλήνων.

Αθήνα, Οκτωβρίου 2008

Ο ΥΠΟΥΡΓΟΣ

ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ

ΓΕΩΡΓΙΟΣ ΑΛΟΓΟΣΚΟΥΦΗΣ

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

I) ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ

- Ashcraft Adam, (2008), *<<Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit>>*, Federal Reserve Bank of New York, Staff Report no 318
- Bank for International Settlements, (2008), *<<The Housing Meltdown: Why did it happen in the United States? >>,* No 259.
- Barth J. Tong Li, Phumiwasana T. Yago G, (December 2007), *<<Perspectives on the Subprime Mortgage Market>>*, Milken Institute.
- Basel Committee on Banking Supervision, (April 2008), *<<Credit Risk Transfer, Developments from 2005 to 2007>>*
- Basel Committee on Banking Supervision, (March 2005) *<<Credit Risk Transfer>>*
- Belmont D, (2004), *<<Value Added Risk Management in Financial Institutions: Leveraging Basel II & Risk Adjusted Performance Measurement>>*, USA, Wiley J & Sons.
- Berry, Crum R.H., Waring R.E. and Alan, (1993) *<<Corporate Performance Evaluation in Bank Lending Decisions>>*, Cima.
- Bessis Joel, *<<Risk Management in Banking>>*, second edition.
- Blundell-Wignall Adrian, (2007), *<<Structured Products: Implications for Financial Markets>>*, OECD.
- Brunnermeier Markus, (2008), *<<Deciphering the 2007-08 Liquidity and Credit Crunch>>,* Journal of Economic Perspectives, Princeton University.
- Buiter Willem, (2008), *<<Central Banks and Financial Crises>>*.
- Buiter Willem, (2007), *<<Lessons from the 2007 financial crisis>>,* Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper Series no 6596.
- Calomiris Charles, Mason Joseph, (2002), *<<Fundamentals, Panics and Bank Distress during the Depression>>*.
- Calomiris Charles, Mason Joseph, (2000), *<<Causes of US Bank Distress during the Depression>>,* National Bureau of Economic Research, Working Paper No 7919.
- Carlson Mark, Mitchener Kris, (2005), *<<Branch Banking, Bank Competition and Financial Stability>>*, Finance and Economics Discussion Series,

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Division of Research and Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Washington D.C.

- Chari V. & Jagannathan Ravi, (2008), <<*Banking Panics, Information, and Rational Expectations Equilibrium*>> Wiley-Blackwell, American Finance Association.
- Chomsisengphet Souphala, Cross-Pennington Anthony, (2006), <<*The Evolution of the Subprime Mortgage Market*>>, Federal Reserve Bank of St. Louis.
- Clerk Laurent, (2008), <<*A Primer on the Subprime Crisis*>>, Banque de France, Occasional Paper No 4.
- Crouhy Michel, Galai Dan and Mark Robert, <<*Risk Management*>>.
- Crouhy G. Michel, Jarrow A. Robert, Turnbull M. Stuart, (2008), <<*The Subprime Credit Crisis of 07*>>.
- Demyanyk Yuliya, Hemert Van Otto, (2008), <<*Understanding the Subprime Mortgage Crisis*>>.
- DiMartino Danielle Duca John, (2007), <<*The Rise and fall of Subprime Mortgages*>> Federal Reserve Bank of Dallas.
- Direction Generale du Tresor et de la Politique Economique, (2008), <<*The Bursting of the house price bubble*>>, Tresor Economics, No 40.
- Direction Generale du Tresor et de la Politique Economique, (2007) <<*The Impact of the Housing Slowdown on US consumption*>>, Tresor Economics, No 25.
- Duffie Darrell, (2007), <<*Innovations in Credit Risk Transfer: Implications for Financial Stability*>>, Stanford University.
- Dwight M Jaffee, (2008), <<*The U.S. Subprime Mortgage Crisis: Issues Raised and Lessons Learned*>>, Working Paper No 28, Commission on Growth and Development.
- Edison Hali, Luangaram Pongsak, Miller Markus, (1998), <<*Asset Bubbles, Domino Effects and Lifeboats: Elements of the East Asian Crisis*>>, Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers No 606.
- Eichengreen Barry, (February 2008), << *Ten Questions about the Subprime Crisis*>> Banque de France, Financial Stability Review.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

- European Central Bank, (April 2008), *<<The Euro Area Bank Lending Survey>>*.
- European Central Bank, (2008), *<<How has CDO Market Pricing Changed during the Turmoil >>,* Working Paper Series No 910/June 2008.
- European Central Bank, (2007), *<<EU Banking Sector Stability>>*.
- Fabozzi J. Frank, (1999), *<<Subprime Consumer Lending>>* Fabozzi J. Frank Associates.
- Fabozzi J. Frank, *<<Valuation of Fixed Income Securities and Derivatives>>*, 3rd edition.
- Financial Stability Forum, (April 2008), *<<Credit Risk Transfer>>*.
- Financial Stability Forum, (April 2008), *<<Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience>>*.
- Financial Stability Forum, (2008), *<<Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience>>*.
- Gavin Michael, Hausmann Ricardo, (1998), *<<The Roots of Banking Crises: The Macroeconomic Context>>,* Office of the Chief Economist Inter-American Development Bank.
- Giovanni dell'Ariccia, Igan Deniz and Luc Laeven, (2008) *<<Credit Booms and Lending Standards: Evidence from the Subprime Mortgage Market>>,* IMF Working Paper 08/106.
- Golin J. (1996), *<< The Bank Credit Analysis Handbook>>*Wiley J & Sons.
- Gorton Gary, Ping He, (2007), *<<Bank Credit Cycles>>*.
- Holliwell John, *<<The Financial Risk Manual>>*, financial times. Pitman Publishing.
- Hui Tong and Shang-Jin Wei, (July 2008), *<<Real Effects of the Subprime Mortgage Crisis: Is it a Demand or a Finance Shock? >>* IMF Working Paper 08/186.
- Hull C. John, *<<Options, Futures and Other Derivatives>>*, fourth edition, international edition.
- Hunter William, Kaufman George, Pomerleano Michael, <<Asset Price Bubbles. The Implications for Monetary, Regulatory & International Policies>>.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

- IOSCO, (2008), <<*The Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance Markets*>>.
- IOSCO, (2008), <<*Report on the Subprime Crisis*>>.
- Irwin/Mc Graw-Hill (1999) <<*Commercial Bank Management*>>.
- Jarocinski Marek, Smets Frank, (2008), <<*House Prices and the Stance of Monetary Policy*>>, European Central Bank, Working Paper Series no 891.
- Jorion Philippe, << *Value at Risk*>>, second edition.
- Journal of Economics and Business. Michelle Davis, Anthony Pennington-cross, 2008, <<*The Delinquency of Subprime Mortgages*>>, p.67-90.
- Journal of Economics and Business. Clifford V Rossi, (1998), <<*Mortgage Banking Cost Structure: Resolving an Enigma*>>, p.219-234.
- Journal of Economics and Business. Morgan J Rose, (2008), <<*Predatory Lending Practises and Subprime Foreclosures. Distinguishing Impacts by Loan Category*>>, p.13-32.
- Journal of Urban Economics, Haughwout, Peach, Tracy, (18 July 2008), <<*Juvenile Delinquent Mortgages, Bad Credit or Bad Economy*>>.
- Journal of Urban Economics, Glaeser, Gyourko, Saiz, (16 July 2008), <<*Housing Supply and Housing Bubbles*>>.
- Journal of Urban Economics, Daniel P McMillen. <<*Changes in the Distribution of House pricing over time: Structural Characteristics, Neighborhood or Coefficients? >>*.
- Journal of Urban Economics, Takashi Yamashita, (2007), <<*House Price Appreciation, Liquidity constraints and second Mortgages*>>, p424-440.
- Journal of Urban Economics, Blackburn, Vermilyea, (2007), <<*The Role of Information Externalities and Scale Economies in Home Mortgage Lending Decisions*>>, p.71-85.
- Journal of Housing Economics, Veronica Cacdac Warnock, Francis Warnock, (2008), <<*Markets and Housing Finance*>>.
- Katalina Bianco, J.D., CCH Writer Analyst, CCH Federal Banking Law Reporter, CCH Mortgage Compliance Guide and Bank Digest, <<*The Subprime Lending Crisis: Causes and Effects of the Mortgage Meltdown*>>

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

- Kiff John & Mills Paul, (2007), *<<Money for Nothing and Checks for Free: Recent Developments in US Subprime Mortgage Markets>>* IMF Working Paper 07/188.
- Kiraly Julia, Nagy Marton, Szabo Viktor, (2008), *<<Contagion and the Beginning of the Crisis-pre-Lehman period>>,* Magyar Nemzeti Bank, Occasional Papers, 76.
- Keys B, Mukherjee T, Seru A, Vig V, (2008), *<<Did Securitization Lead to Lax Screening? Evidence from Subprime Loans>>*.
- Koch, Timothy W, MacDonald S Scott, (2000) *<<Bank Management>>*, Dryden.
- Krahen Jan, Wilde Christian, (2008), *<<Risk Transfer with CDOs>>*.
- Kupiec Paul, (2006), *<<Basel II and Financial Stability>>,* Reserve Bank of New Zealand.
- Lim Michael Mah–Hui, (April 2008), *<<Old Wine in a new Bottle: Subprime Mortgage Crisis-Causes and Consequences>>*, The Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper no 532.
- Mian Atif, Sufi Amir, (May 2008), *<<The consequences of Mortgage Credit Expansion: evidence from the 2007 Mortgage Default Crisis>>*.
- Morrison A. & White L.(2002), *<<Crises and Capital Requirements in Banking>>*.
- Nadauld Taylor, Sherlund Shane, (2008), *<< The Role of Securitization Process in the Expansion of Subprime Credit>>*.
- Nathaniel Frank, Brenda Gonzalez-Hermosillo, Heiko Hesse, (2008), *<<Transmission of Liquidity Shocks: Evidence from the 2007 Subprime Crisis>>,* IMF Working Paper 08/200.
- Oren Bar-Gill, Warren Elizabeth, (2008), *<<Making Credit Safer>>,* Law and Economics Research Paper Series, Working Paper No 08-27, New York University School of Law.
- Panagopoulos Yannis, Prodromos Vlamis, (June 2008) *<< Bank Lending, Real Estate Bubbles and Basel II >>*, University of Cambridge, Oxford Business and Economics Conference Program.
- Piskorski Tomasz, Tchistyi Alexei,(2008) *<<Stochastic House Appreciation and Optimal Mortgage Lending>>*.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

- Rothbard Murray,(2000), *<<America's Great Depression>>,* MISES Institute, Fifth Edition.
- Sabry Faten, Schopflocher Thomas, (2007), *<< The Subprime Meltdown: A Primer>>,* NERA, Economic Consulting.
- Saunders Antony and Cornett Millon Marcia*<<Financial Institutions Management>>*, 4th edition.
- Saunders Antony and Allen Linda, (1999), *<<Credit Risk Management>>*, second edition. Wiley finance.
- Tavakoli, Janet M.(1998) *<<Credit Derivatives>>* New York, Wiley.
- Thomas, Edelman, David, Crook, and Jonathan,(2004) *<<Reading in Credit Scoring>>*, Oxford.
- Wells R, (2004), *<<Global Credit Management>>*, John Willey & Sons Ltd, W. Sussex.
- Whalen Christopher, (2008), *<<The Subprime Crisis-Cause, Effect and Consequences>>,* Networks Financial Institute, Indiana State University.
- World Economic Forum, (January 2008), *<< A Global Risk Network Report>>*.
- World Economic and Financial Surveys, Global Financial Stability Report, (October 2008), *<<Financial Stress and Deleveraging, Microfinancial Implications and Policy>>*, International Monetary Fund.
- World Economic and Financial Surveys, Global Financial Stability Report, (April 2007), *<<Market Developments and Issues>>*, International Monetary Fund.
- World Economic and Financial Surveys, Global Financial Stability Report, (April, 2008), *<<Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness>>*, International Monetary Fund.
- World Economic and Financial Surveys, Regional Economic Outlook, (April 2008), *<<Europe, Reassessing Risks>>*, International Monetary Fund.
- World Economic and Financial Surveys, World Economic Outlook, *<<Financial Stress, Downturns and Recoveries>>,* International Monetary Fund.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

- World Economic and Financial Surveys, Global Financial Stability Report, (October 2007), <<*Financial Market Turbulence, Causes, Consequences and Policies*>>, International Monetary Fund.
- World Economic and Financial Surveys, World Economic Outlook, (April 2008), << *Housing and the Business Cycle* >>, International Monetary Fund.
- World Economic and Financial Surveys, Regional Economic Outlook, (April 2008), <<*Europe, Reassessing Risks*>>, International Monetary Fund.
- Zywicki Todd, Adamson Joseph, (2008), <<*The Law & Economics of Subprime Lending*>>, George Mason University Law and Economics.

II) **ΕΛΛΗΝΙΚΗ**

- Ελληνική Ένωση Τραπεζών, (Ιούλιος 2008), <<*Η Συμβολή του Τραπεζικού Συστήματος στην Ελληνική Οικονομία*>>.
- Επιτροπή των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων, Πράσινο Βιβλίο, (19-7-2005), <<*Για την Ενυπόθηκη πίστη στην Ε.Ε.*>>, Βρυξέλλες.
- Επιτροπή των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων, Λευκή Βίβλος, (18-12-2007), <<*Για την Ολοκλήρωση των Αγορών Ενυπόθηκης πίστης στην Ε.Ε.*>>, Βρυξέλλες.
- Ίδρυμα Οικονομικών & Βιομηχανικών Ερευνών, (Σεπτέμβριος 2008), <<*Η Ελληνική Οικονομία*>>, Τριμηνιαία Έκθεση, Αρ τεύχους 53.
- Ίδρυμα Οικονομικών & Βιομηχανικών Ερευνών, (Νοέμβριος 2008), <<*Αποτελέσματα Ερευνών Οικονομικής Συγκυρίας*>>.
- Κεντρική Τράπεζα της Ελλάδας, (19 Μαΐου 2008), Έρευνα με τίτλο <<*Δανεισμός και χρηματοοικονομική πίεση στα νοικοκυριά: Αποτελέσματα από τη Δειγματοληπτική Έρευνα του 2007*>>.
- Σαπουντζόγλου Γ. και Πεντότης Χαράλαμπος, (2006) <<*Τραπεζική Θεωρία και Πρακτική*>>, Αθήνα, Εκδόσεις Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών.
- Σχέδιο Νόμου, << *Ενίσχυση της Ρευστότητας της Οικονομίας για την Αντιμετώπιση των Επιπτώσεων της Διεθνούς Χρηματοπιστωτικής Κρίσης*>>.
- Τράπεζα της Ελλάδος, (2008), << *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2007*>>, Αθήνα.
- Τράπεζα της Ελλάδος, (Οκτώβριος 2008), <<*Νομισματική Πολιτική, Ενδιάμεση έκθεση 2008*>>.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ