

**Η ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ: ΑΙΤΙΑ,
ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ & ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ**

Η εργασία υποβάλλεται για την μερική κάλυψη των απαιτήσεων με στόχο την απόκτηση
του διπλώματος

Μεταπτυχιακό Δίπλωμα στην Οικονομική & Επιχειρησιακή Στρατηγική

Από

ΤΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Αγορίτσα Μ. Μπίζιου

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Στόχος της παρούσας εργασίας είναι η προσπάθεια αποτύπωσης της πρόσφατης χρηματοπιστωτικής αναταραχής που ξεκίνησε από την αγορά στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης στις ΗΠΑ, επηρεάζοντας αρχικά την οικονομία της χώρας αυτής, και που εξελίχθηκε σε μεγάλη χρηματοπιστωτική κρίση η οποία άγγιξε την παγκόσμια οικονομία.

Η ανωτέρω κρίση υποδεικνύει τη σημασία της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος και την ανάγκη διαρκούς προσαρμογής των μηχανισμών μέτρησης και διαχείρισης κινδύνων των τραπεζών και των άλλων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων ιδίως του πιστωτικού κινδύνου και του κινδύνου ρευστότητας.

Προκειμένου να μπορέσουμε να παρουσιάσουμε χρονολογικά την εξέλιξη της κρίσης, των κύριων αιτίων αλλά και των συνεπειών που οδήγησαν στη διατάραξη της χρηματοοικονομικής σταθερότητας χρησιμοποιήθηκε πρόσφατη αρθρογραφία η οποία προσπαθεί να απεικονίσει αλλά και να ερμηνεύσει το πρόβλημα υποδεικνύοντας τρόπους αντιμετώπισής του.

Η παρούσα εργασία παραθέτει συμπεράσματα όσον αφορά στις μελλοντικές επιπτώσεις της ανωτέρω κρίσης για την αμερικανική οικονομία αλλά και για τον υπόλοιπο κόσμο και ιδιαίτερα για την Ευρώπη η οποία υπέστη σε σημαντικό βαθμό τον αντίκτυπο της κρίσης αυτής.

ΔΗΛΩΣΗ

Η συγκεκριμένη εργασία είναι πρωτότυπη και εκπονήθηκε για την απόκτηση του μεταπτυχιακού τίτλου σπουδών «Οικονομική και Επιχειρησιακή Στρατηγική» του Τμήματος Οικονομικής Επιστήμης του Πανεπιστημίου Πειραιώς.

Επιβλέπων καθηγητής καθ' όλη την διάρκεια της συγγραφής ήταν ο κ. Σοφοκλής Μπρισίμης.

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον επιβλέποντα καθηγητή, κ. Σοφοκλή Μπρισίμη για τη σωστή καθοδήγηση του, την αμέριστη συμπαράστασή του και το άρτιο κλίμα συνεργασίας καθ' όλη την διάρκεια εκπόνησης της παρούσας διπλωματικής εργασίας.

*Αφιερώνεται στην μητέρα μου
που δεν παύει στιγμή να αγωνιά...*

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

A/A	Σελ.
Περίληψη	II
Δήλωση	III
Ευχαριστίες	IV
Αφιέρωση	V
Πίνακας Περιεχομένων	VI
Σχήματα – Πίνακες	VIII
Κεφάλαιο 1: Εισαγωγή	1
1.1 Εισαγωγικές παρατηρήσεις	1
1.2 Τα πρώτα σημάδια της κρίσης	2
1.3 Δομή	4
Κεφάλαιο 2: Το παγκόσμιο μακροοικονομικό περιβάλλον	6
2.1 Η χρηματοοικονομική σταθερότητα	6
2.2 Η παγκόσμια οικονομία	7
2.3 Η οικονομία των ΗΠΑ	13
Κεφάλαιο 3: Το θεσμικό και οικονομικό πλαίσιο της κρίσης	19
3.1 Δάνεια και πιστοληπτική αξιολόγηση	19
3.1.1 Κατηγορίες δανείων	19
3.1.2 Κριτήρια δανειοδότησης	20
3.1.3 Η αγορά στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης (Subprime loans)	21
3.2 Τιτλοποίηση	25
3.2.1 Γενικά	25
3.2.2 Επιχειρηματικό μοντέλο “Originate & Distribute”	29
3.2.3 Εταιρίες ειδικού σκοπού	30
3.2.4 Τα κυριότερα προϊόντα τιτλοποίησης	33

Κεφάλαιο 4: Η χρηματοπιστωτική κρίση	
4.1 Γενικά	33
4.1.1 Αίτια	35
4.1.2 Παράγοντες διάδοσης της κρίσης	36
4.1.3 Το χρονικό της κρίσης	38
4.1.4 Οι κυριότερες χρηματοπιστωτικές κρίσεις κατά το παρελθόν	43
4.1.5 Ο ρόλος των εταιριών πιστοληπτικής διαβάθμισης	50
4.7 Επακόλουθα της κρίσης	54
4.7.1 Κεντρικές τράπεζες	54
4.7.2 Εξέλιξη των βασικών επιτοκίων	56
4.7.2.1 Η μεταβλητότητα των επιτοκίων	63
4.7.3 Πρακτικές δανειοδότησης	66
4.7.3.1 Αλλαγή των κριτηρίων δανειοδότησης	68
4.7.4 Διακυμάνσεις στις παγκόσμιες αγορές ομολόγων	69
4.7.5 Χρηματιστηριακές αγορές	73
4.7.6 Ο αντίκτυπος στην ελληνική οικονομία	76
4.7.7 Η πραγματική παγκόσμια οικονομία	79
4.7.8 Τα μέτρα δράσης των Κεντρικών Τραπεζών	82
Κεφάλαιο 5: Συμπεράσματα	85
5.1 Διατήρηση της χρηματοοικονομικής σταθερότητας	85
5.2 Κύρια συμπεράσματα	87
Βιβλιογραφία	90

Σχήματα - Πίνακες	Σελ.
Διάγραμμα 2.1: Συμβολή των οικονομιών στην αύξηση του παγκόσμιου ΑΕΠ	10
Διάγραμμα 3.2: Η διαδικασία τιτλοποίησης	28
Διάγραμμα 4.3: Οι κυριότερες χρηματοπιστωτικές κρίσεις	45
Πίνακας 4.1: Πιθανές ζημιές του χρηματοπιστωτικού τομέα	53
Διάγραμμα 4.4: Βασικά επιτόκια κεντρικών τραπεζών	62
Διάγραμμα 4.6: Αλλαγή των κριτηρίων δανειοδότησης	69
Διάγραμμα 4.7: Μεταβολή της ζήτησης για δάνεια μειωμένης εξασφάλισης	69
Διάγραμμα 4.8: Η εξέλιξη των τιμών των μετοχών στην αρχή της κρίσης	74
Διάγραμμα 4.9: Μεταβολή των ρυθμών ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας	81
Πίνακας 4.2: Τα σχέδια διάσωσης των κρατικών τραπεζών	84

Κεφάλαιο 1: Εισαγωγή

1.1 Εισαγωγικές παρατηρήσεις

78 χρόνια έχουν συμπληρωθεί από το μεγάλο κραχ και τη “Μεγάλη Ύφεση” που χαρακτήρισε διεθνώς τη δεκαετία του 1930, εποχή πληθωρισμού, ανεργίας και πολιτικής αστάθειας.

Σήμερα, η παγκόσμια οικονομία εμφανίζεται ευάλωτη καθώς εισέρχεται σε περίοδο ύφεσης. Αν και το μέγεθος και οι επιπτώσεις της εκτιμάται ότι δεν θα προσεγγίσουν την “Μεγάλη Ύφεση” του 1930 σίγουρα πρόκειται για μια σημαντική ύφεση με πληθωριστικές πιέσεις.

Η μεγάλη σημερινή κρίση δεν είναι απλώς μια βαθιά χρηματοπιστωτική κρίση αλλά η απαρχή μιας νέα εποχής που σηματοδοτεί το τέλος της «ελευθερίας» των αγορών, μοντέλο που κυριάρχησε την προηγούμενη 20ετία.

Οι προβλέψεις για επιβράδυνση της παγκόσμιας ανάπτυξης καθώς η πιστωτική κρίση έχει περάσει στην πραγματική οικονομία, η ανάγκη τροφοδότησης της οικονομίας με συνεχή ρευστότητα και οι συνθήκες αβεβαιότητας και αποστροφής κινδύνου που περιβάλλουν τους επενδυτές, υποδηλώνουν την ανάγκη του κρατικού παρεμβατισμού προκειμένου να διασωθεί το χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Ο σκοπός λοιπόν όσο και το ενδιαφέρον εκπόνησης της συγκεκριμένης διπλωματικής εργασίας εμπίπτουν στο πλαίσιο παρακολούθησης των τρεχουσών εξελίξεων. Εξελίξεις, όπως η κατάρρευση του πρότυπου οικονομικού μοντέλου της Ισλανδίας καθώς και οι

σχεδόν καθημερινές ανακοινώσεις χρεοκοπιών πιστωτικών ιδρυμάτων με αποκορύφωμα του Αμερικάνικου κολοσσού Lehman Brothers, σηματοδοτούν μια νέα εποχή έντονης μεταβλητότητας και ουσιαστικών αλλαγών προκειμένου να επιστρέψουμε σταδιακά στη χρηματοπιστωτική σταθερότητα.

1.2 Τα πρώτα σημάδια της κρίσης

Η ρίζα του προβλήματος τοποθετείται στις αρχές του 21 αιώνα στην περίοδο που ακολούθησε την απότομη κατάρρευση των αποτιμήσεων των εταιριών υψηλής τεχνολογίας στις ΗΠΑ. Οι νομισματικές αρχές στην προσπάθειά τους να αποφύγουν σημαντική επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας κατέφυγαν σε σημαντικές μειώσεις επιτοκίων. Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ (Fed) μείωσε σταδιακά το επιτόκιο παρέμβασης στο 1% που είναι το χαμηλότερο επίπεδο όλων των εποχών.

Η παρατεταμένη περίοδος χαμηλών επιτοκίων που ακολούθησε είχε ένα διττό αποτέλεσμα. Αφενός, την αύξηση της προθυμίας των νοικοκυριών να καταφύγουν στο φθηνότερο τραπεζικό δανεισμό και αφετέρου, την αναζήτηση από την πλευρά των πιστωτικών ιδρυμάτων μεγαλύτερων αποδόσεων κυρίως μέσω του επιχειρηματικού μοντέλου “originate & distribute model”.

Το επιχειρηματικό μοντέλο που υιοθετήθηκε από τις τράπεζες τους έδινε την δυνατότητα να μεταπωλούν ένα σύνολο δανείων σε ένα ευρύ φάσμα χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων έτσι ώστε η αξία των δανείων να μεταφέρεται εκτός του ισολογισμού των τραπεζών με στόχο την άντληση ρευστότητας.

Το μοντέλο αυτό είχε ως συνέπεια οι τράπεζες να χορηγούν δάνεια μεγαλύτερου πιστωτικού κινδύνου με λιγότερες απαιτήσεις δικαιολογητικών και τεκμηρίωσης αλλά και να δημιουργούν λιγότερο διαφανή χρηματοοικονομικά προϊόντα, η αξιολόγηση των οποίων καθίσταται πολύπλοκη από τις εταιρίες πιστοληπτικής διαβάθμισης.

Στις αρχές του 2007 πολλά νοικοκυριά οδηγήθηκαν σε παύση πληρωμών των δόσεων των στεγαστικών τους δανείων με αποτέλεσμα τις κατασχέσεις ακινήτων από τις τράπεζες γεγονός που επιτάχυνε και την πτώση των τιμών των ακινήτων.

Από τα τέλη του πρώτου εξαμήνου του 2007 οι εταιρίες πιστοληπτικής αξιολόγησης (credit rating agencies) υποβάθμισαν μεγάλο αριθμό προϊόντων (π.χ ομολογιακούς τίτλους με εγγύηση ενυπόθηκων δανείων και άλλα σύνθετα επενδυτικά προϊόντα γνωστά και ως δομημένα ομόλογα “collateralized debt obligations”) που σχετίζονταν τόσο με στεγαστικά δάνεια προς νοικοκυριά χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας στις ΗΠΑ, όσο και με τη μείωση της αξίας των τιλοποιήσεων. Το σύνολο των απωλειών εκτιμάται από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο σε 1,4 τρισέκ. δολάρια.

Η εξέλιξη αυτή οδήγησε κατ'αρχάς στη διεύρυνση των περιθωρίων στις πιστωτικές αγορές και στη μείωση της αποτίμησης των εν λόγω προϊόντων. Δεδομένου ότι οι απαιτήσεις αυτές είχαν μεταβιβαστεί σε επιχειρήσεις που ανήκουν στο χρηματοπιστωτικό τομέα και εδρεύουν σε διάφορες χώρες, η πτώση της αγοραίας αξίας τους και ο κλονισμός της εμπιστοσύνης στη δυνατότητα εξόφλησής τους, προκάλεσαν γενικότερη αναταραχή στις χρηματοπιστωτικές αγορές.

1.3 Δομή

Το πρώτο κεφάλαιο της παρούσας εργασίας είναι εισαγωγικό και ως στόχο έχει την εξοικείωση του αναγνώστη με το αντικείμενό της, τους στόχους εκπόνησής της, καθώς και τη δομή της.

Το δεύτερο κεφάλαιο της εργασίας, εισάγει τον αναγνώστη στην έννοια της χρηματοοικονομικής σταθερότητας και στη διαφύλαξή της ως βασικό συστατικό για την αποτελεσματική λειτουργία των αγορών. Επίσης, φέρνει τον αναγνώστη σε επαφή με τις οικονομικές συνθήκες που επικρατούσαν παγκοσμίως και ειδικά στην οικονομία των ΗΠΑ προκειμένου να γίνει κατανοητό το μέγεθος της μεταβολής της παγκόσμιας οικονομίας.

Στο τρίτο κεφάλαιο, αναλύονται οι κύριοι παράγοντες που συνέβαλαν στην μεταβολή του θετικού κλίματος που παρουσίαζε η παγκόσμια οικονομία και οδήγησαν στην εκδήλωση της κρίσης.

Στο τέταρτο κεφάλαιο, παρουσιάζεται η χρονική εξέλιξη της αναταραχής που ξεκίνησε από την αγορά στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης, οι κύριες αιτίες και οι παράγοντες που οδήγησαν στην μετεξέλιξή της σε διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση. Επίσης, πραγματοποιείται καταγραφή των μέχρι σήμερα επιπτώσεών της στις διεθνείς αγορές, αλλά και εκτιμήσεις σχετικά με τις πιθανές επιπτώσεις της στην πραγματική οικονομία.

Το πέμπτο κεφάλαιο, αποτελεί τον επίλογο της παρούσας εργασίας παραθέτοντας χρήσιμα συμπεράσματα για τη λήψη διορθωτικών μέτρων σε τομείς και αρχές που

στάθηκαν ανεπαρκείς να αντιμετωπίσουν τις οικονομικές ανισορροπίες με στόχο την αντιμετώπιση μελλοντικών κρίσεων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Το παγκόσμιο μακροοικονομικό περιβάλλον

2.1. Η χρηματοοικονομική σταθερότητα

Τι σημαίνει Χρηματοοικονομική Σταθερότητα; Τυπικά, αν και δεν υπάρχει επίσημη ερμηνεία του όρου, υπάρχουν χιλιάδες ορισμοί σχετικά με την ετυμολογία του. Ορισμένοι στην προσπάθεια τους να τον ορίσουν χρησιμοποιούν όρους σχετικά με το τι δεν είναι. Μία κατάσταση δηλαδή κατά την οποία η πραγματική οικονομία διαταράσσεται¹.

Προκειμένου λοιπόν να αποδοθεί ένας ορισμός, χρησιμοποιείται η παρακάτω ερμηνεία: “Χρηματοοικονομική σταθερότητα είναι η κατάσταση κατά την οποία το πιστωτικό σύστημα, το οποίο αποτελείται από χρηματοοικονομικούς ενδιάμεσους, αγορές και συγκεκριμένες δομές, είναι ικανό να αντεπεξέλθει σε τυχόν κρίσεις και να αντιμετωπίσει τυχόν οικονομικές ανισορροπίες μετριάζοντας την πιθανότητα επιπλοκών που θα οδηγήσουν στην μη ομαλή λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος².”

Η διαφύλαξη λοιπόν, της χρηματοοικονομικής σταθερότητας απαιτεί την αναγνώριση των κύριων πηγών κινδύνου όπως είναι μη σωστή εκτίμηση και διαχείριση των οικονομικών κινδύνων και η μη αποτελεσματική διανομή των οικονομικών πόρων από τους αποταμιευτές στους επενδυτές³.

¹ Houben A., Kakes J.& Schinasi G. (2004)

² ECB. (12/2007)

³ Schinasi G. (2005)

Η αναγνώριση των κινδύνων αυτών είναι αναγκαία επειδή η παρακολούθηση της χρηματοοικονομικής σταθερότητας πρέπει να βρίσκεται πάντα ένα βήμα μπροστά ώστε να αντιμετωπίζει έγκαιρα τυχόν χρηματοπιστωτικές κρίσεις⁴.

Ένα σταθερό λοιπόν χρηματοπιστωτικό σύστημα έχει την δυνατότητα να περιορίζει ή να επιλύει τυχόν ανισορροπίες, αναπτύσσοντας εσωτερικούς μηχανισμούς οι οποίοι μπορούν να αποτρέψουν την μετάδοση της κρίσης.

2.2. Η παγκόσμια οικονομία

Το 2007 ο ρυθμός της παγκόσμιας οικονομικής ανάπτυξης (εκτός της ζώνης του ευρώ) επιβραδύνθηκε κάπως σε σχέση με τα πολύ υψηλά επίπεδα που είχαν παρατηρηθεί την προηγούμενη τριετία.

Η εξέλιξη αυτή συνδεόταν εν μέρει με τις παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές εντάσεις που εκδηλώθηκαν στα μέσα του 2007 και επισκίασαν τις οικονομικές εξελίξεις ανά την υφήλιο, καθώς και με την ωρίμανση – έως ένα βαθμό – του κύκλου της παγκόσμιας μεταποιητικής δραστηριότητας. Αν και η κάμψη της αμερικανικής αγοράς κατοικιών είχε αρχικά μόνο περιορισμένες έμμεσες επιδράσεις, η οικονομική μεγέθυνση στις ΗΠΑ επιβραδύνθηκε σημαντικά το δ' τρίμηνο.

Οι επιπτώσεις σε παγκόσμιο επίπεδο από τη χειροτέρευση των προοπτικών της αμερικανικής οικονομίας παρέμειναν το 2007 μάλλον περιορισμένες⁵.

⁴ Schinasi G. (2005)

⁵ ΕΚΤ. (2007)

Στις σημαντικές αναδυόμενες αγορές, η αναταραχή προκάλεσε πρόσκαιρη άνοδο της μεταβλητότητας στις χρηματοπιστωτικές αγορές, αλλά η ικανότητα των περισσότερων να απορροφούν τις επιδράσεις των δυσμενών εξελίξεων φάνηκε να έχει ενισχυθεί σε σύγκριση με το παρελθόν.

Το 2007 ως σύνολο, η οικονομική επέκταση στις αναδυόμενες αγορές, ιδίως της Ασίας, προχωρούσε με ταχείς ρυθμούς. Ταυτόχρονα, η αβεβαιότητα όσον αφορά στις παγκόσμιες οικονομικές προοπτικές εντάθηκε, αντανακλώντας τη γενικευμένη επανεκτίμηση των κινδύνων, τη διαμόρφωση λιγότερο ευνοϊκών συνθηκών χρηματοδότησης, τις αυξήσεις των διεθνών τιμών των βασικών εμπορευμάτων και την υποχώρηση των δεικτών εμπιστοσύνης.

Μετά από μια περίοδο σχετικά συγκρατημένων παγκόσμιων πληθωριστικών πιέσεων από την αρχή του έτους έως το Σεπτέμβριο του 2007, ο μετρούμενος πληθωρισμός αυξήθηκε έντονα στις περισσότερες οικονομίες προς το τέλος του 2007.

Στη ζώνη του Ευρώ, ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ το 2007 διατηρήθηκε σε πολύ υψηλά επίπεδα (2,6%) δεδομένου ότι ήταν σχετικά περιορισμένη στη διάρκεια του έτους η δυσμενής επίδραση της ανόδου των διεθνών τιμών του πετρελαίου και των αγροτικών προϊόντων, καθώς και της αναταραχής στις παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές αγορές.

Στις ΗΠΑ, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ για το 2007 ως σύνολο ήταν 2,2%, χαμηλότερος κατά 0,7 της εκατοστιαίας μονάδας σε σχέση με το 2006. Η διόρθωση στην αγορά κατοικιών, η οποία είχε ξεκινήσει ήδη από το 2006, παρέμενε σημαντικός ανασταλτικός παράγοντας για την ανάπτυξη και στέρησε σχεδόν μια

ολόκληρη εκατοστιαία μονάδα από το ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ λόγω της μείωσης των επενδύσεων σε κατοικίες.

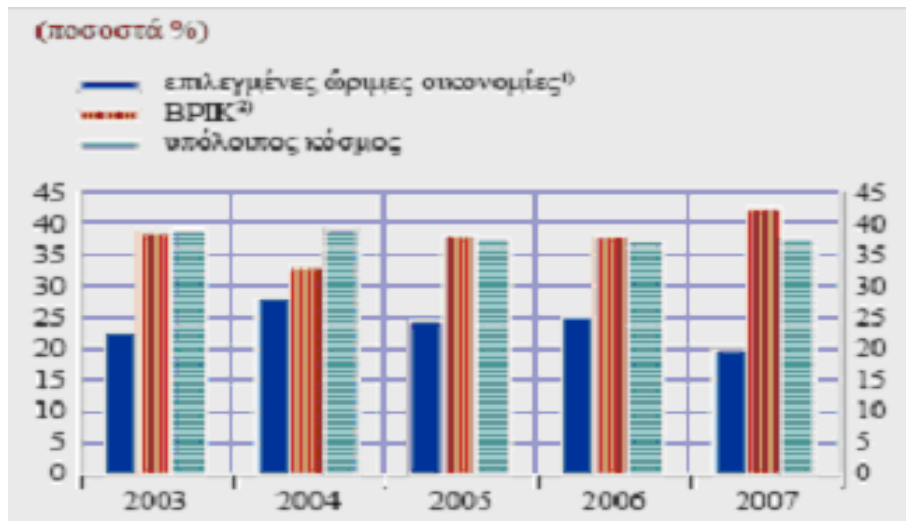
Επίσης, η αναταραχή στις χρηματοπιστωτικές αγορές που ξεκίνησε από την αγορά στεγαστικών δανείων προς δανειολήπτες μειωμένης πιστοληπτικής ικανότητας εντάθηκε από το καλοκαίρι του 2007 και έπειτα και συνέβαλε στη χαμηλότερη ανάπτυξη προς το τέλος του ίδιου έτους.

Στη διάρκεια του 2007 η οικονομική δραστηριότητα παρουσίασε διακυμάνσεις. Ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ ήταν χαμηλότερος του δυνητικού το α' τρίμηνο, υψηλότερος αυτού το β' και γ' τρίμηνο, ενώ το δ' τρίμηνο υποχώρησε και πάλι. Εν μέσω αυτής της μεταβλητότητας η αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης παρέμενε απροσδόκητα ισχυρή, παρά τις υψηλές τιμές της ενέργειας και την αναταραχή στις αγορές κατοικιών και τις χρηματοπιστωτικές αγορές.

Στην Ιαπωνία, η οικονομική ανάκαμψη συνεχίστηκε το 2007 παρά την εξασθένηση της εγχώριας ζήτησης και ειδικότερα της ιδιωτικής κατανάλωσης. Ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ υποχώρησε σε 2,1% το 2007 από 2,4% το 2006, παραμένοντας κοντά στον δυνητικό επί τέταρτο συναπτό έτος. Ενώ η οικονομική δραστηριότητα συνέχισε να στηρίζεται στον αδιάπτωτο δυναμισμό των εξαγωγών, η συμβολή της εγχώριας ζήτησης στην αύξηση του ΑΕΠ μειώθηκε. Η εξαγωγική δραστηριότητα ωφελήθηκε από την εξέλιξη της σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ιαπωνικού γιεν και από την εύρωστη εξωτερική ζήτηση, ιδίως εκ μέρους της Ασίας. Ο ρυθμός αύξησης της ιδιωτικής κατανάλωσης υποχώρησε στο 1,4% από 2,0% το 2006, αν και οι συνθήκες απασχόλησης παρέμειναν συνολικά ευνοϊκές.

Επιπλέον, παρά το δυναμισμό των εξαγωγών, η αύξηση των ιδιωτικών επενδύσεων επιβραδύνθηκε. Αυτό αντανάκλυνε τη μείωση των επενδύσεων σε κατοικίες λόγω της συρρίκνωσης της κατασκευαστικής δραστηριότητας μετά την αναθεώρηση του νόμου περί των όρων δόμησης, καθώς και την επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου των επενδύσεων εκτός κατοικιών που προκλήθηκε από την υποχώρηση των επιχειρηματικών προσδοκιών, ιδίως των μικρομεσαίων επιχειρήσεων.

Παρά τη χειροτέρευση των οικονομικών συνθηκών, οι τραπεζικές χορηγήσεις εξακολούθησαν να αυξάνονται το 2007 – καίτοι με βραδύτερο ρυθμό από ό,τι το 2006 – σε ένα κλίμα αυξημένης αβεβαιότητας στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό περιβάλλον.



Διάγραμμα 2.1 Συμβολή των οικονομιών στην αύξηση του ΑΕΠ

Πηγή: ΕΚΤ

1. ΗΠΑ, Ιαπωνία και ζώνη του Ευρώ
2. Βραζιλία, Ρωσία, Ινδία και Κίνα

Η ανάπτυξη στις αναδύμενες οικονομίες παρέμεινε ισχυρή και αντιπροσώπευε σημαντικό μερίδιο της αύξησης του παγκόσμιου ΑΕΠ το 2007, δεδομένου ότι ο ρυθμός ανάπτυξης των ώριμων οικονομιών επιβραδύνθηκε (βλ. Διάγραμμα 2.1).

Σε ορισμένες χώρες εκδηλώθηκαν κάποιες πληθωριστικές πιέσεις. Η οικονομική δραστηριότητα παρέμεινε εύρωστη στις αναδύμενες οικονομίες της Ασίας.

Μολονότι κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2007 το εξωτερικό περιβάλλον ήταν λιγότερο ευνοϊκό, η υψηλή εγχώρια ζήτηση βοήθησε να διατηρηθεί ο δυναμισμός της ανάπτυξης, ιδίως στις μεγαλύτερες οικονομίες της περιοχής. Οι πληθωριστικές πιέσεις παρέμειναν συγκρατημένες στις περισσότερες οικονομίες εν μέρει, χάρη στην άσκηση νομισματικών πολιτικών σε πιο περιοριστική κατεύθυνση σε πολλές από αυτές.

Εξαίρεση αποτέλεσε η Κίνα, όπου ο πληθωρισμός αυξήθηκε στη διάρκεια του έτους. Αντανακλώντας τις σταθερά υψηλές μακροοικονομικές επιδόσεις της περιοχής, οι τιμές των μετοχών στις τοπικές χρηματιστηριακές αγορές συνέχισαν να καταγράφουν άνοδο, παρουσιάζοντας μεγάλες διακυμάνσεις.

Όσον αφορά στην Κίνα, η οικονομία εξακολούθησε να επεκτείνεται με ραγδαίους ρυθμούς το 2007. Το πραγματικό ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 11,4% το 2007, έναντι 11,1% το 2006, αντανακλώντας τη σταθερά υψηλή εγχώρια ζήτηση και την ταχύρρυθμη άνοδο των καθαρών εξαγωγών. Οι πληθωριστικές πιέσεις ενισχύθηκαν, με αποτέλεσμα ο πληθωρισμός βάσει του ΔTK να φθάσει σε 6,5% το Δεκέμβριο από 2,2% τον Ιανουάριο του 2007, κυρίως λόγω της ανόδου των τιμών των ειδών διατροφής. Το κινεζικό νόμισμα συνέχισε να ενισχύεται σταδιακά έναντι του δολαρίου ΗΠΑ καθ' όλη τη διάρκεια του έτους. Το Μάιο η κεντρική τράπεζα της Κίνας εξήγγειλε ότι τα ημερήσια περιθώρια διακύμανσης της συναλλαγματικής ισοτιμίας του κινεζικού νομίσματος έναντι του δολαρίου ΗΠΑ γύρω από την ισοτιμία αναφοράς αυξάνονται από +/-0,3% σε +/-0,5%.

Το πλεόνασμα του εμπορικού ισοζυγίου συνέχισε να διευρύνεται και το σωρευτικό πλεόνασμα το 2007 ανήλθε σε 262 δις. δολ. ΗΠΑ (περίπου 8% του ΑΕΠ), σχεδόν διπλάσιο από ό,τι στο σύνολο του 2006. Στο πλαίσιο αυτό, τα συναλλαγματικά διαθέσιμα εξακολούθησαν να αυξάνονται και συνολικά έφθασαν τα 1,5 τρις δολ. ΗΠΑ (σχεδόν 50% του ΑΕΠ) στο τέλος του 2007.

Η οικονομική ανάπτυξη συνεχίστηκε επίσης στη Λατινική Αμερική, αν και με κάποιες διαφοροποιήσεις μεταξύ των οικονομιών ως προς τον πληθωρισμό και την αύξηση του ΑΕΠ. Τα βελτιωμένα θεμελιώδη μακροοικονομικά μεγέθη, η περαιτέρω μείωση της ευπάθειας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, οι υψηλές τιμές των βασικών εμπορευμάτων και η ισχυρή εγχώρια ζήτηση συνέχισαν να συμβάλλουν στη διατήρηση θετικών οικονομικών προοπτικών.

Οι εξωτερικές χρηματοπιστωτικές συνθήκες επιδεινώθηκαν μετά την πρόσφατη παγκόσμια αναταραχή στις χρηματοπιστωτικές αγορές, αν και λιγότερο από ό,τι σε προηγούμενες περιπτώσεις μεταβλητότητας της αγοράς. Συγκεκριμένα, οι σχετικές διαφορές (spreads) των πράξεων μεταφοράς πιστωτικού κινδύνου επί του δημοσίου χρέους (credit default swaps) των χωρών της Λατινικής Αμερικής διευρύνθηκαν.

Στις δύο σημαντικότερες οικονομίες της περιοχής, ο ρυθμός της οικονομικής δραστηριότητας ήταν σχετικά βραδύτερος στο Μεξικό, αντανακλώντας το λιγότερο ευνοϊκό εξωτερικό περιβάλλον, αλλά έντονος στη Βραζιλία, ενώ ο πληθωρισμός παρέμεινε συγκρατημένος και στις δύο χώρες.

Η Αργεντινή εξακολούθησε να εμφανίζει υψηλούς ρυθμούς αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ και ο πληθωρισμός της παρέμεινε σε αυξημένα επίπεδα.

2.3 Η οικονομία των ΗΠΑ

Στις ΗΠΑ ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του πραγματικού ΑΕΠ για το σύνολο του 2006 ήταν 3,3%. Κατά τη διάρκεια του έτους όμως η οικονομική δραστηριότητα επιβραδύνθηκε και ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ υποχώρησε σε επίπεδο κάτω από το δυνητικό ρυθμό. Η επιβράδυνση αυτή οφειλόταν κυρίως στην κάμψη των επενδύσεων στην αγορά κατοικιών, ενώ ο ρυθμός αύξησης της ιδιωτικής κατανάλωσης παρέμεινε ανθεκτικός.

Οι δαπάνες των νοικοκυριών επηρεάστηκαν αρνητικά από την επιβράδυνση στην αγορά κατοικιών και από τις υψηλές τιμές της ενέργειας ενώ ενισχύθηκαν θετικά από την έντονη αύξηση του εισοδήματος από εργασία και τις ευνοϊκές συνθήκες χρηματοδότησης.

Οι επιχειρηματικές επενδύσεις, εκτός κατοικιών, αυξήθηκαν δυναμικά στηριζόμενες από τις ευνοϊκές συνθήκες χρηματοδότησης και την υψηλή κερδοφορία των επιχειρήσεων. Η συμβολή του εμπορικού ισοζυγίου στην ανάπτυξη ήταν μηδενική για το 2006. Το ισοζύγιο εξωτερικών συναλλαγών επιδεινώθηκε το 2006 σε σχέση με το 2005.

Η επιδείνωση αυτή οφειλόταν κατά κύριο λόγο στη διεύρυνση του ελλείμματος του ισοζυγίου αγαθών, η οποία αντανάκλασε τη σταθερή αύξηση της κατανάλωσης των νοικοκυριών. Η εξαγωγική δραστηριότητα παρουσίασε ενδείξεις βελτίωσης, αντικατοπτρίζοντας την ισχυρή οικονομική ανάπτυξη στον υπόλοιπο κόσμο, καθώς και

την υποτίμηση της πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του δολαρίου ΗΠΑ.

Ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής του ΔTK για το σύνολο του 2006 ήταν 3,2%. Ο πληθωρισμός βάσει του ΔTK επιταχύνθηκε το πρώτο εξάμηνο του έτους λόγω του υψηλού βαθμού χρησιμοποίησης των πόρων, των σημαντικών αυξήσεων των τιμών της ενέργειας και της επιτάχυνσης της συνιστώσας του ΔTK που αφορά το τεκμαρτό εισόδημα από ιδιοκατοίκηση. Αφού κορυφώθηκαν το καλοκαίρι, οι πληθωριστικές πιέσεις υποχώρησαν και ο ετήσιος πληθωρισμός βάσει του ΔTK διαμορφώθηκε σε 2,5% το Δεκέμβριο.

Το πρώτο εξάμηνο του 2006 η Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοικτής Αγοράς (FOMC) του Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών των ΗΠΑ αύξησε το επιτόκιο-στόχο κατά 100 μονάδες βάσης συνολικά. Η αύξηση αυτή πραγματοποιήθηκε σε τέσσερα διαδοχικά στάδια, 25 μονάδες βάσης κάθε φορά, και το επιτόκιο στόχος διαμορφώθηκε σε 5,25% στις 29 Ιουνίου⁶.

Όσον αφορά στη δημοσιονομική πολιτική στις ΗΠΑ, το έλλειμμα του ομοσπονδιακού προϋπολογισμού μειώθηκε κατά το δημοσιονομικό 2006 συγκριτικά με το 2005, κυρίως λόγω των αυξημένων εσόδων από τη φορολογία εισοδήματος φυσικών και νομικών προσώπων. Με βάση τις εκτιμήσεις της Υπηρεσίας Προϋπολογισμού του Κογκρέσου, το έλλειμμα του ομοσπονδιακού προϋπολογισμού διαμορφώθηκε στο 1,9% του ΑΕΠ το δημοσιονομικό έτος 2006.⁷

⁶ ΕΚΤ. (2007)

⁷ ΕΚΤ. (2006)

Κατά τη διάρκεια του 2006 η οικονομία των ΗΠΑ διένυσε την πέμπτη συνεχόμενη χρονιά επέκτασης. Όπως ειπώθηκε και προηγουμένως ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ άγγιξε το 3,3%.

Το πρώτο τρίμηνο του 2006 χαρακτηρίστηκε από μία σημαντική αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ το οποίο ακολουθήθηκε από μια έντονη αυτοσυγκράτηση κατά τη διάρκεια των υπόλοιπων τριών εξαμήνων. (2,6%, 2,0%, 2,2% αντίστοιχα). Η πορεία αυτή οδήγησε την οικονομία των ΗΠΑ, ύστερα από αρκετά χρόνια έντονης επέκτασης, σε μια πιο συγκρατημένη ανάπτυξη.

Ο νέος ρυθμός ανάπτυξης οφείλεται κυρίως στις δυσμενείς αλλαγές στην αγορά κατοικιών, οι οποίες προκάλεσαν σημαντικό περιορισμό των επενδύσεων σε κατοικίες κατά το μεγαλύτερο μέρος του 2006.

Όσον αφορά στην εξέλιξη των τιμών, τα τελευταία τρίμηνα ο ετήσιος επίσημος ρυθμός πληθωρισμού τιμών καταναλωτή υποχώρησε σημαντικά από τα επίπεδα άνω του 4% που παρατηρήθηκαν στα μέσα του 2006, κυρίως λόγω της πτώσης των τιμών ενέργειας.

Σύμφωνα με την κεντρική τάση αυτών των προβολών, η αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ αναμένεται να κυμανθεί μεταξύ 2,5% και 3% κατά μέσον όρο το 2007 και μεταξύ 2,75% και 3% το 2008. Ο ετήσιος πυρήνας του πληθωρισμού αναμένεται να κυμανθεί από 2% έως 2,25% το 2007 και από 1,75% έως 2% το 2008⁸.

⁸ ECB. (03/2007)

Στις 31 Ιανουαρίου 2007 η Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοικτής Αγοράς των ΗΠΑ αποφάσισε να διατηρήσει αμετάβλητο το επιτόκιο-στόχο της για τα ομοσπονδιακά κεφάλαια σε 5,25%.

Το πρώτο τρίμηνο του 2007 ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ μειώθηκε έντονα. Ο Τριμηνιαίος και αναγόμενος σε ετήσια βάση ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ μειώθηκε σε 0,6% το α' τρίμηνο του 2007 από 2,5% το τελευταίο τρίμηνο του 2006. Η επιβράδυνση αυτή αντανακλά την έντονη αρνητική συμβολή των καθαρών εξαγωγών και των αποθεμάτων, ενώ οι επενδύσεις σε κατοικίες παρέμεινε σημαντικός αρνητικός παράγοντας στην οικονομική ανάπτυξη⁹.

Στις 9 Μάιου η Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοικτής Αγοράς των ΗΠΑ αποφάσισε να διατηρήσει αμετάβλητο το επιτόκιο-στόχο σε 5,25%.¹⁰

Το δεύτερο τρίμηνο του 2007 ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ ανέκαμψε σε 4% έναντι 0,6% το α' τρίμηνο.¹¹ Η επιτάχυνση αυτή οφείλεται στην ανάκαμψη της συμβολής του εμπορίου των αποθεμάτων και της δημόσιας κατανάλωσης καθώς και την αύξηση των επενδύσεων εκτός των κατοικιών. Οι επενδύσεις βέβαια σε κατοικίες συνέχισαν να συμβάλλουν αρνητικά στην οικονομική ανάπτυξη, λιγότερο βέβαια σε σχέση με το πρώτο τρίμηνο.

Η οικονομία των ΗΠΑ αναμένεται να επεκταθεί με ρυθμό κάτω του δυνητικού εάν υποτεθεί ότι θα συνεχιστούν οι αρνητικές επιδράσεις της αγοράς κατοικιών. Οι πρόσφατες αναταραχές στις χρηματοπιστωτικές αγορές και η εφαρμογή αυστηρότερων

⁹ ECB. (06/2007)

¹⁰ ECB. (06/2007)

¹¹ ECB. (09/2007)

δανειοδοτικών κριτηρίων θέτουν επίσης καθοδικούς κινδύνους για την οικονομία των ΗΠΑ.

Στις 7 Αυγούστου 2007 η Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοικτής Αγοράς των ΗΠΑ αποφάσισε να διατηρήσει αμετάβλητο το επιτόκιο-στόχο για τα ομοσπονδιακά κεφάλαια σε 5,25% για όγδοη διαδοχική φορά. Στις 17 Αυγούστου, ως αντίδραση στις πρόσφατες αναταραχές της χρηματοπιστωτικής αγοράς, το Συμβούλιο Διοικητικών του Ομοσπονδιακού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών των ΗΠΑ ενέκρινε προσωρινές μεταβολές στο προεξοφλητικό περιθώριο της βασικής πιστωτικής διευκόλυνσης. Οι μεταβολές περιελάμβαναν μια μείωση 50 μονάδων βάσης το προεξοφλητικού επιτοκίου σε 5,75% και επέτρεψαν την παροχή προθεσμιακών δανείων διάρκειας έως και 30 ημερών, που δύνανται να ανανεωθούν από το δανειολήπτη.

Το γ' τρίμηνο ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ ανήλθε σε 4,9% έναντι του 3,8% το β' τρίμηνο. Η οικονομική δραστηριότητα στηρίχτηκε ιδιαίτερα από τις υψηλές καθαρές εξαγωγές και την σχετικά υψηλή ιδιωτική κατανάλωση αντισταθμίζοντας έτσι τις αρνητικές επιπτώσεις από τομέα της κατασκευής σπιτιών.

Όσον αφορά τις μελλοντικές εξελίξεις για το τέταρτο τρίμηνο του 2007 ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ αναμένεται να επιβραδυνθεί καθώς η εντονότερη διάρθρωση της αγοράς κατοικιών και η συνεχιζόμενη αναταραχή στη χρηματοπιστωτική αγορά αναμένεται να πλήξουν πιο σοβαρά την οικονομική ανάπτυξη.

Η αναταραχή όπως και η άνοδος της τιμής του πετρελαίου επηρεάζουν δυσμενώς τις προοπτικές για το 2008 και εκτιμάται ότι η συνεχιζόμενη ταχεία ανάπτυξη των

αναδυόμενων οικονομιών δεν θα αντισταθμίσει πλήρως την προβλεπόμενη για το 2008 επιβράδυνση του ρυθμού ανάπτυξης των προηγμένων οικονομιών.

Το 2007 διαφοροποιήθηκε η συμβολή των επιμέρους γεωγραφικών περιοχών στην αύξηση του παγκόσμιου ΑΕΠ. Ενώ μέχρι πρόσφατα οι ΗΠΑ είχαν την μεγαλύτερη συνεισφορά στην παγκόσμια οικονομική μεγέθυνση, το 2007 για πρώτη φορά η Κίνα

συνείσφερε περισσότερο από τις ΗΠΑ, ενώ η ζώνη του ευρώ λόγω της ευνοϊκής οικονομικής συγκυρίας και των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων των τελευταίων ετών, συνέβαλε, ύστερα από πολλά έτη, όσο και οι ΗΠΑ στην αύξηση του παγκόσμιου ΑΕΠ.¹²

¹² Τράπεζα της Ελλάδος, (2007 –2008)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Το θεσμικό και οικονομικό πλαίσιο της κρίσης

3.1 Δάνεια και πιστοληπτική αξιολόγηση

3.1.1 Κατηγορίες Δανείων

Υπάρχουν τρεις κατηγορίες ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων στις ΗΠΑ:

- Στεγαστικά δάνεια πρώτης διαλογής «prime residential mortgages» τα οποία απολαμβάνουν δανειολήπτες οι οποίοι εμφανίζουν περισσότερα από τα ελάχιστα τυπικά προσόντα χρηματοδότησης (υψηλό πιστωτική βαθμολόγηση, χαμηλό ποσοστό του δείκτη χρέους προς εισόδημα¹³).
- Στεγαστικά δάνεια μη παραδοσιακής κατηγορίας «nontraditional» τα οποία εμπίπτουν σε μια περιοχή μεταξύ των prime και των sub prime, τα οποία καλούνται και “Alt-A”. Πρόκειται ουσιαστικά για ένα ευέλικτο τύπο δανείου και προσφέρεται σε δανειολήπτες οι οποίοι πληρούν τις προϋποθέσεις δανειοδότησης μέσω της αξιολόγησης των δεικτών αλλά δεν παρέχουν πλήρη τεκμηρίωση ώστε να συγκαταλεχθούν στην κατηγορία των prime¹⁴.
- Στεγαστικά δάνεια μειωμένης εξασφάλισης «sub prime» η οποία περιλαμβάνει δάνεια που δίνονται σε δανειολήπτες που επιδεικνύουν ένα ή περισσότερα από τα παρακάτω χαρακτηριστικά κατά τη στιγμή της δανειοδότησης (αδύναμο πιστωτικό παρελθόν το οποίο περιλαμβάνει καθυστερήσεις στην αποπληρωμή των δόσεων, επιπλέον χρεώσεις με τόκους, χρεοκοπίες, περιορισμένη δυνατότητα αποπληρωμής μέσω της πιστοληπτικής αξιολόγησης που γίνεται με

¹³ Board of Governors of the Federal Reserve System (2008)

¹⁴ Kiff J., Mills P. (2008)

τους δείκτες debt – to – income ή ημιτελή στοιχεία σχετικά με την παρελθοντική πιστωτική συμπεριφορά του υποψήφιου για δανειοδότηση.

3.1.2 Κριτήρια δανειοδότησης

Η αξιολόγηση του πιστωτικού κινδύνου οδηγεί σε κατάταξη των πιστούχων σε κατηγορίες πιστωτικού κινδύνου και πραγματοποιείται με τη χρήση της μεθόδου Credit Rating και Credit Scoring. Τα κριτήρια που χρησιμοποιούνται για την κατάταξη είναι τριών ειδών: Ποιοτικά, Ποσοτικά και Συναλλακτικής συμπεριφοράς¹⁵.

Οι κυριότεροι δείκτες που χρησιμοποιούνται για την κατάταξη των πιστούχων προκειμένου να περιοριστούν σε μεγάλο βαθμό η πιθανότητα αθέτησης (Probability of Default – PD) είναι οι εξής:

➤ Δάνειο προς Αξία κατοικίας (Loan- to- Value)

Ο Δείκτης συγκρίνει την αξία του δανείου ως προς την τρέχουσα τιμή του ακινήτου που έχει αγοραστεί με το δάνειο. Ο δανειστής χρησιμοποιεί αυτόν τον δείκτη προκειμένου να εξετάσει το ενδεχόμενο αν οι πιθανές ζημιές σε περίπτωση αθέτησης της υπόσχεσης πληρωμής μπορούν να περιοριστούν από την πώληση του ακινήτου¹⁶.

➤ Χρέος προς Εισόδημα (Dedt-to-Income)

Ο δείκτης αυτός δείχνει τη σχέση του οφειλόμενου ποσού που προκύπτει από τις δόσεις του δανείου ως προς το μηνιαίο εισόδημα του δανειζομένου. Ο δανειστής χρησιμοποιεί αυτόν τον δείκτη προκειμένου να αποφασίσει το ύψος του ποσού που θα δανείσει. Αν το

¹⁵ Αγγελόπουλος Π. (2005)

¹⁶ Federal Reserve of Boston, (2007)

ποσό αυτού του δείκτη είναι μεγαλύτερο από 36 ο δείκτης μπορεί να επηρεάσει αρνητικά το credit score διότι ο δανειστής θα αναλογισθεί ότι ο δανειζόμενος είναι υπερχρεωμένος σε σχέση με το εισόδημα του¹⁶.

Όπως αναφέραμε και παραπάνω τα ενυπόθηκα δάνεια μειωμένης εξασφάλισης είναι στεγαστικά δάνεια τα οποία δεν μπορούν να προσαρμοστούν στα κριτήρια τα οποία τίθενται για τα δάνεια πρώτης διαλογής «prime» και επομένως εμφανίζουν μεγαλύτερες πιθανότητες αθέτησης μη ολικής αποπληρωμής των δανείων. Η διάκριση αυτή βασίζεται στο ιστορικό του δανειολήπτη αλλά και στη βαθμολογία που συγκεντρώνει με βάση κάποιους δείκτες που χρησιμοποιούνται για την πιστοληπτική του αξιολόγηση όπως είναι ο δείκτης DTI και ο δείκτης LTV. Οι υποψήφιοι δανειολήπτες οι οποίοι συγκεντρώνουν βαθμολογία κάτω του 55%, όσον αφορά τον δείκτη DTI και κάτω του 85% όσον αφορά τον δείκτη LTV καλούνται «subprime» δηλαδή μειωμένης εξασφάλισης¹⁷.

3.1.3 Η αγορά στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης «subprime loans»

Μέχρι το 2003 η πλειοψηφία των υποθηκών που δημιουργούνταν ήταν «prime». Έπειτα οι υποθήκες αυτές αγοράζονταν από τις δύο εταιρίες που χρηματοδοτούνταν από το κράτος (Fannie Mae και Freddie Mac). Παρόλα αυτά έως και το 2006 πάνω από τις μισές υποθήκες που δημιουργούνταν δεν πληρούσαν τα κριτήρια των υποθηκών πρώτης διαλογής. Επομένως το μερίδιο των υποθηκών που αντιπροσωπεύονταν από υποθήκες μειωμένης εξασφάλισης «subprime» και “Alt-A” αυξήθηκε με γοργούς ρυθμούς. Η αγορά λοιπόν κατά το 2006 παρουσίαζε την εξής δομή: το 36% ήταν δάνεια πλήρως εναρμονισμένα με τις τυπικές προϋποθέσεις που απαιτούνταν για την χορήγηση τους, το

¹⁷ Kiff J., Mills P. (2008)

15% ήταν prime Jumbo, το 3% των υποθηκών ήταν υπό την εγγύηση του FHA, το 25% ήταν Alt-A και το 21% αναφέρονταν σε υποθήκες μειωμένης εξασφάλισης.¹⁸

Η ιδιοκτησία μιας κατοικίας θα μπορούσαμε να πούμε μέρος του αμερικάνικου ονείρου αλλά και πολύτιμος στόχος για αυτούς που ασκούν πολιτική. Σε απάντηση της έντονης ζήτησης για στεγαστικά δάνεια η βιομηχανία ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων εισήγαγε καινοτόμα αλλά και δημιουργικά προϊόντα δανείων στην αγορά. Κατά συνέπεια η πρόσβαση των καταναλωτών στην πίστωση ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων έχει παρουσιάσει σημαντική αύξηση την τελευταία δεκαετία.

Τις τελευταίες δύο δεκαετίες, η βιομηχανία ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων επεκτάθηκε ως αποτέλεσμα της εισαγωγής καινοτομιών στο χρηματοοικονομικό τομέα, των τεχνολογικών επιτευγμάτων και της κατάργησης των ρυθμίσεων¹⁹.

Οι δανειστές απέκτησαν την δυνατότητα να παρέχουν σε μεγαλύτερη μερίδα καταναλωτών πρόσβαση στην πίστωση υποθηκών υιοθετώντας μη παραδοσιακές στρατηγικές προκειμένου να εκμεταλλευτούν ένα μεγάλο μέρος της αγοράς που δεν είχε πρόσβαση στην αγορά δανείων γιατί κυρίως δεν πληρούσαν τις τυπικές προϋποθέσεις δανειοδότησης.

Συγκεκριμένα, αλλαγές στην αξιολόγηση των δανειοληπτών άνοιξαν το δρόμο του ενυπόθηκου δανεισμού σε δανειολήπτες οι οποίοι συγκαταλέγονταν στην κατηγορία του υψηλού κινδύνου λόγω του επιβαρημένου ιστορικού τους ή των περιορισμών λόγω

¹⁸ Kiff J., Millis P. (2008)

¹⁹ Board of Governors of the Federal Reserve System.(2007)

εισοδήματος που παρουσίαζαν. Οι δανειστές, εξαιτίας του υψηλού ρίσκου που αντανακλούν οι εν λόγω οφειλέτες «subprime borrowers²⁰», τους χρέωσαν υψηλότερα επιτόκια.

Η αγορά των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης άρχισε να επεκτείνεται σημαντικά στα μέσα του 1990 και κορυφώθηκε το 2006. Η ανάπτυξη της αγοράς τροφοδοτήθηκε από τις επεκτατικές εξελίξεις που σημειώθηκαν στην βιομηχανία των χρηματοοικονομικών προϊόντων και οι οποίες άλλαξαν κάθε πτυχή της αγοράς ενυπόθηκων δανείων μειωμένης εξασφάλισης.

Η χρήση των μοντέλων πιστωτικής αξιολόγησης διευκόλυνε τους δανειστές να αξιολογήσουν πιο αποτελεσματικά την δανειοληπτική ικανότητα των οφειλετών μειώνοντας τα κόστη συναλλαγής.

Επιπλέον, οι αλλαγές που σημειώθηκαν στην ανερχόμενη δευτερογενή αγορά υποθηκών αύξησαν την ικανότητα των δανειστών να πωλούν πολλές υποθήκες σε «securitizers» οι οποίοι συγκέντρωναν μεγάλους αριθμούς υποθηκών και πωλούσαν τα δικαιώματα από τις προκύπτουσες ταμειακές ροές στους επενδυτές.

Κατά το παρελθόν, οι δανειστές έτειναν να κρατούν τις υποθήκες στα βιβλία τους έως ότου τα δάνεια αποπληρωθούν. Άλλωστε η αυξανόμενη χρήση μιας επιχειρηματικής πρακτικής που βασίζεται στη χορήγηση πιστώσεων που πωλούνται σε επενδυτές «originate and distribute model» έδωσε την δυνατότητα στους δανειστές αλλά και στους οφειλέτες μειωμένης εξασφάλισης να αποκτήσουν μεγαλύτερη πρόσβαση στις αγορές κεφαλαίων με αποτέλεσμα την μεγαλύτερη διάδοση του κινδύνου.

²⁰ Aschcraft A. & Schermann T. (2008)

Η αυξανόμενη είσοδος στην αγορά ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης τροφοδοτήθηκε και από την άνοδο δύο μεσιτών υποθήκης, οι οποίοι επέκτειναν τις πωλήσεις και τα κανάλια διανομής αυτών των προϊόντων τα οποία δεν ήταν άμεσα συνδεδεμένα με ένα ομοσπονδιακό εποπτευόμενο ίδρυμα.

Ο επεκτεινόμενος τομέας των εκτός τραπεζών δανειστών ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων «non bank mortgage lenders» υπήρξε αξιοσημείωτος στην αγορά υποθηκών μειωμένης εξασφάλισης.

Στοιχεία του 2006 αποκαλύπτουν ότι το 45% των πρώτων υποθηκών δημιουργήθηκε από ανεξάρτητες επιχειρήσεις χρηματοδότησης υποθηκών οι οποίες δεν εποπτεύονται από τις ομοσπονδιακές τραπεζικές αντιπροσωπείες και οι οποίες πωλούν σχεδόν όλες τις υποθήκες τις οποίες δημιουργούν²¹.

Αυτές οι εξελίξεις στην αγορά υποθηκών αύξησαν την προσφορά πιστώσεων η οποία συνέβαλε στην αύξηση του ποσοστού ιδιοκτησίας από 64% που ήταν το 1994 σε 68% το 2007.

Η διεύρυνση της πρόσβασης στην αγορά ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων υποθηκών είχε επίσης και αρνητικές πτυχές. Οι δανειολήπτες μειωμένης εξασφάλισης «sub prime borrowers» τείνουν να εμφανίσουν μεγαλύτερα ποσοστά αθέτησης της υπόσχεσης πληρωμής των δανείων τους σε σχέση με τους δανειολήπτες πρώτης διαλογής.

²¹ Board of Governors of Federal Reserve System.(2007)

Το 2007, τα προβλήματα στην αγορά «sub prime», η επιβράδυνση της αγοράς κατοικίας, η μείωση της εκτίμησης των τιμών των κατοικιών και η αποδυνάμωση της παγκόσμιας οικονομίας συνέβαλε στην εμφάνιση μεγάλων ποσοστών καθυστέρησης αποπληρωμής των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης.

Ως αποτέλεσμα των μεγάλων ποσοστών καθυστερήσεων αποπληρωμής των εν λόγω δανείων αρκετοί ανεξάρτητοι δανειστές χορήγησης υποθηκών δήλωσαν χρεοκοπία και μεγάλοι πιστωτικοί οργανισμοί παρουσίασαν ζημιές αρκετών δισεκατομμυρίων.

Όσον αφορά τους καταναλωτές οι συνέπειες μη αποπληρωμής των ενυπόθηκων δανείων υπήρξαν σοβαρές όπως η απώλεια του δικαιώματος της ιδιοκτησίας, μειωμένη είσοδος στον δανεισμό και κατασχέσεις.

Καθώς η κρίση στην αγορά ενυπόθηκων δανείων επεκτάθηκε το τελευταίο τρίμηνο του 2007 η Κεντρική τράπεζα των ΗΠΑ παρενέβη προκειμένου να εξομαλύνει την αγορά και να αποκαταστήσει την ισορροπία.

3.2 Τιτλοποίηση

3.2.1 Γενικά

Τιτλοποίηση είναι η διαδικασία βάσει της οποίας δάνεια ή γενικότερα χρηματοδοτήσεις και συναφή στοιχεία του ενεργητικού τραπεζών και λοιπών επιχειρήσεων ομαδοποιούνται και τυποποιούνται, ώστε να αποτελέσουν τη βάση για τη δημιουργία

τίτλων ή χρεογράφων ικανών να πουληθούν στην δευτερογενή αγορά σε ενδιαφερόμενους επενδυτές²².

Πρωτεύοντα ρόλο στη διαδικασία της τιτλοποίησης διαδραματίζει η Εταιρία ειδικού σκοπού (Special Purpose Vehicle – SPV) η οποία αγοράζει το πωλούμενο ενεργητικό, διαμορφώνει τους όρους της τιτλοποίησης και διαθέτει τους τίτλους στο επενδυτικό κοινό.

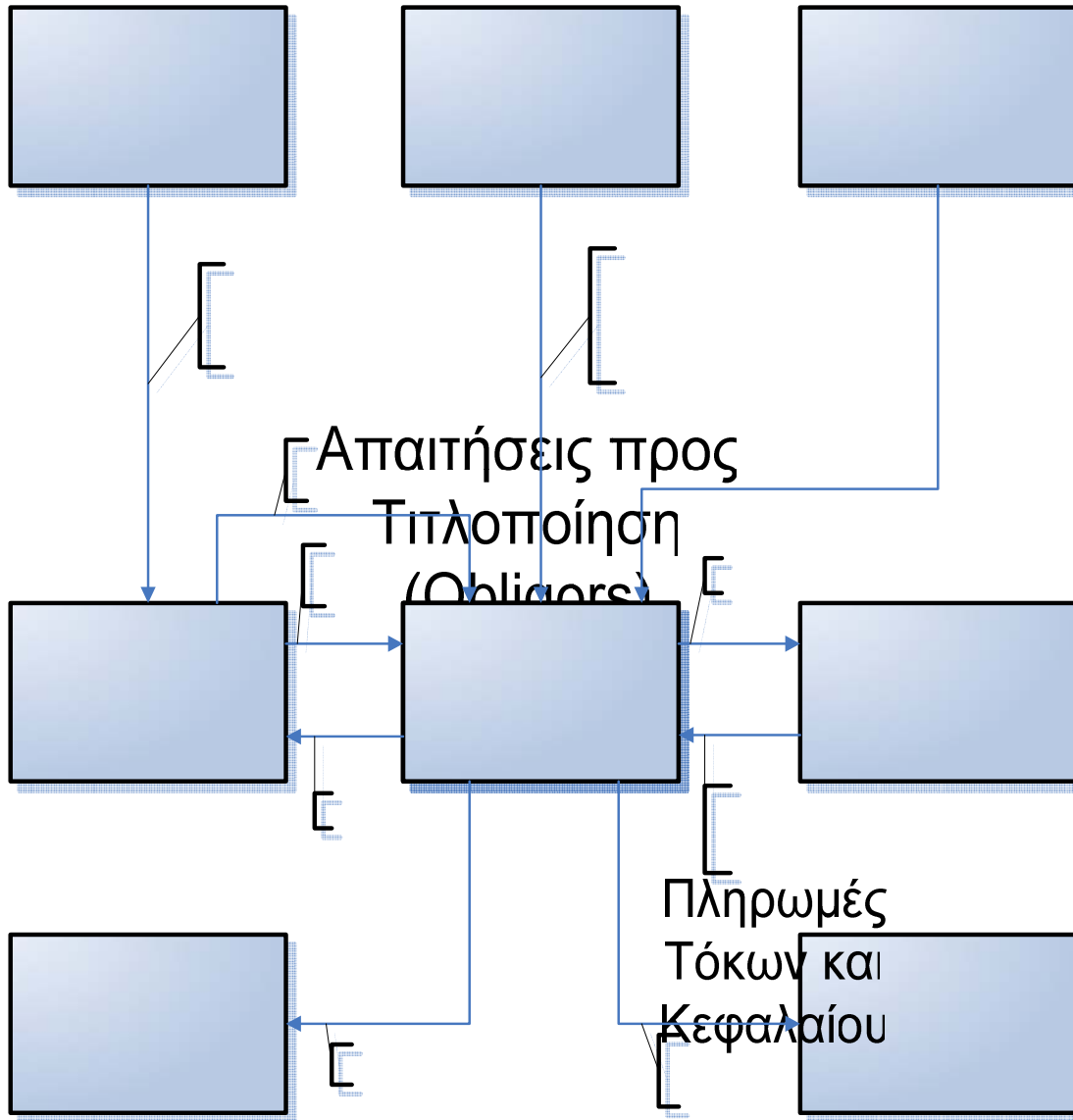
Η τιτλοποίηση αποτελεί μια αρκετά σύνθετη διαδικασία η οποία αποτελείται από τα παρακάτω στάδια:

- Επιλογή ομοειδών στοιχείων του ενεργητικού ή απαιτήσεων της τράπεζας ή της επιχείρησης (originator) τα οποία μπορούν να αποτελέσουν αντικείμενο τιτλοποίησης.
- Συνεργασία με ειδική εταιρία επενδυτικού σκοπού (Special Purpose Vehicle- SPV) η οποία αναλαμβάνει την υλοποίηση της τιτλοποίησης και τη διάθεση των τίτλων στο επενδυτικό κοινό.
- Πώληση των υπό τιτλοποίηση απαιτήσεων στην Εταιρία Ειδικού Σκοπού.
- Επιλογή από την SPV της μορφής του ομολογιακού δανείου που θα καλύψει το τιτλοποιούμενο ενεργητικό.
- Αξιολόγηση και κατάταξη σε κατηγορία πιστωτικού κινδύνου του τιτλοποιούμενου ενεργητικού η οποία πραγματοποιείται από αναγνωρισμένη εταιρία πιστοληπτικής αξιολόγησης.

²² Αγγελόπουλος Π. (2005)

- Τιμολόγηση των ομολογιών σε συνάρτηση με την αξιολόγηση του πιστωτικού κινδύνου.
- Μεταβίβαση στην SPV των τιτλοποιούμενων απαιτήσεων και είσπραξη της αξίας αυτών.
- Διάθεση των τίτλων στους επενδυτές, θεσμικούς ή άλλους.
- Ορισμός διαχειριστή (θεματοφύλακα) της τιτλοποίησης. Συνήθως ορίζεται η ίδια η εκχωρούσα τράπεζα.
- Είσπραξη των ροών των τίτλων από τους οφειλέτες των τιτλοποιούμενων στοιχείων και την πρόωθηση τους στους επενδυτές.

Η διαδικασία της τιτλοποίησης εμφανίζεται στο παρακάτω διάγραμμα:



Διάγραμμα 3.2: Η διαδικασία τιτλοποίησης
Πηγή: Αγγελόπουλος Π.

Σύμβαση
Συνεργασίας

Πώληση
Απαιτήσεων

3.2.2 Επιχειρηματικό μοντέλο «Originate & Distribute»

Από το 1980 που για πρώτη φορά εισήχθη στην αγορά το πρώτο MBS, οι τράπεζες έχουν προχωρήσει αρκετά βήματα μπροστά προκειμένου να εκμεταλλευτούν κάθε ευκαιρία για την απόκτηση μεγαλύτερου μεριδίου αγοράς και άντληση επιπλέον ρευστότητας²³. Έτσι, λοιπόν αντί να κρατούν τα δάνεια που οι ίδιοι δημιουργούν, οι τράπεζες άρχισαν σταδιακά να διανέμουν δάνεια στην δευτερογενή αγορά είτε απευθείας είτε συσκευάζοντας τα σε μια πλειάδα χρηματοοικονομικών προϊόντων τα οποία υπάγονται στην κατηγορία των ενυπόθηκων ομολογιακών δανείων (asset-backed securities)²⁴.

Η δραστηριότητα αυτή δίνει τα παρακάτω πλεονεκτήματα:

- Διαφοροποίηση των πηγών τροφοδότησης των τραπεζών
- Μείωση του πιστωτικού κινδύνου
- Ελαχιστοποίηση του κόστους χρηματοδότησης
- Αντληση επιπλέον ρευστότητας από την πώληση των δανείων

Εκτός από το ρόλο των τραπεζών στη διαδικασία αυτή πολύ σημαντικός είναι και ο ρόλος των ιδρυμάτων που δημιουργούν δάνεια (non-bank institutions), τα οποία πωλούν στην τράπεζα και η οποία μέσω των εταιριών ειδικού σκοπού τα τιτλοποιεί και τα διαθέτει στην αγορά.

3.2.3 Εταιρίες ειδικού σκοπού (Conduits & SIV)

Οι εταιρίες ειδικού σκοπού αποτελούν ένα μεγάλο κομμάτι της τραπεζικής βιομηχανίας.

Οι τράπεζες είναι αυτές οι οποίες ουσιαστικά ιδρύουν τα conduits ως οχήματα ειδικού

²³ Purnanandam A. (2008)

²⁴ ECB. (12/2007)

σκοπού με σκοπό να διακρατούν στοιχεία του ενεργητικού και να τα μετατρέπουν σε MBS και CDOs, τα οποία διαθέτουν σε πελάτες τους με αντάλλαγμα . Οι τράπεζες δεν έχουν τον έλεγχο αυτών των εταιριών που δρουν ανεξάρτητα όμως είναι άμεσα συνδεδεμένες μαζί τους καθώς υποχρεούνται να τους τροφοδοτούν με ρευστότητα. Το μερίδιο της αγοράς που καταλαμβάνουν τέτοιες εταιρίες είναι τεράστιο αν λάβουμε υπόψη μας ότι κατά το δεύτερο τρίμηνο του 2007 η Citibank αποκάλυψε στα αποτελέσματα της ότι είχε 77 δις δολ. στοιχεία ενεργητικού και υποχρεώσεων σε conduits²⁵.

Ουσιαστικά, οι εταιρίες ειδικού σκοπού δεν είναι τίποτα άλλο παρά ένας τρόπος των τραπεζών να μεταφέρουν σε αυτές στοιχεία του ενεργητικού με στόχο την παροχή επιπλέον ρευστότητας από την πίσω πόρτα. Αυτός είναι και ο κυριότερος λόγος για τον οποίο οι αγορές χρήματος πάγωσαν ξαφνικά τον Σεπτέμβρη όταν οι τράπεζες αναγκάστηκαν να προβούν σε παροχή επιπλέον ρευστότητας προκειμένου να ικανοποιήσουν τις υποχρεώσεις τους προς τις εταιρίες.

3.2.4 Τα κυριότερα προϊόντα τιτλοποίησης

➤ Mortgage- Backed Securities (MBS)

Αναφέρονται στην τιτλοποίηση ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων. Πραγματοποιείται η συνάθροιση μιας ομάδας μεμονωμένων δανείων, η δημιουργία δηλαδή μιας ομάδας καλαθιού (pool), μετατρέποντας τα σε τίτλους τα οποία εξασφαλίζονται από τις

²⁵ Crouhy M., Jarrow R., Turmbull S. (2008)

απαιτήσεις κατά των στοιχείων του ενεργητικού του ενυπόθηκου οφειλέτη. Οι τίτλοι αυτοί αναφέρονται ως Mortgage- Backed Securities (MBS)²⁶.

➤ Collateralized Debt Obligations (CDOs)

Τυπικά μιλάμε για την επόμενη εξέλιξη των MBS. Πρόκειται, λοιπόν για το δέσιμο μιας κατηγορίας ενυπόθηκων ομολογιακών δανείων (asset- backed securities) από μια εταιρία ειδικού σκοπού (special purpose vehicle) η οποία επαναξιολογεί και κατατάσσει το τιτλοποιούμενο ενεργητικό σε διαφορετικές μερίδες με διαφορετικό βαθμό πιστωτικής αξιολόγησης και προτεραιότητα αποπληρωμής. Για παράδειγμα ένα CDO μπορεί να αποτελείται από 100 MBS.

Αν υποθέσουμε ότι σε μια ακραία περίπτωση μη αποπληρωμής η αναλογία της ζημίας δεν μπορεί να είναι πάνω από 10% τότε τα MBS διαιρούνται σε μερίδια διαφορετικής πιστωτική αξιολόγησης ως εξής: το 70% σε AAA, το 20% σε μεσαίου κινδύνου και το 10% σε κατώτερης αξιολόγησης²⁷. Ο επενδυτής λοιπόν ανάλογα με το ρίσκο που θέλει να αναλάβει μπορεί να επιλέξει σε ποια κατηγορία θέλει να επενδύσει. Τα CDOs είναι μια περίπλοκη μορφή επενδυτικών προϊόντων η οποία περιπλέκεται περισσότερο καθώς τα CDOs συσκευάζονται ξανά προκειμένου να δημιουργηθούν άλλα προϊόντα δεύτερου και τρίτου βαθμού γνωστά ως «CDO squared και CDO cubed». Όσο αυξάνεται ο βαθμός του CDO τόσο απομακρύνεται από το πραγματικό υποκείμενο από το οποίο εκρέουν οι χρηματοροές και περιπλέκεται η τιμολόγηση του CDO.

²⁶ Μαλινδρέτου Β. (2002)

²⁷ Mah-Hui Lim M. (2008)

Μεταξύ των ετών 2004 και 2006 τριπλασιάστηκε ο όγκος των CDOs που εισήχθησαν στην αγορά από 125 δις δολ. σε 350 δις. δολ. ανά έτος.²⁸ Τα CDOs διανεμήθηκαν σε όλον τον κόσμο. Δεν ήταν μόνο οι τράπεζες που εκτέθηκαν σε αυτή τη μορφή επενδυτικών προϊόντων αλλά και επενδυτές οι οποίοι έψαχναν για μεγαλύτερες αποδόσεις. Όταν όμως οι δανειστές μειωμένης εξασφάλισης άρχισαν να εμφανίζουν δυσκολίες στην αποπληρωμή και σημαντικές καθυστερήσεις, οι επενδυτές οι οποίοι είχαν επενδύσει σε μερίδια κατώτερης διαλογής δέχθηκαν το πρώτο πλήγμα.

Η κατάσταση αυτή δημιούργησε κλίμα έλλειψης εμπιστοσύνης ακόμα και μεταξύ των επενδυτών οι οποίοι είχαν επενδύσει σε CDOs πρώτης διαλογής και δεν είχαν υποστεί ζημιές. Ο πανικός κατέβαλε την αγορά καθώς χιλιάδες επενδυτές ήθελαν να εξέλθουν από την αγορά με αποτέλεσμα την υπερπροσφορά και την κατακόρυφη μείωση των τιμών αυτών των προϊόντων.

²⁸ Mah-Hui Lim M.(2008)

Κεφάλαιο 4: Η Χρηματοπιστωτική κρίση

4.1 Γενικά

Το 2007 χαρακτηρίστηκε από την αναταραχή την οποία προκάλεσε η αύξηση των επισφαλειών στην αγορά στεγαστικών δανείων προς νοικοκυριά χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας στις ΗΠΑ (subprime mortgage market), η οποία επεκτάθηκε ταχύτατα στις χρηματοπιστωτικές αγορές διεθνώς.

Τα απώτερα αίτια της αναταραχής μπορούν να αποδοθούν στην αλληλεπίδραση κυρίως τριών παραγόντων²⁹:

- Της συνεχούς, τα τελευταία έτη, αναζήτησης επενδύσεων υψηλής απόδοσης (search for yield) από τους επενδυτές η οποία συνοδευόταν από την ανάληψη μεγαλύτερου κινδύνου (risk appetite)
- Το υψηλό επίπεδο ρευστότητας που παρατηρήθηκε τα τελευταία χρόνια.
- Η αυξανόμενη χρήση από τις τράπεζες μιας επιχειρηματικής πρακτικής που βασίζεται στη χορήγηση πιστώσεων οι οποίες στη συνέχεια πωλούνται σε επενδυτές (originate and distribute model). Η πρακτική αυτή οδήγησε αφενός στη μείωση των κινήτρων για προσεκτική αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας των δανειοληπτών και αφετέρου στην εμφάνιση σύνθετων επενδυτικών προϊόντων που χαρακτηρίζονται από πολύπλοκο τρόπο τιμολόγησης και έλλειψη δευτερογενούς αγοράς για τη διαπραγμάτευση τους.

²⁹ Τράπεζα της Ελλάδος. (2006-2007)

Ο συνδυασμός των ανωτέρω τριών παραγόντων οδήγησε στην υποεκτίμηση των κινδύνων από την πλευρά των επενδυτών και δημιούργησε σταδιακά στην αγορά συνθήκες έντονης μεταβλητότητας και αστάθειας.

Από τα τέλη του πρώτου εξαμήνου του 2007 οι εταιρίες πιστοληπτικής αξιολόγησης (credit rating agencies) υποβάθμισαν μεγάλο αριθμό προϊόντων (π.χ ομολογιακούς τίτλους με εγγύηση ενυπόθηκων δανείων και άλλα σύνθετα επενδυτικά προϊόντα γνωστά και ως δομημένα ομόλογα (collateralized debt obligations) που σχετίζονταν με στεγαστικά δάνεια προς νοικοκυριά χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας στις ΗΠΑ.

Η εξέλιξη αυτή οδήγησε κατ'αρχάς στη διεύρυνση των περιθωρίων στις πιστωτικές αγορές και στη μείωση της αποτίμησης των εν λόγω προϊόντων. Δεδομένου ότι οι απαιτήσεις αυτές είχαν μεταβιβαστεί σε επιχειρήσεις που ανήκουν στο χρηματοπιστωτικό τομέα και εδρεύουν σε διάφορες χώρες, η πτώση της αγοραίας αξίας τους και ο κλονισμός της εμπιστοσύνης στη δυνατότητα εξόφλησης τους προκάλεσαν γενικότερη αναταραχή στις χρηματοπιστωτικές αγορές.

Ήδη τον Ιούνιο του 2007 και τους επόμενους μήνες, πολλές επιχειρήσεις του χρηματοπιστωτικού τομέα διεθνώς ανακοίνωσαν σημαντικές ζημιές λόγω απαξίωσης των στοιχείων του ενεργητικού τους εξαιτίας των εξελίξεων στην αγορά στεγαστικών δανείων προς νοικοκυριά χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας.

Πέρα των τραπεζών που κατέγραψαν ζημιές από την άμεση έκθεση τους στα εν λόγω προϊόντα, ενεπλάκησαν και τράπεζες που είχαν έμμεση έκθεση σε αυτά εξαιτίας της υποχρέωσης παροχής έκτακτης ρευστότητας προς ειδικές επενδυτικές εταιρίες (conduits και structured investments vehicles – SIVs) που επένδυναν στα εν λόγω προϊόντα.

4.2. Αίτια

Ήδη από τα μέσα του 2005 τα ποσοστά καθυστέρησης των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης αυξήθηκαν σημαντικά κυρίως για δύο λόγους. Πρώτον γιατί τα δάνεια αυτά καλούνται δάνεια βραχυχρόνιας επαναρύθμισης «short- reset loan»³⁰, στα οποία αρχικά το επιτόκιο το οποίο χρεώνεται σε αυτά είναι πολύ μικρότερο σε σχέση με τα συμβατικά δάνεια αλλά ύστερα από μια περίοδο δύο έως τριών ετών εξελίσσεται σε υψηλότερο με αποτέλεσμα η αποπληρωμή να γίνεται δυσκολότερη.

Δεύτερον πολύ ήταν εκείνοι που επηρεασμένοι από τις υψηλές τιμές των κατοικιών ενθαρρύνθηκαν να δανειστούν για την αγορά κατοικίας με την πρόθεση να προβούν είτε σε επαναχρηματοδότηση είτε σε αποπληρωμή της υποθήκης πριν την ημερομηνία επαναρύθμισης. Καθώς όμως τα επιτόκια αυτών των δανείων άρχισαν να αυξάνουν και με την πτώση που παρουσίασαν οι τιμές των κατοικιών πολύ δανειζόμενοι βρέθηκαν σε δύσκολη θέση να πληρώσουν τις υποχρεώσεις τους με συνέπεια την αύξηση των ποσοστών καθυστέρησης. Η εξέλιξη αυτή οδήγησε σε πτώση της αξίας των των RMBSs, και κυρίως εκείνων που χρηματοδοτούνταν από τα πιο πρόσφατα δάνεια.

³⁰ ECB. (2007)

4.1.2 Παράγοντες διάδοσης της κρίσης

Αρκετοί είναι οι παράγοντες που μπορούν να εξηγήσουν πώς ο κίνδυνος για ύπαρξη ζημιών στην αγορά στεγαστικών δανείων επεκτάθηκε ραγδαία στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές και στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Ένας από τους κυριότερους παράγοντες είναι ότι απαιτήσεις των χρηματοροών που προέρχονταν κυρίως από τα στεγαστικά δάνεια προς νοικοκυριά χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας τροφοδοτούσαν έναν μεγάλο αριθμό επενδυτικών προϊόντων γνωστά κυρίως ως δομημένα ομόλογα³¹.

Δεύτερον, οι ανακοινώσεις μεγάλων εταιριών πιστοληπτικής διαβάθμισης στις αρχές Ιουλίου σχετικά με την υποβάθμιση αρκετών ABSs δημιούργησαν κλίμα απαισιοδοξίας στην αγορά με αποτέλεσμα να σημειωθεί απώλεια εμπιστοσύνης εκ μέρους των επενδυτών για τοποθετήσεις σε τιτλοποιημένα δάνεια και παράγωγα μεταφοράς πιστωτικού κινδύνου. Ως αποτέλεσμα οι επενδυτές δεν μπορούσαν πια να ποσοτικοποιήσουν τον κίνδυνο από την έκθεση τους σε τέτοια προϊόντα ανεξάρτητα από την πιστοληπτική διαβάθμιση που παρουσίασαν τα προϊόντα αυτά την συγκεκριμένη στιγμή με συνέπεια πολλοί επενδυτές να θελήσουν να εξέλθουν από την αγορά ABSs και η αγορά να παρουσιάσει έλλειψη ρευστότητας.

Εκτός από τα επενδυτικά προϊόντα που παρουσίαζαν υποβάθμιση αρκετά άλλα όπως τα CDOS ήταν αδύνατο να εκτιμηθούν. Αυτό συνέβη γιατί τα προϊόντα αυτά είναι από την φύση τους δύσκολο να ρευστοποιηθούν καθώς η αξία τους προκύπτει από τις τιμές

³¹ Whalen C. (2008)

αγοράς των ABSs για τα οποία φυσικά δεν υπήρχαν διαθέσιμα αλλά και αξιόπιστα στοιχεία³².

Πέρα των τραπεζών που κατέγραψαν ζημιές από την άμεση έκθεση τους στα εν λόγω προϊόντα ενεπλάκησαν και τράπεζες που είχαν έμμεση έκθεση σε αυτά εξαιτίας της υποχρέωσης παροχής έκτακτης ρευστότητας προς ειδικές επενδυτικές εταιρίες (conduits, structured investment vehicles) που επένδυναν στα εν λόγω προϊόντα. Το γεγονός αυτό αύξησε τις ανησυχίες σχετικά με την φύση αλλά και την έκταση των κινδύνων που θα αντιμετώπιζαν οι τράπεζες από την ενδεχόμενη αναγκαστική παροχή ρευστότητας προς τις ειδικές επενδυτικές εταιρίες.

Στο πρώτο μισό του Αυγούστου, δύο γερμανικές τράπεζες η IKB και η Sachsen LB δεν μπόρεσαν να αντεπεξέλθουν στην υποχρέωση τους για παροχή έκτακτης ρευστότητας. Παρόμοια προβλήματα αντιμετώπισε, έστω και προσωρινά η BNP Paribas³³.

Η ανάγκη για παροχή έκτακτης ρευστότητας, καθώς υπήρχε αβεβαιότητα ως προς το σύνολο των επισφαλών τοποθετήσεων και υποχρεώσεων σε σχέση με το εκτός ισολογισμού συναλλαγές και ως προς την κατανομή τους σε συγκεκριμένα πιστωτικά ιδρύματα, είχε ως αποτέλεσμα να σημειωθούν ανοδικές πιέσεις στα διατραπεζικά επιτόκια. Οι ανοδικές πιέσεις οφείλονταν στο ότι πολλά πιστωτικά ιδρύματα αντιμετώπιζαν με μεγάλη επιφύλαξη την παροχή διατραπεζικών δανείων, λόγω της πιθανότητας οι αντισυμβαλλόμενοι να διακρατούν σημαντικά ποσά χρεογράφων ιδίως δομημένων ομολόγων.

³² Scheicher M. (2008)

³³ ECB. (2007)

4.1.3 Το χρονικό της κρίσης

- 8 Φεβρουαρίου 2007: Η HSBC σε ανακοίνωση της πρώτη φορά προειδοποιεί ότι η αγορά ίσως αντιμετωπίσει προβλήματα από την αύξηση των επισφαλειών στον κλάδο των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης (subprime mortgage market).
- 27 φεβρουαρίου 2007: Οι παγκόσμιες αγορές μετοχών διακατέχονται από φόβους όσον αφορά τις ασιατικές αγορές μετοχών και δημιουργούνται περαιτέρω ανησυχίες σχετικά με μεγαλύτερη επιδείνωση στην αγορά των αμερικανικών στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης. Η σχετικά μικρή διόρθωση των χρηματιστηριακών δεικτών (Dow Jones EURO STOXX 8%, S&P 500 6%) τελειώνει στις 14 Μαρτίου και οι αγορές μετοχών επανακτούν την ανοδική τους τάση.
- 20 Ιουνίου: Δύο hedge funds που ελέγχονται από την Bear Stearns ανακοινώνουν ζημιές εξαιτίας της επένδυσης τους σε μετοχές που συνδέονται με τα στεγαστικά δάνεια μειωμένης πιστοληπτικής εξασφάλισης.
- 5 Ιουνίου: Ο διευθύνων σύμβουλος της ελβετικής τράπεζας UBS, Πέτερ Βούφλι απομακρύνεται εξαιτίας ζημιών 124 εκ. δολαρίων που ανακοίνωσε το hedge fund της με την επωνυμία Dilon Read.

- Τέλος-Ιουνίου/Ιουλίου: Οι εταιρίες πιστοληπτικής διαβάθμισης υποβαθμίζουν πολλούς τίτλους όπως (ομόλογα, ABSs και οι υποχρεώσεις χρέους (CDOs) που τροφοδοτούνται από δάνεια μειωμένης εξασφάλισης.
- Ιούλιος: Οι ήδη επιβαρημένες συνθήκες στις πιστωτικές αγορές οδηγούν σε καθυστερήσεις στην έκδοση ομολόγων υψηλής απόδοσης. Οι τράπεζες οι οποίες ήταν εγγυητές αυτών των δανείων αναγκάστηκαν να τα απορροφήσουν στους ισολογισμούς τους.
- 30 Ιουλίου: Η γερμανική τράπεζα IKB ανακοινώνει απώλειες και αδυνατεί να αντεπεξέλθει στις υποχρεώσεις της για παροχή ρευστότητας σε ειδικές επενδυτικές εταιρίες.
- Αύγουστος 2007: Πολλά επενδυτικά κεφάλαια, που συνδέονται με μεγάλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα αντιμετωπίζουν μαζικές εξαγορές. Μερικοί απ' αυτούς επίσης παγώνουν τις εξαγορές ώστε να αποφύγουν να πουλήσουν το ενεργητικό της στις πολύ δυσμενείς συνθήκες που επικρατούν στην αγορά.
- 9 Αυγούστου: Η αναταραχή που ξέσπασε στις πιστωτικές αγορές μετατρέπεται σε συμπίεση ρευστότητας καθώς πολλές τράπεζες γίνονται απρόθυμες να δανείσουν τα χρήματα σε άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Η ΕΚΤ λαμβάνει μέτρα σε απάντηση της πιστωτικής αναταραχής με μια σειρά διαδικασιών παροχής ρευστότητας ύψους 95 δις. Ευρώ στις αγορές συναλλάγματος. Παρόμοια μέτρα παίρνουν η κεντρική τράπεζα των ΗΠΑ και η τράπεζα της Ιαπωνίας.

- **Αύγουστος:** Η αγορά εμπορικών εγγράφων αντιμετωπίζει δυσκολίες. Οι ειδικές επενδυτικές εταιρίες (conduits) αντιμετωπίζουν δυσκολίες στην εξεύρεση πελατών και παροτρύνουν τις τράπεζες που χρηματοδότησαν την δημιουργία τους να τους παράσχουν ρευστότητα ή να τα απορροφήσουν στον ισολογισμό τους.
- **16 Αυγούστου:** Οι παγκόσμιες αγορές μετοχών παρουσιάζουν κρίση λόγω της αποστροφής των επενδυτών να αναλάβουν κίνδυνο και τις μεταφορές κεφαλαίων σε ασφαλέστερες τοποθετήσεις.
- **17 Αυγούστου:** Η ομοσπονδιακή τράπεζα των ΗΠΑ μειώνει το επιτόκιο της κατά 50 μονάδες βάσης διαμορφώνοντας το στο 5,75%.
- **14 Σεπτεμβρίου:** Παρέμβαση της τράπεζας της Αγγλίας για τη στήριξη της Northern Rock πυροδοτεί ομαδική φυγή κεφαλαίων, η οποία σταματά ύστερα από σχετικές διαβεβαιώσεις του Υπουργού Οικονομικών της Μ. Βρετανίας σχετικά με τα αποθεματικά της τράπεζας.
- **18 Σεπτεμβρίου:** η Επιτροπή αμερικανικής ομοσπονδιακή ελεύθερης αγοράς (FOMC) κόβει τα επιτόκια από μισό σημείο σε 4.75%.
- **30 Οκτωβρίου:** Ο διευθύνων σύμβουλος της Merrill Lynch απομακρύνεται έπειτα από διαγραφές αξιών ύψους 4,8 δις. δολαρίων τις οποίες ανακοίνωσε η τράπεζα.

- Σεπτέμβριος/Οκτώβριος: Οι αγορές χρήματος αντιμετωπίζουν ακόμα τις εντάσεις, ενώ οι συμμετέχοντες αγοράς παραμένουν προβληματισμένοι όσον αφορά τον αντίκτυπο της αναταραχής στα αποτελέσματα των τραπεζών.
- Αρχές Νοεμβρίου: Συνεχίζονται οι ανησυχίες σχετικά με τις απώλειες των τραπεζών από την έκθεση τους στα σύνθετα επενδυτικά προϊόντα και δημιουργούνται ανησυχίες για την περαιτέρω μετάδοση της κρίσης.
- 16 Μαρτίου 2008: Η Bear Stearns καταρρέει και πωλείται στην JP Morgan με την εγγύηση της Fed.
- 19 Μαρτίου: Η τράπεζα της Αγγλίας και η Βρετανική Επιτροπή κεφαλαιαγοράς καθισχύάζουν την αγορά ύστερα από φήμες για την έκθεση της HBOS στην αγορά υποθηκών μειωμένης εξασφάλισης που ρίχνει την τιμή της μετοχής κατά 17%.
- 14 Ιουλίου: Η Alliance & Leicester πωλείται στην Ισπανική Santander προκειμένου να διασφαλίσει το μέλλον της καθώς η έκθεση της στην αγορά στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης έχει καταστήσει το μέλλον της επισφαλές.
- Σεπτέμβριος: Οι δύο μεγαλύτερες επενδυτικές εταιρίες παροχής στεγαστικών δανείων (Fannie Mae & Freddie Mac) εκπέμπουν σήμα κινδύνου και κρατικοποιούνται.

- 14 Σεπτεμβρίου: Η αμερικάνικη τράπεζα Merrill Lynch εξαγοράζεται από την Bank of America προκειμένου να διασωθεί.
- 15 Σεπτεμβρίου: Η ιστορική επενδυτική τράπεζα Lehman Brothers, μετά από μια ιστορία 185 χρόνων καταρρέει.
- 16 Σεπτεμβρίου: Η κορυφαία ασφαλιστική εταιρία AIG σώζεται ύστερα από την παρέμβαση της Fed η οποία στην ουσία την κρατικοποιεί.
- 18 Σεπτεμβρίου: Οι Κεντρικές τράπεζες παρέχουν επιπλέον ρευστότητα 180 δις δολ.
- 19 Σεπτεμβρίου: Η αμερικάνικη κυβέρνηση ανακοινώνει σχέδιο διάσωσης ύψους 700 δις δολ.
- 22 Σεπτεμβρίου: Η Goldman Sachs & Stanley απολαμβάνουν την ασφάλεια της Fed.
- 28 Σεπτεμβρίου: Κρατικοποίηση της Fortis.
- 1 Οκτωβρίου: Το Κογκρέσο εγκρίνει το αμερικανικό σχέδιο διάσωσης.
- 12 Οκτωβρίου: Οι Ευρωπαίοι ηγέτες ανακοινώνουν τα σχέδια στήριξης των τραπεζών.
- 24 Οκτωβρίου: Οι δείκτες των χρηματιστηρίων παρουσιάζουν κάθετη πτώση.

Όπως όλα δείχνουν τα μεγάλα θύματα της κρίσης είναι οι δημιουργοί της δηλαδή οι επενδυτικές τράπεζες. Στον τραπεζικό κόσμο η εμπιστοσύνη αποτελεί πολύτιμο αγαθό καθώς όλο το τραπεζικό σύστημα έχει κτιστεί πάνω σε σχέσεις εμπιστοσύνης. Από τη στιγμή που η σχέση εμπιστοσύνης ουσιαστικά διερράγη η κατάρρευση τους ήταν θέμα χρόνου.

4.1.4 Οι κυριότερες χρηματοπιστωτικές κρίσεις

Η μεγαλύτερη οικονομική κρίση του 21 αιώνα οφείλεται κατά κύριο λόγο στη διάθεση των επενδυτών να ρισκάρουν με σκοπό την αναζήτηση υψηλών αποδόσεων (risk appetite), στο υψηλό επίπεδο ρευστότητας που παρατηρήθηκε τα τελευταία χρόνια και στην χρηματοοικονομική καινοτομία που χάραξε ένα μονοπάτι παραφροσύνης μέσω του μοντέλου originate and distribute.

Ωστόσο, τίθεται το ερώτημα αν το πρόβλημα των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης είναι τόσο ξεχωριστό ώστε να δίνει στην κρίση που διανύουμε κάτι τόσο ξεχωριστό που να την διαχωρίζει από τις υπόλοιπες κρίσεις³⁴.

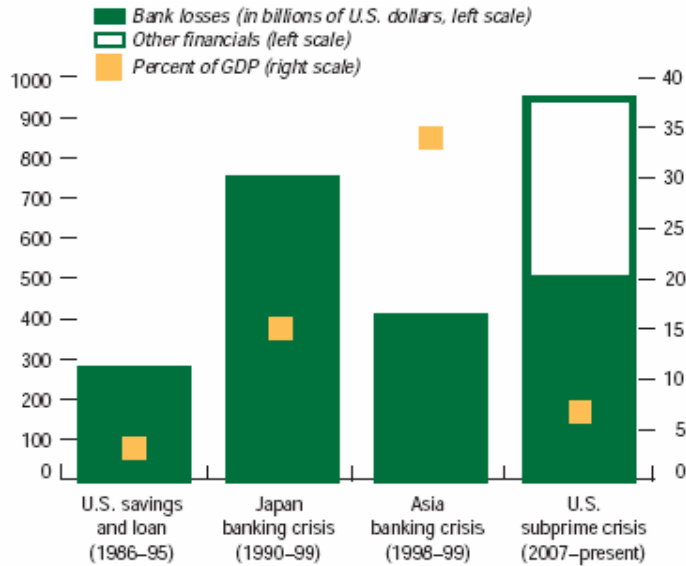
Πολλοί αναλυτές συμφωνούν στο γεγονός ότι η τεράστια αύξηση που παρατηρήθηκε στις τιμές των κατοικιών δεν ήταν μια φούσκα αλλά δικαιολογείται από την καινοτομία που παρατηρήθηκε στο χώρο των χρηματοοικονομικών προϊόντων καθώς και στη σταθερή εισροή κεφαλαίου από την Ασία και των εξαγωγών πετρελαίου.

³⁴ Reinhart D., Rogoff K.(2008)

Ενώ, λοιπόν όλοι θα περίμεναν ότι η οικονομία των Ηνωμένων Πολιτειών θα απολάμβανε υψηλό ρυθμό ανάπτυξης και υψηλές αποδόσεις για αρκετά χρόνια το καλοκαίρι του 2007 η Πολιτεία των Ηνωμένων Πολιτειών βίωσε μια εντυπωσιακή αντίθεση πλούτου, αύξηση των περιθωρίων κινδύνου και σημαντική επιδείνωση στην αγορά δανείων.

Η κρίση του 2007 έχει τις ρίζες της στην πτώση των τιμών των κατοικιών η οποία οδήγησε σε μεγαλύτερα ποσοστά αθέτησης της υποχρέωσης πληρωμής των δανειζόμενων μειωμένης εξασφάλισης (sub-prime borrowers).

Παρακάτω παραθέτουμε το διάγραμμα το οποίο χρησιμοποιεί μια ιστορική αντίληψη των σημαντικότερων κρίσεων και στο οποίο το μέγεθος της πρόσφατης κρίσης συσχετίζεται με την μεγάλη πιστωτική κρίση που σημειώθηκε στην Ιαπωνία. Ωστόσο, εκείνο που διαχωρίζει την πρόσφατη κρίση από τις προηγούμενες είναι το γεγονός ότι ο αντίκτυπος της δεν περιορίστηκε μόνο στα πιστωτικά ιδρύματα (τράπεζες) αλλά επηρέασε και μεγάλους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς.



Διάγραμμα 4.3: Οι κυριότερες χρηματοπιστωτικές κρίσεις
 Πηγή: Global Stability Report

Ομοιότητες και διαφορές των χρηματοπιστωτικών αναταραχών μεταξύ των ετών 2007 και 1998.

Το δεύτερο εξάμηνο του 2007 οι τιμές στην παγκόσμια χρηματοπιστωτική αγορά επηρεάστηκαν σοβαρά από την γενική επανεκτίμηση των κινδύνων η οποία από ένα συγκεκριμένο τμήμα της αγοράς πιστώσεων (τιτλοποιημένες απαιτήσεις από στεγαστικά δάνεια που έχουν χορηγηθεί προς δανειολήπτες με μειωμένη πιστοληπτική ικανότητα στις ΗΠΑ) εξαπλώθηκε στο σύνολο των αγορών πιστώσεων και στο χρηματοπιστωτικό σύνολο γενικότερα.

Τα γεγονότα που χαρακτήρισαν την πρόσφατη αναταραχή παρουσιάζουν ομοιότητες με την αναταραχή που έπληξε τη χρηματοπιστωτική αγορά το δεύτερο εξάμηνο του 1998 και έμεινε γνωστή ως « κρίση του LTCM». ³⁵

Κατά το πρώτο εξάμηνο του 1998 οι πιο προηγμένες οικονομίες απολάμβαναν ευνοϊκές συνθήκες στην αγορά, όπως ανοδική τάση των χρηματιστηριακών δεικτών, σταθερές εξελίξεις στις αποδόσεις των μακροπρόθεσμων ομολόγων και μείωση των διαφορών αποδόσεων των εταιρικών ομολόγων έναντι των αντίστοιχων τίτλων του δημοσίου.

Το γενικά ήρεμο κλίμα που επικρατούσε στην χρηματοπιστωτική αγορά άρχισε να αλλάζει το καλοκαίρι του 1998. Η μεταστροφή του κλίματος και η απροθυμία των επενδυτών να αναλάβουν κίνδυνο συνδέεται στενά με δύο παράγοντες: πρώτον οι συμμετέχοντες στην αγορά έγιναν πιο απαισιόδοξοι όσον αφορά την επίδραση που θα ασκούσε στην παγκόσμια οικονομία η ύφεση του 2007 στις αναδύμενες ασιατικές αγορές και δεύτερον, άρχισαν να κλιμακώνονται οι ανησυχίες της αγοράς σχετικά με το χρέος της Ρωσίας. Οι ανησυχίες κορυφώθηκαν στις 17 Αυγούστου, όταν η Ρωσία ανακοίνωσε αναδιάρθρωση του χρέους, υποτίμηση του νομίσματος της και παύσης πληρωμής των χρεολυσίων των ιδιωτικών δανείων. Οι ανακοινώσεις αυτές έδωσαν το έναυσμα για αθρόες ρευστοποιήσεις στις παγκόσμιες αγορές μετοχών και εταιρικών ομολόγων.

Η έντονη αντίδραση της αγοράς στην αθέτηση των δανειακών υποχρεώσεων της Ρωσίας οδήγησε σε κλιμακούμενες ανησυχίες για εξάντληση της προσφοράς πιστώσεων. Πολλά αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνων (hedge funds) και υπηρεσίες ιδιωτικής

³⁵ Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα. (2007)

τραπεζικής ανακοίνωσαν μεγάλες ζημιές προερχόμενες κυρίως από τη διεύρυνση των διαφορών αποδόσεων των εταιρικών ομολόγων έναντι των αντίστοιχων τίτλων του δημοσίου και λοιπών περιθωρίων που αντιστοιχούν σε άλλους κινδύνους. Με τη διεύρυνση των διαφορών οι επενδυτές κλήθηκαν να καταβάλουν πρόσθετα περιθώρια (margin calls) και αντίστοιχα χρειάστηκαν πρόσθετη ρευστότητα ώστε να καλύψουν τις θέσεις τους.

Στις αρχές Σεπτεμβρίου του 1998 τα βραχυχρόνια προβλήματα χρηματοδότησης έλαβαν ιδιαίτερα σοβαρές διαστάσεις για ένα από τα μεγαλύτερα αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνων, το Long- Term Capital Management (LTCM). Υπήρξαν διάχυτες ανησυχίες στην αγορά ότι το LTCM θα αναγκαζόταν να κλείσει επενδυτικές θέσεις μεγάλου ύψους ενώ ήδη επικρατούσαν συνθήκες στενότητας.

Ωστόσο, διάφορα μέτρα που λήφθηκαν τις επόμενες εβδομάδες βοήθησαν την αγορά να λειτουργήσει και πάλι κανονικά.

- Στις 23 Σεπτεμβρίου ανακοινώνεται ιδιωτικό σχέδιο διάσωσης του LTCM
- Η ομοσπονδιακή τράπεζα των ΗΠΑ αποφάσισε να μειώσει τα επιτόκια πολιτικής σε τρεις φάσεις κατά 100 μονάδες βάσης συνολικά.

Παραθέτοντας τα γεγονότα της κρίσης του 1998 μπορούμε να διακρίνουμε δύο ομοιότητες μεταξύ των αναταραχών 1998 και 2007. Η πρώτη συνδέεται με το περιβάλλον της χρηματοπιστωτικής αγοράς πριν από την αναταραχή και η δεύτερη ότι και στις δύο περιπτώσεις η αναταραχή πυροδοτήθηκε από σχετικά μικρούς κλονισμούς.

Όσον αφορά την πρώτη ομοιότητα και στις δύο περιπτώσεις το περιβάλλον πριν την αναταραχή χαρακτηριζόταν από παρατεταμένες περιόδους γενικών ανοδικών κινήσεων

των τιμών στα περισσότερα τμήματα της χρηματοπιστωτικής αγοράς σε συνδυασμό με τα χαμηλά επίπεδα μεταβλητότητας. Αυτές οι πολύ ευνοϊκές συνθήκες ώθησαν τους επενδυτές να λάβουν επενδυτικές αποφάσεις με βάση εκτιμήσεις κινδύνου που αποδείχθηκαν υπερβολικά αισιόδοξες. Έτσι οι επενδυτές υπερέτιμησαν τις πρόσφατες τάσεις και θεώρησαν ότι θα συνεχιστούν και στο μέλλον.

Όσον αφορά την δεύτερη ομοιότητα και οι δύο κρίσεις πυροδοτήθηκαν από σχετικά μικρούς κλονισμούς οι οποίοι προκάλεσαν γενική επανεκτίμηση του χρηματοπιστωτικού κινδύνου με αποτέλεσμα ακραίες μεταβολές τιμών σε συγκεκριμένα τμήματα της αγοράς.

Παρά τις δύο ομοιότητες που αναφέρθηκαν οι εξελίξεις στη διάρκεια των κρίσεων διαφέρουν από πολλές απόψεις. Πρώτον με τα καινοτόμα χρηματοπιστωτικά προϊόντα μεταφοράς του πιστωτικού κινδύνου τα οποία εισήχθησαν την περασμένη δεκαετία είναι πλέον ιδιαίτερα δύσκολο να προσδιοριστεί ο τομέας ή ο οργανισμός που θα επωμιστεί τον κίνδυνο. Μολονότι η αυξημένη χρήση της τιτλοποίησης, μέσω της οποίας μη ρευστοποιήσιμα δάνεια μετατρέπονται σε ρευστά χρηματοδοτικά μέσα, έχει δώσει την ευκαιρία διαφοροποίησης στους επενδυτές η αποτίμηση των στοιχείων αυτών των νέων προϊόντων είναι εξαιρετικά περίπλοκη.

Δεύτερον, η πρόσφατη αναταραχή επηρέασε κυρίως τα ασφάλιστρα και τη ρευστότητα στις αγορές πιστώσεων και χρήματος. Αντίθετα, το 1998 έλλειψη ρευστότητας έπληξε και τις αγορές κρατικών ομολόγων.

Τρίτον οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων αντέδρασαν διαφορετικά στη ζώνη του ευρώ και διαφορετικά στις ΗΠΑ σε καθεμία από τις δύο χρηματοπιστωτικές κρίσεις. Το 1998 οι τιμές των μετοχών σημείωσαν πιο απότομη πτώση στη ζώνη του ευρώ από ότι στις ΗΠΑ. Αυτή η διαφορετική συμπεριφορά των μετοχών συνδεόταν πιθανώς με την διαφορά του ρυθμού ανάπτυξης των δύο οικονομιών.

Πράγματι η οικονομική ανάπτυξη ήταν σταθερή στις ΗΠΑ καθ'όλη την διάρκεια του 1998, ενώ στη ζώνη του ευρώ η πραγματική αύξηση του ΑΕΠ επιβραδύνθηκε από ετήσιο ρυθμό 3,8% το τρίμηνο του 1998 σε 2,4% το δ' τρίμηνο. Το 2007 οι διαφορές των αναμενόμενων ρυθμών ανάπτυξης μπορεί να συνέβαλαν στην κάπως διαφορετική πορεία που ακολούθησαν οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων στη ζώνη του ευρώ και στις ΗΠΑ. Π.χ η διαφορά αποδόσεων των μακροπρόθεσμων ομολόγων ανάμεσα στις ΗΠΑ και στη ζώνη του Ευρώ μειώθηκε κατά τους μήνες που ακολούθησαν την αναταραχή. Για πρώτη φορά έγινε αρνητική μετά τις αρχές του 2004.

Προς το τέλος του 2007 οι συμμετέχοντες στην αγορά θεωρούσαν ότι η οικονομία της ζώνης του ευρώ ήταν κάπως πιο ανθεκτική στην πρόσφατη αναταραχή από ότι η οικονομία των ΗΠΑ. Οι αντίστοιχες προσδοκίες για εντονότερες αντιδράσεις της νομισματικής πολιτικής των ΗΠΑ μετά τις μεταβολές των σχετικών προβλέψεων των επενδυτών όσον αφορά την ανάπτυξη των δύο οικονομιών συνέβαλαν ώστε η διαφορά των μακροπρόθεσμων επιτοκίων μεταξύ ΗΠΑ και ζώνης ευρώ να αλλάξει πρόσημο³⁶.

³⁶ International Monetary Fund. (2008)

4.1.5 Ο ρόλος των εταιριών πιστοληπτικής διαβάθμισης

Το δεύτερο μισό του 2007, οι τρεις κυριότερες εταιρίες πιστοληπτικής διαβάθμισης αναγκάστηκαν να προβούν σε απότομες υποβαθμίσεις μιας μεγάλης μερίδας δομημένων προϊόντων τα οποία υποστηρίζονταν από τις αμερικάνικες υποθήκες μειωμένης εξασφάλισης. Οι υποβαθμισμένοι τίτλοι συμπεριλάμβαναν και τίτλους που είχαν διαβάθμιση AAA, το οποίο αποτελεί και την ασφαλέστερη βαθμολόγηση για επένδυση.

Οι εταιρίες πιστοληπτικής διαβάθμισης, θα μπορούσαμε να πούμε ότι παίζανε σημαντικό ρόλο στην εκτίμηση των δομημένων προϊόντων καθώς τροφοδότησαν τους επενδυτές με πληροφορίες όσον αφορά τον πιστωτικό κίνδυνο παίρνοντας ένα κοινό μέτρο για όλα τα προϊόντα. Πιο συγκεκριμένα, όταν αξιόπιστες τρέχουσες τιμές ήταν μη διαθέσιμες, οι τιμές των δομημένων προϊόντων συνάγονταν από τιμές και πιστωτικά περιθώρια όμοιων συγκρίσιμων προϊόντων για τα οποία υπήρχαν διαθέσιμες πληροφορίες, όσον αφορά τις τιμές τους.

Ο ρόλος των εταιριών είναι επίσης πολύ σημαντικός καθώς πολλοί θεσμικοί επενδυτές είναι υποχρεωμένοι να επενδύουν μόνο σε βαθμολογημένα fixed- income instruments. Στην πραγματικότητα, η επιτυχημένη έκδοση δομημένων προϊόντων εξαρτάται σε έναν πολύ μεγάλο βαθμό από την ικανότητα να διατηρήσουν AAA πιστοληπτική διαβάθμιση σε μια μεγάλη μερίδα αυτών των προϊόντων. Παρόλο που είναι γνωστό ότι κατά την διάρκεια πιστωτικών υποβαθμίσεων η πιστοληπτική διαβάθμιση των δομημένων προϊόντων είναι πιο επιρρεπής σε πιστωτικές υποβαθμίσεις από τα προϊόντα fixed-income instruments η ευμενής απόδοση που παρουσίαζαν οι αγορές από την αρχή αυτής της δεκαετίας έδωσαν στους επενδυτές μια λαθεμένη εκτίμηση ασφάλειας.

Παρά τις συνεχείς προειδοποιήσεις των εταιριών ότι οι βαθμολογήσεις μετρούν τον κίνδυνο αθέτησης και όχι την πιθανότητα ή την ένταση υποβάθμισης πολλοί επενδυτές δεν φάνηκαν να συμμερίζονται αυτές τις προειδοποιήσεις.

Σε ένα περιβάλλον ανάπτυξης και ευημερίας, οι εταιρίες είχαν εισηγηθεί την εισαγωγή διαφορετικών κλιμάκων βαθμολόγησης για τα δομημένα προϊόντα, πιθανότερο με αυτούς που μπορούν να υποδεικνύουν την ποσότητα των υποβαθμίσεων. (Moody's 2008, Standard & Poor's 2008).

Παρόλα αυτά το πιστωτικό περιθώριο των δομημένων προϊόντων έτειναν να είναι πιο μεγάλα από τα fixed income instruments τα οποία παρουσίαζαν την ίδια πιστοληπτική διαβάθμιση.

Επιπλέον, η περαιτέρω αύξηση του περιθωρίου για τα δομημένα προϊόντα που σημειώθηκε στα μέσα Ιουλίου του 2007 υπονοεί ότι οι συμμετέχοντες στην αγορά πίστευαν ότι οι εταιρίες πιστοληπτικής διαβάθμισης δεν ήταν δυνατό να αναγνωρίσουν την επιδείνωση κάποιων από τις βασικές εισροές στις μεθοδολογίες βαθμολόγησης τους. Αντίθετα, από τις αρχές του 2007 προσπαθούσαν να προεξοφλήσουν και να συμβαδίσουν με τις ραγδαίες επιδεινώσεις στην απόδοση των υποθηκών μειωμένης εξασφάλισης και στην μετάδοση της κρίσης στις αγορές χρήματος.

Οι εταιρίες πιστοληπτικής διαβάθμισης υπήρξαν το κέντρο της πρόσφατης κρίσης καθώς πολλοί επενδυτές επαναπαύτηκαν στις βαθμολογήσεις πολλών διαφοροποιημένων προϊόντων : ομολογιακούς τίτλους με εγγύηση ενυπόθηκων δανείων και άλλα σύνθετα

επενδυτικά προϊόντα γνωστά κυρίως ως δομημένα ομόλογα (collateralized debt obligations).

Κανείς δεν περίμενε προϊόντα με βαθμολογία AAA μέσα σε μερικές βδομάδες να υποβαθμιστούν. Και αν υποθέσουμε ότι η βαθμολογία των προϊόντων επηρεάζεται από αλλαγές στην οικονομία όπως η αγορά κατοικίας και ότι οι επενδυτές θα έπρεπε να αναμένουν μια τέτοια εξέλιξη, αυτό που κανείς δεν περίμενε ήταν η ένταση με την οποία πραγματοποιήθηκαν οι υποβαθμίσεις των προϊόντων και οι οποίες ήταν φυσικό επακόλουθο της συνεχόμενης επιδείνωσης της αγοράς κατοικίας.

Για παράδειγμα την δεύτερη βδομάδα του Ιουλίου του 2007 η S&P υποβάθμισε \$7.3 δις μετοχών τα οποία πουλήθηκαν το 2005 και το 2006. Λίγες βδομάδες αργότερα οι επενδυτικές υπηρεσίες της Moody's μείωσαν την βαθμολογία 691 χρεογράφων τα οποία αρχικά άξιζαν \$19.4 δις. Η Moody's ανέφερε ότι η κύρια αιτία των υποβαθμίσεων ήταν η δραματική επιδείνωση της κατάστασης των δανείων και υψηλά ποσοστά αθέτησης της υπόσχεσης πληρωμής. Η Fitch, επίσης υποβάθμισε ενυπόθηκα ομόλογα τα οποία πουλήθηκαν από την Barclays, την Merrill Lynch και την Credit Suisse³⁷.

³⁷ Crouhy M., Jarrow R. & Turnbull S. (2008)

Η πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση: Αίτια, Εξελίξεις & Προοπτικές

(In billions of U.S. dollars)

	Estimates of Losses on Unsecuritized U.S. Loans		Breakdown of Losses on Unsecuritized Loans				
	Outstanding	Estimated loss	Banks	Insurance	Pensions/Savings	GSEs and government	Other (hedge funds, etc.)
Subprime	300	45	20-30	<5	<5	10-15	5-10
Alt-A	600	30	15-20	<5	<5	5-10	<5
Prime	3,800	40	15-20	<5	<5	15-20	<5
Commercial real estate	2,400	30	15-20	<5	<5	<5	<5
Consumer loans	1,400	20	10-15	<5	<5	—	<5
Corporate loans	3,700	50	25-30	<5	<5	—	15-20
Leveraged loans	170	10	5-10	<5	<5	—	<5
Total for loans	12,370	225	100-130	10-20	10-20	30-50	40-50

	Estimates of Mark-to-Market Losses on Related Securities		Breakdown of Losses on Securities				
	Outstanding	Estimated mark-to-market loss	Banks	Insurance	Pensions/Savings	GSEs and government	Other (hedge funds, etc.)
ABS	1,100	210	85-100	20-35	35-45	20-35	20-45
ABS CDOs	400	240	145-160	35-50	15-25	0-25	15-50
Prime MBS	3,800	0	—	—	—	—	—
CMBS	940	210	85-95	20-35	30-45	20-35	20-45
Consumer ABS	650	0	—	—	—	—	—
High-grade corporate debt	3,000	0	—	—	—	—	—
High-yield corporate debt	600	30	10-15	<5	5-10	—	<5
CLOs	350	30	15-20	<5	<5	—	0-10
Total for securities	10,840	720	340-380	95-110	70-120	40-90	70-150
Total for loans and securities	23,210	945	440-510	105-130	90-160	70-140	110-200

Πίνακας 4.4: Πιθανές Ζημιές του Χρηματοπιστωτικού τομέα μέχρι και τον Μάρτιο του 2008

Πηγή: Global Stability Report

Από τα τέλη του πρώτου εξαμήνου του 2007 οι εταιρίες πιστοληπτικής αξιολόγησης υποβάθμισαν μεγάλο αριθμό προϊόντων που σχετιζόνταν κυρίως με στεγαστικά δάνεια προς νοικοκυριά χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας στις ΗΠΑ, επειδή είχε σημειωθεί σημαντική αύξηση του ποσοστού των καθυστερήσεων και των κατασχέσεων στα εν λόγω δάνεια.

Η εξέλιξη αυτή οδήγησε στην διεύρυνση των περιθωρίων στις πιστωτικές αγορές και στη μείωση της αποτίμησης των εν λόγω προϊόντων. Δεδομένου ότι οι απαιτήσεις αυτές είχαν μεταβιβαστεί σε επιχειρήσεις που ανήκαν στο χρηματοπιστωτικό τομέα και εδρεύουν σε διάφορες χώρες, η πτώση της αγοραίας αξίας τους και ο κλονισμός της εμπιστοσύνης στη δυνατότητα εξόφλησης τους προκάλεσαν αναταραχή στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Τον Ιούνιο του 2007 πολλές επιχειρήσεις του

χρηματοπιστωτικού τομέα ανακοίνωσαν σημαντικές ζημιές λόγω απαξίωσης των στοιχείων του ενεργητικού τους εξαιτίας των εξελίξεων στην αγορά στεγαστικών δανείων.

Γενικά σημειώθηκε απώλεια εμπιστοσύνης εκ μέρους των επενδυτών για τοποθετήσεις κεφαλαίων σε τιτλοποιημένα δάνεια και παράγωγα προϊόντα μεταφοράς πιστωτικού κινδύνου ανεξάρτητα από την πιστοληπτική διαβάθμιση που παρουσίαζαν αυτά.

Επιπλέον, αναπτύχθηκαν προσδοκίες ότι η αναταραχή στις χρηματοπιστωτικές αγορές θα είχε δυσμενείς συνέπειες για την οικονομική δραστηριότητα.

Οι επενδυτές συνειδητοποίησαν ότι οι κίνδυνοι απωλειών τους οποίους συνεπάγονταν οι τοποθετήσεις στα περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα είχαν αυξηθεί σημαντικά και η διάθεση τους να αναλάβουν κινδύνους περιορίστηκε αισθητά.

4.7. Επακόλουθα της κρίσης

4.7.1. Κεντρικές Τράπεζες

Άνοιξη 2007 και ο Πρόεδρος της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ δηλώνει «Δεν περιμένουμε σημαντικές αναταράξεις στην οικονομία και στο χρηματοπιστωτικό σύστημα από τις εξελίξεις που σημειώνονται στην αγορά ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης³⁸». Δυστυχώς από τον Ιούλιο του 2007 η δήλωση αυτή αποδεικνύεται άτοπη καθώς η επίρεια της κρίσης στην αγορά στεγαστικών δανείων αρχίζει να επηρεάζει την οικονομία.

³⁸ Mah-Hui Lim M. (2008)

Τον Αύγουστο του 2007 η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) προσπαθώντας να αντιμετωπίσει μελλοντικά προβλήματα πραγματοποιεί ένεση ρευστότητας, διοχετεύοντας στην αγορά 95 δις Ευρώ και ενημερώνει τις τράπεζες ότι μπορούν να δανειστούν απεριόριστα στο βασικό επιτόκιο του 4%.

Την δεύτερη βδομάδα του Αυγούστου η Fed ανακοινώνει σημαντικές μειώσεις των επενδύσεων σε CP. Επίσης, κατά την διάρκεια αυτής της περιόδου η Fed διοχετεύει με την σειρά της στην αγορά 55 δις δολ.

Η κεντρική τράπεζα της Ρωσίας τροφοδοτεί την αγορά με 1.7 δις δολ. Οι ξένοι επενδυτές αρχίζουν να εγκαταλείπουν την αγορά προκαλώντας προβλήματα ρευστότητας.

Τέσσερις μεγάλες τράπεζες (Citibank, JP Morgan, Bank of America και η Wachonia δανείζονται 500 δις από την Fed. Οι ίδιες σε δήλωση τους ενημερώνουν το επενδυτικό κοινό πως δεν αντιμετωπίζουν προβλήματα ρευστότητας και έχουν την δυνατότητα να δανείσουν χρήματα σε πιο ευνοϊκούς όρους.

Τον Απρίλιο του 2008 η Fed εισήγαγε ένα νέο μέτρο το οποίο καλείται «Dealer Credit Facility» και το οποίο δίνει την δυνατότητα κυρίως σε επενδυτικές τράπεζες να εφοδιαστούν με ρευστά διαθέσιμα ενεχυριάζοντας χρεόγραφα.

Όπως διαφαίνεται από την αρχική δήλωση του Ben Bernake κανείς δεν πίστευε ότι μία αιτία θα επηρέαζε την οικονομία σε τόσο μεγάλο βαθμό. Οι παρεμβάσεις των Κεντρικών Τραπεζών δεν στάθηκαν αρκετές για να οδηγήσουν σε ισορροπία την αγορά. Η προσδοκία ότι η αγορά θα ισορροπήσει έχει πια εξανεμιστεί.

4.7.2. Εξέλιξη των βασικών επιτοκίων

Το 2007 τα επιτόκια της αγοράς χρήματος αυξήθηκαν για όλες τις διάρκειες. Το πρώτο εξάμηνο οι εξελίξεις συμβάδιζαν με τις αυξήσεις των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ. Νέες σημαντικές αυξήσεις σημειώθηκαν στα επιτόκια της αγοράς χρήματος για συναλλαγές χωρίς παροχή ασφάλειας το δεύτερο εξάμηνο, μετά την αναταραχή στις αγορές χρήματος και τις χρηματοπιστωτικές αγορές³⁹.

Η διαφορά επιτοκίων της αγοράς χρήματος για συναλλαγές με και χωρίς παροχή ασφάλειας διευρύνθηκε για όλες τις διάρκειες εκτός από τις πολύ μικρές διάρκειες.

Η αναταραχή που ξεκίνησε από την αγορά στεγαστικών δανείων άρχισε να επηρεάζει την αγορά χρήματος στη ζώνη του ευρώ το πρώτο δεκαήμερο του Αυγούστου με αποτέλεσμα να σημειωθεί έλλειψη ρευστότητας και να ασκηθούν ανοδικές πιέσεις στα διατραπεζικά επιτόκια⁴⁰.

Η απότομη διεύρυνση των επιτοκίων είναι και αποτέλεσμα της έντονης επιφυλακτικότητας των τραπεζών να παρέχουν διατραπεζικά δάνεια λόγω της πιθανότητας οι αντισυμβαλλόμενοι να διακρατούν σημαντικά ποσά χρεογράφων, ιδίως δομημένων ομολόγων/ πιστωτικών προϊόντων εξασφαλισμένων με στεγαστικά δάνεια σε τιτλοποιημένη μορφή προς νοικοκυριά χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας στις ΗΠΑ (collateralized debt obligations).

Το Διοικητικό Συμβούλιο αύξησε τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ κατά 25 μονάδες βάσης το Μάρτιο και εκ νέου τον Ιούνιο του 2007, διαμορφώνοντας το επιτόκιο οριακής

³⁹ ΕΚΤ. (2007)

⁴⁰ Τράπεζα της Ελλάδος, Νομισματική Πολιτική 2006-2007

χρηματοδότησης, το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς στις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης και το επιτόκιο αποδοχής καταθέσεων σε 5%, 4% και 3% αντίστοιχα . Στο υπόλοιπο του έτους και στις αρχές του 2008 τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ παρέμειναν αμετάβλητα. Αφού αυξάνονταν σταθερά κατά το πρώτο εξάμηνο, ακολουθώντας τις προσδοκίες για περαιτέρω άνοδο των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ, τα επιτόκια της αγοράς χρήματος για συναλλαγές χωρίς παροχή ασφάλειας αυξήθηκαν έντονα από τις 9 Αυγούστου και μετά, εξαιτίας των εντάσεων στις αγορές χρήματος και τις χρηματοπιστωτικές αγορές αφού εκδηλώθηκαν ανησυχίες για πιθανές ζημιές των τραπεζών σε σχέση με τις αυξανόμενες επισφάλειες στα αμερικανικά στεγαστικά δάνεια προς δανειολήπτες μειωμένης πιστοληπτικής ικανότητας.

Το πεντάμηνο Αυγούστου- Δεκεμβρίου 2007 το επιτόκιο EONIA παρουσίασε μεγάλες διακυμάνσεις και ορισμένες ημέρες υπερέβη σημαντικά το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς που ίσχυε μέχρι τότε (4%). Το ανώτατο επίπεδο που έφτασε το EONIA ήταν 4,588% (5 Σεπτεμβρίου 2007).

Στις αρχές Αυγούστου του 2007 τα επιτόκια EURIBOR σημείωσαν απότομη αύξηση σε όλες τις διάρκειες, η οποία αντιστράφηκε μερικώς τον Οκτώβριο αλλά τον Νοέμβριο συνεχίστηκε η ανοδική πορεία των επιτοκίων. Αποκλιμάκωση των επιτοκίων EURIBOR σημειώθηκε το δεύτερο δεκαπενθήμερο του Δεκεμβρίου.

Στις 29.2.2008 τα επιτόκια EURIBOR ενός, τριών και δώδεκα μηνών διαμορφώθηκαν σε 4,20%, 4,38% και 4,38% αντίστοιχα, δηλ. ήταν κατά 57, 66 και 35 μονάδες βάσης υψηλότερα από ό,τι στις 2.1.2007. Αντίθετα, τα διατραπεζικά επιτόκια για συναλλαγές με παροχή ασφάλειας μειώθηκαν σταδιακά από τις αρχές Αυγούστου και μετά,

αντανακλώντας την προς τα κάτω αναθεώρηση των προσδοκιών των αγορών σχετικά με τη μελλοντική πορεία των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ⁴¹.

Το πεντάμηνο Αυγούστου – Δεκεμβρίου 2007 παρατηρήθηκε αύξηση της διαφοράς μεταξύ του επιτοκίου που ζητούν οι τράπεζες για να χορηγήσουν διατραπεζικά δάνεια και του επιτοκίου που προσφέρουν για να προσελκύσουν καταθέσεις από τη διατραπεζική αγορά.

Οι διατραπεζικές αγορές χωρίς εξασφαλίσεις περιορίστηκαν σημαντικά ενώ αυξήθηκε απότομα όχι μόνον η μεταβλητότητα των διατραπεζικών δανείων αλλά και η αβεβαιότητα της αγοράς ως προς την εξέλιξη τους. Η διαφορά τους από τα επιτόκια της αγοράς χρήματος για συναλλαγές με παροχή ασφάλειας διευρύνθηκε σημαντικά, ιδίως για διάρκειες από ένα μήνα και άνω.

Οι εν λόγω διαφορές παρέμειναν σε υψηλά επίπεδα τους τελευταίους μήνες του έτους, και η διαφορά μεταξύ του EURIBOR τριών μηνών και του EUREPO (δείκτη επιτοκίων των διατραπεζικών συμφωνιών επαναγοράς) τριών μηνών κορυφώθηκε στις 93 μονάδες βάσης στις 29.2.2008, εξαιτίας των ιδιαίτερων εντάσεων που παρατηρήθηκαν προς το τέλος του έτους. Μολονότι αυτή η διαφορά έχει μειωθεί έκτοτε και διαμορφώθηκε στις 43 μονάδες βάσης στις 29.2.2008, παραμένει μεγάλη σε σύγκριση με το μέσο όρο του πρώτου εξαμήνου του 2007 (7 μονάδες βάσης περίπου).

Η τεκμαρτή μεταβλητότητα του επιτοκίου EURIBOR τριών μηνών έφθασε τον Αύγουστο στο υψηλότερο επίπεδο των τελευταίων τεσσάρων ετών. Η αποκλιμάκωση της

⁴¹ ΕΚΤ. (2007)

τεκμαρτής μεταβλητότητας ήρθε σταδιακά τις πρώτες μέρες του Σεπτεμβρίου για να επιστρέψει στα αυξημένα επίπεδα το δίμηνο Νοεμβρίου – Δεκεμβρίου.

Το Ευρωσύστημα προκειμένου να εξομαλύνει τις εντάσεις που επικρατούσαν στην διατραπεζική αγορά διενήργησε έκτακτες πράξεις ανοικτής αγοράς τον Αύγουστο του 2007, επιπλέον των προγραμματισμένων.

Επίσης για την αντιμετώπιση των επιδράσεων της αναταραχής στις αγορές χρήματος, το Ευρωσύστημα σε συνεργασία με την Ομοσπονδιακή τράπεζα των ΗΠΑ (Fed) χορήγησε ρευστότητα σε δολάρια με διάρκεια περίπου ένα μήνα στα πιστωτικά ιδρύματα της ζώνης του Ευρώ έναντι τίτλων το Δεκέμβριο του 2007 και τον Ιανουάριο του 2008.

Οι παρεμβάσεις του Ευρωσυστήματος να σταθεροποιηθεί το επιτόκιο EONIA γύρω από το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς απέτυχαν. Κατά την διάρκεια του πενταμήνου Αυγούστου – Δεκεμβρίου 2007 και τον Ιανουάριο του 2008 εκδηλώθηκαν πιέσεις που ωθούσαν το διατραπεζικό επιτόκιο μιας ημέρας κάτω από το 4%.

Ωστόσο τα επιτόκια EURIBOR, ιδίως τα επιτόκιο τριών μηνών, παρέμειναν σε πολύ υψηλά επίπεδα μέχρι το τέλος του έτους. Μετά τη σημαντική αύξηση των επιτοκίων της αγοράς χρήματος για συναλλαγές χωρίς παροχή ασφάλειας, η κλίση της καμπύλης αποδόσεων της αγοράς χρήματος, όπως μετρείται από τη διαφορά μεταξύ των επιτοκίων EURIBOR δώδεκα μηνών και ενός μηνός, κυμάνθηκε από -15 έως 50 μονάδες βάσης το 2007, παρουσιάζοντας διακυμάνσεις κατά τη διάρκεια του έτους. Στις 29.2.2008 διαμορφώθηκε στις 18 μονάδες βάσης, έναντι 40 μονάδων βάσης στις 2.1.2007.

Τα επιτόκια που υπολογίζονται με βάση τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης επί του EURIBOR τριών μηνών με λήξη το 2008 αυξήθηκαν κατά το 2007. Και αυτό όμως πρέπει να ερμηνεύεται με επιφύλαξη, δεδομένου ότι οι ιδιαίτερα έντονες αυξήσεις που σημειώθηκαν στα επιτόκια EURIBOR στο πλαίσιο των εντάσεων στην αγορά χρήματος είναι πιθανόν να αλλοιώνουν το πληροφοριακό περιεχόμενο των συγκεκριμένων επιτοκίων ως δεικτών των προσδοκιών για τη μελλοντική πορεία των επιτοκίων.

Στις 29.2.2008 τα επιτόκια που υπολογίζονται με βάση τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης επί του EURIBOR τριών μηνών με λήξη το Μάρτιο, τον Ιούνιο και το Σεπτέμβριο του 2008 ήταν 4,36%, 4,05% και 3,71% αντίστοιχα, δηλαδή αντίστοιχα κατά 33 και 6 μονάδες βάσης υψηλότερα και 27 μονάδες βάσης χαμηλότερα από ό,τι στις 2.1.2007.

Το δεύτερο δεκαπενθήμερο του Δεκεμβρίου άρχισαν να παρουσιάζουν κάποια αποκλιμάκωση η οποία όπως φαίνεται είναι αποτέλεσμα των παρεμβάσεων του Ευρωσυστήματος για να ικανοποιηθεί η αυξημένη ζήτηση για ρευστότητα.

Άλλωστε, το Ευρωσύστημα αντιμετωπίζει τις εντάσεις και συμβάλει στην ομαλή λειτουργία της αγοράς χρήματος με προσαρμογές της πολιτικής παρέμβασης, με δεδομένο το ύψος των βασικών επιτοκίων το οποίο αποφασίζεται από το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ με μοναδικό γνώμονα τη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών, ο οποίος και αποτελεί τον πρωταρχικό σκοπό του Ευρωσυστήματος.⁴²

⁴² Τράπεζα της Ελλάδος. (2006 –2007)

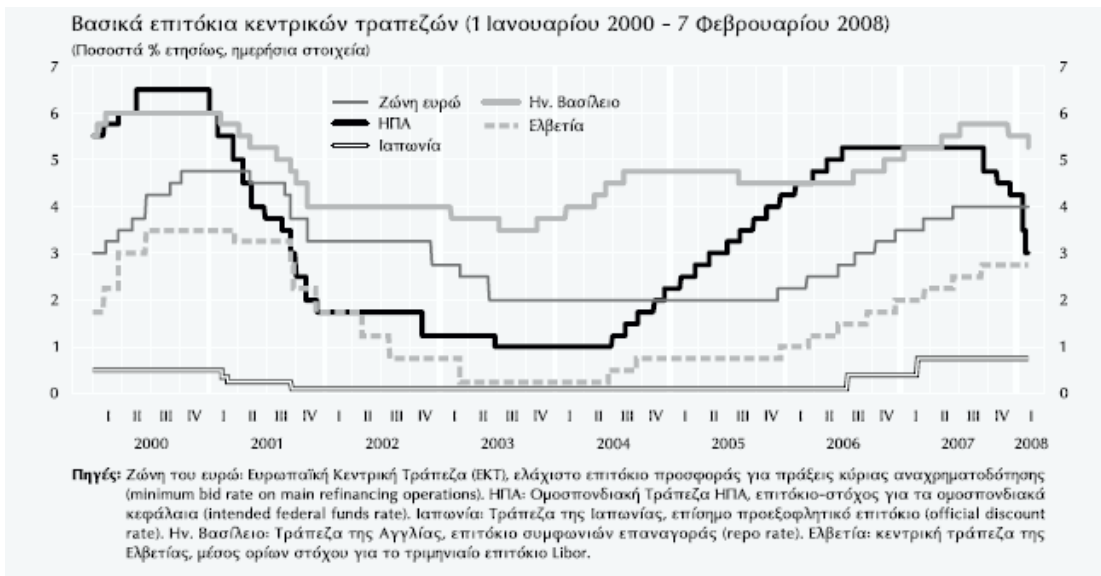
Ήδη από το 2005 – 2006 υπήρχε τάση αύξησης των βασικών επιτοκίων, τα οποία βρίσκονταν σε γενικώς πολύ χαμηλά επίπεδα, από τις κεντρικές τράπεζες των μεγαλύτερων προηγμένων και αναδύομενων οικονομιών. Η τάση αύξησης των επιτοκίων ανακόπηκε ή αντιστράφηκε σε ορισμένες οικονομίες το δεύτερο εξάμηνο του 2007 επειδή η αναταραχή προκάλεσε κρίση της εμπιστοσύνης στις διεθνείς αγορές και αύξησαν την μεταβλητότητα των αποδόσεων και το ασφάλιστρο κινδύνου στις τοποθετήσεις σε τίτλους σταθερού εισοδήματος, προκαλώντας πρόβλημα ρευστότητας στο διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Η σταδιακή υποχώρηση εντός του 2007, στις ΗΠΑ, του πυρήνα του πληθωρισμού και πάλι σε επίπεδα κοντά στο 2% και η προβλεπόμενη περαιτέρω οικονομική επιβράδυνση λόγω των εξελίξεων στην αγορά ακινήτων, σε συνδυασμό με την κρίση στην αγορά στεγαστικών δανείων που έγινε αισθητή τον Ιούλιο και τον Αύγουστο οδήγησαν την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ στην απόφαση να μειώσει το βασικό επιτόκιο-στόχο κατά 50 μονάδες βάσης στο 4,75% στις 18.9.2007. Μετά από τέσσερις ακόμη μειώσεις του βασικού επιτοκίου, συνολικά κατά 175 μονάδες βάσης, το επιτόκιο-στόχος για τα ομοσπονδιακά κεφάλαια καθορίστηκε στο 3%. Στη ζώνη του ευρώ η ΕΚΤ διατήρησε τα βασικά της επιτόκια αμετάβλητα μετά τον Ιούνιο.

Στο Ηνωμένο Βασίλειο, όπου ο πληθωρισμός το πρώτο εξάμηνο του 2007 διαμορφώθηκε σε επίπεδα σαφώς υψηλότερα του στόχου (2%), η τράπεζα της Αγγλίας αύξησε τρεις φορές το βασικό επιτόκιο της, το οποίο διαμορφώθηκε στο 5,75% στις 5.7.2007. Η τράπεζα της Αγγλίας, μετά από την γνωστοποίηση των προβλημάτων ρευστότητας της

μεγάλης στεγαστικής τράπεζας Northern Rock, προέβη στη χορήγηση πρόσθετης ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα προκειμένου να αποφύγει γενίκευση της κρίσης. Στις 6 Δεκεμβρίου του 2007 μείωσε το βασικό της επιτόκιο σε 5,5% και στις 7 Φεβρουαρίου 2008 σε 5,25%.

Στην Ιαπωνία, η κεντρική τράπεζα διατήρησε το βασικό της προεξοφλητικό επιτόκιο στο 0,75% όπως είχε καθοριστεί στις 21.2.2007.



Διάγραμμα 4.5: Βασικά επιτόκια κεντρικών τραπεζών
 Πηγή: ΕΚΤ, Ετήσια έκθεση 2007

Εν όψει των κινδύνων που ενέχει η χρηματοπιστωτική κρίση, στις 8 Οκτωβρίου έξι κεντρικές τράπεζες προχώρησαν σε συντονισμένη μείωση των επιτοκίων προκειμένου να αντιμετωπίσουν τις συνέπειες της χρηματοπιστωτικής κρίσης.

Ανάμεσα τους η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα αποφάσισε να μειώσει τα επιτόκια της κατά 0,5% δηλαδή από 4,25% σε 3,75% ενώ η ομοσπονδιακή τράπεζα των ΗΠΑ

μετέβαλε το παρεμβατικό της επιτόκιο κατά 0,5% σε 1,5% προκειμένου να βοηθήσει στην αποκλιμάκωση της κρίσης.

Η τράπεζα της Αγγλίας αποφάσισε να μειώσει τα επιτόκια της κατά 0,5% με μεταβολή του κόστους δανεισμού στο 4,5% ενώ η τράπεζα του Καναδά προχώρησε σε μείωση του στόχου για το διατραπεζικό επιτόκιο κατά 50 μονάδες βάσης στο 2,5%.

Στο ίδιο πλαίσιο κινήθηκε και η κεντρική τράπεζα της Ελβετίας μειώνοντας το κόστος δανεισμού σε 2,5% από 3%.

4.7.2.1 Η μεταβλητότητα των επιτοκίων

Κατά την αξιολόγηση των εξελίξεων στην αγορά χρήματος το 2007, είναι σημαντικό να αναλυθεί όχι μόνο το επίπεδο των επιτοκίων αλλά και η μεταβλητότητά τους.

Όσον αφορά το πρώτο ζήτημα, οι κεντρικές τράπεζες προσπαθούν ώστε οι αποφάσεις νομισματικής πολιτικής που λαμβάνουν και η ανακοίνωσή τους να μην προκαλούν ανεπιθύμητη αβεβαιότητα, η οποία κατά κανόνα θα αποτυπωνόταν στην αυξημένη μεταβλητότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών⁴³.

Όσον αφορά το δεύτερο ζήτημα, η ανάλυση της μεταβλητότητας βοηθά να κατανοήσουμε τη μικροδομή των αγορών χρήματος και την αποτελεσματικότητα της λειτουργίας τους. Π.χ. συγκρίνοντας τη μεταβλητότητα των επιτοκίων για συγκεκριμένες διάρκειες προς το μέσο επίπεδο της μεταβλητότητας για όλες τις διάρκειες η κεντρική τράπεζα μπορεί, σε κάποια τμήματα της αγοράς χρήματος, να αναγνωρίσει κινήσεις που

⁴³ ΕΚΤ. (2007)

δεν μπορούν να υπαχθούν σε κανονικότητες και που είναι πιθανόν να συνδέονται με ατέλειες στη διάρθρωση της αγοράς και να εμποδίζουν την αποτελεσματική μετάδοση της νομισματικής πολιτικής.

Η ανάλυση της μεταβλητότητας των επιτοκίων της αγοράς χρήματος κατά το 2007 μπορεί να βοηθήσει να κατανοήσουμε την επίδραση της χρηματοπιστωτικής αναταραχής που εκδηλώθηκε τον Αύγουστο του 2007.

Η εξέλιξη της μεταβλητότητας των επιτοκίων της αγοράς χρήματος το 2007

Από τον Ιανουάριο έως τα μέσα Ιουλίου, η καταγεγραμμένη μεταβλητότητα ήταν σχετικά χαμηλή, σε επίπεδα παρόμοια με εκείνα των πρόσφατων ετών. Η μεταβλητότητα παρουσίασε τη συνήθη της εξέλιξη, που χαρακτηρίζεται από περιοδικές αυξήσεις και μόνο κατά τις ημέρες που μεσολαβούν ανάμεσα στην τελευταία πράξη κύριας αναχρηματοδότησης και την τελευταία ημέρα της περιόδου τήρησης υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών.

Μετά την αυξημένη μεταβλητότητα που χαρακτήρισε τις περισσότερες χρηματοπιστωτικές αγορές προς το τέλος Ιουλίου, άρχισαν να κλιμακώνονται οι εντάσεις στην αγορά χρήματος στις αρχές Αυγούστου εξαιτίας της αυξανόμενης αβεβαιότητας για ενδεχόμενες μεγάλες ζημίες τραπεζών από επενδύσεις στις αμερικανικές αγορές στεγαστικών δανείων προς δανειολήπτες μειωμένης πιστοληπτικής ικανότητας και από τοποθετήσεις τους σε συναφή χρηματοπιστωτικά προϊόντα.

Έτσι δημιουργήθηκε αυξημένη ζήτηση ρευστότητας διάρκειας μίας ημέρας και ραγδαία αύξηση της μεταβλητότητας. Η μεταβλητότητα παρέμεινε σε πολύ υψηλά επίπεδα έως τον Οκτώβριο, οπότε η κατάσταση σταθεροποιήθηκε κάπως, εν μέρει χάρη στην αποτελεσματική πολιτική ρευστότητας που άσκησε η ΕΚΤ για να αντιμετωπίσει τις εντάσεις στην αγορά χρήματος. Ωστόσο, μετά τα μέσα Νοεμβρίου, οι εντάσεις επανεμφανίστηκαν. Η μεταβλητότητα του επιτοκίου διάρκειας μίας ημέρας διαμορφώθηκε και πάλι σε ασυνήθιστα υψηλά επίπεδα, ιδίως προς το τέλος του έτους, εν μέσω γενικότερης ανησυχίας της αγοράς για το ενδεχόμενο έλλειψης ρευστότητας κατά την αλλαγή του έτους.

Σε τι οφείλεται η αυξημένη μεταβλητότητα που παρατηρήθηκε τον Αύγουστο του 2007

Από τα τέλη Ιουνίου έως τις αρχές Αυγούστου, έγινε φανερό ότι ορισμένα ευρωπαϊκά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα είχαν υποστεί σημαντικές ζημίες από τις επενδύσεις τους στις αμερικανικές αγορές στεγαστικών δανείων προς δανειολήπτες μειωμένης πιστοληπτικής ικανότητας. Καθώς εντεινόνταν οι ανησυχίες για τις αυξανόμενες επισφάλειες στα εν λόγω στεγαστικά δάνεια, οι ειδικές επενδυτικές εταιρίες που επενδύουν σε παράγωγα αυτών των δανείων αδυνατούσαν να αυτοχρηματοδοτηθούν και προσέφευγαν στις τράπεζες προκαλώντας έτσι αυξημένη ζήτηση ρευστότητας εκ μέρους των τραπεζών.

Αυτά τα φαινόμενα ενισχύθηκαν εξάλλου και από τη δυσκολία αποτίμησης των εν λόγω χρηματοπιστωτικών προϊόντων. Η αυξημένη ζήτηση ρευστότητας, σε συνδυασμό με την

απώλεια εμπιστοσύνης μεταξύ των αντισυμβαλλομένων, οδήγησε πολλές τράπεζες να συσσωρεύουν ρευστά διαθέσιμα, με συνέπεια η συνολική ρευστότητα της αγοράς να μειωθεί σημαντικά. Τα επιτόκια της αγοράς χρήματος αυξήθηκαν σημαντικά – ιδίως τα επιτόκια διάρκειας μίας ημέρας, τα οποία σε ενδοημερήσια βάση διαμορφώθηκαν κατά σχεδόν 70 μονάδες βάσης πάνω από το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς.

Στις 9 Αυγούστου, εν όψει της ισχυρής ζήτησης για ρευστότητα διάρκειας μίας ημέρας διαφορές επιτοκίων σε σχέση με τα εξασφαλισμένα τμήματα της αγοράς χρήματος, έως και πενταπλάσιες από τον ιστορικό μέσο όρο. Για να διευκολύνει την καλύτερη κατανομή της ρευστότητας μεταξύ των τραπεζών, το Ευρώσύστημα διεξήγαγε ποικίλες πράξεις παροχής ρευστότητας το δεύτερο εξάμηνο του έτους.

Τα μέτρα αυτά, σε συνδυασμό με μια ενεργητική επικοινωνιακή πολιτική, συνέβαλαν στην ομαλότερη λειτουργία της αγοράς, τουλάχιστον βραχυχρόνια, και καθησύχασαν τις τράπεζες ότι οι ανάγκες τους σε ρευστότητα θα καλυφθούν. Έτσι, μειώθηκε κάπως η μεταβλητότητα στο ανεξασφάλιστο τμήμα της αγοράς για ποικίλες διάρκειες.

4.7.3 Πρακτικές δανειοδότησης

Κατά τη διάρκεια της περασμένης δεκαετίας η αγορά των υποθηκών μειωμένης εξασφάλισης επεκτάθηκε ραγδαία, μετατρέποντας ουσιαστικά ένα μικρό κομμάτι της αγοράς σε μια σημαντική μερίδα στην αγορά των αμερικανικών υποθηκών⁴⁴.

⁴⁴ Board of Governors of the Federal Reserve System. (2007)

Δυστυχώς όπως όλα δείχνουν η αύξηση αυτή του μεριδίου αγοράς συνοδεύτηκε και από μείωση των πιστωτικών προτύπων και αύξηση της ανάληψης κινδύνου από την πλευρά των δανειστών⁴⁵.

Πράγματι, η ραγδαία επέκταση που παρατηρήθηκε στην αγορά υποθηκών μειωμένης εξασφάλισης τροφοδοτήθηκε από τη χρηματοοικονομική καινοτομία, τους χαλαρούς νομισματικούς όρους και τον αυξανόμενο ανταγωνισμό. Παρόλο αυτά ελάχιστες είναι οι έρευνες που προσπαθούν να συνδέσουν την ραγδαία αύξηση που επήλθε με τους όρους δανειοδότησης και τα ποσοστά καθυστερήσεων αποπληρωμής των δανείων⁴².

Όπως όλα δείχνουν κατά την διάρκεια της επέκτασης των υποθηκών μειωμένης εξασφάλισης τα πιστωτικά πρότυπα παρουσίασαν χαλάρωση με αποτέλεσμα την αύξηση των υποθηκών, αύξηση του μεριδίου της αγοράς μειωμένης εξασφάλισης, αύξηση των κινδύνων, αύξηση των ποσοστών αθέτησης της υποχρέωσης μη πληρωμής των δανειοληπτών και εμφάνιση της κρίσης.

Η κρίση του 2007 έχει τις ρίζες της στην πτώση των τιμών των κατοικιών και στη μείωση της ζήτησης⁴⁶. Οι όροι δανειοδότησης επηρεάζουν τις τιμές των κατοικιών καθώς μια μείωση των όρων δανειοδότησης οδηγεί στην αύξηση της προσφοράς υποθηκών η οποία οδηγεί σε αύξηση της ζήτησης για κατοικίες⁴⁷. Επομένως μια αντίθετη μεταβολή των όρων δανειοδότησης θα οδηγήσει σε μείωση της ζήτησης και πτώση των τιμών των κατοικιών.

⁴⁵ Arricia G., Igan D. & Laeven L.(2008)

⁴⁶ Schwarcz S. (2008)

⁴⁷ Klyuev V. & Mills P. (2008)

Επίσης, η αυξημένη ικανότητα των χρηματοοικονομικών οργανισμών να τιτλοποιούν υποθήκες συνείσφερε θετικά στην ραγδαία επέκταση της αγοράς υποθηκών και στη μείωση των όρων δανειοδότησης.

4.7.3.1 Αλλαγή των κριτηρίων δανειοδότησης

Η πρόσφατη κρίση όπως αναφέραμε και προηγουμένως έχει τις ρίζες της στην υπερπροσφορά δανείων μειωμένης εξασφάλισης και στους ελαστικούς όρους δανειοδότησης. Προκειμένου να τεκμηριώσουμε την παραπάνω άποψη παραθέτουμε στοιχεία από την έρευνα που δημοσιεύτηκε μόλις τρεις μήνες μετά από το πρώτο ξέσπασμα της κρίσης η οποία επιδεικνύει σημαντική μείωση της ζήτησης για στεγαστικά δάνεια αλλά και εφαρμογή αυστηρότερων κριτηρίων δανειοδότησης.

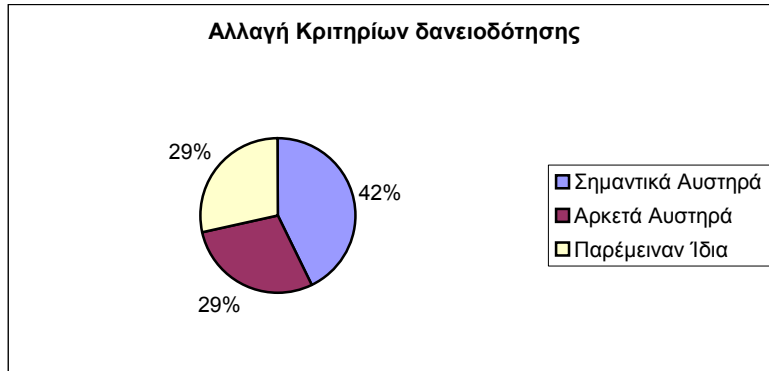
Η έρευνα αφορά 56 εγχώριες τράπεζες και 23 ξένα πιστωτικά ιδρύματα. Στην έκθεση του Ιανουαρίου το 42% των ερωτηθέντων όπως φαίνεται και στο διάγραμμα απάντησε ότι τα κριτήρια δανειοδότησης έγιναν πιο αυστηρά για όλες τις κατηγορίες δανείων (prime, non-traditional και κυρίως για τα subprime⁴⁸).

Η ζήτηση για στεγαστικά δάνεια μειωμένης εξασφάλισης μεταβλήθηκε σημαντικά παρουσιάζοντας μείωση 60% όπως φαίνεται και στο διάγραμμα 4.7.

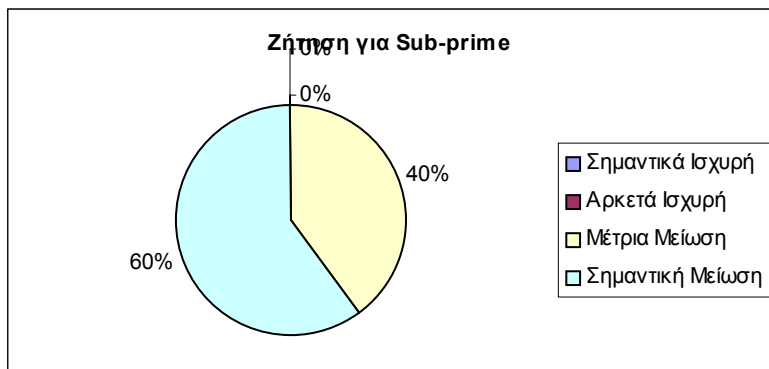
Στην έρευνα επίσης, ζητήθηκε από τους συμμετέχοντες να βαθμολογήσουν μερικούς από τους λόγους που πιθανόν οδήγησαν τις τράπεζες σε σφίξιμο των κριτηρίων δανειοδότησης. Σύμφωνα με αυτά λοιπόν η μείωση της διάθεσης των τραπεζών να αναλάβουν επιπλέον κίνδυνο σε συνδυασμό με τις δυσμενείς και αβέβαιες οικονομικές εξελίξεις που πιθανόν να οδηγήσουν σε επιδείνωση της μελλοντικής τους

⁴⁸ Board of Governors of Federal Reserve System. (2008)

κεφαλαιακής επάρκειας αποτελεί τον σημαντικότερο λόγο που οδήγησε στην αλλαγή συμπεριφοράς από την πλευρά των τραπεζών.



Διάγραμμα 4.6: Αλλαγή των κριτηρίων δανειοδότησης
Πηγή: Federal Reserve System, 4 Feb 2008



Διάγραμμα 4.7: Μεταβολή της ζήτησης για Sub-prime
Πηγή: Federal Reserve System, 4 Feb 2008

4.7.4 Διακυμάνσεις στις παγκόσμιες αγορές ομολόγων

Η χρηματοπιστωτική αναταραχή που ξεκίνησε από προβλήματα στον τομέα των ακινήτων των ΗΠΑ αύξησε τη μεταβλητότητα των παγκόσμιων αγορών ομολόγων το δεύτερο εξάμηνο του έτους.

Το πρώτο εξάμηνο του 2007 οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων ομολόγων αυξήθηκαν έντονα και στις δύο πλευρές του Ατλαντικού. Στις ΗΠΑ οι αποδόσεις των δεκαετών

ομολόγων κορυφώθηκαν στα μέσα Ιουνίου σε επίπεδο κατά 60 μονάδες βάσης περίπου υψηλότερο από ό,τι στο τέλος του 2006 ενώ στη ζώνη του ευρώ οι αποδόσεις των ομολόγων του Δημοσίου δεκαετούς διάρκειας αυξήθηκαν κατά 70 μονάδες βάσης από το τέλος Δεκεμβρίου 2006 έως τις αρχές Ιουλίου 2007⁴⁹.

Η άνοδος των μακροπρόθεσμων επιτοκίων στη ζώνη του ευρώ⁵⁰ αντανακλούσε τις προσδοκίες της αγοράς για ισχυρή οικονομική ανάπτυξη. Η εκτίμηση αυτή συμφωνούσε με τα δημοσιευόμενα στοιχεία για την οικονομική δραστηριότητα και το επιχειρηματικό κλίμα τα οποία, κατά μέσο όρο, ήταν ευνοϊκότερα των αναμενόμενων.

Η σταδιακή αύξηση των αποδόσεων των ομολόγων στη ζώνη του ευρώ ανακόπηκε πρόσκαιρα δύο φορές το πρώτο εξάμηνο του 2007. Αρχικά, οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων ομολόγων μειώθηκαν στα τέλη Φεβρουαρίου-αρχές Μαρτίου, μετά

την αυξανόμενη απροθυμία των επενδυτών να αναλάβουν κινδύνους και τις συνακόλουθες μετατοπίσεις κεφαλαίων από τις χρηματιστηριακές αγορές προς τις αγορές ομολόγων. Οι επενδυτές άλλωστε είχαν συνειδητοποιήσει ότι οι κίνδυνοι απωλειών που συνεπάγονταν οι τοποθετήσεις στα περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα είχαν αυξηθεί σημαντικά με αποτέλεσμα να στραφούν σε κρατικούς τίτλους στη ζώνη του ευρώ, τις ΗΠΑ, την Ιαπωνία και άλλες αναπτυγμένες οικονομίες.

Οι τίτλοι αυτοί αποτελούν ασφαλέστερη επένδυση με συνέπεια τα μακροπρόθεσμα επιτόκια να ακολουθήσουν καθοδική πορεία με έντονη διακύμανση μετά τις αρχές Ιουλίου του 2007.

⁴⁹ EKT. (2007)

⁵⁰ ECB. (2007)

Στη συνέχεια, στις αρχές Ιουνίου οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων ομολόγων αυξήθηκαν έντονα αντανακλώντας αθρόες ρευστοποιήσεις που ξεκίνησαν από τις αμερικανικές αγορές ομολόγων.

Κατά τους θερινούς μήνες του 2007, οι ανησυχίες σχετικά με την κατάσταση της αμερικανικής αγοράς ακινήτων άρχισαν να κλιμακώνονται. Συγκεκριμένα, έγινε σαφές ότι οι λιγότερο φερέγγυοι δανειολήπτες αντιμετώπιζαν προβλήματα στην αποπληρωμή των στεγαστικών δανείων τους (στεγαστικά δάνεια προς νοικοκυριά μειωμένης πιστοληπτικής ικανότητας – subprime mortgages), τα οποία είχαν λάβει σε μια περίοδο πολύ χαμηλών επιτοκίων (2002-2004).

Οι επενδυτές αρχικά εκτίμησαν ότι τα προβλήματα θα περιοριστούν μόνο στις ΗΠΑ και μόνο σε ένα σχετικά μικρό σύνολο περιουσιακών στοιχείων. Στο τέλος Ιουλίου, αυτό το μάλλον αισιόδοξο σενάριο έγινε λίαν αμφίβολο, όταν φάνηκε ότι και ευρωπαϊκά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα είχαν σημαντικό βαθμό έκθεσης σε σχέση με την αμερικανική αγορά στεγαστικών δανείων προς δανειολήπτες μειωμένης πιστοληπτικής ικανότητας. Σε μερικές περιπτώσεις, οι ζημιές από την έκθεση αυτή έθεταν σε κίνδυνο ακόμη και τη χρηματοοικονομική ευρωστία των εμπλεκόμενων ιδρυμάτων.

Η αποκάλυψη τέτοιου είδους σοβαρών κινδύνων προκάλεσε ευρύτερη αναταραχή στη χρηματοπιστωτική αγορά και γενική αύξηση της αποστροφής προς τον κίνδυνο, που οδήγησαν σε μετατοπίσεις κεφαλαίων προς ασφαλέστερες τοποθετήσεις, π.χ. ομόλογα του Δημοσίου.

Εξαιτίας της αναταραχής, στο τέλος του έτους η απόδοση των δεκαετών κρατικών ομολόγων στη ζώνη του ευρώ ήταν μειωμένη κατά 30 μονάδες βάσης συνολικά σε σύγκριση με τις αρχές Ιουλίου, εξέλιξη που προήλθε κυρίως από την υποχώρηση των πραγματικών αποδόσεων. Η πτώση των αποδόσεων των αμερικανικών ομολόγων ήταν πολύ εντονότερη και οι αποδόσεις των δεκαετών ομολόγων στο τέλος του έτους διαμορφώθηκαν κατά 130 μονάδες βάσης περίπου χαμηλότερα από την κορύφωση που είχε σημειωθεί στα μέσα Ιουνίου.

Η εντονότερη υποχώρηση των αποδόσεων στις ΗΠΑ φαίνεται να αντανακλά τις δυσμενέστερες, κατά την εκτίμηση των επενδυτών, προοπτικές ανάπτυξης της οικονομίας των ΗΠΑ, καθώς και την απόφαση της Ομοσπονδιακής Επιτροπής Ανοικτής Αγοράς (FOMC) να μειώσει τα επιτόκια στις 18 Σεπτεμβρίου, στις 31 Οκτωβρίου και στις 11 Δεκεμβρίου.

Συνολικά, η πρόσφατη αναταραχή σημειώθηκε μετά από μια σχετικά μακρά περίοδο ήρεμων συνθηκών στην αγορά. Είναι πιθανόν οι μάλλον ήρεμες συνθήκες της αγοράς που είχαν προηγηθεί της αναταραχής να ώθησαν πολλούς συμμετέχοντες να λάβουν επενδυτικές αποφάσεις με βάση εκτιμήσεις κινδύνου που αποδείχθηκαν υπερβολικά αισιόδοξες.

Η αβεβαιότητα στην αγορά ομολόγων της ζώνης του ευρώ, όπως μετρείται με βάση την τεκμαρτή μεταβλητότητα, παρέμεινε σταθερή καθ' όλο το πρώτο εξάμηνο, αντανακλώντας προσδοκίες για συνέχιση του ευνοϊκού περιβάλλοντος τόσο στη ζώνη του ευρώ όσο και στην παγκόσμια οικονομία. Εξαιτίας της αναταραχής, αυτή η ευνοϊκή αξιολόγηση από πλευράς των επενδυτών άλλαξε και ως εκ τούτου η τεκμαρτή

μεταβλητότητα της αγοράς ομολόγων αυξήθηκε έντονα την περίοδο Ιουνίου-Αυγούστου. Στη συνέχεια, η τεκμαρτή μεταβλητότητα στη ζώνη του ευρώ παρέμεινε ουσιαστικά στα ίδια, κάπως υψηλά επίπεδα.

Τους δύο πρώτους μήνες του 2008 οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων ομολόγων στη ζώνη του ευρώ μειώθηκαν κατά 30 μονάδες βάσης περίπου και διαμορφώθηκαν σε 4,1% στις 29.2.2008. Το γεγονός ότι παρόμοιες μειώσεις εμφάνισαν και οι πραγματικές αποδόσεις που προσφέρουν τα τιμαριθμοποιημένα ομόλογα υποδηλώνει ότι οι συμμετέχοντες στην αγορά, στις αρχές του 2008, έχουν γίνει ελαφρώς πιο απαισιόδοξοι σχετικά με τις προοπτικές της οικονομικής δραστηριότητας στη ζώνη του ευρώ.

4.7.5. Χρηματιστηριακές αγορές

Η χρηματοπιστωτική αναταραχή ανέκοψε έντονα την ανοδική πορεία που ακολουθούσαν από το Μάρτιο του 2007 οι τιμές των μετοχών και οι αποδόσεις μακροπρόθεσμων κρατικών τίτλων στη ζώνη του ευρώ, αν και αυτές αυξήθηκαν συνολικά κατά τη διάρκεια του 2007⁵¹.

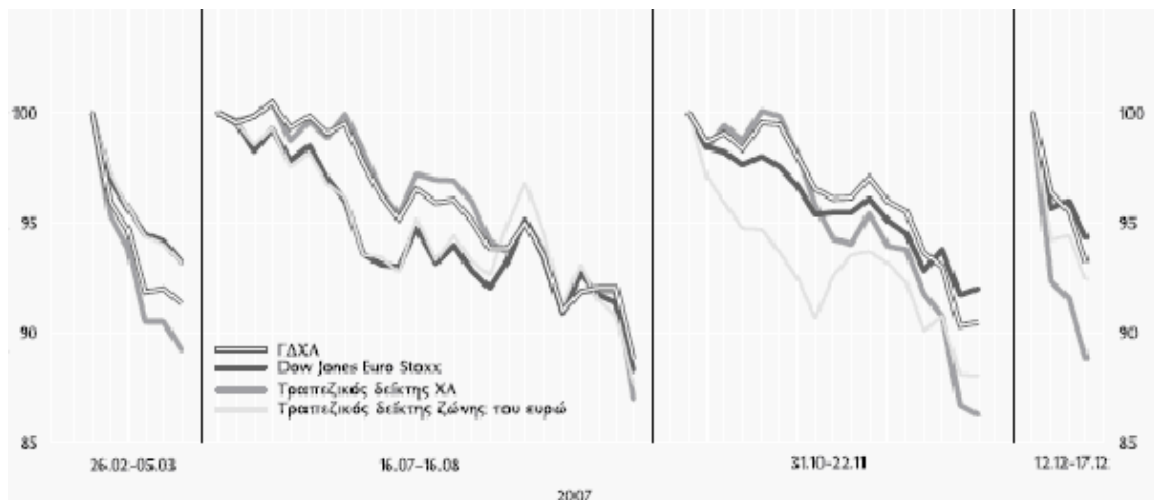
Οι τιμές των μετοχών στη ζώνη του ευρώ, με βάση τον δείκτη Dow Jones Euro Stoxx σημείωσαν αύξηση κατά 4,9% το 2007. Η εξέλιξη αυτή ήταν φυσικό επακόλουθο της υψηλής κερδοφορίας των επιχειρήσεων, η οποία σε μεγάλο βαθμό αντανακλούσε την εξέλιξη της οικονομικής δραστηριότητας στη ζώνη του ευρώ, τη διατήρηση του μεγάλου όγκου των συγχωνεύσεων και εξαγορών εταιριών σε υψηλά επίπεδα και τη μείωση του

⁵¹ Τράπεζα της Ελλάδος. (2006 –2007)

ασφαλίστρου κινδύνου για τις επενδύσεις σε μετοχικούς τίτλους μετά τα μέσα Μαρτίου του 2007⁵².

Από τα μέσα Ιουλίου του 2007 μέχρι το τέλος του έτους, οι τιμές των μετοχών παρουσίασαν διακυμάνσεις με μεγάλο εύρος, ενώ λόγω της αναταραχής παρατηρήθηκε σημαντική αύξηση της αβεβαιότητας ως προς την αύξηση των τιμών των μετοχών στο άμεσο μέλλον. Οι παράγοντες οι οποίοι άσκησαν θετική επίδραση στις τιμές των μετοχών ήταν η διατήρηση υψηλής κερδοφορίας των επιχειρήσεων και η μείωση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων των κρατικών τίτλων.

Αντίθετα αρνητική επίδραση άσκησε κυρίως ο περιορισμός της διάθεσης των επενδυτών να αναλάβουν κινδύνους αλλά και η μείωση του όγκου των εξαγορών και των συγχωνεύσεων εταιριών λόγω της αναταραχής.



Διάγραμμα 4.8: Η εξέλιξη των τιμών των μετοχών στη αρχή της κρίσης
Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Νομισματική πολιτική 2006 -2007

⁵² Τράπεζα της Ελλάδος. (2006 –2007)

Τον Ιανουάριο του 2008 ο ευρύς δείκτης Dow Jones Euro Stoxx σημείωσε σημαντική πτώση.

Στις ΗΠΑ και την Ιαπωνία η πορεία των μετοχών ήταν ανάλογη με αυτή στη ζώνη του Ευρώ, με μεγάλη αύξηση την περίοδο από τα μέσα Μαρτίου μέχρι τα μέσα Ιουλίου του 2007, που ακολουθήθηκε από έντονες διακυμάνσεις μέχρι το τέλος του έτους. Συνολικά το 2007 ο δείκτης Standard and Poor's 500 σημείωσε αύξηση κατά 3,5% ενώ ο δείκτης Nikkei 225 παρουσίασε μείωση κατά 1,1%. Τον Ιανουάριο του 2008 οι δείκτες στις ΗΠΑ και την Ιαπωνία παρουσίασαν σημαντική πτώση⁵³.

Οι επιδόσεις της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς το 2007 παρέμειναν θετικές παρά την κάμψη των τιμών των μετοχών στη διάρκεια του έτους. Ο γενικός δείκτης των μετοχών του χρηματιστηρίου Αθηνών (ΧΑ) αυξήθηκε κατά 18% και η αξία των συναλλαγών κατά 40% ενώ τα αντληθέντα κεφάλαια, κυρίως από εταιρίες του τραπεζικού κλάδου σχεδόν τετραπλασιάστηκαν. Οι θετικές αυτές εξελίξεις συνδέονταν κυρίως με την αυξημένη κερδοφορία των εταιριών, τις θετικές προοπτικές της ελληνικής οικονομίας, τις επιχειρηματικές πρωτοβουλίες σε διάφορους κλάδους και την επιτυχημένη διείσδυση των ελληνικών επιχειρήσεων στο εξωτερικό. Θετική επίδραση είχε και το γεγονός ότι οι Ελληνικές εταιρίες και κυρίως οι τράπεζες είχαν περιορισμένη έκθεση σε σύνθετα επενδυτικά προϊόντα που σχετίζονταν με τα στεγαστικά δάνεια της αμερικάνικης αγοράς.

⁵³ ΕΚΤ. (2006 –2007)

Σε αντίθεση με το 2007 που στο μεγαλύτερο μέρος οι τιμές των μετοχών όλων των χρηματιστηρίων παρουσίασαν κέρδη το 2008 δεν είναι εξίσου κερδοφόρο. Από την αρχή του έτους οι μετοχές χάνουν περισσότερα από 24 τρις. Δολ. και οι απώλειες στο ΧΑ ξεπερνούν τα 105 δις. ευρώ.

Το πέρασμα της χρηματοπιστωτικής κρίσης στην πραγματική οικονομία, οι προσδοκίες ότι η παγκόσμια οικονομία εισέρχεται σταδιακά στη φάση της ύφεσης καθώς και οι προοπτικές επιβράδυνσης της οικονομικής ανάπτυξης καλλιεργούν κλίμα αβεβαιότητας οδηγώντας τους επενδυτές σε συνεχείς ρευστοποιήσεις με οποιοδήποτε τίμημα.

Ο Οκτώβρης του 2008 δείχνει το εύρος και τον αντίκτυπο της χρηματοπιστωτικής κρίσης καθώς με αποκορύφωμα την 24 Οκτωβρίου τα διεθνή χρηματιστήρια κατέγραψαν σημαντικές απώλειες ενώ το Χρηματιστήριο της Αθήνας σημείωσε τη μεγαλύτερη πτώση της ιστορίας του (9,71%).

Ο δείκτης Nikkei στο Τόκιο υποχώρησε στο 9,6% που αποτελεί το χαμηλότερο επίπεδο από τον Απρίλιο του 2003. Ο Dow Jones παρουσίασε απώλειες 3% ενώ η συνεδρίαση παραγώγων αναγκάστηκε να διακοπεί καθώς παρουσίασε πτώση μεγαλύτερη του 6%.

4.7.6. Ο αντίκτυπος στην Ελληνική οικονομία

Οι προοπτικές για την Ελληνική οικονομία το 2008⁵⁴ ήταν βασικά ευνοϊκές με μικρή μείωση του ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης καθώς οι επιδράσεις από την διεθνή συγκυρία εμφανίζονταν έμμεσες επισημαίνοντας όμως το υψηλό επίπεδο πληθωρισμού που οφείλεται στις σοβαρές μακροοικονομικές ανισορροπίες και διαρθρωτικές αδυναμίες του Ελληνικού Οικονομικού Συστήματος.

⁵⁴ Τράπεζα της Ελλάδος. (2006- 2007)

Σήμερα, οι προσδοκίες για την Ελληνική Οικονομία¹ παραμένουν ευνοϊκές με μικρή επιβράδυνση του ΑΕΠ το οποίο αναμένεται να διαμορφωθεί στο 3,3% το 2008 έναντι του 4% το 2007⁵⁵. Ωστόσο, ο πληθωρισμός αναμένεται ότι θα διαμορφωθεί στο υψηλότερο επίπεδο των τελευταίων δέκα ετών (4,6%) έναντι του 3% το 2007.

Το 2009 η οικονομική δραστηριότητα σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου⁵⁶ θα κινηθεί στο 2% ενώ ο πληθωρισμός θα κυμανθεί θα κινηθεί 3,1%.

Όσον αφορά τις Ελληνικές Τράπεζες η αποδοτικότητα και η κεφαλαιακή επάρκεια τους διατηρήθηκαν σε ικανοποιητικό βαθμό συμβάλλοντας στην σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος. Άλλωστε, το καλοκαίρι του 2007 οι περισσότερες τράπεζες προχώρησαν σε αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου βελτιώνοντας την κεφαλαιακή τους επάρκεια. Σημαντικά ήταν επίσης και τα κέρδη που παρουσίασαν, τα οποία οφείλονταν κατά κύριο λόγο στη διεύρυνση των Ελληνικών Τραπεζών σε νέες αγορές. Άλλωστε οι επενδύσεις σε νέες αγορές ήταν και ένας από τους λόγους που αποθάρρυναν το τραπεζικό σύστημα να επενδύσει σε σύνθετα επενδυτικά προϊόντα.

Ο αντίκτυπος της κρίσης παραμένει έμμεσος για το Ελληνικό Τραπεζικό Σύστημα και επικεντρώνεται στα εξής:

➤ Κίνδυνο ρευστότητας

Αν και οι χορηγήσεις των Ελληνικών Τραπεζικών Ομίλων χρηματοδοτούνται από καταθέσεις σε ποσοστό άνω του 92% η μη ομαλή λειτουργία της διατραπεζικής αγοράς,

⁵⁵ Τράπεζα της Ελλάδος. (2008)

⁵⁶ International Monetary Fund. (2008)

λόγω της επιφυλακτικότητας των τραπεζών, ενδέχεται να οδηγήσει σε μείωση των χορηγήσεων η οποία θα οδηγήσει σε μείωση των επενδύσεων και επομένως μείωση του ρυθμού ανάπτυξης.

➤ Αύξηση του ποσοστού καθυστερήσεων

Η αύξηση των καθυστερήσεων είναι ο κυριότερος εν δυνάμει κίνδυνος που πιθανώς θα αντιμετωπίσουν οι τράπεζες. Το κόστος άντλησης κεφαλαίων έχει συντελέσει στην περαιτέρω αύξηση των επιτοκίων. Η αύξηση των επιτοκίων σε συνδυασμό με την διεθνή οικονομική κατάσταση μειώνει την δυνατότητα των νοικοκυριών να εξυπηρετούν τις δανειακές τους υποχρεώσεις. Σε μια τέτοια περίπτωση οι τράπεζες θα υποχρεωθούν να προχωρήσουν σε διαγραφές δανείων με συνέπεια την ανάγκη ενίσχυσης των εποπτικών κεφαλαίων κάτι εξαιρετικά δύσκολο με την παρούσα κατάσταση.

Το Ελληνικό Τραπεζικό Σύστημα παραμένει στη βάση του υγιές και ασφαλές καθώς σύμφωνα με τους δείκτες αποδοτικότητας και κεφαλαιακής επάρκειας επηρεάστηκαν σε χαμηλότερο βαθμό σε σύγκριση με τις τράπεζες διεθνώς εξαιτίας της περιορισμένης έκθεσης των τραπεζών σε σύνθετα χρηματοοικονομικά προϊόντα.

Η Ελληνική Οικονομία θα συνεχίσει να δέχεται τις επιπτώσεις της διεθνούς χρηματοπιστωτικής αναταραχής οι οποίες παραμένουν έμμεσες. Στο πλαίσιο της διαφύλαξης της η ελληνική κυβέρνηση υιοθέτησε δέσμη μέτρων προκειμένου να διατηρήσει το θετικό κλίμα των συναλλαγών εγγυόμενη όριο καταθέσεων 100.000 Ευρώ αλλά και σχέδιο παροχής ρευστότητας ύψους 28 δις προκειμένου να αντιμετωπίσει τυχόν ανισορροπίες στην αγορά.

Η σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού μας συστήματος θα εξαρτηθεί από την ικανότητα των τραπεζών να αντιμετωπίσουν τις διεθνείς προκλήσεις αλλά και από τα μέτρα που θα λάβει η Ελλάδα προκειμένου να απορροφήσει τους εξωγενείς κραδασμούς και να διατηρήσει κλίμα σταθερότητας και εμπιστοσύνης.

4.7.7 Η παγκόσμια πραγματική οικονομία

Η διεθνής οικονομία έχει εισέλθει, από τα μέσα του προηγούμενου έτους, σε μια ιδιαίτερα δυσχερή φάση. Οι ρυθμοί οικονομικής ανόδου επιβραδύνονται, ο πληθωρισμός εμφανίζει έξαρση και στις χρηματοπιστωτικές αγορές εκδηλώνονται έντονες πιέσεις.

Το βάθος, η πιθανή διάρκεια, οι επιπτώσεις και οι δυσμενείς μακροοικονομικές επιδράσεις της αναταραχής έχουν υπερβεί τις αρχικές εκτιμήσεις ενώ η τελική έκβαση και η συνολική της επίπτωση αποδεικνύεται απρόβλεπτη.

Οι καταγραφόμενες και συνεχιζόμενες ζημιές μεγάλων πιστωτικών ιδρυμάτων συντηρούν κλίμα αβεβαιότητας και απαισιοδοξίας επηρεάζοντας δυσμενώς τις προοπτικές για ανάπτυξη και εξυγίανση.

Στη ζώνη του ευρώ η κατάσταση είναι λιγότερο ανησυχητική από ότι στις ΗΠΑ όμως η Ευρώπη επαγρυπνεί για το ενδεχόμενο επιδείνωσης. Στο πλαίσιο αυτό, οι κυβερνήσεις, οι Κεντρικές Τράπεζες και άλλες εποπτικές αρχές λαμβάνουν έκτακτα μέτρα προκειμένου να αποτρέψουν περαιτέρω επιδείνωση και να αποκαταστήσουν σταδιακά την ισορροπία στις διεθνείς αγορές.

Συγκεκριμένα, η οικονομία των ΗΠΑ βρίσκεται στο επίκεντρο της κρίσης. Οι προσδοκίες για σταδιακή ύφεση και προσπάθεια ομαλοποίησης της αγοράς. Η οικονομική δραστηριότητα έχει υποχωρήσει σημαντικά με το ρυθμό του ΑΕΠ να αναμένεται στο 1,8% για το 2008. Παρά την οικονομική επιβράδυνση ο πληθωρισμός σημείωσε αξιοσημείωτη αύξηση φθάνοντας στο 5,4% από το 4,7% κυρίως λόγω της αύξησης των τιμών των βασικών προϊόντων.

Στο ίδιο πλαίσιο με την οικονομία των ΗΠΑ εμφανίζονται και οι εξελίξεις και οι προοπτικές για τις οικονομίες στη ζώνη του Ευρώ. Ο ρυθμός αύξησης της οικονομικής δραστηριότητας αναμένεται να επιβραδυνθεί από 2,6% το 2007 σε 1,3% το 2008 εξαιτίας των επιπτώσεων της διεθνούς χρηματοπιστωτικής αναταραχής και της μεγάλης ανόδου των τιμών του πετρελαίου και των τροφίμων που οδηγεί στην αύξηση του πληθωρισμού.

Η χρηματοπιστωτική αναταραχή φαίνεται να επηρεάζει σε μικρότερο βαθμό τις αγορές χρήματος της Ιαπωνίας. Ωστόσο, ο ρυθμός της οικονομικής ανόδου αναμένεται να υποχωρήσει στο 1,2% έναντι του 2,1% που σημειώθηκε το 2007 κυρίως λόγω της μείωσης των συνολικών επενδύσεων παγίου κεφαλαίου. Στα ίδια επίπεδα με το ρυθμό οικονομικής ανόδου κινήθηκε και ο πληθωρισμός σημειώνοντας αύξηση 0.9%.

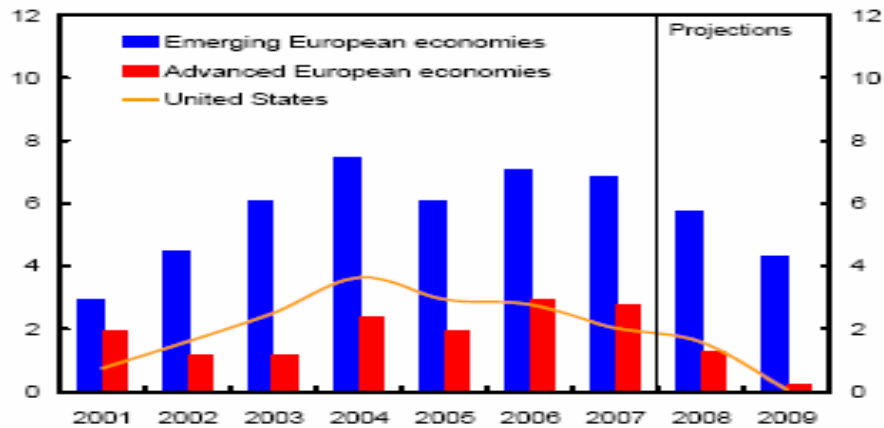
Στο Ηνωμένο Βασίλειο ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα υποχωρήσει στο 1,1% από το 3,2% το 2007 ενώ ο πληθωρισμός προβλέπεται ότι θα φτάσει στο 3,6% από 2,3% το 2007.

Η Κίνα που το 2007 είχε την μεγαλύτερη συμβολή στην αύξηση του παγκόσμιου ΑΕΠ αναμένεται να ακολουθήσει την πτωτική πορεία των άλλων αναπτυγμένων οικονομιών

καθώς ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ αναμένεται να επιβραδυνθεί στο 9,7% για το 2008 ενώ ο πληθωρισμός αναμένεται να κινηθεί στο 7% μετά την εντυπωσιακή αύξηση που ακολούθησε το 2007 φθάνοντας στο 4,7% από 1,5% το 2006.

Αντιθέτως, οι αναδυόμενες οικονομίες (Ρωσία, Ινδία, Βραζιλία) εκτιμάται ότι θα διατηρήσουν και το 2008 υψηλούς ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης.

Οι οικονομίες της Νοτιανατολικής Ευρώπης συνεχίζουν να παρουσιάζουν υψηλούς ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης. Η εξάρτηση των οικονομιών αυτών από την εξωτερική χρηματοδότηση δημιουργεί κλίμα αβεβαιότητας σχετικά με τις πιθανές εξελίξεις στις χώρες αυτές καθώς είναι ευάλωτες στις μεταβολές του κλίματος στις διεθνείς αγορές και στις διακυμάνσεις των επιτοκίων και των συναλλαγματικών ισοτιμιών.



Διάγραμμα 4.9: Μεταβολή του ρυθμού ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας
Πηγή: Τράπεζα Ελλάδος

Οι εκτιμήσεις για το 2009 όσον αφορά την παγκόσμια οικονομία εμφανίζονται δυσοίωνες. Καθώς η χρηματοπιστωτική κρίση πέρασε στην πραγματική οικονομία ο ανεπτυγμένος κόσμος φλερτάρει με την ύφεση.

Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική αναταραχή θα οδηγήσει σε απότομη επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας καθώς η παγκόσμια ανάπτυξη θα επιβραδυνθεί στο 2,3% τα οποία σηματοδοτεί και εισχώρηση της παγκόσμιας οικονομίας στη φάση ύφεσης.

Η ανάπτυξη στις ΗΠΑ θα είναι μηδενική ενώ στην Ιαπωνία οριακά θετική. Οικονομίες όπως η Ιρλανδία, η Ιταλία, η Ισπανία και το Ηνωμένο Βασίλειο αναμένεται να σημειώσουν αρνητικούς ρυθμούς ανάπτυξης με τον ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ στην Ελλάδα να επιβραδύνεται στο 2%⁵⁷.

4.7.8 Τα μέτρα δράσης των Κεντρικών Τραπεζών

Η χρηματοπιστωτική κρίση που ξεκίνησε τον Ιούλιο του 2007 από την αγορά στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης στις ΗΠΑ επεκτάθηκε ραγδαία σε όλη την οικονομία επηρεάζοντας σήμερα την παγκόσμια πραγματική οικονομία.

Άμεση συνέπεια αυτής της μεγάλης χρηματοπιστωτικής κρίσης είναι η ανατροπή του οικονομικού προτύπου που κυριάρχησε τα τελευταία χρόνια. Η προσδοκία ότι η αγορά θα ισορροπήσει από μόνη της έχει πια εξανεμιστεί και όλοι προσδοκούν την κρατική παρέμβαση.

Στο πλαίσιο αυτό, στις 6 Οκτωβρίου οι ηγέτες των 27 κρατών μελών της Ε.Ε εξέδωσαν ανακοίνωση με την οποία δήλωσαν ότι κάθε κράτος- μέλος θα λάβει όλα τα μέτρα που απαιτούνται προκειμένου να διασφαλιστεί η χρηματοοικονομική σταθερότητα. Είχε προηγηθεί στις 19 Σεπτεμβρίου η ανακοίνωση του σχεδίου Πόλσον για διοχέτευση στην Αμερικανική αγορά ρευστότητας ύψους 700 δις και η κίνηση της Ελλάδας και της

⁵⁷ International Monetary Fund. (2008)

Ιρλανδίας να πάρουν μέτρα εγγύησης των καταθέσεων προκειμένου να διαφυλάξουν τους επενδυτές αλλά και να απαλλάξουν την αγορά από σκηνές πανικού.

Κοινό σημείο όλων τόσο στην Ευρώπη όσο και στις ΗΠΑ είναι:

- Η αγορά των λεγόμενων τοξικών χρεογράφων από το κράτος και συνεπώς ο απεγκλωβισμός των πιστωτικών ιδρυμάτων
- Η εξασφάλιση της διαδικασίας επανα-κεφαλαιοποίησης των πιστωτικών ιδρυμάτων, μέσω αγοράς προνομιούχων μετοχών από το κράτος
- Η κρατική εγγύηση τόσο των καταθέσεων στα πιστωτικά ιδρύματα, όσο και των δανειακών υποχρεώσεων των πιστωτικών ιδρυμάτων.

Τα μέτρα στήριξης και το ποσό που θα διαθέσει η κάθε χώρα εμφανίζονται στον παρακάτω πίνακα:

Πίνακας 4.2: Τα σχέδια διάσωσης των κρατικών τραπεζών

Τα κρατικά σχέδια διάσωσης των τραπεζών			
<ul style="list-style-type: none"> ΗΠΑ Κεφαλαιακή ενίσχυση τραπεζών με 250 δις. Δολάρια, αγορά μεριδίων τραπεζών έως 24 δις. Δολάρια ή αγορά 3% των επικίνδυνων επενδύσεων Εγγύηση καταθέσεων: Μέχρι 250.000 ανά καταθέτη Ρευστότητα: Ενέσεις μέχρι 900 δις. δολάρια 	700 δισ. δολ.	<ul style="list-style-type: none"> ΡΩΣΙΑ Εγγυήσεις για δάνεια 35 δις. δολ. Διευκόλυνση χρηματοδότησης επιχειρήσεων μέχρι 2,5 δις. δολ. Εγγύηση καταθέσεων: Μέχρι 26.570 δολάρια 	200 δισ. δολ.
<ul style="list-style-type: none"> ΒΡΕΤΑΝΙΑ Ενίσχυση με 64 δις. Δολάρια των τριών μεγαλύτερων τραπεζών. Εγγυήσεις στη διατραπεζική αγορά 439 δις. Δολαρίων. Εγγύηση καταθέσεων: Μέχρι 87.857 δολάρια Ρευστότητα: Μέχρι 351 δις. Δολάρια μέσω δημοπρασιών στη διατραπεζική 	691 δισ. δολ.	<ul style="list-style-type: none"> ΝΟΡΒΗΓΙΑ Οι τράπεζες μπορούν να ανταλλάσσουν τα τοξικά ομόλογα με κρατικά ομόλογα. Εγγύηση καταθέσεων: Μέχρι 324.360 δολ. 	57 δισ. δολ.
<ul style="list-style-type: none"> ΓΕΡΜΑΝΙΑ Κεφαλαιακή ενίσχυση τραπεζών 109,78 δις. Δολ. Και εγγυήσεις σε δάνεια 27,4 δις. δολ. Εγγύηση καταθέσεων: Χωρίς όριο Ρευστότητα: Μέχρι 548,9 δις. δολ. 	680 δισ. δολ.	<ul style="list-style-type: none"> ΕΛΛΑΔΑ Χρήση κονδυλίων έως 11,4% του ΑΕΠ για τη στήριξη των τραπεζών. Κεφαλαιακή ενίσχυση 6,7 δις. δολ., εγγυήσεις για δάνεια 20,2, δις. δολ. Εγγύηση καταθέσεων: Μέχρι 134.750 δολ. ανά καταθέτη. 	38,25 δισ. δολ.
<ul style="list-style-type: none"> ΙΡΑΝΔΙΑ Αγορά ποσοστών τραπεζών Εγγύηση καταθέσεων: Χωρίς όριο εγγύηση καταθέσεων σε έξι τράπεζες. 	544 δισ. δολ.	<ul style="list-style-type: none"> ΗΝΩΜΕΝΑ ΑΡΑΒΙΚΗ ΕΜΙΡΑΤΑ Κεφαλαιακή ενίσχυση 2,65 δις. δολ. Εγγύηση καταθέσεων: χωρίς όριο Ρευστότητα: Διευκολύνσεις στη διατραπεζική αγορά. 	33 δισ. δολ.
<ul style="list-style-type: none"> ΓΑΛΛΙΑ Κεφαλαιακή ενίσχυση 54,89 δις. δολ. και μερική κρατικοποίηση 	492 δισ. Δολ.	<ul style="list-style-type: none"> ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑ, ΙΤΑΛΙΑ, ΙΣΠΑΝΙΑ Εγγύηση καταθέσεων: Από 67.985-141.746 δολ. 	27,45 δισ. δολ.
<ul style="list-style-type: none"> ΣΟΥΗΔΙΑ Αγορά μετοχών προβληματικών τραπεζών, ενίσχυση ρευστότητας, διατραπεζικής εγγύησης. 	205 δισ. δολ.	<ul style="list-style-type: none"> ΕΛΒΕΤΙΑ 5,2 δις. δολ. στην UBS και εγγύηση δανείων 60 δις. δολ. Πίεση στην Credit Suisse να προχωρήσει σε αύξηση κεφαλαίου κατά 10 δις. δολ. 	
		<ul style="list-style-type: none"> ΙΑΠΩΝΙΑ Μέτρα για διευκόλυνση χρηματοδότησης μέσω διατραπεζικής αγοράς 	

Κεφάλαιο 5: Συμπεράσματα

5.1 Διατήρηση της χρηματοοικονομικής σταθερότητας

Η πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση που ξεκίνησε από τα ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια μειωμένης εξασφάλισης στις ΗΠΑ έδειξε ότι υπάρχουν αδυναμίες σε πολλούς τομείς και θα πρέπει να ληφθούν διορθωτικά μέτρα για τη αποτελεσματική αντιμετώπιση παρόμοιων κρίσεων αλλά για τον περιορισμό της ήδη υπάρχουσας.

- ♦ Διαχείριση κινδύνου (Risk management)

Οι πρακτικές που χρησιμοποιούνται από τα περισσότερα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα για την διαχείριση και την αναγνώριση των κινδύνων κρίθηκαν ανεπαρκείς. Οι εποπτικές αρχές επιβάλλεται να επαναπροσδιορίσουν τις αρμοδιότητες τους και να αναλάβουν έναν πιο ενεργό ρόλο διερευνώντας εξονυχιστικά τις πρακτικές που χρησιμοποιούνται εστιάζοντας κυρίως στο μοντέλο originate & distribute το οποίο επιτρέπει την μεταφορά απαιτήσεων υψηλού κινδύνου εκτός ισολογισμού.

- ♦ Εταιρίες πιστοληπτικής διαβάθμισης

Οι μεθοδολογίες που χρησιμοποιούνται για την αξιολόγηση απέτυχαν να συλλάβουν τους κινδύνους που κρύβονταν στα σύνθετα επενδυτικά προϊόντα. Οι επενδυτές επαναπαύτηκαν στις αξιολογήσεις των εταιριών μη λαμβάνοντας υπόψη τους την πολυπλοκότητα που παρουσιάζουν αυτά τα προϊόντα. Απαιτείται λοιπόν να υιοθετήσουν ένα διαφορετικό σύστημα βαθμολόγησης όσον αφορά τα σύνθετα επενδυτικά προϊόντα λαμβάνοντας υπόψη τον υψηλό βαθμό κινδύνου που εμπεριέχει η έκθεση των επενδυτών σε αυτά.

- ♦ Κίνδυνος Ρευστότητας (Liquidity risk)

Τα περισσότερα πιστωτικά ιδρύματα αντιμετώπισαν ή θα μπορούσαμε να πούμε αντιμετωπίζουν μέχρι σήμερα αδυναμία κάλυψης των υποχρεώσεών τους και διατήρησης επικερδών θέσεων (κίνδυνος ρευστότητας) λόγω της άμεσης έκθεσή τους στα σύνθετα επενδυτικά προϊόντα αλλά και της έμμεσης έκθεσή τους εξαιτίας της υποχρέωσης παροχής έκτακτης ρευστότητας προς ειδικές επενδυτικές εταιρίες. Σημαντικός αριθμός τραπεζών προσέφυγε στην παροχή ρευστότητας εκ μέρους των κεντρικών τραπεζών, ενώ ορισμένες προέβησαν και προβαίνουν ακόμα σε διαγραφές και απομειώσεις στοιχείων του ενεργητικού τους καθώς και σε αυξήσεις κεφαλαίου για την αποκατάσταση των δεικτών κεφαλαιακής επάρκειας.

- ♦ Πιστωτικός κίνδυνος

Ο πιστωτικός κίνδυνος ορίζεται ως η πιθανή αναμενόμενη ζημιά που προέρχεται από την αδυναμία των δανειζομένων να επιστρέψουν τα κεφάλαια που δανείστηκαν. Τα μεγάλα ποσοστά αθέτησης της υπόσχεσης πληρωμής (default rate) καθώς και ο μεγάλος αριθμός κατασχέσεων καταδεικνύουν την μη προσεκτική αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας των δανειοληπτών και των ελαστικών όρων δανειοδότησης. Απαιτείται λοιπόν η λεπτομερής και πιο αυστηρή αξιολόγηση των δανειοληπτών προκειμένου να περιοριστεί ο πιστωτικός κίνδυνος.

- ♦ Κεντρικές τράπεζες

Δεδομένου του καθήκοντος τους για διατήρηση της χρηματοοικονομικής σταθερότητας και της έκτακτης παροχής ρευστότητας οι κεντρικές τράπεζες χρειάζεται να παρακολουθούν την πορεία των πιστωτικών ιδρυμάτων προκειμένου να μπορούν να

αναγνωρίσουν και να καταστείλουν πιθανούς κινδύνους. Απαιτείται λοιπόν οι τράπεζες να έχουν στην διάθεση τους πληθώρα πληροφοριών ώστε να μπορέσουν να διεξάγουν το έργο τους⁵⁸.

5.2 Κύρια συμπεράσματα

Η μεγαλύτερη οικονομική κρίση του 21 αιώνα οφείλεται κατά κύριο λόγο στη διάθεση των επενδυτών να ρισκάρουν με σκοπό την αναζήτηση υψηλών αποδόσεων (risk appetite), στο υψηλό επίπεδο ρευστότητας που παρατηρήθηκε τα τελευταία χρόνια και στην χρηματοοικονομική καινοτομία που χάραξε ένα μονοπάτι παραφροσύνης μέσω του μοντέλου “originate and distribute”.

Ενώ λοιπόν όλοι θα περίμεναν ότι η οικονομία των ΗΠΑ θα απολάμβανε υψηλό ρυθμό ανάπτυξης και υψηλές αποδόσεις για αρκετά χρόνια, το καλοκαίρι του 2007 οι ΗΠΑ βίωσαν μια εντυπωσιακή αντίθεση πλούτου, αύξηση των περιθωρίων κινδύνου και σημαντική επιδείνωση στην αγορά δανείων.

Η κρίση του 2007 έχει τις ρίζες της στην πτώση των τιμών των κατοικιών η οποία οδήγησε σε μεγαλύτερα ποσοστά αθέτησης της υποχρέωσης πληρωμής σε δάνεια μειωμένης εξασφάλισης.

Οι εταιρίες πιστοληπτικής διαβάθμισης υπήρξαν το κέντρο της πρόσφατης κρίσης καθώς πολλοί επενδυτές επαναπαύτηκαν στις αξιολογήσεις σύνθετων επενδυτικών προϊόντων: ομολογιακούς τίτλους με εγγύηση ενυπόθηκων δανείων και άλλα σύνθετα επενδυτικά προϊόντα γνωστά κυρίως ως δομημένα ομόλογα (collateralized debt obligations).

⁵⁸ Schinasi G. (2003)

Δεδομένου ότι οι απαιτήσεις αυτές είχαν μεταβιβαστεί σε επιχειρήσεις που ανήκουν στο χρηματοπιστωτικό τομέα και εδρεύουν σε διάφορες χώρες, η πτώση της αγοραίας αξίας τους και ο κλονισμός της εμπιστοσύνης στη δυνατότητα εξόφλησης τους προκάλεσαν αναταραχή στις χρηματοπιστωτικές αγορές.

Τα κύρια θύματα της πρόσφατης χρηματοπιστωτικής κρίσης είναι οι δημιουργοί της, δηλαδή οι επενδυτικές τράπεζες. Στον τραπεζικό κόσμο η εμπιστοσύνη αποτελεί πολύτιμο αγαθό καθώς όλο το τραπεζικό σύστημα έχει κτιστεί πάνω σε σχέσεις εμπιστοσύνης. Από τη στιγμή που η σχέση εμπιστοσύνης ουσιαστικά διερράγη η κατάρρευση τους ήταν θέμα χρόνου.

Άμεση συνέπεια αυτής της μεγάλης χρηματοπιστωτικής κρίσης είναι η ανατροπή του οικονομικού μοντέλου της «ελευθερίας των αγορών» που κυριάρχησε τα τελευταία χρόνια. Η προσδοκία ότι η αγορά θα ισορροπήσει από μόνη της έχει πια εξανεμιστεί και όλοι προσδοκούν την κρατική παρέμβαση. Η εξέλιξη αυτή αποτελεί αφορμή για νέες συζητήσεις σχετικά με το ρόλο του κράτους.

Η χρηματοπιστωτική αναταραχή δεν έχει τελειώσει ακόμα καθώς η ιδιαίτερη φύση της καθιστά δύσκολη την αξιολόγηση των επιπτώσεών της στην πραγματική οικονομία. Το καλύτερο σενάριο θα ήταν μια ήπια ύφεση. Το μέγεθος των επιπτώσεων της κρίσης σε κάθε οικονομία θα εξαρτηθεί από την ικανότητα της κάθε χώρας να απορροφά τους εξωγενείς κραδασμούς.

Επιπλέον, μετά την κρίση αναμένεται και επιβάλλεται να ανοίξει εκτεταμένη συζήτηση σχετικά με την ανάγκη να επανεξεταστούν τόσο το ρυθμιστικό πλαίσιο των τραπεζών όσο και οι παράγοντες που οδήγησαν στην κρίση.

Βιβλιογραφία

Ελληνική

- Αγγελόπουλος Π. (2005) Τράπεζες και χρηματοπιστωτικό σύστημα: Αγορές, Προϊόντα, Κίνδυνοι, *Εκδόσεις Σταμούλη*, Αθήνα
- Νομική βιβλιοθήκη.(2008) Ενιαία εποπτεία του χρηματοπιστωτικού τομέα – Τιτλοποίηση απαιτήσεων, Αθήνα
- Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα. (2008) Ετήσια Έκθεση 2007
- Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα. (2007) Ετήσια Έκθεση 2006
- Τράπεζα της Ελλάδος. (2007) Νομισματική Πολιτική, Ενδιάμεση έκθεση 2007
- Τράπεζα της Ελλάδος. (2007) Νομισματική Πολιτική 2006 – 2007
- Τράπεζα της Ελλάδος. (2008) Νομισματική Πολιτική, Ενδιάμεση Έκθεση 2008
- Μαλινδρέτος Π. (2001) Επενδυτική επανάσταση, *Εκδόσεις Παπαζήση*, Αθήνα
- Μαλινδρέτου Β. (2002) Σύγχρονα χρηματοοικονομικά προϊόντα, *Εκδόσεις Παπαζήση*, Αθήνα

Ξένα

- Bank for International Settlements. (03/2008) International banking and financial market developments
- Board of Governors of the Federal Reserve System. (2006) 93rd Annual Report
- Board of Governors of the Federal Reserve System. (2007) 94th Annual Report
- Board of Governors of the Federal Reserve System. (2008) 95th Annual Report
- Board of Governors of the Federal Reserve System. (2008) Bank lending practices
- European Central Bank. (2007) Financial Stability Review
- European Central Bank. (2008) Financial Stability Review
- European Central Bank. (03/2007) Monthly Bulletin
- European Central Bank. (06/2007) Monthly Bulletin
- European Central Bank. (07/2007) Monthly Bulletin
- European Central Bank. (2007) The euro bonds and derivatives markets

- Federal Reserve Bank of Boston. (2007) A guide to mortgage products and a glossary of Lending terms
- International Monetary Fund. (2006) Global Financial Stability Report
- International Monetary Fund. (2007) Global Financial Stability Report
- International Monetary Fund. (2008) Global Financial Stability Report
- International Monetary Fund. (2008) Regional Economic Outlook
- International Monetary Fund. (04/2008) World Economic Outlook
- Ariccia G., Igan D. & Laeven L. (2008) Credit booms and lending standards: Evidence from the subprime mortgage market, *International Monetary Fund*, Working paper series
- Ashcraft A. & Schuermann T. (2008) Understanding the securitization of subprime mortgage credit, *Federal Reserve Bank of New York*, Staff report no. 318
- Bernanke B. (2008) Financial markets, the economic outlook and monetary policy, Speech at the women in Housing and Finance and Exchequer Club Joint Luncheon, Washington DC, 10 January 2008
- Cihak M. & Schaeck K. (2007) How well do aggregate banks ratios identify banking problems, *International Monetary Fund*, WP/07/275
- Crouhy M., Jarrow R & Turnbull S. (2008) The subprime credit crisis of 07, *University of Houston - C.T. Bauer College of Business*, Working Paper Series
- Danis M. & Pennington-Cross A. (2005) A dynamic look at subprime loan performance, *Federal Reserve Bank Of St. Louis*, Working paper 2005-029A
- Demyanyk Y. & Hemert O. (2008) Understanding the subprime mortgage crisis, *Federal Reserve Bank of St. Louis - Banking Supervision and Regulation and New York University - Department of Finance*, Working papers
- Gonzalez – Paramo J. (2008) Financial turmoil, securitization and liquidity, Global ABS conference 2008, Speech at Global conference, Cannes, 1 june 2008
- Jarocinski M. & Smets F. (2008) House prices and the stance of monetary policy, *European Central Bank*, Working paper No. 891
- Houben A., Kakes J. & Schinasi G. (2004) Toward a framework for safeguarding financial stability, *International Monetary Fund*, WP/04/101

- Kiff J. & Mills P.(2008) Money for nothing and checks for free: Recent Developments in U.S subprime mortgage markets, *International Monetary Fund*, Country report No. 07/265
- Klyuev V. & Mills P. (2006) Is housing wealth an “ATM”? The relationship between household wealth home equity withdrawal, and saving rates, *International Monetary Fund*, WP/06/162
- Mah-Hui Lim M. (2008) Old wine in a new bottle: Subprime mortgage crisis – causes and consequences, *The Levy Economics Institute*, Working paper No. 532
- Mian A. & Sufi A. (2008) The consequences of mortgage credit expansion: evidence from the 2007 mortgage default crisis, *University of Chicago - Graduate School of Business and University of Chicago and National Bureau of Economic Research*, Working papers series
- Purnanandam A. (2008) Originate & distribute model and sub-prime mortgage crisis, *University of Michigan - Stephen M. Ross School of Business*, Working paper series
- Reifschneider D. & Tulip P. (2007) Gauging the uncertainty of the economic outlook from historical forecasting errors, *Federal Reserve Board*, Washington D.C
- Reinhart C. & Rogoff K. (2008) Is the sub-prime financial crisis so different? An international historical comparison, *National Bureau Of Economic Research*, WP 13761
- Scheicher M. (2008) How has CDO market pricing changed during the turmoil? Evidence from CDS index tranches, *European Central Bank*, WP no. 910
- Schinasi G. (2003) Responsibility of central banks for stability in financial markets, *International Monetary Fund*, WP/03/121
- Schinasi G. (2004) Defining financial stability, *International Monetary Fund*, WP/04/187
- Schinasi G. (2005) Preserving financial stability, *International Monetary Fund*, Economic issues 36
- Schwarcz S. (2008) Disclosure’s failure in the subprime mortgages crisis, *Duke Law School Legal Studies*, Research paper No. 23
- Whalen C. (2008) The subprime crisis – cause, effect and consequences, *Networks Financial Institute*, PB-04

- Woon Gyu Choi & Cook D. (2007) Financial market risk and U.S money demand, *International Monetary Fund, WP/07/89*