



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

**ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ
ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ**

**ΜΠΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ
ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ**

Διπλωματική Εργασία

**Κυβερνητικές εγγυήσεις & βαθμοί πιστοληπτικής
ικανότητας τραπεζών**

**Άννα Μπαρμπούνη
ΜΧΡΗ 0912**

Επιβλέπων καθηγητής: Άγγελος Α. Αντζουλάτος

Μέλη Επιτροπής:

Γ. Διακογιάννης

Ν. Κουρογένης

ΠΕΙΡΑΙΑΣ 2011

Περίληψη Πτυχιακής Εργασίας

Σκοπός της παρούσας πτυχιακής είναι να μελετηθεί κατά πόσο οι κυβερνητικές εγγυήσεις, ενισχύουν το κλίμα διαφωνίας μεταξύ των οίκων αξιολόγησης, σχετικά με τις βαθμολογίες των τραπεζών.

Παράλληλα ελέγχεται η επίδραση και άλλων μικρο και μακροοικονομικών παραγόντων στη δημιουργία των “Split Ratings”. Οι μικροοικονομικοί παράγοντες αντικατοπτρίζονται σε επιλεγμένους αριθμοδείκτες των τραπεζών. Ενώ, ως υποκατάστατα για τους μακροοικονομικούς παράγοντες χρησιμοποιούνται οι βαθμολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας των κυβερνήσεων, καθώς και δείκτες που σχετίζονται με τις τιμές των κρατικών ομολόγων, ή δείκτες που σχετίζονται με τις προβλέψεις μακροοικονομικών μεγεθών των κρατών της ευρωζώνης.

Ειδικότερα, για την περίοδο μετά την πρόσφατη χρηματοοικονομική κρίση, γίνεται προσπάθεια να αναλυθεί κατά πόσο οι κυβερνητικές εγγυήσεις για υποστήριξη των τραπεζών, προκαλούν αβεβαιότητα στις προβλέψεις των οίκων αξιολόγησης, με αποτέλεσμα τη δημιουργία των “Split Ratings”.

Αρχικά πραγματοποιείται μία εισαγωγή στην τραπεζική θεωρία, που σχετίζεται με βασικές αρχές του χρηματοοικονομικού συστήματος, με θέματα ασύμμετρης πληροφόρησης και θέματα λειτουργίας των τραπεζών.

Στη συνέχεια αναλύεται η διαδικασία δημιουργίας των χρηματοοικονομικών κρίσεων. Η θεωρητική ανάλυση ολοκληρώνεται με τη βιβλιογραφία που αφορά στη βιομηχανία των Credit Ratings.

Πραγματοποιήθηκε οικονομετρική ανάλυση σε δύο περιόδους, όπου χρησιμοποιήθηκαν αριθμοδείκτες εισηγμένων τραπεζών της ευρωζώνης από τη βάση δεδομένων Bankscope. Ενώ από τη Bloomberg, έγινε συλλογή των Credit Ratings των τραπεζών και των Sovereign Ratings. Από τη Datastream έγινε συλλογή των προβλέψεων του ελλείμματος/πλεονάσματος του προϋπολογισμού, του χρέους των χωρών και των τιμών των κρατικών ομολόγων.

Λέξεις Κλειδιά: κυβερνητικές εγγυήσεις, βαθμοί πιστοληπτικής ικανότητας, τράπεζες, οίκοι αξιολόγησης, Split Ratings, Credit Ratings.

Περιεχόμενα

ΠΕΡΙΛΗΨΗ ΠΤΥΧΙΑΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ	2
ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ.....	3
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1	
ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ.....	4
Εισαγωγή.....	4
Θεωρία Διαμεσολάβησης.....	5
Ασύμμετρη Πληροφόρηση.....	6
Βασικές Αρχές του Θεσμικού Πλαισίου.....	10
Καταπίεση του Χρηματοοικονομικού Συστήματος	13
Απελευθέρωση του Χρηματοοικονομικού Συστήματος.....	16
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2	
ΤΡΑΠΕΖΕΣ.....	18
Αποτίμηση Τραπεζών.....	18
Αδιαφάνεια των Τραπεζών.....	20
Μέτρα Αντιμετώπισης της Αδιαφάνειας	22
Αριθμοδείκτες.....	23
Αβεβαιότητα και Τραπεζικό Σύστημα.....	24
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3	
Η ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΤΩΝ CREDIT RATINGS	29
Εισαγωγή.....	29
Ιστορική Αναδρομή.....	29
Διαδικασία Αξιολόγησης και Αυτόκλητες Αξιολογήσεις.....	33
Αξιοπιστία των Αξιολογήσεων.....	34
Προσδιορισμός των NRSROs.....	36
Οίκοι Αξιολόγησης και Κανονισμοί Προληπτικής Εποπτείας.....	37
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4	
ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΤΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΕΩΝ.....	40
Αξιολογήσεις Κρατών.....	40
Η Επίδραση των Κυβερνητικών Εγγυήσεων στις Αξιολογήσεις.....	44
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5	
ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ.....	51
Σκοπός.....	51
Επεξηγηματικές μεταβλητές των Split Ratings.....	52
Ορισμός Μοντέλου Παλινδρόμησης.....	54
Δεδομένα	58
Αποτελέσματα.....	59
Συμπεράσματα	65
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ	66
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	72

Κεφάλαιο 1

Το Χρηματοοικονομικό Σύστημα

Οι χρηματαγορές και οι χρηματοοικονομικοί διαμεσολαβητές συνθέτουν το χρηματοοικονομικό σύστημα, το οποίο έχει σκοπό την προώθηση της οικονομικής ανάπτυξης. Κύρια λειτουργία του είναι η μεταφορά κεφαλαίων από τους έχοντες πλεόνασμα, σε εκείνους που επιθυμούν την εκμετάλλευση νέων επενδυτικών ευκαιριών και έχουν ανάγκη από κεφάλαια. Προκειμένου να μελετηθούν οι επιπτώσεις των τραπεζικών ιδρυμάτων (ως κύριοι οργανισμοί χρηματοοικονομικής διαμεσολάβησης) αλλά και των χρηματαγορών στην οικονομία, κρίνεται σημαντική η κατανόηση της γενικής δομής, της λειτουργίας και των διαδικασιών ρύθμισης του χρηματοοικονομικού συστήματος.

Εισαγωγή

Η δομή του χρηματοοικονομικού συστήματος στηρίζεται σε δύο κανάλια, αυτό της άμεσης και εκείνο της έμμεσης χρηματοδότησης. Η άμεση περιλαμβάνει τις αγορές Χρήματος για βραχυπρόθεσμες χρηματοδοτήσεις, και Κεφαλαίων για μακροπρόθεσμες (κυρίως χρηματιστήρια, αγορές ομολόγων και αγορές παραγώγων αξιογράφων). Η έμμεση χρηματοδότηση περιλαμβάνει τις δραστηριότητες των τραπεζών και των άλλων οργανισμών διαμεσολάβησης.

Η χρηματοοικονομική δομή διαμορφώνεται βάσει οκτώ βασικών χαρακτηριστικών. Συγκεκριμένα, ανεξάρτητα με την εμμονή των τελευταίων ετών για την ανάπτυξη του χρηματιστηρίου τόσο στην Ελλάδα όσο και διεθνώς, η έκδοση μετοχών δεν αποτελεί τη σπουδαιότερη μορφή εξωτερικής χρηματοδότησης των εταιρειών και γενικότερα η κάλυψη των δραστηριοτήτων τους δεν γίνεται τόσο με κεφάλαια που προέρχονται από άμεση χρηματοδότηση όπως η έκδοση ομολογιών και μετοχών από αυτές.

Ακόμα βασική πηγή άντλησης δανειακών κεφαλαίων αποτελεί όχι η άμεση χρηματοδότηση όπως ίσως είναι διαδεδομένο, αλλά η έμμεση, μέσω των εμπορικών τραπεζών (και δευτερευόντως άλλων διαμεσολαβητών όπως ασφαλιστικές εταιρείες αμοιβαία κεφάλαια, εξειδικευμένες εταιρίες χρηματοδοτήσεων κλπ), αυτό συμβαίνει κυρίως γιατί ελάχιστες επιχειρήσεις έχουν δυνατότητα έκδοσης εμπορεύσιμων τίτλων για τη χρηματοδότησή τους.

Ένα άλλο χαρακτηριστικό είναι ότι το θεσμικό πλαίσιο του χρηματοοικονομικού συστήματος θεωρείται ιδιαίτερως αυστηρό και περιοριστικό

αφού οι εταιρείες υποχρεούνται να παρέχουν πληθώρα στοιχείων στις εποπτικές αρχές, και ως εκ τούτου, είναι δύσκολο να αποκρύψουν πιθανή δυσμενή οικονομική κατάσταση με σκοπό την εξαπάτηση των χρηματοδοτών τους.

Επίσης για την χορήγηση δανείων σε επιχειρήσεις και όχι μόνο σε νοικοκυριά, είναι πολύ διαδεδομένη η χρήση περιουσιακών στοιχείων ως ενέχυρο, σε περίπτωση μη εξυπηρέτησης των δανείων. Σκοπός του αυστηρού θεσμικού πλαισίου είναι να περιορίσει παράνομες δραστηριότητες των εταιρειών που θα έβλεπαν τους χρηματοδότες των.

Θεωρία Διαμεσολάβησης

Για να μπορούν να γίνουν κατανοητά τα παραπάνω παράδοξα θα πρέπει να λάβουμε υπόψη ότι το χρηματοοικονομικό σύστημα υπάρχει γιατί οι συναλλαγές μέσω αυτού είναι αποτελεσματικότερες και συνεπώς όλα τα σχετικά κόστη (κυρίως κόστη συναλλαγών και πληροφόρησης), ελαχιστοποιούνται ώστε να επιτυγχάνεται η χρηματοδότηση. Ουσιαστικά οι τράπεζες, οι αγορές ομολόγων και τα χρηματιστήρια μειώνουν τα κόστη λόγω των οικονομιών κλίμακας τις οποίες επιτυγχάνουν. Εδώ προστίθενται και οι οικονομίες φάσματος, που προέρχονται από την παροχή επιπρόσθετων υπηρεσιών στους χρηματοδότες και τους χρηματοδοτούμενους.

Ακόμα με το να συγκεντρώνονται κεφάλαια από πολλούς και μικρούς επενδυτές σε μία «δεξαμενή» (πχ. τράπεζα), το χρηματοοικονομικό σύστημα καθιστά εφικτή τη χρηματοδότηση μεγάλων επενδύσεων, που διαφορετικά θα ήταν δύσκολο να πραγματοποιηθούν.

Από την άλλη επιτρέπει την υποδιαίρεση της συμμετοχής σε μία επιχείρηση και μέσω αυτής, τη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου των επενδυτών.

Συνάμα μέσω τον διαμεσολαβητών μειώνεται ο κίνδυνος των αντισυμβαλλομένων.

Μία επιπλέον συμβολή στην αποτελεσματικότητα των συναλλαγών είναι και η υπερπήδηση τεχνικών εμποδίων, τα οποία είναι αποτέλεσμα του θεσμικού πλαισίου, για παράδειγμα τα παράλληλα δάνεια είναι η λύση ώστε να αποφευχθεί η διασυνοριακή μεταφορά χρημάτων και ως εκ τούτου η φορολόγηση αυτών. Τέλος το χρηματοοικονομικό σύστημα επιτυγχάνει την μετάδοση της νομισματικής πολιτικής στην πραγματική οικονομία μέσω των επιτοκίων και των πιστώσεων, τα οποία σχετίζονται με το τραπεζικό σύστημα.

Οι αγορές δεν μπορεί να είναι αποτελεσματικές αν οι συναλλασσόμενοι δεν έχουν πρόσβαση σε ένα ανεπτυγμένο και αξιόπιστο σύστημα πληροφόρησης.

Ο ρόλος της διαμεσολάβησης του χρηματοοικονομικού συστήματος, είναι σημαντικός για την παραγωγή και τη διάχυση της πληροφόρησης στην επενδυτική κοινότητα. Όμως η πληροφορία έχει αξία όταν συνδυάζεται με τους κατάλληλους μηχανισμούς έλεγχου. Με την ενίσχυση τέτοιων μηχανισμών επιτυγχάνεται μείωση του κόστους συλλογής πληροφοριών καθώς και μείωση των απαιτούμενων πληροφοριών στο σύνολό τους.

Για παράδειγμα η διεξαγωγή ελέγχου για ορθότερη επιλογή δανειζομένου ενέχει κόστος το οποίο επιβαρύνει τους τελευταίους με υψηλότερο επιτόκιο. Το υψηλό επιτόκιο όμως, αποτρέπει τους καλούς δανειστές και προσελκύει περισσότερο αυτούς με υψηλότερο κίνδυνο.

Αφού λοιπόν ο έλεγχος και η παρακολούθηση είναι διαδικασίες τον οποίων το κόστος είναι απαγορευτικό σε επίπεδο ενός ιδιώτη που επιθυμεί να δανείσει κεφάλαια, περιλαμβάνονται στις δραστηριότητες των τραπεζών και άλλων θεσμικών επενδυτών όπως συνταξιοδοτικά ταμεία, αμοιβαία κεφάλαια και ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια. Όλα τα παραπάνω αποτελούν οργανισμούς διαμεσολάβησης, που μειώνουν σημαντικά το κόστος.

Ασύμμετρη Πληροφόρηση

Το χρηματοοικονομικό σύστημα υπάρχει και γιατί βοηθά στη μετρίαση των προβλημάτων που δημιουργεί η ασύμμετρη πληροφόρηση. Αυτή προκύπτει σε μία συναλλαγή όταν ο ένας αντισυμβαλλόμενος έχει ελλιπή πληροφόρηση σχετικά με τα χαρακτηριστικά του άλλου αντισυμβαλλόμενου, γεγονός που καθιστά δύσκολη την ορθή επιλογή του πρώτου και έτσι παρουσιάζονται δύο προβλήματα.

Το πρώτο λαμβάνει χώρα πριν την απόφαση για χρηματοδότηση και είναι η αντίθετη επιλογή, και το δεύτερο εμφανίζεται μετά και ονομάζεται ηθικός κίνδυνος.

Στη συνέχεια θα εξεταστεί το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης χρησιμοποιώντας το παράδειγμα μίας τράπεζας η οποία διαπραγματεύεται τη χορήγηση δανείου σε κάποια εταιρεία. Πριν την απόφαση για χρηματοδότηση, η τράπεζα δεν γνωρίζει αν η αιτούμενη τη χρηματοδότηση εταιρεία είναι υψηλού ή χαμηλού κινδύνου ώστε να χρεώσει υψηλό ή αντίστοιχα χαμηλό επιτόκιο, οπότε για να προφυλαχθεί, χρεώνει υψηλό επιτόκιο. Όμως το υψηλό επιτόκιο καθιστά

ασύμφορη τη χρηματοδότηση των χαμηλού κινδύνου «καλών» εταιρειών, οι οποίες δεν μπορούν να εκμεταλλευτούν τις εκάστοτε επενδυτικές ευκαιρίες.

Από την άλλη, μόνο οι υψηλού κινδύνου εταιρείες είναι πρόθυμες να δανειστούν, ακόμα και με υψηλό επιτόκιο αφού διακινδυνεύουν ξένα χρήματα.

Για τούτο, το πρόβλημα της αντιθέτου επιλογής αποτελεί την ουσιαστικότερη εξήγηση στην περίπτωση της άρνησης χορήγησης ενός δανείου. Οι τράπεζες γνωρίζουν πως υπάρχει ένα ανώτατο όριο επιτοκίου, πέραν του οποίου (ακόμα και αν υπάρχουν υποψήφιοι δανειζόμενοι που είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν προκειμένου να αντλήσουν κεφάλαια), ο δανεισμός καθίσταται επιζήμιος αφού αυξάνεται κατά πολύ η πιθανότητα μη αποπληρωμής του αρχικού κεφαλαίου.

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΔΑΝΕΙΟΥ

p = Πιθανότητα πλήρους αποπληρωμής

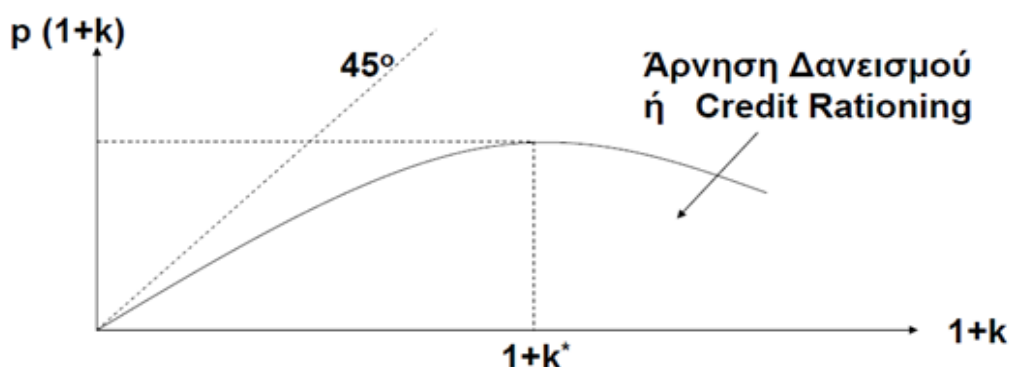
$1-p$ = Πιθανότητα μηδενικής αποπληρωμής

Αναμενόμενη μικτή απόδοση: $E(1+r) = p(1+k) + (1-p)0 = p(1+k)$

Ο διαχειριστής πρέπει να:

1. Θέσει το k αρκετά υψηλό ώστε να αντισταθμίσει την απώλεια από την πιθανότητα χρεοκοπίας
2. Αναγνωρίσει ότι υψηλά k μειώνουν την πιθανότητα πλήρους αποπληρωμής p , καθώς σπρώχνουν το δανειζόμενο να στραφεί σε επενδύσεις υψηλού κινδύνου.

Διάγραμμα 1



Αν $k_t > k^* \rightarrow$ Άρνηση δανεισμού προς την εταιρεία L .

Πηγή: Χαρδούβελης Γκίκας, Σημειώσεις

Συνεπώς οι χαμηλού κινδύνου εταιρείες έχουν κίνητρο να προσδιορίσουν εαυτές είτε κοινοποιώντας πληροφορίες στις οποίες οι ενδιαφερόμενοι δεν έχουν πρόσβαση είτε κάνοντας χρήση εμπράγματων εγγυήσεων.

Παρόλα αυτά, οι καλές εταιρείες δεν μπορούν εύκολα να ξεχωρίσουν, ώστε να επιτύχουν χρηματοδότηση με κόστος ανάλογο του επιχειρηματικού τους κινδύνου και αυτό έχει ως αποτέλεσμα τη μικρότερη συνολική παραγωγή και ανάπτυξη στην οικονομία καθώς και το «κλείσιμο» της αγοράς.

Ο ηθικός κίνδυνος εμφανίζεται μετά τη συναλλαγή. Συγκεκριμένα η δανειζόμενη εταιρεία ύστερα από την εκταμίευση των χρημάτων, έχει κίνητρο να προβεί σε δραστηριότητες, που ενώ αυξάνουν τον προσωπικό της πλούτο, μειώνουν την πιθανότητα εξυπηρέτησεως του δανείου, με αποτέλεσμα να δημιουργείται πρόβλημα «ηθικού κινδύνου».

Τέτοιες μπορεί να είναι η ενασχόληση με υψηλότερου κινδύνου δραστηριότητες οι οποίες υπόσχονται μεγαλύτερη απόδοση αλλά με μικρότερη πιθανότητα επιτυχίας. Ακόμα ενδέχεται η εταιρεία να μην καταβάλει αρκετή προσπάθεια για την επιτυχία της επένδυσης, ή ακόμα και να περιορίζεται απλά στην κατάχρηση των χρημάτων του δανείου.

Από τα παραπάνω διαπιστώνεται όχι μόνο το κίνητρο των χαμηλού κινδύνου εταιρειών να προσδιορίσουν εαυτές, αλλά και το κίνητρο των υψηλού κινδύνου εταιρειών να παρουσιαστούν στον εν δυνάμει χρηματοδότη τους, ως χαμηλού κινδύνου, με συνέπεια οι «καλές» εταιρείες να μην μπορούν να προσδιοριστούν με αξιοπιστία.

Ως αποτέλεσμα της ασύμμετρης πληροφόρησης, εταιρείες χαμηλού κινδύνου ενδεχομένως να μην έχουν πρόσβαση στη χρηματοδότηση για την υλοποίηση εξαιρετικών επενδυτικών σχεδίων, γεγονός που λειτουργεί εις βάρος της οικονομικής αναπτύξεως.

Λόγω της ασύμμετρης πληροφόρησης προτιμάται η εξωτερική χρηματοδότηση (μέσω δανεισμού), από την άμεση χρηματοδότηση (μέσω της έκδοσης νέου μετοχικού κεφαλαίου ή ομολογιών). Επίσης ανάμεσα στα δύο τελευταία προτιμάται η χρηματοδότηση μέσω ομολογιών παρά μέσω μετοχών, αυτό μπορεί να εξηγηθεί από το γεγονός ότι η έκδοση μετοχών καθιστά την αγορά καχύποπτη απέναντι στον εκδότη, διότι θεωρεί πως αν η μελλοντική κερδοφορία

ήταν δεδομένη, οι υφιστάμενοι μέτοχοι δεν θα ήταν διατεθειμένοι να μοιραστούν τα κέρδη τους με καινούριους μετόχους.

Τις επιπτώσεις της ασύμμετρης πληροφόρησης μέσω του προβλήματος της αντίθετης επιλογής, εξηγεί και το υπόδειγμα του George Akerlof (1970) με το γνωστό "Lemons Problem". Ο τίτλος παραπέμπει στην αγορά μεταχειρισμένων αυτοκινήτων και το πρόβλημα που δημιουργεί ένα «κακό» αυτοκίνητο σε αυτή την αγορά.

Παρόλα αυτά το χρηματοοικονομικό σύστημα διαθέτει εργαλεία για την επίλυση εν μέρει των προβλημάτων που δημιουργεί η ασύμμετρη πληροφόρηση, όπως λόγου χάρη η παραγωγή και πώληση πληροφοριών από ιδιωτικές εταιρείες και χρηματοπιστωτικά ιδρύματα.

Βέβαια συμβαίνει συχνά, από τις πληροφορίες που οι ενδιαφερόμενοι αγοράζουν να επωφελούνται και άλλοι οι οποίοι δεν πληρώνουν γι' αυτές, οπότε δημιουργείται κίνητρο στους ενδιαφερόμενους να μην αγοράζουν την πληροφορία.

Ένα άλλο εργαλείο είναι ο ίδιος ο ρόλος των αναλυτών, των οργανισμών διαμεσολάβησης, (κυρίως των τραπεζών) και γενικότερα των συμμετεχόντων στο χρηματοοικονομικό σύστημα. Αυτοί διαθέτουν την απαραίτητη τεχνογνωσία.

Επίσης επιλέγεται η χορήγηση βραχυπρόθεσμων έναντι μακροπρόθεσμων δανείων, προκειμένου να επιταχυνθούν οι πληρωμές σε περίπτωση που κάποιο συμβόλαιο δανεισμού παραβιαστεί.

Τέλος συνιστάται η χορήγηση δανείων με εμπράγματα εγγυήσεις έναντι δανείων χωρίς εξασφάλιση. Όταν ο χρηματοδοτούμενος χρησιμοποιεί κάποιο ενέχυρο ως εγγύηση για την αποπληρωμή του δανείου, υπάρχει μεγάλη πιθανότητα να αποφύγει το πρόβλημα ηθικού κινδύνου και να αποπληρώσει το δάνειο στο σύνολό του.

Από την άλλη και ο χρηματοδότης ενδεχομένως να μην προβεί σε δυσμενείς επιλογές, και επιβολή ληστρικών επιτοκίων στο δανειζόμενο, αφού όσο αυξάνεται η αξία του ενέχυρου τείνει να μειώνεται η επιπλέον απόδοση που απαιτεί ο χρηματοδότης προκειμένου να δανείσει τα κεφάλαιά του.

Ένα επιπλέον εργαλείο για την αντιμετώπιση των προβλημάτων της ασύμμετρης πληροφόρησης είναι το θεσμικό πλαίσιο, το οποίο επιτάσσει την αύξηση της πληροφόρησης, μέσω της δημοσιοποίησης αξιόπιστων λογιστικών στοιχείων.

Βασικές Αρχές του Θεσμικού Πλαισίου

Η αποτελεσματική λειτουργία του χρηματοοικονομικού συστήματος στηρίζεται στους κανόνες δικαίου που το πλαισιώνουν. Το θεσμικό πλαίσιο ρυθμίζει τη σχέση των επενδυτών και των άλλων ενδιαφερομένων με την εταιρεία και επηρεάζει τις αγορές μέσω τεσσάρων καναλιών: των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας, των συμβολαίων, των κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης και μέσω ρυθμίσεων που καθορίζουν τη διαδικασία δίκαιης τιμολόγησης των χρηματοοικονομικών προϊόντων.

Τα θέματα που σχετίζονται με το ρυθμιστικό πλαίσιο του χρηματοοικονομικού συστήματος θα αναλυθούν μέσω της «Νομικής Πυραμίδας». Στη βάση της πυραμίδας βρίσκεται η έννοια του θεσμικού πλαισίου, δηλαδή πως αυτό αντικατοπτρίζεται στην εφαρμογή των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας και των εμπορικών συμβολαίων. Στο ενδιάμεσο της πυραμίδας βρίσκονται τα δικαιώματα μετόχων και πιστωτών κάθε εταιρείας, ενώ τη θέση στην κορυφή κατέχει το κανονιστικό πλαίσιο που αφορά τις δραστηριότητες των διαμεσολαβητών (όπως τράπεζες, αμοιβαία κεφάλαια, ασφαλιστικές εταιρείες, μεσίτες κλπ).

Σύμφωνα με την παγκόσμια τράπεζα, κίνητρο για την ανάπτυξη της επιχειρηματικότητας είναι η αξιοπιστία των αρχών, οι οποίες αποτελεί και πρωταρχικό παράγοντα για την αύξηση των επενδύσεων σε μία χώρα.

Όμως η διαφθορά επικρατεί σε όλα τα χρηματοοικονομικά συστήματα ως αναμενόμενη συνέπεια αλληλεπίδρασης του δημόσιου με τον ιδιωτικό τομέα, όσο μεγαλύτερη η αλληλεπίδραση τόσο πιο συχνά και έντονα φαινόμενα διαφθοράς παρατηρούνται. Για παράδειγμα στην περίπτωση της Ινδίας, κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του '80 για οποιαδήποτε οικονομική δραστηριότητα έπρεπε να χορηγηθεί άδεια από την κυβέρνηση. Αν μία εταιρεία επιθυμούσε να αυξήσει την παραγωγή της κατά 20% έπρεπε να πάρει έγκριση από δημόσια αρχή. Κάτι τέτοιο ήταν δύσκολο να επιτευχθεί με νόμιμες διαδικασίες, οπότε αυξάνονταν οι περιπτώσεις δωροδοκίας του κράτους από τις εταιρείες. Σαν συνέπεια η Ινδία παρουσίαζε τα μεγαλύτερα προβλήματα διαφθοράς στον κρατικού μηχανισμού.

Πολλοί άνθρωποι της αγοράς αλλά και ακαδημαϊκοί υποστηρίζουν πως ένα επίπεδο διαφθοράς σε χώρες με αναδυόμενες αγορές είναι κατανοητό και αναπόφευκτο. Όμως αδιαμφισβήτητα, αθέμιτες και καταχρηστικές ενέργειες από την πλευρά του κρατικού μηχανισμού θα πρέπει να καταπολεμώνται, διότι

υπονομεύουν τους κανόνες δικαίου, μειώνουν την αξιοπιστία της κυβέρνησης και βλάπτουν ανεπανόρθωτα την οικονομική ανάπτυξη, κυρίως διότι παρεμποδίζουν την προσέλκυση επενδυτικών κεφαλαίων.

Σε επόμενο επίπεδο βρίσκονται οι κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης, που πλαισιώνουν το σύστημα αντιπροσώπευσης και προστατεύουν τα συμφέροντα των επενδυτών. Οι κανόνες αυτοί προωθούν τον αποτελεσματικό έλεγχο της διοίκησης, προστατεύουν τους επενδυτές από κακόβουλες και επιζήμιες ενέργειες του διοικητικού συμβουλίου, καθώς επίσης και τη μειοψηφία από καταχρηστικές ενέργειες της πλειοψηφίας των μετόχων.

Υπάρχουν τέσσερις βασικές μορφές εταιρικής διακυβέρνησης. Η πρώτη είναι η κρατική επιχείρηση, η οποία θέτει ως βασικό σκοπό την ευημερία και ανάπτυξη του κοινωνικού συνόλου. Αυτή η μορφή εταιρικής διακυβέρνησης ενδείκνυται κυρίως σε κρίσιμες κοινωνικές περιόδους ενώ είναι καλύτερο να αποφεύγεται σε περιόδους οικονομικής ανάπτυξης.

Εν συνεχεία ακολουθούν: η οικογενειακή επιχείρηση ως αποτελεσματική μορφή διακυβέρνησης, η οποία όμως μπορεί εύκολα να αποδυναμωθεί με την πάροδο του χρόνου.

Η επόμενη κατηγορία αφορά τις εταιρείες των οποίων τη διοίκηση ασκούν οι τράπεζες. Αυτή η μορφή εταιρικής διακυβέρνησης είναι ιδιαίτερα αποτελεσματική σε περιόδους οικονομικής σταθερότητας.

Τέλος ιδιαίτερα ευέλικτη μορφή εταιρικής διακυβέρνησης είναι αυτή που ασκείται από πολλούς και διαφορετικούς μετόχους.

Η επιτυχία των παραπάνω συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης εξαρτάται από το θεσμικό πλαίσιο.

Στο ίδιο επίπεδο της πυραμίδας υπάρχει και η προστασία των επενδυτών που επιτυγχάνεται μέσω της ισχύς των λογιστικών προτύπων και της διαφάνειας των ενεργειών. Σύμφωνα με τα παραπάνω, οι επενδυτές έχουν δικαίωμα πρόσβασης σε ουσιαστική και ακριβή πληροφόρηση. Ακόμα θα πρέπει να τους παρέχεται η δυνατότητα ελέγχου των ενεργειών του διοικητικού συμβουλίου, για το λόγο αυτό θα πρέπει να γνωρίζουν ποια είναι τα πραγματικά κόστη της εταιρείας.

Η κοινοποίηση πληροφοριών συνδέεται στενά με το πρόβλημα της απάτης. Πολλές φορές οι πληροφορίες που ανακοινώνονται είναι σκόπιμα ψεύτικες ή αναληθείς προκειμένου να εξαπατήσουν τους επενδυτές ή να προσελκύσουν

νέους. Το πρόβλημα της απάτης δεν λύνεται με την ύπαρξη νόμων για την καταπολέμηση της, αλλά με τη διαμόρφωση ενός κλίματος αυστηρής εφαρμογής των κανονισμών, που δεν αφήνει περιθώρια παραβατικής συμπεριφοράς.

Εκτός από το πρόβλημα αντιπροσώπευσης που προκύπτει μεταξύ διοίκησης και επενδυτών, υπάρχει και το πρόβλημα που αντιμετωπίζουν οι μικρομέτοχοι από την καταχρηστική συμπεριφορά από μέρους της πλειοψηφίας των μετόχων και της διοίκησης. Οι μικρομέτοχοι σε τέτοιες περιπτώσεις προστατεύονται από το δικαίωμα ψήφου και τις προτάσεις εξαγοράς (δηλαδή την πώληση των μετοχών τους σε υποψήφιους επενδυτές). Και οι δύο επιλογές απαιτούν την προστασία του νόμου προκειμένου να είναι αποτελεσματικές, διαφορετικά η πλειοψηφία μέσω διαφόρων διαδικασιών μπορεί εύκολα να υπονομεύσει την ισχύ της ψήφου που ανήκει στους μικρομετόχους.

Στο ίδιο επίπεδο της νομικής πυραμίδας του χρηματοοικονομικού συστήματος βρίσκεται και η προστασία των πιστωτών. Βέβαια η προστασία των παραπάνω, ενισχύεται από την ύπαρξη έγγραφων δεσμεύσεων (συμβολαίων) σχετικά με συγκεκριμένα οικονομικά στοιχεία. Το πρόβλημα προκύπτει εδώ όταν δεν αποπληρώνονται τα χρέη ή όταν δεν τηρούνται επακριβώς οι όροι των συμβολαίων. Οι απαιτήσεις των πιστωτών έναντι της εταιρείας μπορούν να διασφαλιστούν με την σύναψη ενυπόθηκων δανείων και ως ενέχυρα μπορούν να χρησιμοποιηθούν εμπορεύματα, εξοπλισμός ή και κτίρια. Η χορήγηση δανείων με ασφάλεια είναι διαδεδομένη στις περισσότερες χώρες. Απαραίτητη προϋπόθεση για την ενεργοποίηση της αποζημίωσης μέσω του ενέχυρου, είναι η εύρυθμη λειτουργία του θεσμικού πλαισίου.

Τέλος πολυάριθμες έρευνες επιβεβαιώνουν ότι η δομή του νομικού πλαισίου συνδέεται άμεσα με την ανάπτυξη του χρηματοοικονομικού συστήματος. Όλες οι κυβερνήσεις επιθυμούν οικονομική ανάπτυξη, συνεπώς θα πρέπει να διαθέτουν ισχυρό χρηματοοικονομικό σύστημα για αποτελεσματική κατανομή των κεφαλαίων. Επομένως είναι απαραίτητη η ύπαρξη αξιόπιστων κανόνων δικαίου, που θα προστατεύουν και θα ενθαρρύνουν την προσέλευση κεφαλαίων. Χώρες όπως οι ΗΠΑ, όπου το θεσμικό πλαίσιο προστατεύει ιδιαίτερα τους επενδυτές, τείνουν να έχουν ισχυρά χρηματιστήρια και αυστηρούς μηχανισμούς έλεγχου του management των εταιρειών το οποίο ασκείται από τις κεφαλαιαγορές. Από την άλλη, χώρες όπως η Γερμανία, οι οποίες επικεντρώνονται στην προστασία των

συμφερόντων των πιστωτών, διαθέτουν ισχυρά τραπεζικά συστήματα και ο έλεγχος στη διοίκηση των εταιρειών ασκείται κυρίως από τις τράπεζες.

Καταπίεση του Χρηματοοικονομικού Συστήματος

Οι κυβερνήσεις έχουν έξι κύριους τρόπους καταστολής του χρηματοοικονομικού συστήματος. Ο πρώτος αφορά στην επιβολή ενός ανώτατου επιπέδου επιτοκίου καταθέσεων. Η λογική αυτού του περιορισμού είναι να αποτραπεί ο υπερβολικός ανταγωνισμός προκειμένου οι τράπεζες να προσελκύσουν καταθέτες, αυξάνοντας έτσι την κερδοφορία τους, διακινδυνεύοντας παράλα αυτά την ασφάλεια και την ευρωστία του τραπεζικού συστήματος.

Ένα άλλο μέτρο κρατικού παρεμβατισμού στις αγορές είναι ο καθορισμός της απαραίτητης κεφαλαιακής επάρκειας των χρηματοπιστωτικών συστημάτων. Οι τράπεζες είναι απαραίτητο να διατηρούν κάποιο ποσό υποχρεωτικών διαθεσίμων στην Κεντρική Τράπεζα (κάθε χώρας), τόσο για τη διευκόλυνση της ροής των κεφαλαίων όσο και για την προστασία τους απέναντι σε χρηματοοικονομικές δυσχέρειες και σε έλλειψη ρευστότητας.

Ως συνέπεια του παραπάνω μέτρου, οι Κεντρικές Τράπεζες αποκτούν πηγές κεφαλαίων δίχως κόστος (αφού συνήθως οι τράπεζες δεν ανταμείβονται με κάποιο επιτόκιο για την διατήρηση υποχρεωτικών διαθεσίμων), τα οποία οι Κεντρικές Τράπεζες έχουν την ευχέρεια να διαθέτουν όπως εκείνες κρίνουν αποτελεσματικά. Τα κυβερνητικά στελέχη ευνοούνται ιδιαίτερα από τούτο το μέτρο, καθώς έχουν τη δυνατότητα να επιλέξουν ανάμεσα σε υποψήφιους δανειστές, κατά βούληση, ικανοποιώντας φυσικά και προσωπικά συμφέροντα.

Επιπλέον ο απλούστερος τρόπος καταπίεσης του χρηματοοικονομικού συστήματος από το κράτος είναι οι κρατικοποιήσεις των μεγαλύτερων τραπεζών. Αυτή ήταν μία συνήθης τακτική των αναπτυσσόμενων χωρών από τη δεκαετία του '60 μέχρι τη δεκαετία του '80.

Ένα ακόμα μέτρο καταπίεσης του χρηματοοικονομικού συστήματος είναι η υιοθέτηση ενός άκρως προστατευτικού μηχανισμού για τα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα, το οποίο έθετε σοβαρούς περιορισμούς στην ανάπτυξη του ανταγωνισμού μεταξύ ξένων πιστωτικών ιδρυμάτων που προσπαθούσαν να δραστηριοποιηθούν στην εγχώρια αγορά.

Το κόστος κεφαλαίου μιας εταιρείας μπορεί να χωριστεί σε δύο μέρη. Το πρώτο αφορά το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου για μία οικονομία και το δεύτερο είναι το ασφάλιστρο κινδύνου που χρεώνει η αγορά την επιχείρηση προκειμένου να αναλάβει τον επιπλέον κίνδυνο που ενέχουν οι δραστηριότητες της εταιρείας. Η εισροή ξένων κεφαλαίων μειώνει και τα δύο αυτά συστατικά του κόστους κεφαλαίου των επιχειρήσεων, μιας και οι ξένοι επενδυτές (οι οποίοι λογικά διαθέτουν ένα καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο) χρεώνουν χαμηλότερο ασφάλιστρο κινδύνου προκειμένου να δανείσουν μια εγχώρια εταιρεία. Σε αυτή την περίπτωση η κυβέρνηση έχει δυνατότητα να θέσει περιορισμούς στην αγορά κεφαλαίου, ορίζοντας υψηλά επίπεδα φορολογίας στις εισροές κεφαλαίων.

Βέβαια τέτοια μέτρα χρησιμοποιούνται κατά περίπτωση όταν η χώρα επιθυμεί να ασκήσει συγκεκριμένη νομισματική πολιτική, προλαμβάνοντας τις αρνητικές επιπτώσεις μιας μαζικής εκροής επενδυτικού κεφαλαίου από την εκάστοτε εγχώρια αγορά.

Αδιαμφισβήτητα τα μέτρα καταστολής πλήττουν την οικονομική ανάπτυξη και δυσκολεύουν την αποτελεσματική κατανομή των κεφαλαίων. Όμως πολλές κυβερνήσεις είναι πρόθυμες να καταστείλουν όποτε χρειαστεί το οικονομικό σύστημα παρά το πολιτικό κόστος. Η εφαρμογή τέτοιων μέτρων εξαρτάται από τις εκάστοτε οικονομικές και κοινωνικές συγκυρίες.

Η ευρεία αποδοχή της τακτικής των κυβερνήσεων για εφαρμογή μέτρων καταπίεσης του χρηματοοικονομικού συστήματος, κατά την περίοδο 1930-1980 στηριζόταν στην παραδοχή ότι τα συγκεκριμένα μέτρα αποσκοπούσαν στην οικονομική ανάπτυξη και ευημερία του κοινωνικού συνόλου. Κατά κανόνα όμως, ωφελούνται οι κυβερνήσεις μιας και αυτές ελέγχουν την κατανομή των πόρων και τη διαμόρφωση του επιπέδου τιμών και μισθών.

Συγκεκριμένα οι λόγοι που οι κρατικές επιχειρήσεις είναι αναποτελεσματικές οφείλονται κυρίως στο πλήθος των διαφορετικών σκοπών και στις μεταξύ τους συγκρούσεις. Οι στόχοι αυτοί σπάνια συνδέονται με την αποτελεσματική χρήση των πόρων. Ένας δεύτερος λόγος είναι η μονοπωλιακή δομή των κρατικών επιχειρήσεων και τα αδύναμα κίνητρα. Ακόμα η χωρίς περιορισμούς πρόσβαση σε εύκολο δανεισμό και η έλλειψη αυστηρών πλάνων σχετικά με τους στόχους του προϋπολογισμού.

Με την πάροδο του χρόνου αποδείχτηκε πως τα μέτρα καταπίεσης όσο καλοπροαίρετα και αν είναι, δημιουργούν προβλήματα, και περισσότερο ζημιώνουν παρά ωφελούν τους φορολογούμενους πολίτες. Αυτά τα μέτρα είναι τόσο αντιπαραγωγικά και οι κρατικές επιχειρήσεις συνήθως είναι τόσο αναποτελεσματικές στην παραγωγή προστιθέμενης αξίας, όπου διαπιστώνεται και από τους κυβερνώντες ότι το πολιτικό κόστος των μέτρων καταπίεσης του χρηματοοικονομικού συστήματος ξεπερνά τα όποια οφέλη από τη διατήρησή τους.

Για τούτο, ήδη από τις αρχές της δεκαετίας του '80 μετά την εκλογή των συντηρητικών στη Βρετανία ξεκίνησε να καλλιεργείται η τάση απελευθέρωσης του χρηματοοικονομικού συστήματος και ιδιωτικοποίησης των κρατικών επιχειρήσεων. Οι επενδυτικές και χρηματοδοτικές αποφάσεις λαμβάνονται από τους αρμόδιους οικονομικούς παράγοντες, και καθένας επιθυμεί να μεγιστοποιήσει την χρησιμότητά του.

Απολαμβάνει τα οφέλη, ή υφίσταται τις συνέπειες των αποφάσεών του. Συγκεκριμένα η άρση της καταστολής του χρηματοοικονομικού συστήματος συνεπάγεται τη διαμόρφωση ενός αυστηρού θεσμικού πλαισίου όπου το κράτος θα μεριμνά για την εφαρμογή των ιδιωτικών και εταιρικών δικαιωμάτων ιδιοκτησίας τον ομαλό μετασχηματισμό των πρώην κρατικών σε ιδιωτικές επιχειρήσεις, την εξάλειψη των μονοπωλίων και ολιγοπωλίων και την εισαγωγή του ανταγωνισμού στις αγορές, την εξάλειψη του κρατικού παρεμβατισμού στην τιμολόγηση των προϊόντων και στην εφαρμογή παγκόσμιας τιμολόγησης των περιουσιακών στοιχείων και τέλος την εισαγωγή σύγχρονων διεθνών λογιστικών προτύπων και μηχανισμών έλεγχου.

Απελευθέρωση του Χρηματοοικονομικού Συστήματος

Τη δεκαετία του '60 επικρατούσε η θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς. Πολλοί οικονομολόγοι υποστήριζαν ότι οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων αντικατόπτριζαν πλήρως όλη τη σχετική πληροφορία, και ο κρατικός μηχανισμός δεν θα έπρεπε να παρεμβαίνει στη λειτουργία των αγορών. Αν αυτό ίσχυε η κατανομή των πόρων θα ήταν βέλτιστη. Παρόλα αυτά στις δεκαετίες του '70 και του '80, εμπειρικές έρευνες καταδείκνυαν πως οι αγορές κάθε άλλο παρά αποτελεσματικές ήταν, μιας και παρουσιάζονταν φαινόμενα όπως το ότι τα θετικά αποτελέσματα ήταν βραχυπρόθεσμα, αλλά μακροπρόθεσμα οι αγορές επιδείκνυαν μία τάση επιστροφής στο μέσο, καθώς και άλλα φαινόμενα που δεν συμφωνούσαν με την ορθολογική συμπεριφορά των πλήρως αποτελεσματικών αγορών.

Κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του '90 η προσοχή στράφηκε στις αναδυόμενες χρηματαγορές, και έγινε ξεκάθαρο πως τα αίτια που καθιστούν εν τέλει την αγορά αναποτελεσματική εντοπίζονται στα προβλήματα του χρηματοοικονομικού συστήματος.

Πολλές κυβερνήσεις αναπτυσσόμενων χωρών καταστέλλουν ενεργά το χρηματοοικονομικό τους σύστημα. Η επικράτηση ενός δημοκρατικού καθεστώτος δεν είναι αναγκαία συνθήκη για την ομαλή λειτουργία των χρηματοοικονομικών αγορών, παρόλα αυτά οι δύο αυτές έννοιες τείνουν να συνυπάρχουν. Η απελευθέρωση του χρηματοοικονομικού συστήματος απαιτεί τη συνδρομή της κυβέρνησης.

Ο εκδημοκρατισμός του πολιτικού συστήματος και η χρηματοοικονομική απελευθέρωση είναι διαδικασίες που υλοποιούνται σταδιακά και με βραδείς ρυθμούς. Φυσικά κάποιος βαθμός παρέμβασης της κυβέρνησης είναι απαραίτητος για το συλλογικό συμφέρον. Αλλά κυρίως η νομική παρέμβαση του κράτους γίνεται για την εύρυθμη λειτουργία και ανάπτυξη του οικονομικού συστήματος.

Από την άλλη όταν μικρές ομάδες ανθρώπων μπορούν να λάβουν ή να επηρεάσουν σοβαρές αποφάσεις τόσο για το οικονομικό όσο και για το πολιτικό σύστημα αυτό έχει αρνητικές συνέπειες στη λειτουργία των παραπάνω συστημάτων, καθώς επίσης και στο κοινωνικό σύνολο.

Για το λόγο αυτό τα σύγχρονα δημοκρατικά καθεστώτα προσπαθούν να διαχωρίσουν το χρηματοοικονομικό σύστημα από το κράτος, αφού έχουν

διαφορετική λογική και στόχους και όσο λιγότερο αλληλεξαρτώνται και επηρεάζονται οι δύο αυτοί τομείς τόσο δημιουργικότερα αναπτύσσονται.

Κύρια και παλαιότερη λειτουργία του χρηματοοικονομικού συστήματος είναι η έκδοση και διαφύλαξη χρήματος. Η αμέσως σημαντικότερη είναι ο μηχανισμός πληρωμών. Πρόκειται ουσιαστικά για ένα σύστημα έλεγχου και εκκαθάρισης, το οποίο διευκολύνει τη μεταφορά χρημάτων μεταξύ των ενδιαφερόμενων μερών, δίχως να λαμβάνεται από αυτά ο κίνδυνος της φυσικής παράδοσης του χρήματος. Αυτές είναι οι βασικές λειτουργίες των τραπεζών.

Σε μία πλήρως αναπτυγμένη και ανταγωνιστική οικονομία το χρηματοοικονομικό σύστημα κινητοποιεί και ενθαρρύνει την ιδιωτική επένδυση και κατανάλωση, διακινεί το κεφάλαιο με τον πιο παραγωγικό τρόπο και διευκολύνει την ανάπτυξη προϊόντων που ικανοποιούν τις ανάγκες του επενδυτικού κοινού.

Όταν η οικονομική διαμεσολάβηση εκτελείται αποτελεσματικά, οι επιχειρήσεις ανταγωνίζονται για εξοικονόμηση παραγωγικών συντελεστών. Ο ανταγωνισμός ωφελεί τόσο τους αποταμιευτές όσο και τη γενικότερη διακίνηση κεφαλαίων με τέτοιο τρόπο ώστε να δημιουργείται μέγιστη προστιθέμενη αξία.

Οι τράπεζες, βασίζονται στο νόμο και στο θεσμό των δικαστηρίων για να καθορίσουν και να προστατεύσουν τα δικαιώματά τους ως πιστωτές.

Αναλυτικότερα, στηρίζονται στο νόμο για την ισχύ των όρων των δανειακών συμβολαίων, την ενδυνάμωση του θεσμού των ενεχύρων και των διαδικασιών που σχετίζονται με μία ενδεχόμενη πτώχευση του δανειζομένου, καθώς επίσης και την επίλυση οικονομικών δυσχερειών που ενδέχεται να ανακύψουν από τις παραπάνω διαδικασίες. Ένα θεμελιώδες συστατικό του οικονομικού συστήματος είναι το νόμισμα. Το κράτος θα πρέπει να ελέγχει τις δαπάνες και τα φορολογικά έσοδα με τέτοιο τρόπο, έτσι ώστε να μην χρειάζεται συχνά η έκδοση νέου χρήματος, μιας και τέτοιες ενέργειες οδηγούν σε υποτιμήσεις του νομίσματος και περιοδική κατάρρευση της ανταλλακτικής αξίας του.

Συμπερασματικά είναι δύσκολο να συνηγορήσουμε υπέρ της εφαρμογής των μέτρων καταπίεσης των αγορών, παρόλα αυτά και η απελευθέρωση του χρηματοοικονομικού συστήματος προκαλεί ανισορροπίες που ευνοούν πιστωτικές και συναλλαγματικές κρίσεις, για το λόγο αυτό το θεσμικό πλαίσιο θα πρέπει να διαμορφώνεται έτσι ώστε να επιτρέπει στο κράτος τον έλεγχο που θα διευκολύνει την εύρυθμη λειτουργία του οικονομικού συστήματος .

Κεφάλαιο 2

Τράπεζες

Τα πιστωτικά ιδρύματα αποτελούν τους κυριότερους οργανισμούς χρηματοοικονομικής διαμεσολάβησης. Αυτά διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην οικονομία διότι παρέχουν υπηρεσίες εξασφάλισης ρευστότητας, ευθύνονται για τον καταμερισμό του κινδύνου και επιλύουν αποτελεσματικά τα προβλήματα πληροφόρησης του χρηματοοικονομικού συστήματος. Χωρίς ένα αποτελεσματικό τραπεζικό σύστημα, είναι πολύ δύσκολο για μια οικονομία να αξιοποιήσει πλήρως τους παραγωγικούς συντελεστές της. Βέβαια η αποτελεσματικότητα ενός τραπεζικού ιδρύματος είναι δύσκολο να αποτιμηθεί λόγω της αδιαφάνειάς του.

Αποτίμηση των Τραπεζών

Η καθαρή θέση μίας τράπεζας ορίζεται ως η διαφορά των υποχρεώσεων από το ενεργητικό. Οι υποχρεώσεις αποτιμώνται συνήθως στην ονομαστική τους αξία. Από την άλλη, τα περιουσιακά στοιχεία μιας τράπεζας είναι δύσκολο να αποτιμηθούν, κυρίως γιατί στην πλειοψηφία τους είναι δάνεια, για τα οποία θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη η πιθανότητα μη αποπληρωμής μέρους αυτών. Για το λόγο αυτό τα πιστωτικά ιδρύματα αξιολογούν και κατηγοριοποιούν τα δάνεια τους καθώς επίσης υποτιμούν περιοδικά την αξία του ενεργητικού τους σύμφωνα με τις εκτιμημένες πιθανότητες μείωσης της καθαρής θέσης.

Τόσο οι τράπεζες όσο και οι χρηματοδότες τους, επιλέγουν ανάμεσα από τέσσερεις εναλλακτικές μεθόδους αξιολόγησης και αποτίμησης των περιουσιακών τους στοιχείων. Αρχικά, η μέθοδος της λογιστικής αξίας αποτιμά τα περιουσιακά στοιχεία βάση του ιστορικού τους κόστους. Η δεύτερη μέθοδος λαμβάνει υπόψη τη χρηματιστηριακή αξία των περιουσιακών στοιχείων, δηλαδή την αξία που θα προέκυπτε αν αυτά διαπραγματεύονταν σε οργανωμένες αγορές. Η επόμενη μέθοδος λαμβάνει υπόψη την αξία ρευστοποίησης των περιουσιακών στοιχείων. Η τελευταία μέθοδος βασίζεται στην παρούσα αξία. Δηλαδή λαμβάνει υπόψη της, την προεξοφλημένη τιμή των μελλοντικών χρηματοροών των στοιχείων του ισολογισμού.

Η μέθοδος που συνιστάται στα τραπεζικά ιδρύματα, από τα περισσότερα εθνικά λογιστικά πρότυπα είναι αυτή του ιστορικού κόστους. Επίσης στο παρελθόν για την αξιολόγηση της διεθνούς χρηματοοικονομικής θέσης ορισμένων

πολυεθνικών τραπεζών έχει χρησιμοποιηθεί η μέθοδος αποτίμησης βάσει την αγοραία αξία, όμως έχει αποδειχθεί λιγότερο πρακτική από την πρώτη, διότι οι αγοραίες αξίες είναι διαθέσιμες μόνο για ένα περιορισμένο αριθμό περιουσιακών στοιχείων και μόνο σε ορισμένες χώρες.

Τα κύρια στοιχεία του ισολογισμού μιας τράπεζας είναι τα δάνεια και οι καταθέσεις. Η οικονομική αξία του χαρτοφυλακίου δανείων επηρεάζεται από τις μεταβολές των επιτοκίων.

Όμως τόσο τα επιτόκια όσο και οι αγοραίες αξίες χαρακτηρίζονται από μεταβλητότητα, για το λόγω αυτό τα στοιχεία του ισολογισμού, βάση της μεθόδου της αγοραίας αξίας, θα έπρεπε να περνούν από μια διαδικασία συνεχούς αξιολόγησης, κάτι τέτοιο δεν είναι πρακτικό, για το λόγο αυτό τα δάνεια αποτιμώνται βάση της ιστορικής τους αξίας, ενώ η χρηματιστηριακή αξία χρησιμοποιείται μόνο σε συγκεκριμένα στοιχεία όπως είναι τα διαπραγματεύσιμα περιουσιακά στοιχεία.

Βασική αρχή για την αξιολόγηση των περιουσιακών στοιχείων, είναι ο διαχωρισμός τους σε στοιχεία εμπορικού χαρτοφυλακίου τα οποία αποτιμώνται στη χρηματιστηριακή αξία και σε στοιχεία του επενδυτικού χαρτοφυλακίου τα οποία αποτιμώνται στη λογιστική αξία.

Ένας εναλλακτικός τρόπος αξιολόγησης που χρησιμοποιείται από πιστωτικά ιδρύματα, είναι η υποτίμηση της ιστορικής αξίας ενός δανείου κατά κάποιο ποσοστό το οποίο προκύπτει μέσω της διαδικασίας κατηγοριοποίησης και του σχηματισμού προβλέψεων σε περίπτωση που το δάνειο χαρακτηριστεί μη εξυπηρετούμενο και δεν καλύπτεται στο σύνολό του από το ενέχυρο (σε περίπτωση που υπάρχει). Έτσι ενδείκνυται η κατηγοριοποίηση των δανείων σε τέσσερις κατηγορίες: unimpaired, substandard, classified doubtful & loss.

Ο σχηματισμός προβλέψεων προφυλάσσει την τράπεζα από την υπερεκτίμηση του καθαρού της εισοδήματος και κατά συνέπεια, από την πληρωμή φόρων σε πλασματικό εισόδημα. Επιπροσθέτως η τράπεζα δεν θα πρέπει να σωρεύει τόκους στην περίπτωση των μη εξυπηρετούμενων δανείων διότι κάτι τέτοιο στρεβλώνει την αξία της, τα κεφάλαια, την πληρωμή μερίσματος και το ποσό των πληρωτέων φόρων.

Από την άλλη στην αποτίμηση της αξίας μίας τράπεζας, δεν λαμβάνονται υπόψη τα άυλα περιουσιακά στοιχεία όπως υπεραξία, φήμη & πελατεία,

επενδυτικές ευκαιρίες, εξωλογιστικές δραστηριότητες, που μπορούν να παράγουν μελλοντικά κέρδη.

Παρόλα αυτά σε περιόδους έντονων πληθωριστικών πιέσεων, οικονομικών διακυμάνσεων και γενικότερα χρηματοπιστωτικών κρίσεων, οι τράπεζες έχουν κίνητρο να αποκρύπτουν κάποια οικονομικά στοιχεία, για το λόγο αυτό η αξιολόγηση και αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων δεν μπορούν να θεωρηθούν αξιόπιστες.

Αδιαφάνεια των Τραπεζών

Οι τράπεζες ως χρηματοοικονομικοί διαμεσολαβητές επηρεάζονται θετικά και αρνητικά από τις συνέπειες της ασύμμετρου πληροφόρησης. Στην περίπτωση χορήγησης ενός δανείου είναι στη μειονεκτική πλευρά, διότι οι υποψήφιοι δανειζόμενοι έχουν καλύτερη πληροφόρηση για τις προοπτικές επιτυχίας και για την πιθανότητα αποπληρωμής του δανείου τους, από ότι τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα.

Από την άλλη, όταν οι τράπεζες βρίσκονται στη θέση των χρηματοδοτουμένων, διαθέτουν καλύτερη πληροφόρηση για της προοπτικές τους από ότι οι χρηματοδότες της. Οπότε είναι σε θέση να λαμβάνουν επικερδέστερες αποφάσεις εις βάρος των τελευταίων.

Αναλυτικότερα λόγω της φύσης της τραπεζικής διαμεσολάβησης προκύπτει δυσκολία στην εκτίμηση της καθαρής θέσης, αφού η πραγματική αξία των δανείων και των επενδύσεων είναι δύσκολο να αποτιμηθούν, ενώ από την άλλη οι τράπεζες έχουν ανειλημμένη υποχρέωση να αποπληρώσουν τις υποχρεώσεις τους, ανεξαρτήτως των προοπτικών κερδοφορίας και για τούτο προκύπτει πρόβλημα ασυμμετρίας πληροφόρησης εφόσον και η ίδια η τράπεζα είναι δύσκολο να κάνει αυτή την αποτίμηση ποσό μάλλον οι καταθέτες και οι λοιποί ενδιαφερόμενοι.

Η δυσκολία εκτιμήσεως της καθαρής θέσης σχετίζεται κατά ένα μεγάλο μέρος με τον μετασχηματισμό κινδύνου που οι τράπεζες επιτελούν. Γιατί ενώ οι υποχρεώσεις καθώς και τα ρευστά διαθέσιμα αποτιμώνται στην ονομαστική τους αξία τα δάνεια και οι άλλες επενδύσεις αποτιμώνται στην πραγματική τους αξία. Την αδιαφάνεια των τραπεζών ενισχύει ο υψηλός πληθωρισμός, τα στοιχεία εκτός ισολογισμού όπως είναι η περίπτωση παραγώγων αξιογράφων καθώς και το ασταθές οικονομικό περιβάλλον, που δυσκολεύουν την αποτίμηση της καθαρής

θέσης του πιστωτικού ιδρύματος και δυσχεραίνουν την αξιοπιστία των προβλέψεων για επισφάλειες.

Το πρόβλημα οξύνεται από ενδεχόμενη δυσμενή οικονομική θέση στην οποία η τράπεζα μπορεί να περιέλθει, και έτσι οι διοικούντες όσο και οι μέτοχοι έχουν κίνητρο να υποκρύπτουν ή να ωραιοποιούν στοιχεία. Διότι έστω και αν το πρόβλημα είναι παροδικό, αν οι διοικούντες είναι ειλικρινείς, μπορεί να δημιουργηθεί σύγχυση και η τράπεζα, ακόμα και αν δεν είχε προηγούμενα δείγματα αφερεγγυότητας, να πτωχεύσει, ενώ σε αντίθετη περίπτωση θα συνεχίσει να λειτουργεί αναμένοντας μία πιθανή κερδοφορία για την μελλοντική ανάκαμψή της. Σημαντικό εδώ είναι το γεγονός ότι οι διοικούντες δεν έχουν τίποτε να χάσουν αφού διακινδυνεύουν χρήματα καταθετών και άλλων χρηματοδοτών της τράπεζας.

Για τούτο η διοίκηση έχει ισχυρό κίνητρο να αποκρύψει την πραγματική κατάσταση της τράπεζας και να «μαγειρέψει» τα λογιστικά στοιχεία αποβλέποντας σε επόμενες κερδοφόρες χρήσεις.

Η αδιαφάνεια δημιουργεί ένα κλίμα αβεβαιότητας στους καταθέτες και στους χρηματοδότες σχετικά με τις προοπτικές των τραπεζών, κλονίζει την εμπιστοσύνη τους, γεγονός που οδηγεί αρκετές φορές σε μαζικές αποσύρσεις των καταθέσεων τους.

Ένα τέτοιο κλίμα ενδέχεται να οδηγήσει σε πτώχευση της τράπεζας και εν συνεχεία στη δημιουργία πανικού. Η πτώχευση μίας τράπεζας, είναι πιθανό να οδηγήσει σε πτώχευση και άλλων υγιών τραπεζών, με αποτέλεσμα να ενταθεί το φαινόμενο της χρηματοοικονομικής μόλυνσης, και η πιστωτική κρίση να μεταφερθεί στην πραγματική οικονομία.

Για το λόγο αυτό το θεσμικό πλαίσιο διαθέτει ρυθμίσεις που αφορούν σε ένα δίκτυ ασφαλείας που έχει δημιουργηθεί από τις περισσότερες κυβερνήσεις για την προστασία του χρηματοοικονομικού συστήματος.

Αυτό συχνά εμφανίζεται με τη μορφή των εγγυημένων καταθέσεων, έτσι ώστε να αποφευχθούν οι μαζικές αναλήψεις, οι οποίες εντείνουν το κλίμα αβεβαιότητας που επικρατεί. Άλλη εκδοχή της συγκεκριμένης ρύθμισης είναι ο δανεισμός των προβληματικών τραπεζών μέσω της Κεντρικής Τράπεζας, γνωστό ως Δανειστής Τελευταίου Καταφυγίου (LOLR).

Η εγγύηση των καταθέσεων δημιουργεί μείζον πρόβλημα ηθικού κινδύνου για του καταθέτες και τις τράπεζες. Διότι οι καταθέτες δεν έχουν κίνητρο να ελέγχουν την φερεγγυότητα μιας τράπεζας πριν καταθέσουν τα χρήματά τους.

Οι δε τράπεζες λόγω της υψηλής μόχλευσης έχουν ισχυρό κίνητρο να προβούν σε επενδύσεις, οι οποίες έχουν μικρή πιθανότητα επιτυχίας και ως εκ τούτου είναι πιθανό να δημιουργήσουν συνθήκες πανικού. Ακόμα οι ριψοκίνδυνες επενδύσεις των διοικούντων την τράπεζα, σχετίζονται με το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου, μιας και αυτοί διαχειρίζονται και διακινδυνεύουν τα χρήματα των καταθετών και των επενδυτών.

Το δίκτυ ασφαλείας, καθώς και το γενικότερο ενδιαφέρον των αρχών ώστε να αποτρέψουν την πτώχευση μίας τράπεζας, μειώνουν τα περιστατικά πτώχευσης των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Είναι διατεθειμένες να χρηματοδοτούν τις τράπεζες με χαμηλότερο επιτόκιο από αυτό που αντικατοπτρίζει το πραγματικό επίπεδο κινδύνου τους. Αυτό ισχύει κυρίως για τις μεγάλες τράπεζες, η κατάρρευση των οποίων ενδεχομένως να οδηγήσει σε μία γενικότερη πιστωτική κρίση.

Αυτή η πολιτική των αρχών, γνωστή ως “Too big to fail”, κρίνεται ως «αναγκαίο κακό», διότι είναι υπεύθυνη για την δημιουργία στρεβλών κινήτρων από τη μεριά των ΠΙ, μιας και αυτά έχουν κίνητρο να αυξήσουν το μέγεθός τους καθώς και το εύρος των δραστηριοτήτων τους, εξασφαλίζοντας με αυτό τον τρόπο τη βιωσιμότητά τους.

Μέτρα Αντιμετώπισης της Αδιαφάνειας

Επειδή οι τράπεζες είναι ιδιαίτερα επιρρεπείς στη δημιουργία πανικού στο επενδυτικό κοινό, οι δραστηριότητές τους οριοθετούνται από ένα αυστηρό πλαίσιο που καθορίζει θέματα κεφαλαιακής επάρκειας και επιπέδου ριψοκίνδυνων επενδύσεων.

Πιο συγκεκριμένα οι κανόνες κεφαλαιακής επάρκειας συμβάλλουν ανάμεσα σε άλλα και στην ελαχιστοποίηση του ηθικού κινδύνου, διότι ένα υψηλότερο επίπεδο υποχρεωτικών ιδίων κεφαλαίων καθιστά τα ΠΙ πιο προσεκτικά στην ανάληψη επενδύσεων υψηλού ρίσκου. Ο δείκτης μόχλευσης σύμφωνα με τους κανόνες κεφαλαιακής επάρκειας δεν θα πρέπει να υπερβαίνει το 5%, ενώ σύμφωνα με τους κανόνες της Βασιλείας, οι οποίοι έχουν υιοθετηθεί από περισσότερες από 100 χώρες, τα πιστωτικά ιδρύματα θα πρέπει να διαθέτουν

δείκτη κεφάλαια προς το σύνολο σταθμισμένων σε κίνδυνο περιουσιακών στοιχείων ίσο με 8%.

Έτσι οι τακτικοί έλεγχοι των πιστωτικών ιδρυμάτων καθίστανται απαραίτητοι προκειμένου να μειωθούν τα προβλήματα της αντιθέτου επιλογής και του ηθικού κινδύνου.

Αριθμοδείκτες

Οι αριθμοδείκτες αποτελούν ποσοτικά εργαλεία που έχουν αναπτυχθεί για την μέτρηση της χρηματοοικονομικής σταθερότητας και βοηθούν στη διαδικασία προληπτικής εποπτείας των τραπεζικών ιδρυμάτων.

Για την εκτίμηση της κατάστασης και των προοπτικών μιας τράπεζας χρησιμοποιείται μία πληθώρα χρηματοοικονομικών δεικτών, όπως οι αριθμοδείκτες που ομαδοποιούνται σύμφωνα με το σύστημα CAMEL.

Αυτό το σύστημα ελέγχει το τραπεζικό ίδρυμα ως προς το κεφάλαιο (capital), την ποιότητα του ενεργητικού (assets), την ποιότητα της διοίκησης (management), τα αδιανέμητα κέρδη (earnings), την έλλειψη ρευστότητας (liquidity), την ευαισθησία στις μεταβολές των επιτοκίων, των συναλλαγματικών ισοτιμιών κλπ (sensitivity).

Αξίζει να σημειωθεί πως όλοι οι δείκτες σπάνια δείχνουν προς την ίδια κατεύθυνση, μία μεταβολή ενός δείκτη είναι δυνατόν να αποτελεί και θετική και αρνητική ένδειξη, συνεπώς για την εξαγωγή συμπερασμάτων υπεισέρχονται και ποιοτικές παράμετροι γεγονός που καθιστούν την ανάλυση των αριθμοδεικτών περισσότερο τέχνη παρά επιστήμη.

Στην κατηγορία capital εξετάζεται η κεφαλαιουχική επάρκεια. Κύριες μεταβλητές είναι οι εξής: εποπτικά κεφάλαια, (σύμφωνα με τη συνθήκη της Βασιλείας είναι το άθροισμα των: Tier I capital, που αντιστοιχεί στα ίδια κεφάλαια και Tier II capital που περιλαμβάνουν ανάμεσα σε άλλα και τα δάνεια μειωμένης εξασφάλισης), σταθμισμένο για τον κίνδυνο ενεργητικό, προβλέψεις για μη εξυπηρετούμενα δάνεια.

Στην κατηγορία assets εξετάζεται η ποιότητα του ενεργητικού και η δυνατότητα κερδοφορίας στο μέλλον. Κύριες μεταβλητές είναι οι εξής: δάνεια με υστέρηση χ ημερών, μη εξυπηρετούμενα δάνεια, μη εξυπηρετούμενα δάνεια μείον προβλέψεις, αξία κατασχεθέντων ακινήτων, επενδύσεις χαμηλού κινδύνου (ρευστά,

καταθέσεις, κρατικά ομόλογα), ρυθμός μεταβολής ενεργητικού, δάνεια, δάνεια σε συγκεκριμένους τομείς, μεγάλες εκθέσεις σε συγκεκριμένους πελάτες.

Κύριες μεταβλητές στην κατηγορία earnings είναι: έσοδα από τόκους, δαπάνες τόκων, καθαρά επιτοκιακά έσοδα, μη-επιτοκιακά έσοδα, μη επιτοκιακές δαπάνες, κέρδη προ φόρων, κέρδη μετά από φόρους και προβλέψεις, συνολικά έσοδα.

Η κατηγορία sensitivity σχετίζεται με την ευαισθησία στον κίνδυνο αγοράς, (ο κίνδυνος αγοράς είναι μια ονομασία «ομπρέλα» που περιλαμβάνει όλα τα είδη κινδύνων). Κύρια μεταβλητή εδώ είναι η σταθμισμένη διάρκεια (duration), η οποία μετρά την ευαισθησία της αξίας των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού στις μεταβολές των επιτοκίων.

Τέλος η κατηγορία management αποτελεί σημαντικό παράγοντα στην κερδοφορία μίας τράπεζας.

Παρόλα αυτά η χρήση αριθμοδεικτών και μόνον, για την πρόβλεψη της κατάστασης και των προοπτικών των τραπεζών, δεν είναι αποτελεσματική για το λόγο ότι οι αριθμοδείκτες είναι αμφίσημοι.

Τα συμπεράσματα που προκύπτουν απ' την ανάλυσή τους είναι ενδεικτικά, πολλές φορές διαφορούμενα, μιας και η μεταβολή κάποιου δείκτη μπορεί να αποτελεί και αρνητική και θετική ένδειξη.

Σχεδόν ποτέ δε θα παρατηρήσουμε τους αριθμοδείκτες σε μία από κοινού ανάλυση να βρίσκονται σε απόλυτη αρμονία, λόγω της αμφίσημης φύσης τους.

Προκειμένου λοιπόν να βοηθηθούμε στην ανάλυση των τραπεζών, μέσω της μελέτης των αριθμοδεικτών, θα πρέπει να λαμβάνουμε υπόψη πως δεν πρόκειται για μια μηχανική διαδικασία και μόνο αν πραγματοποιηθεί από κοινού με την ανάλυση των μικρο και μακρο ανισσοροπιών ενδέχεται να μας δώσει μία αίσθηση για τυχόν επερχόμενες κρίσεις.

Αβεβαιότητα και Τραπεζικό Σύστημα

Σε ένα απελευθερωμένο χρηματοοικονομικό σύστημα οι κεντρικές τράπεζες αλληλεπιδρούν με τις χρηματαγορές και τους οργανισμούς χρηματοοικονομικής διαμεσολάβησης με αποτέλεσμα να δημιουργούνται ενδογενείς πιστωτικοί κύκλοι, «φούσκες» στις αγορές ακινήτων & αξιογράφων και χρηματοοικονομικές κρίσεις.

Κύριο μέλημα των κεντρικών τραπεζών είναι η αντιμετώπιση των προαναφερθέντων τριών θεμάτων. Παρόλα αυτά οι συνεχείς παρεμβάσεις των κεντρικών τραπεζών δημιουργούν στρεβλώσεις και βλάπτουν την ευρωστία του χρηματοοικονομικού συστήματος.

Βέβαια πρέπει να αναφερθεί ότι η επίδραση είναι αμφίσημη, διότι η τάση των αγορών να εμφανίζουν ακραία φαινόμενα όπως πχ. φούσκες αναγκάζουν τις κεντρικές τράπεζες να χρησιμοποιούν τους περιορισμένους παραγωγικούς συντελεστές τους, στην αντιμετώπιση των φαινομένων αυτών, παραμελώντας όμως άλλους στόχους σχετικούς με την εύρυθμη λειτουργία και σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Αναλυτικότερα, οι πιστωτικοί κύκλοι αναφέρονται στη μεταβαλλόμενη κατά τη διάρκεια του οικονομικού κύκλου χορήγηση δανείων προς τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις: αυξανόμενη σε περιόδους ανάπτυξης, μειούμενη σε περιόδους ύφεσης. Για παράδειγμα σε μία περίοδο οικονομικής εφορίας, οι ενδογενείς πιστωτικοί κύκλοι παρατηρούνται ως εξής: αύξηση της διαθεσιμότητας και της ζήτησης δανείων, εν συνεχεία αύξηση της κατανάλωσης και των επενδύσεων, επιτάχυνση της ανάπτυξης, περαιτέρω αύξηση της διαθεσιμότητας και της ζήτησης δανείων κ.ο.κ.

Την ανωτέρω δυναμική ευνοούν οι προσδοκίες που εύκολα γίνονται αυτό-επιβεβαιούμενες και μία ασυμμετρία μεταξύ της ανοδικής και της καθοδικής φάσης, μιας και το κόστος της καθοδικής φάσεως είναι μεγαλύτερο από το όφελος της ανάπτυξης.

Γενικότερα υπάρχει μία μεγάλη ποικιλία των διαταραχών οι οποίες μπορούν να οδηγήσουν στην εκκίνηση ενός πιστωτικού κύκλου. Ενδεικτικά σε πολλές αναπτυσσόμενες χώρες στα μέσα τις δεκαετίας του 1990, ήταν ένας συνδυασμός παραγόντων όπως: οι διαρθρωτικές αλλαγές, οι οποίες επηρέασαν θετικά τις προσδοκίες για οικονομική ανάπτυξη, η απελευθέρωση του συστήματος, το οποίο αύξησε την πρόσβαση σε δανεισμό των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών, τα χαμηλά διεθνή επιτόκια καθώς και εισροές ξένων επενδυτικών κεφαλαίων (που οδήγησαν σε χαμηλά επίπεδα τα εγχώρια επιτόκια), ακόμα η ταχεία ανάπτυξη στις βιομηχανικές χώρες που αύξησε τις εξαγωγές.

Βέβαια οι Κεντρικές Τράπεζες έχουν κάποια εργαλεία προκειμένου να αποτρέψουν την υπέρμετρη χορήγηση δανείων. Αυτά είναι τα επιτόκια της

νομισματικής πολιτικής, ο ελάχιστος αποθεματικός συντελεστής και η δυνατότητα επηρεασμού των προσδοκιών. Η δυνατότητα επηρεασμού των προσδοκιών προς την επιθυμητή κατεύθυνση εξαρτάται από την αξιοπιστία του τραπεζικού συστήματος. Μία αύξηση των επιτοκίων θα οδηγήσει σε μείωση των δανείων βέβαια κάτι τέτοιο δεν είναι πάντα εύκολο.

Μία δεύτερη επιλογή που θα οδηγούσε προς την ίδια κατεύθυνση θα ήταν η αύξηση του ελάχιστου αποθεματικού συντελεστή, που θα επέβαλε στις τράπεζες να διατηρούν όμως αχρησιμοποίητα κεφάλαια ασφαλείας. Μία τρίτη επιλογή θα ήταν η αλλαγή του θεσμικού πλαισίου η οποία θα απαιτούσε αυστηρότερα κριτήρια κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών.

Οι κύκλοι οδηγούν συχνά σε φούσκες. Οι φούσκες αναφέρονται σε αυξήσεις των τιμών που δεν δικαιολογούνται από τα στοιχεία του οικονομικού περιβάλλοντος. Βέβαια ούτε και οι Κεντρικές Τράπεζες έχουν τη δυνατότητα να ανιχνεύουν μία φούσκα πριν αυτή διογκωθεί. Παρόλα αυτά ενδείξεις για τη δημιουργία φουσκών υπάρχουν όταν η βελτίωση των προσδοκιών δεν συμβαδίζει με την οικονομική πραγματικότητα.

Από την άλλη ακόμα και αν οι Κεντρικές Τράπεζες αναγνωρίσουν μία φούσκα, οι προσπάθειες τους να τη σπάσουν πριν διογκωθεί υπέρμετρα παρεμποδίζονται από τις αντιδράσεις όσων επωφελούνται από αυτήν.

Εδώ προκύπτει πρόβλημα ηθικού κινδύνου. Η Κεντρική Τράπεζα αν ασχολείται συνεχώς με την αντιμετώπιση των φουσκών είναι λογικό να παραμελεί άλλους βασικούς της στόχους που σχετίζονται με τη νομισματική πολιτική. Από την άλλη, και οι επενδυτές θα γίνουν λιγότερο προσεκτικοί, μιας και θα γνωρίζουν πως κύριο μέλημα της κεντρικής τράπεζας είναι ο εντοπισμός των φουσκών.

Το κύριο χαρακτηριστικό σε περίοδο ύπαρξης της φούσκας είναι οι έντονες ανισοροπίες. Η ύπαρξη ανισοροπιών, αλλά και φαινομένων που αναλύθηκαν σε προηγούμενα κεφάλαια όπως η ασύμμετρη πληροφόρηση και η αδιαφάνεια των τραπεζών διαμορφώνουν τις προσδοκίες.

Οι προσδοκίες ευθύνονται σε μεγάλο βαθμό για την αστάθεια του οικονομικού περιβάλλοντος, με την έννοια ότι ενισχύουν τη δυναμική των κρίσεων, κάτι που αντανakλάται στις γρήγορες μεταβολές των κινδύνων από το ένα είδος στο άλλο, πχ. ο κίνδυνος ρευστότητας μετασχηματίζεται εύκολα σε πιστωτικό

κίνδυνο, επιταχύνεται η μετάδοση της κρίσης, οξύνονται οι χρηματοοικονομικοί κίνδυνοι και προκύπτει χρηματοοικονομική μόλυνση.

Δυστυχώς η πρόβλεψη του χρόνου εκδήλωσης μίας κρίσης δεν εξαρτάται από την αποτελεσματική χρήση αριθμοδεικτών, ποσοτικών και ποιοτικών μεθόδων, αλλά από τη δυνατότητα πρόβλεψης του χρόνου που οι αποσταθεροποιητικές προσδοκίες θα συγκλίνουν προς τη συγκεκριμένη κατεύθυνση.

Συγκεκριμένα οι ισολογισμοί των χρηματοοικονομικών παραγόντων μας βοηθούν στον προσδιορισμό μετρήσιμων ανισορροπιών, που ευθύνονται για τη σαθρότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος. Όσον αφορά τα πιστωτικά ιδρύματα η εξέταση των οικονομικών καταστάσεων είναι απαραίτητη για την ανάλυση των τραπεζικών κινδύνων, (κίνδυνος των στοιχείων ενεργητικού, συναλλαγματικός κίνδυνος, επιτοκιακός κίνδυνος και κίνδυνος ρευστότητας).

Βέβαια η διαχείριση των κινδύνων αλλά και ο καταμερισμός τους είναι βασικό μέλημα των τραπεζών. Το ερώτημα είναι πότε οι κίνδυνοι αυξάνονται σε τέτοιο βαθμό ώστε να οδηγήσουν ακόμα και φερέγγυες τράπεζες σε πτώχευση και να προκαλέσουν κλυδωνισμούς στο τραπεζικό σύστημα.

Σίγουρα οι παραπάνω κίνδυνοι αλληλεπιδρούν μεταξύ τους και μέσω των προσδοκιών, και καθιστούν τα εργαλεία της νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής αναποτελεσματικά. Οι αποσταθεροποιητικές προσδοκίες και οι μηχανισμοί ανατροφοδότησης αυτών μπορούν να ξεκινήσουν από γενικότερα άσχημες οικονομικές συνθήκες, πχ. από μια πτώση στην αξία των στοιχείων του ενεργητικού λόγω κακών επιχειρηματικών αποφάσεων, κάτι τέτοιο μπορεί να έχει δυσανάλογα αρνητικές επιπτώσεις στην ισορροπία του χρηματοοικονομικού συστήματος, αποτελεί όμως την αφορμή και όχι την αιτία του κακού.

Με λίγα λόγια η σαθρότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος σχετίζεται με την υπερέκταση των δραστηριοτήτων των οικονομικών παραγόντων. Αυτές οι δραστηριότητες αποτελούν τις μετρήσιμες ανισορροπίες.

Σε μικροοικονομικό επίπεδο είναι τα υπερχρεωμένα νοικοκυριά και οι εταιρίες που επιδρούν αρνητικά στο ενεργητικό των τραπεζών .

Σε μακροοικονομικό επίπεδο είναι το μεγάλο έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, το εξωτερικό χρέος, το έλλειμμα στον προϋπολογισμό, οι δημοσιονομικές δαπάνες, ο πληθωρισμός, ο αντιπληθωρισμός, τα μεγάλα

συναλλαγματικά κενά, καθιστούν μία χώρα αλλά και τους οικονομικούς παράγοντες αυτής ευάλωτους σε εκροές επενδυτικών κεφαλαίων.

Οι υπερχρεωμένοι οικονομικοί παράγοντες είναι ευάλωτοι στις κυκλικές αυξήσεις των επιτοκίων και στην οικονομική επιβράδυνση. Τα μεγάλα συναλλαγματικά κενά καθιστούν τις χώρες ευάλωτες σε μία ενδεχόμενη υποτίμηση. Τόσο το εξωτερικό, όσο και το δημοσιονομικό χρέος καθιστούν μία χώρα αδύναμη στις αλλαγές των προτιμήσεων των επενδυτών σχετικά με την ανάληψη κινδύνου. Ο υψηλός πληθωρισμός κάνει δύσκολο τον οποιοδήποτε οικονομικό προγραμματισμό και ευθύνεται για την ανισοκατανομή των πηγών χρηματοδότησης. Ο αντιπληθωρισμός μπορεί εύκολα να κακοφορμίσει, προκαλώντας έτσι την κατάρρευση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων, αύξηση του χρέους και πτώχευση των οικονομικών παραγόντων.

Ακόμα τα συναλλαγματικά, επιτοκιακά κενά και τα κενά ρευστότητας αντικατοπτρίζουν την υπερβολική έκθεση των τραπεζών σε κινδύνους, οι τελευταίοι καθιστούν τις τράπεζες ευάλωτες σε οποιαδήποτε διαταραχή.

Τέλος σημαντικό ρόλο στη δυναμική των κρίσεων παίζουν οι αυτό-επιβεβαιούμενες προσδοκίες, εξαιτίας αυτών μία κρίση ενδέχεται να ξεκινήσει ακόμα και αν τα οικονομικά στοιχεία τόσο των τραπεζών όσο και του χρηματοοικονομικού συστήματος αποκλείουν την ύπαρξη αποσταθεροποιητικών τάσεων.

Οι Κεντρικές Τράπεζες θα πρέπει να αναγνωρίζουν έγκαιρα την ύπαρξη μεγάλων ανισοροπιών. Προς ενίσχυση αυτής τους της προσπάθειας διαθέτουν ορισμένα εργαλεία που αφορούν σε 4 κατηγορίες: ενίσχυση της καθαρής θέσης των τραπεζών, ενίσχυση της ρευστότητας, ξεκαθάρισμα των στοιχείων του ενεργητικού και βελτίωση των προσδοκιών.

Αρωγοί στην προσπάθεια των ΚΤ είναι οι κυβερνήσεις, οι οποίες με τη σειρά τους προσπαθούν να αποκαταστήσουν την εμπιστοσύνη στο χρηματοοικονομικό σύστημα και να αποτρέψουν μία πιστωτική κρίση. Λαμβάνουν συχνά μέτρα στήριξης, όπως εγγυήσεις των καταθέσεων και των άλλων υποχρεώσεων των τραπεζών, κεφαλαιακές ενισχύσεις, μεταφορά των προβληματικών στοιχείων του ενεργητικού σε κάποιο δημόσιο οργανισμό κλπ, όμως το αποτέλεσμα αυτών των προσπαθειών είναι πως οι τελευταίες υπόκεινται σε μεγάλο δημοσιονομικό κόστος. Έτσι οι αγορές τιμωρούν τις κυβερνήσεις, ζητώντας υψηλά ασφάλιστρα κινδύνου.

Κεφάλαιο 3

Η Βιομηχανία των Credit Ratings

Όπως αναφέρθηκε σε προηγούμενο κεφάλαιο, η αποτίμηση ενός τραπεζικού ιδρύματος είναι μία δύσκολη διαδικασία στην οποία χρησιμοποιούνται ποσοτικά και ποιοτικά στοιχεία. Οι οίκοι αξιολόγησης χρησιμοποιούν και τα δύο ήδη στοιχεία και λαμβάνουν υπόψη και τις κυβερνητικές εγγυήσεις προκειμένου να αξιολογήσουν μία τράπεζα.

Εισαγωγή

Ο όρος Credit Rating αναφέρεται στην αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας και του πιστωτικού κινδύνου ενός οικονομικού οργανισμού ή μιας χώρας. Ουσιαστικά πρόκειται για εκτίμηση της φερεγγυότητας και της ικανότητας του δανειζόμενου ή του εν δυνάμει δανειζόμενου να εκπληρώσει τις μελλοντικές του υποχρεώσεις. Οι εταιρείες οι οποίες διενεργούν τις αξιολογήσεις ονομάζονται οίκοι αξιολόγησης.

Λόγω της αυξανόμενης πολυπλοκότητας των χρηματοοικονομικών αγορών και της διαφοροποίησης των δανειστών, οι επενδυτές και οι ρυθμιστικές αρχές μέχρι πρόσφατα έδιναν ιδιαίτερη βαρύτητα στη γνώμη των οίκων.

Όμως ο ρόλος τους ύστερα από το ξέσπασμα της πρόσφατης χρηματοοικονομικής κρίσης τίθεται υπό αμφισβήτηση, αφού πολλές αξιολογήσεις τους διαψεύστηκαν και ακόμα χειρότερα θεωρείται ότι εν μέρει προκάλεσαν απώλειες στον χρηματοοικονομικό κόσμο.

Ιστορική Αναδρομή

Στον απόηχο της κρίσης του 1837, έχουμε τη σύσταση των προάγγελων των οίκων αξιολόγησης, ουσιαστικά επρόκειτο για γραφεία αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας των εμπόρων.

Συγκεκριμένα το 184, ο Louis Tappan ίδρυσε την πρώτη εταιρεία αξιολόγησης με έδρα τη Νέα Υόρκη. Εν συνεχεία η ίδια εταιρεία με νέο όμως ιδιοκτήτη τον Robert Dun, εξέδωσε το 1859 τον πρώτο οδηγό αξιολογήσεων. Το 1933 η εταιρεία συγχωνεύτηκε με τη Bradstreet, και το 1962 έγινε η ιδιοκτήτρια του οίκου Moody's.

Η εξάπλωση των δραστηριοτήτων αξιολόγησης ήταν αναμενόμενη, ύστερα από την έκδοση νέων ομολόγων προκειμένου να χρηματοδοτηθούν οι εταιρείες που λάμβαναν μέρος στην κατασκευή των σιδηροδρόμων. Το 1909, η Moody's προχώρησε στην αξιολόγηση των ομολόγων αμερικανικών σιδηροδρόμων. Έτσι τέθηκαν τα θεμέλια για τη βιομηχανία των οίκων αξιολόγησης, με τη δημιουργία επιπλέον της Poor's Publishing Company το 1916 και της Standard Statistics Company το 1922. Μάλιστα οι δύο τελευταίοι οίκοι συγχωνεύτηκαν για να σχηματίσουν την Standard & Poor's το 1941.

Αργότερα δημιουργήθηκαν: η Fitch Publishing Company το 1924, και η Duff and Phelps, η οποία προχώρησε σε αξιολογήσεις ομολόγων από το 1982.

Τους τέσσερις κυρίαρχους οίκους αξιολόγησης ανταγωνίζονται επίσης σημαντικοί οίκοι όπως οι Bankwatch και IBCA στις ΗΠΑ, οι οποίοι αξιολογούν αποκλειστικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ή η A M Best που αξιολογεί κατά αποκλειστικότητα ασφαλιστικές εταιρείες.

Διαχρονικά οι οίκοι αξιολόγησης έχουν επεκτείνει το εύρος των δραστηριοτήτων τους, και έχουν αυξήσει τη συχνότητα των αξιολογήσεων. Πέραν από τα ομόλογα μακροπρόθεσμου χρέους αμερικάνικων εταιρειών, άρχισαν να δραστηριοποιούνται σε αξιολογήσεις χρηματοοικονομικών προϊόντων χρέους όπως ομολόγων δήμων, περιουσιακών στοιχείων τιτλοποιήσεων, προνομιούχων μετοχών, ιδιωτικών τοποθετήσεων, πιστοποιητικών τραπεζικών καταθέσεων κλπ.

Αργότερα οι αξιολογήσεις αφορούσαν και άλλου είδους κινδύνους, όπως ο κίνδυνος αντισυμβαλλομένου που προκύπτει από τις συναλλαγές με εταιρίες παραγωγών προϊόντων ή ασφαλιστικών εταιρειών ή ο κίνδυνος που προκύπτει από την μεταβλητότητα της αξίας των αμοιβαίων κεφαλαίων και της αξίας των απαιτήσεων που προκύπτει από τα τιτλοποιημένα στεγαστικά δάνεια.

Από τη διαδικασία αξιολόγησης των οίκων πιστοληπτικής ικανότητας, ουσιαστικά δημιουργείται μία εκτίμηση της πιθανότητας αθέτησης ή καθυστέρησης της πληρωμής των απαιτήσεων που προκύπτουν από ένα αξιόγραφο.

Οι περισσότεροι οίκοι αξιολόγησης χρησιμοποιούν το δικό τους σύστημα συμβολισμών για να αποτυπώσουν τον κίνδυνο, σε μία κλίμακα ανάμεσα σε υπερβολικά ασφαλή και υψηλού ρίσκου χρεόγραφα. Αξίζει να σημειωθεί πως έχει γίνει προσπάθεια για την επίτευξη σχετικής συμμετρίας στο σύστημα συμβολισμών μεταξύ των μεγάλων οίκων αξιολόγησης.

Αρχικά οι οίκοι παρείχαν τις αξιολογήσεις τους δωρεάν, ενώ η χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων τους προερχόταν κατά κύριο λόγο από έσοδα των δημοσιεύσεων και συναφών δραστηριοτήτων. Όπως ήταν επόμενο τα παραπάνω έσοδα δεν ήταν αρκετά για την κάλυψη των ολοένα και αυξανόμενων δραστηριοτήτων τους. Καθώς η ζήτηση για γρηγορότερες και πιο κατανοητές αξιολογήσεις αυξανόταν, οι οίκοι ξεκίνησαν να χρεώνουν τους αξιολογούμενους και τα προϊόντα τους.

Η πτώχευση της εταιρείας Penn Central το 1970, λειτούργησε καταλυτικά για την παραπάνω αλλαγή. Οι επενδυτές άρχισαν να γίνονται καχύποπτοι σχετικά με την οικονομική ευρωστία και άλλων εταιρειών με αποτέλεσμα να σταματήσουν την αναχρηματοδότηση μέσω της ρευστοποίησης των χρεογράφων των εταιρειών αυτών. Αντιμέτωπες με την έλλειψη ρευστότητας, οι περισσότερες από τις εταιρείες αυτές χρεοκόπησαν.

Πλέον οι εκδότες χρέους, προκειμένου να καθησυχάσουν το παραγμένο επενδυτικό κοινό, στρέφονταν οικιοθελώς στους οίκους αξιολόγησης, καθιερώνοντας την αξιολόγηση ως αναγκαία προϋπόθεση για την έκδοση νέων χρεογράφων.

Οι οίκοι Fitch και Moody's άρχισαν να χρεώνουν τους αξιολογούμενους από το 1970, ενώ ο οίκος S&P ξεκίνησε με τη χρέωση των αξιολογήσεων των δημοτικών ομολόγων το 1968. Η προμήθεια που χρεώνουν οι οίκοι ποικίλει ανάλογα με τον τύπο του εκδιδόμενου χρέους, παρόλα αυτά ένα αντιπροσωπευτικό ποσοστό προμήθειας για την αξιολόγηση μίας μακροπρόθεσμης εταιρικής ομολογίας υπολογίζεται γύρω στις 2 με 3 μονάδες βάσης επί του αρχικού κεφαλαίου για κάθε χρόνο αξιολόγησης.

Φυσικά οι αμοιβές αξιολογήσεων έχουν ανώτατο και κατώτατο όριο, ενώ οι εκδότες χρέους που αξιολογούνται συχνά πληρώνουν μικρότερες προμήθειες. Ενδεικτικά, τα τελευταία χρόνια περίπου τα 4/5 των εσόδων του οίκου S&P προέρχονται από τις αξιολογήσεις που εκδίδει.

Διαδικασία Αξιολόγησης και Αυτόκλητες Αξιολογήσεις

Η διαδικασία αξιολόγησης μπορεί να είναι εκτεταμένη και να απαιτεί πολύ χρόνο και προσπάθεια τόσο από τη μεριά του αξιολογούμενου όσο και από αυτή του οίκου αξιολόγησης. Οι τελευταίοι βασίζουν τις αξιολογήσεις τους σε ποιοτικά και ποσοτικά χαρακτηριστικά της δανειζόμενης εταιρείας, και σε προβλέψεις σχετικά με τα προϊόντα χρέους αυτών. Τα αποτελέσματα των αξιολογήσεων παρουσιάζονται στην επιτροπή του οίκου αξιολόγησης και μέσα από διάλογο αποφασίζεται η κατάταξη του αξιολογούμενου. Έπειτα τα στοιχεία παρουσιάζονται αναλυτικά στον αξιολογούμενο για τυχόν ενστάσεις του, και στη συνέχεια τα αποτελέσματα δημοσιεύονται στο ευρύ κοινό.

Η πολιτική ανάμεσα στους οίκους αξιολόγησης σχετικά με το ποιες αξιολογήσεις αναλαμβάνουν διαφέρει. Κάποιοι οίκοι αναλαμβάνουν αξιολογήσεις μόνο κατόπιν εντολής, άλλοι ενδέχεται να προχωρήσουν σε αυτόκλητες αξιολογήσεις.

Η S&P αξιολογεί όλα τα φορολογήσιμα χρεόγραφα της αμερικάνικης αγοράς, τα οποία είναι αναγνωρισμένα από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC). Από την άλλη, δεν αξιολογεί αυτόκλητα, δομημένα ομόλογα και αξιόγραφα που εκδίδουν ξένες εταιρείες, διότι υποστηρίζει πως η έλλειψη μη δημοσιοποιημένης πληροφόρησης που μπορεί να παρέχεται κυρίως μέσω μόνο του αξιολογούμενου, καθιστά τέτοιες αξιολογήσεις ανεπαρκείς.

Η Moody's ακολουθεί την ίδια πολιτική με την S&P, με τη μόνη διαφορά πως πραγματοποιεί και αυτόκλητες αξιολογήσεις σε δομημένα αξιόγραφα και ξένα ομόλογα. Οι οίκοι Fitch και Duff & Phelps, απέχουν από τη διαδικασία των αυτόκλητων αξιολογήσεων οποιοδήποτε αξιόγραφου.

Αξίζει να σημειωθεί πως οι αυτόκλητες αξιολογήσεις τίθενται συχνά υπό αμφισβήτηση διότι βασίζονται σε ελλιπή πληροφόρηση. Είναι επίσης πιο αυστηρές σε σχέση με τις αξιολογήσεις που πραγματοποιούνται κατόπιν αιτήσεως, κυρίως λόγω έλλειψης της απαραίτητης επικοινωνίας με τον αξιολογούμενο.

Παρόλα αυτά, οι υπέρμαχοι των αυτόκλητων αξιολογήσεων υποστηρίζουν πως είναι αξιόπιστες, ενώ θέτουν τις αξιολογήσεις κατόπιν εντολής υπό κάποια μορφή αμφισβήτησης, λόγω των πελατειακών σχέσεων που μπορεί να προκύψουν ανάμεσα στον οίκο και την αξιολογούμενη εταιρεία.

Αξιοπιστία των Αξιολογήσεων

Η ποιότητα των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας σχετίζεται άμεσα με την εύρυθμη λειτουργία του χρηματοοικονομικού συστήματος. Όμως αυξανόμενου του αριθμού των οίκων αξιολόγησης, οι διαφορές στις αξιολογήσεις παρέχουν κίνητρο στους υποψήφιους προς αξιολόγηση, να επιλέγουν οίκο ανάλογα με το ποιος ενδέχεται να πραγματοποιήσει ευνοϊκότερη αξιολόγηση.

Οι Becker και Milbourn σε πρόσφατη έρευνά τους (2010), πραγματοποίησαν μία εμπειρική μελέτη με σκοπό να διαπιστώσουν αν και κατά πόσο ο αυξανόμενος ανταγωνισμός επηρεάζει τα Credit Ratings.

Όπως έχει ήδη αναφερθεί η βιομηχανία των Credit Ratings, ιστορικά κυριαρχείται από τους οίκους Moody's και S&P. Ο οίκος Fitch εθεωρείτο ένας μικρός παίχτης της βιομηχανίας των Credit Ratings μέχρι το 1989, έτος κατά το οποίο το νέο management της εταιρείας προχώρησε σε σημαντικές αναδιαρθρώσεις. Το 1997 συγχωνεύτηκε με την IBCA Limited, και έκτοτε το μερίδιο της Fitch, όσον αφορά τις αξιολογήσεις εταιρικών ομολόγων αυξήθηκε σημαντικά.

Ενδεικτικά το 1997, ο οίκος Fitch (in median industry), εξέδωσε λιγότερο από το 10% των αξιολογήσεων, ενώ το 2007 εξέδωσε περίπου το 1/3 αυτών. Βέβαια το ποσοστό των αξιολογήσεων της Fitch, στη βιομηχανία των εταιρικών ομολόγων, διαφέρει σημαντικά από κλάδο σε κλάδο.

Συγκεκριμένα ο οίκος φαίνεται κυρίαρχος στις αξιολογήσεις των εταιρικών ομολόγων στους κλάδους των χρηματοοικονομικών, της Δημόσιας Διοίκησης, του Real Estate, και της λιανικής. Ενώ παρουσιάζει ένα λιγότερο αντιπροσωπευτικό ποσοστό όσον αφορά τις αξιολογήσεις ομολογιών που ανήκουν στους κλάδους της γεωργίας, της ψυχαγωγίας και των μεταφορών.

Η αύξηση του ανταγωνισμού από τη Fitch φαίνεται να συμπίπτει με χαμηλότερο επίπεδο όσον αφορά την ποιότητα των αξιολογήσεων.

Σύμφωνα με τους Becker και Milbourn, οι βαθμολογίες αυξήθηκαν, η συσχέτιση μεταξύ αξιολογήσεων και αποδόσεων της αγοράς μειώθηκε, καθώς επίσης περιορίστηκε η ικανότητα των αξιολογήσεων στο να προβλέπουν περιπτώσεις αθέτησης υποχρεώσεων των αγορών.

Σε αυτή τη μελέτη εξετάζεται η επίδραση του αυξανόμενου ανταγωνισμού στη βιομηχανία των Credit Ratings, και αν αυτός βελτιώνει την ποιότητα των διαδικασιών αξιολόγησης. Η μελέτη επικεντρώνεται σε δύο συνιστώσες της

ποιότητας των αξιολογήσεων: στην ικανότητα διαβίβασης και διάχυσης των πληροφοριών προς τους επενδυτές και στην ικανότητά τους να χαρακτηρίζουν τον κίνδυνο. Η συνολική ποιότητα των αξιολογήσεων φαίνεται να μειώνεται όταν παρατηρούνται αυξήσεις του γενικού επιπέδου των βαθμολογιών.

Τα στοιχεία που προέκυψαν από τη μελέτη έχουν ως εξής: Οι βαθμολογίες των αξιολογήσεων που ανακοινώθηκαν από την S&P και τη Moody's αυξήθηκαν καθώς ο ανταγωνισμός αυξήθηκε. Επιπλέον η ικανότητα των αξιολογήσεων των S&P και Moody's, να ερμηνεύουν τις αποδόσεις των ομολόγων μειώθηκε ως συνέπεια της αύξηση του ανταγωνισμού.

Ακόμα, η ικανότητα των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας των εταιρειών, στο να προβλέπουν περιπτώσεις χρεοκοπίας, μειώθηκε όταν ο οίκος Fitch απέκτησε μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς. Για παράδειγμα όταν ο ανταγωνισμός ήταν χαμηλός, εταιρείες που κατατάσσονται από τους οίκους σε κατηγορία κερδοσκοπικής αξιολόγησης, υπολογίστηκε πως είχαν πιθανότητα να πτωχεύσουν 7,7 φορές περισσότερο από ότι οι εταιρείες με επενδυτική αξιολόγηση. Όμως όταν ο ανταγωνισμός ήταν υψηλότερος οι εταιρείες με κερδοσκοπική αξιολόγηση είχαν πιθανότητα να πτωχεύσουν μόνο 2,2 φορές περισσότερο από ότι είχαν οι εταιρείες με επενδυτική αξιολόγηση. Αξίζει να σημειωθεί πως η ασθενέστερη δυνατότητα πρόβλεψης των αξιολογήσεων, δεν οφείλεται σε κάποια δυσκολία που προκύπτει από το περιβάλλον πληροφόρησης.

Για τα ευρήματα της έρευνας των Becker και Milbourn υπάρχουν αρκετές πιθανές εξηγήσεις που βασίζονται σε διάφορες θεωρίες. Αν ο αυξανόμενος ανταγωνισμός από τον οίκο αξιολόγησης Fitch μείωσε τα μελλοντικά έσοδα των κυρίαρχων οίκων αξιολόγησης, τότε είναι λογικό να μειώθηκε κατά ένα βαθμό το κίνητρο παροχής ποιοτικών αξιολογήσεων.

Δεύτερον, είναι πιθανό τα στοιχεία από την εμπειρική μελέτη να υποδηλώνουν την παρουσία του "shopping rating". Με τον όρο "shopping rating" περιγράφουμε το φαινόμενο στο οποίο οι εκδότες χρέους ενδιαφέρονται να πληρώσουν προκειμένου να κερδίσουν μία υψηλή βαθμολόγηση. Αυτή η διαδικασία γίνεται ευκολότερη εάν υπάρχουν περισσότεροι βαθμολογητές για να επιλέξουν.

Σύμφωνα με τα ευρήματα της παραπάνω μελέτης, οι βαθμολογίες των ομολόγων που αξιολογούνται από τους οίκους S&P και Moody's, είναι χαμηλότερες

από αυτές των ομολόγων που έχει αναλάβει ο οίκος Fitch. Κάτι τέτοιο επιβεβαιώνει τη θεωρία περί “shopping rating”.

Ωστόσο, σε κατηγορίες άλλων προϊόντων που ο οίκος Fitch φαίνεται να έχει μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς, οι αξιολογήσεις του δίνουν μικρότερες βαθμολογίες, από ότι οι αξιολογήσεις που πραγματοποιούνται από τις S&P και Moody's για τα ίδια προϊόντα.

Οι Becker και Milbourn συμπεραίνουν ότι ο ανταγωνισμός πιθανότατα αποδυναμώνει το κίνητρο για διατήρηση της φήμης σχετικά με την ποιότητα των υπηρεσιών που προσφέρονται από τους οίκους αξιολόγησης και αυτό έχει ως συνέπεια την υπονόμηση της ποιότητας των αξιολογήσεων.

Πάντως ο προστατευτικός μηχανισμός που δημιουργείται από το κίνητρο για διατήρηση της φήμης, φαίνεται πως αποδίδει καλύτερα σε μέτρια επίπεδα ανταγωνισμού.

Τα ευρήματα της έρευνας των Becker και Milbourn δείχνουν πως η εισαγωγή του τρίτου κυρίαρχου οίκου στη βιομηχανία των credit ratings, συμπίπτει με χαμηλότερη ποιότητα, τόσο από άποψη βαθμολογίας (ελαστικότερες βαθμολογίες), όσο και από άποψη πληροφοριακού περιεχομένου των αξιολογήσεων των οίκων.

Η αρνητική συσχέτιση μεταξύ ανταγωνισμού και ποιότητας που προκύπτει δεν μπορεί να εξηγηθεί παρόλα αυτά από την οικονομετρική ανάλυση.

Επίσης δεν μπορεί να υποστηριχθεί πως κάτι τέτοιο θα μπορούσε να εξηγηθεί από το φαινόμενο του “shopping rating”, ή από την αύξηση του συνολικού μεριδίου της αγοράς.

Παρόλα αυτά κρίνεται ωφέλιμο, να εξεταστεί σοβαρά από τις κανονιστικές και ρυθμιστικές αρχές, η αύξηση του ανταγωνισμού στη βιομηχανία των Credit Ratings προκειμένου να μην θιγεί η φήμη όλου του μηχανισμού αξιολόγησης, και να μην υπονομευτεί η προσπάθεια παραγωγής αξιόπιστων προβλέψεων.

Ο αυξανόμενος ανταγωνισμός ανάμεσα στους οίκους, κυρίως λόγω του συστήματος αμοιβών θα μπορούσε να λεχθεί ότι ενθαρρύνει τους οίκους να εκδίδουν ευνοϊκότερα αποτελέσματα προκειμένου να ικανοποιήσουν τους αξιολογούμενους και να αποκομίσουν υψηλότερα χρηματικά οφέλη, από την άλλη φαίνεται να επικρατεί η ανάγκη διαφύλαξης της υψηλής ποιότητας των αξιολογήσεων προκειμένου να διατηρήσουν οι οίκοι τη φήμη τους.

Ένας παρατηρητής των αγορών εύστοχα αναφέρει «Κάθε φορά που ένας οίκος υπογράφει και δημοσιεύει στο κοινό μία αξιολόγηση, το όνομα, η αξιοπιστία και η ακεραιότητά του τίθενται υπό αμφισβήτηση από όλη την επενδυτική κοινότητα» (Wilson 1994)

Προσδιορισμός των NRSROs

Στη βιομηχανία των οίκων αξιολόγησης, κρίνεται απαραίτητος ο προσδιορισμός εκείνων των οίκων που έχουν κρατική αναγνώριση, προκειμένου να διασφαλίζεται η αξιοπιστία των αξιολογήσεων.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των ΗΠΑ (SEC), χρησιμοποίησε πρώτη φορά τον όρο NRSRO (Nationally Recognized Statistical Rating Organizations) το 1975, και αναφερόταν σε οίκους που οι αξιολογήσεις τους μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν για να καθορίσουν τις καθαρές κεφαλαιακές απαιτήσεις μεσιτών και πωλητών. Όταν χρησιμοποιήθηκε για πρώτη φορά η έκφραση από τη SEC αφορούσε τους τρεις οίκους με εθνική παρουσία εκείνη την περίοδο: Moody's, S&P και Fitch. Καθώς όμως η αγορά ομολόγων και η Βιομηχανία των Credit Ratings αυξανόταν ταχύτατα, και άλλοι οίκοι αιτήθηκαν να αναγνωρισθούν ως NRSRO.

Το 1982 αναγνωρίστηκε η Duff and Phelps και ακολούθησαν η IBCA το 1991 και η Bank Watch το 1992. Η αναγνώριση των δύο τελευταίων περιορίστηκε σε αξιολογήσεις τραπεζών και χρηματοοικονομικών οργανισμών.

Οι διαδικασίες αξιολόγησης και αναγνώρισης ενός οίκου ως NRSRO από την SEC, δεν είναι σαφείς, παρόλα αυτά η τελευταία ορίζει πως για να χαρακτηριστεί ένας οίκος ως NRSRO θα πρέπει να είναι «εθνικά αναγνωρισμένος από τους κυριάρχους χρήστες των αξιολογήσεων στις ΗΠΑ, ως εκδότης αξιόπιστων και υπεύθυνων αξιολογήσεων» (SEC 1994a).

Με τον κρίσιμο αυτό όρο, αναγνωρίζεται η βαρύτητα που δίνεται στην αποδοχή της αξιοπιστίας του οίκου πρωτίστως από τις αγορές, προκειμένου ο οίκος να αναγνωριστεί και επίσημα ως NRSRO.

Δεδομένου της αυξανόμενης σπουδαιότητας του τίτλου NRSRO οι νεοεισερχόμενοι στη βιομηχανία των οίκων αξιολόγησης που πιθανόν στερούνται αυτό τον τίτλο αντιμετωπίζουν μεγάλα εμπόδια στη προσέλκυση υποψήφιων

πελατών από την επενδυτική κοινότητα. Το πρόβλημα γίνεται ακόμα πιο έντονο όσον αφορά τους ξένους οίκους αξιολόγησης.

Εφόσον οι οίκοι διαθέτουν τον τίτλο NRSRO, η επιτροπή κεφαλαιαγοράς δεν απαιτεί επιπλέον από αυτούς να διαθέτουν πανομοιότυπα standards αξιολόγησης. Ουσιαστικά, δεν υπάρχει συγκεκριμένος κανόνας ο οποίος να καθορίζει πως ισοδύναμες βαθμίδες αλφαριθμητικών χαρακτήρων αντιστοιχούν σε παρόμοια επίπεδα πιστωτικού κινδύνου.

Για τούτο, οι κανονισμοί αναφέρονται άμεσα στον τίτλο NRSRO που υποχρεούται να φέρουν οι οίκοι αξιολόγησης, δίχως να δίνουν βαρύτητα στις διαφορές μεταξύ αυτών.

Οίκοι Αξιολόγησης και Κανονισμοί Προληπτικής Εποπτείας

Η αναγκαιότητα ύπαρξης των οίκων αξιολόγησης, αποτελεί κλασικό παράδειγμα εξέλιξης των αγορών και του χρηματοοικονομικού συστήματος, προκειμένου να αντιμετωπιστεί το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης. Οι οίκοι αξιολογούν τις χρηματοοικονομικές απατήσεις και τις κατατάσσουν βάση κατηγοριών πιστοληπτικής ικανότητας.

Οι οίκοι που κυριαρχούν στη βιομηχανία των credit ratings προέρχονται από τις ΗΠΑ και είναι οι S&P, Moody's και Fitch. Αυτούς ανταγωνίζονται εταιρείες που ειδικεύονται στην αξιολόγηση αποκλειστικά συγκεκριμένων κατηγοριών όπως λ.χ ασφαλιστικές εταιρείες ή πιστωτικά ιδρύματα.

Και στην Ευρώπη ολοένα και περισσότερες εταιρείες και οργανισμοί θεωρούν απαραίτητη μία ευνοϊκή βαθμολογία προκειμένου να προχωρήσουν στην έκδοση ομολόγων. Από την άλλη, ένας μεγάλος αριθμός αναδυόμενων αγορών έχει θέσει απαραίτητη προϋπόθεση για την έκδοση ομολόγων και άλλων προϊόντων χρέους συγκεκριμένες βαθμολογίες πιστοληπτικής ικανότητας.

Από το 1990 και ύστερα, έχει παρατηρηθεί μια αυξανόμενη εξάρτηση τόσο των ώριμων όσο και των αναδυόμενων αγορών από τους οίκους και τις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας αυτών. Οι αξιολογήσεις για πρώτη φορά χρησιμοποιήθηκαν από τους κανονισμούς προληπτικής εποπτείας, έκτοτε έχουν χρησιμοποιηθεί προκειμένου να αποθαρρύνουν χρηματοπιστωτικά ιδρύματα από το να έχουν στην κατοχή τους τίτλους υψηλού πιστωτικού κινδύνου.

Ακόμα οι αξιολογήσεις έχουν χρησιμοποιηθεί στη διαδικασία καθορισμού των κεφαλαιακών απαιτήσεων (θέτοντας ακόμα υψηλότερα επίπεδα κεφαλαιακής επάρκειας από τα πιστωτικά ιδρύματα που διαθέτουν τίτλους χαμηλής πιστοληπτικής βαθμολόγησης). Αυτοί οι κανονισμοί θεωρούνται το όχημα για την ευαισθητοποίηση των χρηματοπιστωτικών οργανισμών απέναντι σε θέματα πιστοληπτικής ικανότητας, περιορισμού απερίσκεπτης συμπεριφοράς, καθώς και πειθαρχίας στις αγορές.

Η χρήση των αξιολογήσεων στη ρυθμιστική διαδικασία έχει τεθεί υπό αμφισβήτηση κι έχει δημιουργήσει αντιπαραθέσεις, για τούτο και οι μεγάλοι οίκοι αξιολόγησης διατηρούν ανησυχίες σχετικά με τη χρήση των αξιολογήσεων στη διαμόρφωση των ρυθμιστικών κανονισμών. Εν μέρει, υπάρχουν αμφιβολίες σχετικά με το κατά πόσο ακριβείς μπορεί να είναι οι αξιολογήσεις στην αποτύπωση των κινδύνων (και κυρίως του κίνδυνου χώρας).

Επιπλέον, έχει υποστηριχθεί ότι η αμφίροπη σχέση μεταξύ των ρυθμιστικών απαιτήσεων και των αλλαγών στις αξιολογήσεις, ενδεχομένως να έχει σημαντικές αρνητικές επιπτώσεις στη δυναμική των αγορών, τόσο εντός των εθνικών αγορών όσο και σε διασυνοριακό επίπεδο. Για παράδειγμα εάν μία χώρα ξαφνικά υποβαθμιζόταν από την κατηγορία investment στην κατηγορία non-investment- εν μέσω μιας κρίσης, όχι μόνο θα στερούσε σε αυτή τη χώρα αναγκαίες πηγές χρηματοδότησης, αλλά και πολλοί θεσμικοί επενδυτές θα μπορούσαν να βρεθούν αντιμέτωποι με υψηλότερο κόστος δανεισμού ή διαφορετικά θα ήταν υποχρεωμένοι να αποκλείσουν από το χαρτοφυλάκιο τους, τίτλους που διαθέτουν τέτοια αξιολόγηση.

Στο παρελθόν οι μεγάλοι οίκοι αξιολόγησης τάχθηκαν ενάντια στη χρήση των αξιολογήσεων στη διαμόρφωση των ρυθμιστικών κανονισμών, διότι υπό αυτές τις συνθήκες ενθαρρύνεται η ανάπτυξη περιβάλλοντος πελατειακών σχέσεων και «ψωνίσματος» των αξιολογήσεων “shopping rating”, μεταξύ των οίκων και των εκδοτών οι οποίοι θα αναζητούν τη λιγότερο ακριβή και/ή τη λιγότερο αυστηρή διαδικασία αξιολόγησης.

Επιπροσθέτως, η σύνδεση του έργου των οίκων αξιολόγησης με την αυστηρή διαδικασία διαμόρφωσης των ρυθμιστικών κανονισμών επάρκειας, θα μπορούσε να υποβαθμίσει τον κύριο σκοπό των οίκων αξιολόγησης, που δεν είναι άλλος από την εξυπηρέτηση των πληροφοριακών αναγκών των αποταμιευτών.

Ακόμα, η εμπλοκή των οίκων αξιολόγησης στη διαμόρφωση του ρυθμιστικού πλαισίου, θα καθιστούσε απαραίτητη την επιτήρηση των δραστηριοτήτων τους από επίσημες κυβερνητικές αρχές.

Η πρόσφατη εμπειρία έχει οδηγήσει τους οίκους να δίνει πλέον μεγάλη έμφαση κατά τη διαδικασία αξιολόγησης, στην ευρωστία του τραπεζικού συστήματος και στα χρηματοοικονομικά σχέδια επείγουσας επέμβασης, σε χώρες με σημαντικές διασυνοριακές χρηματοοικονομικές ανάγκες.

Κεφάλαιο 4

Προσδιοριστικοί Παράγοντες των Αξιολογήσεων

Οι τράπεζες συχνά απολαμβάνουν κυβερνητικές εγγυήσεις. Η αξία της εγγύησης εξαρτάται από την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας. Αν η εγγύηση είναι αξιόπιστη, η οικονομική κατάσταση της κυβέρνησης θα επηρεάζει σημαντικά τα Credit Ratings των τραπεζικών ιδρυμάτων.

Αξιολογήσεις Κρατών

Οι αξιολογήσεις σε επίπεδο χωρών έχουν ιδιαίτερη βαρύτητα όχι μόνο από την άποψη ότι ορισμένοι από τους μεγαλύτερους εκδότες χρέους στις διεθνείς κεφαλαιαγορές είναι τα κράτη, αλλά και γιατί οι ίδιες οι αξιολογήσεις των χωρών επηρεάζουν τις βαθμολογίες της πιστοληπτικής ικανότητας των δανειζομένων κάθε κράτους. Οι εταιρείες που δραστηριοποιούνται σε κάποια συγκεκριμένη χώρα είναι σχεδόν αδύνατον να διαθέτουν βαθμολογίες υψηλότερες από αυτές της ίδιας της χώρας.

Πίνακας 1 Sovereign Ratings

COUNTRY	S&P	FITCH
AT	AAA	AAA
BE	AA+	AA+
CY	A+	AA-
DE	AAA	AAA
ES	AA+	AAA
FI	AAA	AAA
FR	AAA	AAA
GR	BBB+ *	BBB+
IE	AA	AA-
IT	A+	AA-
LU	AAA	AAA
MT		
NL	AAA	AAA
PT	A+	AA
AT	AAA	AAA
BE	AA+	AA+

Source: Bloomberg

Στον παραπάνω πίνακα παρουσιάζονται οι αξιολογήσεις των 16 κρατών της ευρωζώνης για την κατηγορία Local Currency LT Debt, για το έτος 2009, από τους οίκους S&P και Fitch.

Στη μελέτη των Cantor και Packer (1996), έγινε μία προσπάθεια καθορισμού των παραγόντων και των επιπτώσεων των αξιολογήσεων της πιστοληπτικής ικανότητας κρατών.

Μέσα από την μελέτη παρέχεται η εκτίμηση των αριθμοδεικτών εκείνων οι οποίοι λαμβάνονται υπόψη περισσότερο στον καθορισμό της αξιολόγησης.

Οι οίκοι Moody's και S&P χρησιμοποιούν ένα πλήθος οικονομικών, κοινωνικών και πολιτικών κριτηρίων προκειμένου να αξιολογήσουν την πιστοληπτική ικανότητα μιας χώρας. Η πλήρης συσχέτιση των κριτηρίων και των αξιολογήσεων μεταξύ των δύο οίκων δεν είναι δυνατό να επιτευχθεί τόσο γιατί πολλά από τα κριτήρια δεν ποσοτικοποιούνται, όσο και γιατί οι οίκοι παρέχουν ελάχιστη πληροφόρηση σχετικά με τις σχετικές σταθμίσεις που χρησιμοποιούν σε κάθε παράγοντα-κριτήριο της διαδικασίας αξιολόγησης.

Οι δύο κορυφαίοι οίκοι υποστηρίζουν πως δεν χρησιμοποιούν κατά αποκλειστικότητα κάποιο συγκεκριμένο μοντέλο, το οποίο να συνδυάζει τους οικονομικο-πολιτικούς παράγοντες στη διαδικασία αξιολόγησης.

Οι Cantor και Packer, σε ένα εμπειρικό μοντέλο, χρησιμοποιούν τις αξιολογήσεις 49 χωρών, από τους δύο οίκους, οι αξιολογήσεις αυτές δημοσιεύτηκαν τον Σεπτέμβριο του 1995.

Χρησιμοποιώντας μία γραμμική παλινδρόμηση προσπάθησαν να υπολογίσουν τη σημασία οκτώ μεταβλητών που εμφανίζονται κατ'επανάληψη στις αναφορές σχετικά με τις αξιολογήσεις των χωρών, από τις Moody's και S&P.

Οι περιγραφές των οκτώ μεταβλητών και η επίδρασή τους στην πιστοληπτική ικανότητα των χωρών, παρατίθενται εδώ, (δεδομένου μιας ενδεχόμενης αύξησης της μεταβλητής αναφέρεται η ευνοϊκή επίδραση στην πιστοληπτική ικανότητα με + και η αρνητική επίδραση με -):

Κατά κεφαλήν εισόδημα

Όσο μεγαλύτερη είναι η φορολογική βάση της δανειζόμενης χώρας, τόσο μεγαλύτερη είναι ικανότητα αποπληρωμής τους χρέους της. Αυτή η μεταβλητή μπορεί να χρησιμοποιηθεί και ως proxy του επιπέδου πολιτικής σταθερότητας καθώς και άλλων θεμελιωδών οικονομικών μεγεθών. Επίδραση μεταβολής: +

Αύξηση ΑΕΠ

Ένας σχετικά υψηλός ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης συνεπάγεται ευκολότερη αποπληρωμή του υπάρχοντος κρατικού χρέους. Επίδραση μεταβολής: +

Πληθωρισμός

Ο υψηλός πληθωρισμός είναι δείγμα ύπαρξης προβλημάτων στην οικονομία της χώρας. Όταν η κυβέρνηση εμφανίζεται απρόθυμη είτε ανίκανη να ανταποκριθεί στις τρέχουσες δαπάνες του προϋπολογισμού, μέσω φορολογίας ή έκδοσης χρέους, αναγκαστικά προσφεύγει στην αύξηση της νομισματικής κυκλοφορίας, εντείνοντας έτσι τις πληθωριστικές πιέσεις. Ο πληθωρισμός σε συνδυασμό με την δυσaréσκεια της κοινής γνώμης σχετικά με την οικονομική πολιτική είναι δυνατόν να οδηγήσουν σε κλίμα πολιτικής αστάθειας. Επίδραση μεταβολής: -

Δημοσιονομικό ισοζύγιο

Υψηλό δημόσιο έλλειμμα απορροφά τις εγχώριες αποταμιεύσεις, και υποδεικνύει πως η κυβέρνηση πάσχει από άποψη ικανότητας ή θέλησης να φορολογήσει τους πολίτες, προκειμένου να ανταποκριθεί στις δαπάνες της ή να εξυπηρετήσει το χρέος της.

Εξωτερικό ισοζύγιο

Υψηλό έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών υποδηλώνει πως ο δημόσιος και ο ιδιωτικός τομέας, βασίζονται κατά κύριο λόγο στη χρηματοδότηση από το εξωτερικό. Όταν το έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών δεν μειώνεται, το εξωτερικό χρέος αυξάνεται, έχουν ως αποτέλεσμα η εξάρτηση της χώρας από τους εξωτερικούς δανειστές να γίνεται δυσβάσταχτη.

Εξωτερικό χρέος

Υψηλό εξωτερικό χρέος αντιστοιχεί σε υψηλό κίνδυνο πτώχευσης. Ο κίνδυνος γίνεται εντονότερος καθώς οι εισαγωγές της χώρας αυξάνονται σε σχέση με τις εξαγωγές της. Επίδραση μεταβολής: -

Οικονομική ανάπτυξη

Όταν μία χώρα φτάσει σε συγκεκριμένο επίπεδο ανάπτυξης εισοδήματος σημαίνει πως έχει μεγαλύτερη πιθανότητα να εκπληρώσει τις οικονομικές τις υποχρεώσεις, και φυσικά ο πιστωτικός κίνδυνος αυτής μειώνεται. Επίσης αυτή η μεταβλητή διευκολύνει τους Cantor & Packer να κατατάξουν τις χώρες σε βιομηχανοποιημένες ή όχι (σύμφωνα βέβαια και με την κατάταξη από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο).
Επίδραση μεταβολής: +

Ιστορικό Πτωχεύσεων

Όταν μία χώρα έχει αποτύχει στο πρόσφατο παρελθόν (αναδρομή από το 1970), να ανταποκριθεί στην εκπλήρωση του χρέους της, χαρακτηρίζεται από υψηλό πιστωτικό κίνδυνο και διαθέτει μικρό βαθμό στην αξιολόγηση της πιστοληπτικής της ικανότητας. Θεωρείται αναξιόπιστη και τα προϊόντα χρέους της δεν προτιμώνται από τα περισσότερα επενδυτικά χαρτοφυλάκια.

Επίδραση μεταβολής: -

Η παραπάνω μελέτη έδειξε πως 5 από τις 8 μεταβλητές συσχετίζονται άμεσα με τις αξιολογήσεις των οίκων Moody's και S&P, για τις 49 χώρες, παρόλα αυτά οι δύο οίκοι χρησιμοποιούν διαφορετικούς συντελεστές στάθμισης για τις ίδιες μεταβλητές.

Συγκεκριμένα το υψηλό κατά κεφαλήν εισόδημα είναι στενά συνδεδεμένο με την υψηλή βαθμολόγηση. Οι χώρες με τις υψηλότερες βαθμολογίες (τόσο από τη S&P όσο και από τη Moody's) έχουν μέσο κατά κεφαλήν εισοδήματος λίγο μικρότερο από 24000\$. Επίσης χαμηλός πληθωρισμός και χαμηλό εξωτερικό χρέος είναι στενά συνδεδεμένα με υψηλές αξιολογήσεις.

Ένα υψηλό επίπεδο οικονομικής ανάπτυξης (βάση του δείκτη εκβιομηχάνισης), αυξάνει την πιθανότητα η χώρα να βαθμολογηθεί με Aa/AA. Ενώ το ιστορικό πτωχεύσεως περιορίζει τις αξιολογήσεις σε βαθμολογίες κάτω του Baa/BBB.

Οι επόμενες τρεις μεταβλητές αύξηση του ΑΕΠ, Δημοσιονομικό και εξωτερικό ισοζύγιο δεν φαίνεται να σχετίζονται με τις αξιολογήσεις.

Οι Cantor & Packer μετέτρεψαν τις αλφαριθμητικές τιμές σε αριθμητικές ως εξής: B3 – (έως) B= 1 για B2 - B=2 και οι τιμές συνεχίζονται μέχρι την Aaa - AAA=16.

Εν συνεχεία για κάθε χώρα υπολόγισαν τον μέσο όρο των βαθμολογιών που έλαβε από την S&P και τη Moody's. Στη συνέχεια εκτέλεσαν πολλαπλή παλινδρόμηση (OLS), προκειμένου να προσδιορίσουν τη συνολική επίδραση των οκτώ ανεξάρτητων μεταβλητών στη μεταβλητή της βαθμολογίας της χώρας (όπως υπολογίστηκε παραπάνω).

Το μοντέλο έδωσε ικανοποιητικά αποτελέσματα σε σχέση με την αρχική υπόθεση των Cantor & Packer αναφορικά με τις μεταβλητές που επηρεάζουν τις βαθμολογίες, παρόλα αυτά, η παλινδρόμηση πετυχαίνει R squared υψηλό λόγω της ικανότητας του μοντέλου να εκτιμά μεγάλες διαφορές στις αξιολογήσεις, ενώ δεν καταφέρνει να δώσει ικανοποιητικά αποτελέσματα σε ότι αφορά μικρές διαφορές μεταξύ αξιολογήσεων. Για παράδειγμα το μοντέλο προβλέπει ότι η βαθμολογία της Γερμανίας (Aaa/AAA) θα είναι πολύ μεγαλύτερη από αυτή της Ουρουγουάης (Ba1/BB+) ενώ δεν καταφέρνει να δώσει ικανοποιητικά αποτελέσματα για χώρες που έχουν κοντινές βαθμολογίες όπως το Μεξικό (Ba2/BB) και η Νότιος Αφρική (Baa/BB). Όμως αυτές οι διαφορές αν και μικρές, ενδέχεται να προκαλέσουν μεγάλη διαμάχη στις χρηματοπιστωτικές αγορές.

Τέλος οι αξιολογήσεις κρατών λαμβάνονται σοβαρά υπόψη από τις χρηματαγορές και τον τύπο, ακόμα το επίπεδο κινδύνου που αντιστοιχείται σε κάθε βαθμολογία σχετίζεται άμεσα με τις τιμές κάποιων μακροοικονομικών μεγεθών.

Η Επίδραση των Κυβερνητικών Εγγυήσεων στις Αξιολογήσεις

Ύστερα από τη χρηματοοικονομική κρίση που ξέσπασε με αφορμή την κατάρρευση της Lehman Brothers τον Οκτώβριο του 2008, οι κυβερνήσεις των περισσότερων βιομηχανικών και αναδυόμενων οικονομιών προχώρησαν σε προγράμματα στήριξης των τραπεζών και των άλλων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Αυτά τα μέτρα περιελάμβαναν εγγύηση των καταθέσεων, ενίσχυση της κεφαλαιακής βάσης των τραπεζών, εγγυήσεις των υποχρεώσεων των τραπεζών έτσι ώστε να συνεχιστεί η πρόσβασή τους στις αγορές καθώς επίσης εγγυήσεις των απομειωμένων στοιχείων του ενεργητικού των τραπεζών προκειμένου να αποφευχθεί η υπερβολική έκθεση των τραπεζικών χαρτοφυλακίων στον κίνδυνο.

Από το φθινόπωρο του 2008, η έκδοση εγγυημένων τραπεζικών ομολόγων, έχει αρχίσει να γίνεται ουσιαστική και να παρέχει στις τράπεζες μία σημαντική πηγή χρηματοδότησης. Στόχος αυτής της μαζικής παρέμβασης είναι να περιοριστεί η

εξάπλωση της κρίσης και να αποκατασταθεί εν μέρει η χρηματοοικονομική διαμεσολάβηση.

Επιπλέον, οι κυβερνήσεις μέσω των εγγυήσεων αντιστάθμισαν τόσο το στέρεμα των εναλλακτικών πηγών χρηματοδότησης (πχ. τιτλοποιήσεις), όσο και τη διεύρυνση των spreads.

Η υιοθέτηση τέτοιων προγραμμάτων παροχής εγγυήσεων έγινε διεθνώς και συγχρονισμένα. Έως τα τέλη Οκτώβριου 2009, σχεδόν 1.200 ομόλογα συνολικής αξίας 800 δις. € είχαν εκδοθεί στις χώρες των G10, από περίπου 180 χρηματοπιστωτικά ιδρύματα.

Σε πρόσφατη έρευνα εξετάστηκε κατά πόσο οι εγγυήσεις των κυβερνήσεων ανανέωσαν τη μεσοπρόθεσμη χρηματοδότηση των τραπεζών σε περιόδους που άλλες κύριες πηγές ρευστότητας είχαν παγώσει, και προσπάθησαν να εντοπίσουν πιθανές ανεπάρκειες της αγοράς.

Συγκεκριμένα, οι Levy και Zaghini, εκτιμούν ότι οι διαφορές μεταξύ των spreads που καταβάλλονται από μεμονωμένες τράπεζες αντικατοπτρίζουν σε μεγάλο βαθμό, τα χαρακτηριστικά του αντίστοιχου κυβερνητικού εγγυητή, ενώ άλλοι τραπεζικοί παράγοντες (όπως λόγου χάρη ο πιστωτικός κίνδυνος της τράπεζας) ή χαρακτηριστικά της εκάστοτε ομολογιακής έκδοσης (πχ. όγκος και maturity) διαδραματίζουν μόνο ένα μικρό ρόλο.

πως στην πιστοληπτική ικανότητα της χώρας αποδίδεται πάνω από το 30% του spread που καταβάλλεται από τους «αδύναμους» εκδότες.

Έτσι φαίνεται «αδύναμες» τράπεζες που ανήκουν σε «ισχυρές» χώρες να επιτυγχάνουν πρόσβαση σε φθηνότερη χρηματοδότηση, από ότι άλλες «ισχυρές» τράπεζες που ανήκουν σε «αδύναμες» χώρες.

Μια τέτοια τιμολόγηση του κινδύνου δεν συμβαδίζει με τους όρους του «ισότιμου ανταγωνισμού» και δύναται να οδηγήσει σε αναποτελεσματική κατανομή των πόρων χρηματοδότησης.

Για ποικίλους λόγους, μεταξύ των οποίων η προσπάθεια να διατηρηθεί το διάστημα της κυβερνητικής παρέμβασης όσο το δυνατόν μικρότερο, γεγονός που υποδήλωνε την ανησυχία, πως τα τραπεζικά ομόλογα ενδέχεται να ανταγωνίζονται με τα κρατικά ομόλογα, οι περισσότερες χώρες περιόρισαν τις εγγυήσεις τους σε ομόλογα μέγιστης διάρκειας 3 ετών.

Έτσι, ένας μεγάλος αριθμός ομολόγων θα λήξει το 2012 (περίπου 300 δισ. €, ποσό που αντιπροσωπεύει το 40% όλων των εκδοθέντων ομολόγων), γεγονός που υποδηλώνει πως ενδέχεται να ανακύψουν προβλήματα χρηματοδότησης κατά το έτος αυτό. Οι περισσότερες εγγυήσεις ομολόγων ανήκουν στις ΗΠΑ και ακολουθούν το Ηνωμένο Βασίλειο, η Γαλλία, η Γερμανία η Αυστραλία κλπ.

Όλες οι κρατικές εγγυήσεις τραπεζικού χρέους συνεπάγονται μια προμήθεια που επιβαρύνονται οι τράπεζες για την ασφάλιση. Βέβαια υπάρχουν διαφορές στην προμήθεια από χώρα σε χώρα. Ακόμα η αμερικανική κυβέρνηση εγγυάται υποχρεωτικά για όλες τις τραπεζικές εκδόσεις, ενώ στην Ευρώπη η συμμετοχή στην εγγύηση είναι προαιρετική.

Ο ευρωπαϊκός μηχανισμός εγγυήσεων ενδεχομένως να οδηγήσει στη δημιουργία ενός “separating equilibrium”, το οποίο θα πληροφορεί τις αγορές ποιοι είναι οι ισχυροί και οι αδύναμοι διαμεσολαβητές, και θα επιτρέπει στις τράπεζες να εκδίδουν μετοχικό κεφάλαιο ή χρέος κατά βούληση.

Αντίθετα, στις ΗΠΑ το σύστημα είναι πιο πιθανό να οδηγήσει σε “pooling equilibrium”, το οποίο θα αποτρέπει τις διακρίσεις των ΠΙ βάσει του πιστωτικού κινδύνου. Μια επιπλέον διαφορά μεταξύ των χωρών, είναι η ταχύτητα αποπληρωμής σε περίπτωση αθέτησης των υποχρεώσεων των τραπεζικών ιδρυμάτων. Η ταχύτητα αποπληρωμής αποτελεί βασικό παράγοντα καθορισμού του spread, τον οποίο απαιτούν οι επενδυτές σε εγγυημένα ομόλογα.

Προκειμένου να αποσαφηνιστεί η επίδραση των παραπάνω μεταβλητών στο συνολικό spread των ομολόγων, (εξαρτημένη μεταβλητή), πραγματοποιήθηκε μία εμπειρική μελέτη, από την οποία προέκυψε πως τα spreads που πληρώνει κάθε τράπεζα αντικατοπτρίζουν τα χαρακτηριστικά του εγγυητή και όχι τόσο του ίδιου του εκδότη ή του ομολόγου. Η πιστοληπτική ικανότητα του εγγυητή (που αποτυπώνεται από την αξιολόγηση της χώρας του και το CDS), ευθύνεται περίπου για το 1/3 του spread που πληρώνεται από τον «πιο αδύναμο» εκδότη. Πιο συγκεκριμένα στην ανάλυση ενός δείγματος 512 ομολόγων, υποστηρίζεται σε μεγάλο βαθμό πως οι διαφορές μεταξύ των spreads που πληρώνουν οι τράπεζες οφείλονται στα χαρακτηριστικά της χώρας-εγγυητή (δλδ. βαθμολόγηση ή περίοδος αποπληρωμής των υποχρεώσεων σε περίπτωση που ο εκδότης χρεοκοπήσει).

Η αμοιβή που χρεώνουν οι κυβερνήσεις προκειμένου να ασφαλίσουν τα ομόλογα έχουν ως εξής: στις ΗΠΑ η αμοιβή αφορά σε συγκεκριμένο ποσό ανάλογα με το maturity του ομολόγου.

Στην Ευρώπη το κόστος εξαρτάται από το CDS Spread της εκάστοτε τράπεζας πάνω από ένα «παράθυρο χρόνου». Για παράδειγμα η γαλλική κυβέρνηση επιβάλλει ένα επιπλέον ασφάλιστρο 20 μ.β από το μέσο CDS, σε περίπτωση που η τράπεζα ξεπεράσει χρονικά ένα προκαθορισμένο «παράθυρο χρόνου».

Διεθνώς παρατηρείται μία διακύμανση στην αμοιβή που ξεκινά από τις 78 μ.β (Σουηδία) και φτάνει τις 114 μ.β (Αγγλία).

Οι τράπεζες ευνοούνται βέβαια από τις κρατικές εγγυήσεις διότι έτσι αποκτούν κεφάλαια και πολλές φορές τα τελευταία είναι υπεύθυνα για τα κέρδη, ενώ σε αντίθετη περίπτωση τα αποτελέσματα τους θα ήταν ζημιογόνα.

Παρόλα αυτά δημιουργείται κάποια ανησυχία, αφού θα μπορούσε να λεχθεί πως οι κυβερνητικές εγγυήσεις ευνοούν τις μεγάλες και πολύπλοκες τράπεζες που ουσιαστικά ευθύνονται για την κρίση.

Αναλυτικότερα, για τράπεζες με το ίδιο rate (πχ. με βαθμολόγηση A) μπορεί να πληρώνουν spreads τα οποία διαφέρουν μεταξύ τους έως και 120 μ.β. Για παράδειγμα πορτογαλικές τράπεζες με A+ πληρώνουν 90-100 μ.β πάνω από το swap rate, από αυτό που πληρώνουν γερμανικές τράπεζες με rate A. Αυτό εξηγεί και το λόγω που η ισπανική τράπεζα Banco Bilbao (AA) επέλεξε να εκδώσει εγγυημένα ομόλογα στις ΗΠΑ και όχι στην Ισπανία, πληρώνοντας ένα μόνο μικρό spread της τάξης των 23 μ.β.

Θεωρητικά η διακύμανση του ασφάλιστρου των εγγυημένων ομολόγων θα μπορούσε να αντανakλά αρκετούς παράγοντες. Κατά ένα μεγάλο ποσοστό, μπορεί να οφείλεται σε χαρακτηριστικά του εκδότη όπως κατηγορία αξιολόγησης ή νομική μορφή (πχ. τραπεζικό ίδρυμα-μη τραπεζικό ίδρυμα). Κατά ένα άλλο ποσοστό μπορεί να αντανakλά τα χαρακτηριστικά του εγγυητή όπως η πιστοληπτική ικανότητα ή η διαδικασία αποζημίωσης των επενδυτών σε περίπτωση που το ΠΙ αθετήσει τις υποχρεώσεις του.

Παρακάτω παρουσιάζονται οι μεταβλητές X που λαμβάνονται υπόψη στην παλινδρόμηση (OLS), καθώς και η επίδρασή τους στην εξαρτημένη μεταβλητή: Βαθμολογία χώρας AAA (-), διαθέτει αρνητικό πρόσημο διότι προκαλεί μείωση στο spread. Το ίδιο συμβαίνει και με το low sovereign CDS (-).

Η δέσμευση πηγών (-), παρουσιάζει αρνητικό πρόσημο διότι όσο περισσότερα κεφάλαια δεσμεύονται ως εγγύηση τόσο περισσότερο προκαλείται μείωση στο spread.

Παρόλα αυτά το υψηλό ποσοστό του ΑΕΠ (+), που δεσμεύεται για το συνολικό πακέτο διάσωσης αυξάνει το spread, πιθανώς γιατί υποδηλώνει ένα αδύναμο χρηματοοικονομικό σύστημα σε επίπεδο χώρας. Ταχύτερη αποπληρωμή σε περίπτωση default του εκδότη (-) επηρεάζει αρνητικά την αύξηση του spread.

Μικρότερο maturity (-) όσο μικρότερο το maturity, σημαίνει πως η πληρωμή του ομολόγου θα γίνει σε μικρότερο χρονικό ορίζοντα, και έτσι τόσο μειώνεται το spread. Μεγαλύτερος όγκος (-) επιδρά αρνητικά στην αύξηση του spread.

Το νόμισμα του ομολόγου δεν φαίνεται να επηρεάζει το spread, το ίδιο ισχύει και για το rating του ομολόγου. Πιο ριψοκίνδυνες τράπεζες, δηλ μεγαλύτερο CDS premia (+), αυξάνουν το spread, έτσι ακόμα και σε περίπτωση που μία ριψοκίνδυνη τράπεζα διαθέτει πλήρη εγγύηση από τη χώρα της, πάλι επηρεάζεται το spread που πληρώνει.

Τόσο η νομική μορφή όσο και η συχνότητα έκδοσης ομολόγων από την τράπεζα, φαίνεται να μην επηρεάζουν το spread. Ευνοϊκές συνθήκες έκδοσης (-), μειώνουν το spread.

Στη συνέχεια εκτελέστηκε μία δεύτερη παλινδρόμηση, η οποία περιείχε μόνο τις εννέα μεταβλητές που προέκυψαν στατιστικά σημαντικές, και επηρέασαν το spread. Το άθροισμα των coefficient των ανεξάρτητων μεταβλητών ήταν 129. Αυτές θεωρούνται και οι μ.β του spread.

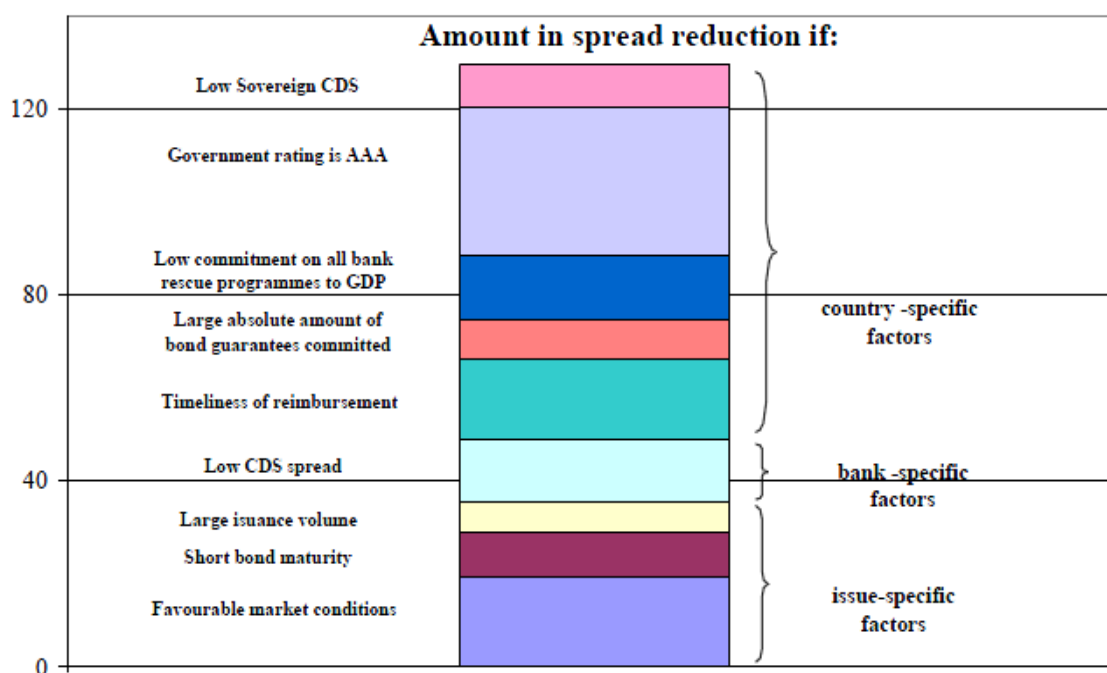
Προέκυψε πως οι κύριοι παράγοντες που καθορίζουν τα spreads των εγγυημένων ομολόγων σχετίζονται με τα χαρακτηριστικά του εγγυητή και της εγγύησης, και όχι με τα χαρακτηριστικά του εκδότη ή του περιουσιακού στοιχείου.

Η βαθμολόγηση και το CDS της εκάστοτε χώρας ευθύνονται αποκλειστικά για περίπου 40 μ.β (από τις 129 μ.β που αποτελούν το spread), δηλαδή για ένα ποσοστό μεγαλύτερο του 30% του spread. Αν προσθέσουμε και το ποσό των κρατικών πόρων που έχουν δεσμευθεί για να στηρίξουν τα μέτρα διάσωσης, ως ποσοστό του ΑΕΠ, καθώς επίσης τους παράγοντες που καθορίζουν το μηχανισμό

αποζημίωσης, καταλήγουμε στο συμπέρασμα πως οι παράγοντες κάθε χώρας ευθύνονται για 62% (ή για 80 από τις 129 μ.β) του συνολικού spread.

Τα χαρακτηριστικά του εκδότη συνεισφέρουν μόλις 13 από τις 129 μ.β του συνολικού spread.

Διάγραμμα 2 Σύνθεση του Spread



Σημείωση: στο παραπάνω γράφημα παρουσιάζεται η συνεισφορά (σε μονάδες βάσης) κάθε κατηγορίας παραγόντων στο εκτιμημένο spread.

Προκειμένου να ελεγχθεί η αξιοπιστία των αποτελεσμάτων αυτών μελετήθηκε και ένα ανάλογο δείγμα χωρών σε μία περίοδο οικονομικής σταθερότητας.

Πιο συγκεκριμένα, χρησιμοποιήθηκε το ίδιο σύνολο μεταβλητών και η ίδια κατηγοριοποίηση. Η παλινδρόμηση αφορούσε 336 ομολογίες που εκδόθηκαν μεταξύ Ιανουαρίου και Δεκεμβρίου 2006 από 79 τράπεζες σε 13 χώρες.

Οι μεταβλητές που σχετίζονταν με τα χαρακτηριστικά της χώρας δεν ήταν σημαντικά διάφορες του μηδενός. Οι μεταβλητές που επηρέαζαν το spread προέκυψε πως ήταν: τα χαρακτηριστικά του εκδότη, τα χαρακτηριστικά έκδοσης του ομολόγου (νόμισμα έκφρασης και maturity) και η περίοδο έκδοσης (το Q1 του 2006 οι οικονομικές συνθήκες της αγοράς ήταν πιο ευνοϊκές).

Αυτά τα αποτελέσματα επιβεβαιώνουν ότι η αγορά των εγγυημένων τραπεζικών χρεών, στην οποία η τιμολόγηση των ομολόγων αντανακλά τα χαρακτηριστικά του εγγυητή και όχι του εκδότη, δεν συμπεριφέρεται όπως μία «παραδοσιακή» αγορά εταιρικών ομολόγων, λόγω των στρεβλώσεων που έχουν προκληθεί από τις κρατικές εγγυήσεις.

Τα συμπεράσματα της μελέτης των Levy και Zaghini υποδεικνύουν πως οι κρατικές εγγυήσεις έχουν επιτύχει τον κύριο σκοπό τους (βλ. ΔΝΤ, 2009), δηλαδή επέτρεψαν στις τράπεζες να αναχρηματοδοτήσουν τις ληξιπρόθεσμες οφειλές τους.

Οι εγγυήσεις σε συνδυασμό με τα υπόλοιπα μέτρα στήριξης, βοήθησαν να αποτραπεί το χειρότερο, δηλαδή η κατάρρευση του τραπεζικού συστήματος. Ταυτόχρονα, όμως είχαν ως συνέπεια μια σειρά ανεπιθύμητων παρενεργειών και στρεβλώσεων του χρηματοοικονομικού συστήματος. Σημαντικότερη θεωρείται η μεγάλη αύξηση των spreads των ομολόγων.

Ακόμα τράπεζες που είχαν ίδια βαθμολόγηση αλλά διαφορετική εθνικότητα πλήρωναν διαφορετικά spreads.

Οι στρεβλώσεις που προκλήθηκαν από την κρατική παρέμβαση θα έπρεπε να είχαν υπολογιστεί από το σχεδιασμό του μηχανισμού εγγυήσεων. Προκειμένου να καθορίζονταν ίσοι όροι ανταγωνισμού σε διεθνές επίπεδο, οι εγγυήσεις θα έπρεπε να τιμολογηθούν με τέτοιο τρόπο, ώστε να λαμβάνονται σοβαρά υπόψη οι ιδιαιτερότητες κάθε χώρας.

Κεφάλαιο 5

Εμπειρική Ανάλυση

Σκοπός

Οι τράπεζες απολαμβάνουν είτε ρητές είτε έμμεσες κυβερνητικές εγγυήσεις. Η αξία της εγγύησης εξαρτάται από τη χρηματοοικονομική κατάσταση της χώρας. Αν η εγγύηση είναι αξιόπιστη, η οικονομική κατάσταση της κυβέρνησης θα επηρεάζει σημαντικά τα Credit Ratings.

Σκοπός της οικονομετρικής ανάλυσης είναι να μελετηθεί κατά πόσο οι κυβερνητικές εγγυήσεις επηρεάζουν τις βαθμολογίες της πιστοληπτικής ικανότητας των τραπεζών. Ειδικότερα, για την περίοδο μετά την πρόσφατη χρηματοοικονομική κρίση, γίνεται προσπάθεια να αναλυθεί κατά πόσο οι κυβερνητικές εγγυήσεις για υποστήριξη των τραπεζών, προκαλούν αβεβαιότητα στις προβλέψεις των οίκων αξιολόγησης, με αποτέλεσμα τη δημιουργία των “Split Ratings”.

Συγκεκριμένα πραγματοποιήθηκε μία διαστρωματική ανάλυση των εισηγμένων τραπεζών, των 16 κρατών μελών της ευρωζώνης, σε δύο περιόδους Αρχικά το έτος 2004 αντιστοιχεί στο σταθερό οικονομικό περιβάλλον. Σε μια προσπάθεια πρόβλεψης των αποτελεσμάτων, αναφέρω πως εφόσον δεν υπάρχει φόβος για τις κυβερνήσεις, περιμένω η κύρια επεξηγηματική μεταβλητή, που εκφράζεται με την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας που έχει λάβει κάθε χώρα, να μην επηρεάζει την εξαρτημένη μεταβλητή y , η οποία είναι η ασυμφωνία των αξιολογήσεων των δύο οίκων, (Split Ratings).

Η ανάλυση πραγματοποιείται και για μία δεύτερη περίοδο (για το έτος 2009), προκειμένου να αναλυθεί η συμπεριφορά των μεταβλητών στην φάση που ακολούθησε την πρόσφατη χρηματοοικονομική κρίση. Στο ασταθές πλέον οικονομικό περιβάλλον περιμένω, μικρότερη αξία της εγγυήσεως και μεγαλύτερη πιθανότητα εμφάνισης των “Split Ratings” για κυβερνήσεις με ασθενή οικονομικά στοιχεία.

Επεξηγηματικές μεταβλητές των Split Ratings

Σε ένα σταθερό οικονομικό περιβάλλον όπου δεν υπάρχει αμφιβολία για την οικονομική κατάσταση των κυβερνήσεων δεν αναμένεται κάποια από τις επεξηγηματικές μεταβλητές να επηρεάζει τα “Split Ratings” των τραπεζών. Για τούτο η παρακάτω ανάλυση της αναμενόμενης επίδρασης των επεξηγηματικών μεταβλητών στη δημιουργία των “Split Ratings” στο ασταθές οικονομικό περιβάλλον (2009):

Κύρια ανεξάρτητη μεταβλητή είναι η βαθμολογία της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας (+): Στην ανάλυση θα παρουσιάζεται με τον κωδικό A. Χειροτέρευση της βαθμολογίας της χώρας εγείρει αμφιβολίες για την αξιοπιστία των κυβερνητικών εγγυήσεων γεγονός που ενισχύει την πιθανότητα εμφάνισης των “Split Ratings”.

Κυβερνητικό έλλειμμα (ή πλεόνασμα) ως ποσοστό του ΑΕΠ (-): Στην ανάλυση που θα ακολουθήσει θα παρουσιάζεται με τον κωδικό DEF. Όσο αυξάνονται τα έσοδα (ή μειώνονται οι κυβερνητικές δαπάνες), ενισχύεται η αξία της εγγύησης, αναμένεται μικρότερη πιθανότητα εμφάνισης των “Split Ratings”.

Κυβερνητικό χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ (+): Στην ανάλυση που θα ακολουθήσει θα παρουσιάζεται με τον κωδικό DBT. Όσο αυξάνεται το χρέος μειώνεται η αξία της κυβερνητικής εγγύησης, γεγονός που ενισχύει την πιθανότητα εμφάνισης των “Split Ratings”.

Τιμή του κρατικού ομολόγου (-): Στην ανάλυση που θα ακολουθήσει θα παρουσιάζεται με τον κωδικό GBI. Όσο μεγαλύτερη η τιμή του κρατικού ομολόγου τόσο περισσότερο αναμένω να μειώνεται η πιθανότητα εμφάνισης των “Split Ratings”.

Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες που αναλύονται στη συνέχεια συνθέτουν τις υπόλοιπες επεξηγηματικές μεταβλητές. Αφορούν σε θεμελιώδη μεγέθη αποτίμησης της ποιότητας: του ενεργητικού, της αποτελεσματικότητας του management, της ικανότητας απορρόφησης ζημιών, της κερδοφορίας και της κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών.

Πίνακας 2

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ	ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΗ ΕΠΙΔΡΑΣΗ
Καθαρό επιτοκιακό εισόδημα ως προς το σύνολο του ενεργητικού	+ / -
Καθαρά κέρδη ως προς το σύνολο του σταθμισμένου ενεργητικού	+ / -
Καθαρά κέρδη ως προς το σύνολο των σταθμισμένων ιδίων κεφαλαίων	+ / -
Κόστος λειτουργίας ως προς τα συνολικά έσοδα	-
Καθαρά δάνεια ως προς το σύνολο του ενεργητικού	+ / -
Καταθέσεις ως προς το σύνολο του ενεργητικού	+ / -

- Καθαρό επιτοκιακό εισόδημα ως προς το σύνολο του ενεργητικού (+,-):
Στο οικονομετρικό μοντέλο που ακολουθεί, είναι η μεταβλητή NIA. Υψηλός δείκτης σημαίνει υψηλό περιθώριο επιτοκίου το οποίο κερδίζει η τράπεζα από παραδοσιακές τραπεζικές εργασίες, δηλ αποδοχή καταθέσεων και χορήγηση δανείων. Μπορεί όμως η υψηλή τιμή, να προέρχεται από επικίνδυνα δάνεια των οποίων τα προβλήματα θα εμφανιστούν στο μέλλον.
- Καθαρά κέρδη ως προς το σύνολο του σταθμισμένου ενεργητικού (+,-):
Στο οικονομετρικό μοντέλο που ακολουθεί, είναι η μεταβλητή ROA. Υψηλός δείκτης σημαίνει υψηλή κερδοφορία. Επηρεάζεται όμως από τη διακριτική ευχέρεια των τραπεζών να ομαλοποιούν τα λογιστικά κέρδη τους.
- Καθαρά κέρδη ως προς το σύνολο των σταθμισμένων ιδίων κεφαλαίων (+,-):
Στο οικονομετρικό μοντέλο που ακολουθεί, είναι η μεταβλητή ROE. Υψηλός δείκτης σημαίνει υψηλή κερδοφορία. Επηρεάζεται όμως από τη διακριτική ευχέρεια των τραπεζών να ομαλοποιούν τα λογιστικά κέρδη τους.
- Κόστος λειτουργίας ως προς τα συνολικά έσοδα (-):
Είναι η μεταβλητή CI. Υψηλός δείκτης αποτελεί ένδειξη αναποτελεσματικής λειτουργίας, χαμηλής κερδοφορίας και πιθανών μελλοντικών προβλημάτων. Αύξηση του δείκτη συνεπάγεται αύξηση του κινδύνου της τράπεζας και αύξηση της πιθανότητας των "Split Ratings".
- Καθαρά δάνεια ως προς το σύνολο του ενεργητικού (+,-):
Στο οικονομετρικό μοντέλο που ακολουθεί, είναι η μεταβλητή LA. Υψηλός δείκτης σημαίνει ταχύτατα αναπτυσσόμενη τράπεζα. Όμως η ταχεία ανάπτυξη μπορεί να είναι εις βάρος της ενδελεχούς ανάλυσης της πιστοληπτικής ικανότητας των δανειζομένων, κάτι το οποίο προοιωνίζει μελλοντικές ζημιές από μελλοντικά μη εξυπηρετούμενα δάνεια.
- Καταθέσεις ως προς το σύνολο του ενεργητικού (+,-):
Στο οικονομετρικό μοντέλο που ακολουθεί, είναι η μεταβλητή DA.

Ένας υψηλός δείκτης σημαίνει πως οι καταθέτες θεωρούν την τράπεζα αξιόπιστη, και επίσης οι υψηλές καταθέσεις δίνουν την ευελιξία στην τράπεζα να αυξήσει τις παροχές δανείων, αφού διαθέτει άφθονη ρευστότητα.

Από την άλλη, ένας υψηλός δείκτης ενδεχομένως να είναι συνέπεια αδυναμίας ευρέσεως καλών δανειοληπτών ή αναποτελεσματικής διοίκησης.

Λόγω της αμφίσημης φύσης των υπόλοιπων αριθμοδεικτών δε δύναται να προβλεφθεί η επίδραση στην πιθανότητα εμφάνισης των “Split Ratings”.

Ορισμός Μοντέλου Παλινδρόμησης

Το Probit ανήκει στην κατηγορία των binary models.

Παρατηρούμε μία τυχαία μεταβλητή που παίρνει μόνο δύο τιμές, 0 και 1, οι οποίες αντιπροσωπεύουν δύο πιθανές καταστάσεις. Στην παρούσα εμπειρική ανάλυση το 0 → αντιστοιχεί στην κατάσταση «συμφωνία» μεταξύ των οίκων αξιολόγησης και το 1 → αντιστοιχεί στην κατάσταση «διαφωνία» (ή εναλλακτικά “Split Ratings”) μεταξύ των οίκων.

Ορίζεται ψευδομεταβλητή y^* τέτοια ώστε:

$$y_i^* = x_i \beta + \varepsilon_i \quad (*1)$$

Δεν παρατηρούμε τη ψευδομεταβλητή y^* , αλλά τη μεταβλητή y , η οποία λαμβάνει τιμές 0 ή 1, σύμφωνα με τον παρακάτω κανόνα:

$$y_i = \begin{cases} 1 & \text{if } y_i^* > 0 \\ 0 & \text{otherwise} \end{cases} \quad (*2)$$

Επιπλέον υποθέτουμε ότι το ε_i ακολουθεί κανονική κατανομή $N(0, \sigma^2)$, όπου ο μέσος του ισούται με 0 και η διακύμανσή του με 1. Σε αντίθεση με το μοντέλο γραμμικής παλινδρόμησης, η y_i^* κατανέμεται κανονικά στο μοντέλο probit.

Η μεταβλητή y_i δεν ακολουθεί κανονική κατανομή.

Ο κανόνας που βρίσκεται στην εξίσωση (*2), δημιουργεί ένα probit μοντέλο:

$$\text{prob}(y_i = 1) = \text{prob}\left(\frac{\varepsilon_i}{\sigma} > -x_i \frac{\beta}{\sigma}\right) \quad (*3)$$

Όπου $\frac{\varepsilon_i}{\sigma}$ είναι η διακύμανση του καταλοίπου ε , διαιρούμε με το σ στην εξίσωση (*3), προκειμένου να προκύψει ο όρος $\frac{\varepsilon}{\sigma}$, ο οποίος ακολουθεί τυποποιημένη κανονική κατανομή με μέσο 0 και διακύμανση 1.

Ο όρος $\frac{\varepsilon}{\sigma}$ ακολουθεί κανονική κατανομή διότι ακολουθείται η εξής διαδικασία: από το κατάλοιπο ε αφαιρείται ο μέσος του, ο οποίος ισούται με μηδέν, και μετά διαιρείται με την τυπική του απόκλιση, σ . Για το μοντέλο probit η κατανομή είναι συμμετρική και έτσι η εξίσωση (*3) μπορεί να γραφεί ως εξής:

$$\text{prob}(y_i = 1) = \Phi\left(x_i \frac{\beta}{\sigma}\right) \quad (*4)$$

Επιπλέον ισχύει:

$$\text{prob}(y_i = 0) = 1 - \text{prob}(y_i = 1) = 1 - \Phi\left(x_i \frac{\beta}{\sigma}\right) \quad (*5)$$

Αν οι παρατηρήσεις του δείγματος χαρακτηρίζονται από IID, τότε η συνάρτηση πιθανότητας ορίζεται ως:

$$L = \prod_{i=1}^n \Phi\left(x_i \frac{\beta}{\sigma}\right)^{y_i} \left[1 - \Phi\left(x_i \frac{\beta}{\sigma}\right)\right]^{1-y_i} \quad (*6)$$

Έτσι μπορούμε να δουλέψουμε με την συνάρτηση λογαριθμικής πιθανότητας η οποία είναι:

$$l\left(\frac{\beta}{\sigma}\right) = \ln(L) = \sum_i \left\{ y_i \cdot \ln \left[\Phi \left(x_i \frac{\beta}{\sigma} \right) \right] + (1 - y_i) \cdot \ln \left[1 - \Phi \left(x_i \frac{\beta}{\sigma} \right) \right] \right\} \quad (*7)$$

Η λογαριθμική πιθανότητα έχει ανώτατο όριο το 0, επειδή $0 \leq \Phi(\cdot) \leq 1$, ισχύει:

$$\ln[\Phi(\cdot)] \leq 0 \quad \text{και} \quad \ln[1 - \Phi(\cdot)] \leq 0 \quad (*8)$$

Είναι επίσης σημαντικό να αναφερθεί ότι οι παράμετροι β και σ της συνάρτησης πιθανότητας, πάντα εμφανίζονται από κοινού. Δεν ορίζονται ποτέ ξεχωριστά, αφού μόνο το κλάσμα $\frac{\beta}{\sigma}$, μας ενδιαφέρει. Βολεύει να οριστεί το $\sigma=1$, έτσι ώστε να μπορούμε να χρησιμοποιούμε από μόνο του το β .

$$\text{Η } \Phi(\cdot) \text{ ορίζεται ως: } \quad \Phi(z) = \frac{1}{2\pi} \exp\left(-\frac{1}{2}z^2\right) \quad (*9)$$

Δεδομένα

Έγινε συλλογή δεδομένων για την ανάλυση των δύο περιόδων, 2004 και 2009.

Από τη βάση δεδομένων της Bloomberg συνελέγησαν οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας των τραπεζικών ιδρυμάτων, που δίνουν οι οίκοι S&P και Fitch. Αναλυτικότερα τις αξιολογήσεις που δίνει η S&P για την κατηγορία Long Term Local Issuer credit, και της Fitch για την κατηγορία Long term issuer default ratings, (στο παράρτημα παρατίθεται ο σχετικός πίνακας 11, με την αντιστοίχιση των αλφαριθμητικών τιμών με τις αριθμητικές). Σημαντικό είναι να αναφερθεί πως η μείωση του βαθμού αριθμητικά σημαίνει βελτίωση της πιστοληπτικής ικανότητας, πχ. το AAA αντιστοιχεί στο 1.

Αφού μετατράπηκαν τα αλφαριθμητικά αποτελέσματα σε αριθμητικές αξιολογήσεις, συνδυάστηκαν οι αξιολογήσεις των 2 οίκων με μια απλή μακροεντολή του excel με τέτοιο τρόπο ώστε για κάθε τράπεζα να εμφανίζεται το αποτέλεσμα 0, όταν οι αξιολογήσεις των δύο οίκων συμπίπτουν, και το αποτέλεσμα 1, όταν οι οίκοι δίνουν διαφορετική αξιολόγηση στην τράπεζα οπότε και παρατηρείται το φαινόμενο των “Split Ratings”. Η στήλη με τα αποτελέσματα 0 και 1, αποτελεί την εξαρτημένη μεταβλητή y.

Στη συνέχεια συνελέγησαν από τη Bloomberg τα “Sovereign Ratings” των 16 χωρών της ευρωζώνης για την κατηγορία Local Currency Long Term Debt, μετατράπηκαν από αλφαριθμητικές τιμές σε αριθμητικές και υπολογίστηκε ο μέσος όρος της βαθμολογίας που έλαβε κάθε χώρα, τόσο για το 2004 όσο και για το 2009. Ο μέσος όρος των “Sovereign Ratings” έπαιξε το ρόλο της κύριας επεξηγηματικής μεταβλητής.

Από τη βάση δεδομένων Datastream συλλέξαμε τις προβλέψεις των δεικτών: κυβερνητικό έλλειμμα (ή πλεόνασμα) του προϋπολογισμού ως ποσοστό του ΑΕΠ, κυβερνητικό χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ. Καθώς επίσης και την τιμή του κρατικού ομολόγου (GBI 5+Y της JPMorgan σε €).

Από την Bankscore χρησιμοποιήθηκαν επίσης ως επεξηγηματικές μεταβλητές, οι έξι προαναφερθέντες χρηματοοικονομικοί δείκτες των τραπεζών.

Αποτελέσματα

Η οικονομετρική ανάλυση πραγματοποιήθηκε με τη μέθοδο ML Binary Probit μέσω του οικονομετρικού προγράμματος EViews.

Αρχικά ελέγχεται αν οι μεταβλητές είναι σημαντικά διάφορες του μηδενός, και έπεται η ανάλυση των συντελεστών του probit μοντέλου. Κοιτώντας τη στήλη prob επιλέγουμε τις μεταβλητές εκείνες που είναι στατιστικά σημαντικές.

Για παράδειγμα με επίπεδο εμπιστοσύνης 5%, η μεταβλητή είναι στατιστικά σημαντική, αν η πιθανότητα είναι μικρότερη από 0,05 ή $prob < 0,05$ και ως εκ τούτου απορρίπτουμε τη μηδενική υπόθεση H_0 , η οποία υποστηρίζει πως κάθε συντελεστής δεν είναι σημαντικά διάφορος του μηδενός.

Στο αυτό το επίπεδο εμπιστοσύνης, η μεταβλητή είναι στατιστικά σημαντική εφόσον η απόλυτη τιμή του z-statistic είναι μεγαλύτερη από 1,96.

Έτος 2004

Πίνακας 3

Pairwise Correlation Matrix

	A	CI	DA	DEF	GBI	LA	NIA	ROA	ROE
A	1,000	-0,01	0,040	-0,432	0,324	-0,07	0,011	0,060	0,050
CI	-0,01	1,000	0,311	-0,017	-0,029	0,035	0,049	-0,206	-0,644
DA	0,040	0,311	1,000	0,251	-0,339	0,328	0,508	-0,079	-0,168
DEF	-0,43	-0,02	0,251	1,000	-0,536	0,073	0,044	-0,088	-0,131
GBI	0,324	-0,03	-0,34	-0,536	1,000	-0,15	-0,061	0,077	0,187
LA	-0,07	0,035	0,328	0,073	-0,145	1,000	0,380	-0,125	-0,068
NIA	0,011	0,049	0,508	0,044	-0,061	0,380	1,000	0,472	0,083
ROA	0,060	-0,21	-0,08	-0,088	0,077	-0,13	0,472	1,000	0,318
ROE	0,050	-0,64	-0,17	-0,131	0,187	-0,09	0,083	0,318	1,000

Αρχικά γίνεται έλεγχος και δεν εμφανίζεται πρόβλημα πολυσυγγραμμικότητας.

Πίνακας 4

Descriptive Stats

	A	CI	DA	DEF	GBI	LA	NIA	ROA	ROE
Mean	1,07	67,536	63,04	-0,452	329,85	58,06	2,390	0,445	5,580
Median	1,00	69,590	69,98	0,100	315,93	61,30	2,625	0,290	4,750
Maximum	6,00	145,73	94,05	4,200	502,33	98,49	17,70	19,63	73,02
Minimum	1,00	5,730	0,001	-9,500	167,14	0,010	-0,660	-4,360	-25,06
Std. Dev.	0,5	15,012	22,04	1,543	61,554	17,40	1,145	1,009	6,696

Στον παραπάνω πίνακα περιέχονται τα πιο σημαντικά περιγραφικά στατιστικά των ανεξάρτητων μεταβλητών του μοντέλου για το έτος 2004

Ακολουθήθηκε μία διαδικασία from general to specific, όπου σε κάθε στάδιο αφαιρούσα τη μεταβλητή εκείνη με το μεγαλύτερο p-value, ή αντίστοιχα με το μικρότερο κατά απόλυτη τιμή z-statistic, έτσι κατέληξα στο παρακάτω μοντέλο όπου όλες οι ανεξάρτητες μεταβλητές θεωρούνται στατιστικά σημαντικές, επομένως εμφανίζονται με $p\text{-value} < 0,05\%$.

Ο συντελεστής μέτρα την οριακή συνεισφορά της ανεξάρτητης μεταβλητής στην εξαρτημένη μεταβλητή, δεδομένου ότι όλες οι άλλες μεταβλητές παραμένουν σταθερές. Το πρόσημο του συντελεστή δείχνει την αλλαγή στην πιθανότητα της εξαρτημένης μεταβλητής, μάλιστα η $\text{prob}(y = 1)$ κινείται προς την κατεύθυνση που φανερώνει το πρόσημο.

Αν μια μεταβλητή είναι σημαντική και έχει θετικό συντελεστή, δηλώνει την ύπαρξη σημαντικής θετικής σχέσης μεταξύ της επεξηγηματικής μεταβλητής και της πιθανότητας εμφάνισης των "Split Ratings".

Ενώ όταν μια μεταβλητή προκύπτει σημαντική και ο συντελεστής της φέρει αρνητικό πρόσημο, σημαίνει ότι υπάρχει σημαντική αρνητική σχέση μεταξύ της μεταβλητής της και της πιθανότητας εμφάνισης των "Split Ratings".

Τέλος, το τυπικό σφάλμα είναι ένα μέτρο της στατιστικής αξιοπιστίας του εκτιμημένου συντελεστή. Όσο μεγαλύτερο είναι το τυπικό σφάλμα, τόσο μεγαλύτερος ο θόρυβος στην εκτίμηση.

Στον πίνακα 5 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της παλινδρόμηση για το έτος 2004. Η εξαρτημένη μεταβλητή y , είναι η διαφωνία των οίκων που προκύπτει από τις βαθμολογίες που δίνουν οι οίκοι στα τραπεζικά ιδρύματα για το 2004.

Η κύρια ανεξάρτητη μεταβλητή της μελέτης μας είναι ο μέσος όρος των sovereign ratings για τη χρονιά 2004. Περιέχονται οι ανεξάρτητες μεταβλητές, οι συντελεστές τους, το z-statistic, και το Probability.

(στο παράρτημα περιέχεται ο πίνακας της παλινδρόμησης έτσι όπως εμφανίζεται στο EViews).

Πίνακας 5

Έτος 2004			
ML - Binary Probit regression results			
Εξαρτημένη μεταβλητή : διαφωνία			
Μεταβλητή	coefficient	z-statistic	Probability
Τεταγμένη επί την αρχή	2.0432**	2.5101	0.0121
GBI	-0.004**	-1.9999	0.0455
McFadden R-squared	0.0584		
Παρατηρήσεις	60		

Σημείωση: Επίπεδο σημαντικότητας

(*): 10%, (**): 5%, (***): 1%

Τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης μας δίνουν την εξίσωση (1)

$$(1) P(\text{διαφωνία}) = 2,0432 - 0,004 \text{ GBI} + \varepsilon$$

Η μόνη επεξηγηματική μεταβλητή που προκύπτει στατιστικά σημαντική σε αυτή την περίοδο, είναι η τιμή του κρατικού ομολόγου. Όπως είχε προβλεφθεί η αύξηση της τιμής αυτής της μεταβλητής ενισχύει την αξιοπιστία της κυβέρνησης με αποτέλεσμα να μειώνεται η πιθανότητα εμφάνισης των “Split Ratings”.

Παρόλα αυτά η επεξηγηματική ικανότητα του μοντέλου είναι πολύ μικρή (μόλις 5%), γεγονός που συνηγορεί υπέρ της αρχικής προβλέψεως. Σε ένα σταθερό οικονομικό περιβάλλον, ούτε η οικονομική κατάσταση της κυβέρνησης αλλά ούτε και τα οικονομικά στοιχεία των τραπεζών φαίνεται να επηρεάζουν την πιθανότητα εμφάνισης των “Split Ratings”.

Έτος 2009

Πίνακας 6

Pairwise Correlation Matrix									
	A	DA	DEF	GBI	LA	NIA	ROA	ROE	CI
A	1,00	-0,24	-0,63	0,35	0,20	-0,09	-0,02	-0,17	0,04
DA	-0,24	1,00	0,28	-0,44	0,35	0,62	0,14	0,08	0,26
DEF	-0,63	0,28	1,00	-0,47	-0,10	0,17	0,02	0,14	0,04
GBI	0,35	-0,44	-0,47	1,00	-0,01	-0,15	0,03	0,06	-0,22
LA	0,20	0,35	-0,10	-0,01	1,00	0,39	0,02	-0,02	0,13
NIA	-0,09	0,62	0,17	-0,15	0,39	1,00	0,38	0,19	0,12
ROA	-0,02	0,14	0,02	0,03	0,02	0,38	1,00	0,50	-0,36
ROE	-0,17	0,08	0,14	0,06	-0,02	0,19	0,50	1,00	-0,48
CI	0,04	0,26	0,04	-0,22	0,13	0,12	-0,36	-0,48	1,00

Δεν εμφανίζεται πρόβλημα πολυσυγγραμμικότητας.

Πίνακας 7

Descriptive Stats									
	A	DA	DEF	GBI	LA	NIA	ROA	ROE	CI
Mean	1,57	59,56	-0,98	452,64	56,05	2,02	0,29	4,31	65,39
Median	1,00	68,51	1,00	413,25	57,99	2,23	0,26	4,12	67,04
Maximum	8,13	93,64	4,20	613,63	94,68	10,48	11,13	102,58	321,03
Minimum	1,00	0,12	-9,50	211,10	0,05	-1,44	-3,44	-93,72	4,53
Std. Dev.	1,40	22,98	1,92	94,12	18,55	0,88	0,70	12,36	20,88

Στον παραπάνω πίνακα περιέχονται τα πιο σημαντικά περιγραφικά στατιστικά των ανεξάρτητων μεταβλητών του μοντέλου για το έτος 2009.

Στον πίνακα 8 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της παλινδρόμηση για το έτος 2009. Η εξαρτημένη μεταβλητή y , είναι η διαφωνία των οίκων που προκύπτει από τις βαθμολογίες που δίνουν οι οίκοι στα τραπεζικά ιδρύματα για το 2009.

Η κύρια ανεξάρτητη μεταβλητή της μελέτης μας είναι ο μέσος όρος των sovereign ratings για τη χρονιά 2009. Περιέχονται οι ανεξάρτητες μεταβλητές, οι συντελεστές τους, το z-statistic, και το Probability.

(στο παράρτημα περιέχεται ο πίνακας της παλινδρόμησης έτσι όπως εμφανίζεται στο EViews).

Πίνακας 8

Έτος 2009			
ML - Binary Probit regression results			
Εξαρτημένη μεταβλητή : διαφωνία			
Μεταβλητή	coefficient	z-statistic	Probability
Τεταγμένη επί την αρχή	1.9765***	2.7048	0.0068
ROA	-1.3082***	-3.703	0.0002
LA	0.0223***	2.7723	0.0056
DA	-0.0290***	-4.3476	0.0000
DEF	-0.2137**	-2.2010	0.0277
DBT	-0.0397***	-3.4587	0.0005
A	0.4577***	2.7667	0.0057
McFadden R-squared	0.3883		
Παρατηρήσεις	265		

Σημείωση: Επίπεδο σημαντικότητας: (*): 10%, (**): 5%, (***): 1%

Τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης μας δίνουν την εξίσωση (2):
 $P(\text{διαφωνία}) = 1,97 - 1,308\text{ROA} + 0,22\text{LA} - 0,029\text{DA} - 0,214\text{DEF} - 0,04\text{DBT} + 0,458\text{A} + \varepsilon$

Τα αποτελέσματα για το 2009 παρουσιάζουν ιδιαίτερο ενδιαφέρον.

Αναλυτικότερα όσον αφορά τα οικονομικά στοιχεία των τραπεζών παρατηρείται πως πλέον έχουν μεγαλύτερη επίδραση στην πιθανότητα εμφάνισης των “Split Ratings”.

Οι αναλυτές δείχνουν να λαμβάνουν υπόψη την κερδοφορία της τράπεζας. Μία αύξηση του δείκτη μετριάξει το κλίμα αβεβαιότητας αφού μειώνεται ο κίνδυνος της τράπεζας και αυτό επιδρά θετικά στη μείωση της πιθανότητας εμφάνισης των “Split Ratings”.

Για τον επόμενο δείκτη που αντιπροσωπεύει τα καθαρά δάνεια ως προς το σύνολο του ενεργητικού, παρατηρείται πως μία αύξηση του, ενισχύει το κλίμα αβεβαιότητας, συνεπώς αυξάνεται ο κίνδυνος της τράπεζας με αποτέλεσμα να ενισχύεται η πιθανότητα εμφάνισης των “Split Ratings”.

Όσο ενισχύονται οι προβλέψεις για αύξηση του ελλείμματος (να σημειωθεί πως το έλλειμμα διαθέτει αρνητικό πρόσημο και το πλεόνασμα θετικό, στα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν), μειώνεται η αξία της κυβερνητικής εγγύησης με αποτέλεσμα να ενισχύεται η πιθανότητα εμφάνισης των “Split Ratings”.

Στη συνέχεια προκύπτει κάτι που δεν συμβαδίζει με τις αρχικές προβλέψεις διότι φαίνεται πως όσο αυξάνεται το κυβερνητικό χρέος μειώνεται η πιθανότητα εμφάνισης των “Split Ratings”. Αυτό το αποτέλεσμα χρίζει επανεξέτασης.

Τέλος παρατηρείται πως η κύρια επεξηγηματική μεταβλητή που είναι η μέση αξιολόγηση της χώρας, ενισχύει την πιθανότητα εμφάνισης των “Split Ratings”. Αναλυτικότερα μία αύξηση του δείκτη A σημαίνει χειρότερη βαθμολογία της χώρας, διότι όσο ανεβαίνουμε επίπεδο στη βαθμολογική κλίμακα τόσο χειροτερεύει η πιστοληπτική ικανότητα της χώρας.

Όσο επιβαρύνεται η πιστοληπτική ικανότητα της χώρας, τόσο θίγεται η αξιοπιστία της εγγύησης, επομένως ενισχύονται οι αμφιβολίες των αναλυτών και εντείνεται το φαινόμενο των “Split Ratings”.

Εξέταση της αξιοπιστίας των εφαρμοζόμενων μοντέλων:

1. Εκτελέστηκε το Hosmer-Lemeshow Goodness-of-Fit Tests: βρέθηκε ότι για την παλινδρόμηση του 2004 το Prob. Chi- Sq(8) του H-L statistic είναι 0,5229. Επιπλέον για την παλινδρόμηση του 2009 του το Prob. Chi- Sq(8) του H-L statistic είναι 0,8611. Άρα υποστηρίζεται η H_0 του στατιστικού test σύμφωνα με την οποία αποδεικνύεται πως το μοντέλο που χρησιμοποιήθηκε είναι σωστά καθορισμένο και η κατανομή των παρατηρήσεων έχει προσεγγιστεί αποτελεσματικά.

2. Συγκρίνοντας τις τιμές των στατιστικών για την παλινδρόμηση του 2004 McFadden R-squared=0.058369 και για την παλινδρόμηση του 2009 McFadden R-squared=0,388347. Διαπιστώνουμε πως στην περίπτωση της παλινδρόμησης που εκτελέστηκε για το 2009, μεγαλύτερο ποσοστό της μεταβλητότητας της εξαρτημένης μεταβλητής εξηγείται από τις ανεξάρτητες μεταβλητές x , σε σχέση με το αντίστοιχο ποσοστό που παρατηρείται στην παλινδρόμηση του 2004.

Σημείωση: στο παράρτημα με τους αριθμούς 9 & 10, περιέχονται οι πίνακες του Hosmer-Lemeshow Goodness-of-Fit Tests.

Συμπεράσματα

Τα συμπεράσματα της εμπειρικής μελέτης παρουσιάζουν πραγματικό ενδιαφέρον και κατά τη γνώμη μου χρήζουν περαιτέρω διερεύνησης.

Όπως μπορεί κανείς να συμπεράνει και από την προσεκτική μελέτη της βιβλιογραφίας, στην παραπάνω ανάλυση διαπιστώνεται πως σε ένα σταθερό οικονομικό περιβάλλον, οι οίκοι αξιολόγησης διατηρούν μεγάλη εμπιστοσύνη στην αξία των κυβερνητικών εγγυήσεων προκειμένου να αξιολογήσουν την πιστοληπτική ικανότητα των τραπεζικών ιδρυμάτων. Έτσι επιβεβαιώνεται η αρχική μας υπόθεση σχετικά με την μικρή επίδραση των χαρακτηριστικών της τράπεζας και τη μικρότερη πιθανότητα εμφάνισης των “Split Ratings”. Για να βαθμολογήσουν μία τράπεζα δεν δίνουν βαρύτητα στα οικονομικά μεγέθη της χώρας και στην πιστοληπτική ικανότητα της ίδιας της τράπεζας.

Όμως στην περίοδο που ακολούθησε την πρόσφατη χρηματοοικονομική κρίση το ασταθές οικονομικό περιβάλλον φαίνεται να παίζει πλέον ρόλο προκειμένου οι οίκοι να αξιολογήσουν τα τραπεζικά ιδρύματα. Εφόσον κατά μέσο όρο το μακροοικονομικό περιβάλλον των τραπεζικών ιδρυμάτων έχει επιδεινωθεί, δημιουργείται έντονο κλίμα αβεβαιότητας στους αναλυτές. Πλέον παρατηρείται μεγαλύτερη επίδραση των χαρακτηριστικών της τράπεζας και μεγαλύτερη πιθανότητα εμφάνισης των “Split Ratings”. Οι οίκοι αξιολόγησης φαίνεται να είναι επιφυλακτικοί απέναντι στις κυβερνητικές εγγυήσεις και διατηρούν αμφιβολίες σχετικά με την ικανότητα των χωρών να διασώσουν τις τράπεζές τους σε μία δύσκολη συγκυρία.

Παράρτημα

Πίνακας 5

Dependent Variable: SF04
 Method: ML - Binary Probit (Quadratic hill climbing)
 Date: 01/08/11 Time: 01:37
 Sample (adjusted): 29 804
 Included observations: 60 after adjustments
 Convergence achieved after 4 iterations
 GLM Robust Standard Errors & Covariance
 Variance factor estimate = 1.007496127
 Covariance matrix computed using second derivatives

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	2.043192	0.813991	2.510091	0.0121
GBI04	-0.003995	0.001998	-1.999894	0.0455
Mean dependent var	0.683333	S.D. dependent var		0.469102
S.E. of regression	0.458227	Akaike info criterion		1.242447
Sum squared resid	12.17836	Schwarz criterion		1.312258
Log likelihood	-35.27340	Hannan-Quinn criter.		1.269754
Restr. log likelihood	-37.45988	Avg. log likelihood		-0.587890
LR statistic (1 df)	4.372963	McFadden R-squared		0.058369
Probability(LR stat)	0.036513			
Obs with Dep=0	19	Total obs		60
Obs with Dep=1	41			

Πίνακας 8

Dependent Variable: SF09

Method: ML - Binary Probit (Quadratic hill climbing)

Date: 01/08/11 Time: 01:45

Sample (adjusted): 3 810

Included observations: 265 after adjustments

Convergence achieved after 5 iterations

Covariance matrix computed using second derivatives

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	1.976516	0.730734	2.704836	0.0068
ROA09	-1.308233	0.353293	-3.702967	0.0002
LA09	0.022254	0.008027	2.772273	0.0056
DA09	-0.028993	0.006669	-4.347632	0.0000
DEF08	-0.213748	0.097112	-2.201046	0.0277
DBT08	-0.039667	0.011469	-3.458708	0.0005
A09	0.457715	0.165439	2.766673	0.0057
Mean dependent var	0.226415	S.D. dependent var		0.419303
S.E. of regression	0.314267	Akaike info criterion		0.707187
Sum squared resid	25.48108	Schwarz criterion		0.801746
Log likelihood	-86.70227	Hannan-Quinn criter.		0.745179
Restr. log likelihood	-141.7507	Avg. log likelihood		-0.327178
LR statistic (6 df)	110.0968	McFadden R-squared		0.388347
Probability(LR stat)	0.000000			
Obs with Dep=0	205	Total obs		265
Obs with Dep=1	60			

Πίνακας 9

Andrews and Hosmer-Lemeshow Goodness-of-Fit Tests (2004)

Dependent Variable: SF04

Method: ML - Binary Probit (Quadratic hill climbing)

Date: 01/08/11 Time: 01:37

Sample (adjusted): 29 804

Included observations: 60 after adjustments

Andrews and Hosmer-Lemeshow Goodness-of-Fit Tests

Grouping based upon predicted risk (randomize ties)

	Quantile of Risk		Dep=0		Dep=1		Total Obs	H-L Value
	Low	High	Actual	Expect	Actual	Expect		
1	0.5145	0.5484	4	2.81119	2	3.18881	6	0.94593
2	0.5484	0.5484	1	2.70964	5	3.29036	6	1.96700
3	0.5594	0.5594	3	2.64368	3	3.35632	6	0.08585
4	0.5594	0.5594	2	2.64368	4	3.35632	6	0.28017
5	0.6280	0.7099	2	2.06792	4	3.93208	6	0.00340
6	0.7099	0.7826	2	1.56596	4	4.43404	6	0.16279
7	0.7826	0.7826	1	1.30423	5	4.69577	6	0.09067
8	0.7826	0.7826	3	1.30423	3	4.69577	6	2.81726
9	0.7826	0.7826	1	1.30423	5	4.69577	6	0.09067
10	0.8517	0.9069	0	0.61404	6	5.38596	6	0.68405
Total			19	18.9688	41	41.0312	60	7.12781
H-L Statistic:			7.1278		Prob. Chi-Sq(8)		0.5229	
Andrews Statistic:			11.9570		Prob. Chi-Sq(10)		0.2879	

Πίνακας 10

Andrews and Hosmer-Lemeshow Goodness-of-Fit Tests (2009)

Dependent Variable: SF09

Method: ML - Binary Probit (Quadratic hill climbing)

Date: 01/08/11 Time: 01:45

Sample (adjusted): 3 810

Included observations: 265 after adjustments

Andrews and Hosmer-Lemeshow Goodness-of-Fit Tests

Grouping based upon predicted risk (randomize ties)

	Quantile of Risk		Dep=0		Dep=1		Total Obs	H-L Value
	Low	High	Actual	Expect	Actual	Expect		
1	0.0029	0.0311	26	25.5502	0	0.44983	26	0.45775
2	0.0339	0.0513	25	25.8185	2	1.18151	27	0.59296
3	0.0518	0.0629	23	24.5397	3	1.46035	26	1.71986
4	0.0634	0.0830	25	25.0234	2	1.97659	27	0.00030
5	0.0832	0.1009	24	23.6038	2	2.39617	26	0.07215
6	0.1011	0.1267	25	23.9398	2	3.06022	27	0.41427
7	0.1268	0.1711	22	22.2348	4	3.76520	26	0.01712
8	0.1718	0.3771	22	20.3287	5	6.67130	27	0.55610
9	0.4022	0.7151	11	11.3819	15	14.6181	26	0.02279
10	0.7152	1.0000	2	2.48075	25	24.5193	27	0.10259
		Total	205	204.901	60	60.0985	265	3.95589
H-L Statistic:			3.9559			Prob. Chi-Sq(8)		0.8611
Andrews Statistic:			24.3145			Prob. Chi-Sq(10)		0.0068

Πίνακας 11

Πίνακας μετατροπής των αλφαριθμητικών τιμών σε αριθμητικές

	FITCH		S&P
AAA	1	AAA	1
AAA *-	1,25	AAA *-	1,25
AA+ *+	1,75	AA+ *+	1,75
AA+	2	AA+	2
AA+ *-	2,25	AA+ *-	2,25
AA *+	2,75	AA *+	2,75
AA	3	AA	3
AA *-	3,25	AA *-	3,25
AA- *+	3,75	AA- *+	3,75
AA-	4	AA-	4
AA- *-	4,25	AA- *-	4,25
A+ *+	4,75	A+ *+	4,75
A+	5	A+	5
A+ *-	5,25	A+ *-	5,25
A *+	5,75	A *+	5,75
A	6	A	6
A *-	6,25	A *-	6,25
A- *+	6,75	A- *+	6,75
A-	7	A-	7
A- *-	7,25	A- *-	7,25
BBB+ *+	7,75	BBB+ *+	7,75
BBB+	8	BBB+	8
BBB+ *-	8,25	BBB+ *-	8,25
BBB *+	8,75	BBB *+	8,75
BBB	9	BBB	9
BBB *-	9,25	BBB *-	9,25
BBB- *+	9,75	BBB- *+	9,75
BBB-	10	BBB-	10
BBB- *-	10,25	BBB- *-	10,25
BB+ *+	10,75	BB+ *+	10,75
BB+	11	BB+	11
BB+ *-	11,25	BB+ *-	11,25
BB *+	11,75	BB *+	11,75
BB	12	BB	12
BB *-	12,25	BB *-	12,25
BB- *+	12,75	BB- *+	12,75

BB-	13	BB-	13
BB- *-	13,25	BB- *-	13,25
B+ *+	13,75	B+ *+	13,75
B+	14	B+	14
B+ *-	14,25	B+ *-	14,25
B *+	14,75	B *+	14,75
B	15	B	15
B *-	15,25	B *-	15,25
B- *+	15,75	B- *+	15,75
B-	16	B-	16
B- *-	16,25	B- *-	16,25
CCC *+	16,75	CCC+ *+	16,75
CCC	17	CCC+	17
CCC *-	17,25	CCC+ *-	17,25
CC *+	17,75	CCC *+	17,75
CC	18	CCC	18
CC *-	18,25	CCC *-	18,25
C *+	18,75	CCC- *+	18,75
C	19	CCC-	19
C *-	19,25	CCC - *-	19,25
RD *+	19,75	CC *+	19,75
RD	20	CC	20
RD *-	20,25	CC *-	20,25
D *+	20,75	R *+	20,75
D	21	R	21
D *-	21,25	R *-	21,25
WD	22	D *+	21,75
PIF	23	D	22
NR	24	D *-	22,25

Βιβλιογραφία

Άρθρα

Agresti Anna Maria, Baudino Patrizia and Poloni Paolo “ The ECB and IMF Indicators for the Macro Prudential Analysis of the Banking Sector”, ECB occasional paper series No 99/ Nov. 2008

Antzoulatos A. Angelos “Understanding Financial crises and their Resolution – A Unified Framework”

Becker Bo and Milbourn T. Todd (2010) “How did Increased competition affect credit ratings?”

Cantor Richard and Packer Frank (1996) “Determinants and Impacts of Sovereign Credit Ratings” Federal Reserve Bank of New York, Policy Review

Cantor Richard and Packer Frank (1994) “The Credit Rating Industry” Federal Reserve Bank of New York, Quarterly Review

Levy Aviram and Zaghini Andrea “The pricing of government-guaranteed bank bonds” Banca d’Italia March (2010)

Βιβλία

Calomiris W. Charles and Beim O. David “Emerging Financial Markets”

IMF (1997) “Valuing a Bank”

Mishkin S. Frederic “The Economics of Money, Banking, and Financial Markets” 7th edition

EViews 5 User’s Guide

Κομμάτια σε τόμο

IMF (1999) “Emerging Markets in the New Financial System: Nonstandard Responses to External Pressure and the Role of the Major Credit Rating Agencies in Global Financial Markets” in International Capital Markets – Developments, Prospects and Key Policy Issues

Αντζουλάτος Α. Άγγελος «Κυβερνήσεις Χρηματαγορές & Μακροοικονομία»
Κεφάλαιο 12 “Κεντρική Τράπεζα - Νομισματική Πολιτική και Χρηματοοικονομική
Σταθερότητα.”

Αντζουλάτος Α. Άγγελος «Ειδικά Θέματα Χρηματοοικονομικής», Σημειώσεις

Πιττής Νικήτας “Discrete and Limited Variable Models” Chapter 13, Σημειώσεις

Χαρδούβελης Γκίκας “Credit Risk”, Σημειώσεις

Ηλεκτρονική Βιβλιογραφία

<http://en.wikipedia.org>