



Πανεπιστήμιο Πειραιώς

Τμήμα Χρηματοοικονομικής & Τραπεζικής Διοικητικής



“...I thought we were just buying a house...”

Διατριβή για το ΜΠΣ
στη Χρηματοοικονομική Ανάλυση

“Forecasting the Subprime Crisis : The Record of Regulators and Supervisors”

του Ηλία Δ. Δασκαλόπουλου (ΜΧΑΝ 0710)

Επιβλέπων Καθηγητής
Καθηγητής Άγγελος Α. Αντζουλάτος

Τριμελής Επιτροπή:
Καθηγητής Άγγελος Αντζουλάτος
Καθηγητής Γεώργιος Διακογιάννης
Αναπλ. Καθηγητής Εμμανουήλ Τσιριτάκης

Πειραιάς 2009

ΣΥΝΟΨΗ ΔΙΑΤΡΙΒΗΣ

Η χρηματοοικονομική κρίση που ξέσπασε το καλοκαίρι του 2007 στις ΗΠΑ, είχε σαν αποτέλεσμα να τεθούν σε δοκιμασία οι αντοχές θεσμών, συστημάτων και επιχειρηματικών κολοσσών. Οι συνέπειες υπήρξαν πολλές και κανείς δεν μπορεί να υποστηρίξει με βεβαιότητα ότι τα χειρότερα της κρίσης έχουν παρέλθει οριστικά. Ιδιαίτερη σημασία όμως παρουσιάζει το ερώτημα κατά πόσο οι ρυθμιστικές αρχές και οι επόπτες των αγορών περίμεναν αυτήν την κρίση ή κατά πόσο αυτή παρουσιάστηκε σαν κεραυνός εν αιθρία. Σκοπός της εργασίας αυτής είναι να παρουσιάσει και να αναδείξει μέσα από τις εκθέσεις χρηματοοικονομικής σταθερότητας σημαντικών οργανισμών (Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, Διεθνές νομισματικό Ταμείο, Τράπεζα της Αγγλίας) τις εκτιμήσεις τους και τις πιθανές ανησυχίες τους ενώ η παγκόσμια οικονομία ήταν ακόμα, στο ανοδικό τμήμα του οικονομικού κύκλου.

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον επιβλέποντα καθηγητή κο Άγγελο Αντζουλάτο για την καθοδήγηση του, την αμέριστη συμπαράσταση του και το άρτιο κλίμα συνεργασίας καθόλη τη διάρκεια της εκπόνησης της παρούσας εργασίας.

Οφείλω επίσης ένα μεγάλο ευχαριστώ σε όλους τους συμφοιτητές μου και ιδιαίτερα στην Αγγελολούλου Ροδάνθη για την άφογη συνεργασία μας τα τελευταία δύο χρόνια και στην Κρασσά Δήμητρα, που με τα σχόλια τους και την συμπαράσταση τους συνέβαλαν αποφασιστικά στην εκπόνηση της παρούσας διατριβής.

Ηλίας Δ. Δασκαλόπουλος
Νέα Σμύρνη, Ιούνιος 2009

ΔΗΛΩΣΗ

Η συγκεκριμένη εργασία είναι πρωτότυπη και εκπονήθηκε για την απόκτηση του μεταπτυχιακού τίτλου σπουδών «Χρηματοοικονομική Ανάλυση» του Τμήματος Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής του Πανεπιστημίου Πειραιώς.

Επιβλέπων καθηγητής καθόλη τη διάρκεια της συγγραφής ήταν ο κος Άγγελος Αντζουλάτος.

*Στην οικογένεια μου, ως ελάχιστο
δείγμα αναγνώρισης, για όλα εκείνα
που έχουν θυσιάσει για μένα*

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΡΑΧΩΝ

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Εισαγωγή.....6

Ενότητα I

Κεφάλαιο I Θεωρία Διαμεσολάβησης.....8
 Ενημέρωση & Έλεγχος.....11

Κεφάλαιο II Θεσμικό Πλαίσιο.....15
 Οικονομική Συρρίκνωση & Ανάπτυξη.....18
 Κρατισμός & Χρημ/κή Απελευθέρωση.....21

Κεφάλαιο III Αποτίμηση Τραπεζών.....25
 Πως οι Τράπεζες Δημιουργούν Χρήμα.....28
 Εξέλιξη του Μη Επιτοκιακού Εισοδήματος.....31

Κεφάλαιο IV Περί Χρηματοοικονομικών Κρίσεων.....34
 Ρυθμιστικό Πλαίσιο.....37
 Χρηματοοικονομικοί Δείκτες.....40

Ενότητα II

Σύστημα Αλληλεξάρτησης και Διάχυσης
 Κινδύνου στο Χρηματοπιστωτικό Σύστημα.....46

Ενότητα III

Κεφάλαιο I Ανάλυση Εκθέσεων Χρηματοοικονομικής Σταθερότητας.....57

Κεφάλαιο II Γενική Σύνοψη Ε.Κ.Τ.....59
 Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα.....60

Κεφάλαιο III Γενική Σύνοψη Δ.Ν.Τ.....67
 Διεθνές Νομισματικό Ταμείο.....68

Κεφάλαιο IV Γενική Σύνοψη ΤτΑ.....73
 Τράπεζα της Αγγλίας.....75

Κεφάλαιο V Τελικό Συμπέρασμα.....84

Παράρτημα – Συγκεντρωτικός Πίνακας... ..87

Βιβλιογραφία89

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Με την πάροδο των χρόνων, η χαλάρωση και η αποδυνάμωση των κανόνων στη λειτουργία του καπιταλιστικού συστήματος θεωρείται πια δεδομένη. Ο έντονος ανταγωνισμός μεταξύ των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, η «ανάγκη» για γρήγορη ανάπτυξη και άμεση επίτευξη στόχων από τους managers, κατέστησε σαφή και επιτακτική την ανάγκη για διασπορά των υπηρεσιών τους, πέρα των παραδοσιακών, «γκρεμίζοντας» παράλληλα τα σύνορα των κρατών με αποτέλεσμα μεγάλες πολυεθνικές εταιρίες και τράπεζες να προσφέρουν τις υπηρεσίες και τα προϊόντα τους σε κάθε μεριά του πλανήτη.

Η παγκοσμιοποίηση του χρηματοπιστωτικού συστήματος, η οποία διευκολύνθηκε σε συνταρακτικό βαθμό από την αλματώδη ανάπτυξη της τεχνολογίας και του διαδικτύου, βοήθησε σημαντικά τις οικονομίες στην ανάπτυξη τους και στην ευημερία των λαών τους. Τα κανάλια όμως τα οποία αναπτύχθηκαν μεταξύ των συμμετεχόντων στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα, αποτελούν αναμφισβήτητα και αγωγοί μετάδοσης αρνητικών στοιχείων με αποτέλεσμα η πολυπλοκότητα του συστήματος και η αλληλεξάρτηση που το χαρακτηρίζει να αποτελεί και αρνητικό χαρακτηριστικό του.

Συγκεκριμένα, η τρέχουσα χρηματοοικονομική κρίση μπορεί θεωρητικά να ξεκίνησε στις ΗΠΑ αλλά όπως γίνεται εύκολα αντιληπτό, οι συνέπειες γίνονται αισθητές σε ολόκληρο τον πλανήτη. Οι Κυβερνήσεις προσπαθούν να λάβουν μέτρα έτσι ώστε να αντιμετωπίσουν τις δυσάρεστες συνέπειες με σκοπό την έξοδο από την ύφεση στην οποία έχουν περιέλθει. Έντονο ενδιαφέρον όμως εμφανίζει το κατά πόσο η τρέχουσα χρηματοοικονομική κρίση μπορούσε να προβλεφθεί από τις εποπτικές και ρυθμιστικές αρχές και κατά πόσο ήταν τελικά για εκείνες κεραυνός εν αιθρία.

Αναμφίβολα, εδώ προκύπτει το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης καθώς οι πληροφορίες και τα στοιχεία τα οποία συνέλεξαν οι αρμόδιες αρχές και οι κυβερνήσεις δεν μπορούν να συγκριθούν με τα στοιχεία του οποιουδήποτε ερευνητή. Παρόλαυτά χρήσιμα συμπεράσματα και εντυπωσιακά στοιχεία προκύπτουν από πηγές πληροφόρησης που είναι προσβάσιμες από τον καθένα. Μελετώντας κανείς προσεκτικά τις εξαμηνιαίες εκθέσεις (Financial Stability Reviews) της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου και της Τράπεζας της Αγγλίας, από τον Δεκέμβριο του 2004 έως και το ξέσπασμα της κρίσης, μπορεί ο καθένας να εξάγει ασφαλή συμπεράσματα για το κατά

πόσο οι ρυθμιστικές και εποπτικές αρχές βρέθηκαν προ εκπλήξεως το καλοκαίρι του 2007 όταν και ξέσπασε η κρίση στις ΗΠΑ.

Χωρίς αμφιβολία, οι αρχές έβλεπαν τους κινδύνους και τα κενά τα οποία διευρύνονταν με την πάροδο των χρόνων, μη λαμβάνοντας όμως τα κατάλληλα μέτρα. Τα αρνητικά χαρακτηριστικά τα οποία συνόδευσαν την άνθιση της παγκόσμιας ανάπτυξης καταγράφονταν και δημοσιεύονταν. Χαρακτηριστικά αναφέρουμε ότι από το 2004 γίνεται λόγος στην έκθεση της ΕΚΤ για υπερδανεισμό υπερχρεωμένων νοικοκυριών, για υπερτιμημένη αγορά κατοικίας και αυτό που προκαλεί έντονο ενδιαφέρον είναι το γεγονός ότι γίνεται λεπτομερής αναφορά στις αγορές των πιστωτικών παραγώγων και συγκεκριμένα στα περίφημα CDO's.

Οι παραπάνω τρεις παράγοντες είναι λίγοι από τους πολλούς οι οποίοι αναφέρονται, αλλά προκαλεί έντονο ενδιαφέρον το χρονικό σημείο στο οποίο δημοσιεύονται, δηλαδή τη στιγμή που η παγκόσμια οικονομία ανθίζει, οι managers υπερκαλύπτουν τους στόχους τους και τα τραπεζικά κέρδη κινούνται σε δυσθεώρητα επίπεδα.

Ενότητα Ι

Κεφάλαιο Ι

Θεωρία Διαμεσολάβησης^{1,2,3}

Μια υγιής οικονομία προϋποθέτει ένα χρηματοοικονομικό σύστημα το οποίο θα μεταφέρει κεφάλαια από τις πλεονασματικές μονάδες της οικονομίας στις ελλειμματικές. Το χρηματοοικονομικό σύστημα είναι πολύπλοκο και έχει διάφορες μορφές, όπως τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, τα Αμοιβαία Κεφάλαια, τις κεφαλαιαγορές, τις χρηματαγορές, τις ασφαλιστικές εταιρίες κ.α.

Οι ελλειμματικές μονάδες στην οικονομία μπορούν να αντλήσουν τα απαιτούμενα κεφάλαια τους είτε για να χρηματοδοτήσουν τα επενδυτικά τους προγράμματα εάν είναι επιχειρήσεις, είτε για προσωπικές ανάγκες εάν πρόκειται για φυσικά πρόσωπα, μέσω τριών βασικών οδών. Πρώτη επιλογή είναι οι χρηματαγορές μέσω της έκδοσης νέων μετοχών (ΑΜΚ), δεύτερη επιλογή οι κεφαλαιαγορές μέσω της έκδοσης ομολογιών και τρίτη επιλογή -και πιο δαπανηρή- ο τραπεζικός δανεισμός.

Αν παρατηρήσουμε την πραγματική οικονομία θα συμπεράνουμε ότι οι ελλειμματικές μονάδες κατά κύριο λόγο επιλέγουν για την χρηματοδότηση των αναγκών τους τον τραπεζικό δανεισμό, κατά δεύτερο λόγο επιλέγουν την έκδοση ομολογιών και κατά τρίτον, την οδό της έκδοσης νέων μετοχών. Οι βασικότεροι λόγοι που οι μη έχοντες κεφάλαια στρέφονται προς τον τραπεζικό δανεισμό και αποστρέφονται τις αγορές κεφαλαίου είναι κυρίως δύο. Πρώτος παράγοντας είναι το υψηλό κόστος συναλλαγών, το οποίο αποτελεί ανάχωμα για τον οποιουδήποτε μεγέθους δανειστή να προωθήσει άμεσα τα κεφάλαια του στις επιχειρήσεις που τα έχουν ανάγκη. Λύση σε αυτό το πρόβλημα δίνει η χρηματοοικονομική διαμεσολάβηση η οποία καθιστά εφικτή την έμμεση χρηματοδότηση των επιχειρήσεων χαμηλώνοντας το κόστος συναλλαγών για τους επιμέρους επενδυτές εκμεταλλευόμενη τις οικονομίες κλίμακος και φάσματος.

Δεύτερος και βασικότερος παράγοντας που καθιστά την άμεση χρηματοδότηση των ελλειμματικών μονάδων δυσχερή αποτελεί η ασύμμετρη πληροφόρηση.

-
1. Barbara Casu, Claudia Girardone, Philip Molyneux, Introduction to Banking
 2. Frederic S. Mishkin, The Economics of Money, Banking and Financial Markets
 3. Saunders, A., Financial Institutions Management: A Modern Perspective.

Ασύμμετρη πληροφόρηση μεταξύ δύο αντισυμβαλλομένων ισχύει όταν ο ένας συναλλασσόμενος έχει καλύτερη πληροφόρηση από τον άλλο. Η ασύμμετρη πληροφόρηση προκαλεί το πρόβλημα της αντίθετης επιλογής (adverse selection) που λαμβάνει χώρα πριν την συμφωνία και το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου (moral hazard) που λαμβάνει χώρα μετά την συμφωνία.

Όσον αφορά το πρόβλημα της αντίθετης επιλογής, λόγω του ότι οι υποψήφιοι επενδυτές δεν γνωρίζουν για τις εταιρίες όσα οι διοικήσεις τους, είτε δεν επιθυμούν να δώσουν τα κεφάλαια τους είτε θα τα δώσουν με μεγαλύτερο επιτόκιο, εάν πρόκειται για ομόλογο, είτε θα θελήσουν να αγοράσουν τις μετοχές σε χαμηλότερες τιμές. Για τους παραπάνω λόγους οι εν λόγω αγορές δεν δύνανται να λειτουργήσουν αποτελεσματικά και οι παραπάνω τρόποι δεν αποτελούν τους κυριότερους τρόπους χρηματοδότησης των ελλειμματικών μονάδων.

Ως αποτέλεσμα της ασυμμέτρου πληροφορήσεως, μπορεί να «κλείσουν» οι χρηματαγορές και να μη χρηματοδοτηθούν ακόμη και εταιρείες με εξαιρετικά επενδυτικά σχέδια οι οποίες, εάν υπήρχε πλήρης πληροφόρηση, θα χρηματοδοτούντο. Από την πλευρά των επενδυτών, το «κλείσιμο» των χρηματαγορών σημαίνει άρνηση χρηματοδότησεως των εταιρειών μέσω των αγορών χρήματος και κεφαλαίων. Ας σημειωθεί δε ότι η ασύμμετρη πληροφόρηση και τα εξ' αυτής απορρέοντα προβλήματα είναι γενικότερο φαινόμενο και δεν περιορίζεται στο χρηματοοικονομικό σύστημα. Δεδομένου ότι η άρνηση χρηματοδότησεως εταιρειών με καλά επενδυτικά σχέδια είναι εις βάρος της οικονομικής αναπτύξεως, εξηγείται το κίνητρο των Αρχών να επιβάλλουν τη δημοσιοποίηση αξιόπιστων λογιστικών στοιχείων από τις εταιρείες ούτως ώστε να μειωθεί το πρόβλημα της ασυμμέτρου πληροφορήσεως.

Τρόποι αντιμετώπισης των παραπάνω προβλημάτων που προκύπτουν από το πρόβλημα της αντίθετης επιλογής μπορούν να είναι: α) η ιδιωτική παραγωγή και πώληση πληροφοριών η οποία όμως ενέχει το πρόβλημα του «λαθρεπιβάτη», β) η παρέμβαση του κράτους για την θεσμοθέτηση κανόνων όσον αφορά την ελεύθερη δημοσίευση πληροφοριών από τις επιχειρήσεις και την τήρηση κοινών λογιστικών προτύπων καθώς και την παροχή κινήτρων προς τις εταιρίες για την δημοσίευση ειλικρινών πληροφοριών, γ) όσον αφορά τι αγορές κεφαλαίων, για την ασφάλεια των επενδυτών θα μπορούσαν οι επιχειρήσεις να παρέχουν ένα είδος εγγύησης στους χρηματοδότες τους ενώ την ίδια υπηρεσία μπορεί να προσφέρει και η ύπαρξη υψηλής καθαρής θέσης από την εταιρία. Όλες οι παραπάνω λύσεις περιορίζουν το πρόβλημα της αντίθετης επιλογής αλλά δεν το εξαλείφουν.

Καλύτερη αντιμετώπιση και εξάλειψη του φαινομένου του «λαθρεπιβάτη» υπάρχει μόνο μέσω της χρηματοοικονομικής διαμεσολάβησης καθώς τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα έχουν εκείνες τις δυνατότητες και εκείνους τους μηχανισμούς να ελέγχουν πιο αποτελεσματικά τις εταιρίες και να έχουν μεγαλύτερη παροχή πληροφοριών από οποιονδήποτε μεμονωμένο επενδυτή. Με αυτόν τον τρόπο οι τράπεζες μπορούν να παίρνουν τις αποταμιεύσεις των πλεονασματικών μονάδων παρέχοντας έναν τόκο χ και διακρίνοντας την φερέγγυα εταιρία να της δίνει ένα δάνειο με υψηλότερο επιτόκιο ψ .

Μετά την σύναψη της οποιασδήποτε συμφωνίας μεταξύ δύο συναλλασσομένων προκύπτει το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου (Moral hazard) το οποίο αφορά πιθανούς λόγους που μπορεί να έχει ο δανειζόμενος να αποκρύπτει πληροφορίες από τον δανειστή για προθέσεις του οι οποίες μπορεί να μην είναι αρεστές σε εκείνον. Το παραπάνω πρόβλημα αναφέρεται σαν πρόβλημα της αντιπροσώπευσης. Συγκεκριμένα, η διάκριση μεταξύ ιδιοκτησίας και διοίκησης μιας εταιρίας ενέχει τον ηθικό κίνδυνο καθώς τα συμφέροντα των μεν μπορεί να μην συμβαδίζουν αναγκαστικά με των δε. Έτσι, η ασύμμετρη πληροφόρηση που μπορεί να υπάρχει σχετικά με την δράση της διοίκησης αποτελεί εμπόδιο για υποψήφιο επενδυτή να εισέλθει στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας. Το παραπάνω πρόβλημα προκύπτει μόνο και μόνο από το ότι η διοίκηση μιας εταιρίας έχει παραπάνω πληροφόρηση από τους ιδιοκτήτες της. Το εν λόγω πρόβλημα εξαλείφεται είτε αν δεν υπήρχε διάκριση μεταξύ ιδιοκτήτη – διοίκησης, είτε εάν υπήρχε απόλυτη πληροφόρηση της διοίκησης προς τους μετόχους.

Συγκεκριμένα, το παραπάνω πρόβλημα μπορεί να περιοριστεί α)μέσω της στενής παρακολούθησης και του ελέγχου των κινήσεων της διοίκησης από τους μετόχους, β)από παρέμβαση της πολιτείας η οποία μέσω κανονιστικών ρυθμίσεων μπορεί να επιβάλλει συγκεκριμένα λογιστικά πρότυπα για την ορθή αποτύπωση των οικονομικών καταστάσεων καθώς και την ρύθμιση του νομοθετικού πλαισίου για την επιβολή αυστηρών ποινών στις περιπτώσεις μη νομίμων δράσεων στα πλαίσια της εταιρικής διακυβέρνησης. γ)Άλλη λύση είναι η ύπαρξη των venture capitals, εταιριών δηλαδή, που έχουν την δυνατότητα να παρέχουν τα αναγκαία κεφάλαια σε μια εταιρία, αλλά ταυτόχρονα να αποκτούν σαν αντάλλαγμα ένα μερίδιο του μετοχικού κεφαλαίου καθώς και θέση στο Δ.Σ., γεγονός που τους καθιστά ταυτόχρονα και συνιδιοκτήτες και διοίκηση. Εναλλακτική επιλογή αποτελεί η έκδοση ομολόγου όπου ο κάτοχος δεν χρειάζεται να παρακολουθεί από κοντά τη διοίκηση καθώς δεν τον ενδιαφέρει η αξία της εταιρίας και το μέρος των κερδών που θα πάρει αλλά μόνο ένα συγκεκριμένο ποσό ανά συγκεκριμένα χρονικά διαστήματα.

Η παραπάνω επιλογή φυσικά δεν εξαλείφει τον ηθικό κίνδυνο αλλά εάν ο δανειζόμενος έχει υψηλό μερίδιο στην καθαρή θέση της εταιρίας, αυτό από μόνο του αποτελεί, μέχρι ένα σημείο, εξασφάλιση για την σωστή συμπεριφορά του. Επιπλέον στην υπογραφή της συμφωνίας, ο δανειζόμενος μπορεί να δηλώνει ρητά τους σκοπούς του δανείου καθώς και την δέσμευση του ότι θα τους υλοποιήσει. Συνοψίζοντας, παρατηρούμε ότι ούτε με τις παραπάνω υποθέσεις δεν εξαλείφεται το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης όπως και το φαινόμενο του λαθρεπιβάτη, καταλήγοντας και πάλι ότι η μόνη επιλογή η οποία λειτουργεί πιο αποτελεσματικά από όλες είναι η χρηματοοικονομική διαμεσολάβηση.

Ενημέρωση & Έλεγχος

Μελετώντας εκτενέστερα το πρόβλημα αντιπροσώπευσης που αναφέρθηκε προηγουμένως, αντιλαμβανόμαστε ότι συνέπεια αυτού του προβλήματος είναι η διστακτικότητα των αποταμιευτών να διαθέσουν τα κεφάλαια τους σε επιχειρήσεις που δεν μπορούν να ελέγξουν αποτελεσματικά τις διοικήσεις τους.

Σαν απάντηση έρχεται ο ρόλος των τραπεζών που έχει την ικανότητα άντλησης πληροφόρησης με χαμηλό κόστος καθώς και την ικανότητα ελέγχου της συμπεριφοράς των δανειζομένων. Φυσικά, το πρόβλημα της αντίθετης πληροφόρησης υφίσταται και ενδυναμώνεται όλο και περισσότερο εάν δεν υπάρχουν οι απαραίτητοι μηχανισμοί οι οποίοι επεξεργάζονται και ελέγχουν την οποιαδήποτε πληροφόρηση. Οι μηχανισμοί αυτοί είναι οι κανόνες που ισχύουν σε μια κοινωνία, το θεσμικό- κανονιστικό πλαίσιο και οι παράγοντες εκείνοι που θα ασκήσουν τον έλεγχο. Εφόσον, οι παραπάνω μηχανισμοί λειτουργούν αποτελεσματικά, τόσο οι απαιτούμενες πληροφορίες θα μειώνονται (π.χ. λόγω ύπαρξης εμπράγματης εγγύησης) όσο και το κόστος συλλογής τους. Εν κατακλείδι, η νομοθεσία που καθορίζει την δημοσίευση πληροφοριών υποχρεωτική, αναγκάζει μέχρι ένα σημείο τους managers να λειτουργούν με γνώμονα το συμφέρον των μετόχων και όχι το δικό τους (principal – agent problem).

Όσον αφορά τις αναπτυσσόμενες οικονομίες, στις οποίες τα κανονιστικά πλαίσια δεν είναι τόσο ανεπτυγμένα όσο άλλων χωρών, η ασύμμετρη πληροφόρηση έχει σαν συνέπεια α) την ενίσχυση της τάσης προς τον δανεισμό και όχι προς την επένδυση π.χ. μέσω των χρηματαγορών καθώς είναι γνωστό ότι στην περίπτωση λύσης μιας εταιρίας, αποζημιώνονται πρώτα οι πιστωτές και μετά οι μέτοχοι, β) την προτίμηση των δανειακών συμβάσεων παρά την αγορά ομολόγων καθώς η επιλογή του ομολόγου απαιτεί την

απαραίτητη πληροφόρηση καθώς και την βαθμολόγηση από εταιρία πιστοληπτικής διαβάθμισης, γ) την ενίσχυση του βραχυπρόθεσμου δανεισμού εκ μέρους των τραπεζών καθώς έτσι καλλιεργείται μια σχέση εμπιστοσύνης μεταξύ των δύο αντισυμβαλλομένων, μειώνοντας τον κίνδυνο της αντίθετης επιλογής και δ) την παροχή δανεισμού με την εγγύηση εμπράγματης ασφάλειας.

Όμως οι τράπεζες δεν λειτουργούν μόνο σαν διαμεσολαβητές μεταξύ ελλειμματικών και πλεονασματικών μονάδων αλλά και σαν επενδυτές που αναλαμβάνουν ρίσκα. Ο απλός καταθέτης που δίνει τα χρήματα του στην τράπεζα για να πάρει μια απόδοση δεν μπορεί να έχει την πληροφόρηση για το που τελικά θα τα επενδύσει ή θα τα δανείσει η τράπεζα. Στην περίπτωση που κάποιος σεβαστός αριθμός δανείων δεν αποπληρωθούν στην τράπεζα, τότε η αξία της τράπεζας θα μειωθεί και αυτό θα έχει σαν συνέπεια την κατάρρευση της. Το παραπάνω σενάριο ενθαρρύνει τις τράπεζες για συνετή λήψη ρίσκων αλλά και μια σειρά άλλων μέτρων από την πλευρά των κυβερνήσεων καθώς δεν γίνεται οι καταθέσεις επενδυτών να κρίνονται από την ανάληψη ρίσκων ενός manager. Τέτοιου είδους μέτρα είναι π.χ. η εγγύηση ενός ύψους καταθέσεων από το κράτος και η ύπαρξη ενός οργανισμού (κεντρική Τράπεζα) ο οποίος μέσα σε ένα σωστά καθορισμένο πλαίσιο θα ορίζει, θα θέτει και θα ελέγχει τις κινήσεις των τραπεζών σε σχέση με τα ρίσκα που αναλαμβάνουν.

Παρατηρούμε λοιπόν ότι η ύπαρξη κανόνων και νόμων είναι απαραίτητη προϋπόθεση ούτως ώστε να προστατευτεί το οικονομικό σύστημα από τα προβλήματα που το περιβάλλουν αλλά και να ενισχύσει τους παράγοντες που απαιτούνται για την οικονομική ανάπτυξη της. Συνέπεια αυτών είναι και η τόνωση των χρηματαγορών, λόγω της εμπιστοσύνης που θα εμπνέει το νομικό πλαίσιο, καθώς και η συμμετοχή και εισαγωγή σημαντικών κεφαλαίων από A/K, private equity funds κ.α. που αναφέρονται σαν Θεσμικοί επενδυτές. Η συμμετοχή αυτών των επενδυτών στις αγορές τονώνει τόσο την πρωτογενή αγορά όσο και την δευτερογενή λόγω της υψηλής ρευστότητας που κατέχουν. Οι βασικότεροι λόγοι ύπαρξης όμως αυτών των κεφαλαίων είναι η δυνατότητα τους να αγοράζουν μεγάλες ποσότητες μετοχών με μικρότερο κόστος, η στενή συνεργασία που καλλιεργούν με επενδυτικές τράπεζες και οργανισμούς αντλώντας σημαντική πληροφόρηση και τέλος η ικανότητα τους στο να αναλαμβάνουν σημαντικούς ρόλους στην εταιρική διακυβέρνηση εταιριών.

Όσον αφορά την εταιρική διακυβέρνηση των εταιριών, διχάζονται οι απόψεις για το κατά πόσο διοικείται πιο αποτελεσματικά ένα συγκρότημα επιχειρήσεων (όμιλος) παρά μια ξεχωριστή εταιρία με συγκεκριμένη δραστηριότητα. Τα θετικά ύπαρξης των επιχειρηματικών

συγκροτημάτων είναι σίγουρα η προσωπική ικανοποίηση των ιδιοκτητών, η πολιτική επιρροή που ασκούν λόγω της δύναμης τους, η πολυπλοκότητα πλέον των επιχειρήσεων έχοντας έυφορο έδαφος για εξαπάτηση επενδυτών κτλ., δυνατότητα ελαχιστοποίησης κόστους και τέλος η εσωτερική χρηματοδότηση των εταιριών. Τα δεδομένα όμως έδειξαν ότι το πρόβλημα της μη επαρκούς γνώσης σε όλες τις δραστηριότητες της επιχείρησης από ένα πρόσωπο και η μη αποτελεσματική μεταφορά χρημάτων μέσω θυγατρικών εταιριών καθιστούσαν την λειτουργία τέτοιου είδους εταιριών μη βιώσιμη πλην ελαχίστων εξαιρέσεων. Οι εξωτερικές αγορές χρήματος, όπως οι τράπεζες, δεν έχουν σκοπό την αποδυνάμωση επιχειρήσεων, όπως γινόταν στις παραπάνω θυγατρικές, ούτε την χρηματοδότηση για σπάταλες κινήσεις εκ μέρους των διοικήσεων. Οι τράπεζες προσπαθούν να χρηματοδοτήσουν επενδυτικά σχέδια με εσωτερικό συντελεστή απόδοσης μεγαλύτερο του κόστους κεφαλαίου, γεγονός που δεν έπρατταν πολλές άλλες επιχειρήσεις αναλαμβάνοντας έτσι μεγαλύτερα ρίσκα. Αξίζει όμως να σημειωθεί ότι μια εταιρία με την ίδια ακριβώς δομή θα μπορούσε πιθανώς να λειτουργήσει πλήρως αποτελεσματικά σε κάποιο άλλο κράτος που θα χαρακτηριζόταν από αυστηρότερο θεσμικό πλαίσιο και κανόνες.

Συνοψίζοντας τα παραπάνω, εύκολα γίνεται αντιληπτή η ανάγκη της αποτελεσματικής πληροφόρησης προς τους εν δυνάμει επενδυτές ούτως ώστε να ενισχύεται τόσο το οικονομικό σύστημα γενικότερα όσο και οι κεφαλαιαγορές. Καθίσταται λοιπόν απαραίτητη η δημοσίευση λεπτομερειακών στοιχείων εκ μέρους των εταιριών για την οικονομική τους κατάσταση καθώς και η τήρηση ανεξάρτητης λογιστικής. Όταν τηρούνται από όλες τις επιχειρήσεις τα σωστά λογιστικά πρότυπα, αποφεύγεται η περίπτωση καλλωπισμού των οικονομικών καταστάσεων εκ μέρους των εταιριών και παρουσιάζεται η πραγματική εικόνα της.

Σημαντικό μερίδιο στην ενημέρωση των επενδυτών έχουν και οι εταιρίες πιστοληπτικής διαβάθμισης, οι οποίες διακρίνονται σε δύο κατηγορίες. Σε εκείνες που βαθμολογούν αξιόγραφα σύμφωνα με τα επίσημα δημοσιευμένα στοιχεία των εταιριών και σε εκείνες που χρησιμοποιούν και περαιτέρω πληροφόρηση από ανεπιβεβαίωτες πηγές. Τέλος, οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές παίζουν έναν επίσης σημαντικό ρόλο στην εξαγωγή συμπερασμάτων όπως επίσης και ο χρηματοοικονομικός τύπος όπου λόγω του ανταγωνισμού μεταξύ των συγκεκριμένων μέσων, οι επενδυτές βγαίνουν αναμφισβήτητα κερδισμένοι.

Λαμβάνοντας υπόψιν τα παραπάνω καταλήγουμε ότι οι βασικοί λόγοι ύπαρξης των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων είναι κυρίως α)η ικανότητα τους να ελέγχουν και να παρακολουθούν τους δανειζόμενους, μειώνοντας έτσι τον πιστωτικό κίνδυνο, β)η ικανότητα

τους να παράγουν αποτελεσματική πληροφόρηση έτσι ώστε να διοχετεύονται με σωστό τρόπο τα κεφάλαια και να μην σπαταλάται κόστος πληροφόρησης τόσο από τους δανειζόμενους όσο και από τους δανειστές όπως γίνεται στην περίπτωση της άμεσης χρηματοδότησης και γ) η ικανότητα τους να μετασχηματίζουν την ρευστότητα. Συγκεκριμένα, η τράπεζα έχει την ικανότητα να έχει από την μεριά του παθητικού μια υποχρέωση που χαρακτηρίζεται από υψηλή ρευστότητα και χαμηλό ρίσκο (όπως είναι μια κατάθεση) και η οποία μετασχηματίζεται σε μια απαίτηση στο ενεργητικό που έχει μικρή ρευστότητα και μεγαλύτερο κίνδυνο (όπως ένα δάνειο).

Συνοψίζοντας τα παραπάνω, τα θετικά που παρέχει το χρηματοπιστωτικό σύστημα είναι η μείωση τους κόστους συναλλαγών λόγω των οικονομιών κλίμακας και φάσματος, η απλούστευση διαδικασίας δανεισμού από τις τράπεζες, η προσφορά χαμηλότερων επιτοκίων δανεισμού σε σχέση με την άμεση χρηματοδότηση, όπως επίσης και το γεγονός ότι οι τράπεζες είναι ικανές να δανείζουν μεγάλα ποσά. Ουσιαστικά επιτυγχάνεται αποτελεσματικότερη διανομή των κεφαλαίων σε μια οικονομία, με τις τράπεζες να έχουν την δυνατότητα να αναλάβουν μεγαλύτερα ρίσκα απ' ό,τι μεμονωμένος επενδυτής για την χρηματοδότηση υψηλού ρίσκου επενδύσεων, οι οποίες όμως εάν επιτύχουν θα είναι ικανές να προσφέρουν σημαντικά οφέλη στην οικονομία.

Έχοντας αναλύσει τις παραπάνω έννοιες, είναι πιο εύκολο να αντιληφθούμε ότι οι χρηματοοικονομικές κρίσεις συμβαίνουν όταν υπάρχει μια αποδιοργάνωση στο σύστημα η οποία με την σειρά της μεγεθύνει το πρόβλημα της αντίθετης επιλογής και του ηθικού κινδύνου με συνέπεια την μη διοχέτευση κεφαλαίων από τους έχοντες στους μη έχοντες και τέλος η οικονομία να οδεύει προς ύφεση.

Μελετώντας τις χρηματοοικονομικές κρίσεις, παρατηρούμε ότι οι κύριοι παράγοντες που μπορούν να πυροδοτήσουν μια κρίση είναι α) η αύξηση των επιτοκίων, β) η αύξηση της αβεβαιότητας η οποία καθιστά πιο δύσκολη την διάκριση του καλού δανειζόμενου από του κακού με συνέπεια την μείωση των δανειοδοτήσεων, γ) την αλλοίωση του ισολογισμού των επιχειρήσεων λόγω πληθωρισμού ή λόγω κάποιου άλλου παράγοντα με συνέπεια τον επηρεασμό της καθαρής θέσης της επιχείρησης ή των ταμειακών ροών της, καθιστώντας την πλέον επισφαλή για δανεισμό και τέλος δ) τελευταίος παράγοντας ο οποίος μπορεί να πυροδοτήσει χρηματοοικονομική κρίση είναι πιθανά προβλήματα στον τραπεζικό κλάδο. Εάν κάποια τράπεζα αντιμετωπίσει κάποιο σημαντικό πρόβλημα λόγω λάθος χειρισμών θα προκαλέσει domino εξελίξεων καθώς όλοι οι καταθέτες θα σπεύσουν να αποσύρουν τις

καταθέσει τους διαχέοντας πλέον το πρόβλημα σε όλες τις υπόλοιπες τράπεζες λόγω του «τραπεζικού πανικού», το οποίο αποτελεί και χαρακτηριστικό παράδειγμα ασύμμετρης πληροφόρησης.

Κεφάλαιο II

Θεσμικό Πλαίσιο^{4,5}

Για να υπάρχει οικονομική ευημερία σε μια κοινωνία, γεγονός που εκφράζεται μέσω της οικονομικής ανάπτυξης της χώρας, είναι απαραίτητη η ύπαρξη ενός αποτελεσματικού και σωστά δομημένου χρηματοοικονομικού συστήματος το οποίο θα είναι σε θέση να μεταφέρει τους απαραίτητους πόρους από τις πλεονασματικές μονάδες στις ελλειμματικές. Για να συμβεί όμως αυτό κρίνεται απαραίτητη η ύπαρξη ενός τέτοιου νομικού –ρυθμιστικού πλαισίου το οποίο θα προστατεύει και θα οχυρώνει τους συμμετέχοντες στο σύστημα.

Το θεσμικό πλαίσιο που καταρτίζεται μέσω νομοθεσίας χρησιμεύει κυρίως στην αποσαφήνιση και στην ρύθμιση θεμάτων που έχουν να κάνουν τόσο με περιουσιακά δικαιώματα όσο και με συμβάσεις, θέματα εμπορικού δικαίου (υποχρεώσεις και δικαιώματα επιχειρήσεων) και εξειδικευμένα θέματα περιφρούρησης των κεφαλαιαγορών και των χρηματαγορών καθώς και των συμμετεχόντων σε αυτές.

Απαραίτητη προϋπόθεση όμως για την εγκαθίδρυση και την ισχύ του νομικού πλαισίου είναι η σαφής ισχύς του γράμματος του νόμου, δηλαδή η ισονομία μεταξύ των πολιτών, χωρίς διακρίσεις . Φυσικά το γράμμα του νόμου δεν ασκείται σε κάθε κοινωνία στον ίδιο βαθμό. Όταν όμως επιτυγχάνεται η ουσιαστική άσκηση του, το αίσθημα ασφάλειας και εμπιστοσύνης προσδίδει στο σύστημα τις προϋποθέσεις εκείνες για την ουσιαστική ανάπτυξη του .

Αναμφίβολα, η μη ύπαρξη των νομικών δικλίδων δημιουργεί τις προϋποθέσεις για την εμφάνιση κρουσμάτων διαφθοράς η οποία σε μια κοινωνία τροφοδοτείται από τις αλληλεπιδράσεις του ιδιωτικού και του δημοσίου τομέα. Σε τέτοιου είδους περιπτώσεις, το γράμμα του νόμου υποθάλπτεται και η μη ύπαρξη εμπιστοσύνης προκαλεί στις οικονομίες δυσλειτουργίες με συνέπεια την απαξίωση και την συρρίκνωση.

4. David O. Beim, Charles W. Calomiris, *Emerging Financial Markets*

5. Shelagh Heffernan, *Modern Banking*

Όσο όμως οι εποχές αλλάζουν και ο κόσμος εκσυγχρονίζεται, οι κυβερνήσεις αναπτυσσομένων χωρών αντιλαμβάνονται όλο και περισσότερο ότι η οικονομική εξέλιξη είναι μονόδρομος για την επιβίωση και βασικός παράγοντας της είναι η θέσπιση κανόνων και νόμων για την προσέλκυση κεφαλαίων.

Όταν σε μια οικονομία επικρατεί διαφθορά και ο επενδυτής δεν προστατεύεται, είναι λογικό να μην επιθυμεί να επενδύσει τα κεφάλαια του, αποφεύγοντας έτσι τον πιθανό κίνδυνο.

Βασικός, λοιπόν, πυλώνας του νομικού συστήματος που διέπει τις οικονομίες είναι η προστασία των μετόχων, δηλαδή των κατόχων μεριδίων σε επιχειρήσεις. Η μετοχή μιας εταιρίας στα χέρια του μετόχου, αυτομάτως μεταφράζεται σαν μια σειρά δικαιωμάτων προς αυτόν τα οποία το νομικό σύστημα πρέπει να περιφρουρεί. Συγκεκριμένα, η πιο σημαντική προστασία του μετόχου είναι η πρόσβαση του σε ουσιώδη πληροφόρηση. Για να αγοράσει κάποιος ή να πωλήσει μετοχές ή να διατηρήσει την υπάρχουσα θέση του πρέπει να είναι σε θέση να ελέγξει την πορεία της εταιρίας και της διοίκησης μελετώντας ουσιώδεις πληροφορίες των οικονομικών καταστάσεων. Δεύτερον, οι μέτοχοι πρέπει να προστατεύονται από τις ανομίες είτε αυτό σημαίνει μη δημοσιοποίηση σημαντικών πληροφοριών, είτε δημοσίευση λανθασμένων ή παραπλανητικών στοιχείων, είτε άσκηση κερδοσκοπίας εκ μέρους των διοικήσεων λόγω εσωτερικής πληροφόρησης είτε χειραγώγηση μετόχων. Δεν είναι λίγες οι περιπτώσεις που ολόκληρα κράτη έχουν πέσει σε ακυβερνησία λόγω μεγάλων ανομιών οι οποίες εξελίχτηκαν σε χιονοστιβάδες υπό την ανέχεια του κράτους και την μη διάθεση τους να θέσουν ένα αυστηρό κλίμα το οποίο να μην επιτρέπει τέτοιες πρακτικές.

Τέλος, όταν οι μέτοχοι – ιδιοκτήτες διαφωνούν με τις επιλογές της διοίκησης έχουν δύο τρόπους αντίδρασης. Είτε να ψηφίσουν στην γενική συνέλευση την αλλαγή της διοίκησης είτε να πουλήσουν τις μετοχές και ταυτόχρονα την συμμετοχή τους σε αυτήν. Και οι δύο όμως αυτές κινήσεις απαιτούν την ύπαρξη του απαραίτητου νομικού πλαισίου καθώς υπάρχουν πολλές παράμετροι που πρέπει να περιφρουρούνται σχετικά με την ψήφιση, τις συνθήκες ψήφισης του Δ.Σ., το θέμα της αντιπροσώπευσης των μετόχων στις εκλογές, καθώς και ο τρόπος εκλογής των στελεχών.

Δεύτερο σημαντικό κεφάλαιο του νομικού συστήματος είναι η προστασία των πιστωτών η οποία διαφέρει από εκείνη του μετόχου καθώς στην πρώτη ο δανειζόμενος έχει δεσμευτεί την παροχή συγκεκριμένων ταμειακών ροών στον δανειστή. Επιλογή του δανειστή για προστασία του από τυχόν αθέτηση της υποχρέωσης είναι η ασφάλιση του μέσω κάποιας εξασφάλισης

(collateral). Η εξασφάλιση μπορεί να είναι από ρευστά διαθέσιμα, μέχρι μετοχές ή μηχανήματα και έτσι περιορίζεται το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης και του πιστωτικού κινδύνου. Όμως και αυτή η επιλογή των δύο αντισυμβαλλομένων δεν θα μπορούσε να έχει ισχυρή ισχύ εάν δεν υπάρχει το κατάλληλο νομικό υπόβαθρο. Τα περιουσιακά δικαιώματα που χρησιμοποιούνται σαν εξασφάλιση πρέπει να καθορίζονται με σαφήνεια. Ακόμα και αυτό να ισχύει πρέπει να εξασφαλιστεί ο έλεγχος μιας σειράς άλλων πιθανών περιορισμών όπως π.χ. ένα συγκεκριμένο δικαίωμα να χρησιμοποιείτε σαν εχέγγυο και για κάποιο άλλο δάνειο.

Τέλος, είναι απαραίτητο να αναφέρουμε ότι στην περίπτωση που κάποια επιχείρηση αδυνατεί να εξοφλήσει χρέη της, υπάρχουν δύο επιλογές. Η πρώτη επιλογή είναι η επαναδιαπραγμάτευση του χρέους της και η δεύτερη, η επιλογή της πτώχευσης/ χρεοκοπίας η οποία αποτελεί μια καθαρά νομική διαδικασία. Η διαδικασία πτώχευσης μιας εταιρίας οδηγεί είτε στην ρευστοποίηση των μη βιώσιμων επιχειρήσεων (οι εταιρίες αυτές δεν έχουν θετικές ταμειακές ροές και δεν υπάρχει ελπίδα εξισορόπησης τους, μη μπορώντας να καλύψουν τις υποχρεώσεις τους), είτε στον επανασχεδιασμό τους όπου αφορά τις εταιρίες οι οποίες μπορούν να δημιουργήσουν θετικές ταμειακές ροές αλλά όχι τόσες που να καλύψουν τις υποχρεώσεις τους. Στην πρώτη περίπτωση τα περιουσιακά στοιχεία πωλούνται, οι απαιτήσεις τρίτων παραγράφονται και η επιχείρηση σταματά την δραστηριότητα της. Στον επανασχεδιασμό, οι μέτοχοι παραδέχονται την ζημιά της εταιρίας και ανταλλάζουν τα δικαιώματα τους με άλλα μικρότερης αξίας.

Γενικότερα όμως πρέπει να υπάρχει ισορροπία μεταξύ προστασίας των πιστωτών και της προστασίας των βιώσιμων επιχειρήσεων έτσι ώστε τα δικαιώματα και των δύο να μην καταπατούνται. Άλλα συστήματα προωθούν περισσότερο την προστασία των επιχειρήσεων με συνέπεια να καταφεύγουν εύκολα στην πτώχευση. Έτσι ο δανεισμός εκ μέρους των τραπεζών ελαχιστοποιείται και συνέπεια αυτού είναι η οικονομική συρρίκνωση. Άλλα συστήματα ευνοούν συντριπτικά τους πιστωτές με συνέπεια την εύκολη λύση επιχειρήσεων που δεν μπορούν να καλύψουν έστω και μικρές υποχρεώσεις.

Συνοψίζοντας, πολλές έρευνες αλλά και ζωντανά παραδείγματα αναπτυσσόμενων χωρών έχουν δείξει ότι η ισχυρή θωράκιση του νομικού πλαισίου των χρηματοοικονομικών συστημάτων είχε άμεση συνέπεια τόσο την αύξηση του ΑΕΠ, όσο και την αύξηση των επενδυτικών κεφαλαίων στα Χρηματιστήρια, την δραστηριοποίηση νέων επιχειρήσεων στις χώρες αυτές καθώς και την αύξηση των δημόσιων εγγραφών.

Χώρες που δίνουν μεγάλη σημασία στην προστασία των μετόχων έχουν ισχυρές χρηματαγορές και μεγαλύτερο έλεγχο στις εταιρικές λειτουργίες. Χώρες που δίνουν μεγαλύτερη έμφαση στην προστασία των πιστωτών, έχουν ισχυρό τραπεζικό σύστημα και ο εσωτερικός έλεγχος επιτηρεί τις λειτουργίες της διοίκησης. Χώρες όμως που δεν ακολουθούν τις παραπάνω τακτικές είναι καταδικασμένες να έχουν απογοητευμένους επενδυτές, εταιρικές δυσλειτουργίες και μη λειτουργική κατανομή των διαθέσιμων πόρων.

Οικονομική Συρρίκνωση και Ανάπτυξη⁶

Στις σύγχρονες οικονομίες, την ουσιαστική οικονομική ανάπτυξη την αντιλαμβανόμαστε σαν την απομάκρυνση από τις κυβερνητικά κατευθυνόμενες αγορές προς την καθιέρωση ελεύθερων, δημοκρατικών αγορών, γεγονός το οποίο δεν επιτυγχάνεται από την μια στιγμή στην άλλη, αλλά απαιτείται συνεχής προσπάθεια μέσα στα πλαίσια μιας χρονοβόρου διαδικασίας. Αναμφίβολα, αυτού του είδους η οικονομική ανάπτυξη, αναγνωρίζεται σαν στόχος από όλες τις οικονομίες αλλά προφανώς δεν είναι εύκολο να επιτευχθεί καθώς απαιτείται η ύπαρξη κάποιων θεμελιωδών αξιών, όπως το γράμμα του νόμου και γενικότερα η εγκαθίδρυση πραγματικών δημοκρατικών πολιτευμάτων. Πολλές είναι οι περιπτώσεις ακόμα και σήμερα που κυβερνήσεις κρατών εκμεταλλεύονται τον πλούτο των κρατών τους προς ίδιον όφελος, παρεμποδίζοντας την οικονομική ανάπτυξη. Ανάπτυξη που προκύπτει από την παροχή κινήτρων προς τις παραγωγικές μονάδες για περαιτέρω ελεύθερη άσκηση της παραγωγικής διαδικασίας.

Αναμφίβολα, για να λειτουργήσει αποτελεσματικά μια οικονομία, δεν νοείται πλήρης απάλειψη του ρόλου του κράτους καθώς η παρουσία του είναι αναγκαία ούτως ώστε οι επιχειρήσεις να λειτουργούν μέσα σε ένα πλαίσιο από κανόνες έτσι ώστε να προστατεύονται τα δικαιώματα των συμμετεχόντων στην οικονομία. Για αυτό το λόγο οι ανεπτυγμένες και δημοκρατικές οικονομίες προσπαθούν να διαχωρίζουν τις επιχειρήσεις από την κυβέρνηση καθώς η κάθε πλευρά λειτουργεί με διαφορετική λογική και με διαφορετικούς στόχους. Η ομαλή λειτουργία, με βάση τους παραπάνω άξονες, έχουν σαν συνέπεια μια δυνατή οικονομία με σαφώς οριοθετημένο τον υποστηρικτικό ρόλο του κράτους.

6.Frederic S. Mischkin, *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*

Στα πλαίσια μιας αναπτυσσόμενης χώρας, ο βασικός λόγος ύπαρξης των χρηματοοικονομικών διαμεσολαβητών είναι αφενός η διαφύλαξη του χρήματος και αφετέρου η ύπαρξη των ασφαλών μηχανισμών μεταφοράς κεφαλαίων. Σε μια ανεπτυγμένη όμως οικονομία, το οικονομικό σύστημα περιλαμβάνει πληθώρα άλλων αγορών και υπηρεσιών το οποίο καθιστά εφικτή την μεταφορά κεφαλαίων από τις πλεονασματικές μονάδες, στις ελλειμματικές, είτε άμεσα μέσω των χρηματαγορών-κεφαλαιαγορών, είτε έμμεσα, μέσω των τραπεζών. Όπως προαναφέραμε, απαραίτητη προϋπόθεση για την ομαλή λειτουργία του οικονομικού συστήματος, είναι η ύπαρξη νόμων και κανόνων καθώς η διαμεσολάβηση για να λειτουργήσει στην πράξη, απαιτεί ο επενδυτής να νιώθει ασφαλής όσον αφορά τα δικαιώματά του, για να προβεί στην οποιαδήποτε επενδυτική κίνηση. Εκτός από τους ισχυρούς νόμους και το σωστά θεμελιωμένο κανονιστικό πλαίσιο, απαραίτητο συστατικό για την ομαλή λειτουργία του συστήματος αποτελεί η συνεχής ροή πληροφοριών. Απαραίτητη κρίνεται η συλλογή πληροφοριών τόσο από τις τράπεζες για την αντιμετώπιση ενδεχόμενου πιστωτικού κινδύνου, όσο και από τους επενδυτές για την σωστή τοποθέτηση σε μετοχές, ομόλογα ή άλλα επενδυτικά προϊόντα. Τέλος, σημαντικός παράγοντας για την εύρυθμη λειτουργία του συστήματος αποτελεί η αποτελεσματική εποπτεία των τραπεζών από τις ρυθμιστικές αρχές μέσω της ρύθμισης της ποσότητας του χρήματος και ειδικότερα της ρύθμισης των φόρων στα πιστωτικά ιδρύματα.

Αντιθέτως, οι παράγοντες οι οποίοι μπορεί να επηρεάσουν αρνητικά την ανάπτυξη ή και να καθλώσουν την οικονομία μπορεί να είναι οι εξής:

α) Η επιβολή ανωτάτων ορίων στα επιτόκια καταθέσεων των τραπεζών με σκοπό την αντιμετώπιση του ανταγωνισμού στον κλάδο, την ενίσχυση της κερδοφορίας των τραπεζών και κατά συνέπεια την βιωσιμότητά τους. Πρακτικά όμως, με αυτόν τον τρόπο, οι καταθέσεις μειώνονται καθώς οι επενδυτές επιλέγουν άλλες επιλογές με μεγαλύτερες αποδόσεις, με συνέπεια την μικρότερη άντληση κεφαλαίων και την μικρότερη δανειοδότηση.

β) Η επιβολή υψηλού επιπέδου υποχρεωτικών διαθεσίμων από τις Τράπεζες στην Κεντρική Τράπεζα. Λόγω του ότι οι τράπεζες διαθέτουν τα κεφάλαια αυτά στις κεντρικές τράπεζες με μηδενικό σχεδόν επιτόκιο, οι κυβερνήσεις αντλούν αυτήν την ρευστότητα χωρίς κόστος ενώ οι τράπεζες έχουν διαφυγόντα κέρδη. Συνέπεια αυτού είναι οι τράπεζες να ανεβάζουν το κόστος δανεισμού ή να μειώνουν το επιτόκιο καταθέσεων με συνέπεια να πλήττεται ο απλός πολίτης.

γ)η επιβολή σαφούς κατεύθυνσης των δανειζόμενων κεφαλαίων από την κυβέρνηση. Όταν Κυβερνήσεις κρατικοποιούν τράπεζες, έχουν την άνεση να δανείζουν και να χρηματοδοτούν οποιοδήποτε εκείνες επιθυμούν με συνέπεια την μη ορθολογική άσκηση των καθηκόντων ενός χρηματοπιστωτικού ιδρύματος.

δ)ο πλήρης έλεγχος του τραπεζικού συστήματος από τις Κυβερνήσεις. Όταν συμβαίνει αυτό, οι κυβερνητικές επιλογές για τον χειρισμό των χρηματικών ροών δεν είναι αποτελεσματικές και με μεγάλο ορίζοντα, με συνέπεια την κακή διαχείριση τους και στο τέλος μια πιθανή κρίση προερχόμενη από το ίδιο το χρηματοπιστωτικό σύστημα.

ε)Περιορισμοί στην είσοδο του εγχώριου χρηματοπιστωτικού συστήματος, αλλοδαπών τραπεζών. Κυβερνήσεις θέτουν πολλές φορές περιορισμούς έτσι ώστε να μην δραστηριοποιούνται ξένες τράπεζες στις χώρες τους με συνέπεια την μη ανάπτυξη του συστήματος καθώς η συνύπαρξη των ντόπιων και των αλλοδαπών εταιριών αφενός καλλιεργεί τον ανταγωνισμό και δίνει κίνητρα για βελτίωση του κλάδου και αφετέρου προσφέρει την μεταλαμπάδευση τεχνικών, νέων ιδεών, νέων προϊόντων και τεχνογνωσίας από τις μεν στις δε.

στ)Περιορισμοί των κεφαλαιακών ροών. Πολλές ήταν κατά το παρελθόν οι περιπτώσεις κατά τις οποίες κυβερνήσεις υπέβαλαν περιοριστικούς όρους είτε για την εισαγωγή είτε για την εξαγωγή κεφαλαίων από φόβο μη εξάπλωσης κρίσεων από μεθοδευμένες κινήσεις των εν λόγω κεφαλαίων.

Συνοψίζοντας όλα τα παραπάνω, μπορούμε μεταβάλλοντας τα προβλήματα σε παράγοντες οικονομικής ανάπτυξης να τους συνοψίσουμε ως εξής: σχετικά χαμηλή τήρηση αποθεματικών στις κεντρικές τράπεζες, ύπαρξη θετικών πραγματικών επιτοκίων, ύπαρξη υψηλής ρευστότητας στο σύστημα, υψηλή παροχή πίστωσης στον ιδιωτικό τομέα, ενίσχυση του ρόλου των ιδιωτικών τραπεζών και τέλος, αύξηση της κεφαλαιοποίησης των αγορών μέσω της προσέλκυσης ξένων κεφαλαίων.

Φυσικά, η ύπαρξη οικονομικής ανάπτυξης δεν συνεπάγεται πάντα αύξηση του πλούτου μιας χώρας καθώς παίζουν ρόλο και άλλοι παράγοντες αλλά είναι αναμφισβήτητο ότι πλούτος δεν μπορεί να προκύψει χωρίς την ύπαρξη οικονομικής ανάπτυξης. Από την άλλη πλευρά, πολλές είναι οι έρευνες που πιστοποιούν ότι η ανάπτυξη του χρηματοπιστωτικού τομέα συνεπάγεται και οικονομική ανάπτυξη.

Κρατισμός και Χρηματοοικονομική Απελευθέρωση⁷

Χωρίς αμφιβολία, η απελευθέρωση των αγορών και των χρηματοοικονομικών συστημάτων ανά τον κόσμο, αποτελεί είτε καθεστώς πλέον για πολλές χώρες είτε διακαή πόθο και στόχο για άλλες. Για να αντιληφθεί κανείς όμως το πως οδηγείται κανείς από τον απόλυτο κρατισμό στην προσπάθεια της οικονομικής απελευθέρωσης πρέπει να αντιληφθεί πρώτα ποιο παράγοντες ώθησαν αυτές τις οικονομίες να υπερασπιστούν τον αδιαμφισβήτητο ρόλο του κράτους στους μηχανισμούς των αγορών. Κατά βάση, τρεις ήταν η βασικές τάσεις που ενίσχυσαν την ανάπτυξη του κρατικού μηχανισμού: α) ο σοσιαλισμός και οι απόψεις που πρέσβευε, β) οι αποτυχίες των αγορών (κυρίως κατά την δεκαετία του '30) και γ) ο προστατευτισμός (εναντίωση στο ελεύθερο εμπόριο και τις ελεύθερες ταμειακές ροές).

Είναι γεγονός ότι από την δεκαετία του '30 έως και την δεκαετία του '70 η στροφή προς τον απόλυτο κρατισμό των αγορών, μετά τις κρίσεις που είχαν προκύψει μετά την μεγάλη ύφεση, είναι αδιαμφισβήτητη. Προς το τέλος όμως αυτής της περιόδου, τα σημάδια που συνεπάγεται το συγκεκριμένο καθεστώς, άρχισαν να γίνονται ορατά στο γυμνό μάτι. Η έλλειψη κινήτρων, για την οποία χαρακτηρίζεται η κρατική μηχανή, αποτέλεσε τον βασικό λόγο για μη αποτελεσματική λειτουργία των αγορών. Η διαφθορά και η εξυπηρέτηση συγκεκριμένων μόνο συμφερόντων ήταν φυσικό επόμενο, με τις κρατικές επιχειρήσεις να βυθίζονται πλέον στα διογκωμένα χρέη τους μην μπορώντας να εξορθολογίσουν τις λειτουργίες τους.

Ουσιαστικά, η ανάπτυξη που φαινόταν ότι τα κράτη αυτά σημείωναν δεν ήταν αποτελεσματική. Όπως συμβαίνει και στις επιχειρήσεις, η ανάπτυξη μιας επιχείρησης πρέπει να συνεπάγεται φυσιολογικά και από αύξηση της αξίας των μετοχών. Αντίστοιχα, θα έπρεπε η ανάπτυξη που δημιουργείτο σε αυτές τις χώρες να γυρνάει στους πολίτες, γεγονός που δεν συνέβαινε και αυτό κυρίως λόγω του ότι η τελική πραγματική αξία των επενδύσεων ήταν μικρότερη από την αξία των επενδεδυμένων κεφαλαίων. Με λίγα λόγια, τα χρήματα των πολιτών επενδύονταν σε προγράμματα τα οποία αντί να πραγματοποιήσουν αξία, την κατέστρεφαν, με συνέπεια να μην επιστρέφεται τίποτα στους πολίτες.

Οι λόγοι όμως για τους οποίους οι κρατικές επιχειρήσεις είναι μη αποτελεσματικές είναι κυρίως τέσσερις. Πρώτος και κυριότερος παράγοντας είναι η πληθώρα των αντικειμενικών στόχων.

7. David O. Beim, Charles W. Calomiris, *Emerging Financial Markets*

Σε μια ιδιωτική επιχείρηση, σαφής στόχος είναι η μεγέθυνση της αξίας των μετόχων και αυτό θα προέλθει μέσα από την αποτελεσματική χρήση των διαθέσιμων πόρων.

Αντιθέτως, οι στόχοι μιας κυβέρνησης είναι πολλοί όπως η αντιμετώπιση της ανεργίας, η προώθηση της ανάπτυξης, η περιφρούρηση της εθνικής ασφάλειας κ.α. Προφανώς, στην δεύτερη περίπτωση προκύπτει πρόβλημα ιεράρχησης και αποτελεσματικότητας. Δεύτερος παράγοντας είναι η δομή των αγορών. Η ύπαρξη μονοπωλίων σε μια οικονομία δεν λειτουργεί ευνοϊκά τόσο για τις τιμές των αγαθών όσο και για την παραγωγικότητα των εργαζομένων. Αντιθέτως σε ένα ανταγωνιστικό περιβάλλον, τόσο οι τιμές των αγαθών είναι πιο δίκαιες καθώς και οι εργαζόμενοι δεν εφησυχάζουν καθώς η επιβίωση τους στο εργασιακό περιβάλλον εξαρτάται από την ποιότητα που παράγουν.

Τρίτος παράγοντας είναι τα κίνητρα. Σε μια ιδιωτική επιχείρηση, τα κίνητρα είναι σαφή και υπαρκτά έτσι ώστε οι managers να λειτουργούν προς το συμφέρον της εταιρίας. Αντιθέτως, τα κίνητρα στις δημόσιες επιχειρήσεις έχουν να κάνουν με τις πολιτικές δυνάμεις και με την επιρροή σε διάφορους τομείς της πολιτικής ζωής. Τέλος, σημαντικός παράγοντας της μη αποτελεσματικότητας των κρατικών επιχειρήσεων είναι η ύπαρξη χαλαρών χρηματοδοτικών περιορισμών. Οι ιδιωτικές επιχειρήσεις σταματούν την λειτουργία τους εάν δεν δημιουργούν αξία. Αντιθέτως, οι αντίστοιχες κρατικές έχοντας εύκολη πρόσβαση σε χρηματοδότηση είτε μέσω της φορολογίας είτε μέσω φτηνού δανεισμού, συνεχίζει την λειτουργία μη αποδοτικών επιχειρήσεων.

Η μαζική κίνηση των αγορών από την δεκαετία του '80 προς την ιδιωτικοποίηση και την απελευθέρωση τους, προϋπόθετε την σταδιακή μετάλλαξη των αγορών και των κρατικών επιχειρήσεων προς τον νέο τους χαρακτήρα. Πρώτα απ' όλα είναι απαραίτητο η εγκαθίδρυση δημοκρατικών θεσμών καθώς και ισχυρών κανονιστικών πλαισίων και νόμων. Στην συνέχεια κρίνεται απαραίτητη η επαναδόμηση των επιχειρήσεων έτσι ώστε να είναι εφικτή η διάκριση των περιουσιακών δικαιωμάτων και η επανίδρυση των επιχειρήσεων. Επόμενο βήμα είναι η εισαγωγή του ανταγωνισμού στο οικονομικό σύστημα, η εξάλειψη του φαινομένου επιβολής τιμών από το κράτος και τέλος, η επιβολή μοντέρνας και αποτελεσματικής λογιστικής προς τις επιχειρήσεις.

Πιο συγκεκριμένα, η απελευθέρωση του χρηματοοικονομικού συστήματος θα μπορούσε να ερμηνευτεί ως χαλάρωση των παρακάτω κρατικών παρεμβάσεων: α) έλεγχος των επιτοκίων, β) ελάττωση των υποχρεωτικών διαθεσίμων, γ) ελάττωση επηρεασμού στις τράπεζες για το

που θα δανείζουν, δ) ιδιωτικοποίηση των κρατικών τραπεζών, ε) εισαγωγή ξένων τραπεζών στο σύστημα για τόνωση του ανταγωνισμού και στ) δημιουργία προϋποθέσεων για προσέλκυση επενδύσεων και ταμειακών ροών.

Πρέπει να τονιστεί ότι η χρηματοοικονομική απελευθέρωση επιτυγχάνεται με πιο αργούς ρυθμούς απ' ό,τι η ιδιωτικοποίηση του δημοσίου τομέα καθώς είναι πιο πολύπλοκη διαδικασία, οι πολιτικοί είναι απρόθυμοι να παραδώσουν την εξουσία πάνω του καθώς τους δίνει μεγαλύτερη δύναμη από την ιδιοκτησία επιχειρήσεων και τέλος γιατί υφίστανται ανησυχίες ότι η χρηματοπιστωτική απελευθέρωση θα προκαλέσει αποσταθεροποίηση (μη επόπτευση δανείων των τραπεζών, αποδυνάμωση εγχώριων τραπεζών από τον εισαγόμενο ανταγωνισμό, κυριαρχία τραπεζών χρησιμοποιώντας τα κεφάλαια για την ενδυνάμωση τους κ.α).

Αξίζει όμως να υπογραμμιστεί και πάλι ότι για να λειτουργήσει αποτελεσματικά η απελευθέρωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος απαιτείται ισχυρό νομικό πλαίσιο και ισχυρή ισχύς του γράμματος του νόμου γιατί αλλιώς η προσπάθεια θα καταρρεύσει όπως συνέβη και σε μεγάλες οικονομίες στο πρόσφατο παρελθόν (Ρωσία).

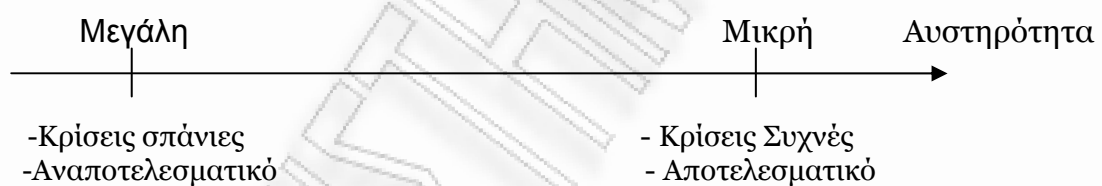
Αναμφισβήτητη η ανάπτυξη και η απελευθέρωση του χρηματοοικονομικού συστήματος κρίνεται απαραίτητη προϋπόθεση για την επίτευξη οικονομικής ανάπτυξης. Στις περισσότερες όμως των περιπτώσεων η μετάβαση από το ένα καθεστώς στο άλλο, ήταν ιδιαίτερα επίπονη με χαρακτηριστικό παράδειγμα τα κομμουνιστικά κράτη. Το ιδιαίτερο με ένα σωστά ανεπτυγμένο χρηματοοικονομικό σύστημα είναι ότι ο ρόλος μιας τράπεζας δεν είναι να συγκεντρώνει απλώς καταθέσεις αλλά και να διακρίνει αποτελεσματικά ποιες επιχειρήσεις μπορούν να δημιουργήσουν προστιθέμενη αξία και αυτές τελικά να χρηματοδοτήσει. Αντιθέτως, όταν αυτή η απόφαση λαμβάνεται από κρατικά χέρια, η διάκριση δεν είναι εύκολη καθώς υπεισέρχονται πολλοί παράπλευροι παράγοντες. Είναι εξίσου σημαντικό, το γεγονός ότι οι τράπεζες μετά την οποιαδήποτε επένδυση, παρακολουθούν την πορεία της, και με τον έλεγχο των μετόχων της, λαμβάνουν χρήσιμα συμπεράσματα και καρπώνονται τα αποτελέσματα της.

Σε άλλες περιπτώσεις, παρά το γεγονός ότι έγιναν όλες οι απαραίτητες κινήσεις για την ομαλή απελευθέρωση των συστημάτων, η εξέλιξη δεν ήταν ομαλή καθώς οι κυβερνήσεις επηρέαζαν και διοχέτευαν δάνεια επιλεκτικά με συνέπεια να δημιουργείται στην πορεία ένας τεράστιος

όγκος μη εξυπηρετούμενων δανείων και η καταστροφή τεράστιας αξίας με συνέπεια την κατάρρευση.

Συμπερασματικά, μια χώρα αναπτύσσεται όταν οι επενδύσεις που γίνονται σε αυτήν αποφέρουν αποδόσεις τέτοιες που να καλύπτεται το κόστος κεφαλαίου της επένδυσης. Φυσικά, για να λειτουργήσει αποτελεσματικά μια οικονομία πρέπει οι αποφάσεις να συγκλίνουν στην χρυσή τομή μεταξύ της απόλυτης κρατικής παρέμβασης και της πλήρους απελευθέρωσης του συστήματος. Η τομή αυτή δεν είναι ευκρινής και φυσικά δεν είναι για όλες τις περιπτώσεις η ίδια. Είναι σίγουρο πάντως ότι είναι απαραίτητη η ύπαρξη νομοθεσίας και κανονιστικού, η εγγύηση των καταθέσεων από τις κυβερνήσεις, η παροχή πλήρους και αποτελεσματικής πληροφόρησης και φυσικά η ύπαρξη λογιστικών προτύπων τέτοιων που να δημιουργούνται οι προϋποθέσεις για την εισαγωγή κεφαλαίων στην χώρα από ξένους επενδυτές. Η ιστορία έχει δείξει ότι οι παραπάνω προϋποθέσεις είναι απαραίτητες για να αποδειχτεί ένα οικονομικό σύστημα επιτυχημένο.

Θεσμικό πλαίσιο – Αναζητώντας την χρυσή τομή*



* Σημειώσεις Καθ. Α. Αντζουλιάτου, Χρηματ/κό σύστημα, Δομή- Θεσμικό Πλαίσιο- Ανταγωνισμός

Κεφάλαιο III

Αποτίμηση Τραπεζών^{8,9}

Όπως ισχύει για κάθε επιχείρηση, έτσι και για τις τράπεζες, ο υπολογισμός της καθαρής της θέσης προκύπτει όταν από το ενεργητικό αφαιρεθούν οι υποχρεώσεις της. Φυσικά, όταν αναφερόμαστε σε τράπεζες, το ενεργητικό της αποτελείται κυρίως από δάνεια που έχει χορηγήσει το ίδρυμα είτε σε επιχειρήσεις, νοικοκυριά ή και στο κράτος, ενώ οι υποχρεώσεις περιλαμβάνουν κυρίως τις καταθέσεις των πλεονασματικών μονάδων της οικονομίας.

Όσον αφορά τον υπολογισμό του ενεργητικού, σκεπτόμενοι ότι πάντα υπάρχει πιθανότητα μη εκπλήρωσης των υποχρεώσεων εκ μέρους μερίδας των δανειοληπτών, ο κίνδυνος ζημιάς από την αθέτηση αυτή είναι υπαρκτός, συνεπώς ο υπολογισμός του ενεργητικού καθίσταται σημαντικό θέμα για την ορθή αποτίμηση της καθαρής θέσης της τράπεζας.

Η μέθοδος με την οποία αποτιμώνται οι τράπεζες καθορίζεται πάντοτε από τους κανόνες και τους περιορισμούς που θέτουν οι ρυθμιστικές αρχές του εκάστοτε κράτους. Η επικρατούσα μέθοδος για την αποτίμηση των δανείων και των καταθέσεων είναι η αποτίμηση των παραπάνω λογαριασμών στις ιστορικές τους τιμές, δηλαδή στην λογιστική τους αξία και όχι στην τρέχουσα αξία, διότι οργανωμένες αγορές από τις οποίες θα μπορούσαν να αντληθούν οι τρέχουσες αξίες υπάρχουν μόνο για συγκεκριμένα προϊόντα τα οποία όμως στην προκειμένη περίπτωση, αποτελούν πολύ μικρό μέρος των τραπεζικών ισολογισμών. Τόσο οι καταθέσεις, από πλευράς παθητικού, τόσο τα δάνεια, από το ενεργητικό, επηρεάζονται από τις μεταβολές του επιπέδου των επιτοκίων. Ο υπολογισμός όμως των παραπάνω μεταβολών σε καθημερινό επίπεδο συνεπάγεται αφενός σημαντικό κόστος για την τράπεζα αφετέρου ένα μεγάλο μέρος των παραπάνω συμβάσεων αφορούν δάνεια και καταθέσεις με σταθερές πληρωμές σε συγκεκριμένες ημερομηνίες καταβολής των.

Παρόλαυτά, τρέχουσες αξίες θα μπορούσαν να χρησιμοποιούν για την αποτίμηση αξιογράφων όπως μετοχές ή ομόλογα καθώς για αυτά τα αξιόγραφα λειτουργούν οργανωμένες και αποτελεσματικές αγορές, δηλαδή αγορές που χαρακτηρίζονται από βάθος και υψηλή ρευστότητα.

8. Carl- Johan Lindgren, G.Garcia, Matthew I. Sall, Bank Soundness and Macroeconomic Policy

9. Performance measurement for Financial Institutions, Ernst & Young edition

Επιπλέον επιλογή για την ορθή αποτύπωση του ενεργητικού μιας τράπεζας είναι η κατάταξη και η αποτίμηση των δανείων ανάλογα με την πιθανότητα της συνεπούς ή μη, αποπληρωμής τους από τον δανειολήπτη. Η αποτύπωση μιας πρόβλεψης στις οικονομικές καταστάσεις, διαφέρει από χώρα σε χώρα και από το ένα οικονομικό σύστημα στο άλλο. Για παράδειγμα στην Γερμανία, η πρόβλεψη για επισφαλή δάνεια αφαιρείται από τον λογαριασμό των δανείων και από την μεριά του Παθητικού αφαιρείται από την καθαρή θέση επηρεάζοντας έτσι την καθαρή αξία της επιχείρησης. Σύμφωνα με την επικρατούσα άποψη, οι τράπεζες θα έπρεπε να συντηρούν έναν αποθεματικό λογαριασμό για κάλυψη των πιθανών ζημιών από μη εξυπηρετούμενα δάνεια έτσι ώστε να μην επηρεάζεται η καθαρή θέση της τράπεζας και να μπορεί να ανταποκρίνεται σε έκτακτες καταστάσεις. Στην Αγγλία και στις ΗΠΑ, οι προβλέψεις για επισφαλή ή μη εξυπηρετούμενα δάνεια δεν αποτυπώνονται με τον ίδιο τρόπο όπως στην Γερμανία αλλά απλώς αναφέρονται σε συγκεκριμένο λογαριασμό, το οποίο ποσό όμως δεν μειώνει την καθαρή θέση της εταιρίας.

Αποτιμώντας την πρώτη μέθοδο αποτύπωσης των προβλέψεων, παρατηρούμε ότι με αυτόν τον τρόπο η εταιρία δεν υπερτιμολογεί τα δάνεια της, συνεπώς και τους τόκους της με συνέπεια να παρουσιάζει μικρότερα κέρδη και άρα να πληρώνει λιγότερο φόρο και μικρότερο ποσό σε μερίσματα.

Εκτός όμως από τα δάνεια και τις καταθέσεις, οι τράπεζες έχουν στον ισολογισμό τους και προϊόντα σταθερού εισοδήματος είτε που έχουν εκδώσει οι ίδιες είτε που έχουν αγοράσει από άλλη πηγή. Όσον αφορά τα πρώτα, τα οποία αποτελούν υποχρέωση της τράπεζας, σε περίπτωση που τα επιτόκια αυξηθούν, αυτό θα έχει σαν συνέπεια η τιμή των ομολόγων να μειωθεί, άρα οι υποχρεώσεις να μειωθούν και τα καθαρά κέρδη να αυξηθούν με συνέπεια την αύξηση του φόρου και του μερίσματος. Αντίθετα αποτελέσματα υπάρχουν σε αντίθετη κίνηση του επιπέδου των επιτοκίων. Εάν όμως το ομόλογο διακρατηθεί έως την ωρίμανση του, το ποσό που θα καταβληθεί θα είναι η ονομαστική του αξία. Στην συγκεκριμένη περίπτωση είναι προτιμότερο τα αξιόγραφα αυτά να αποτιμώνται στην ονομαστική τους αξία και όχι στην τρέχουσα.

Όσον αφορά τα αξιόγραφα τα οποία κατέχει η εταιρία στο ενεργητικό της, συνήθως το ίδρυμα τα αποτιμά με κριτήριο την διάρκεια και τον σκοπό διακράτησης τους. Εάν ο σκοπός κατοχής των αξιογράφων είναι επενδυτικός, δηλαδή η εταιρία έχει σκοπό να τα διατηρήσει στο επενδυτικό της χαρτοφυλάκιο χωρίς να τα ρευστοποιήσει άμεσα, τότε αυτά αποτιμώνται στην λογιστική τους αξία. Αντίθετα, εάν ο σκοπός είναι καθαρά κερδοσκοπικός, τότε αυτά

μπορούν να αποτιμηθούν με την τρέχουσα αξία τους όπως αυτή καθορίζεται από τις οργανωμένες αγορές.

Εύκολα γίνεται αντιληπτό ότι πολλοί είναι οι παράγοντες που υπεισέρχονται για την αποτίμηση της αξίας μιας τράπεζας με συνέπεια να προκύπτουν δυσκολίες. Όσον αφορά τα δάνεια, βασικότερο πρόβλημα είναι το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης. Η τράπεζα δυσκολεύεται να αποτιμήσει την πραγματική αξία των δανείων της καθώς είναι δύσκολο να ξεχωρίσει τους φερέγγυους από τους μη. Ο δανειολήπτης πάντα γνωρίζει κατά πόσον μπορεί να εξοφλήσει μια υποχρέωση που έχει αναλάβει ενώ ο δανειστής πάντα το αντιλαμβάνεται στην πορεία.

Άλλη δυσκολία που έχουν οι τράπεζες είναι η σωστή και ρεαλιστική αποτίμηση των μη τραπεζικών εργασιών τους καθώς πολλές φορές μπορεί να αντιπροσωπεύουν ένα σημαντικό μέρος των εσόδων και του κέρδους τους. Τέλος, σε μικροοικονομικό επίπεδο, στρεβλώσεις στην αξία της τράπεζας μπορεί να προκαλέσει είτε η πιθανή αμφίβολη θέση του ίδιου του ιδρύματος καθώς επίσης και η τυχόν ανήθικη συμπεριφορά της τράπεζας, π.χ. να αποκρύπτει στοιχεία από τις οικονομικές της καταστάσεις είτε να τις ωραιοποιεί μέσω λογιστικών αλλαγών (window dressing).

Σε μακροοικονομικό επίπεδο, ανασταλτικός παράγοντας για την σωστή αποτίμηση μιας εταιρίας μπορεί να είναι ένα ασταθές οικονομικό περιβάλλον το οποίο μπορεί να προκαλεί μεγάλες μεταβολές στις τρέχουσες αξίες με συνέπεια τα περιουσιακά στοιχεία των τραπεζών να φαίνονται είτε σημαντικά υποτιμημένα είτε σημαντικά υπερτιμημένα προκαλώντας την ύπαρξη σημαντικής αβεβαιότητας για την πραγματική αξία του ιδρύματος. Ανασταλτικό παράγοντα μπορεί να αποτελεί και ένα έντονα πληθωριστικό περιβάλλον το οποίο θα υποτιμά τα περιουσιακά στοιχεία της τράπεζας με συνέπεια την μείωση τόσο της αγοραστικής της δύναμης καθώς επίσης και της αξία της.

Από όλα τα παραπάνω εύκολα συμπεραίνει κανείς ότι για την ορθή αποτύπωση της καθαρής αξίας μιας τράπεζας απαιτείται τακτική επιθεώρηση των ιδρυμάτων από τις αρμόδιες αρχές, αυστηρό κανονιστικό πλαίσιο και τήρηση συγκεκριμένων λογιστικών προτύπων από τις εταιρίες και φυσικά ειλικρινή, λεπτομερή και ακριβή αποτύπωση των οικονομικών τους καταστάσεων εκ μέρους των διοικήσεων τους.

Πως οι Τράπεζες Δημιουργούν Χρήμα¹⁰

Οι τράπεζες σήμερα χρησιμοποιούν πολλούς τρόπους για να δημιουργήσουν χρήμα. Η παραδοσιακή στρατηγική έχει να κάνει με την προσέλκυση καταθέσεων δίνοντας ένα τόκο και στη συνέχεια δανείζοντας τα συγκεκριμένα κεφάλαια σε μεγαλύτερα επιτόκια, δημιουργώντας έτσι κέρδος. Άλλες τράπεζες δεν προωθούν τόσο τις καταθετικές υπηρεσίες αλλά παρέχοντας δάνεια και καρτώνοντας προμήθειες από τις υπηρεσίες γύρω από αυτά, δημιουργούν χρήμα.

Αυτή η νέα εξέλιξη στο αμερικανικό τραπεζικό σύστημα εγκαθιδρύθηκε λόγω της κατάργησης των ελέγχων, της αποδυνάμωσης του κανονιστικού πλαισίου καθώς και λόγω της αναβάθμισης της τεχνολογικής διάχυσης των πληροφοριών.

Αναμφισβήτητα, τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα διαφέρουν σήμερα μεταξύ τους τόσο από άποψη μεγέθους, γεωγραφικής επέκτασης, δομής, παραγωγής όσο και στις πηγές χρηματοδότησης τους και την ποιότητα των υπηρεσιών τους. Αυτή η διαφοροποίηση είναι ένα προϊόν της απορύθμισης και της τεχνολογικής εξέλιξης που προαναφέρθηκε. Τα βασικά κριτήρια με τα οποία κατηγοριοποιούνται οι τράπεζες είναι το μέγεθος τους, το κόστος τους, η διαφοροποίηση των προϊόντων τους και η ποιότητα της πληροφόρησης τους. Η πρώτη από τις δύο γενικές στρατηγικές είναι η παραδοσιακή τραπεζική στρατηγική. Μικρού μεγέθους τράπεζες οι οποίες αναπτύσσονται σε μικρές αγορές αναπτύσσουν στενή συνεργασία με τους πελάτες τους και ενώ έχουν υψηλό ανά μονάδα κόστος, έχουν υψηλά επιτοκιακά περιθώρια. Η δεύτερη στρατηγική χαρακτηρίζεται από τράπεζες μεγάλου μεγέθους οι οποίες εκμεταλλεύονται τις οικονομίες κλίμακας μειώνοντας έτσι το ανά μονάδα κόστος τους αποκομίζοντας όμως χαμηλά επιτοκιακά περιθώρια λόγω του ότι τα χρηματοοικονομικά προϊόντα τα οποία προσφέρουν διατίθενται σε αγορές που χαρακτηρίζονται από υψηλό ανταγωνισμό. Σε αυτό το μοντέλο συνεπώς, είναι σημαντικό να υπάρχουν κέρδη και από μη επιτοκιακές δραστηριότητες. Σύμφωνα με τα στοιχεία, όλων των μεγεθών οι τράπεζες έχουν αυξήσει σημαντικά τα μη-επιτοκιακά εισοδήματά τους (non interest income) σε σχέση με το ενεργητικό τους, με την πάροδο των χρόνων και ειδικότερα οι μεγαλύτερες τράπεζες.

10. Robert DeYoung, Tara Rice, How Do Banks Make Money? A variety of Business Strategies. Federal Reserve Bank of Chicago Economic Perspectives, Fourth Quarter.

Τα τελευταία 25-30 χρόνια το αμερικανικό εμπορικό τραπεζικό σύστημα έχει μεταμορφωθεί από ένα αυστηρά περιφρουρούμενο σύστημα σε μια απορυθμισμένη βιομηχανία στην οποία οι εμπορικές τράπεζες αντιμάχονται μεταξύ τους στα πλαίσια του ανταγωνισμού όπως επίσης και με τις επενδυτικές τράπεζες και τις ασφαλιστικές. Η χαλάρωση της εποπτείας και η ανάπτυξη της τραπεζικής τεχνολογίας οδήγησε λοιπόν σε νέες στρατηγικές από τις εμπορικές τράπεζες. Η απορρύθμιση οδήγησε στην άκρατη γεωγραφική επέκταση όπως και στην επέκταση των παρεχομένων υπηρεσιών τους, προσφέροντας προϊόντα τα οποία μέχρι τότε προσέφεραν εξειδικευμένες εταιρίες. Επίσης τα επιτόκια πλέον ορίζονται από τις δυνάμεις της αγοράς και από τον ανταγωνισμό.

Η απορρύθμιση ήταν μια συνεχιζόμενη διαδικασία, κυρίως στις ΗΠΑ, η οποία αντικατοπτρίζεται κυρίως α) στην οδηγία που αφορούσε την φιλελευθεροποίηση και τον νομισματικό έλεγχο του 1980 (deregulation and monetary control act) η οποία εξισορροπεί την ανταγωνιστική θέση των τραπεζών και των λοιπών αποταμιευτικών ιδρυμάτων αλλά και καταργεί τα όρια επιβολής των επιτοκίων, β) στην οδηγία Riegle Neal Act του 1994, η οποία εξαλείφει τα εμπόδια για γεωγραφική επέκταση των τραπεζών και γ) στην απόφαση Gramm-Leach- Bliley Act του 1999 η οποία επιτρέπει την επέκταση των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων των τραπεζών (π.χ. Α/Κ, χρηματοοικονομικές υπηρεσίες, συμβουλευτικές υπηρεσίες κτλ). Ουσιαστικά, πλέον, οι εμπορικές τράπεζες έχουν το δικαίωμα να επεκτείνουν τις δραστηριότητες τους εκμεταλλευόμενες το διευρυμένο πλέον δίκτυο τους καθώς και την ανεπτυγμένη πληροφόρηση την οποία κατέχουν για τους πελάτες τους.

Όσον αφορά τις τεχνολογικές εξελίξεις, ο τομέας ο οποίος έχει μεταμορφωθεί περισσότερο είναι ο χρηματοοικονομικός. Οι βελτιώσεις στην ροή των πληροφοριών, η βελτίωση στις τηλεπικοινωνίες και στην λειτουργία των χρηματαγορών, έχει βοηθήσει τις τράπεζες να αποτιμούν αποτελεσματικότερα την πιστοληπτική ικανότητα των πελατών της, ενώ έχει επίσης βοηθήσει στην βελτίωση των υπηρεσιών τους στους καταθέτες και γενικότερα στους τρόπους προώθησης των προϊόντων και υπηρεσιών τους.

Η τεχνολογική αυτή πρόοδος επιτάχυνε την προαναφερθείσα απορρύθμιση καθώς η αποτελεσματικότητα των ιδρυμάτων πίεζε όλο και περισσότερο την κατάρρευση των γεωγραφικών –και όχι μόνο- ορίων.

Οι τεχνολογικές αλλαγές μπορούν να διακριθούν σε δύο κατηγορίες. Σε εκείνες που έχουν να κάνουν α) με βελτιώσεις στην συγκέντρωση στοιχείων και τρόπων επικοινωνίας και β) σε

εκείνες που έχουν να κάνουν με την δημιουργία νέων χρηματοοικονομικών εργαλείων, αγορών και διαδικασιών. Η πρώτη κατηγορία έχει να κάνει με την γρήγορη ροή των πληροφοριών ενώ η δεύτερη αντικατοπτρίζει τους τρόπους με τους οποίους οι τράπεζες μπορούν να εκμεταλλευτούν τα αποτελέσματα της πρώτης.

Όπως αναφέραμε και παραπάνω, οι τράπεζες μπορούν να κατηγοριοποιηθούν με πολλά κριτήρια όπως το μέγεθος τους κ.α. Ο βασικός σκοπός όμως ενός τέτοιου ιδρύματος δεν είναι η ανάπτυξη του μεγέθους γιατί αυτό από μόνο του δεν σημαίνει κάτι. Σκοπός είναι η επίτευξη της μεγαλύτερης δυνατής απόδοσης σε σχέση με τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν οι μέτοχοι της τράπεζας. Οι έρευνες δείχνουν ότι οι τράπεζες οι οποίες ακολουθούν στρατηγικές όπως η παραδοσιακή τραπεζική, δεν παρουσιάζουν υψηλές αποδόσεις σε σχέση με τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν, με αποτέλεσμα η βιωσιμότητά τους να κρίνεται αμφίβολη. Αντιστοίχως, οι τράπεζες οι οποίες έχουν ήδη αναπτυχθεί και έχουν επεκτείνει τις δραστηριότητες τους και σε άλλους τομείς, παρουσιάζουν υψηλές αποδόσεις με σαφώς υψηλότερο κίνδυνο.

Συμπερασματικά, οι μικρότερες τράπεζες λειτουργούν με συγκριτικό μειονέκτημα και χρειάζεται να εκμεταλλευτούν τις οικονομίες κλίμακας εκτός και εάν το περιβάλλον στο οποίο λειτουργούν είναι προστατευμένο από τον ανταγωνισμό και φυσικά εφόσον οι μέτοχοι είναι διατεθειμένοι να θυσιάζουν ποσοστό πιθανής υπεραπόδοσης, προσφέροντας τις υπηρεσίες τους σε τέτοιου μεγέθους αγορές.

Εξέλιξη Μη Επιτοκιακού Εισοδήματος^{11,12}

Αναζητώντας την απάντηση για το πως οι τράπεζες κερδίζουν, η πρώτη σίγουρη απάντηση είναι ότι η διαφορά μεταξύ του επιτοκίου που πληρώνει η τράπεζα στις καταθέσεις με το επιτόκιο που εισπράττει από τα δάνεια, αποτελεί πηγή εσόδων της. Αλλά φυσικά, δεν είναι μόνο αυτή η πηγή των εσόδων της. Οι τράπεζες εισπράττουν προμήθειες για μια σειρά άλλων παραδοσιακών παροχών προς τους πελάτες όπως η ασφάλεια των χρημάτων τους, η διάθεση θυρίδων για ασφάλεια περιουσιακών στοιχείων, CD's κ.α. Τα τελευταία χρόνια, η απορρύθμιση του συστήματος (κυρίως λόγω του GLB Act το 1999) και η τεχνολογική ανάπτυξη έχουν σταθεί αρωγοί για δημιουργία μη «παραδοσιακού» (non-interest) εισοδήματος εκ μέρους των τραπεζών, όπως η επενδυτική τραπεζική, τα A/K, οι ασφαλιστικές υπηρεσίες κ.α. Σήμερα, έχει φτάσει το εισόδημα non-interest να αντιπροσωπεύει το 50% των εσόδων των αμερικανικών τραπεζών.

Αναμφίβολα, πάντοτε οι τράπεζες δημιουργούσαν non-interest εισόδημα αλλά είναι δεδομένο ότι τα τελευταία χρόνια έχει υπάρξει σημαντική στροφή από το παραδοσιακό τραπεζικό εισόδημα στο μη παραδοσιακό. Από την άλλη μεριά, τα τελευταία χρόνια η εξέλιξη της τεχνολογίας έχει επιτρέψει στις τράπεζες να προσφέρουν παραδοσιακές υπηρεσίες τους με πιο αποτελεσματικό τρόπο, μειώνοντας παράλληλα και το ανά μονάδα κόστος τους, προσφέροντας παράλληλα μεγαλύτερη εξυπηρέτηση, αυξάνοντας με αυτόν τον τρόπο και τα έσοδα τους (π.χ. ATM's, online υπηρεσίες κ.α.).

Προσπαθώντας κανείς να μελετήσει τις οικονομικές καταστάσεις τραπεζών, θα ήταν λάθος να δώσει προσοχή μόνο στον ισολογισμό και όχι στα αποτελέσματα χρήσης έτσι ώστε να βγάλει συμπεράσματα για τα έσοδα και την πηγή τους. Αναμφισβήτητα, το μεγαλύτερο ποσό στο Ενεργητικό είναι τα δάνεια που έχουν χορηγηθεί και στο Παθητικό οι καταθέσεις. Οι ισολογισμοί όμως δίνουν λίγες πληροφορίες για τις προμήθειες οι οποίες πλησιάζουν να αντιστοιχούν στο 40% του συνολικού εισοδήματος. Παρακολουθώντας κανείς τους ισολογισμούς των τραπεζών τα τελευταία 20 χρόνια, παρατηρεί κανείς ότι τα μεγέθη τα οποία παρουσιάζουν το μεγαλύτερο ενδιαφέρον και την μεγαλύτερη μεταβολή είναι η αύξηση του non-interest income ως ποσοστό του συνολικού εισοδήματος το οποίο διαμορφώθηκε από 25% σε 50% σε πολλά ιδρύματα.

11. Robert DeYoung, Tara Rice, Noninterest Income and Financial Performance at U.S. Commercial Banks. *The Financial Review*, Vol. 39.

12. The Fallacies of Fee Income. Federal Reserve Bank of Chicago Economic Perspectives, 4thQuarter.

Παράλληλα τα εισοδήματα από τόκους ως προς το σύνολο των εσόδων σημειώνει αντίστοιχη πτώση ενώ παράλληλα, μείωση σημειώνουν και τα έξοδα λόγω της τεχνολογικής ανάπτυξης που προαναφέραμε, λόγω του ανταγωνισμού και γενικότερα της ανάγκης για αποτελεσματικότερη διαχείριση και ελαχιστοποίηση του κόστους. Παρατηρώντας τέλος την κερδοφορία διαχρονικά μέσω των δεικτών ROA και ROE παρατηρούμε συνεχή αύξηση των δεικτών αυτών αποδίδοντας το κυρίως σε τρεις λόγους: α) στην αποτελεσματική διαχείριση εσόδων και κόστους λόγω της αναβάθμισης της πληροφόρησης και των τεχνολογικών διαδικασιών, β) στην διάχυτη πίεση λόγω του άκρατου ανταγωνισμού στον κλάδο, μετά ειδικά και από την απορρύθμιση των αγορών και γ) στο βελτιωμένο περιβάλλον από τα μέσα της δεκαετίας του '90 όσον αφορά την αποτελεσματικότερη δανειοδότηση, μειώνοντας έτσι τις προβλέψεις για τον πιστωτικό κίνδυνο.

Οι μεγάλες όμως μεταβολές όσον αφορά τα non-interest εισοδήματα, δεν άφησαν ανεπηρέαστες τις άλλες τραπεζικές δραστηριότητες και κατά συνέπεια και τον ισολογισμό της τράπεζας. Παρατηρώντας τους ισολογισμούς, βλέπουμε ότι με την πάροδο των χρόνων τα κεφάλαια τα οποία επενδύονται σε δανεισμό αυξάνονται όλο και περισσότερο. Από την άλλη μεριά, οι καταθέσεις είναι ο πιο σημαντικός παράγοντας χρηματοδότησης των τραπεζών. Αξιοπρόσεκτο είναι το γεγονός ότι οι καταθέσεις σαν ποσοστό του Ενεργητικού μειώνεται τα τελευταία χρόνια με αυτό να ερμηνεύεται σαν αύξηση του ανταγωνισμού για εναλλακτικές μορφές επένδυσης.

Από την άλλη μεριά, το φαινόμενο του αυξανόμενου non-interest εισοδήματος μεταφράζεται από πολλούς και ως έναν τρόπο να μειώνεται η έκθεση σε πιστωτικό κίνδυνο καθώς πλέον ένα μεγάλο μέρος των εσόδων δεν εξαρτάται μόνο από τους τόκους των δανείων αλλά και σε άλλους παράγοντες. Επίσης, υπάρχουν και οι απόψεις οι οποίες υποστηρίζουν ότι το αυξανόμενο Non-interest εισόδημα αυξάνει την μεταβλητότητα των κερδών της τράπεζας και αυτό δικαιολογείται με τους εξής τρόπους: α) παρά το γεγονός ότι η σύναψη ενός δανείου μπορεί να συνεπάγεται μεγαλύτερο κόστος για την τράπεζα (monitoring κτλ.) σε σχέση με προμήθειες άλλων υπηρεσιών, οι τόκοι των δανείων είναι πιο σταθερές και δεδομένες σε σχέση με τις προμήθειες των άλλων υπηρεσιών, β) η τράπεζα η οποία αλλάζει το μίγμα των παρεχόμενων υπηρεσιών προς την νέα κατεύθυνση, αυξάνει αυτομάτως και τον βαθμό λειτουργικής μόχλευσης και τέλος γ) οι εν λόγω υπηρεσίες δεν προϋποθέτουν την ύπαρξη περιουσιακών στοιχείων με συνέπεια την ευκαιρία για αύξηση της μόχλευσης σε αντίθεση με τα κλασικά δάνεια.

Όσον αφορά τις διαδικασίες πληρωμής, από την στιγμή που οι πολίτες κάνουν συναλλαγές μέσω λογαριασμών, οι τράπεζες θα συνεχίσουν να έχουν ηγετικό ρόλο στο σύστημα πληρωμών. Παρά το γεγονός ότι οι ανταγωνιστές των τραπεζών αναπτύσσουν όλο και περισσότερο την τεχνολογία τους, οι τράπεζες θα διατηρήσουν τον κεντρικό τους ρόλο σε αυτόν τον τομέα για τους εξής λόγους: α) αφενός γιατί μόνο οι τράπεζες έχουν την δυνατότητα διακανονισμού των συναλλαγών και β) γιατί οι τράπεζες προσφέρουν πολλές εναλλακτικές επιλογές στους πελάτες τους για την πραγματοποίηση μιας συναλλαγής (e-banking, πιστωτική κάρτα, τσεκ επιταγών κτλ.).

Συμπερασματικά, οι τράπεζες κάνουν πολύ περισσότερα πράγματα στην πραγματικότητα από το να μεσολαβούν απλώς μεταξύ καταθετών και δανειζομένων. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα στην αύξηση του non-interest εισοδήματος μέχρι του σημείου να αποτελεί σήμερα σχεδόν το μισό εισόδημα των τραπεζών. Για άλλες τράπεζες το νέο εισόδημα μπορεί να προκύπτει είτε από νέες υπηρεσίες όπως είναι οι επενδυτικές υπηρεσίες, είτε από βελτιωμένες υπάρχουσες υπηρεσίες όπως η ηλεκτρονική τραπεζική. Οι περισσότερες τράπεζες καρπώνονται φυσικά και από τις δύο κατηγορίες. Παρά το γεγονός ότι οι υπερασπιστές του non-interest εισοδήματος ήλπιζαν ότι αντικαθιστώντας το επιτοκιακό εισόδημα με τις λοιπές προμήθειες, ο κίνδυνος των τραπεζών θα ελαχιστοποιείτο, παρόλαυτά τα αποτελέσματα δείχνουν ότι δεν επαληθεύτηκαν και ότι το non-interest εισόδημα προκαλεί μεγάλη μεταβλητότητα στα τραπεζικά έσοδα.

Κεφάλαιο IV

Περί Χρηματοοικονομικών Κρίσεων^{13,14,15}

Τα τελευταία 30 χρόνια έχει παρατηρηθεί έντονα το φαινόμενο των τραπεζικών και χρηματοοικονομικών κρίσεων ανά τον κόσμο και αυτό προκαλεί το ενδιαφέρον α) για το πως γίνεται οι τράπεζες να είναι τόσο εύθραυστες, β) πως γίνεται αυτό να ιαθεί καθώς και γ) το σημείο μέχρι το οποίο πρέπει να υπάρχει κρατική παρέμβαση.

Η Κρατική παρέμβαση μπορεί να εκδηλωθεί με τους εξής τρόπους:

- έκτακτη βοήθεια ρευστότητας μέσω της Κεντρικής Τράπεζας
- εγγύηση καταθέσεων για την ασφάλεια των καταθετών
- καθορισμός ελάχιστης απαιτούμενης κεφαλαιακής επάρκειας καθώς και θεσμοθέτηση κανόνων από τους επόπτες των αγορών
- τέλος, οργάνωση του εποπτικού συστήματος για την εποπτεία της δραστηριότητας των τραπεζικών ιδρυμάτων

Κινήσεις, αναμφισβήτητα έχουν γίνει (Βασιλεία I, II) αλλά προφανώς δεν αρκούν μόνο αυτές οι προσπάθειες με δύο σημαντικά θέματα να προκύπτουν σαν συμπεράσματα.

- α)Οι τραπεζικές κρίσεις οφείλονται ή προκύπτουν κυρίως λόγω πολιτικών παρεμβάσεων και
- β)ότι το εποπτικό σύστημα έχει θεμελιώδη προβλήματα.

Ο βασικός λόγος για τον οποίο οι τράπεζες είναι εύθραυστες είναι το γεγονός ότι κρατούν αποθέματα μικρότερα των καταθέσεων. Αν όλοι οι καταθέτες ζητήσουν τις καταθέσεις τους (bank run) αναπόφευκτα η τράπεζα θα οδηγηθεί σε χρεοκοπία.

Σημείο επίσης το οποίο χρειάζεται να υπογραμμιστεί είναι η θέση της εκάστοτε Κεντρικής Τράπεζας σαν «δανειστής τελευταίου καταφύγιου» (lender of last resort). Η Κ.Τ. πρέπει να δανείζει έναντι ισχυρής εμπράγματης ασφάλειας (collateral) έτσι ώστε να δανείζει μόνο υγιείς τράπεζες και έτσι να αποφεύγονται πιθανές ζημιές. Επίσης πρέπει να δανείζει σε υψηλό επιτόκιο έτσι ώστε να προσφεύγουν σε αυτήν την επιλογή μόνο εκείνοι που το έχουν πραγματική ανάγκη.

13. Lamfalussy Alexandre, Financial Crises in Emerging Markets

14. Pochet Jean – Charles, Why are there so many Banking Crises

15. Eichengreen Barry, Financial Crises and what to do about them

Πέρα όμως από τις παραπάνω επιλογές, υπάρχουν και λόγοι όπου οι Κ.Τ. βοηθούν και μη φερέγγυες τράπεζες και αυτοί σήμερα είναι κυρίως δύο. Πρώτον η πολιτική ανάμιξη και δεύτερον το συστηματικό ρίσκο που προκύπτει από πιθανό domino effect.

Σε αυτό το σημείο αξίζει να τονιστεί και η σκέψη ότι κράτη στα οποία λειτουργούν συστήματα εγγύησης καταθέσεων, είναι πιο πιθανό να προκληθούν κρίσεις καθώς οι διοικήσεις νιώθουν πιο απελευθερωμένες στο να παίρνουν εκτεταμένα ρίσκα καθώς γνωρίζουν εκ των προτέρων ότι οι καταθέτες δεν θα ζημιωθούν λόγω της εγγύησης καταθέσεων.

Γενικότερα, η βασική αντίδραση σε τραπεζικές κρίσεις είναι η ενδυνάμωση των κανονισμών και πιο συγκεκριμένα των κανονισμών φερεγγυότητας. Αυτοί οι κανόνες προσφέρουν αφενός μια σχετική ασφάλεια απέναντι σε ζημιές καθώς και κίνητρα στους μετόχους να ελέγχουν τις διοικήσεις μιας και αυτοί έχουν να χάσουν σαφώς πολύ περισσότερα απ' ότι οι managers.

Ένα βασικό πρόβλημα που προκύπτει είναι η απόκτηση αξιόπιστης εποπτείας και η αποφυγή πολιτικής πίεσης σε αυτήν. Συμπερασματικά, ο κύριος λόγος για τον οποίο δημιουργούνται κρίσεις δεν είναι ούτε η εγγύηση καταθέσεων, ούτε οι κακοί κανονισμοί, ούτε η ανικανότητα των εποπτών. Είναι κυρίως το πρόβλημα δέσμευσης των πολιτικών αρχών που ασκούν πίεση για την σωτηρία μη φερέγγυων τραπεζών.

Η λύση δεν είναι να αντικατασταθεί η τραπεζική εποπτεία από εποπτεία της αγοράς γιατί αυτό μπορεί να λειτουργήσει εφόσον λείπει η παρέμβαση της Κυβέρνησης. Συνεπώς το κύριο πρόβλημα είναι η αξιοπιστία των πολιτικών αρχών και ο τρόπος για να γίνει αυτό είναι η προφύλαξη της ανεξαρτησίας και της υπευθυνότητας της τραπεζικής εποπτείας.

Η έρευνα γύρω από τις χρηματοοικονομικές κρίσεις παρουσιάζει επίσης ενδιαφέρον λόγω του υψηλού κόστους που προκαλούν στα κράτη τέτοιου είδους κρίσεις καθώς και η ανάδειξη της ανικανότητας των δεικτών πολλές φορές να τις προβλέψουν. Όπως έχει αποδειχθεί, οι κρίσεις μπορεί να είναι εξαιρετικά δαπανηρές για τα κράτη ενώ βασικό χαρακτηριστικό τους είναι η δυναμική διάχυσης τους και σε άλλα κράτη. Στις περισσότερες περιπτώσεις το κόστος του δημοσίου τομέα για την αντιμετώπιση της κρίσης έφτασε το 10% του ΑΕΠ της ενώ υπήρξαν και περιπτώσεις που το ξεπέρασε κατά πολύ όπως η Ασιατική κρίση με το κόστος να φτάνει το 58% του ΑΕΠ για την Ινδονησία, 30% για την Ταϊλάνδη, 16% για την Ν. Κορέα κ.ο.κ

Εκτός όμως από το κόστος που προκαλείται, οι κρίσεις επιδεινώνουν την οικονομική ανάπτυξη, παρεμποδίζουν την εθνική αποταμίευση, περιορίζουν τις κινήσεις της νομισματικής πολιτικής και τέλος μεγεθύνει την πιθανότητα κρίσης νομίσματος.

Δύο από τους παράγοντες που υποδεικνύουν σημάδια κρίσεις είναι αφενός τα επιτοκιακά spreads και αφετέρου οι μεταβολές των βαθμολογήσεων από τις εταιρίες βαθμολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας.

Στην τρέχουσα κρίση όμως αυτά δεν βοήθησαν και αυτό έγινε λόγω της μη επαρκούς πληροφόρησης. Βασικός λόγος για τον οποίο πολλές φορές οι τιμές δεν αντικατοπτρίζουν τον κίνδυνο κρίσης είναι γιατί οι συμμετέχοντες θεωρούν ότι το κράτος θα τρέξει να βοηθήσει με τα επιτόκια να δείχνουν την αξιοπιστία του εγγυητή και όχι του δανειστή.

Σύμφωνα με τα στοιχεία, οι κρίσεις δείχνουν ότι πλέον είναι πιο συχνές από παλαιότερα. Ταυτόχρονα, ποικίλουν από αιτίες, μορφές και έτσι η πρόληψη πρέπει να φανεί σε πολλά σημεία.

Δυστυχώς οι κρίσεις είναι αναπόφευκτες στις χρηματαγορές. Οι χρηματαγορές είναι αγορές πληροφοριών και οι πληροφορίες είναι από την φύση τους ασύμμετρες και ατελείς. Όταν η κρίση συμβαίνει είναι λογικό οι τιμές να αντιδρούν και έτσι η κρίση διαχέεται με την μεταβίβαση της πληροφορίας να γίνεται πιο πολύπλοκη λόγω πολιτισμικής και φυσικής απόστασης, ειδικά στις αναπτυσσόμενες χώρες που τα συστήματα είναι λιγότερο ανεπτυγμένα.

Βασικό βήμα για την περιφρούρηση των αναπτυσσόμενων αγορών από τις κρίσεις αποτελεί το χτίσιμο ισχυρών χρηματοοικονομικών και πολιτικών συστημάτων. Η διαδικασία όμως αυτή δεν γίνεται να επιτευχθεί σε μία νύχτα και από την άλλη το πρόβλημα που προκύπτει από τα μέτρα πρόληψης των κρατών κατά των κρίσεων προκαλεί καθυστέρηση στην οικονομική ανάπτυξη των κρατών αυτών.

Ρυθμιστικό Πλαίσιο¹⁶

Είναι κοινός τόπος ότι μετά από περιπτώσεις κρίσεων σε μια οικονομία είναι λογικό να κλονίζεται η εμπιστοσύνη απέναντι στους χρηματοοικονομικούς κανονισμούς και στους μηχανισμούς επιτήρησης. Διάχυτος είναι ο σκεπτικισμός κατά πόσο οι επιβλέποντες των αγορών είναι σε θέση να προβλέπουν τραπεζικές αποτυχίες. Όλο και περισσότερο υποστηρίζεται ότι η μη αποτελεσματική πληροφόρηση και ο συστηματικό κίνδυνος που αναπτύσσεται, καθιστά αναγκαία την παρέμβαση του δημοσίου στην χρηματοοικονομική επιτήρηση. Ο σκοπός άλλωστε της επιτήρησης δεν είναι να προλαμβάνει τις αποτυχίες και τις καταρρεύσεις των τραπεζών, και φυσικά όταν συμβαίνει αυτό, δεν συνεπάγεται αποτυχία του εποπτικού οργάνου αναγκαστικά.

Ο σκοπός του κανονιστικού πλαισίου είναι κυρίως α) να εποπτεύει το πως χρησιμοποιούν τα χρήματα των καταθετών οι χρηματοπιστωτικοί διαμεσολαβητές και β) να διορθώνει τον κίνδυνο της αλυσιδωτής αντίδρασης και της διάχυσης του κινδύνου από ένα «άρρωστο» ίδρυμα, στο υπόλοιπο σύστημα. Συνεπώς, τα στενά περιθώρια δράσης του εποπτικού συστήματος έχουν να κάνουν με την επιτήρηση των τραπεζών και την προσπάθεια ελαχιστοποίησης της ζημιάς, στις περιπτώσεις των κρίσεων.

Έρευνες έδειξαν ότι το χρηματοοικονομικό περιβάλλον χαρακτηρίζεται από την σαφή τάση για ιδιωτικοποίηση καθώς και την διακοπή των αυστηρών περιορισμών στην λειτουργία των τραπεζών, με συνέπεια οι τελευταίες να αναλαμβάνουν μεγαλύτερο ρίσκο και τέλος, τα εμπόδια πλέον για γεωγραφική επέκταση να έχουν περιοριστεί κατά πολύ. Αυτό δεν σημαίνει ότι τα κανονιστικά πλαίσια που είχαν τεθεί ήταν λανθασμένα, αλλά ότι το χρηματοοικονομικό περιβάλλον έχει αλλάξει τόσο έτσι ώστε οι υπάρχοντες μηχανισμοί να θεωρούνται ανενεργοί ή τα νέα όργανα επιτήρησης πολύ ακριβά. Από την άλλη μεριά, η απελευθέρωση βοήθησε σε πολλές περιπτώσεις, οι οποίες χαρακτηρίζονταν από υπερβολικά αυστηρούς κανόνες, στην επίτευξη οικονομικής ανάπτυξης. Αυτό που πραγματικά χρειαζόταν ήταν να γίνει ένα βήμα προς τα πίσω και να μην δίνεται περισσότερη προσοχή στην τοποθέτηση φραγμών στην αγορά αλλά θεσμοθέτηση αντικινήτρων για μια τράπεζα να κάνει μια απάτη ή να αναλάβει υπερβολικό ρίσκο.

16. Tomasso Padoa – Schioppa, *Regulating Finance, Balancing Freedom and Risk*

Για να λειτουργήσει όμως σωστά μια αγορά, απαιτούνται οι κατάλληλες υποδομές όπως επίσης και η θέσπιση κανόνων, ορίων και διαδικασιών. Οι προσπάθειες για την απελευθέρωση των αγορών ήταν μεγάλες χωρίς όμως να λείπουν οι κίνδυνοι και οι αποτυχίες, όπως οι καταρρεύσεις τραπεζών. Πολλές ήταν οι χώρες που μπροστά σε αυτές τις αποτυχίες έκαναν πίσω βήματα ακολουθώντας αντίθετη κατεύθυνση από εκείνη της παγκοσμιοποίησης των αγορών. Αξιοσημείωτη παρόλαυτά είναι η πρόοδος που επιτεύχθηκε στον περιορισμό των συνόρων των αγορών και ειδικότερα στην παγκοσμιοποίηση των τραπεζών. Συνέπεια αυτών ήταν οι προσπάθειες για ενδυνάμωση και θεσμοθέτηση εποπτικών αρχών και κανονισμών σε παγκόσμια κλίμακα όσον αφορά τις τράπεζες.

Η συνθήκη της Βασιλείας σχεδιάστηκε για την προαγωγή ενός ασφαλούς και δίκαιου εποπτικού περιβάλλοντος, στο οποίο τα ελάχιστα απαιτητά περιθώρια θα ήταν σεβαστά από όλους. Το γεγονός όμως ότι τα κράτη έχουν διαφορετικούς κανονισμούς και διαφορετικά χαρακτηριστικά είναι δεδομένο. Σκοπός λοιπόν ήταν να βρεθούν οι καλύτερες πρακτικές για την σωστή διαχείριση του κινδύνου.

Συνοπτικά, οι τρεις θεμελιώδεις πυλώνες στους οποίους στηρίζεται η συνθήκη της Βασιλείας είναι α) η διαβεβαίωση ότι όλες οι τράπεζες υπόκεινται σε αυστηρό έλεγχο, β) η εξασφάλιση επάρκειας κεφαλαίων και γ) η ενίσχυση της πειθαρχίας της αγοράς.

Από τα παραπάνω γίνεται αντιληπτό ότι όλες οι τράπεζες πρέπει να υπόκεινται σε αυστηρό έλεγχο και απαιτούνται όλες εκείνες οι προσπάθειες έτσι ώστε να αποφεύγεται ο κίνδυνος μόλυνσης του συστήματος από τράπεζα η οποία δραστηριοποιείται σε περιβάλλον που χαρακτηρίζεται από ελλιπή επιτήρηση. Το φαινόμενο που παρατηρείτο συχνά, έτσι ώστε οι τράπεζες να λειτουργούν μακριά από τον έλεγχο των αρχών, ήταν να δημιουργούν θυγατρικές εταιρίες οι οποίες λειτουργούσαν σε χώρες που δεν ελέγχονταν. Οι αρχές με σκοπό να αντιμετωπίσουν το εν λόγω φαινόμενο, υιοθέτησαν τελικώς την ενοποιημένη επιτήρηση κατά την οποία ο εποπτικός μηχανισμός ελέγχει την εταιρία σαν όμιλο και όχι σαν διαφορετικές εταιρίες οι οποίες μπορούν να αναλαμβάνουν ανεξέλεγκτα ρίσκα.

Ο σκοπός ύπαρξης των ελάχιστων απαιτήσεων από την συνθήκη της Βασιλείας έχει να κάνει με την εξασφάλιση της βιωσιμότητας των τραπεζών και κατ' επέκταση, την ανάπτυξη του παγκοσμιοποιημένου τραπεζικού συστήματος. Αναμφισβήτητα, μια τράπεζα μπορεί να λειτουργήσει με λίγα κεφάλαια λόγω της φύσης της λειτουργίας τους. Οι καταθέσεις είναι εκείνες που της παρέχουν την ρευστότητα και την μόχλευση έτσι ώστε να λειτουργήσουν. Τα

κεφάλαια όμως είναι εκείνα που παρέχουν την ασφάλεια απέναντι σε πιθανές ζημιές. Είναι αναγκαία λοιπόν η επιβολή ελαχίστου ποσοστού κεφαλαίων καθώς και ο «εκφοβισμός» των managers για μεγαλύτερη επιτήρηση καθώς από την φύση τους έχουν κίνητρα για την ανάληψη μεγάλων ρίσκων καθώς στην περίπτωση αποτυχίας και κατάρρευσης της τράπεζας χάνουν πιθανώς μόνο την συμμετοχή τους, εάν και εφόσον υπάρχει, στο αρχικό κεφάλαιο. Στην περίπτωση ευτυχούς κατάληξης του ρίσκου, προκύπτει σημαντικό κέρδος, πληρώνοντας μόνο τον μικρό απαιτούμενο τόκο στους καταθέτες.

Η σημαντική, λοιπόν, θέσπιση του κανόνα της ελάχιστης απαιτούμενης κεφαλαιακής επάρκειας υιοθετείται από πολλά τραπεζικά συστήματα ανά τον κόσμο προκαλώντας αύξηση της δραστηριότητας των τραπεζών. Φυσικά, η τήρηση των ελαχίστων απαιτούμενων κεφαλαίων δεν μπορεί να θεωρηθεί το μόνο ασφαλές όχημα απέναντι σε μια πιθανή πτώχευση. Αναμφισβήτητα αποτελεί ανάχωμα για ανάληψη υπερβολικού ρίσκου αλλά δεν μπορεί να εξαλείψει την πιθανότητα εκτεταμένων ζημιών με συνέπεια την πτώχευση. Για αυτόν τον λόγο, προβάλλεται όλο και πιο πολύ η ανάγκη για εσωτερική ορθολογική αντιμετώπιση των κινδύνων στις ίδιες τις τράπεζες καθώς και η δημοσίευση λεπτομερών καταστάσεων σχετικά με την θέση της τράπεζας απέναντι στους κινδύνους που έχει αναλάβει.

Παρατηρώντας τα δεδομένα, βλέπουμε ότι η παγκοσμιοποίηση των διεθνών αγορών προκύπτει με 3 διαφορετικούς τρόπους. α) δεν υπάρχουν πια γεωγραφικοί περιορισμοί., β) η τεχνολογία έχει εξαλείψει την ύπαρξη των συνόρων, με τα χρηματοοικονομικά προϊόντα να ποικίλουν και να καλύπτουν οποιαδήποτε επενδυτική ανάγκη και γ) οι διχοτομημένες εταιρίες εγκαταλείπονται καθώς οι διαφορές μεταξύ των χρηματοοικονομικών διαμεσολαβητών εξαλείφονται όλο και περισσότερο.

Ενώ οι αγορές απολαμβάνουν την ελευθερία και την οικονομική ανάπτυξη λόγω της αποτελεσματικής τοποθέτησης των κεφαλαίων, το νέο περιβάλλον δημιουργεί νέες προκλήσεις και τρόπους επιτήρησης και ελέγχου. Οι χρηματοοικονομικές κρίσεις που λαμβάνουν χώρα έχουν προκαλέσει τον διαξιφισμό μεταξύ των υπέρμαχων του ελέγχου και εκείνων που τον αντιμάχονται, ισχυριζόμενοι ότι η ύπαρξη της επιτήρησης παρακινεί και δίνει κίνητρο σε συμπεριφορές που μεγεθύνουν τον ηθικό κίνδυνο. Παρόλαυτά η διεθνής συνεργασία πάνω στο θέμα του ελέγχου των τραπεζών έχει προσφέρει σημαντικές υπηρεσίες στην όσο το δυνατόν ομαλότερη συμπεριφορά των ιδρυμάτων.

Χρηματοοικονομικοί Δείκτες^{17,18}

Για την εκτίμηση της κατάστασης και των προοπτικών μίας τράπεζας χρησιμοποιείται μια πληθώρα χρηματοοικονομικών δεικτών για την κατασκευή των οποίων χρησιμοποιούνται και ποσοτικά και ποιοτικά στοιχεία.

Αναλυτικότερα εξετάζεται :

α) εάν η μεταβολή κάποιου δείκτη είναι προς τη θετική ή την αρνητική κατεύθυνση,
β) το επίπεδο κάθε δείκτη σε σχέση με τράπεζες της ίδιας κατηγορίας , για να εκτιμηθεί η ανταγωνιστικότητα της υπό εξέταση τραπεζής Φυσικά το α) και το β) συνδέονται καθώς μεταβολές προς τη θετική κατεύθυνση θα τείνουν να βελτιώνουν την ανταγωνιστική θέση μιας τραπεζής.

Στις ΗΠΑ, οι εποπτικές αρχές χρησιμοποιούν το σύστημα CAMELS για να κρίνουν την κατάσταση μιας τραπεζής. Τα γράμματα της λέξεως CAMELS αντιστοιχούν στους όρους

Capital

Assets

Management

Earnings

Liquidity

Sensitivity

Η λογική η οποία διέπει τις εν λόγω κατηγορίες δεικτών εν συντομία έχει ως εξής:

Το κεφάλαιο (Capital) αντανάκλα την ικανότητα απορρόφησης ζημιών.

Η ποιότητα του Ενεργητικού (Assets) είναι δείκτης μελλοντικών ζημιών.

Η αποτελεσματική Διοίκηση (Management) απαιτείται για κερδοφορία.

Τα αδιανέμητα κέρδη (Earnings) αυξάνουν το κεφάλαιο των τραπεζών και συνεπώς την ικανότητα τους να απορροφήσουν μελλοντικές ζημιές.

Η έλλειψη ρευστότητας (Liquidity) μπορεί να οδηγήσει μια φερέγγυα τράπεζα σε πτώχευση.

Η Ευαισθησία σε μεταβολές των επιτοκίων, συναλλαγματικών ισοτιμιών (Sensitivity to market risk) αντανάκλα την επίδραση τέτοιων μεταβολών στην κατάσταση μιας τράπεζας.

17. Σημειώσεις Καθ. Α. Αντζουλάτου, Χρηματ/κό σύστημα, Δομή- Θεσμικό Πλαίσιο- Ανταγωνισμός

18. Anna Maria Agresti- Baudino – Poloni, The ECB and IMF indicators for the Macro Prudential Analysis of the Banking System, A comparison of the two approaches, European Central Bank

Αξίζει να σημειωθεί ότι μια συγκεκριμένη μεταβολή ενός δείκτη είναι πιθανόν να αποτελεί και θετική και αρνητική ένδειξη, κάτι που εξαρτάται από τις γενικότερες συνθήκες και από τις πράξεις των διοικήσεων των τραπεζών. Ο όρος «ένδειξη» χρησιμοποιείται για να τονιστεί ότι τα συμπεράσματα από την ανάλυση των αριθμοδεικτών είναι ενδεικτικά και όχι απόλυτα.

ECB and IMF Indicators

Ο συνεχώς αυξανόμενος ρυθμός δημοσίευσης εκθέσεων χρηματοοικονομικής σταθερότητας από κεντρικές τράπεζες και διεθνείς οργανισμούς υποδεικνύει το εντεινόμενο ενδιαφέρον για την χρηματοοικονομική σταθερότητα. Σε αυτές τις εκθέσεις παρατίθενται δείκτες και εργαλεία ποσοτικοποίησης και μέτρησης του κινδύνου πρόκλησης ανισορροπίας της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας στο σύστημα.

Συγκεκριμένα, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο έχουν προχωρήσει τα τελευταία χρόνια στην οργάνωση πλαισίων ανάλυσης της χρηματοοικονομικής σταθερότητας με την μεν πρώτη να το ονομάζει Macro Prudential Indicators (MPI's), το δε ΔΝΤ Financial Soundness Indicator's (FSI's). Οι δύο προσεγγίσεις έχουν αρκετές ομοιότητες όπως και διαφορές. Η βασική διαφορά έγκειται στο γεγονός ότι ενώ οι MPI's της ΕΚΤ καλύπτουν μόνο τον χρηματοοικονομικό κλάδο, οι FSI's καλύπτουν και άλλους κλάδους.

Στην συνέχεια παρατίθενται αναλυτικά οι δύο προσεγγίσεις όσον αφορά τους χρηματοοικονομικούς δείκτες που χρησιμοποιούν.

ECB Macro Prudential Indicators

Income – Cost developments and Profitability

Income Composition

- Net interest Income to total Operating Income
- Net non-interest Income to total Operating Income
- Fees and Commissions (net) to total Operating Income
- Trading and forex results (gains/ losses on financial trans.) to total oper. Income
- Other operating Income (net) to total operating Income

Cost Composition

- Staff Costs to total Costs
- Administrative Costs to total Costs
- Other Costs to total Costs

Efficiency

- Cost to Income (% of total income)
- Asset share of Banks with a cost-to-income ratio above 80%

Profitability Indicators

- Profits (before Tax and extraord. Items) to Tier 1
- ROE (Profits after provisions , Tax and axtr. Items) to Tier 1
- ROA (Profits after provisions , Tax and axtr. Items) to Total Assets

Income, Cost and Profit items as % of total Assets

- Net interest Income to Total Assets
- Interest receivable to total Assets
- Interest payable to Total Assets
- Net non-interest Income to total assets
- Fees and Commissions (net) to Total Assets
- Trading and forex results ((gains/ losses on financial trans.) to Total Assets
- Other operating Income (net) to Total Assets
- Total operating Income to Total Assets
- Staff Costs to Total Assets
- Administrative Costs to Total Assets
- Other Costs to total Assets
- Total operating expenses to Total Assets
- Operating Profits
- Specific Provisions (impairment losses(net) on finance. Assets) to Total Assets
- Funds for general banking risks (not defined in the IFRS) to total Assets
- Extraordinary items (net) to Total Assets

Capital Adequacy

- Overall Solvency Ratio
- Tier 1 ratio
- Banking Book to total Risk-adjusted assets
- Off balance sheet items to risk-adjusted assets
- Trading Book to total risk-adjusted assets
- Distribution of overall solvency ratio in the sample
- Number of banks with a risk-based capital ratio below 9%
- Asset share of banks with a risk based capital ratio below 9% of Total Assets
- Composition of trading book own funds requirement as a share of the total trading book own funds requirement under the Capital Adequacy Directive

Balance Sheet*Coverage*

- Total Assets of the Banking Sector

Asset composition

- Cash and balances to total assets
- Loans to credit institutions to Total Assets
- Debt Securities(financial assets at fair value through profit or loss) to total assets
- Debt sec's issued by public bodies (debt sec's including fixed income sec's) to total assets
- Debt securities issued by other borrowers (shares and other variable- yield sec's) to total assets
- Loans to customers to total assets
- Shares and participating interest (for non IFRS banks only) to total assets
- Tangible and Intangible assets to Total Assets
- Other Assets to Total Assets

Liquidity Composition

- Amounts owed to customers (depositors) to total assets
- Amounts owed to credit institutions to total assets
- Debt certificates to total assets
- Accruals and other liabilities to total assets
- Provisions for liabilities and charges to total assets
- Funds for general banking risks (not defined under IFRS) to total assets
- Subordinated liabilities to total assets
- Equity capital (including variation adjustments for IFRS banks) to total assets
- Other liabilities (minorities interests in own funds) to total assets
- Profit or loss for the financial year to total assets

Off Balance sheet items

- Credit lines to total assets
- Guarantees and other commitments to total assets
- Derivatives (only for non IFRS banks) to total assets

Liquidity Indicators

- Liquid asset ratio1 (cash and shortterm government debt, only for non IFRS banks)
- Liquid asset ratio 2 (ratio1 + loans to credit institutions, only for non IFRS banks)
- Liquid asset ratio 3(ratio 2 + debt securities issued by public bodies, only for non IFRS banks)
- Liquid asset ratio (cash and loans to credit institutions, only for IFRS banks)
- Funding gap

Asset Quality

- Total non performing and doubtful loans (gross) to total loans and advances
- Total non performing and doubtful loans (gross) to total own funds
- Total non performing and doubtful loans (net) to total own funds
- Total provisions to total non performing and doubtful assets

IMF Financial Soundness Indicators

Core Set of FSI's

Deposit takers

Capital Adequacy

- 1.Regulatory capital to risk weighted assets
- 2.Regulatory Tier 1 capital to risk weighted assets
- 3.Non performing loans net of provisions to capital

Asset Quality

- 4.Non performing loans to total gross loans
- 5.Sectoral distribution of loans to total loans

Earnings and profitability

- 6.ROA
- 7.ROE
- 8.Interest Margin to gross Income
- 9.Non interest expenses to gross Income

Liquidity

- 10.Liquid assets to total assets (liquid asset ratio)
- 11.Liquid assets to short term liabilities

Sensitivity to market risk

- 12.Net open position in foreign exchange to capital

Encouraged set of FSI's

Deposit takers

- 1.Capital to Assets
- 2.Large exposures to capital
- 3. Geographical distribution of loans to total loans
- 4. Gross asset position in financial derivatives to capital
- 6. Trading income to total income
- 7. Personnel expenses to non interest expenses
- 8. Spread between reference lending and deposit rates
- 9.Spread between highest and lowest interbank rate
- 10.Customer deposits to total (non interbank) loans
- 11.Foreign currency – denominated loans to total loans
- 12.Foreign currency – denominated liabilities to total liabilities
- 13. Net open position in equities to capital

Other financial corporations

- 14.Assets to total financial system assets
- 15. Assets to GDP

Non financial Corporations

- 16.Total debt to equity
- 17.ROE
- 18. Earnings to interest and principal expenses
- 19.Net foreign exchange exposure to equity
- 20.Number of applications for protection from creditors

Households

- 21.Household debt to GDP
- 22.Household debt service and principal payments to income

Market Liquidity

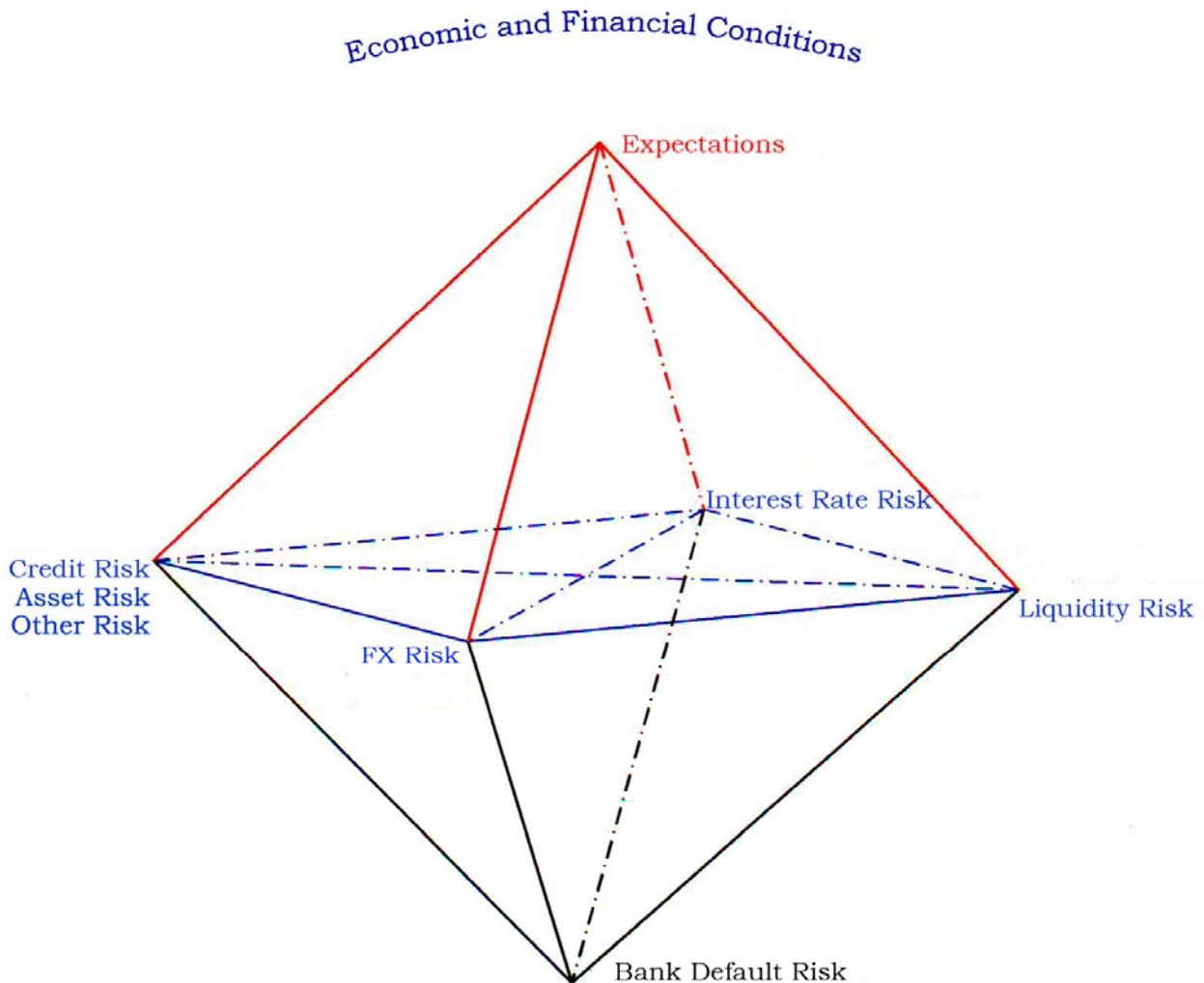
- 23.Average bid ask spread in the securities mkt
- 24.Average daily turnover ratio in the securities mkt

Real Estate Market

- 25.Residential real estate loans to total loans
- 26.Commercial real estate loans to total loans
- 27. Real estate prices

Ενότητα II

Σύστημα αλληλεξάρτησης και διάχυσης κινδύνου στο χρηματοπιστωτικό σύστημα



Στόχος του παραπάνω σχήματος είναι να μας βοηθήσει να αντιληφθούμε τον τρόπο με τον οποίο λειτουργεί το χρηματοπιστωτικό σύστημα σε περιόδους κρίσεων και γενικότερα τη διάχυση και την αλληλεπίδραση των κινδύνων μεταξύ τους, έτσι ώστε να μεταφράσουμε καλύτερα τα φαινόμενα τα οποία παρακολουθούμε σήμερα με αφορμή την κρίση και το σκάσιμο της φούσκας των subprime loans στην Αμερική.

Αναμφίβολα, η ψυχολογία και οι προσδοκίες του επενδυτικού κοινού και κατ'επέκταση όλου του κοινωνικού συνόλου, διαδραματίζει καίριο ρόλο στην λειτουργία του χρηματοοικονομικού συστήματος καθώς οι προσδοκίες είναι εκείνες οι οποίες θέτουν σε κίνηση τον μετασχηματισμό και τη μετάσταση του κινδύνου από την μια μορφή του σε άλλη. Αυτό θα γίνει πιο κατανοητό στην συνέχεια με τη μορφή παραδείγματος. Αν δεν ληφθούν άμεσα μέτρα, η άμεση συνέπεια της εξάπλωσης και της διάχυσης των κινδύνων στο ίδρυμα ή στο σύστημα πιθανώς να είναι και η πτώχευση η οποία παρουσιάζεται σαν κατάληξη στο κάτω μέρος του παραπάνω σχήματος.

Ξεκινώντας την ανάλυση του παραπάνω σχήματος, παρακολουθούμε ότι τη βάση του σχήματος συγκροτούν οι 4 βασικοί κίνδυνοι που αντιμετωπίζει ένα τραπεζικό ίδρυμα. Αριστερά βλέπουμε τον πιστωτικό κίνδυνο, στην συνέχεια τον επιτοκιακό, τον κίνδυνο ρευστότητας και τέλος τον συναλλαγματικό κίνδυνο. Το βασικό στοιχείο είναι ότι όλοι αυτοί οι κίνδυνοι αφενός συνδέονται μεταξύ τους και αφετέρου μέσω των προσδοκιών διαχέονται στο σύστημα με πολλαπλές μορφές.

Πριν όμως εξηγήσουμε το πως λειτουργεί το παραπάνω σχήμα, έχει αξία να δούμε το πως επιδρούν οι παραπάνω κίνδυνοι, ατομικά, σε ένα τυπικό τραπεζικό ίδρυμα και κατ'επέκταση σε ολόκληρο το χρηματοπιστωτικό σύστημα.

➤ Πιστωτικός Κίνδυνος¹⁹

Ο Πιστωτικός Κίνδυνος αναφέρεται στην πιθανότητα ο δανειζόμενος να μην εξυπηρετήσει το δάνειο το οποίο έχει λάβει είτε διότι αδυνατεί είτε διότι δεν θέλει. Η πρώτη περίπτωση σχετίζεται με τον επιχειρηματικό κίνδυνο του δανειζομένου, μέρος του οποίου λαμβάνει και η τράπεζα, η δε δεύτερη με τον ηθικό κίνδυνο. Από την στιγμή που ένα δάνειο παύσει να εξυπηρετείται, ο πιστωτικός κίνδυνος παύει να υφίσταται και στη θέση του τοποθετείται η βεβαιότητα της ζημιάς για την τράπεζα. Η επίδραση του πιστωτικού κινδύνου στην τράπεζα και το πως μπορεί ο κίνδυνος να οδηγήσει το ίδρυμα σε πτώχευση μπορεί να φανεί καλύτερα παραθέτοντας έναν τραπεζικό ισολογισμό.

19. Α. Αντζουλάτου, *Χρηματ/κό σύστημα, Δομή- Θεσμικό Πλαίσιο- Ανταγωνισμός*

Ενεργητικό		Παθητικό	
- Ρευστά Διαθέσιμα	10	- Καταθέσεις	120
- Δάνεια	190	- Χρηματοδότηση από αγορές	60
- Άλλες Επενδύσεις	-	- Καθαρή Θέση	20
=	200	=	200

Εάν υποθέσουμε ότι η αξία των δανείων της τράπεζας μειωθεί κατά ένα ποσό X, λόγω αθέτησης υποχρεώσεων από τους δανειστές, αντιλαμβανόμαστε ότι το ίδιο ποσό θα αφαιρεθεί από την καθαρή θέση της στο παθητικό. Αν το ποσό αυτό είναι μεγάλο καταλαβαίνουμε ότι το ίδρυμα θα χρειαστεί να αυξήσει τα ίδια της κεφάλαια για την θωράκιση του. Στην περίπτωση όμως που η ζημιά από την μείωση της αξίας των δανείων είναι μεγαλύτερη από την αξία των ιδίων κεφαλαίων, τότε αντιλαμβανόμαστε ότι η αρνητική καθαρή θέση συνεπάγεται πτώχευση για το ίδρυμα εκτός και αν υπάρξει αύξηση κεφαλαίου από τους μετόχους. Το προαναφερθέν σενάριο φαίνεται καλύτερα στον παρακάτω ισολογισμό.

Μείωση αξίας Δανείων κατά 25.

Ενεργητικό		Παθητικό	
- Ρευστά Διαθέσιμα	10	- Καταθέσεις	120
- Δάνεια	190 165	- Χρηματοδότηση από αγορές	60
- Άλλες Επενδύσεις	-	- Καθαρή Θέση	20 -5
=	175	=	175 ΠΤΩΧΕΥΣΗ

Τα παραδείγματα είναι από τις σημειώσεις του Καθηγητή Άγγελου Αντζουλάτου Χρηματοοικονομικό σύστημα, Δομή – Θεσμικό Πλαίσιο- Ανταγωνισμός

➤ **Επιτοκιακός Κίνδυνος**

Ο Επιτοκιακός Κίνδυνος προέρχεται από τις μεταβολές των επιτοκίων σε συνδυασμό με το ότι οι υποχρεώσεις και τα περιουσιακά στοιχεία των τραπεζών συνήθως έχουν διαφορετική διάρκεια. Οι μεν μεταβολές των επιτοκίων είναι σύνηθες φαινόμενο, η δε διαφορετική διάρκεια των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού σχετίζεται με τον μετασχηματισμό ρευστότητας τον οποίο επιτελούν οι διαμεσολαβητές.

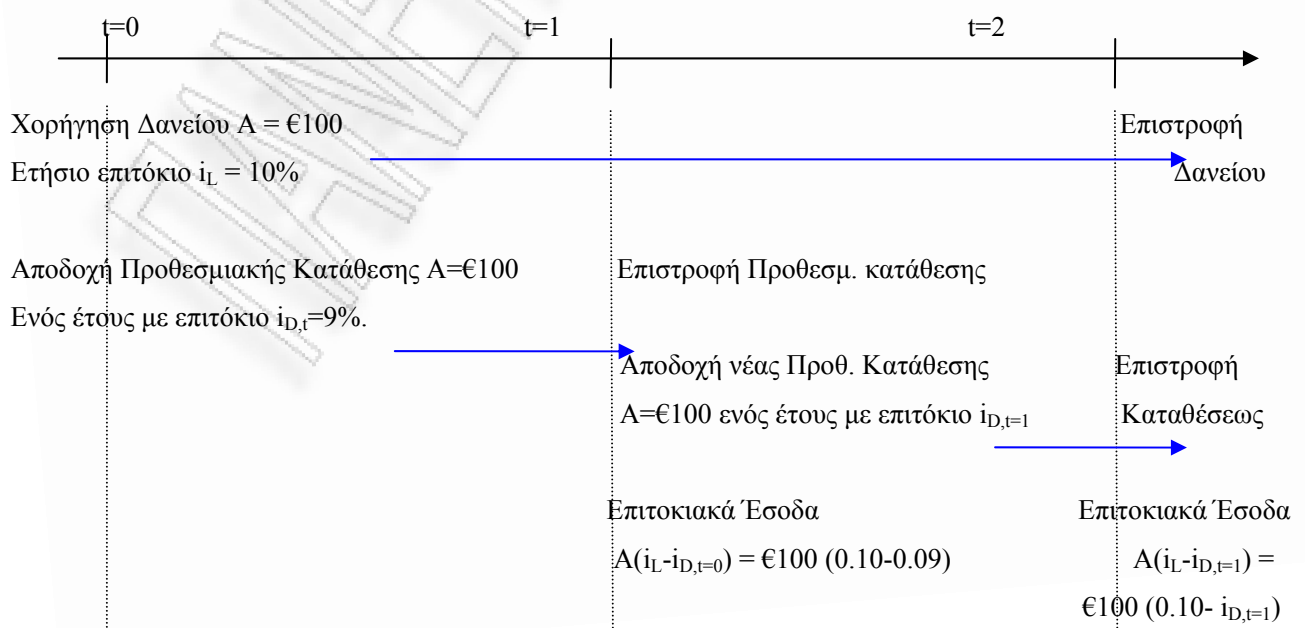
Η βασική έννοια του επιτοκιακού κινδύνου είναι ο κίνδυνος ή αλλιώς η πιθανότητα μειώσεως των κερδών ή ακόμη και ζημιάς των τραπεζών εάν η μεταβολή των επιτοκίων δεν τις ευνοεί.

Με την βοήθεια του παρακάτω παραδείγματος θα αντιληφθούμε ακριβώς την έννοια του επιτοκιακού κινδύνου:

Έστω ότι την χρονική στιγμή $t=0$ μια τράπεζα δίνει ένα δάνειο αξίας $A=€100$, διάρκειας δύο ετών με ετήσιο επιτόκιο $i_L = 10\%$. Το δάνειο χρηματοδοτείται με προθεσμιακή κατάθεση διάρκειας ενός έτους για το οποίο η τράπεζα πληρώνει επιτόκιο $i_{D,t}=9\%$. Κατά τη διάρκεια του πρώτου έτους η τράπεζα κερδίζει από τη διαφορά των επιτοκίων $i_L - i_{D,t} = 10\% - 9\% = 1\%$

Στο τέλος του πρώτου έτους, όταν η προθεσμιακή κατάθεση αποσύρεται, η τράπεζα πρέπει να προσελκύσει νέα κατάθεση αξίας €100. Έστω ότι το επιτόκιο της προθεσμιακής κατάθεσης ενός έτους τη χρονική στιγμή $t=1$ είναι $i_{D,t=1}$.

Οι σχετικές πράξεις συνοψίζονται στο κατωτέρω σχήμα:



Εδώ υπάρχουν τρεις πιθανές περιπτώσεις:

- $i_{D,t=0} = i_{D,t=1}$. Εδώ, τα κέρδη της τραπεζής το δεύτερο έτος δεν μεταβάλλονται σε σχέση με την προηγούμενη περίοδο.
- Η πιθανότητα το επιτόκιο να έχει μειωθεί, δηλαδή $i_{D,t=1} = 8\%$. Τα κέρδη της τράπεζας εδώ αυξάνονται διότι $i_L - i_{D,t=1} = 10\% - 8\% = 2\%$
- Τέλος, η πιθανότητα το επιτόκιο να έχει αυξηθεί, π.χ. σε $i_{D,t=1} = 11\%$. Εδώ τα κέρδη της τράπεζας μειώνονται και στην συγκεκριμένη περίπτωση γίνονται αρνητικά (ζημιά): $i_L - i_{D,t=1} = 10\% - 11\% = -1\%$

Με λίγα λόγια, ο επιτοκιακός κίνδυνος αντανακλά την αβεβαιότητα την οποία αντιμετωπίζει η τράπεζα την χρονική στιγμή $t = 0$ όταν χορηγεί το διετές δάνειο, σχετικά με το επιτόκιο καταθέσεων τη χρονική στιγμή $t = 1$, όταν θα πρέπει να επιστρέψει την προθεσμιακή κατάθεση της $t = 0$ και να προσελκύσει νέα κατάθεση.

Στο ανωτέρω παράδειγμα, όπου η διάρκεια των στοιχείων του ενεργητικού είναι μεγαλύτερη από τη διάρκεια των στοιχείων του παθητικού, ο επιτοκιακός κίνδυνος ονομάζεται κίνδυνος επαναχρηματοδότησης ενώ στην αντίθετη περίπτωση, ονομάζεται κίνδυνος επανεπένδυσης.

Με την βοήθεια του προαναφερθέντος ισολογισμού μπορούμε να απεικονίσουμε την επίπτωση του επιτοκιακού κινδύνου στην τράπεζα, υποθέτοντας αύξηση π.χ. των υποχρεώσεων προς τους καταθέτες κατά 25 λόγω αύξησης του καταθετικού επιτοκίου.

Ενεργητικό		Παθητικό	
- Ρευστά Διαθέσιμα	10	- Καταθέσεις	120 145
- Δάνεια	190	- Χρηματοδότηση από αγορές	60
- Άλλες Επενδύσεις	-	- Καθαρή Θέση	20 -5
=	200	=	200 ΠΤΩΧΕΥΣΗ

➤ **Συναλλαγματικός Κίνδυνος**

Οι μεταβολές των συναλλαγματικών ισοτιμιών επηρεάζουν την σε εγχώριο νόμισμα αξία περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων που είναι σε ξένο νόμισμα. Ταυτόχρονα όμως ο συναλλαγματικός κίνδυνος μπορεί να επηρεάσει τα αποτελέσματα χρήσεως μιας τράπεζας χωρίς η ίδια να είναι εκτεθειμένη σε ξένο νόμισμα αλλά μέσω έκθεσης πελατών της.

Για να αντιληφθούμε τι ακριβώς εκφράζει ο εν λόγω κίνδυνος ας παραθέσουμε το εξής παράδειγμα:

Με αναφορά σε δύο ισχυρά νομίσματα, το δολάριο Η.Π.Α. και το ευρώ, η ισοτιμία $S = 1,25\$/\text{€}$ σημαίνει ότι 1€ κοστίζει (αγοράζει) 1,25\$. Η ανωτέρω ισοτιμία είναι ισοδύναμη με $S' = 0,8 = 1/1,25 \text{ €}/\text{\$}$. Δηλαδή, 1\$ κοστίζει (αγοράζει) 0,8€. Το ευρώ ανατιμάται έναντι του δολαρίου όταν αυξάνεται η τιμή του και υποτιμάται όταν μειώνεται. Αναλυτικότερα:

	S [\$/€]	S' [€/€]
Βασικό Σενάριο	1,25	0,8 = 1/1,25
Ανατίμηση Ευρώ	↑1,30	↓0,769 = 1/↑1,30
Υποτίμηση Ευρώ	↓1,20	↑0,833 = 1/↓1,20

Συμπερασματικά, Ο συναλλαγματικός κίνδυνος αντανakλά την πιθανότητα η συναλλαγματική ισοτιμία να μεταβληθεί προς κατεύθυνση η οποία ζημιώνει την τράπεζα ή γενικότερα οποιονδήποτε οικονομικό παράγοντα έχει έκθεση σε συναλλαγματικό κίνδυνο.

Οι μεταβολές των συναλλαγματικών ισοτιμιών επηρεάζουν διαφορετικά τους έχοντες 'long' και 'short' θέσεις (positions) σε ξένο νόμισμα. Συγκεκριμένα:

- Η ανατίμηση του εγχωρίου νομίσματος (υποτίμηση του ξένου νομίσματος) ωφελεί τους έχοντες 'short' θέση σε ξένο νόμισμα: για να εκπληρώσουν τις υποχρεώσεις τους χρειάζονται λιγότερες μονάδες εγχωρίου νομίσματος
- Ζημιώνει τους έχοντες 'long' θέση σε ξένο νόμισμα: για κάθε μονάδα του ξένου νομίσματος παίρνουν λιγότερες μονάδες του εγχωρίου νομίσματος.
- Αντιστρόφως, η υποτίμηση του εγχωρίου νομίσματος (ανατίμηση του ξένου νομίσματος) ωφελεί τους έχοντες 'long' θέση σε ξένο νόμισμα: για κάθε μονάδα του ξένου νομίσματος παίρνουν περισσότερες μονάδες του εγχωρίου νομίσματος

- ζημιώνει τους έχοντες ‘short’ θέση σε ξένο νόμισμα: για να εκπληρώσουν τις υποχρεώσεις τους χρειάζονται περισσότερες μονάδες εγχωρίου νομίσματος.

Ας παραθέσουμε ένα παράδειγμα, π.χ. ‘Long’ θέση σε δολάρια.

Μία ευρωπαϊκή τράπεζα περιμένει στο τέλος του μήνα τόκους αξίας \$100.000. Με τη σημερινή ισοτιμία $S = 0,8\text{€}/\text{\$}$, η σε ευρώ αξία των τόκων είναι $\$100.000 * 0,8\text{€}/\text{\$} = \text{€}80.000$.

Εάν μέχρι το τέλος του μήνα το ευρώ

- ανατιμηθεί σε $0,769\text{€}/\text{\$}$, η αξία των τόκων θα μειωθεί σε $\$100.000 * 0,769\text{€}/\text{\$} = \text{€}76.900$
- υποτιμηθεί σε $0,833\text{€}/\text{\$}$, η αξία των τόκων θα αυξηθεί σε $\$100.000 * 0,833\text{€}/\text{\$} = \text{€}83.300$.

2ο παράδειγμα. ‘Short’ θέση σε δολάρια.

Μία ευρωπαϊκή τράπεζα έχει δανειστεί \$1.000.000. Με τη σημερινή ισοτιμία $S = 0,8\text{€}/\text{\$}$, η σε ευρώ αξία του δανείου είναι $\$1.000.000 * 0,8\text{€}/\text{\$} = \text{€}800.000$.

Εάν το ευρώ

- ανατιμηθεί σε $0,769\text{€}/\text{\$}$, η αξία του δανείου θα μειωθεί σε $\$1.000.000 * 0,769\text{€}/\text{\$} = \text{€}769.000$
- υποτιμηθεί σε $0,833\text{€}/\text{\$}$, η αξία του δανείου θα αυξηθεί σε $\$1.000.000 * 0,833\text{€}/\text{\$} = \text{€}833.000$.

Με την βοήθεια του ισολογισμού μπορούμε και πάλι να απεικονίσουμε την επίπτωση του συναλλαγματικού τώρα κινδύνου στην τράπεζα, υποθέτοντας υποτίμηση του εγχωρίου νομίσματος κατά 25.

Ενεργητικό		Παθητικό	
- Ρευστά Διαθέσιμα	10	- Καταθέσεις	120
- Δάνεια	190	- Χρηματοδότηση από αγορές	60 85
- Άλλες Επενδύσεις	-	- Καθαρή Θέση	20 -5
=	200	=	200 ΠΤΩΧΕΥΣΗ

Τα παραδείγματα είναι από τις σημειώσεις του Καθηγητή Άγγελου Αντζουλάτου, Χρηματοοικονομικό σύστημα, Δομή – Θεσμικό Πλαίσιο- Ανταγωνισμός

➤ Κίνδυνος Ρευστότητας

Ο κίνδυνος ρευστότητας προέρχεται από την ανάγκη χρηματοδότησεως των μακροπρόθεσμων απαιτήσεων των τραπεζών (δανείων) με βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις (καταθέσεις, αλλά και έκδοση αξιογράφων στην αγορά χρήματος, όπως, πιστοποιητικά καταθέσεων). Υπό κανονικές συνθήκες, οι τράπεζες μπορούν να αντικαθιστούν τις αναλήψεις, όπως την επιστροφή της προθεσμιακής καταθέσεως την περίοδο $t = 1$ του παραδείγματος της προηγούμενης ενότητας, με νέες καταθέσεις ή με δανεισμό στις αγορές χρήματος και κεφαλαίων. Επιπλέον, μπορούν να χρησιμοποιήσουν τα ρευστά διαθέσιμά τους. Υπάρχουν, όμως, και περίοδοι όπου οι τράπεζες αδυνατούν να το κάνουν και αντιμετωπίζουν κρίση ρευστότητας. Οι πιθανές αιτίες είναι πολλές. Μία αναταραχή στις διεθνείς χρηματαγορές η οποία κάνει διστακτικούς τους επενδυτές/αποταμιευτές, η οικονομική κατάσταση της τράπεζας και ο φόβος για αδυναμία εκπληρώσεως των υποχρεώσεών της.

Οποιαδήποτε και αν είναι η αιτία της κρίσεως ρευστότητας, τα αποτελέσματα είναι αρνητικά. Προκειμένου να αντλήσουν χρήμα, οι τράπεζες υποχρεώνονται ή να πληρώσουν υψηλό επιτόκιο ή να ρευστοποιήσουν υπό πίεση –και, συνελώς, σε σχετικά χαμηλή τιμή– στοιχεία του ενεργητικού τους, όπως, ομόλογα, μετοχές. Και στις δύο περιπτώσεις επηρεάζεται αρνητικά η κερδοφορία τους και στην δεύτερη περίπτωση και της καθαρής θέσης της. Σε ακραίες δε περιπτώσεις, μία τράπεζα η οποία αντιμετωπίζει κρίση ρευστότητας μπορεί να οδηγηθεί ακόμα και σε πτώχευση.

Επειδή δε η πτώχευση μίας τραπεζής μπορεί να οδηγήσει σε πανικό και κρίση του τραπεζικού συστήματος, οι εποπτικές αρχές έχουν κίνητρο να επιβάλλουν κανονισμούς οι οποίοι μειώνουν αυτή την πιθανότητα. Οι εν λόγω κανονισμοί προβλέπουν ελάχιστα όρια ρευστότητας τα οποία οι εποπτικές αρχές θεωρούν ικανά για την αποτροπή τέτοιων κρίσεων.

Επιπλέον, οι εποπτικές αρχές, συνήθως οι κεντρικές τράπεζες, λειτουργούν ως «δανειστές τελευταίας καταφυγής» ('lenders of last resort'), παρέχοντας ρευστότητα σε τράπεζες οι οποίες αντιμετωπίζουν τέτοια προβλήματα.

Με την βοήθεια του ισολογισμού μπορούμε τώρα να απεικονίσουμε την επίπτωση του κινδύνου ρευστότητας στην τράπεζα, υποθέτοντας μείωση καταθέσεων κατά 7.

Ενεργητικό		Παθητικό	
- Ρευστά Διαθέσιμα	10 3	- Καταθέσεις	120 113
- Δάνεια	190	- Χρηματοδότηση από αγορές	60
- Άλλες Επενδύσεις	-	- Καθαρή Θέση	20
=	193	=	193

Στην περίπτωση όμως που η απόσυρση των καταθέσεων είναι μεγαλύτερη και σε βαθμό τέτοιο που να μην καλύπτεται από τα ρευστά διαθέσιμα, τότε η τράπεζα υποχρεώνεται να προβεί στην ρευστοποίηση και στην πώληση των λοιπών περιουσιακών της στοιχείων όπως οι απαιτήσεις της (δάνεια) και σε μικρότερη τιμή από την πραγματική τους αξία. Αυτό μπορεί να έχει σαν αποτέλεσμα, η «έκπτωση» με την οποία θα εκποιήσει η τράπεζα τις απαιτήσεις της να αφαιρεθεί αντιστοίχως από την καθαρή της θέση με συνέπεια της χρεοκοπία.

π.χ. Μπορούμε να απεικονίσουμε την επίπτωση του κινδύνου ρευστότητας στην τράπεζα, υποθέτοντας μείωση καταθέσεων κατά 17.

Ενεργητικό		Παθητικό	
- Ρευστά Διαθέσιμα	10 0	- Καταθέσεις	120 103
- Δάνεια	190 ?	- Χρηματοδότηση από αγορές	60
- Άλλες Επενδύσεις	-	- Καθαρή Θέση	20 ?
=	200 ?	=	200 ?

Τα παραδείγματα είναι από τις σημειώσεις του Καθηγητή Άγγελου Αντζουλάτου, Χρηματοοικονομικό σύστημα, Δομή – Θεσμικό Πλαίσιο- Ανταγωνισμός

Έχοντας αναλύσει τους 4 βασικούς κινδύνους μεμονωμένα, θα μπορούσαμε πλέον να παρουσιάσουμε το πως ακριβώς τίθεται σε κίνηση το σχήμα (οκτάεδρο) το οποίο συναντήσαμε στην αρχή της ενότητας. Ο καλύτερος τρόπος για να αντιληφθούμε τον τρόπο με τον οποίο λειτουργεί το σχήμα αλλά και να επιβεβαιώσει την συσχέτιση των κινδύνων, την αλληλεξάρτηση τους και το πως κινητοποιούνται μέσω των προσδοκιών με αποτέλεσμα την πτώχευση, χρήσιμο είναι να χρησιμοποιήσουμε ένα παράδειγμα το οποίο περιγράφει γλαφυρά μια ακολουθία πραγμάτων από την τρέχουσα κρίση.

Ας υποθέσουμε ότι ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα αντιμετωπίζει προβλήματα με τους δανειολήπτες του, οι οποίοι δεν πληρώνουν τα δάνεια τους με αποτέλεσμα η τράπεζα να ζημιώνεται και έτσι να επιβαρύνεται η καθαρή της θέση. Μέσω των προσδοκιών, η παραπάνω είδηση προκαλεί ανησυχία και πανικό στους πελάτες της τράπεζας, σχετικά με την βιωσιμότητα της, με αποτέλεσμα να προβούν σε αθρόες αναλήψεις των καταθέσεων τους και έτσι η τράπεζα να αντιμετωπίζει και πρόβλημα ρευστότητας.

Στην συνέχεια, το τραπεζικό σύστημα δεν θα προσφέρει ρευστότητα στην συγκεκριμένη τράπεζα, λόγω αβεβαιότητας, ή θα το κάνει με πολύ υψηλό επιτόκιο, δηλαδή με πολύ υψηλό κόστος. Εναλλακτική πηγή άντλησης θα είναι οι καταθέσεις με πολύ υψηλό επιτόκιο καταθέσεων, γεγονός το οποίο ζήσαμε έντονα τους περασμένους μήνες με τα υψηλά επιτόκια προθεσμιακών καταθέσεων μετά την νέκρωση της διατραπεζικής αγοράς. Φυσικά τα υψηλά αυτά επιτόκια αποτελούν δυσβάσταχτο βάρος για την τράπεζα με τον κίνδυνο πλέον να παίρνει και την μορφή του επιτοκιακού κινδύνου.

Αν διευρύνουμε την εικόνα στο σύνολο του χρηματοοικονομικού συστήματος, εύκολα γίνεται αντιληπτό ότι οι παραπάνω συνθήκες θα έχουν κλονίσει την συνολική λειτουργία της κοινωνίας και της οικονομίας με τις αρχές να παίρνουν μέτρα όπως η ραγδαία μείωση των επιτοκίων από τις κεντρικές τράπεζες γεγονός που έχει άμεση συνέπεια την υποτίμηση των νομισμάτων, ειδικά στις αναπτυσσόμενες χώρες οι οποίες δεν έχουν ισχυρές αντιστάσεις. Συνεπώς οι τράπεζες οι οποίες έχουν έκθεση σε ξένο νόμισμα, θα υποστούν περαιτέρω ζημιές με τελικό αποτέλεσμα την χρεοκοπία τους. Αν λάβουμε υπόψιν και τις τεράστιες εξωτερικές ανισορροπίες που επικρατούν στο χρηματοοικονομικό σύστημα με τα δυσθεώρητα ελλείμματα ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών μπορούμε εύκολα να αντιληφθούμε τον κίνδυνο που διατρέχουν νομίσματα για πιθανή κατάρρευση τους αλλά αξίζει να το συζητήσουμε και από την οπτική για το πως γίνεται αυτά τα ελλείμματα εκτός από συναλλαγματικό κίνδυνο να εξηγήσουν και τον πιστωτικό κίνδυνο. Η ύπαρξη μεγάλου

ελλείμματος στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών σημαίνει ότι οι επενδύσεις και η κατανάλωση είναι μεγαλύτερες από την αποταμίευση. Συνεπώς, η συνεχής διόγκωση των ελλειμμάτων αυτών και η διατήρηση αυτών των ανισορροπιών στο σύστημα μεταφράζεται σαν υπερκατανάλωση και σαν υπερεπένδυση, γεγονός που αναδεικνύει ξεκάθαρα τον πιστωτικό κίνδυνο μιας και η συνεχής έκθεση – κατανάλωση συνοδεύεται από ανυπαρξία αποταμίευσης με άμεση συνέπεια την αθέτηση των υποχρεώσεων των δανειζομένων.

Με την παραπάνω περιγραφή γίνονται αντιληπτές οι αλυσιδωτές αντιδράσεις από έναν και μόνο κίνδυνο με την υποβοήθηση των προσδοκιών οι οποίες λειτουργούν και ως ένα σημαντικό βαθμό ως αυτοεπιβεβαιούμενες. Η παραπάνω όμως περιγραφή ξεκινάει από τον πιστωτικό κίνδυνο και διευρύνεται στο υπόλοιπο σύστημα. Το σενάριο μπορεί εύκολα να παραλλαχθεί ξεκινώντας από άλλο σημείο του σχήματος έχοντας όμως τα ίδια αποτελέσματα.

Ενότητα III

Κεφάλαιο I

Ανάλυση Εκθέσεων Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας

Αναμφισβήτητα, οι οικονομίες σήμερα είναι πολύ περισσότερο συνδεδεμένες και αλληλοεξαρτώμενες απ'ότι στο παρελθόν. Οι αγορές παρακολουθούν στενά τις αποφάσεις αυτών που χαράζουν την οικονομική πολιτική παγκοσμίως και κινούνται αναλόγως. Μια λάθος κίνηση σε μια χώρα επηρεάζει τις προσδοκίες των επενδυτών σε όλο τον πλανήτη και όχι μόνο μέσα στα στενά γεωγραφικά πλαίσια της συγκεκριμένης χώρας. Όταν αναλογιστούμε ότι το πρόβλημα μπορεί να προκύψει σε μια οικονομία όπως οι ΗΠΑ, η οποία παράγει το 27% του παγκόσμιου ΑΕΠ, αντιλαμβανόμαστε ότι η μετάδοση των αρνητικών φαινομένων θα είναι φυσικά πιο έντονη.

Σε έναν κατακερματισμένο κόσμο, με τις χώρες να είναι απομονωμένες, μια γρήγορη αντίδραση της Κεντρικής Τράπεζας της χώρας η οποία αντιμετωπίζει το πρόβλημα, θα μπορούσε να είναι καταλυτική και επιτυχημένη. Σε παγκοσμιοποιημένες όμως αγορές, η συστηματική αδυναμία σε μια χώρα, η ρύθμιση της και η ευθύνη της γενικότερα, είναι συλλογική προσπάθεια και αφορά όλους.

Παρακολουθώντας παρελθούσες κρίσεις, εύκολα παρατηρεί κανείς στοιχεία και συνθήκες που χαρακτηρίζουν τις οικονομίες λίγο πριν την εκδήλωση της κρίσης όπως π.χ. η πτώση της οικονομικής δραστηριότητας, αύξηση των ελλειμμάτων και των χρεών, ραγδαία αύξηση των τιμών περιουσιακών στοιχείων κ.α. Στην σημερινή κρίση παρατηρήθηκαν κάποια και από τα προαναφερθέντα φαινόμενα. Συγκεκριμένα παρατηρήθηκε η δημιουργία φούσκας στις τιμές των ακινήτων σε πολλές περιοχές των ΗΠΑ η οποία με την σειρά της τροφοδότησε τον υπερδανεισμό και την υπερκατανάλωση. Αυτό είχε σαν συνέπεια την συνεχή αύξηση των εισαγωγών και την αύξηση του ελλείμματος τρεχουσών συναλλαγών.

Από την άλλη μεριά, ο εντεινόμενος ανταγωνισμός εκ μέρους των τραπεζών για υψηλότερη κερδοφορία οδήγησε στην εξάπλωση των στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου μη λαμβάνοντας υπόψιν τον αυξανόμενο πιστωτικό κίνδυνο. Τέλος, οι τράπεζες μέσω της μεθόδου των τιτλοποιήσεων μετακύλησαν τον προαναφερθέντα κίνδυνο στους επενδυτές, οι οποίοι επαναπαύθηκαν στις αξιολογήσεις των εταιριών πιστοληπτικής ικανότητας. Μέσω των τιτλοποιήσεων, οι τράπεζες αποκτούσαν την ρευστότητα για νέα δάνεια με συνέπεια την

αύξηση της ποσότητας χρήματος στην οικονομία. Οι επενδυτικές τράπεζες, διακρατούσαν στο χαρτοφυλάκιο τους τα equity portions, τα οποία ήταν και τα πιο επικίνδυνα κομμάτια των τιτλοποιημένων δανείων είτε γιατί δεν μπορούσαν να τα πουλήσουν είτε γιατί είχαν την υψηλότερη απόδοση. Όταν η αγορά κατοικίας άρχισε την πτωτική της πορεία και οι δόσεις των στεγαστικών δανείων να μην καταβάλλονται από τους δανειολήπτες, τότε οι πρώτοι τίτλοι που έχασαν την αξία τους ήταν αυτοί με τον υψηλότερο κίνδυνο. Έτσι οι τράπεζες σημείωσαν τις πρώτες μεγάλες απώλειες τους.

Παρά το γεγονός ότι τέτοιοι τίτλοι δεν εκδόθηκαν πολλοί στην Ευρώπη, τα στοιχεία δείχνουν ότι η κρίση έχει επεκταθεί εξίσου σημαντικά και εδώ και αυτό έχει να κάνει με το γεγονός ότι κάτοχοι των ανωτέρω τίτλων ήταν και Ευρωπαίοι επενδυτές.

Σκιαγραφώντας τα παραπάνω γεγονότα, αντιλαμβανόμαστε ένα μέρος των κινδύνων οι οποίοι προήλθαν αλλά και επηρέασαν το χρηματοπιστωτικό σύστημα. Οι κίνδυνοι φυσικά στην πορεία έγιναν περισσότεροι, αλλάζοντας ταυτόχρονα μορφές, επηρεάζοντας περαιτέρω το χρηματοπιστωτικό σύστημα. Μελετώντας τις εκθέσεις χρηματοοικονομικής σταθερότητας της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ), του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (ΔΝΤ) και της Τράπεζας της Αγγλίας (ΤτΑ) γίνεται εύκολα αντιληπτό ότι οι ενδείξεις υπήρχαν από πολύ νωρίς και οι πιθανοί κίνδυνοι ξεχώριζαν και γίνονταν αντιληπτοί από τις εποπτικές αρχές.

Κεφάλαιο II

Γενική Σύνοψη – Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα

Μία από τις πιο αξιόπιστες πηγές από την οποία θα μπορούσαμε να αντλήσουμε συμπεράσματα για τα προβλήματα και τους κινδύνους τους οποίους εντόπιζε αλλά και αντιμετώπιζε το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα, είναι οι εξαμηνιαίες εκθέσεις χρηματοοικονομικής σταθερότητας της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας.


Μελετώντας τις εξαμηνιαίες εκθέσεις, γίνεται εύκολα αντιληπτό ότι ενώ η οικονομία κινείται με σημαντική ανάπτυξη, εταιρική κερδοφορία και υψηλή κατανάλωση, σύμφωνα με τη γνώμη των συντακτών υπήρχαν συγκεκριμένοι παράγοντες οι οποίοι δυνητικά θα μπορούσαν να προκαλέσουν κλυδωνισμούς και τριγμούς στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Το ύψος των συντακτών των εκθέσεων αυτών είναι σαφές ότι με την πάροδο του χρόνου υποδηλώνει ότι ανησυχούν όλο και περισσότερο ενώ έντονο ενδιαφέρον προκαλεί η επανάληψη από μέρους τους, συγκεκριμένων παραγόντων οι οποίοι θα μπορούσαν να προκαλέσουν αποσταθεροποίηση του συστήματος.

Όπως θα διακρίνουμε και παρακάτω, οι συντάκτες των εκθέσεων χρηματοοικονομικής σταθερότητας δείχνουν να εντοπίζουν όλο και περισσότερο έναν πυρήνα συγκεκριμένων κινδύνων - απειλών του συστήματος, τα οποία δεν παραλείπουν ποτέ να συμπεριλάβουν στην έκθεσή τους, ενώ παράλληλα προσθέτουν συνεχώς νέες παραμέτρους και συμπεράσματα, σχετικά με τον τρόπο λειτουργίας των τραπεζών, τα οποία προκαλούν εντύπωση σχετικά με την χρονική στιγμή κατά την οποία αναφέρονται. Για παράδειγμα, εντύπωση προκαλεί η αναφορά της έκθεσης του Ιουνίου του 2006 ότι υπάρχει αμφισβήτηση για την ικανότητα των stress tests, τα οποία εφαρμόζουν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα έτσι ώστε να ανιχνεύουν προβλήματα και κινδύνους (π.χ. ρευστότητας) στο σύστημα, ενώ άκρως ενδιαφέρουσα είναι η διαπίστωση περί υπερβολικής χαλαρώσεως των όρων δανεισμού εκ μέρους των τραπεζών λόγω του εντεινόμενου ανταγωνισμού.

Λόγω του ότι η τρέχουσα κρίση ξέσπασε στις ΗΠΑ το καλοκαίρι του 2007, έχει αξία να μελετήσουμε τι έβλεπαν οι συντάκτες των εν λόγω εκθέσεων μέχρι και τον Ιούνιο του 2007 δεδομένου ότι τον Δεκέμβριο του 2007 το τοπίο είχε ξεκαθαρίσει και τα πρώτα προβλήματα είχαν ήδη αρχίσει να φαίνονται και στον Ευρωπαϊκό χώρο.

Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα

Στον πίνακα που ακολουθεί έχουν συγκεντρωθεί όλοι οι αναφερόμενοι κίνδυνοι στις εκθέσεις χρηματοοικονομικής σταθερότητας της ΕΚΤ από τον Δεκέμβριο του 2004 έως και τον Ιούνιο του 2007.

	Financial Stability Reviews - European Central Bank					
	Δεκ. 2004	Ιουν. 2005	Δεκ. 2005	Ιουν. 2006	Δεκ. 2006	Ιουν. 2007
Υπερδανεισμός υπερχρεωμένων Νοικοκυριών & κακή διαχείριση του ισολογισμού τους	■	■	■	■	■	■
Η Αμερικανική Ιδιωτική αποταμίευση κινείται σε πολύ χαμηλά επίπεδα			■			
Κακή διαχείριση ισολογισμού μεσάίων και μικρών επιχειρήσεων.	■	■	■	■		
Αύξηση μόχλευσης για τις επιχειρήσεις και διαφυγή σε βραχυπρόθεσμο δανεισμό					■	■
Υποβαθμίσεις πιστοληπτικής ικανότητας πολλών εταιριών					■	■
Κίνδυνοι στην Απασχόληση/Διαθέσιμο εισόδημα			■		■	
Αναζήτηση υψηλών αποδόσεων (λόγω χαμηλών επιτοκίων) στις πιστωτικές αγορές (CDO's, MBS)	■	■	■	■	■	■
Δραματική Αύξηση προϊόντων μεταφοράς πιστωτικού κινδύνου						■
Υπερτιμημένη αγορά κατοικίας	■	■	■	■	■	
Μεγάλα και διευρυνόμενα Αμερικανικά Ελλείμματα - Παγκόσμιες Ανισοροπίες	■	■	■	■	■	
Κίνδυνος προερχόμενος από τα αδιαφανή Hedge Funds	■	■	■	■	■	■
Πιθανή αύξηση μακροπρόθεσμων επιτοκίων.	■	■	■	■	■	
Χαλάρωση όρων δανεισμού από τράπεζες			■	■	■	■
Αύξηση μη επιτοκιακού εισοδήματος	■	■	■			
Μείωση προβλέψεων Τραπεζών	■	■	■			
Μη αποτελεσματική αντιστάθμιση συναλλαγματικού κινδύνου					■	
Αυξημένος κίνδυνος αντισυμβαλλομένου					■	■
Αμφισβήτηση περί ικανότητας των stress tests να ανιχνεύσουν κινδύνους στο σύστημα.				■	■	
Πιθανή έλλειψη ρευστότητας στις αγορές						■
Πιθανή άμεση έκθεση των Ευρωπαϊκών Τραπεζών στην αγορά των subprime						■
Μη αποδοτική μέτρηση πιστωτικού κινδύνου από τις εταιρίες αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας						■

Στην αριστερή στήλη παρατηρούμε τους αναφερόμενους κινδύνους ενώ στην πρώτη γραμμή παρατίθενται οι εξαμηνιαίες εκθέσεις της ΕΚΤ. Με μια πρώτη ματιά, γίνεται αντιληπτό αφενός ότι υπάρχουν κίνδυνοι οι οποίοι παρουσιάζουν μεγάλη συχνότητα αναφοράς από τους συντάκτες και αφετέρου ότι με την πάροδο του χρόνου οι αναφερόμενοι κίνδυνοι, σε γενικές γραμμές, πληθαίνουν. Φυσικά, η κάθε αναφορά από μόνη της δεν σημαίνει κάτι και εκεί έχει σημασία το ύψος του συντάκτη και η ένταση με την οποία υπογραμμίζει την κάθε του αναφορά.

Το 2004, οι συντάκτες των εκθέσεων φαίνονται σε γενικές γραμμές εφησυχασμένοι από την κερδοφόρα πορεία των τραπεζών, υπογραμμίζοντας την δυναμική που διακατέχει το χρηματοοικονομικό σύστημα. Στην συνέχεια όμως θεωρούν σκόπιμο να αναφέρουν ότι παρά το θετικό κλίμα, κάποιες πιθανές πηγές κινδύνου υπάρχουν και ότι το σύστημα ίσως είναι εκτεθειμένο σε αυτές. Με την πάροδο του χρόνου, οι συντάκτες υπογραμμίζουν επικίνδυνες παραμέτρους, άλλες τις επαναλαμβάνουν, άλλες τις παρουσιάζουν και σταματούν την αναφορά τους ενώ γενικότερα φαίνεται ότι όποιος παρακολουθούσε τις εξελίξεις και την πορεία των πραγμάτων δεν θα ήταν δύσκολο να αντιληφθεί τον κίνδυνο. Τα σημάδια υπήρχαν. Ας τα προσεγγίσουμε με την βοήθεια του πίνακα βάσει των εκθέσεων της ΕΚΤ.

Ο πρώτος κίνδυνος ο οποίος αναφέρεται σχεδόν σε όλη τη σειρά των εκθέσεων είναι τα μεγάλα και διαρκώς διευρυνόμενα Αμερικανικά ελλείμματα και οι παγκόσμιες γενικότερα ανισορροπίες. Ο εν λόγω κίνδυνος αναφέρεται ως «εξαιρετικά επικίνδυνος» για την παγκόσμια χρηματοοικονομική σταθερότητα ειδικά τη στιγμή κατά την οποία το έλλειμμα των ΗΠΑ θα μπορούσε να σταματήσει να χρηματοδοτείται από τους δανειστές της χώρας. Οι ΗΠΑ είναι ο μεγαλύτερος δανειζόμενος παγκοσμίως ενώ το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, το οποίο αντικατοπτρίζει τη διαφορά των επενδύσεων και των αποταμιεύσεων, πλησιάζει το 6% του ΑΕΠ της. Οι οικονομολόγοι φοβόντουσαν ότι όσο η αύξηση της κατανάλωσης ωθούσε την χώρα σε συνεχή δανεισμό, οι ξένοι θα δίσταζαν ολοένα και περισσότερο να την δανειοδοτήσουν. Έτσι η ροή δανεισμού θα μπορούσε να διακοπεί ωθώντας το δολάριο σε κάθετη πτώση.

Στην συνέχεια, οι συντάκτες παρατηρούμε ότι τον Δεκέμβριο του 2005 παραθέτουν το στοιχείο ότι η Αμερικανική Ιδιωτική Αποταμίευση κινείται σε υπερβολικά χαμηλά επίπεδα μη αναφέροντας το ξανά όμως σε καμιά άλλη δημοσίευση της έκθεσης. Φυσικά, στα προαναφερθέντα αμερικανικά ελλείμματα αντικατοπτριζόταν περισσότερο η μείωση των ποσοστών της αποταμίευσης από τους αμερικανούς πολίτες και λιγότερο η αύξηση των

επενδύσεων. Οι ΗΠΑ προφανώς απορροφούσαν αποταμιεύσεις από το εξωτερικό οι οποίες όμως δεν είναι ανεξάντλητες.

Όπως χαρακτηριστικά αναφέρουν οι συντάκτες, οι επιχειρήσεις λόγω της κερδοφόρας πορείας τους είχαν την ευκαιρία να εξορθολογίσουν τους ισολογισμούς τους και να θωρακιστούν από πιθανούς κινδύνους. Αυτό όμως δεν συνέβη τόσο από τις μεσαίες και μικρότερες επιχειρήσεις όσο και από τα νοικοκυριά. Όπως παρατηρούμε στον πίνακα, από τον Δεκέμβριο του 2004 έως τον Ιούνιο του 2006 γίνεται αναφορά για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις οι οποίες δεν φρόντισαν για τον εξορθολογισμό των ισολογισμών τους αλλά αντιθέτως χαρακτηρίζονται από μόχλευση και καταφυγή σε βραχυπρόθεσμο δανεισμό όπως αναφέρεται τον Δεκέμβριο του 2006 και τον Ιούνιο του 2007.

Όσον αφορά τα νοικοκυριά, καθόλη τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου γίνεται αναφορά για την κακή διαχείριση του ισολογισμού τους υπογραμμίζοντας τον υπερβολικό δανεισμό τους και την υπερχρέωση τους. Το ξέφρενο καταναλωτικό πρότυπο οδηγούσε τους καταναλωτές στον υπερδανεισμό και στην υπερκατανάλωση με το σύστημα να συνεχίζει να παράγει όλο και περισσότερα αγαθά αυξάνοντας ταυτόχρονα την προσφορά. Αυτήν την υπερβάλλουσα προσφορά απορροφούσε η ζήτηση των καταναλωτών, βασισμένη όμως στον υπερδανεισμό.

Όπως γίνεται εύκολα αντιληπτό όλα τα παραπάνω μεταφράζονται σαν πιστωτικός κίνδυνος για τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα καθώς όταν οι δανειζόμενοι φτάσουν να μην μπορούν να πληρώσουν τις δόσεις των δανείων τους, αυτό συνεπάγεται απώλειες για την τράπεζα. Σε αυτό έρχεται να προστεθεί ένας ακόμα αναφερόμενος κίνδυνος ο οποίος αναφέρεται δύο φορές κατά το εξεταζόμενο διάστημα (Δεκ. '05 και Δεκ. '06) και ο οποίος υπογραμμίζει πιθανά προβλήματα τα οποία μπορεί να παρουσιαστούν στην απασχόληση και συνεπώς στα διαθέσιμα εισοδήματα.

Στην συνέχεια, μία από τις σημαντικότερες αναφερόμενες παραμέτρους είναι η υπερτιμημένη αγορά κατοικίας η οποία αναφέρεται σχεδόν καθόλη την διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου, με εξαίρεση τον Ιούνιο του 2007, καθώς οι τριγμοί στον εν λόγω κλάδο είχαν ήδη κάνει την εμφάνισή τους. Τα χαμηλά επιτόκια σε συνδυασμό με τον υπερβολικό δανεισμό και την υπερβολική κατανάλωση ώθησαν στα ύψη και τις τιμές των ακινήτων με αποτέλεσμα η αποταμίευση να μειώνεται και η κοινωνία να εμπλέκεται σε έναν φαύλο κύκλο δανεισμού και κατανάλωσης.

Προσεγγίζοντας τώρα λίγο πιο πολύ τον χρηματοοικονομικό κλάδο, προκύπτουν ενδιαφέροντα στοιχεία μελετώντας τις εκθέσεις της ΕΚΤ. Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει η διαπίστωση των συντακτών από το 2005 ότι τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα έχουν χαλαρώσει κατά πολύ τους όρους δανειοδότησης λόγω του ανταγωνισμού, ενώ γίνεται ιδιαίτερη μνεία στα στεγαστικά δάνεια. Συνεπώς προκύπτει αβίαστα ότι τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα αφηφούσαν τον πιστωτικό τους κίνδυνο χαλαρώνοντας όλο και περισσότερο τα standards δανειοδότησης έχοντας την ψευδαίσθηση ότι η αξία των υποθηκευμένων ακινήτων θα ήταν συνεχώς ανοδική.

Στην συνέχεια, αναφορά γίνεται από τον Δεκέμβριο του 2004 έως και το report του Δεκεμβρίου του 2005 στο συνεχώς αυξανόμενο μη επιτοκιακό εισόδημα των τραπεζών. Όπως έχουμε ήδη αναφέρει, ο εντεινόμενος ανταγωνισμός ώθησε τις τράπεζες στην παροχή μη παραδοσιακών υπηρεσιών με την ταυτόχρονη έκθεση τους σε μεγαλύτερα ρίσκα και μεγαλύτερα VaR. Την ίδια περίοδο, γίνεται αναφορά και στην τακτική των τραπεζών να μειώνουν όλο και περισσότερο τις προβλέψεις τους υποδεικνύοντας έτσι τον εφησυχασμό στον οποίο είχαν περιέλθει, δεσμεύοντας όλο και λιγότερα χρήματα για την ασφάλεια του εκάστοτε ιδρύματος. Επιπλέον, τον Δεκέμβριο του 2006 γίνεται αναφορά από τους συντάκτες ότι κάποια μεγάλα πιστωτικά ιδρύματα ίσως δεν έχουν αντισταθμίσει αποτελεσματικά τον συναλλαγματικό τους κίνδυνο ενώ στην ίδια έκθεση, όπως και σε εκείνη που ακολουθεί, οι συντάκτες αναφέρουν ότι ίσως τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα αντιμετώπισουν προβλήματα λόγω εκθέσεων τους σε προϊόντα άλλων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων με ορατά τα προβλήματα βιωσιμότητας. Ξεκάθαρα λοιπόν εδώ γίνεται λόγος για κίνδυνο αντισυμβαλλομένου.

Παράγοντας ο οποίος θα μπορούσε να προκαλέσει κίνδυνο για τις τράπεζες και ο οποίος αναφέρεται καθόλη τη διάρκεια της έρευνας εκτός από το τελευταίο report, είναι η πιθανή αύξηση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων με αποτέλεσμα η δανειοδότηση να περιοριστεί, οι δόσεις των δανείων να αυξηθούν και οι δανειολήπτες να μην μπορούν να αποπληρώσουν τα δάνεια τους. Ταυτόχρονα αυτό θα είχε σαν συνέπεια και την πτώση των τιμών των ομολόγων και κατά συνέπεια των αποτιμήσεων των ομολογιακών χαρτοφυλακίων των τραπεζών.

Ένας από τους κινδύνους ο οποίος αναφέρεται σε όλες τις εκθέσεις της ΕΚΤ είναι εκείνος που προέρχεται από την μεγέθυνση της παρουσίας των Hedge Funds στο σύστημα κυρίως λόγω της αδιαφάνειας η οποία τα χαρακτηρίζει καθώς δεν ελέγχονται από τις εποπτικές αρχές. Από το 2004 αναφέρεται αφενός το θετικό στοιχείο της παρουσίας των hedge funds κυρίως λόγω

της αύξησης της ρευστότητας στο χρηματοοικονομικό περιβάλλον αλλά αφετέρου υπογραμμίζεται η πιθανότητα για υπερβολική μόχλευση εκ μέρους τους με πιθανές καταστροφικές συνέπειες σε περιόδους κρίσεων. Ο βασικός κίνδυνος ο οποίος αναφέρεται από τότε και ο οποίος εν μέρει επιβεβαιώθηκε ήταν το ότι η υψηλή μόχλευση των Hedge Funds και η ταυτόχρονη θέληση των επενδυτών για ρευστοποίηση των τοποθετήσεων τους σε αυτά, είτε λόγω ανησυχίας είτε λόγω margin calls, οδήγησε σε μαζικές ρευστοποιήσεις μετοχών οδηγώντας τις παγκόσμιες χρηματαγορές και τις αποτιμήσεις των εταιριών και των χαρτοφυλακίων τους στην ισοπέδωση.

Ίσως ο πιο σημαντικό κίνδυνος, ο οποίος αναφέρεται καθόλη την εξεταζόμενη περίοδο και ο οποίος φάνηκε να είναι ένας εκ των πρωταγωνιστών της τρέχουσας κρίσης είναι η αναζήτηση των επενδυτών για αποδόσεις, λόγω των χαμηλών επιτοκίων, και η στροφή τους στις πιστωτικές αγορές και στα πιστωτικά παράγωγα όπως τα ABS, MBS και τα CDO's. Τα συγκεκριμένα προϊόντα αναφέρονται χαρακτηριστικά στην έκθεση σαν «πολύπλοκα» προϊόντα. Προς το τέλος μάλιστα της εξεταζόμενης περιόδου, αναφέρεται ότι παρατηρείται «δραματική» αύξηση των προϊόντων αυτών. Όπως παρατηρήθηκε και στην τρέχουσα κρίση, ο αυξανόμενος όγκος επισφαλών στεγαστικών δανείων στην Αμερική είχε ως αποτέλεσμα την κατάρρευση αυτών των προϊόντων αλλά και την κατάρρευση εκείνων των προϊόντων τα οποία έχασαν την αξία τους λόγω της απώλειας εμπιστοσύνης τους από τους επενδυτές, με συνέπεια το ξεπούλημα τους και τον χαρακτηρισμό τους σαν τοξικά.

Ιδιαίτερη αξία έχει να σημειωθεί ότι τόσο στην έκθεση του Ιουνίου του 2006 όσο και σε εκείνη του Δεκεμβρίου του ίδιου έτους, οι συντάκτες κάνουν μια άκρως ενδιαφέρουσα αναφορά υπογραμμίζοντας ότι μπορεί μεν οι μεγάλες τράπεζες να έχουν σημειώσει πρόοδο όσον αφορά τα stress tests τα οποία εφαρμόζουν αλλά διαπιστώνει ότι υπάρχει μεγάλη επιφυλακτικότητα κατά πόσο αυτές οι πρακτικές και μετρήσεις είναι ικανές να εντοπίσουν και να υποδείξουν πιθανό πρόβλημα ρευστότητας στις τράπεζες και γενικότερα στο σύστημα.

Τον Δεκέμβριο του 2006 οι συντάκτες της έκθεσης παρατηρούν ότι έχουν ξεκινήσει από τις εταιρίες αξιολόγησης οι υποβαθμίσεις της πιστοληπτικής ικανότητας πολλών εταιριών λόγω των υψηλών δεικτών μόχλευσης που παρουσιάζουν στους ισολογισμούς τους. Η ίδια αναφορά επαναλαμβάνεται και τον Ιούνιο του 2007 με τους συντάκτες να καθιστούν σαφή την κατάσταση στην οποία έχουν περιέλθει πολλές επιχειρήσεις.

Τέλος, όταν πια η κρίση έχει φτάσει προ των πυλών μετά το σκάσιμο της φούσκας της αγοράς κατοικίας, οι συντάκτες των εκθέσεων αναφέρουν τον Ιούνιο του 2007 ότι υπάρχει κίνδυνος έλλειψης ρευστότητας της αγοράς, φόβος ο οποίος έγινε πραγματικότητα στην πορεία των πραγμάτων με αποτέλεσμα το euribor να εκτιναχθεί στα ύψη καθώς το counterparty risk ήταν γεγονός και η μία τράπεζα δεν είχε εμπιστοσύνη στην άλλη με αποτέλεσμα το διατραπεζικό επιτόκιο να εκτιναχθεί και οι τράπεζες να αναζητούν φτηνότερες λύσεις άντλησης ρευστότητας (προθεσμιακές καταθέσεις κ.α.). Την ίδια περίοδο οι συντάκτες χρησιμοποιούν για πρώτη φορά ξεκάθαρα την λέξη “Subprime” σχολιάζοντας ότι είναι πολύ πιθανή η άμεση έκθεση των Ευρωπαϊκών Τραπεζών στην αμερικανική αγορά των δανείων μειωμένης εξασφάλισης (subprime loans).

Παράλληλα αναφέρουν ότι υπάρχει ανησυχία ότι η ανάθεση της εποπτείας του πιστωτικού κινδύνου στις εταιρίες αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας και στους managers θα μπορούσε να οδηγήσει σε σφάλματα όσον αφορά την μέτρηση του πιστωτικού κινδύνου, όπως και φάνηκε. Πολλοί είναι μάλιστα εκείνοι οι οποίοι κατηγορούν τις εν λόγω εταιρίες σαν μία από τις αιτίες της κρίσης καθώς βαθμολογούσαν προϊόντα υψηλής αβεβαιότητας σαν triple A (AAA). Είναι γεγονός ότι οι εν λόγω οίκοι απέτυχαν να αξιολογήσουν επαρκώς τους κινδύνους ενώ η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των ΗΠΑ διαπίστωσε ότι κανένας από τους οίκους δεν κατάφερε να ανταποκριθεί στην αύξηση του αριθμού και της πολυπλοκότητας των ομολόγων που εκδίδονταν με εγγύηση τα επισφαλή στεγαστικά δάνεια. Επιπλέον δεν διέθεταν ούτε διατηρούσαν εγγράφως την μεθοδολογία που ακολουθούσαν κατά τις αξιολογήσεις τους στα πλέον πολύπλοκα προϊόντα.

Στο σημείο αυτό ολοκληρώνεται η ανάλυση μας πάνω στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα ενώ στο επόμενο κεφάλαιο ακολουθεί η ανάλυση με βάση τα Financial Stability Reviews του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (IMF).

Κεφάλαιο III

Γενική Σύνοψη – Διεθνές Νομισματικό Ταμείο

Μετά την ανάλυση των εκθέσεων της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας προχωρήσαμε στην ανάλυση των αντίστοιχων εκθέσεων του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου με σκοπό να ερευνήσουμε το κατά πόσο τα πρώτα ευρήματα (της ΕΚΤ) ταυτίζονται με εκείνα του Διεθνούς Οργανισμού.

Όπως και στην προηγούμενη περίπτωση, έτσι και εδώ οι συντάκτες δείχνουν να ανησυχούν όλο και περισσότερο με την πάροδο του χρόνου ενώ συμπιπτουν σε πολλά σημεία όσον αφορά πιθανούς παράγοντες και κινδύνους οι οποίοι θα μπορούσαν να ωθήσουν το παγκόσμιο χρηματοοικονομικό σύστημα σε αποσταθεροποίηση.


Οι συντάκτες δεν παραλείπουν ποτέ να αναφέρουν τον ρόλο της υπερβολικής τιτλοποίησης εκ μέρους των τραπεζών χαρακτηρίζοντας τα πιστωτικά παράγωγα ως πολύπλοκα και δύσκολα ως προς την αποτίμηση τους, προϊόντα. Εκτός αυτού, έχει τεράστια σημασία το γεγονός ότι τονίζουν με κάθε ευκαιρία την ανάγκη για αποτελεσματικότερη εποπτεία εκ μέρους των αρχών ενώ ταυτόχρονα καυτηριάζουν τα μη ελεγμένα συστήματα risk management από τα τραπεζικά ιδρύματα απέναντι στα προαναφερθέντα πιστωτικά προϊόντα.

Τον Απρίλιο του 2006 είναι η πρώτη φορά που γίνεται σαφής αναφορά στον όρο subprime ενώ ουσιαστικά το σκηνικό περιγράφετο ικανοποιητικά από πιο νωρίς με τους συντάκτες να υπογραμμίζουν τόσο τη χαλάρωση των τραπεζών ως προς την δανειοδότηση όσο και την ανάγκη ελέγχου των αναλαμβανόμενων κινδύνων σε σχέση πάντα με τον αλόγιστο δανεισμό των νοικοκυριών ο οποίος ήταν αρωγός στη βελτίωση των συνθηκών για τη δημιουργία φούσκας σε κάποιον τομέα της οικονομίας.

Ιδιαίτερη αξία έχει να υπογραμμιστεί ένα απόσπασμα από την έκθεση του Σεπτεμβρίου 2006 το οποίο αναφέρει χαρακτηριστικά «...οι προβλέψεις, βάσει των κινδύνων, περιλαμβάνουν μια πιο έντονη επιβράδυνση για τις ΗΠΑ (ίσως λόγω μεγάλης ύφεσης στην Αμερικανική αγορά κατοικίας) η οποία θα μπορούσε να έχει παγκόσμιο αντίκτυπο...».

Διεθνές Νομισματικό Ταμείο

Με τον ίδιο τρόπο που εξηγήσαμε και σχολιάσαμε τα ευρήματα της έρευνας μας για την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, το ίδιο θα πράξουμε και για την έρευνα μας στις εκθέσεις χρηματοοικονομικής σταθερότητας του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου. Όπως και προηγουμένως, παραθέτουμε έναν συγκεντρωτικό πίνακα με τους αναφερόμενους κινδύνους στις εν λόγω εκθέσεις για την εκάστοτε χρονική περίοδο.

	Financial Stability Reviews - International Monetary Fund					
	Σεπτ. 2004	Απρ. 2005	Σεπτ. 2005	Απρ. 2006	Σεπτ. 2006	Απρ. 2007
Υπερδανεισμός υπερχρεωμένων Νοικοκυριών & κακή διαχείριση του ισολογισμού τους	■	■	■	■	■	■
Στροφή νοικοκυριών σε πιο επικίνδυνες Επενδύσεις		■		■		■
Η Ιδιωτική αποταμίευση κινείται σε πολύ χαμηλά επίπεδα	■					
Πιθανή μείωση κερδών των επιχειρήσεων / επιβράδυνση		■			■	
Μεγάλα και διευρυνόμενα Αμερικανικά Ελλείμματα - Εξωτερικές Ανισορροπίες	■	■	■	■	■	■
Κίνδυνος προερχόμενος από τα αδιαφανή Hedge Funds	■	■	■	■	■	■
Πιθανή αύξηση μακροπρόθεσμων επιτοκίων.		■	■	■	■	
Γεωπολιτικό ρίσκο - Άυξηση Τιμών Πετρελαίου - Πληθωρισμός	■	■			■	
Αναζήτηση υψηλών αποδόσεων (λόγω χαμηλών επιτοκίων) στις πιστωτικές αγορές (CDO's, MBS)	■	■	■	■	■	■
Υπερτιμημένη αγορά κατοικίας / αγορών			■	■	■	■
Χαλάρωση όρων δανεισμού από τράπεζες			■			
Εκτεταμένη Τιτλοποίηση Τραπεζικών Ιδρυμάτων						■
Αυξημένος κίνδυνος αντισυμβαλλομένου				■		
Έκθεση των Τραπεζών στην αγορά των subprime					■	■

Σε μία πρώτη ανάγνωση του πίνακα, εύκολα προκύπτει το συμπέρασμα ότι με την πάροδο του χρόνου, το IMF αναφέρει όλο και περισσότερους κινδύνους. Το τοπίο δείχνει εξάμηνο με το εξάμηνο να ξεκαθαρίζει και οι πιθανοί κίνδυνοι να κάνουν την παρουσία τους αισθητή όλο και περισσότερο. Φυσικά, όπως και στην περίπτωση της ΕΚΤ, υπάρχουν κάποιοι παράγοντες - κίνδυνοι, οι οποίοι αναφέρονται καθόλη τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου (Σεπτ. 2004 – Απρ. 2007), γεγονός που υποδηλώνει την πρόθεση των συντακτών να υπογραμμίσουν κινδύνους και να επιστήσουν την προσοχή στους εν λόγω παράγοντες.

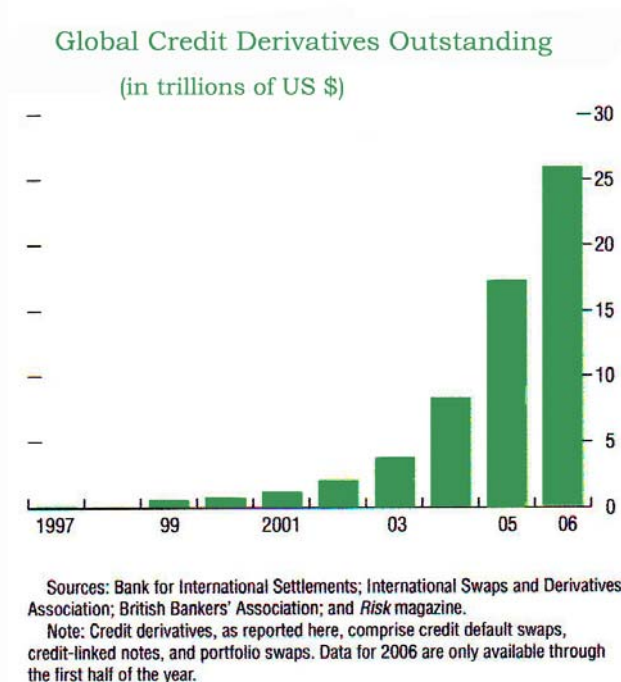
Τον Σεπτέμβριο του 2004 οι συντάκτες της έκθεσης υπογραμμίζουν, όπως και οι αντίστοιχοι της ΕΚΤ, την καλή -φαινομενικά- κατάσταση της παγκόσμιας οικονομίας με την ισχυρή οικονομική ανάπτυξη, τον ελεγχόμενο πληθωρισμό και τα σημαντικά τραπεζικά κέρδη. Στην συνέχεια όμως αναφέρουν ότι υπάρχει ένας αριθμός σημαντικών κινδύνων που υπάρχουν στο σύστημα υπογραμμίζοντας ότι δεν υπάρχουν περιθώρια για εφησυχασμό.

Όπως παρατηρούμε στον παραπάνω πίνακα, ένας από τους αναφερόμενους αρνητικούς παράγοντες που παρατηρείται είναι ο υπερδανεισμός στον οποίο έχουν επιδοθεί τα νοικοκυριά καθώς και η κακή διαχείριση των ισολογισμών τους. Ο εν λόγω παράγοντας δεν παραλείπεται να αναφερθεί σε κανένα report του IMF ενώ στο πρώτο report γίνεται αναφορά και για τα χαμηλά επίπεδα στα οποία κινείται η ιδιωτική αποταμίευση.

Ένας από τους παράγοντες ο οποίος αναφέρεται επίσης καθ' όλη τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου είναι αναζήτηση ή αλλιώς το «κυνήγι» της απόδοσης. Η συμπίεση των επιτοκίων σε χαμηλά επίπεδα οδήγησαν τους επενδυτές στην επιλογή άλλων αγορών και επενδύσεων οι οποίες όμως χαρακτηρίζονται από υψηλή μόχλευση, κίνδυνο και πολλές φορές από έλλειψη ρευστότητας. Την εν λόγω περίοδο, η αγορά των πιστωτικών παραγώγων (CDO's, MBS κτλ) διογκώθηκε κατά πολύ με τους επενδυτές να στρέφονται όλο και περισσότερο σε αυτές τις αγορές λόγω των υψηλών τους αποδόσεων.

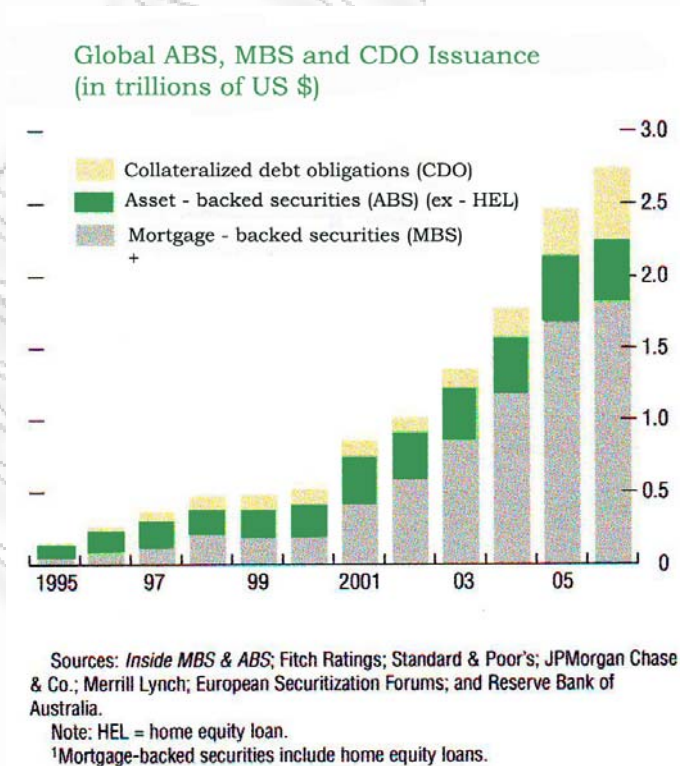
Αυτό ακριβώς υπογραμμίζουν και οι εκθέσεις χρηματοοικονομικής σταθερότητας του ΔΝΤ σημειώνοντας ταυτόχρονα και την στροφή των νοικοκυριών στην επένδυση κεφαλαίων σε επικίνδυνες τοποθετήσεις (Απρίλιος 2005,2006,2007). Επίσης, άμεση συνέπεια των χαμηλών επιτοκίων ήταν ο υπερβολικός δανεισμός με άμεση συνέπεια, όπως αναφέρεται και στις εκθέσεις του ΔΝΤ τον Σεπτέμβριο του 2005 και μετά, την υπερτίμηση πολλών αγορών και προϊόντων και την καλλιέργεια έτσι συνθηκών δημιουργίας φούσκας, όπως στην αγορά κατοικίας.

Στο παρακάτω γράφημα από της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών παρατηρούμε την εξέλιξη της αξίας των πιστωτικών παραγώγων από το 1997 έως το 2006 επιβεβαιώνοντας την ανησυχία των Κεντρικών Τραπεζών και των Διεθνών Οργανισμών.



Πηγή: IMF

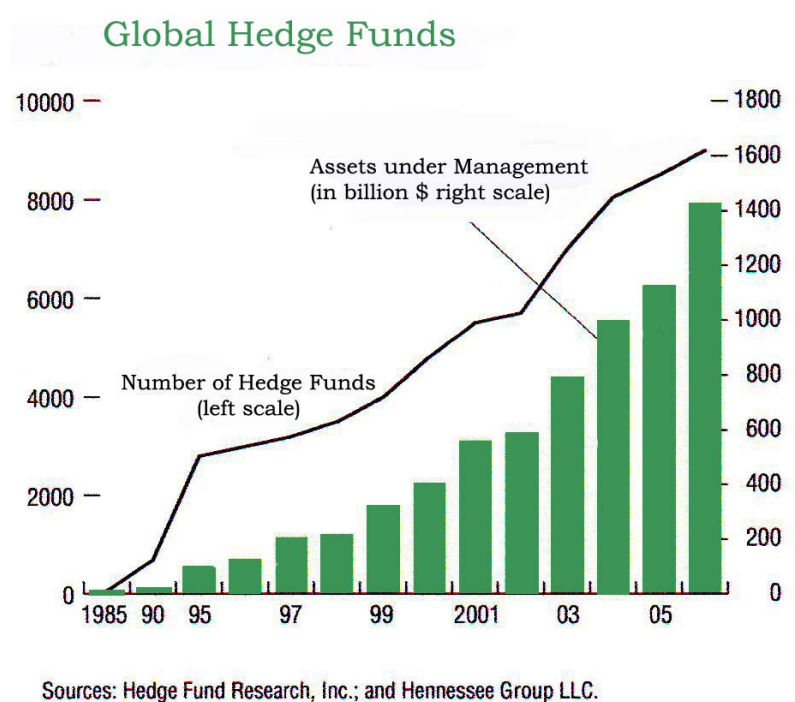
Στο παρακάτω γράφημα παρακολουθούμε και την πορεία συγκεκριμένων πιστωτικών παραγώγων για την ίδια περίοδο.



Πηγή: IMF

Προσεγγίζοντας τώρα, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, παρατηρούμε ότι τον Απρίλιο του 2007 το ΔΝΤ υπογραμμίζει την εκτεταμένη τιλοποίηση στην οποία είχαν προβεί τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα με σκοπό την μετακύλιση του πιστωτικού κινδύνου, ενώ τον Σεπτέμβριο του 2005, το ΔΝΤ υπογραμμίζει το γεγονός ότι οι τράπεζες έχουν χαλαρώσει κατά πολύ τους όρους δανεισμού παραμερίζοντας τον πιστωτικό κίνδυνο. Ιδιαίτερη σημασία έχει το γεγονός ότι τον Σεπτέμβριο του 2006 το ΔΝΤ θέτει για πρώτη φορά ξεκάθαρα την ανησυχία του σχετικά με την πιθανή έκθεση των τραπεζών στην αγορά των subprime δανείων. Εδώ, όπως και στην περίπτωση της ΕΚΤ έρχεται να προστεθεί και η ανησυχία για τον κίνδυνο αντισυμβαλλομένου (counterparty risk) τον οποίο πιθανόν να αντιμετώπιζαν τα πιστωτικά ιδρύματα λόγω των επικίνδυνων πρακτικών τους.

Ένας ακόμα κίνδυνος ο οποίος αναφέρεται σχεδόν καθόλη τη διάρκεια της έρευνας μας είναι η αδιαφάνεια που χαρακτηρίζει τα Hedge Funds και οι κίνδυνοι που απορρέουν από αυτήν. Ο θετικός ρόλος των hedge funds στην ενίσχυση της ρευστότητας στις παγκόσμιες αγορές είναι αδιαμφισβήτητος. Το γεγονός όμως ότι η λειτουργία τους δεν υπόκειται σε αυστηρούς κανονισμούς και με συστήματα υπερβολικής αδιαφάνειας σχετικά με τις κινήσεις και τις επιλογές τους, αποτελεί σοβαρή απειλή σε δύσκολες περιόδους καθώς η μεγάλη μόχλευση που διακατέχει τέτοιου είδους επενδυτικά κεφάλαια θα μπορούσε να θέσει υπό αμφισβήτηση την παγκόσμια χρηματοοικονομική σταθερότητα. Στο γράφημα που ακολουθεί φαίνεται η εξέλιξη και του αριθμού των Hedge Funds παγκοσμίως αλλά και του ύψους των κεφαλαίων τα οποία διαχειρίζονται τα Hedge Funds.



Η δεύτερη πηγή κινδύνου, η οποία θα μπορούσε να προκαλέσει τριγμούς στο χρηματοοικονομικό σύστημα, η οποία και αναφέρεται με έντονο τρόπο από τους συντάκτες των εκθέσεων και η οποία δεν απουσιάζει σε καμία έκθεση του ΔΝΤ είναι τα μεγάλα και διευρυνόμενα αμερικανικά ελλείμματα και όπως γενικότερα αναφέρονται, οι εξωτερικές ανισοροπίες. Όπως αναφέρεται σε μία έκθεση του ΔΝΤ, η ύπαρξη αυτών των ανισοροπιών αποτελεί σημαντική πηγή κινδύνου για τις αγορές συναλλάγματος και όχι μόνο, υπογραμμίζοντας την ανάγκη να ληφθούν οι κατάλληλες πρωτοβουλίες από τις κυβερνήσεις έτσι ώστε να περιοριστούν οι ανισοροπίες αυτές.

Ένας κίνδυνος, ο οποίος δεν αναφέρεται στις εκθέσεις της ΕΚΤ είναι ο λεγόμενος Γεωπολιτικός Κίνδυνος (ΔΝΤ Σεπτ. 04, Απρ. 05 και Σεπτ. 06) . Η ύπαρξη του γεωπολιτικού κινδύνου είναι δεδομένη και σε πολλά σημεία του πλανήτη και ιδιαίτερα στην περιοχή της Μέσης Ανατολής. Συχνά επεισόδια και εξελίξεις έχουν σαν συνέπεια την αύξηση της τιμής του πετρελαίου γεγονός που έχει συνέπεια πληθωριστικό ντόμινο ανά την υφήλιο.

Τέλος, οι συντάκτες αναφέρει σαν παράγοντα που θα μπορούσε να πλήξει την χρηματοπιστωτική σταθερότητα την πιθανή μετάβαση στην παγκόσμια οικονομίας στην πτωτική μεριά του κύκλου (Απρ. '05 και Σεπτ. '06) με αποτέλεσμα την πιθανή μείωση των κερδών των επιχειρήσεων, την αύξηση της ανεργίας, την οικονομική συρρίκνωση και την μείωση του διαθέσιμου εισοδήματος. Τέλος, όπως και οι συντάκτες του αντίστοιχου δελτίου της ΕΚΤ, έτσι και το ΔΝΤ θέτουν σαν επικίνδυνη παράμετρο, με συχνή αναφορά (από Απρ. '05 έως Σεπτ. '06), την πιθανή αύξηση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων το οποίο θα είχε σαν συνέπεια την αποεπένδυση σημαντικών κεφαλαίων από αγορές που έως τότε θα παρείχαν θελκτικές αποδόσεις με συνέπεια την πιθανή κατάρρευση τους, ενώ αυτό με την σειρά του θα μπορούσε να προκαλέσει τριγμούς στο παγκόσμιο σύστημα.

Κεφάλαιο IV

Γενική Σύνοψη – Τράπεζα της Αγγλίας

Μετά την Ανάλυση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας και του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου, μελετήσαμε τις εκθέσεις Χρηματοοικονομικής Σταθερότητας της Τράπεζας της Αγγλίας έτσι ώστε να έχουμε ακόμα πιο ολοκληρωμένη άποψη για το τι έβλεπαν οι Ρυθμιστικές αρχές όσον αφορά τους κινδύνους που παραμόνευαν στο παγκόσμιο Χρηματοπιστωτικό σύστημα και κατά πόσο αυτοί θα μπορούσαν να οδηγήσουν σε μια νέα χρηματοπιστωτική κρίση, όπως και συνέβη.

Τα συμπεράσματα δεν διαφοροποιούνται σε σχέση με τους δύο προηγούμενους οργανισμούς, καθώς η Τράπεζα της Αγγλίας αναφέρεται σε γενικές γραμμές στους ίδιους παράγοντες πρωτίστως με την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και δευτερευόντως με το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο. Αξίζει να σημειωθεί ότι κάποιες από τις παρατηρήσεις των εκθέσεων αναφέρονται συγκεκριμένα στο Βρετανικό οικονομικό περιβάλλον με τις ίδιες συνθήκες όμως να ισχύουν και στο γενικότερο παγκόσμιο οικονομικό περιβάλλον χωρίς έτσι να απαιτείται να γίνει αναφορά διαχωρισμού και έτσι η αξία των συμπερασμάτων να μην αλλοιώνεται .

Η μελέτη των εν λόγω εκθέσεων ξεκινάει από τον Δεκέμβριο του 2004 έως τον Απρίλιο του 2007 καθώς λίγους μήνες αργότερα άρχισαν να φαίνονται ξεκάθαρα τα πρώτα σημάδια της κρίσης στις ΗΠΑ. Η ΤτΑ, είναι τόσο λεπτομερής στις αναφορές της όσο και η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα παραθέτοντας πολλές φορές στοιχεία και απόψεις οι οποίες προκαλούν ενδιαφέρον στον αναγνώστη έχοντας την σημερινή γνώση των πραγμάτων. Για παράδειγμα, στην έκθεση της τον Δεκέμβριο του 2004 οι συντάκτες υπογραμμίζουν ότι η προοπτική για την αγορά κατοικίας χαρακτηρίζεται αβέβαιη και ότι πιθανή πτώση των τιμών των κατοικιών θα προκαλούσε αφενός προβλήματα επαναχρηματοδότησης των ιδιοκτητών ενώ σημαντικές δυσκολίες θα προέκυπταν εάν η πτώση της αγοράς κατοικίας συνοδευόταν και από μια ευρύτερη οικονομική επιβράδυνση.

Σημαντικό είναι επίσης το γεγονός ότι τον Ιούνιο του 2005, οι συντάκτες υπογραμμίζουν και αναφέρουν ότι μπορεί μεν οι τράπεζες να κάνουν stress tests χωρίς όμως αυτά να ανακοινώνονται και να κοινοποιούνται στους επενδυτές αναδεικνύοντας το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης. Στην ίδια έκθεση γίνεται αναφορά για υποτίμηση του ρίσκου εκ μέρους των επενδυτών ενώ την παραπάνω παρατήρηση για τα stress tests έρχεται να συμπληρώσει η άποψη ότι υπάρχει σοβαρή πιθανότητα τα μοντέλα μέτρησης των κινδύνων

να μην είναι σωστά δομημένα ούτως ώστε να εξάγονται σαφή και εμπιστευτικά αποτελέσματα.

Τέλος, τον Δεκέμβριο του 2005, γίνεται ιδιαίτερη αναφορά για την υπερβολική τιλοποίηση στην οποία έχουν περιέλθει τα πιστωτικά ιδρύματα υπογραμμίζοντας την πιθανότητα οι τράπεζες να διακρατούν στην κυριότητα τους επικίνδυνα προϊόντα τα οποία θα μπορούσαν να προκαλέσουν τεράστιες ζημιές για εκείνες υπογραμμίζοντας την έκθεση τους σε πιστωτικά παράγωγα τα οποία συνδέονται με δεξαμενή δανείων μειωμένης εξασφάλισης.

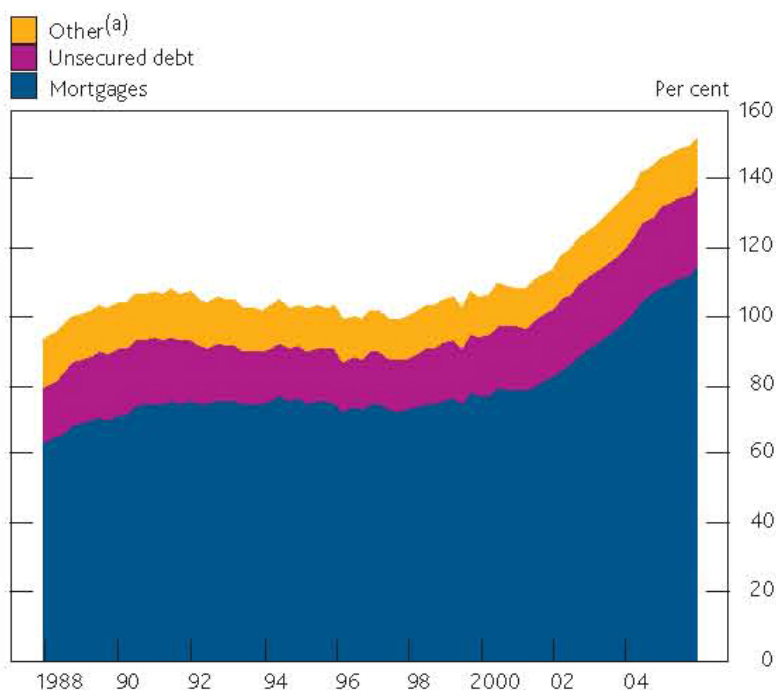
Τράπεζα της Αγγλίας

Οι συντάκτες των δελτίων χρηματοοικονομικής σταθερότητας της Τράπεζας της Αγγλίας θα μπορούσαμε να πούμε ότι καλύπτουν ένα μεγάλο εύρος των προαναφερθέντων κινδύνων από τους δύο προηγούμενους οργανισμούς (ΕΚΤ και ΔΝΤ). Και εδώ οι συντάκτες κινούνται με σαφή τρόπο υπογραμμίζοντας συγκεκριμένους παράγοντες, με τον βαθμό αυστηρότητας να ποικίλει από παράγοντα σε παράγοντα και από περίοδο σε περίοδο. Και εδώ υπάρχουν κίνδυνοι και παράγοντες οι οποίοι επαναλαμβάνονται από έκθεση σε έκθεση και άλλοι οι οποίοι αναφέρονται, μετά αφαιρούνται και πιθανώς σε κάποιες περιπτώσεις να επανέρχονται.

	Financial Stability Reviews - Bank of England				
	Δεκ. 2004	Ιουν. 2005	Δεκ. 2005	Ιουλ. 2006	Απρ. 2007
Κακή διαχείριση ισολογισμού μεσαίων και μικρών επιχειρήσεων. δανεισμός - μόχλευση		■	■	■	■
Υπερδανεισμός υπερχρεωμένων Νοικοκυριών & κακή διαχείριση του ισολογισμού τους - υποτίμηση κινδύνου	■	■	■	■	■
Στροφή νοικοκυριών σε πιο επικίνδυνες Επενδύσεις	■	■	■	■	■
Αναζήτηση υψηλών αποδόσεων (λόγω χαμηλών επιτοκίων) στις πιστωτικές αγορές (CDO's, MBS)	■	■	■	■	■
Πιθανή διόρθωση στις αγορές λόγω υπερτίμηση τους		■	■	■	■
Πιθανή μείωση κερδών των επιχειρήσεων / επιβράδυνση				■	
Μεγάλη αύξηση τιμών στην αγορά κατοικίας	■	■		■	
Πιθανή αύξηση μακροπρόθεσμων επιτοκίων.			■	■	■
Αύξηση Τιμών Πετρελαίου - Πληθωρισμός		■	■	■	■
Κίνδυνος προερχόμενος από τα αδιαφανή Hedge Funds	■	■	■	■	■
Μεγάλα και διευρυνόμενα Αμερικανικά Ελλείμματα- Παγκόσμιες ανισορροπίες	■	■	■	■	■
Χαλάρωση όρων δανεισμού από τράπεζες	■	■	■		
Αύξηση μη επιτοκιακού εισοδήματος		■	■		
Μείωση προβλέψεων Τραπεζών	■	■			
Αυξημένος κίνδυνος αντισυμβαλλομένου	■	■	■	■	■
Οι απομειώσεις από μη ασφαλισμένα δάνεια (Unsecured items)	■	■	■	■	■
Αμφισβήτηση περί ικανότητας των stress tests να ανιχνεύσουν κινδύνους στο σύστημα.		■			■
Εκτεταμένη Τιτλοποίηση Τραπεζικών Ιδρυμάτων			■	■	■
Πιθανή έλλειψη ρευστότητας στις αγορές				■	■
Πιθανή άμεση έκθεση των Ευρωπαϊκών Τραπεζών στην αγορά των subprime			■	■	■
Μη αποδοτική μέτρηση πιστωτικού κινδύνου από τις εταιρίες αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας					■

Συγκεκριμένα, ένας από τους παράγοντες στους οποίους οι συντάκτες της ΤτΑ δίνει ιδιαίτερη σημασία και που δεν παρέλειψε να τον αναφέρει σε καμία έκθεση του είναι ο υπερδανεισμός υπερχρεωμένων νοικοκυριών και η κακή διαχείριση του ισολογισμού τους. Όπως παρατηρούμε στο παρακάτω διάγραμμα το χρέος των νοικοκυριών ως προς το διαθέσιμο εισόδημα έχει εκτοξευτεί από το 100% τη δεκαετία του 1990 στο 150% τα τελευταία χρόνια.

Ratio of household sector debt to annualised post-tax income



Sources: ONS and Bank calculations.

(a) Households' total financial liabilities excluding secured and unsecured debt (including bills that are due to be paid).

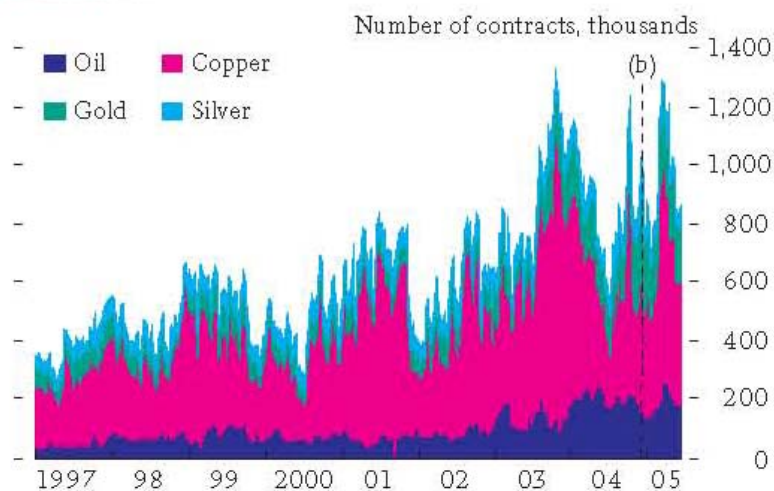
Πηγή: BoE

Παράλληλα όμως με τα νοικοκυριά από τον Ιούνιο του 2005 έως το τέλος της έρευνας οι συντάκτες αναφέρουν ότι και ο επιχειρηματικός κλάδος έχει προβεί σε υπέρμετρο δανεισμό, κυρίως βραχυπρόθεσμο, με αποτέλεσμα την αύξηση της μόχλευσης.

Όλα τα παραπάνω συνιστούν φυσικά από μόνα τους σημαντικό παράγοντα πιστωτικού κινδύνου αλλά και όχι μόνο. Φυσικά το υπερχρεωμένο νοικοκυριό ή η επιχείρηση πιθανώς να περιέλθει στο κοντινό μέλλον σε αδυναμία κάλυψης των δανειακών τους υποχρεώσεων με συνέπεια την ζημιά για το χρηματοπιστωτικό ίδρυμα. Δεν είναι όμως μόνο αυτός ο κίνδυνος που προκύπτει αλλά και πολλοί άλλοι, σε μακροοικονομικό επίπεδο, οι οποίοι έχουν ήδη αναφερθεί στις προηγούμενες αναλύσεις.

Ένας από τους σημαντικότερους παράγοντες που συντέλεσαν στην τρέχουσα κρίση ήταν και η στροφή παραγόντων της οικονομίας σε πιο ριποκίνδυνες επενδύσεις. Συγκεκριμένα, το «κυνήγι της απόδοσης» στο οποίο είχαν περιέλθει όλοι λόγω των χαμηλών επιτοκίων, αναφέρεται σε όλες τις εκθέσεις και δίνεται ιδιαίτερη προσοχή στον εν λόγω παράγοντα. Η στροφή των νοικοκυριών και των επενδυτών σε πιο επικίνδυνες επενδύσεις, όπως τα πιστωτικά παράγωγα, αποδεικνύει το γεγονός ότι υποτίμησαν το ρίσκο που έπαιρναν ενώ ταυτόχρονα η υψηλή ζήτηση για τα επικίνδυνα αυτά προϊόντα καθώς και για όλες τις εναλλακτικές μορφές επένδυσης, προκάλεσε την αύξηση των τιμών αυτών των προϊόντων καθώς και το «φούσκωμα» των αγορών στις οποίες ανήκουν. Στα δύο διαγράμματα που ακολουθούν παρουσιάζονται οι κερδοσκοπικές τοποθετήσεις πάνω σε futures εμπορευμάτων και προϊόντων ενώ στο δεύτερο διάγραμμα αποτυπώνεται η εξέλιξη των τιμών αγορών και προϊόντων και αποτυπώνεται καλύτερα η συγκέντρωση των κινδύνων.

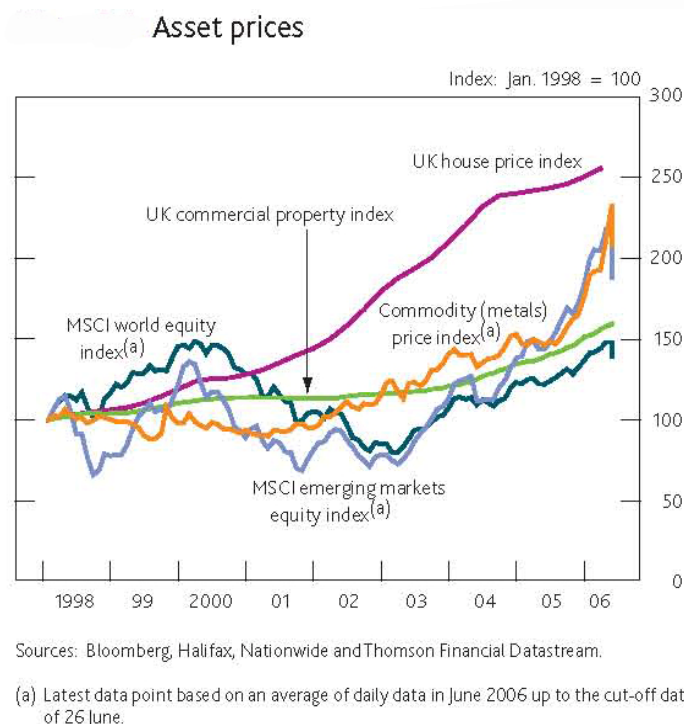
Speculative positions in commodity futures(a)



Sources: Commodity Futures Trading Commission and Bank calculations.

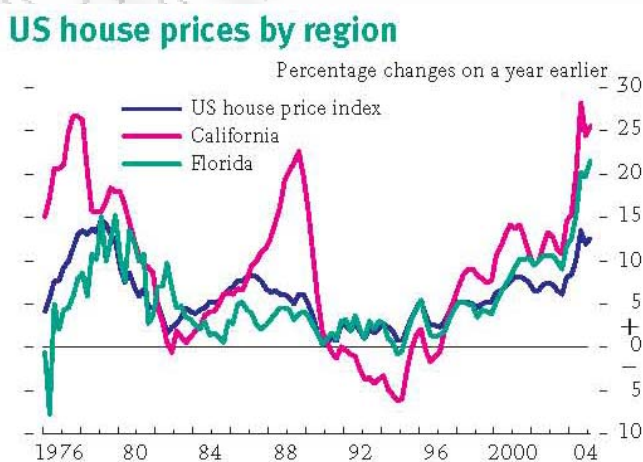
- (a) Sum of long and short non-commercial positions, ie positions unrelated to commercial hedging activities.
- (b) Dec. 2004 Review.

Πηγή: BoE



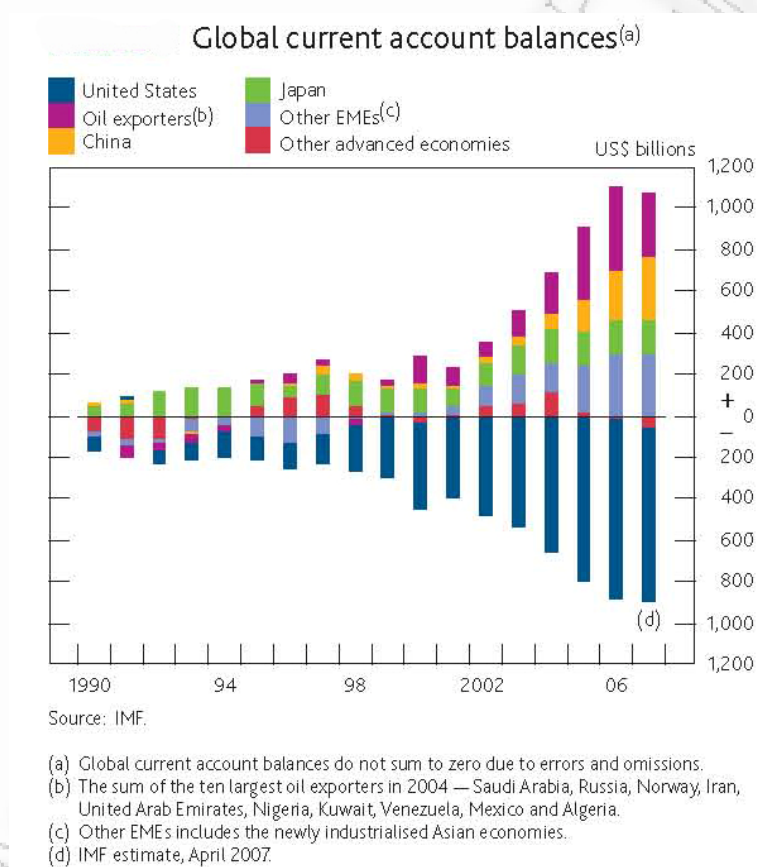
Πηγή: BoE

Η προαναφερθείσα λοιπόν υπερβολή, θα μπορούσε ανά πάσα στιγμή να διακοπεί και να προκαλέσει την πτώση της τιμής των προϊόντων αυτών με οδυνηρές συνέπειες για τα χαρτοφυλάκια. Ο συγκεκριμένος κίνδυνος αναφέρεται από τον Ιούνιο του 2005 έως και το τέλος της έρευνας ενώ τον Δεκέμβριο του 2004, τον Ιούνιο του 2005 και τον Ιούνιο του 2006 γίνεται συγκεκριμένη αναφορά στην υπερτιμημένη αγορά κατοικίας λόγω της μακράς περιόδου των χαμηλών στεγαστικών δανείων εκ μέρους των τραπεζών καθώς και τις πιθανές αρνητικές συνέπειες από μια δυσάρεστη εξέλιξη. Στο διάγραμμα που ακολουθεί αποτυπώνεται η εξέλιξη των τιμών των κατοικιών στις ΗΠΑ υποδεικνύοντας την μεγάλη αύξηση των τελευταίων ετών.



Πηγή: BoE

Ένας από τους βασικότερους παράγοντες ο οποίος δεν έλειψε από καμία έκθεση οποιουδήποτε οργανισμού είναι οι υπαρκτές παγκόσμιες ανισορροπίες και κυρίως τα τεράστια ελλείμματα των ΗΠΑ. Πιθανή σημαντική μεταβολή κεφαλαίων ανά την υφήλιο θα μπορούσε να προκαλέσει ντόμινο εξελίξεων σε πολλούς τομείς όπως οι ισοτιμίες και τα επιτόκια. Αξίζει και εδώ να τονιστεί ότι τα μεγάλα ελλείμματα αποτυπώνουν την ανισορροπία μεταξύ επενδύσεων και αποταμιεύσεων που ουσιαστικά μεταφράζεται σαν πιστωτικός – τραπεζικός κίνδυνος. Το διάγραμμα που ακολουθεί αποτυπώνει τις ανωτέρω προαναφερθείσες ανισορροπίες.



Πηγή: BoE

Μια άλλη παράμετρος η οποία αναφέρεται από τον Δεκέμβριο του 2005 και μετά είναι η πιθανή ανοδική κίνηση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων η οποία θα μπορούσε να πυροδοτήσει τον επιτοκιακό κίνδυνο των τραπεζών αλλά και την πτωτική αποτίμηση των χαρτοφυλακίων τίτλων σταθερού εισοδήματος.

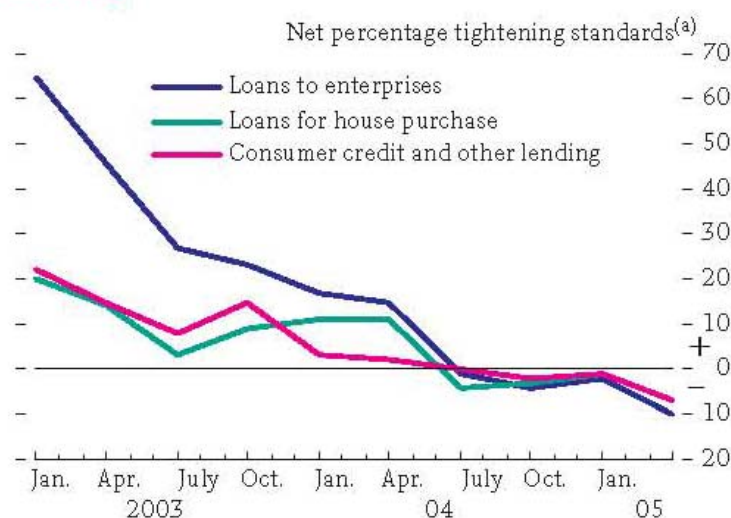
Ένας από τους παράγοντες τον οποίο συναντήσαμε και στην ανάλυση μας στο Διεθνές Νομισματικό Ταμείο και που αναφέρεται και εδώ, τον Ιούλιο του 2006, είναι η πιθανή μετάβαση της οικονομίας στο πτωτικό τμήμα του οικονομικού κύκλου με ό,τι αυτό

συνεπάγεται για μια οικονομία και τους συμμετέχοντες σε αυτήν. Επίσης, ένας ακόμα παράγοντας ο οποίος αναπαράγεται από το ΔΝΤ και ο οποίος αναφέρεται από τον Ιούνιο του 2005 και μετά , είναι οι πιθανές πληθωριστικές πιέσεις οι οποίες πιθανώς ενταθούν από τις ανοδικές κινήσεις της τιμής του πετρελαίου.

Όσον αφορά τα Hedge Funds, οι συντάκτες καθόλη τη διάρκεια της έρευνας μας αναδεικνύουν τον κίνδυνο ο οποίος μπορεί να προκληθεί από τις μοχλευμένες θέσεις τους στις αγορές, από τα ανοίγματα τους και τέλος από την αδιαφάνεια η οποία τα περιβάλλει στις δραστηριότητες τους.

Όσον αφορά τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, στις τρεις από τις πέντε εκθέσεις της Ττα (Δεκ. 04, Ιουν. 05 και Δεκ. 05) γίνεται σαφής αναφορά στη χαλάρωση των όρων δανεισμού εκ μέρους των τραπεζών κυρίως λόγω του συνεχώς εντεινόμενου ανταγωνισμού στον κλάδο ενώ τον Ιούνιο και τον Δεκέμβριο του 2005 υπογραμμίζεται η τάση για αύξηση του μη επιτοκιακού εισοδήματος εκ μέρους των τραπεζών, αναδεικνύοντας έτσι την στροφή των τραπεζών από την παραδοσιακή τραπεζική σε πιο επικίνδυνες δραστηριότητες. Στο διάγραμμα που ακολουθεί αποτυπώνεται η προαναφερθείσα χαλάρωση των όρων δανεισμού από τις τράπεζες.

Euro-area banks' credit standards for lending

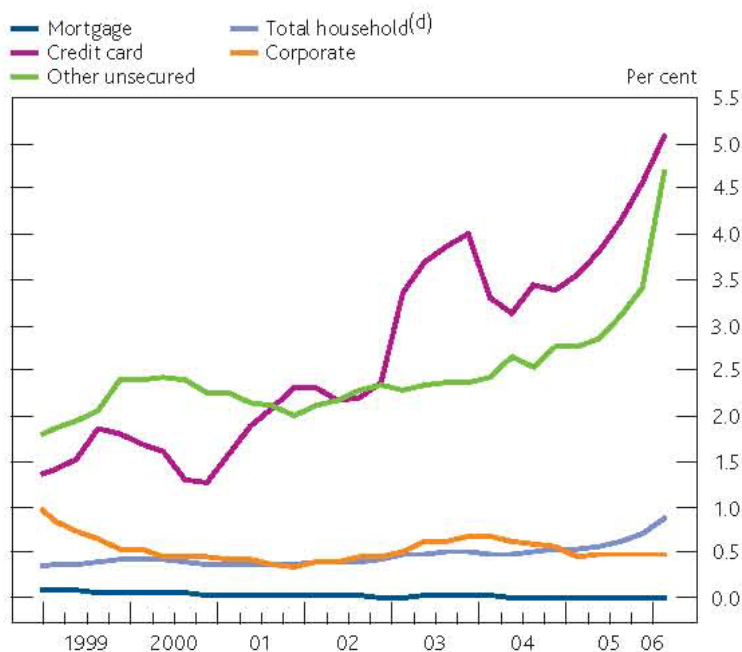


Source: ECB bank lending survey.

(a) The difference between the sum of 'tightened considerably' and 'tightened somewhat' and the sum of 'eased somewhat' and 'eased considerably'.

Παράλληλα, το ίδιο διάστημα γίνεται αναφορά και στην τάση των τραπεζών να μειώνουν όλο και περισσότερο τις προβλέψεις τους, γεγονός που συμπίπτει και με τις αναφορές της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, ενώ μεγάλη σημασία έχει η αναφορά, καθόλη τη διάρκεια της έρευνας, ότι οι απομειώσεις μη ασφαλισμένων δανείων σε πιστωτικές κάρτες και καταναλωτικά/επιχειρηματικά δάνεια, αυξάνονται συνεχώς υποδεικνύοντας έτσι την κακή πιστοληπτική κατάσταση των πολιτών λόγω του υπερδανεισμού τους. Στο διάγραμμα που ακολουθεί αποτυπώνεται η αύξηση αυτή των απομειώσεων.

Major UK banks' annual write-off rates^{(a)(b)(c)}



Source: Bank of England.

- (a) Data exclude Nationwide.
- (b) Write-off rates are dependent on specific bank policies, which may vary over time.
- (c) Write-off rates on lending to UK residents.
- (d) 'Total household' is the sum of mortgage, credit card and other unsecured.

Πηγή: BoE

Προσεγγίζοντας λίγο περισσότερο την τρέχουσα κρίση, καθόλη τη διάρκεια της έρευνας γίνεται αναφορά στον κίνδυνο αντισυμβαλλομένου στο τραπεζικό σύστημα. Η εκτεταμένη τιτλοποίηση εκ μέρους των τραπεζικών ιδρυμάτων (ΤτΑ, Δεκ 05 – Απρ. 07) και η άμεση έκθεση τραπεζών στις πιστωτικές αγορές ενέτεινε την ανησυχία μεταξύ των τραπεζών με τον κίνδυνο για πιθανή έλλειψη ρευστότητας να αναφέρεται τον Ιούλιο του 2006 και τον Απρίλιο του 2007.

Τέλος, ιδιαίτερο ενδιαφέρον πηγάζει από την αναφορά των συντακτών τον Ιούνιο του 2005 και τον Απρίλιο του 2007 περί αμφισβήτησης της ικανότητας των stress tests να μετρήσουν αποδοτικά τους κινδύνους που αντιμετωπίζουν τα πιστωτικά ιδρύματα ενώ η ίδια ανησυχία εκφράζεται τον Απρίλιο του 2007 και για τις εταιρίες αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας για το κατά πόσο μπορούν να μετρήσουν αποτελεσματικά τον κίνδυνο που διατρέχουν τα «πολύπλοκα» και «επικίνδυνα» πιστωτικά προϊόντα που έχουν κατακλύσει την επενδυτική αγορά και τους τραπεζικούς ισολογισμούς.

Κεφάλαιο V

Τελικό Συμπέρασμα

Έχοντας αναλύσει τις εκθέσεις χρηματοοικονομικής σταθερότητας των τριών οργανισμών αβίαστα καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι η τρέχουσα κρίση μόνο απρόσμενη και απροσδόκητη δεν μπορεί να χαρακτηριστεί καθώς οι ρυθμιστικές αρχές παρακολουθούσαν τους κινδύνους που στάθηκαν αφορμή για την αποσταθεροποίηση του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος. Το ότι θα ερχόταν κάποια στιγμή η κρίση μπορεί να θεωρηθεί δεδομένο λόγω των προαναφερθέντων κινδύνων που εμφανίζονται στο σύστημα. Αυτό που ίσως δεν γνώριζαν οι ρυθμιστικές αρχές ήταν η ακριβής χρονική στιγμή.

Στην συνέχεια παρατίθεται ένας πίνακας με τους κινδύνους που σημειώνουν οι τρεις προαναφερθέντες οργανισμοί έτσι ώστε να μπορεί να παρατηρηθεί με πιο σαφή τρόπο σε ποιους κινδύνους συμπιπτουν σε μεγαλύτερο βαθμό.

Financial Stability Reviews - Main Matrix						
Risks - Factors	Δεκ. 2004	Ιουν. 2005	Δεκ. 2005	Ιουν. 2006	Δεκ. 2006	Ιουν. 2007 / Απρ. 2007
Μεγάλα και διευρυνόμενα Αμερικανικά Ελλείμματα - Παγκόσμιες Ανισορροπίες	■ ■ ■	■ ■ ■	■ ■ ■	■ ■ ■	■ ■ ■	■ ■
Υπερδανεισμός υπερχρεωμένων Νοικοκυριών & κακή διαχείριση του ισολογισμού τους - κακή εκτίμηση κινδύνου & στροφή σε πιο επικίνδυνες επενδύσεις	■ ■ ■	■ ■ ■	■ ■ ■	■ ■ ■	■ ■ ■	■ ■ ■
Υπερτιμημένη αγορά κατοικίας	■ ■	■ ■	■ ■	■ ■ ■	■ ■ ■	■
Χαλάρωση όρων δανεισμού από τράπεζες	■	■	■ ■ ■	■	■	■
Κίνδυνος προερχόμενος από τα αδιαφανή Hedge Funds	■ ■ ■	■ ■ ■	■ ■ ■	■ ■ ■	■ ■ ■	■ ■ ■
Αναζήτηση υψηλών αποδόσεων (λόγω χαμηλών επιτοκίων) στις πιστωτικές αγορές (CDO's, MBS) και υπερβολική διόγκωση των αγορών αυτών	■ ■ ■	■ ■ ■	■ ■ ■	■ ■ ■	■ ■ ■	■ ■ ■
■ European Central Bank			■ International Monetary Fund			
■ Bank of England						

Παρατηρώντας τον συγκεντρωτικό πίνακα, προκύπτει ότι τα σημεία στα οποία ταυτίζονται πλήρως οι απόψεις των τριών οργανισμών καθόλη τη διάρκεια της έρευνας είναι :

- α) Οι εξωτερικές ανισορροπίες του συστήματος και τα συνεχώς διευρυνόμενα αμερικανικά ελλείμματα,
- β) Ο υπερδανεισμός των νοικοκυριών και η συνεχής υποτίμηση του κινδύνου στις επενδύσεις τους,
- γ) η υπερτιμημένη αγορά κατοικίας,
- δ) η χαλάρωση των όρων δανεισμού από τις τράπεζες,
- ε) ο κίνδυνος που προέρχεται από την αδιαφανή δραστηριότητα των Hedge Funds και
- στ) το συνεχές κινήγι της απόδοσης εκ μέρους όλως των συμμετεχόντων της αγοράς και παράλληλα η διόγκωση της αγοράς των πιστωτικών παραγώγων (CDO's κτλ.)

Παρατηρώντας τα γεγονότα με τον τρόπο με τον οποίο εξελίχθηκαν τα τελευταία δύο χρόνια, παρατηρούμε ότι κάποιοι από τους παραπάνω παράγοντες, είτε προκάλεσαν την τρέχουσα κρίση, είτε την συντήρησαν είτε την υποβοήθησαν να εξελιχθεί. Πιο συγκεκριμένα, το σκάσιμο της φούσκας της αγοράς ακινήτων ήταν το γεγονός που πυροδότησε την κρίση. Το γεγονός όμως ότι η αγορά ακινήτων κινείτο σε υπερβολικά υψηλά επίπεδα και ότι είναι υπερτιμημένη υπογραμμίζεται από τους διεθνείς οργανισμούς από το 2004. Στην συνέχεια, το γεγονός ότι τα νοικοκυριά δεν μπόρεσαν να αντεπεξέλθουν στις υποχρεώσεις τους προς τις τράπεζες μετά την ανοδική πορεία των επιτοκίων ήταν επίσης λογικό και ξεκάθαρο. Από το 2004 υπογραμμίζουν οι αρχές την χαλάρωση των όρων δανεισμού και τον υπερδανεισμό τους στα χαμηλά επίπεδα. Κάποια στιγμή η περίοδος χάριτος θα λάμβανε τέλος και τα επιτόκια θα λάβαιναν την ανιούσα, όπως και έγινε.

Οι μεγάλες ανισορροπίες του παγκόσμιου Χρηματοπιστωτικού Συστήματος οι οποίες υπογραμμίζονται σε κάθε έκθεση των ανωτέρω οργανισμών, επιβεβαιώνει και τον προαναφερθέντα πιστωτικό- τραπεζικό κίνδυνο και ταυτόχρονα την εξάλειψη των αποταμιεύσεων και την τακτική της υπερεπένδυσης, της υπερκατανάλωσης και τέλος της αδυναμίας εκπλήρωσης των υποχρεώσεων με αποτέλεσμα τις απώλειες για τις τράπεζες.

Χαρακτηριστικό το οποίο έχει ιδιαίτερο ενδιαφέρον είναι το σκάσιμο της φούσκας στην αγορά των πιστωτικών παραγόντων με τα τοξικά προϊόντα να μολύνουν τους τραπεζικούς ισολογισμούς ανά τον κόσμο οδηγώντας τις σε τεράστιες απομειώσεις και ζημιές. Το σημαντικό είναι ότι από το 2004 και οι τρεις οργανισμοί υπογραμμίζουν το ανελέητο κινήγι της απόδοσης από όλους τους συμμετέχοντες στην αγορά καθώς και την διόγκωση της

αγοράς πιστωτικών παραγώγων, τα οποία προϊόντα χαρακτηρίζονται για την πολυπλοκότητα τους και για την δυσκολία όλων στο να τα αποτιμήσουν. Τέλος, τα Hedge Funds πολλές φορές με τα margin calls και με τις αθρόες εντολές πώλησης εκ μέρους των πανικοβλημένων πελατών τους, κατακρήμνισαν τις αγορές ωθώντας τις αποτιμήσεις σε χαμηλότερα επίπεδα και το παγκόσμιο σύστημα σε δοκιμασία.

Από όλα τα παραπάνω προκύπτει αβίαστα το συμπέρασμα ότι τα σημάδια υπήρχαν και ότι τα γεγονότα δικαίωσαν απολύτως τις φοβίες και τις ανησυχίες των ρυθμιστικών αρχών αλλά όχι και τις πρακτικές τους ούτως ώστε να αποτρέψουν ή να περιορίσουν τις πιθανές ζημιές στο παγκόσμιο χρηματοοικονομικό σύστημα.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ – ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΤΙΚΟΣ ΠΙΝΑΚΑΣ

European Central Bank Bank of England Internation Monetary Fund	Financial Stability Reviews - Total Matrix					
Risks - Factors	Δεκ. 2004	Ιουν. 2005	Δεκ. 2005	Ιουν. 2006	Δεκ. 2006	Ιουν. 2007/Απρ. 2007
Μεγάλα και διευρυνόμενα Αμερικανικά Ελλείμματα - Παγκόσμιες Ανισορροπίες	■ ■ ■	■ ■ ■	■ ■ ■	■ ■ ■	■ ■ ■	■ ■ ■
Η Αμερικανική Ιδιωτική αποταμίευση κινείται σε πολύ χαμηλά επίπεδα	■		■			
Κακή διαχείριση ισολογισμού μεσαίων και μικρών επιχειρήσεων. Δανεισμός - μόχλευση	■	■ ■	■ ■	■ ■	■	■ ■
Πιθανή διόρθωση στις αγορές λόγω υπερτίμηση τους		■	■	■		■
Υπερδανεισμός υπερχρεωμένων Νοικοκυριών & κακή διαχείριση του ισολογισμού τους - κακή εκτίμηση κινδύνου & στροφή σε πιο επικίνδυνες επενδύσεις	■ ■ ■	■ ■ ■	■ ■ ■	■ ■ ■	■ ■ ■	■ ■ ■
Κίνδυνοι στην Απασχόληση/Διαθέσιμο εισόδημα			■		■	
Υπερτιμημένη αγορά κατοικίας	■ ■	■ ■	■ ■	■ ■ ■	■ ■	■
Χαλάρωση όρων δανεισμού από τράπεζες	■	■	■ ■ ■	■	■	■
Αύξηση μη επιτοκιακού εισοδήματος	■	■ ■	■ ■			
Μείωση προβλέψεων Τραπεζών	■ ■	■ ■	■			
Μη αποτελεσματική αντιστάθμιση συναλλαγματικού κινδύνου					■	
Αυξημένος κίνδυνος αντισυμβαλλομένου	■	■	■	■ ■	■	■ ■
Πιθανή αύξηση μακροπρόθεσμων επιτοκίων.	■	■ ■	■ ■ ■	■ ■ ■	■ ■	■
Κίνδυνος προερχόμενος από τα αδιαφανή Hedge Funds	■ ■ ■	■ ■ ■	■ ■ ■	■ ■ ■	■ ■	■ ■ ■
Αναζήτηση υψηλών αποδόσεων (λόγω χαμηλών επιτοκίων) στις πιστωτικές αγορές (CDO's, MBS) και υπερβολική διόγκωση των αγορών αυτών	■ ■ ■	■ ■ ■	■ ■ ■	■ ■ ■	■ ■	■ ■ ■
Πιθανή μείωση κερδών των επιχειρήσεων / επιβράδυνση		■		■	■	
Αύξηση Τιμών Πετρελαίου - Πληθωρισμός (Γεωπολιτικός Κίνδυνος)	■	■ ■	■	■	■	■

Αυξημένες απομειώσεις από μη ασφαλισμένα δάνεια	■	■	■	■		■
Εκτεταμένη Τιτλοποίηση Τραπεζικών Ιδρυμάτων			■	■		■ ■
Αμφισβήτηση περί ικανότητας των stress tests να ανιχνεύσουν κινδύνους στο σύστημα.		■		■	■	■
Υποβαθμίσεις πιστοληπτικής ικανότητας πολλών εταιριών					■	■
Πιθανή έλλειψη ρευστότητας στις αγορές				■		■ ■
Πιθανή άμεση έκθεση των Ευρωπαϊκών Τραπεζών στην αγορά των subprime			■	■	■	■ ■ ■
Μη αποδοτική μέτρηση πιστωτικού κινδύνου από τις εταιρίες αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας						■ ■
■ European Central Bank			■ International Monetary Fund			
■ Bank of England						

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Barbara Casu, Claudia Girardone, Philip Molyneux. (2006). **Introduction to Banking**. Prentice Hall.
- Carl- Johan Lindgren, G. Garcia, Matthew I. Sall. (1996). **Bank Soundness and Macroeconomic Policy**. International Monetary Fund.
- David O. Beim, Charles W. Calomiris. (2001). **Emerging Financial Markets**. Irwin McGraw-Hill.
- Frederic S. Mischkin. (2000). **The Economics of Money, Banking and Financial Markets**. Addison Wesley.
- Shelagh Heffernan (2005), **Modern Banking** . John Wiley & Sons
- Tommaso Padoa – Schioppa, **Regulating Finance, Balancing Freedom and Risk**, Oxford University Press
- Robert DeYoung, Tara Rice. (2004b). **How Do Banks Make Money? A Variety of Business Strategies**. Federal Reserve Bank of Chicago *Economic Perspectives*, Fourth Quarter.
- Robert DeYoung, Tara Rice. (2004c). **How Do Banks Make Money? The Fallacies of Fee Income**. Federal Reserve Bank of Chicago *Economic Perspectives*, Fourth Quarter.
- Robert DeYoung, Tara Rice. (2004a). **Noninterest Income and Financial Performance at U.S. Commercial Banks**. *The Financial Review*, Vol. 39.
- Luis I. Jacome H. (May 2008). **Central Bank Involvement in Banking Crises in Latin America**. IMF working Paper
- Saunders, A., (2002), **Financial Institutions Management: A Modern Perspective**. McGraw-Hill, Third edition.

- Levich R., (2001), ***International Financial Markets : Prices and Policies***. McGraw-Hill, Second edition
- Lamfalussy Alexandre (2000) , ***Financial Crises in Emerging Markets*** “An essay on Financial Globalization and fragility”, Yale University
- Pochet Jean – Charles (2008) ***Why are there so many Banking Crises*** , “The politics and policy of Bank Regulation”, Princeton University Press
- Eichengreen Barry (2002) ***Financial Crises and what to do about them***, Oxford University Press
- Goldstein – Kaminsky – Reinhart, ***Assessing Financial Vulnerability***, An early Warning System for Emerging Markets
- Anna Maria Agresti- Baudino – Poloni (Nov. 2008) ***The ECB and IMF indicators for the Macro Prudential Analysis of the Banking System, A comparison of the two approaches***, European Central Bank
- ***Performance measurement for Financial Institutions*** , Ernst & Young guide
- Krugman Paul (2009), ***Η κρίση του 2008 και η επιστροφή των οικονομιών της ύφεσης***, Εκδόσεις Καστανιώτη
- Krugman Paul, ***The age of diminished Expectations***, 3rd edition, MIT press
- Shiller Robert (2008), ***The Subprime Solution***, Princeton Press
- John Kenneth Galbraith, (1954) ***The great Crash of 1929***, Mariner Books
- Άγγελου Αντζουλάτου, ***Σημειώσεις - Χρηματοοικονομικό σύστημα, Δομή-Θεσμικό Πλαίσιο- Ανταγωνισμός***
- **European Central Bank Financial Stability Reviews 2004-2007**

- **International Monetary Fund Financial Stability Reviews 2004-2007**
- **Bank of England Financial Stability Reviews 2004-2007**

ПАНЕЛЪТЪМО РЕПАА