



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ**

**ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (Μ.Β.Α.)**

**ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ ΜΕ ΘΕΜΑ:**

**«ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ & ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ»**

**ΥΠΟΒΛΗΘΕΙΣΑ ΑΠΟ: ΚΑΤΣΟΥΛΗΣ ΒΑΣΙΛΕΙΟΣ (Μ.Δ.Ε 0703)**

**ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ : Π.ΑΡΤΙΚΗΣ**

**ΠΕΙΡΑΙΑΣ 2009**

Αφιερώνεται ολόψυχα  
στην μητέρα μου και  
στον παππού μου

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

## Περίληψη

Η Χρηματοπιστωτική Κρίση που ξέσπασε το 2007 και συνεχίζεται ως τις μέρες μας είναι κυρίως αποτέλεσμα της υποτίμησης κινδύνου στις αγορές τιτλοποιημένων χρηματοπιστωτικών προϊόντων. Πιο συγκεκριμένα, η αναταραχή που προκλήθηκε από την μη προβλεφθείσα αδυναμία εκπλήρωσης υποχρεώσεων στην αγορά στεγαστικής πίστης μειωμένης εξασφάλισης (sub prime mortgage market) των Η.Π.Α επεκτάθηκε διεθνώς, καθιστώντας σαφές ότι τα σύνθετα αυτά χρηματοπιστωτικά μέσα χαρακτηρίζονταν από περιορισμένη διαφάνεια, αβεβαιότητα στην αποτίμηση και τελικά σημαντικό κίνδυνο δυνητικής κεφαλαιακής απώλειας. Η αναστάτωση αυτή οδήγησε τους επενδυτές διεθνώς σε ραγδαία επαναξιολόγηση των πραγματοποιηθέντων επενδύσεων, με αποτέλεσμα την αύξηση της απαιτούμενης απόδοσης και την μείωση της τρέχουσας τιμής τους, γεγονός που οδήγησε σε ταχεία αναδιάρθρωση επενδυτικών χαρτοφυλακίων προς τίτλους χαμηλότερου κινδύνου και σε αναστροφή προσδοκιών για την πορεία της νομισματικής πολιτικής. Η αυξημένη αυτή αβεβαιότητα για την πορεία των αγορών, οδήγησε σε αυξημένη μεταβλητότητα των χρηματιστηριακών τιμών, που επεκτάθηκε και στους οργανισμούς ασφάλισης ομολογιακών εκδόσεων. Έτσι η αρχική αναταραχή επιδρώντας αρνητικά στην αξία των άμεσων και έμμεσων επενδύσεων των χρηματοπιστωτικών οργανισμών σε σύνθετα χρηματοπιστωτικά προϊόντα, επηρέασε την χρηματοοικονομική θέση των ιδίων αλλά και των ομίλων που ανήκαν προκαλώντας εσωτερικές μεταβιβάσεις ρευστότητας. Η κατάσταση αυτή επιδεινώθηκε, οδηγώντας τελικά σε άρση της εμπιστοσύνης προς τις αγορές.

Στην προσπάθεια να καταστούν σαφή τα αίτια αλλά και η πορεία της Χρηματοπιστωτικής Κρίσης, η παρούσα διπλωματική εργασία παρουσιάζει αρχικά την έννοια αλλά και τις μορφές του κινδύνου γενικότερα, δίνοντας στην συνέχεια ιδιαίτερη σημασία στον πιστωτικό κίνδυνο αλλά και τις μεθόδους αντιστάθμισης αυτού. Παρουσιάζονται λοιπόν και περιγράφονται επισταμένα η έννοια και οι εφαρμογές των πιστωτικών παραγώγων και όλων των σύνθετων χρηματοπιστωτικών προϊόντων τα οποία οδήγησαν στην μεγαλύτερη χρηματοπιστωτική κρίση που γνώρισε η ανθρωπότητα μετά το Κραχ του 1929. Ακολούθως, λαμβάνει χώρα ενδελεχής παρουσίαση, περιγραφή και ανάλυση της κρίσης αυτής με σκοπό την δημιουργία μίας νέας αρχιτεκτονικής που θα αποτρέψει παρόμοια περιστατικά στο μέλλον.

## Σημαντικοί Όροι

Κίνδυνος, Πιστωτικός Κίνδυνος, Αντιστάθμιση Κινδύνου, Πιστωτικά Παράγωγα, Οντότητα Αναφοράς, Περιουσιακό Στοιχείο Αναφοράς, Πιστωτικό Γεγονός, Πληρωμή Αθέτησης, Ανταμοιβή, Πιστωτικές Συμφωνίες Ανταλλαγής, Συμφωνίες Ανταλλαγής Συνολικής Απόδοσης, Ύφεση, Κραχ, Δάνεια Χαμηλής Εξασφάλισης, Συστημικός Κίνδυνος, Χρηματοπιστωτική Κρίση.

## *Ευχαριστίες*

*Μετά το πέρας της διπλωματικής μου εργασίας, θα ήθελα να εκφράσω τις θερμότερες ευχαριστίες μου στον επιβλέποντα Καθηγητή μου, κ. Παναγιώτη Αρτίκη για την ουσιαστική υποστήριξη και την βοήθειά του καθόλη την διάρκεια εκπόνησης της εργασίας μου. Επίσης θα ήθελα να ευχαριστήσω τους καθηγητές μου στο Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα της Διοίκησης Επιχειρήσεων αφενός για την ευκαιρία που μου έδωσαν να παρακολουθήσω το πρόγραμμα και αφετέρου για τις χρήσιμες και πολύτιμες γνώσεις που μου παρείχαν.*

*Τέλος, θα ήθελα να ευχαριστήσω ιδιαίτερος τη συνάδελφο και φίλη Αργυρίου Κωνσταντίνα για την πολύτιμη βοήθεια της κατά την διάρκεια εκπόνησης της παρούσας εργασίας.*

## Κατάσταση Πινάκων

	Σελίδα
<b>Πίνακας 1.</b> Κατηγορίες Κατάταξης Πιστωτικού Κινδύνου	40
<b>Πίνακας 2.</b> Αποτελέσματα Κατάταξης σε Κατηγορίες Πιστωτικού Κινδύνου	41
<b>Πίνακας 3.</b> Παρακολούθηση Αξιολόγησης Standard & Poors I	42
<b>Πίνακας 4.</b> Δείκτες Μετάπτωσης εντός 1 έτους	43
<b>Πίνακας 5.</b> Δισδιάστατο Σύστημα Διαβάθμισης Πιστωτικού Κινδύνου	54
<b>Πίνακας 6.</b> Κλίμακες Βαθμολόγησης εταιρειών Moody's και Standard & Poor's	56
<b>Πίνακας 7.</b> Κλίμακα Κατάταξης για την Αποπληρωμή του Μακροχρόνιου Χρέους	61
<b>Πίνακας 8.</b> Κατάταξη 49 Χωρών (29 Σεπτεμβρίου 1995)	62
<b>Πίνακας 9.</b> Προτεινόμενες αλλαγές (Basel II)	69
<b>Πίνακας 10.</b> Διαφορές Foundation – Advanced IRB	72
<b>Πίνακας 11.</b> Περιγραφή Basket Credit Swap	99
<b>Πίνακας 12.</b> Διακυμάνσεις Επιτοκίων της Fed της Νέας Υόρκης 2007-2008	150

## Κατάσταση Διαγραμμάτων

		Σελίδα
<b>Διάγραμμα 1.</b>	Αναμενόμενες και Πραγματικές Αποδόσεις	47
<b>Διάγραμμα 2.</b>	Σχέση Πιστωτικού Κινδύνου και Κεφαλαιακών Απαιτήσεων	68
<b>Διάγραμμα 3.</b>	Ιδεατό Κεφάλαιο Συμβολαίων Πιστωτικών Παραγώγων	77
<b>Διάγραμμα 4.</b>	Περιγραφή Credit Default Swap I	83
<b>Διάγραμμα 5.</b>	Περιγραφή Credit Default Swap II	84
<b>Διάγραμμα 6.</b>	Περιγραφή Total Return Swap I	89
<b>Διάγραμμα 7.</b>	Περιγραφή Total Return Swap II	91
<b>Διάγραμμα 8.</b>	Περιγραφή Credit Linked Note I	94
<b>Διάγραμμα 9.</b>	Περιγραφή Credit Linked Note II	95
<b>Διάγραμμα 10.</b>	Περιγραφή Collateralized Debt Obligations	96
<b>Διάγραμμα 11.</b>	Synthetic CDO's	98
<b>Διάγραμμα 12.</b>	Περιγραφή Credit Spread Swap	101
<b>Διάγραμμα 13.</b>	Περιγραφή Credit Default Option	103
<b>Διάγραμμα 14.</b>	Περιγραφή Credit Spread Put	104
<b>Διάγραμμα 15.</b>	Παράδειγμα Χρήσης Credit Default Swap	109
<b>Διάγραμμα 16.</b>	Παράδειγμα ενός funding arbitrage με την χρήση Total Return Swap	110
<b>Διάγραμμα 17.</b>	Απόδοση εάν ο χρηματιστής δεν είχε κάνει χρήση του πιστωτικού παραγώγου	111
<b>Διάγραμμα 18.</b>	Μερίδια Αγοράς Πιστωτικών Παραγώγων	116
<b>Διάγραμμα 19.</b>	Πορεία Α.Ε.Π στις Διεθνείς Αγορές	161
<b>Διάγραμμα 20.</b>	Αποθέματα Κατοικιών στις Η.Π.Α	163
<b>Διάγραμμα 21.</b>	Τιμές νέων και μεταπωλούμενων καιτοικιών στις Η.Π.Α	163
<b>Διάγραμμα 22.</b>	Πορεία δείκτη S&P Case – Shiller σχετικά με τις τιμές κατοικιών σε 20 μητροπολιτικές περιοχές των Η.Π.Α	164
<b>Διάγραμμα 23.</b>	Πωλήσεις νέων κατοικιών στις Η.Π.Α	164
<b>Διάγραμμα 24.</b>	Σχέση τιμών νέων κατοικιών προς διαθέσιμο εισόδημα	165
<b>Διάγραμμα 25.</b>	Διαφορά μεταξύ 3μήνου Libor έναντι επιτοκίου αναφοράς της Ε.Κ.Τ	166
<b>Διάγραμμα 26.</b>	Διαφορά 3μήνου διατραπεζικού επιτοκίου έναντι 3μήνου ΕΓΔ	167

<b>Διάγραμμα 27.</b> Εξέλιξη του περιθωρίου μεταξύ εταιρικών ομολόγων πιστοληπτικής διαβάθμισης Baa 10ετούς διάρκειας έναντι των αντίστοιχων κυβερνητικών ομολόγων στις ΗΠΑ	168
<b>Διάγραμμα 28.</b> Εξέλιξη των περιθωρίων των παραγώγων ανταλλαγής πιστωτικού κινδύνου (Credit Default Swaps, CDS) έναντι εταιρικών ομολόγων επενδυτικής αξιολόγησης	169
<b>Διάγραμμα 29.</b> Εξέλιξη του δείκτη μεταβλητότητας (volatility 1 month) του χρηματιστηριακού δείκτη S&P 500	169
<b>Διάγραμμα 30.</b> Δανεισμών των νοικοκυριών σε ξένο νόμισμα	173
<b>Διάγραμμα 31.</b> Δάνεια σε καθυστέρηση	173
<b>Διάγραμμα 32.</b> Δείκτης Ιδίων Κεφαλαίων προς Ενεργητικό στις χώρες της Νέας Ευρώπης	174



# Περιεχόμενα

## Κεφάλαιο 1

### Αντιστάθμιση Πιστωτικού Κινδύνου

1.1	Εισαγωγικές Παρατηρήσεις .....	18
1.1.1	Ορισμός του Κινδύνου .....	18
1.1.2	Τα Είδη των Κινδύνων .....	19
1.2	Πιστωτικός Κίνδυνος .....	31
1.2.1	Εισαγωγικές Παρατηρήσεις .....	31
1.2.2	Αντιστάθμιση Κινδύνων με Χρήση Παραγώγων .....	32
1.2.3	Μέτρηση και Αμοιβή του Πιστωτικού Κινδύνου .....	36
1.2.4	Πιστωτικός Κίνδυνος και Κεφαλαιακή Επάρκεια .....	43
1.2.5	Η Διαχείριση του Πιστωτικού Κινδύνου .....	44
1.2.6	Μοντέλα Αξιολόγησης Πιστωτικού Κινδύνου .....	49
1.2.7	Διαδικασία Διαβάθμισης Πιστωτικού Κινδύνου .....	57
1.2.8	Κατάταξη Πιστοληπτικής Ικανότητας .....	60
1.2.9	Ο Πιστωτικός Κίνδυνος και η Επιτροπή της Βασιλείας .....	63
1.2.10	Προυποθέσεις Δημιουργίας ενός Υγιούς Corporate Χαρτοφυλακίου ...	65
1.2.11	Αξιολόγηση Πιστωτικού Κινδύνου .....	66

## Κεφάλαιο 2

### Πιστωτικά Παράγωγα

2.1 Εισαγωγικές Παρατηρήσεις .....	76
2.2 Όροι – κλειδιά στις Συναλλαγές Πιστωτικών Προϊόντων.....	78
2.2.1 Οντότητα Αναφοράς (Reference Entity) .....	78
2.2.2 Περιουσιακό Στοιχείο Αναφοράς (Reference Asset) .....	79
2.2.3 Πιστωτικό Γεγονός (Credit Event) .....	79
2.2.4 Ημερομηνίες Κλειδιά (Key Dates) .....	79
2.2.5 Δημοσιευμένες Διαθέσιμες Πληροφορίες (Publicly Available Information)	
2.2.6 Πληρωμή Αθέτησης (Default Payment) .....	80
2.2.7 Ανταμοιβή (Premium) .....	80
2.2.8 Το Ιδεατό Ποσό (Notional Amount).....	81
2.2.9 Διάρκεια του Συμβολαίου (Term of Contract).....	81
2.3 Credit Default Swaps .....	81
2.3.1 Περιγραφή .....	81
2.3.2 Λόγοι Χρήσης των Credit Default Swaps .....	85
2.3.3 Χαμηλώνοντας το Κόστος ενός Credit Default Swap .....	87
2.4 Total (Rate of) Return Swaps .....	88
2.4.1 Περιγραφή .....	88
2.4.2 Κίνητρα του Επενδυτή – Πωλητή Προστασίας ενός TRS .....	91

2.4.3 Κίνητρα του Αγοραστή Προστασίας ενός TRS .....	92
2.5 Credit Linked Notes .....	93
2.5.1 Περιγραφή .....	93
2.6 Collateralized Debt Obligations και Synthetic CDO's .....	96
2.6.1 Collateralized Debt Obligations .....	96
2.6.2 Synthetic CDO's .....	97
2.7 Άλλα Πιστωτικά Παράγωγα – Συμφωνίες .....	98
2.7.1 Basket Credit Swaps και Notes .....	98
2.7.2 Credit Spread Swaps και Forwards .....	100
2.8 Πιστωτικά Δικαιώματα (Credit Options) .....	102
2.8.1 Credit Default Options .....	102
2.8.2 Credit Spread Options .....	103
2.8.3 Default Swaptions .....	104
2.9 Callable Default Swaps .....	105
2.10 Credit Default Swap Forwards .....	106
2.11 Υβριδικά Προϊόντα (Hybrid Products) .....	106
2.12 Χρήσεις των Πιστωτικών Παραγώγων .....	107
2.13 Πιθανοί Κίνδυνοι που συνδέονται με τα Πιστωτικά Παράγωγα .....	112
2.14 Μέθοδοι Τιμολόγησης των Πιστωτικών Παραγώγων .....	113
2.14.1 Μοντέλα που βασίζονται στην εκτίμηση της αθέτησης-κατάταξη βάση βαθμολόγησης (Ratings-based default models) .....	113

2.14.2 Μοντέλα που βασίζονται στο πιστωτικό άνοιγμα (Credit spread-based models) .....	114
2.15 Η Επίδραση της Πιστωτικής Κατάταξης στο Άνοιγμα των Πιστωτικών Συμφωνιών Ανταλλαγής (CDS's Spread) αλλά και στο Πιστωτικό Άνοιγμα (Credit Spread) .....	114
2.16 Η Αγορά των Πιστωτικών Παραγώγων στις Αναδυόμενες Αγορές .....	115
2.17 Συμπερασματικές Παρατηρήσεις .....	117

## Κεφάλαιο 3

### Χρηματοπιστωτική Κρίση

3.1 Ιστορική Αναδρομή .....	122
3.1.1 Η Ιστορία των Κραχ .....	122
3.2 Η Παγκόσμια Οικονομική Ύφεση του 1929 .....	130
3.2.1 Περιγραφή .....	130
3.2.2 Οι συνήθειες των Αμερικανών .....	131
3.2.3 Η αρχή του τέλους .....	132
3.2.4 Τα αίτια της Κρίσης .....	135
3.3 Η Σχέση μεταξύ των Κρίσεων 1929 και 2008 .....	141
3.4 Παρουσίαση της Χρηματοπιστωτικής Κρίσης .....	144
3.4.1 Εισαγωγικές Παρατηρήσεις .....	144
3.4.2 Η Λειτουργία των Τραπεζών .....	145

3.5 Οι Προάγγελοι της Κρίσης .....	147
3.6 Η Πρόκληση της Χρηματοπιστωτικής Κρίσης .....	149
3.7 Το Χρονικό της Κρίσης .....	151
3.7.1 Α' Εξάμηνο του 2007 .....	151
3.7.2 Καλοκαίρι του 2007 .....	151
3.7.3 Αύγουστος του 2007 .....	152
3.7.4 Σεπτέμβριος του 2007 .....	153
3.7.5 Β' Εξάμηνο του 2007 .....	153
3.7.6 Σεπτέμβριος του 2008 .....	154
3.7.7 Οκτώβριος του 2008 .....	155

## Κεφάλαιο 4

### Συνέπειες της Χρηματοπιστωτικής Κρίσης

4.1 Η Χρηματοπιστωτική Κρίση στις Διεθνείς Αγορές .....	160
4.1.1 Η Χρηματοπιστωτική Κρίση στις Η.Π.Α και την Ευρωζώνη .....	160
4.1.2 Η Χρηματοπιστωτική κρίση και η Νέα Ευρώπη .....	170
4.1.3 Η Ρωσική Οικονομία και η Χρηματοπιστωτική Κρίση .....	174
4.1.4 Η Οικονομία της Κίνας και η Χρηματοπιστωτική Κρίση .....	177
4.2 Επίδραση της Κρίσης στην Πραγματική Οικονομία .....	182

## Κεφάλαιο 5

### Δημόσια Παρέμβαση για την Αποτροπή Συστημικού Κινδύνου και Κρίσεων

5.1 Γενικές Παρατηρήσεις .....	189
5.2 Ο Ρόλος της Κεντρικής Τράπεζας .....	189
5.3 Ο Ρόλος του Κράτους .....	194
5.3.1 Επιλογές Ανακεφαλαιοποίησης .....	194
5.3.2 Πολιτικές για Αποτροπή του Συστημικού Κινδύνου .....	195
5.3.3 Σχολιασμός Πολιτικών .....	196
5.4 Συμπεράσματα και Κατευθύνσεις Πολιτικής .....	200
5.4.1 Κατευθύνσεις Πολιτικής .....	201
5.4.2 Η Νέα Αρχιτεκτονική του Χρηματοπιστωτικού Συστήματος .....	211

# Κεφάλαιο 1

## Αντιστάθμιση Πιστωτικού Κινδύνου

### 1.1 Εισαγωγικές Παρατηρήσεις

*“Καθώς η Bear Stearns Inc. αναμένει την εξαγορά της από την JP Morgan Chase, το κόστος προστασίας του χρέους της, μέσω ενός εργαλείου που ονομάζεται Credit Default Swap, άρχισε να αυξάνεται απότομα λόγω του φόβου των επενδυτών ότι η Bear δεν θα μπορούσε να καλύψει τα χρήματα που υποσχέθηκε στις ομολογίες της. Δεν είμαστε εξοικειωμένοι με τα Credit Default Swaps. Έτσι δεν γνωρίζαμε και τα Collateralized Debt Obligations μέχρι που άρχισαν να υπονομεύουν την οικονομία μας. Τα Credit Default Swaps, μέχρι πρότινος δυσνόητα χρηματοοικονομικά εργαλεία για τράπεζες και κατόχους ομολογιών, μπορούν σύντομα να βρεθούν στο κέντρο της επερχόμενης πιστωτικής καταιγίδας. Επιστημονική φαντασία..?”*

Τα παραπάνω αποτελούν την εισαγωγή άρθρου που δημοσιεύτηκε στο περιοδικό Time Magazine την 17<sup>η</sup> Μαρτίου 2008. Η εταιρεία αυτή που αποτελούσε έναν από τους μεγαλύτερους επενδυτικούς κολοσσούς παγκοσμίως, εξαγοράστηκε τον περασμένο Μάιο από την JP Morgan Chase αντί 2\$ ανά μετοχή (έναντι της προκρίσης τιμής των 134\$ ανά μετοχή). Την πορεία της ακολούθησαν και άλλοι μεγαλύτεροι παίκτες της παγκόσμιας επενδυτικής σκηνής καταδεικνύοντας με στόμφο ότι εν έτει 2009 διάγουμε την μεγαλύτερη χρηματοπιστωτική κρίση μετά το Κράχ του 1929.

Σκοπός της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι η προσέγγιση της έννοιας του πιστωτικού κινδύνου και των προϊόντων αντιστάθμισης αυτού καθώς επίσης και η ενδελεχής παρουσίαση της χρηματοπιστωτικής κρίσης στην οποία οδηγήθηκε η παγκόσμια οικονομία εξαιτίας της λανθασμένης χρήσης των προϊόντων αυτών.

Με γνώμονα την κατά το δυνατόν αρτιότερη ανάλυση των πολλαπλών αιτιών και επιπτώσεων της χρηματοπιστωτικής κρίσης στις παγκόσμιες αγορές λαμβάνει χώρα η λεπτομερής επεξήγηση όλων των μορφών τραπεζικού κινδύνου καθώς επίσης

καταγραφή και αξιολόγηση των πιστωτικών παραγώγων ως προϊόντων αντιστάθμισης αυτού.

Αναλυτικότερα, στο πρώτο κεφάλαιο δίνεται έμφαση στην επεξήγηση της λειτουργίας της αντιστάθμισης του πιστωτικού κινδύνου από τα τραπεζικά ιδρύματα. Για να καταστεί αυτό σαφές, δίνεται πρώτα ο ορισμός της έννοιας του κινδύνου γενικότερα, ενώ στη συνέχεια ακολουθούν οι διακρίσεις αυτού. Μεταξύ των ειδών κινδύνου, δίδεται ξεχωριστή σημασία στον πιστωτικό κίνδυνο (Credit Risk) παρουσιάζοντας αναλυτικά τους τρόπους μέτρησης, διαχείρισης και αντιστάθμισης του.

Αφού λοιπόν εξοικειωθεί ο αναγνώστης με την έννοια του πιστωτικού κινδύνου, στο δεύτερο κεφάλαιο λαμβάνει χώρα η παρουσίαση του βασικότερου εργαλείου αντιστάθμισης αυτού, δηλαδή των πιστωτικών παραγώγων. Έχουμε δηλαδή παρουσίαση, περιγραφή και εκτενή ανάλυση του συνόλου των χρηματοπιστωτικών προϊόντων ξεκινώντας από τα Credit Default Swaps, Total Rate of Return Swaps, Credit Linked Notes και Credit Default Options (που είναι τα πιο συχνά χρησιμοποιούμενα) και φτάνοντας μέχρι νέα υβριδικά προϊόντα, μέσω των οποίων οι μεγάλοι τραπεζικοί οργανισμοί αντιμετωπίζουν τον πιστωτικό κίνδυνο.

Στο τρίτο κεφάλαιο περιλαμβάνεται η πλήρης παρουσίαση της χρηματοπιστωτικής κρίσης που ξέσπασε το 2007 και συνεχίζεται μέχρι τις μέρες μας, οι συνέπειες της οποίας θα είναι εμφανείς για αρκετά χρόνια. Αρχικά λοιπόν, γίνεται ιστορική αναδρομή στις σημαντικότερες χρηματοοικονομικές κρίσεις που έχει γνωρίσει η ανθρωπότητα από την “Μανία της Τουλίπας” και το “Κραχ του 1929” μέχρι τις “Τίγρεις της Ν.Α Ασίας” του 1997. Στη συνέχεια ακολουθεί η προβολή του χρονικού της παρούσας κρίσης, όπως αποτυπώθηκε από τις μεγαλύτερες αγορές του κόσμου και εκδηλώθηκε με μια σειρά εξελίξεων στους μεγαλύτερους τραπεζικούς και ασφαλιστικούς οργανισμούς, αρχής γενομένης τον Αύγουστο του 2007.

Στο τέταρτο κεφάλαιο αποτυπώνονται οι συνέπειες της χρηματοπιστωτικής κρίσης στο παγκόσμιο στερέωμα. Διαφαίνεται δηλαδή και επεξηγείται ο τρόπος με τον οποίο επηρεάστηκε η οικονομία των Η.Π.Α από την κρίση των στεγαστικών δανείων καθώς και το ντόμινο των εξελίξεων στις σημαντικότερες διεθνείς αγορές. Λαμβάνει χώρα παρουσίαση των επιπτώσεων στα μακροοικονομικά μεγέθη των Η.Π.Α (από όπου και ξέσπασε η κρίση) και της Ευρωζώνης όσο και της Ρωσικής και Κινεζικής οικονομίας. Ακολούθως παρουσιάζεται ο αντίκτυπος της Κρίσης στην πραγματική οικονομία.



Τέλος, στο πέμπτο κεφάλαιο περιγράφεται τόσο ο ρόλος της Κεντρικής Τράπεζας όσο και ο ρόλος του Κράτους για την αποτροπή παρόμοιων κρίσεων ενώ λαμβάνει χώρα απαρίθμηση προτεινόμενων κατευθύνσεων πολιτικής. Συμπερασματικά, παρουσιάζεται η νέα αρχιτεκτονική του χρηματοπιστωτικού συστήματος που δύναται να προσδώσει την χαμένη σταθερότητα στις διεθνείς αγορές και να λειτουργήσει ως αντίβαρο στους απορρυθμιστικούς παράγοντες που κατά καιρούς κάνουν την εμφάνιση τους, δημιουργώντας (άλλοτε μεγαλύτερες και άλλοτε μικρότερες) χρηματοοικονομικές κρίσεις, προσβάλλοντας κατ' αυτό τον τρόπο την ευημερία των ανθρώπων.

### **1.1.1 Ορισμός του Κινδύνου**

Ως κίνδυνο ορίζουμε το αποτέλεσμα το οποίο προκύπτει από το συνυπολογισμό να συμβεί ένα δυσμενές γεγονός και της επίπτωσης που μπορεί να έχει αυτό το γεγονός στα αποτελέσματα ή την οικονομική κατάσταση του πιστωτικού ιδρύματος. Ο αντικειμενικός σκοπός κάθε πιστωτικού ιδρύματος είναι η μεγιστοποίηση της εξαρτώμενης από τον κίνδυνο απόδοσης που απολαμβάνουν οι μέτοχοι. Συνεπώς η αποδοτικότητα των τραπεζών εξαρτάται από τη σωστή και επιτυχή διαχείριση των κινδύνων. Η μη αποτελεσματική διαχείριση των κινδύνων μπορεί να απειλήσει τη φερεγγυότητα μιας τράπεζας. Η έλλειψη αυτή εντοπίζεται είτε στην αρνητική καθαρή θέση είτε στην αδυναμία να αντεπεξέλθει στις υποχρεώσεις της. Οι σημαντικότερες εξελίξεις από τις οποίες προήλθαν οι νέοι χρηματοοικονομικοί κίνδυνοι είναι:

A) Η μεταβολή στο διεθνές σύστημα διαμόρφωσης των ισοτιμιών των διαφόρων νομισμάτων με τη μετάβαση, στη δεκαετία του 1970, από το σύστημα των σταθερών ισοτιμιών ή σύστημα Bretton Woods στο σύστημα των κυμαινόμενων ισοτιμιών, όπου ο καθοριστικός παράγοντας πλέον για τη διαμόρφωση των τιμών των νομισμάτων είναι η αγορά και οι δυνάμεις της. Ο κίνδυνος, τον οποίο δημιούργησε η εξέλιξη αυτή, είναι ο κίνδυνος συναλλάγματος. Όσον αφορά τη χώρα μας, ο κίνδυνος συναλλάγματος έγινε αισθητός από τα πιστωτικά ιδρύματα πρόσφατα, δεκαετία 1990, όταν τους επιτράπηκε η διαχείριση του συναλλάγματος που κατείχαν. Θα πρέπει εδώ να υπογραμμισθεί ότι με την εφαρμογή και χρήση του ενιαίου νομίσματος, ο κίνδυνος συναλλάγματος στις συναλλαγές μεταξύ των χωρών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης μηδενίζεται.

B) Η απελευθέρωση των αγορών από διοικητικές ή κανονιστικές παρεμβάσεις (deregulation), κυρίως όσον αφορά το ύψος και το είδος (σταθερό ή κυμαινόμενο) των επιτοκίων και την τιμολόγηση των χρηματοοικονομικών προϊόντων, κυρίως με την

ανάπτυξη των δευτερογενών αγορών. Οι εξελίξεις αυτές οδήγησαν στον κίνδυνο των επιτοκίων. Ο κίνδυνος επιτοκίων έγινε ιδιαίτερα αισθητός μετά την πρώτη πετρελαϊκή κρίση και την έξαρση των πληθωριστικών τάσεων, όταν τα επιτόκια γνώρισαν δραματικές διακυμάνσεις και η αστάθεια των χρηματοοικονομικών αγορών της περιόδου εκείνης είναι η μεγαλύτερη που γνώρισε η οικονομία από τη μεγάλη ύφεση και μετά.

Γ) Η κατάργηση των περιορισμών των χρηματοπιστωτικών οργανισμών και ιδιαίτερα των πιστωτικών ιδρυμάτων των σχετικών με τη δυνατότητα προσφοράς κάθε μορφής χρηματοοικονομικών προϊόντων και υπηρεσιών. Οι κίνδυνοι που προκύπτουν από κατάργηση των περιορισμών αυτών, σε συνδυασμό με την ανάπτυξη των αγορών (π.χ. δευτερογενής αγορά, κεφαλαιαγορά), την ανάπτυξη νέων προϊόντων (π.χ. τιτλοποίηση δανείων ή προϊόντα σταθερού τοκομεριδίου) και την τιμολόγηση των προϊόντων στις αγορές (διαδικασία mark to market), σχετίζονται τόσο με την επενδυτική θέση ή την αξία των χαρτοφυλακίων ή ακόμα και με νέες μορφές πιστωτικού κινδύνου, όπως ο κίνδυνος αντισυμβαλλομένου ή ο κίνδυνος διακανονισμού ή παράδοσης.

Δ) Η αλματώδης ανάπτυξη νέων χρηματοοικονομικών προϊόντων (financial instruments). Η ανάπτυξη οφείλεται τόσο στην απελευθέρωση των εργασιών των πιστωτικών ιδρυμάτων όσο και στην ανάγκη για δημιουργία νέων πηγών άντλησης κεφαλαίων και νέων μορφών επενδύσεων. Τα νέα χρηματοοικονομικά προϊόντα μπορεί να εμπεριέχουν, ανάλογα με τη φύση τους, κάθε μορφή κινδύνου, παραδοσιακού ή αγοράς. Η πολυπλοκότητα αγορών και προϊόντων προσέθεσε και το λειτουργικό κίνδυνο που κυρίως αφορά τους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς. Τα αποτελέσματα του κινδύνου αυτού για μια σειρά από χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς ήταν ιδιαίτερα επώδυνα. Ο λειτουργικός κίνδυνος προέρχεται από ακατάλληλα ή ανεπαρκή συστήματα ελέγχου μηχανογραφικών εφαρμογών, διοίκησης και από ανθρώπινα λάθη ή απάτες.

Θα πρέπει εδώ να επισημανθεί ότι κάποια κοινή σε όλες τις περιπτώσεις κατάταξη των κινδύνων σε κατηγορίες, όσον αφορά τη σημασία τους αλλά και τον αριθμό των κατηγοριών, είναι σχεδόν αδύνατη, αφού εξαρτάται από την οπτική γωνία από την οποία προσεγγίζεται. Έτσι, διαφορετικά θα κατατάξει τους κινδύνους ο θεωρητικός μελετητής, διαφορετικά ο τραπεζίτης και διαφορετικά το εποπτικό όργανο ενός χρηματοπιστωτικού ιδρύματος. Διαφορετική είναι και η σημασία που θα δώσει ο καθένας από τους παραπάνω στην κάθε κατηγορία κινδύνων.

### 1.1.2 Τα είδη των κινδύνων

Θα ήταν παρακινδυνευμένη μελλοντολογία να προσπαθήσει κάποιος να παρουσιάσει εξαντλητικά τους κινδύνους που είναι πιθανόν να αντιμετωπίσει ένας τραπεζικός οργανισμός σε δεδομένη χρονική στιγμή. Παρ' όλα αυτά, θα επιχειρήσουμε μια κοινά αποδεκτή γενικευμένη ταξινόμηση των κινδύνων σε τρεις κύριες κατηγορίες:

- A) Πιστωτικός κίνδυνος (credit risk)
- B) Κίνδυνος αγοράς (market risk)
- Γ) Λειτουργικός κίνδυνος (operational risk)

#### ***Πιστωτικός κίνδυνος ή κίνδυνος αθέτησης πληρωμών***

Είναι η πιθανότητα αδυναμίας ανάκτησης ενός στοιχείου του ενεργητικού λόγω αδυναμίας του οφειλέτη ή λόγω καθυστέρησης αποπληρωμής ενός δανείου. Δηλαδή, ο κίνδυνος αυτός οφείλεται στην πιθανότητα (μη βεβαιότητα) κάποιος δανειολήπτης του χρηματοπιστωτικού ιδρύματος να μην πληρώσει όλο ή μέρος του δανείου που έχει πάρει. Σε κάθε περίπτωση η αξία των στοιχείων του ενεργητικού μειώνεται, υπονομεύοντας τη φερεγγυότητα της τράπεζας. Στην πράξη, ο πιστωτικός κίνδυνος από τη χορήγηση ενός δανείου αυξάνεται σημαντικά για την τράπεζα σε δύο περιπτώσεις:

Πρώτον, όταν όλα τα οικονομικά δεδομένα ή κάποιες εταιρείες αξιολόγησης της πιστοληπτικής επιφάνειας προτείνουν την υποβάθμιση της φερεγγυότητας του πιστούχου.

Δεύτερον, όταν το επενδυτικό χαρτοφυλάκιο της τράπεζας παρουσιάζει υψηλή έκθεση σε δανεισμό σε ένα συγκεκριμένο πιστούχο ή σε μία ομάδα εταιρειών που ανήκουν στον ίδιο επιχειρηματικό όμιλο. Το πρόβλημα αυτό μπορεί, επίσης, να προκύψει από την υψηλή έκθεση σε συγκεκριμένους βιομηχανικούς κλάδους ή τομείς της οικονομίας ή γεωγραφικές περιοχές. Εάν τα επιχειρηματικά κέρδη του δανειζόμενου μειωθούν, η τράπεζα πρέπει να αναμένει με αυξημένη πιθανότητα το ενδεχόμενο αθέτησης της αποπληρωμής του δανείου.

Είναι ο παλαιότερος και ίσως ο σημαντικότερος κίνδυνος για τις τράπεζες, προέρχεται απευθείας από την εμπορική επιλογή των πελατών και γενικά δεν εξαρτάται από τις κινήσεις της αγοράς (εκτός από τις συναλλαγές της κεφαλαιαγοράς), άρα δεν είναι ένας τυπικός οικονομικός κίνδυνος και σχετίζεται στενά με την επιχειρηματική πολιτική. Επομένως, μία τράπεζα αντιμετωπίζει πιστωτικό κίνδυνο όταν οι δανειζόμενες επιχειρήσεις δεν είναι σε θέση να ικανοποιήσουν τις υποχρεώσεις τους, δηλαδή να αποπληρώσουν το δάνειό τους. Σε ορισμένες περιπτώσεις ένα σημαντικό μέρος των υποχρεώσεων αυτών ενδέχεται να μην εισπραχθεί ποτέ. Γενικά, αποτελεί ένα σημαντικό μέρος στη διαχείριση κινδύνου, αφού σχετίζεται με την πιστοληπτική ικανότητα των δανειζομένων και γενικά, των αντισυμβαλλομένων με τις τράπεζες. Δηλαδή, σχετίζεται με την πιθανή ζημία που μπορεί να αντιμετωπίσει ένας τραπεζικός οργανισμός. Ο πιστωτικός κίνδυνος είναι σημαντικός, εάν αναλογιστούμε ότι η αφερεγγυότητα πολλών μικρών καταναλωτών μπορεί να δημιουργήσει τεράστιες ζημίες. Αποτέλεσμα του πιστωτικού κινδύνου ή της ζημιάς από τον αναλαμβανόμενο πιστωτικό κίνδυνο, όπως συμβαίνει και με κάθε άλλον κίνδυνο, είναι η μεταβολή της καθαρής θέσης ιδίων κεφαλαίων της τράπεζας ή της αξίας του χαρτοφυλακίου.

Ο πιστωτικός κίνδυνος προκαλεί στις επιχειρήσεις που εκτίθενται σε αυτόν:

- A) Έλλειψη ρευστότητας και πιθανή διατήρηση υψηλών αποθεματικών
- B) Μείωση της δικής τους πιστοληπτικής ικανότητας
- Γ) Αυξημένες ανάγκες για εξωτερική χρηματοδότηση
- Δ) Επηρεασμό του ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος.

Το σημείο κλειδί για αποτελεσματικό και αποδοτικό έλεγχο του πιστωτικού κινδύνου είναι η αναγνώρισή του από την επιχείρηση και η μέτρηση της επίδρασής του στην κερδοφορία και στη ρευστότητά της.

Ο Πιστωτικός Κίνδυνος διακρίνεται ως εξής:

Γενικός πιστωτικός κίνδυνος: Οφείλεται στο γεγονός ότι όσο πιο πολλά χρήματα έχει δανείσει ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα τόσο αυξάνει και το ποσό των χρημάτων που είναι πιθανό να μην εισπράξει.

Ειδικός πιστωτικός κίνδυνος: Προέρχεται από το γεγονός ότι εάν ένας πελάτης δανειστεί ένα πολύ μεγάλο ποσό τότε αυξάνει η πιθανότητα να μην το επιστρέψει.

Στην κατηγορία των πιστωτικών κινδύνων ανήκουν επίσης:

Ο κίνδυνος αφερεγγυότητας (default risk), όπου ο δανειζόμενος αδυνατεί να εξυπηρετήσει τις πληρωμές του δανείου του

Ο κίνδυνος χρέους και χώρας (sovereign risk), που συνδέεται με την αδυναμία αποπληρωμής δημόσιου χρέους. Πρόκειται για έναν ιδιαίτερο τύπο πιστωτικού κινδύνου που απορρέει από την υψηλή έκθεση μιας τράπεζας σε δανεισμό συγκεκριμένης κυβέρνησης. Αναφέρεται κυρίως στην περίπτωση της παύσης πληρωμών από μια συγκεκριμένη κυβέρνηση σε μια συγκεκριμένη χώρα. Η τράπεζα, ωστόσο, δεν έχει στη διάθεσή της τα συμβατικά εργαλεία διαχείρισης και κάλυψης έναντι αυτού του πιστωτικού κινδύνου. Για παράδειγμα, εάν ένας ιδιώτης πιστούχος διακόψει την αποπληρωμή των χρεών του, οι εγγυήσεις δανείου περιέρχονται στην κατοχή της τράπεζας. Εάν, όμως, μια κυβέρνηση κηρύξει στάση πληρωμών, είναι μάλλον απίθανο μια εμπορική τράπεζα να μπορεί να διεκδικήσει τμήμα της κρατικής περιουσίας. Ένας πιο γενικός τύπος πιστωτικού κινδύνου, που αναφέρεται στη διεθνή δανειοδότηση, είναι ο κίνδυνος χώρας, ο οποίος συνδέεται με το ευρύτερο οικονομικό, κοινωνικό και πολιτικό περιβάλλον της χώρας εγκατάστασης του δανειζομένου. Μια σημαντική συνιστώσα του κινδύνου χώρας είναι ο «κίνδυνος μετατροπής», που υφίσταται στις περιπτώσεις που οι υποχρεώσεις του δανειζομένου δεν εκφράζονται στο τοπικό εθνικό νόμισμα.

Ο κίνδυνος αντισυμβαλλομένων (counterparty risk), που ορίζεται ως η αθέτηση των υποχρεώσεων, γενικά, του αντισυμβαλλομένου. Στην περίπτωση των παράγωγων προϊόντων (derivatives), η εκτίμηση του πιστωτικού κινδύνου είναι διαφορετική, αφού συνδέεται με τις χρηματικές ροές του υποκείμενου στοιχείου (underlying asset), που είναι διαφορετικές για κάθε παράγωγο μέσο. Πιστωτικός κίνδυνος μπορεί, ακόμα, να δημιουργηθεί από την αγορά, μέσω της ρευστότητάς της και της αξίας των προϊόντων της.

### **Κίνδυνος αγοράς:**

Είναι ο κίνδυνος που εμφανίζεται όταν η τράπεζα διαπραγματεύεται χρηματοοικονομικούς τίτλους και όταν κατέχει μετοχές σαν κάποια μορφή ενεχύρου, ή ως μέρος της γενικότερης επενδυτικής της στρατηγικής και υπάρξει δυσμενής μεταβολή στην αποτίμηση της αξίας των τίτλων αυτών. Δηλαδή, σχετίζεται με τη μεταβολή των τιμών των διαφόρων χρηματοοικονομικών προϊόντων που διαπραγματεύονται στις αγορές. Οι τιμές αφορούν τιμές επιτοκίων, συναλλάγματος, μετοχές, παράγωγα προϊόντα και εμπορεύσιμα αγαθά. Προκύπτει ως αποτέλεσμα είτε πραγματοποίησης χρηματοοικονομικών συναλλαγών είτε των δραστηριοτήτων διαχείρισης στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού στη βασική λειτουργία της τράπεζας. Τώρα πλέον ο κίνδυνος αυτός υπόκειται σε κανονισμούς κεφαλαιακού περιορισμού που επιβάλλονται στις τράπεζες. Υπολογίζεται από τις μεταβολές στην αξία των «ανοικτών θέσεων» ή των εσόδων. Αυτός ο τύπος κινδύνου είναι συνήθως περισσότερο ορατός στις δραστηριότητες διαπραγμάτευσης μετοχικών και ομολογιακών τίτλων στη δευτερογενή αγορά ή στο «άνοιγμα» θέσεων σε συνάλλαγμα. Οι κίνδυνοι αγοράς έχουν αποκτήσει, σήμερα, το μεγαλύτερο ενδιαφέρον, αφού επηρεάζουν τόσο την αξία του χαρτοφυλακίου των δανείων μιας τράπεζας όσο και την αξία του χαρτοφυλακίου των συναλλαγών της και σχετίζονται με το μέγεθος της μεταβολής των τιμών των διαφόρων περιουσιακών στοιχείων.

Η αποτίμηση του κινδύνου της αγοράς βασίζεται στη μεταβλητότητα των παραμέτρων της αγοράς:

α) των επιτοκίων (interest rate risk)

β) των συναλλαγματικών ισοτιμιών (foreign exchange risk)

γ) των χρηματιστηριακών δεικτών και μετοχών

δ) της ρευστότητας της αγοράς (liquidity risk), που στην ακραία περίπτωση της οδηγεί στη χρεοκοπία.

Στην περίπτωση των παράγωγων προϊόντων, οι κίνδυνοι της αγοράς είναι πολυπλοκότεροι και πολλαπλάσιοι. Γενικά, μπορούμε να διακρίνουμε τον κίνδυνο αγοράς σε δύο κατηγορίες ανάλογα με τη μορφή των σχέσεων που συνδέουν τα διάφορα χρηματοοικονομικά εργαλεία.

Πρώτον, το βασικό κίνδυνο που υφίσταται όταν οι σχέσεις μεταξύ των χρηματοοικονομικών προϊόντων που χρησιμοποιούνται για να καλύπτει το ένα τους κινδύνους από το άλλο, μεταβάλλει τη μορφή της.

Δεύτερον, τον κίνδυνο «γάμα» που αναφέρεται σε σχέσεις μη γραμμικής μορφής μεταξύ των προϊόντων. Ένας άλλος διαχωρισμός του κινδύνου αγοράς βασίζεται στη λογική της στρατηγικής διαχείρισης κινδύνου που ακολουθείται. Έτσι, μπορούμε να διακρίνουμε τον κίνδυνο αγοράς σε απόλυτο και σχετικό. Ο πρώτος μετριέται από τις δυνητικές απώλειες, π.χ. σε δολάρια, δραχμές ή ευρώ, και ο δεύτερος υπολογίζεται σε σχέση με ένα συγκριτικό δείκτη. Σημαντικές συνιστώσες του κινδύνου αγοράς είναι ο επιτοκιακός και ο συναλλαγματικός κίνδυνος. Πράγματι, μια γενική αύξηση στα επιτόκια οδηγεί συνήθως σε μείωση των τιμών των ομολόγων. Μια υποτίμηση ενός νομίσματος μειώνει την αξία όλων των τίτλων που εκφράζονται σε αυτό το νόμισμα. Αν και στη «γλώσσα των ανθρώπων της αγοράς» ο όρος «κίνδυνος αγοράς» αναφέρεται «στην «πιθανότητα απώλειας αξίας», στη χρηματοοικονομική θεωρία ο κίνδυνος αγοράς ορίζεται ως η διασπορά των μη αναμενόμενων αποτελεσμάτων του χαρτοφυλακίου τίτλων, που οφείλονται σε αιφνίδιες διακυμάνσεις ορισμένων χρηματοοικονομικών μεταβλητών. Υπό αυτήν την έννοια, τόσο οι θετικές όσο και οι αρνητικές αποκλίσεις μπορούν να θεωρηθούν ως πηγές κινδύνων. Το ευρύ κοινό δεν αντιλαμβάνεται αυτό το γεγονός και συχνά δεν αναγνωρίζει ότι οι υψηλές αποδόσεις ορισμένων διαπραγματευτών τίτλων, όπως ο Nick Leeson της Barings και ο Bob Citron της Orange County, ενέχουν στην πραγματικότητα υψηλότερους κινδύνους. Πιο συγκεκριμένα, ο Κίνδυνος Αγοράς περιλαμβάνει :

**Τον Κίνδυνο Διακύμανσης ή Τιμής:** προκύπτει από την έντονη διακύμανση των τιμών στις αγορές, συνήθως εξαιτίας της μεταβολής των επιτοκίων. Ο κίνδυνος τιμής είναι η πιθανότητα μεταβολής στα κέρδη ή στα ίδια κεφάλαια του πιστωτικού ιδρύματος λόγω μεταβολής της αξίας των στοιχείων που αποτελούν το συγκεκριμένο χαρτοφυλάκιο π.χ. ομόλογα του Δημοσίου.

**Τον Κίνδυνο Βάσης:** αναφέρεται στη διαφορά μεταξύ των συστημάτων κάλυψης των κινδύνων των τραπεζών από χώρα σε χώρα.

**Τον Κίνδυνο Αναγκαστικής Πώλησης:** αναφέρεται στην περίπτωση κατά την οποία ενώ κάποιος προσπαθεί να κλείσει τη θέση του αντιμετωπίζει προβλήματα εξαιτίας της έλλειψης ρευστότητας στην αγορά .

**Τον Κίνδυνο Διακανονισμού Πληρωμών:** έγκειται κυρίως στη διαφορετική ώρα που επικρατεί μεταξύ των χωρών, δημιουργώντας προβλήματα στην αγορά συναλλάγματος. Πιο συγκεκριμένα, η αγορά συναλλάγματος κινείται παράλληλα με τον ήλιο. Σε τεχνικούς όρους, η μέρα αρχίζει στο Τόκιο, αν και οι διαπραγματευτές αυτής της αγοράς νωρίς το πρωί θα βρίσκονται σε επαφή με τους συναδέλφους τους στη δυτική ακτή της Αμερικής για να λάβουν τις τιμές κλεισίματος και πληροφορίες σχετικά με τις συνθήκες της αγοράς. Συνεπώς, οι συναλλαγματικές ισοτιμίες μεταβάλλονται συνεχώς, η αγορά δεν κοιμάται ποτέ. Επειδή οι θέσεις σε συνάλλαγμα υπόκεινται πάντα σε κίνδυνο, η πολιτική των τραπεζών είναι να διατηρούν πολύ μικρές θέσεις προς το τέλος της ημέρας και κατά τη διάρκεια της νύχτας σε σχέση με αυτές που κατέχουν κατά τη διάρκεια της ημέρας. Ο κίνδυνος αυτός, ο οποίος είναι γνωστός και ως «κίνδυνος Herstatt», μπορεί να εξελιχθεί σε συστημική απειλή, όπως έγινε με την περίπτωση της γερμανικής τράπεζας Herstatt το 1974. Πράγματι, η εν λόγω τράπεζα κατέρρευσε λόγω των ζημιών της στην αγορά συναλλάγματος. Ο διακανονισμός των συναλλαγών σε συνάλλαγμα απαιτεί τη μεταφορά μετρητών από το λογαριασμό της μιας τράπεζας στο λογαριασμό της άλλης, μέσω των κεντρικών τραπεζών των οποίων τα νομίσματα χρησιμοποιούνται στη συναλλαγή. Η ύπαρξη, ωστόσο, διαφοράς ώρας συνεπάγεται καθυστερήσεις στην υλοποίηση της συναλλαγής. Όταν η Herstatt κατέρρευσε νωρίς το πρωί σύμφωνα με τη γερμανική ώρα, οι πληρωμές σε δολάρια που είχαν συμφωνηθεί τις τελευταίες δύο ημέρες προς τις αμερικανικές τράπεζες δεν είχαν υλοποιηθεί. Οι αμερικανικές τράπεζες με υψηλή έκθεση σε δανεισμό προς την Herstatt αντιμετώπισαν κρίση ρευστότητας, που προκάλεσε σοβαρούς τριγμούς στο αμερικανικό σύστημα πληρωμών.

Ο κίνδυνος διακανονισμού είναι εντονότατος στη διατραπεζική αγορά, όπου ο όγκος και η αξία των συναλλαγών είναι σε πολύ υψηλά επίπεδα. Η εξέλιξη των σύγχρονων συστημάτων πληρωμών πραγματικού χρόνου θα συμβάλλει ώστε να εξασθενήσει σημαντικά ο κίνδυνος διακανονισμού. Αποτελεί, όμως, ακόμη σοβαρό πρόβλημα, αφού πληρωμές που γίνονται το πρωί στην Ευρώπη υλοποιούνται στην Αμερική το απόγευμα. Η διαχείριση του κινδύνου αυτού απαιτεί την παρακολούθηση των επενδυτικών και άλλων δραστηριοτήτων των αντισυμβαλλόμενων μερών.

**Το Συναλλαγματικό Κίνδυνο:** προκύπτει από απότομες μεταβολές των συναλλαγματικών ισοτιμιών που επηρεάζουν την αξία της καθαρής θέσης της τράπεζας. Δηλαδή, σχετίζεται με τη θέση που έχει πάρει το χρηματοπιστωτικό ίδρυμα σε συνάλλαγμα. Με άλλα λόγια, ο κίνδυνος αυτός είναι η πιθανότητα μεταβολής στα



κέρδη ή στα ίδια κεφάλαια της τράπεζας που οφείλεται στη μεταβολή των συναλλαγματικών ισοτιμιών και τη δυσμενή επιρροή που έχει στα στοιχεία του ισολογισμού της τα οποία εκφράζονται σε ξένο νόμισμα. Υπό καθεστώς κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών, κάθε «ανοικτή θέση» σε ένα συγκεκριμένο νόμισμα εκθέτει ένα τραπεζικό ίδρυμα στο συναλλαγματικό κίνδυνο, που αποτελεί μια ειδική περίπτωση του κινδύνου αγοράς. Ο συναλλαγματικός κίνδυνος οφείλεται στις διακυμάνσεις της αξίας των νομισμάτων, που επηρεάζουν τις «θέσεις» σε συνάλλαγμα που έχει λάβει μια τράπεζα για τη διαχείριση των διαθεσίμων της ή για λογαριασμό πελατών της. Οι τράπεζες δραστηριοποιούνται τόσο στην τρέχουσα όσο και στην προθεσμιακή αγορά συναλλάγματος έχοντας μεγάλες «θέσεις» σε συνάλλαγμα, που μεταβάλλονται συνεχώς.

**Τον Κίνδυνο Διαχρονικών Ανοιγμάτων Θέσης ή Κίνδυνο Επιτοκίου:** αναφέρεται στην έκθεση σε απροσδόκητες μεταβολές του επιτοκίου, οι οποίες επηρεάζουν το μέγεθος των απαιτήσεων και των υποχρεώσεων της τράπεζας. Ο βαθμός του κινδύνου αυτού μετριέται με το «άνοιγμα» της τράπεζας, δηλαδή τη διαφορά μεταξύ στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού που είναι ευαίσθητα στο επιτόκιο. Με άλλα λόγια, είναι ο κίνδυνος, ο οποίος είναι συνδεδεμένος με την κυριότερη δραστηριότητα της τράπεζας που είναι ο μετασχηματισμός βραχυχρόνιων υποχρεώσεων (καταθέσεις) σε μακροχρόνιες απαιτήσεις (δάνεια). Ο κίνδυνος αυτός προκύπτει από την αναντιστοιχία των επιτοκίων τόσο στον όγκο όσο και στη διάρκεια των τίτλων, των δανείων, των υποχρεώσεων και των εκτός ισολογισμού στοιχείων της τράπεζας. Οφείλεται στις διαφορές των επιτοκίων μεταξύ των επιτοκιακά ευαίσθητων στοιχείων του ισολογισμού π.χ. δάνεια, καταθέσεις. Μια απροσδόκητη μεταβολή στα επιτόκια μπορεί να επηρεάσει σοβαρά την κερδοφορία της τράπεζας καθώς και την αξία της μετοχής της. Για παράδειγμα, εάν σε μια τράπεζα οι υποχρεώσεις της είναι περισσότερο ευαίσθητες σε σχέση με τις απαιτήσεις της στις μεταβολές των επιτοκίων, μια αύξηση των επιτοκίων θα μειώσει τα κέρδη και μια πτώση των επιτοκίων θα αυξήσει τα κέρδη. Η διαχείριση του επιτοκιακού κινδύνου υπήρξε παραδοσιακά το βασικό μέλημα των επιτελικών ομάδων Διαχείρισης Στοιχείων Ενεργητικού-Παθητικού.

**Τον Κίνδυνο Ρευστότητας:** είναι η πιθανότητα αδυναμίας εκπλήρωσης των υποχρεώσεων της τράπεζας λόγω ανεπαρκούς ρευστότητας, λόγω ακατάλληλης διαχείρισης απρόβλεπτων αλλαγών στις συνθήκες της αγοράς, οι οποίες μπορεί να οδηγήσουν σε μεταβολές των πηγών χρηματοδότησης ή να βλάψουν την ικανότητα ρευστοποίησης περιουσιακών στοιχείων ή συναλλακτικών θέσεων με κανονικό τρόπο.

Δηλαδή, έχει να κάνει με την πιθανότητα ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα να μην έχει τη δυνατότητα να καλύψει τις τρέχουσες ταμειακές του υποχρεώσεις και να αναγκαστεί να ρευστοποιήσει τίτλους καταγράφοντας ζημίες. Συνήθως προκύπτει λόγω των μεγάλων όγκων συναλλαγών ενός χρηματοπιστωτικού οργανισμού σε σχέση με το συνολικό μέγεθος της αγοράς στην οποία δραστηριοποιείται και για συγκεκριμένα τραπεζικά προϊόντα. Κίνδυνος ρευστότητας εμφανίζεται είτε λόγω έλλειψης επενδύσεων με υψηλή ρευστότητα είτε λόγω αδυναμίας της να αντλήσει κεφάλαια από τους πελάτες ή από τη διατραπεζική αγορά. Η έννοια του κινδύνου ρευστότητας συνδέεται άμεσα με αυτό που ονομάζεται «ορίζοντας διακράτησης χαρτοφυλακίου». Όταν η συγκυρία στην αγορά είναι απαγορευτική για τη ρευστοποίηση μιας επένδυσης χαρτοφυλακίου, ένας χρηματοοικονομικός οργανισμός πρέπει, υπό φυσιολογικές συνθήκες, να περιμένει οι τιμές να ανακάμψουν σε ικανοποιητικά επίπεδα. Ωστόσο, για ένα χρηματοοικονομικό οργανισμό που είναι υποχρεωμένος να προβεί σε ρευστοποιήσεις για να αντεπεξέλθει σε ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις, η ανεπάρκεια της ρευστότητάς του μπορεί να ισοδυναμεί με κατάρρευση.

#### *Διαφορές Μεταξύ Κινδύνου Αγοράς και Πιστωτικού Κινδύνου*

Η κύρια ομοιότητα μεταξύ του κινδύνου αγοράς και του πιστωτικού κινδύνου είναι ότι και οι δύο μειώνουν τη συνολική αξία του χαρτοφυλακίου. Από άλλη όμως πλευρά, υπάρχουν σημαντικές διαφορές ανάμεσα στον πιστωτικό κίνδυνο και τον κίνδυνο αγοράς. Οι διαφορές αυτές συνεπάγονται τη χρήση διαφορετικών στατιστικών μεθόδων κατά τη διαδικασία διαχείρισης των κινδύνων.

Πρώτον, οι στατιστικές παρατηρήσεις για τα καθυστερούμενα δάνεια και τις επισφαλείς απαιτήσεις είναι ασυνεχείς και δε συνιστούν ομαλές χρονολογικές σειρές. Αντιθέτως, οι παρατηρήσεις για τις μεταβολές στις τιμές των τίτλων παρουσιάζουν υψηλό βαθμό συνέχειας. Επιπλέον, η ασυμμετρία των παρατηρήσεων των αποδόσεων του χαρτοφυλακίου δανείων, που οφείλεται στον πιστωτικό κίνδυνο, είναι πολύ μεγαλύτερη σε σχέση με τις αποδόσεις του χαρτοφυλακίου τίτλων. Επιπρόσθετα, στις περιπτώσεις των επισφαλών απαιτήσεων η απώλεια είναι ιδιαίτερα μεγάλη για την τράπεζα (απώλεια κεφαλαίου, όχι μόνον αποδόσεων). Στις περιπτώσεις, όμως, των κανονικώς εξυπηρετούμενων δανείων, το κέρδος είναι πιο μέτριο.

Δεύτερον, οι μεταβολές στην πιστοληπτική ικανότητα των δανειζομένων είναι γενικώς μη άμεσα παρατηρήσιμες. Αντίθετα με την περίπτωση του πιστωτικού κινδύνου, οι αξιολογήσεις των ομολόγων και των μετοχών είναι διαθέσιμες δημοσίως.

Τρίτον, η ύπαρξη ορισμένων τεχνικών διευκολύνσεων, όπως οι εγγυήσεις δανείων, σε συνδυασμό με την αβεβαιότητα ως προς το ύψος των επισφαλών απαιτήσεων που θα καλυφθούν από τη διεκδίκηση με ένδικα μέσα, καθιστούν την ακριβή εκτίμηση της έκθεσης στον πιστωτικό κίνδυνο περισσότερο πολύπλοκη.

Τέταρτον, υπάρχουν πολύ λιγότερα εργαλεία κάλυψης (hedging instruments) διαθέσιμα για τον πιστωτικό κίνδυνο από ότι για τον κίνδυνο αγοράς.

Πέμπτον, το χαρτοφυλάκιο δανείων έχει μικρότερες δυνατότητες διαφοροποίησης και συνεπώς μικρότερη διασπορά κινδύνου.

### **Λειτουργικός κίνδυνος**

Είναι ο κίνδυνος των αναποτελεσματικών λειτουργιών μιας τράπεζας με επακόλουθο τη μείωση της ροής των εσόδων ή πιο συγκεκριμένα ο κίνδυνος εμφάνισης ζημιών από απάτη ή από έκτακτα έξοδα, όπως για παράδειγμα έξοδα για δικαστικό αγώνα, από πολυπλοκότητα εργασιών, από τεχνολογικές δυσλειτουργίες, από μεθόδους ασφάλειας, από λάθη προσωπικού και άλλες πιο εξειδικευμένες αιτίες. Ο λειτουργικός κίνδυνος αναφέρεται στις απώλειες που μπορεί να προκύψουν λόγω της ανεπάρκειας των συστημάτων και των εσωτερικών ελέγχων, των ανθρωπίνων σφαλμάτων, αποτυχιών της διοίκησης και ενδεχομένων δυσχερειών μεταξύ των βασικών παραγόντων της εταιρικής διοίκησης, δηλαδή των μετόχων, των διευθυντικών στελεχών ή των εκπροσώπων των εργαζομένων. Δηλαδή, είναι η πιθανότητα μεταβολής στα κέρδη ή στα ίδια κεφάλαια της τράπεζας λόγω προβλημάτων στη λειτουργία ή και στην παροχή υπηρεσιών. Ένα σημαντικό είδος λειτουργικού κινδύνου αφορά τον τεχνολογικό κίνδυνο, δηλαδή τον κίνδυνο βλάβης ή ανεπάρκειας των συστημάτων τεχνολογίας πληροφορικής. Τούτο σημαίνει ότι υπάρχει ανάγκη προστασίας των συστημάτων από ενδογενείς δυσχέρειες ή εξωτερικές παρεμβάσεις. Οι λειτουργικοί κίνδυνοι σχετίζονται με την κακή λειτουργία των πληροφοριακών συστημάτων, των συστημάτων reporting και των εσωτερικών κανόνων παρακολούθησης της διαχείρισης κινδύνου. Άλλες όψεις του λειτουργικού κινδύνου περιλαμβάνουν γεγονότα όπως πυρκαγιές, σεισμούς ή άλλες φυσικές καταστροφές. Οι λειτουργικοί κίνδυνοι μπορούν να ταξινομηθούν από αμελητέοι (για παράδειγμα, ο

κίνδυνος βλάβης των φωτοτυπικών μηχανημάτων) μέχρι ουσιαστικοί και σημαντικοί (για παράδειγμα, κίνδυνος πτώχευσης εξαιτίας του αναποτελεσματικού διαχειριστικού ελέγχου, όπως στην περίπτωση της Τράπεζας Barings το 1995). Έτσι, λοιπόν, οι λειτουργικοί κίνδυνοι μπορεί να εμφανιστούν:

α) είτε σε τεχνικό επίπεδο (technical risk)

β) είτε στο επίπεδο οργανωτικής δομής της παρακολούθησης των κινδύνων.

Στην πρώτη περίπτωση, υπάρχει ο κίνδυνος διακανονισμού (settlement risk), δηλαδή η πιθανότητα πραγματοποίησης ζημιών λόγω αδυναμίας συμψηφισμού κάποιων συναλλαγών, ο κίνδυνος ελέγχου λόγω βλάβης του μηχανογραφικού συστήματος κ.ά. Για τον περιορισμό του οργανωτικού κινδύνου, απαιτείται ο σαφής διαχωρισμός μεταξύ του τμήματος που αναλαμβάνει τη διαχείριση του κινδύνου και του τμήματος του εσωτερικού ελέγχου. Στην περίπτωση των παράγωγων προϊόντων, το μέγεθος του λειτουργικού κινδύνου είναι μεγαλύτερο και απαιτούνται αρκετά αποτελεσματικά συστήματα λογιστικής αποτίμησης, ελέγχου και διαχείρισης.

### **Άλλες Κατηγορίες Κινδύνων**

**Πιστοληπτικός Κίνδυνος:** είναι ο κίνδυνος που ελλοχεύει στις διεθνείς επενδύσεις εξαιτίας της αβεβαιότητας για τις μεταβολές των οικονομικών και πολιτικών συνθηκών σε αναπτυσσόμενες χώρες του εξωτερικού ή σε χώρες με ασταθή καθεστώς.

**Κίνδυνος από την Παγκοσμιοποίηση της λειτουργίας της τράπεζας:** οφείλεται στη συνθετότητα της διαχείρισης που συνεπάγεται η δραστηριοποίηση σε μεγάλο αριθμό αγορών.

**Κίνδυνος ανώτατης αρχής:** αναφέρεται στην αδυναμία της τράπεζας να ανακτήσει τα κεφάλαια που έχει δανείσει σε μια κυβέρνηση. Δηλαδή, είναι η πιθανότητα μεταβολής στα κέρδη ή στα ίδια κεφάλαια μιας τράπεζας, η οποία οφείλεται σε αποφάσεις που λαμβάνονται σε κυβερνητικό επίπεδο ή σε αστάθεια του πολιτικού συστήματος. Παράδειγμα, αδυναμία αποπληρωμής ή εξυπηρέτησης του Δημοσίου χρέους.

**Πολιτικός κίνδυνος:** αναφέρεται στην πολιτική παρέμβαση στη λειτουργία της τράπεζας. Το νομικό πλαίσιο που διέπει τη λειτουργία των τραπεζών μπορεί να αλλάζει συχνά, επηρεάζοντας την κερδοφορία των τραπεζικών ιδρυμάτων. Ο νομικός κίνδυνος έχει συχνά και διεθνή διάσταση. Το εποπτικό πλαίσιο για τις τραπεζικές δραστηριότητες διαφέρει ευρύτατα μεταξύ χωρών και μπορεί να επιδέχεται διαφορετικών ερμηνειών. Η κακή κατανόηση από μια ξένη τράπεζα του εποπτικού πλαισίου που διέπει το τραπεζικό σύστημα μιας χώρας μπορεί να οδηγήσει στην επιβολή επώδυνων κυρώσεων. Τέλος, οι εσφαλμένες νομικές συμβουλές ή η πλημμελής νομική τεκμηρίωση (π.χ. αποδεικτικά στοιχεία, υποστηρικτικό υλικό κ.λπ.) μπορεί να οδηγήσουν σε υποτίμηση των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού.

**Κίνδυνος Μόχλευσης:** οφείλεται στο βαθμό χρήσης ξένων κεφαλαίων από την τράπεζα σε σχέση με τα ίδια κεφάλαια. Λόγω της φύσης των εργασιών της μία τράπεζα έχει υψηλότερη μόχλευση από οποιαδήποτε άλλη επιχείρηση.

**Κίνδυνος από Εργασίες Εκτός Ισολογισμού:** ο συνδυασμός ταχείας ανάπτυξης, ανεπαρκών δεδομένων και πιθανών νομικών προβλημάτων δημιουργούν μια σημαντική αβεβαιότητα όσον αφορά τις δραστηριότητες εκτός ισολογισμού, οι οποίες παράγουν απρόβλεπτες αξιώσεις επί των κερδών μιας τράπεζας και της κεφαλαιακής της θέσης. Το κίνητρο των τραπεζών για συμμετοχή σε αυτές τις εργασίες είναι η δημιουργία εσόδων από προμήθειες και κατ' επέκταση η αύξηση των κερδών τους, χωρίς την ανάληψη πρόσθετης χρηματοοικονομικής μόχλευσης.

**Κίνδυνος Κεφαλαιακής Επάρκειας:** είναι η πιθανότητα να ελαττωθεί το κεφάλαιο της εταιρείας (δηλαδή να καταστεί αφερέγγυα), εάν όλοι οι κίνδυνοι που αντιμετωπίζει η εταιρεία μειώσουν τις πιθανότητές της για κέρδος.

**Νομικός Κίνδυνος:** το νομικό πλαίσιο που διέπει τη λειτουργία των τραπεζών μπορεί να αλλάζει συχνά, επηρεάζοντας την κερδοφορία των τραπεζικών ιδρυμάτων. Μία δικαστική απόφαση που αφορά μία συγκεκριμένη τράπεζα μπορεί να έχει ευρύτερες επιπτώσεις για τη διευθέτηση σημαντικών τραπεζικών ζητημάτων στο σύνολο του τραπεζικού συστήματος. Επιπλέον, οι τράπεζες πρέπει να διερευνούν με προσοχή το νομικό κίνδυνο, όταν αναπτύσσουν νέα χρηματοοικονομικά προϊόντα ή εισάγουν νέους τύπους συναλλαγών. Ο νομικός κίνδυνος έχει συχνά και διεθνή διάσταση, αφού το εποπτικό πλαίσιο για τις τραπεζικές δραστηριότητες διαφέρει ευρύτατα μεταξύ χωρών και μπορεί να επιδέχεται διαφορετικών ερμηνειών. Η κακή

κατανόηση από μία ξένη τράπεζα του εποπτικού πλαισίου που διέπει το τραπεζικό σύστημα μιας χώρας μπορεί να οδηγήσει στην επιβολή επώδυνων κυρώσεων.

**Κίνδυνος φήμης και αξιοπιστίας:** ο κίνδυνος φήμης και αξιοπιστίας είναι ιδιαίτερα μεγάλης σημασίας και δημιουργείται από τις συχνές αποτυχίες στο παρελθόν των λειτουργικών συστημάτων, της διοίκησης ή των προϊόντων της τράπεζας. Είναι η πιθανότητα μεταβολής στα κέρδη ή στα ίδια κεφάλαια της τράπεζας που μπορεί να προκληθεί από την αρνητική δημοσιότητα σε σχέση με τις τακτικές που ακολουθεί. Είναι σημαντικός κίνδυνος, αφού η παρουσία του υπονομεύει σταδιακά την ίδια τη φύση των τραπεζικών εργασιών, η οποία ως γνωστόν απαιτεί την εμπιστοσύνη όλων όσων συμμετέχουν στην αγορά. Και τούτο διότι για τους αποταμιευτές αλλά και τους επενδυτές, η τράπεζα συνδέεται σε πολύ μεγάλο βαθμό με την έννοια της αξιοπιστίας, πράγμα που σημαίνει ότι αν κάτι διαταράξει αυτή την αντίληψη τότε χάνεται η πίστη από τα άτομα και ελλοχεύει ο κίνδυνος κατάρρευσης της τράπεζας.

**Κίνδυνος στρατηγικής:** είναι η πιθανότητα μεταβολής στα κέρδη ή στα ίδια κεφάλαια της τράπεζας που προκαλείται είτε από λανθασμένες αποφάσεις είτε από τη μη ορθή εφαρμογή των αποφάσεων.

**Κίνδυνος τήρησης ρυθμιστικού πλαισίου:** είναι η πιθανότητα μεταβολής στα κέρδη ή στα ίδια κεφάλαια της τράπεζας που οφείλεται στη μη τήρηση νόμων, κανόνων, κανονισμών, πρακτικών και ηθικών αρχών. Η παράβαση οδηγεί σε επιβολή κυρώσεων από τις Νομισματικές και άλλες Κρατικές Αρχές.

**Κίνδυνος γοήτρου:** υπάρχει κίνδυνος κάθε ενέργεια που λαμβάνεται από κάθε εταιρεία ή τους εργαζομένους της να δημιουργεί μια αρνητική αντίληψη για την προς τα έξω εικόνα της. Οι εταιρείες αναγνωρίζουν όλο και περισσότερο τη σημαντικότητα αυτού του κινδύνου, που μπορεί να προκύψει ως αποτέλεσμα των προβλημάτων σχεδόν από κάθε τομέα της επιχείρησης, ως αποτέλεσμα διαφόρων άλλων παραγόντων κινδύνου και μπορεί να επηρεάσει τη θέση της εταιρείας και των συναλλαγών της σε μεγάλο βαθμό.

**Κίνδυνος εγκλήματος:** Οι τράπεζες εκτός των άλλων κινδύνων που αντιμετωπίζουν, έρχονται αντιμέτωπες με την πιθανότητα οι ιδιοκτήτες της τράπεζας, οι υπάλληλοι ή οι πελάτες να επιλέξουν να παραβούν το νόμο και να οδηγήσουν σε ζημίες την τράπεζα λόγω απάτης, κατάχρησης χρημάτων, ληστειών ή άλλων παράνομων πράξεων, με αποτέλεσμα να μειωθεί η αξία της τράπεζας. Οι εγκληματικές

ενέργειες που προέρχονται από το εσωτερικό της τράπεζας, αντιμετωπίζονται μέσω του συστήματος εσωτερικού ελέγχου της που καθορίζεται από τους γενικότερους κανόνες για το λειτουργικό κίνδυνο. Όσον αφορά τον κίνδυνο που προέρχεται από εγκληματικές ενέργειες του εξωτερικού περιβάλλοντος, αυτός δεν μπορεί να μετρηθεί γιατί δεν είναι δυνατό να προβλεφθεί.

## 1.2 Πιστωτικός Κίνδυνος

### 1.2.1 Εισαγωγικές Παρατηρήσεις

Η ταχεία ανάπτυξη των κινδύνων δημιούργησε με τη σειρά της την ανάγκη μέτρησης, διαχείρισης και αντιστάθμισής τους. Η μέτρησή τους επιτυγχάνεται με συγκεκριμένες μεθόδους οι οποίες ανταποκρίνονται στα χαρακτηριστικά του κάθε κινδύνου και οι οποίες διαρκώς επεκτείνονται. Ο πιστωτικός κίνδυνος μετράται με μεθόδους credit scoring ή κατάταξης δανειζομένων σε κατηγορίες ανάλογα με την πιθανότητα να μην καλύψουν τις υποχρεώσεις τους. Με βάση την πιθανότητα ανά κατηγορία υπολογίζεται στη συνέχεια η αναμενόμενη ζημιά. Ο κίνδυνος ρευστότητας μετράται και αντιμετωπίζεται με μεθόδους υπολογισμού ανοιγμάτων ( Liquidity Gap Analysis ή Διαμόρφωση Time Lader). Για τη μέτρηση του κινδύνου επιτοκίων χρησιμοποιούνται οι μέθοδοι Modified Duration (Τροποποιημένος Δείκτης Διάρκειας) και Convexity με τις οποίες μετράται ο κίνδυνος θέσης ή τιμών και η ανάλυση των ανοιγμάτων (Gap Analysis) με την οποία μετράται ο κίνδυνος μεταβολής του εισοδήματος. Η ανάλυση της ευαισθησίας των συναλλαγματικών ισοτιμιών (FX Sensitivity Analysis) αποτελεί τη βάση για τη μέτρηση του συναλλαγματικού κινδύνου. Η μέτρηση του κινδύνου χρηματιστηρίου ή χαρτοφυλακίου επιτυγχάνεται με μεθόδους, όπως ο υπολογισμός της τυπικής απόκλισης, του Beta ή του CAPM της επένδυσης (χαρτοφυλακίου) ή της μετοχής.

Παράλληλα, έχουν αναπτυχθεί και μέθοδοι για τη συνολική μέτρηση όλων των κινδύνων, όπως η μέθοδος Value at Risk (VAR) και η μέθοδος Total Risk Management. Το επόμενο βήμα μετά την αναγνώριση και μέτρηση των χρηματοοικονομικών κινδύνων είναι η αντιστάθμιση και η διαχείρισή τους. Η αντιστάθμιση αλλά

και η διαχείριση των κυριότερων χρηματοοικονομικών κινδύνων επιτυγχάνεται κυρίως με τη χρήση των παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων (Financial Derivatives).

Τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα εμφανίστηκαν και αναπτύχθηκαν παράλληλα με την εμφάνιση και ανάπτυξη των χρηματοοικονομικών κινδύνων, δηλαδή κυρίως κατά τις δεκαετίες 1980 και 1990, αφού ο αρχικός τους σκοπός ήταν η αντιστάθμιση (hedging) των κινδύνων στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου. Στη συνέχεια αξιολογήθηκαν από τις επιχειρήσεις, τα πιστωτικά ιδρύματα και τους επενδυτές για την εκμετάλλευση των διαφορών των τιμών ή του ύψους των επιτοκίων στις αγορές (arbitrage), την αξιοποίηση των συγκριτικών πλεονεκτημάτων των επιχειρήσεων στις διάφορες αγορές με σκοπό τη μείωση του κόστους δανεισμού και τέλος για κερδοσκοπία. Στην περίπτωση που τα παράγωγα χρησιμοποιούνται σαν κερδοσκοπικά επενδυτικά εργαλεία, με τη μόχλευση (leverage) που εμπεριέχουν, δημιουργούν τις προϋποθέσεις για πολύ υψηλά κέρδη, πολλαπλάσια του επενδεδυμένου κεφαλαίου, αλλά και για πολύ υψηλές ζημιές. Έχει δηλαδή δημιουργηθεί σήμερα ένας επιπλέον χρηματοοικονομικός κίνδυνος, ο Κίνδυνος Παραγώγων Χρηματοοικονομικών Προϊόντων (Derivatives Risk).

### **1.2.2 Αντιστάθμιση Κινδύνων με Χρήση Παραγώγων**

Υπάρχουν πολλά μέσα με τα οποία οι τράπεζες μπορούν να ανακατασκευάσουν τους ισολογισμούς τους και να μεταβάλλουν ανεπιθύμητες διακυμάνσεις των κερδών ή του χαρτοφυλακίου καθαρής θέσης. Το πιο διαδεδομένο μέσο είναι η διενέργεια άμεσων μεταβολών στα χαρακτηριστικά ανατίμησης ή χρηματορρών, των συνηθισμένων εργαλείων (ταμειακών) του ενεργητικού ή του παθητικού. Χαρακτηριστικά παραδείγματα είναι το πρόγραμμα δανείων σταθερού επιτοκίου, το οποίο μπορεί να αντικατασταθεί από πρόγραμμα δανείων κυμαινόμενου επιτοκίου, ή τα μακροχρόνια χρεόγραφα, που μπορούν να μειωθούν χρησιμοποιούμενα σε συμφωνίες επαναγοράς. Υπάρχουν όμως περιπτώσεις όπου τα παραδοσιακά ταμειακά εργαλεία δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν αποτελεσματικά για τη μεταβολή των χαρακτηριστικών κινδύνου των χαρτοφυλακίων του ισολογισμού. Υπάρχουν λοιπόν άλλα, μη παραδοσιακά εργαλεία, για την αντιστάθμιση αυτών των χαρακτηριστικών του κινδύνου. Η πραγματοποίηση της αντιστάθμισης σε αυτό το επίπεδο γίνεται με τη χρήση των παραγώγων χρεογράφων (derivative securities),



όπως οι ανταλλαγές επιτοκίων (interest rate swaps), τα συμβόλαια επιτοκίων μελλοντικής εκπλήρωσης (interest rate futures) και τα δικαιώματα (options).

### ***Συμφωνίες ανταλλαγής επιτοκίων (interest rate swaps)***

Οι ανταλλαγές επιτοκίων μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να καλυφθούν περιπτώσεις αναντιστοιχίας ή για να εκμεταλλευθούν τα δύο μέρη ιδιαίτερα πλεονεκτήματά τους.

Στην πρώτη περίπτωση, περιλαμβάνεται ένα μέρος που έχει ένα είδος αναντιστοιχίας ευαισθησίας στα επιτόκια, ή μια θέση διάρκειας, το οποίο συνάπτει μια συμφωνία ανταλλαγής με ένα άλλο μέρος, που έχει αναντιστοιχία στην αντίθετη πλευρά.

Στη δεύτερη περίπτωση, έχουμε μία περίπτωση συμφωνίας ανταλλαγής η οποία μπορεί να συναφθεί ανάμεσα σε δύο μέρη που αντιμετωπίζουν σχετικά χρηματοδοτικά πλεονεκτήματα στις μακροχρόνιες αγορές σταθερού επιτοκίου και στις βραχυχρόνιες αγορές κυμαινόμενου επιτοκίου, αντίστοιχα. Το ένα μέρος θα έχει ένα πλεονέκτημα κόστους (ή μια απόδοση) έναντι του άλλου όταν θα χρειαστεί να συγκεντρώσει μακροχρόνια κεφάλαια σταθερού επιτοκίου (ή μέσα δράσης), αλλά θα έχει ένα συγκριτικά μικρότερο πλεονέκτημα στις βραχυχρόνιες πιστωτικές αγορές. Με τη διαχείριση της ικανότητας αυτού του δυνατότερου μέρους, όσον αφορά την πρόσβαση σε μακροχρόνιες αγορές, μια συμφωνία ανταλλαγής επιτρέπει στο άλλο μέρος, έμμεσα, να πετύχει χρηματοδότηση σταθερού επιτοκίου, στην οποία δε θα είχε άμεση πρόσβαση. Τα δύο εμπλεκόμενα μέρη και στις δύο περιπτώσεις δύναται να είναι τράπεζες.

### ***Συμβόλαια επιτοκίων μελλοντικής εκπλήρωσης (futures)***

Τα συμβόλαια αυτά επιτρέπουν στις τράπεζες να μεταβάλλουν τον κίνδυνο των επιτοκίων στην αγορά, χρησιμοποιώντας τα με δύο μορφές αντιστάθμισης κινδύνου στον ισολογισμό :

(α) ως μέσα αντιστάθμισης κινδύνου ενεργητικού, σχεδιασμένα για να επεκτείνουν την αποτελεσματική περίοδο λήξης ενός στοιχείου του ενεργητικού. Αυτό

επιτυγχάνεται με την αγορά συμβολαίων. Αντίστροφα, για να μειωθεί η περίοδος λήξης ενός στοιχείου του ενεργητικού, το συμβόλαιο πωλείται.

(β) ως μέσα αντιστάθμισης κινδύνου παθητικού, σχεδιασμένα για να επεκτείνουν την αποτελεσματική περίοδο λήξης ενός στοιχείου του παθητικού. Αυτό επιτυγχάνεται με την πώληση συμβολαίων. Αντίστροφα, για να μειωθεί η περίοδος λήξης ενός στοιχείου του ενεργητικού, το συμβόλαιο αγοράζεται. Βασικά, τα μέσα αντιστάθμισης κινδύνου που χρησιμοποιούν συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης είναι σχεδιασμένα, είτε για να διατηρήσουν την αγοραία αξία του ενεργητικού ή του παθητικού, είτε για να μειώσουν τον καθαρό κίνδυνο των επιτοκίων. Η κερδοφορία των συνδυασμένων συναλλαγών εξαρτάται από τις μεταβολές της τιμής του αρχικού συμβολαίου ενώ ο κάτοχος του έχει «ανοιχτή» θέση.

Ο κάτοχος ενός συμβολαίου αγοράς επωφελείται από την απόκλιση των τρεχόντων επιτοκίων και τη σχετιζόμενη αύξηση στην τιμή του συμβολαίου, λόγω της ευκαιρίας να παραλάβει το χρεόγραφο σε μια τιμή κάτω από την τρέχουσα αγοραία. Αν γίνει αυτό, ο κάτοχος κλείνει τη θέση του αγοράζοντας στην προηγούμενη χαμηλή τιμή και πουλώντας στην παρούσα υψηλή τιμή. Τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης μπορούν να αντισταθμίσουν μέρος των αρνητικών συνεπειών μιας μεταβολής των επιτοκίων, λόγω του «ανοίγματος» των κεφαλαίων της τράπεζας.

### ***Δικαιώματα (options)***

Τα δικαιώματα παρέχουν την επιπλέον δυνατότητα διαχωρισμού του κινδύνου διακύμανσης (upside or downside risk). Η πιο συνηθισμένη χρήση συμφωνιών δικαιώματος από τράπεζες είναι για να καλύψουν θέσεις ανοίγματος του παθητικού.

### ***Σύγκριση Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης και Δικαιωμάτων***

Η αντιστάθμιση με τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και τα δικαιώματα στηρίζονται στην αρχή ότι ένας κίνδυνος μπορεί να απομονωθεί τελείως με μια θέση στα προαναφερόμενα συμβόλαια, η οποία είναι η αντίστροφη της θέσης μετρητών σε κίνδυνο. Επομένως, αν μία τράπεζα φοβόταν ότι η σημαντική τοποθέτησή της σε ομόλογα θα μειωνόταν σε αξία λόγω μιας αύξησης στα επιτόκια, αντί να ρευστοποιήσει το χαρτοφυλάκιο, θα μπορούσε να πωλήσει συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης. Η άνοδος των επιτοκίων θα μείωνε την αξία του χαρτοφυλακίου μετρητών, αλλά η πώληση των συμβολαίων θα παρήγαγε κέρδη ίσα με τις ζημιές από το χαρτοφυλάκιο.

Ομοίως, εάν η τράπεζα ήθελε να κλειδώσει τις τρέχουσες αξίες των ομολόγων, θα μπορούσε να το κάνει με την αγορά συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης. Εάν έπεφταν τα επιτόκια, η τιμή των συμβολαίων θα ανέβαινε και οι αποδόσεις θα ήταν κλειδωμένες τουλάχιστον για μία περίοδο.

Η αντιστάθμιση με δικαιώματα έχει κάποια πλεονεκτήματα έναντι των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης και είναι μια σημαντική απόφαση η χρησιμοποίηση των μεν ή των δε. Τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης έχουν το χαρακτηριστικό ότι απομονώνουν τελείως την αντισταθμισμένη θέση έναντι οποιασδήποτε κίνησης τιμών, είτε καλής είτε κακής. Τα δικαιώματα, από την άλλη πλευρά, μπορούν να παρέχουν προστασία απέναντι σε αντίστροφες κινήσεις τιμών αλλά ακόμα επιτρέπουν στην καθαρή θέση να επωφελείται από τις ευνοϊκές κινήσεις της τιμής. Συνεπώς, η αγορά ενός δικαιώματος πώλησης μπορεί να προστατέψει την καθαρή θέση, εάν οι τιμές πέσουν, αλλά εάν αυξηθούν, η ζημιά από τη θέση σε δικαιώματα θα περιοριζόταν στο ασφάλιστρο.

Τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και τα δικαιώματα είναι πιο χρήσιμα στις τράπεζες για τη διαχείριση των ισολογισμών τους. Οι τράπεζες έχουν ισολογισμούς, οι οποίοι είναι σε μεγάλο βαθμό «φυσικά αντισταθμισμένοι», με τις δύο πλευρές του ισολογισμού να ανταποκρίνονται ίσα στις αλλαγές των επιτοκίων. Οι αποδόσεις των τραπεζών εξαρτώνται όχι μόνο από το άνοιγμα των επιτοκίων μεταξύ του ενεργητικού και του παθητικού, αλλά επίσης από το παίξιμο στην καμπύλη απόδοσης.

Οι τράπεζες μπορούν να αλλάξουν το προφίλ κινδύνου του ισολογισμού σταματώντας το βαθμό στον οποίο αντισταθμίζεται φυσικά. Μια τράπεζα μπορεί να φοβάται μία άνοδο επιτοκίων και κατά συνέπεια ότι το κόστος της χρηματοδότησης των αρνητικών αναντιστοιχιών στη διάρκεια των υποχρεώσεων και των περιουσιακών στοιχείων θα αύξανε τη ζημιά όλης της κερδοφορίας της. Η λύση είναι η αντιστάθμιση αυτών των καθαρών θέσεων. Η τράπεζα έχει την επιλογή να χρησιμοποιήσει είτε συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης είτε δικαιώματα με τα οποία θα καλύψει τον κίνδυνο.

Οι τράπεζες είναι οι σημαντικότεροι χρήστες των χρηματοοικονομικών παραγώγων. Αυτά τα νέα εργαλεία είναι το αποτέλεσμα μιας δεκαετίας ταραχής στις παγκόσμιες οικονομικές αγορές που θα είχαν παράγει υψηλούς ρυθμούς μεταβλητότητας στις οικονομικές αγορές. Η μεταβλητότητα των επιτοκίων έχει συνδεθεί

στενά με τη μεταβλητότητα στον πληθωρισμό και τις συναλλαγματικές ισοτιμίες. Μια σημαντική ερώτηση είναι εάν αυτές οι συνθήκες στην πιστωτική αγορά και στην αγορά συναλλάγματος πρόκειται να συνεχιστούν. Τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και τα δικαιώματα είναι το αποτέλεσμα της μεταβλητότητας και σε σταθερές συνθήκες δε θα ακμάσουν.

### 1.2.3 Μέτρηση και Αμοιβή του Πιστωτικού Κινδύνου

Η μέτρηση του πιστωτικού κινδύνου, δηλαδή ο υπολογισμός της αναμενόμενης ζημιάς από τις χρηματοδοτήσεις ή/και τις λοιπές τοποθετήσεις, όπως συμβαίνει και με τη μέτρηση των λοιπών χρηματοοικονομικών κινδύνων, ακολουθεί συγκεκριμένα βήματα και συγκεκριμένες διαδικασίες και μεθόδους. Η διαφορά από τις διαδικασίες και μεθόδους που ακολουθούνται για τη μέτρηση των λοιπών κινδύνων έγκειται στο ότι η μέτρηση του πιστωτικού κινδύνου απαιτεί μεγαλύτερη και πιο χρονοβόρα προσπάθεια. Οι βασικές μέθοδοι για τη μέτρηση του πιστωτικού κινδύνου είναι δύο:

§ Η μέθοδος **Credit Scoring** για τις χρηματοδοτήσεις ιδιωτών, επαγγελματιών και μικρών Επιχειρήσεων.

§ Η μέθοδος **Credit Rating** για τις χρηματοδοτήσεις μεγάλων επιχειρήσεων ή για τις τοποθετήσεις σε τίτλους επιχειρήσεων.

Η μέθοδος Credit Scoring χρησιμοποιείται για πιστούχους που χρησιμοποιούν μικρού ποσού τραπεζικά /χρηματοδοτικά προϊόντα τα οποία όμως συνολικά είναι μεγάλου πλήθους. Η διαδικασία περιλαμβάνει τη διαμόρφωση γράμματος αξιολόγησης, που λειτουργεί σε υπολογιστή, το οποίο, μετά την εισαγωγή κάποιων στοιχείων από τον αξιολογητή, καταλήγει αυτόματα σε βαθμολόγηση και κατάταξη του δανειζόμενου σε κατηγορία πιστωτικού κινδύνου. Η τυποποίηση και αυτοματοποίηση αυτή προσφέρει το πλεονέκτημα της μείωσης του χρόνου αξιολόγησης και έγκρισης της χρηματοδότησης και κατά συνέπεια και του κόστους αξιολόγησης. Εμπεριέχει όμως μεγάλη απόκλιση μεταξύ του αναμενόμενου και πραγματικού πιστωτικού κινδύνου. Η μέθοδος credit scoring μπορεί να χαρακτηριστεί αντικειμενική μέθοδος, αφού το αποτέλεσμα προκύπτει από τα τυποποιημένα κριτήρια και η προκύπτουσα από αυτά βαθμολόγηση γίνεται χωρίς την παρέμβαση κάποιου στελέχους.

Η μέθοδος Credit Rating εφαρμόζεται στην αξιολόγηση και κατάταξη για κατηγορίες πιστωτικού κινδύνου κυρίως μεγάλων επιχειρήσεων, δηλαδή μικρού αριθμού πιστούχων, αλλά με μεγάλο ύψος χρηματοδοτήσεων. Η μέθοδος credit rating εμπεριέχει σε μεγάλο βαθμό υποκειμενική κρίση και χαρακτηρίζεται υποκειμενική. Η μέθοδος καταλήγει σε ακριβέστερα αποτελέσματα και κατάταξη του δανειζόμενου σε κατηγορία πιστωτικού κινδύνου, ενσωματώνοντας στοιχεία που δεν μπορεί να συμπεριληφθούν σε ένα αντικειμενικό σύστημα. Για παράδειγμα, η ακύρωση μιας μεγάλης παραγγελίας που έχει γίνει σε μια επιχείρηση στην αρχή του έτους θα φανεί στις οικονομικές καταστάσεις μετά το τέλος της χρήσης. Τότε όμως η ενσωμάτωση στον πιστωτικό κίνδυνο είναι καθυστερημένη. Σε ένα υποκειμενικό σύστημα, όπως το credit rating, η εξέλιξη αυτή μπορεί να ενσωματωθεί στην αξιολόγηση άμεσα.

Σημειώνεται ότι και στα υποκειμενικά συστήματα αξιολόγησης μπορεί να χρησιμοποιούνται παράλληλα και προγράμματα ή πακέτα ηλεκτρονικής αξιολόγησης, με δυνατότητα του αξιολογητή να παρεμβαίνει και να τροποποιεί τις παραμέτρους αυτών. Διαμορφώνεται έτσι ένα μικτό σύστημα το οποίο περιλαμβάνει στοιχεία αντικειμενικής και υποκειμενικής αξιολόγησης.

### ***Στάδια Μέτρησης του Πιστωτικού Κινδύνου***

Τα στάδια μέτρησης του πιστωτικού κινδύνου είναι τα ακόλουθα:

#### **i. Αξιολόγηση του Πιστωτικού Κινδύνου**

Η αξιολόγηση του πιστωτικού κινδύνου καταλήγει σε κατάταξη των πιστούχων σε κατηγορίες πιστωτικού κινδύνου και πραγματοποιείται με χρήση της μεθόδου Credit Rating ή της μεθόδου Credit Scoring.

Πρώτο βήμα για την κατάταξη αποτελεί η απόφαση για τον αριθμό των κατηγοριών πιστωτικού κινδύνου. Η εταιρεία Moody's έχει επιλέξει 9 βασικές κατηγορίες και η εταιρεία Standard&Poor's 11 βασικές κατηγορίες. Η Επιτροπή της Βασιλείας συνιστά για τις τράπεζες που θα χρησιμοποιήσουν εσωτερικά συστήματα διαβάθμισης τουλάχιστον δέκα κατηγορίες πιστωτικού κινδύνου. Ταυτοχρόνως προσδιορίζονται τα κριτήρια ή τα στοιχεία που θα χρησιμοποιηθούν για την κατάταξη, καθώς και τα εργαλεία έγκρισης ή απόρριψης μιας χρηματοδότησης. Τα κριτήρια πρέπει να είναι κατά το δυνατόν αντικειμενικά, να μην επιδέχονται δηλαδή

αμφισβήτηση ως προς το μέγεθος και τη συμμετοχή τους στη διαβάθμιση. Σε πολλές όμως περιπτώσεις είναι αναγκαίο ή επιβάλλεται να εκφράζεται και να λαμβάνεται υπόψη η υποκειμενική κρίση του αξιολογούντος, αφού η ερμηνεία καταστάσεων ή αριθμών δεν είναι πάντα μία.

Τα κριτήρια πιστωτικού κινδύνου διακρίνονται σε τρεις μεγάλες κατηγορίες:

- § Ποσοτικά.
- § Ποιοτικά.
- § Συναλλακτικής συμπεριφοράς.

Τα ποσοτικά κριτήρια αντλούνται, ανάλογα με τα τηρούμενα οικονομικά βιβλία, από τις οικονομικές καταστάσεις του πιστούχου (επιχείρησης ή ιδιώτη), όπως είναι ο ισολογισμός, ο λογαριασμός αποτελεσμάτων χρήσεως, το ισοζύγιο, πίνακας διανομής κερδών, το προσάρτημα του ισολογισμού, ο πίνακας ταμειακών ροών, το έντυπο Ε3, το εκκαθαριστικό της φορολογικής δήλωσης, κ.ο.κ. Όπου είναι δυνατόν, διαμορφώνονται και οικονομικοί δείκτες, όπως δείκτες εξέλιξης ή πορείας της επιχείρησης, οι δείκτες κεφαλαιακής διάρθρωσης της επιχείρησης (χρέους ή μόχλευσης), οι δείκτες δανειακής επιβάρυνσης, οι δείκτες ρευστότητας, αποδοτικότητας, κερδοφορίας, κ.ο.κ. Οι δείκτες συγκρίνονται με προκαθορισμένο αποδεκτό ύψος, καθώς και με τους αντίστοιχους δείκτες του κλάδου.

Τα ποιοτικά κριτήρια αναφέρονται στην ικανότητα των φορέων και στα ποιοτικά χαρακτηριστικά της επιχείρησης, όπως η οργάνωση και διοίκησή της, η εμπειρία των στελεχών, η επάρκεια των συστημάτων ελέγχου, το δίκτυο διανομής, η τεχνολογία των μηχανημάτων, η ανταγωνιστικότητα προϊόντων, κ.ο.κ.

Τα κριτήρια συναλλακτικής συμπεριφοράς σχετίζονται με τη συνέπεια και την κάλυψη των υποχρεώσεων από το δανειζόμενο, που προέρχονται από συναλλαγές του γενικά.

Τα κριτήρια βαθμολογούνται και η συμμετοχή του κάθε κριτηρίου στην κατάταξη σταθμίζεται βάσει της σημασίας που του αποδίδεται. Ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης προκύπτει από τη σχέση:  $(\Xi\acute{\epsilon}\nu\alpha \text{ Κεφάλαια} / \text{Σύνολο Παθητικού}) \cdot 100$ . Πρόκειται δηλαδή για ένα ποσοστό. Εάν ο δείκτης βαθμολογείται έως 100 μονάδες, μπορούμε να ορίσουμε ότι ύψος δείκτη από 50% έως 60% βαθμολογείται με 100 μονάδες, ύψος δείκτη από 61% έως 80% και από 31% έως 50% βαθμολογείται με 60 μονάδες, ύψος

δείκτη από 81% έως 100% βαθμολογείται με 10 μονάδες και ύψος δείκτη από 0% έως 30% με 30 μονάδες. Εάν θεωρήσουμε ότι ο δείκτης αυτός είναι ιδιαίτερα σημαντικός για τη συνολική βαθμολόγηση και κατάταξη μπορούμε να ορίσουμε ότι οι βαθμοί που προκύπτουν για μέγεθος δείκτη από 31% έως 80% σταθμίζονται με 200%, δηλαδή διπλασιάζονται. Η ίδια διαδικασία ακολουθείται για κάθε κριτήριο που επιλέγεται. Η συνολική προκύπτουσα βαθμολογία προσδιορίζει και την κατηγορία πιστωτικού κινδύνου που κατατάσσεται ο πιστούχος.

Σημειώνεται ότι η ποσοτικοποίηση των ποιοτικών στοιχείων είναι πιο δύσκολη, αφού η απάντηση σ' αυτά είναι στις περισσότερες περιπτώσεις ναι - όχι, π.χ. έμπειρος φορέας - όχι έμπειρος φορέας, η οποία πρέπει να μετατραπεί σε βαθμούς. Επομένως, ασχέτως της επιλογής για μέθοδο αξιολόγησης, credit rating ή credit scoring, πρέπει να επιλεγούν τα επιμέρους κριτήρια αξιολόγησης και να προσδιοριστούν τα αποδεκτά μεγέθη των κριτηρίων, η βαθμολόγηση αυτών και η στάθμιση του κάθε κριτηρίου στη συνολική βαθμολογία. Παράλληλα, απαιτείται η διαμόρφωση του ηλεκτρονικού συστήματος αξιολόγησης και παρακολούθησης των αξιολογήσεων διαχρονικά, η δημιουργία των κατάλληλων αλγορίθμων και η διαμόρφωση των συστημάτων αυτόματης άντλησης στοιχείων από τα δεδομένα της τράπεζας.

Εφαρμόζοντας το σύστημα διαβάθμισης που έχει επιλεγεί, όλοι οι πιστούχοι της τράπεζας κατατάσσονται σε κατηγορίες πιστωτικού κινδύνου. Η διαδικασία αυτή είναι και επίπονη και χρονοβόρα, αφού μπορεί να διαρκέσει μεγάλη περίοδο που μπορεί να υπερβαίνει ένα ή περισσότερα έτη, ανάλογα με το μέγεθος του πιστωτικού ιδρύματος. Το αποτέλεσμα της κατάταξης σε μια υποθετική περίπτωση τράπεζας με 1.000 πελάτες, των οποίων το συνολικό υπόλοιπο χρηματοδοτήσεων είναι 100.000.000 ευρώ και η οποία έχει επιλέξει δέκα κατηγορίες κατάταξης, μπορεί να είναι αυτή του Πίνακα 1.

Πίνακας 1. Κατηγορίες Κατάταξης Πιστωτικού Κινδύνου

Κατηγορία Πιστωτικού Κινδύνου	Αριθμός Πιστούχων	Άνοιγμα (Υπόλοιπο Χρηματοδότησης)
<b>A</b>	50	6.000.000
<b>B</b>	80	9.000.000
<b>C</b>	100	10.000.000
<b>D</b>	120	11.000.000
<b>E</b>	150	14.000.000
<b>F</b>	180	20.000.000
<b>G</b>	120	12.000.000
<b>H</b>	100	8.000.000
<b>I</b>	60	6.000.000
<b>J</b>	40	4.000.000
	1.000	100.000.000
<b>ΑΘΕΤΗΣΗ (DEFAULT)</b>	0	0

Πηγή : Standard & Poors,1998

## ii. Παρακολούθηση του Πιστωτικού Κινδύνου

Μετά την ολοκλήρωση της κατάταξης ή ταυτόχρονα με τις πρώτες κατατάξεις, αρχίζει η συνεχής στατιστική παρακολούθηση της κάθε κατηγορίας κατάταξης και του κάθε πιστούχου και η επαναξιολόγηση και επανακατάταξη αυτού σε προκαθορισμένα χρονικά διαστήματα, π.χ. ανά εξάμηνο ή ανά έτος, με σκοπό να γίνει:

§ Καταγραφή των πιστούχων που κατά την επαναξιολόγηση αλλάζουν κατηγορία πιστωτικού κινδύνου.

§ Καταγραφή των πιστούχων που κατά την επαναξιολόγηση μεταφέρονται στην κατηγορία default. Για την εργασία αυτή πρέπει να έχει οριστεί το γεγονός που οδηγεί σε default (event of default). Τέτοιο γεγονός μπορεί να έχει οριστεί η καθυστέρηση αποπληρωμής για κάποιες ημέρες, η καταγγελία της σύμβασης, κ.ο.κ. Η διαδικασία αυτή διαμορφώνει το στατιστικό μέγεθος της πιθανότητας αθέτησης (Probability of Default -PD).



§ Καταγραφή των ποσών που καταλήγουν default (παράλληλα με τους αντίστοιχους πιστούχους). Η διαδικασία αυτή διαμορφώνει το στατιστικό μέγεθος της αναμενόμενης ζημιάς ανά κατηγορία κατάταξης (Expected Loss - EL).

### **Εφαρμογή Μέτρησης Πιστωτικού Κινδύνου**

Για παράδειγμα, μπορεί μετά από σειρά παρατηρήσεων, στατιστικά αποδεκτών, η κατηγορία πιστωτικού κινδύνου C να εμφανίζει τα ακόλουθα στατιστικά μεγέθη του πίνακα 2 :

**Πίνακας 2. Αποτελέσματα Κατάταξης σε Κατηγορίες Πιστωτικού Κινδύνου**

<b>Κατηγορία Πιστωτικού Κινδύνου</b>	<b>Αριθμός Πιστούχων</b>	<b>Άνοιγμα (Υπόλοιπο Χρηματοδότησης)</b>
<b>A</b>		
<b>B</b>		
<b>C</b>	100	10.000.000
<b>D</b>		
...		
<b>ΑΘΕΤΗΣΗ (DEFAULT)</b>	5 ή 5%	400.000 ή 4%

Πηγή : Standard & Poors,1998

Παρατηρούμε δηλαδή ότι 5 στους 100 πελάτες καταλήγουν σε default (Probability of Default 5%) και η ζημιά της κατηγορίας είναι 400.000 (Expected Loss 4%).

Στους Πίνακες 3 και 4 που ακολουθούν υπάρχουν στοιχεία παρακολούθησης των αξιολογήσεων μιας μεγάλης διεθνούς εταιρείας που δραστηριοποιείται στο χώρο της εκτίμησης του πιστωτικού κινδύνου. Παρατηρούμε ότι οι παρατηρήσεις υπερβαίνουν τα 15 έτη.

Πίνακας 3. Παρακολούθηση Αξιολόγησης Standard & Poor's

Αρχική Κατάταξη	Defaults	Μέσος Χρόνος από την Αρχική Κατάταξη (Έτη)	Τελευταία Κατάταξη πριν Από το Default	Defaults	Μέσος χρόνος Από την Τελευταία Κατάταξη (Έτη)
AAA	3	8	AAA	0	NA
AA	9	7,4	AA	0	NA
A	23	7,6	A	0	NA
BBB	36	6,6	BBB	7	1,8
BB	146	5,1	BBB	22	3,1
B	233	3,7	BBB	192	1,9
CCC	38	3,2	CCC	267	0,6

Πηγή : Standard & Poor's, 1998

Πίνακας 4. Δείκτες Μετάπτωσης εντός 1 έτους

ΑΡΧΙΚΗ ΚΑΤΑΤΑΞΗ	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	D
AAA	88.1	11.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
AA	1.2	94.5	4.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
A	0.0	0.5	95.8	3.2	0.0	0.2	0.0	0.0
BBB	0.0	0.3	4.8	92.4	2.7	0.0	0.0	0.1
BB	0.0	0.0	0.0	4.1	88.1	5.7	0.0	0.9
B	0.0	0.0	0.0	0.4	2.5	83.2	8.0	5.9
CCC	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	5.9	77.7	10.4

Μέχρι το σημείο αυτό οι εξασφαλίσεις (καλύμματα) των χρηματοδοτήσεων δε λαμβάνονται υπόψη στην αξιολόγηση του πιστωτικού κινδύνου. Τα καλύμματα εμφανίζονται μετά την αξιολόγηση και ο ρόλος τους είναι ο περιορισμός του εκτιμηθέντος πιστωτικού κινδύνου. Οι εξασφαλίσεις μπορεί να καλύπτουν το σύνολο ή μέρος του αναλαμβανόμενου, μέσω της χρηματοδότησης, κινδύνου. Το ποσοστό κάλυψης της χρηματοδότησης εξαρτάται από την πραγματική αξία της εξασφάλισης.

Η πραγματική αξία είναι η αξία της εξασφάλισης που διαμορφώνεται κατά τη ρευστοποίησή της. Η αξία αυτή προσδιορίζει και το ύψος ή το περιθώριο της εξασφάλισης που πρέπει να ληφθεί, ώστε η χρηματοδότηση να καλύπτεται 100%. Για τον προσδιορισμό της πραγματικής αξίας της κάθε μορφής εξασφάλισης απαιτείται στατιστική παρακολούθηση και υπολογισμός του ποσοστού μείωσης ονομαστικής αξίας του καλύμματος.

Σημειώνεται ότι οι εξασφαλίσεις νομικά κατατάσσονται σε δύο κατηγορίες.

Η πρώτη κατηγορία είναι οι ενοχικές εξασφαλίσεις (εγγυήσεις και τριτεγγυήσεις).

Η δεύτερη κατηγορία είναι οι εμπράγματα εξασφαλίσεις, που διακρίνονται σε δύο υποκατηγορίες. Η πρώτη υποκατηγορία περιλαμβάνει τις υποθήκες και τις προσημειώσεις υποθηκών και η δεύτερη τα ενέχυρα κάθε μορφής (τίτλων, απαιτήσεων, χρεογράφων, αξιόγραφων, μετρητών, καταθέσεων, φορτωτικών, εμπορευμάτων, κ.ο.κ.).

#### **1.2.4 Πιστωτικός Κίνδυνος και Κεφαλαιακή Επάρκεια**

Με τη μέτρηση του πιστωτικού κινδύνου (διαβάθμιση, παρακολούθηση, υπολογισμός default rate,) υπολογίζεται η αναμενόμενη ζημιά της τράπεζας (του χαρτοφυλακίου) από τις χορηγήσεις ή επενδύσεις που δε θα επανεισπραχθούν. Η αναμενόμενη ζημιά από τον κίνδυνο αυτόν περιορίζεται ή μηδενίζεται με τη λήψη εξασφαλίσεως και με τη λήψη του risk premium, δηλαδή με τη διαφορά γενικού επιτοκίου και επιτοκίου prime, και το υπόλοιπό της αντιμετωπίζεται με τη διαμόρφωση προβλέψεων και τις αποσβέσεις επισφαλών χρηματοδοτήσεων. Είναι δηλαδή

προφανές ότι η τράπεζα ή το χαρτοφυλάκιο δεν αντιμετωπίζει κάποιο πρόβλημα από το μετρημένο ή αναμενόμενο κίνδυνο.

Το πρόβλημα προέρχεται από το μη αναμενόμενο κίνδυνο ή το «μετρημένο» κίνδυνο. Αυτό είναι το ποσοστό του κινδύνου για τον οποίο απαιτείται κεφαλαιακή κάλυψη. Για την κάλυψη του κινδύνου αυτού έχουν διαμορφωθεί μετρήσεις όπως ο Δείκτης Φερεγγυότητας (Solvency Ratio) και ο CAD. Το ερώτημα είναι εάν υπάρχει και τρίτο συστατικό των ζημιών (του κινδύνου) που δεν έχει υπολογισθεί και δε συμπεριλαμβάνεται στην παραπάνω κατηγορία. Η απάντηση είναι ότι μπορεί να υπάρξει και ότι αυτός είναι ο κίνδυνος που θα δημιουργήσει τα προβλήματα, αφού δεν καλύπτεται από το risk premium ή από τα εποπτικά κεφάλαια.

### **1.2.5 Η Διαχείριση του Πιστωτικού Κινδύνου**

Από την παραπάνω παράγραφο έγινε κατανοητή η σημασία του πιστωτικού κινδύνου για τις τράπεζες, οι οποίες σε αρκετές περιπτώσεις οφείλουν την επιτυχία τους στη σωστή διαχείριση του εν λόγω κινδύνου. Αν και ο τρόπος που κάθε τράπεζα αντιλαμβάνεται τον πιστωτικό κίνδυνο δε διαφέρει, στις περισσότερες περιπτώσεις διαφορετικές είναι οι πολιτικές που εφαρμόζονται για τον περιορισμό του. Ο βασικός λόγος είναι ότι κάθε τράπεζα υιοθετεί μία πιστωτική φιλοσοφία και κουλτούρα που διαφοροποιείται από τους υπόλοιπους πιστωτικούς οργανισμούς. Στη συνέχεια θα μελετήσουμε προσεκτικά τις αρχές της διοίκησης του κινδύνου που προκύπτουν από τον τραπεζικό δανεισμό και θα εξετάσουμε με λεπτομέρεια την πιστωτική φιλοσοφία και κουλτούρα καθώς και τις στρατηγικές διοίκησης του πιστωτικού κινδύνου.

#### **I Η Πιστωτική Φιλοσοφία των Τραπεζών**

Η διοίκηση του πιστωτικού κινδύνου, απαιτεί μία καλά προσδιορισμένη πιστωτική φιλοσοφία (credit philosophy) που θα χαρακτηρίζει τον πιστωτικό οργανισμό, ώστε να τεθούν οι προτεραιότητες της διοίκησης με επίκεντρο την αγορά. Και αυτό διότι κάθε τράπεζα που θέλει να έχει ένα χαρτοφυλάκιο δανείων με όσο το δυνατόν λιγότερες απώλειες, θα πρέπει πρώτα να υιοθετεί μία πιστωτική φιλοσοφία βασισμένη στην εταιρική της κουλτούρα. Η πιστωτική φιλοσοφία μιας τράπεζας μπορεί να χαρακτηρίζεται από τις ακόλουθες τρεις κατευθύνσεις:

### ***Ποιότητα Ενεργητικού (Asset Quality)***

Η συγκεκριμένη φιλοσοφία διακρίνεται από τη συνεπή απόδοση της υψηλής ποιότητας του χαρτοφυλακίου των δανείων (highest quality loan portfolio), η οποία βασίζεται στα συντηρητικά πρότυπα και στα αυστηρά κριτήρια πιστώσεων που απαιτούνται για την έγκριση των δανείων. Τράπεζες που χαρακτηρίζονται από τη φιλοσοφία αυτή επιδιώκουν την υψηλή ποιότητα των στοιχείων του ενεργητικού τους.

### ***Ανάπτυξη - Αύξηση του μεριδίου αγοράς (Growth – Increased market share)***

Η φιλοσοφία αυτή διακρίνεται από την επιθετική ανάπτυξη των δανείων και του μεριδίου αγοράς (aggressive loan growth and market share), η οποία χαρακτηρίζεται από ευέλικτα πρότυπα και χαλαρά κριτήρια πιστώσεων που απαιτούνται για την έγκριση των δανείων. Οι τράπεζες που υιοθετούν τη φιλοσοφία αυτή, επιδιώκουν την σύναψη όσο περισσότερων δανείων γίνεται, ανεξάρτητα από τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν, με σκοπό τη δυναμική ανάπτυξή τους στην αγορά.

### ***Profitability (mixture)***

Μεταξύ των δύο παραπάνω ακραίων περιπτώσεων πιστωτικής φιλοσοφίας των τραπεζών υπάρχουν και ενδιάμεσες κατευθύνσεις, οι οποίες υιοθετούνται από τις περισσότερες τράπεζες και έχουν στο επίκεντρο της στρατηγικής τους την κερδοφορία. Η διαδικασία έγκρισης των δανείων δε χαρακτηρίζεται ούτε από αυστηρά αλλά ούτε και από ελαστικά κριτήρια δανεισμού, αλλά αντίθετα ακολουθείται μία «μέση οδός».

## **II Η Πιστωτική Κουλτούρα των Τραπεζών**

Πριν αναφερθούμε στον όρο και τη σημασία της πιστωτικής κουλτούρας είναι χρήσιμο να αναφερθούμε στον όρο της εταιρικής κουλτούρας, ο οποίος αποτελεί ευρύτερη έννοια. Εταιρική κουλτούρα είναι ο όρος που χρησιμοποιείται για να περιγραφούν συστήματα κοινών αξιών και πεποιθήσεων που δημιουργούν κανόνες συμπεριφοράς, οι οποίοι καθοδηγούν τις δραστηριότητες των μελών του οργανισμού, επηρεάζουν τις αποφάσεις στρατηγικής σημασίας ακόμη και τον καθορισμό των στόχων. Οι ισχυρές εταιρικές κουλτούρες λειτουργούν ως παράγοντες προαγωγής της υψηλής απόδοσης. Χρειάζονται αρκετά χρόνια για να διαμορφώσει μία επιχείρηση την

κουλτούρα της, ενώ οι άνθρωποι - κλειδιά που απασχολούνται σε αυτήν αλλά και γεγονότα και συνθήκες του εξωτερικού περιβάλλοντος επηρεάζουν τη διαμόρφωση των αξιών της κάθε επιχείρησης.

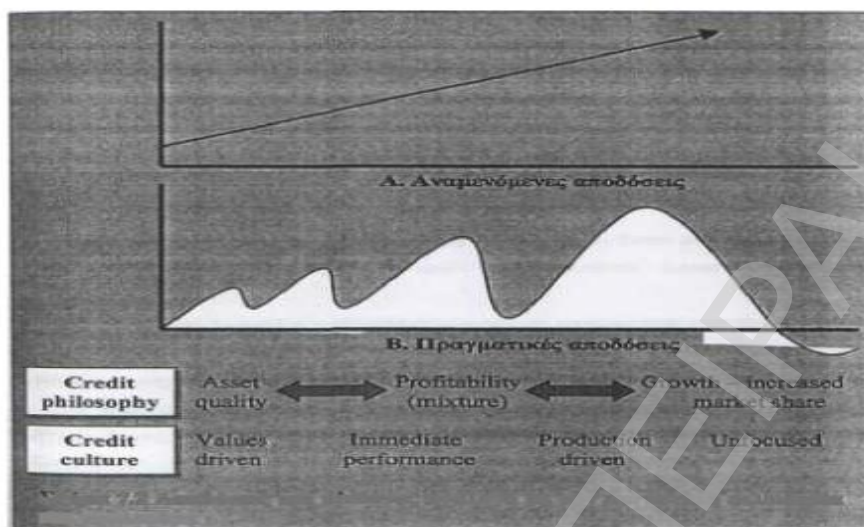
Αφού έχει τεθεί από μία τράπεζα η πιστωτική φιλοσοφία και η πολιτική δανείων, είναι αναγκαίο να υπάρξει η σωστή υποστήριξη και επικοινωνία αυτών μέσω της κατάλληλης πιστωτικής κουλτούρας. Ως σύστημα κοινών αξιών, η πιστωτική κουλτούρα αντανακλά ένα κλίμα μέσα στο οποίο οι άνθρωποι εκτιμούν τα ίδια πράγματα και εφαρμόζουν τις ίδιες αξίες, για να ωφελήσουν την τράπεζα ως σύνολο.

Μία αποτελεσματική πιστωτική κουλτούρα υπάρχει όταν η πραγματική συμπεριφορά κάθε ατόμου στο τμήμα των δανείων είναι ευθυγραμμισμένη με τις προτεραιότητες της διοίκησης. Η πιστωτική κουλτούρα αντανακλάται στα συστήματα δανείων του οργανισμού και των διαδικασιών που εφαρμόζουν οι προτεραιότητες της διοίκησης και ελαχιστοποιούν τα λάθη και τις αποφάσεις χαμηλής ποιότητας δανείων.

Μπορούν να διακριθούν πολλές μορφές πιστωτικής κουλτούρας σε διάφορες τράπεζες. Από τις πιο σημαντικές είναι αυτές που εμπνέονται και οδηγούνται από αξίες (values driven), από την άμεση εκτέλεση των δραστηριοτήτων (immediate performance) και από την παραγωγικότητα (production driven). Ωστόσο, σε περιπτώσεις που η πιστωτική φιλοσοφία βασίζεται στην ανάπτυξη, υπάρχει κίνδυνος το τμήμα πιστώσεων να λειτουργεί απροσδιόριστα (unfocused) χωρίς επικέντρωση στους στόχους και την πολιτική της τράπεζας. Στο σχήμα που ακολουθεί, παρουσιάζεται η απόδοση και ο κίνδυνος από το πιθανό εύρος της πιστωτικής φιλοσοφίας, υποστηριζόμενο από την ανάλογη πιστωτική κουλτούρα.

Στο σχήμα Α παρουσιάζονται οι αναμενόμενες αποδόσεις και στο σχήμα Β οι πραγματικές αποδόσεις, ανάλογα με την πιστωτική φιλοσοφία και κουλτούρα. Είναι φανερό από το σχεδιάγραμμα Α, ότι οι αναμενόμενες αποδόσεις αυξάνουν όταν η τράπεζα δίνει έμφαση στην ανάπτυξη και τα ευέλικτα κριτήρια δανεισμού. Αυτό σημαίνει ότι η τράπεζα ακολουθεί μία επεκτατική πολιτική δανείων με σκοπό την απόκτηση υψηλών αποδόσεων. Ωστόσο, όπως φαίνεται από το σχεδιάγραμμα Β, η

### Διάγραμμα 1. Αναμενόμενες και Πραγματικές Αποδόσεις



διακύμανση (volatility) των πραγματικών αποδόσεων αυξάνεται καθώς οι φιλοσοφικές προτεραιότητες τείνουν προς την ανάπτυξη και ευελιξία. Δηλαδή, καθώς μία τράπεζα οδηγείται από τη συντηρητική πολιτική δανείων προς την επιθετική, αναμένει υψηλότερες αποδόσεις, ωστόσο οι πραγματικές αποδόσεις που επιτυγχάνει μπορεί να είναι πολύ υψηλές ή πολύ χαμηλές. Γενικά, η προτεραιότητα που δίνει έμφαση στην ποιότητα των δανείων είναι χαμηλού κινδύνου και παράγει σταθερά κέρδη, ενώ η ανάπτυξη και η ευέλικτη τοποθέτηση προτεραιοτήτων είναι υψηλού κινδύνου και συνδέεται με παραδεκτή ποιότητα δανείων και υψηλότερες προσδοκίες, αλλά και με ασταθή κέρδη.

### III Τρόποι Διαχείρισης του Πιστωτικού Κινδύνου

Η διαχείριση των στοιχείων του ενεργητικού μιας τράπεζας απαιτεί τη σύναψη όσο το δυνατόν πιο επιτυχημένων δανείων, ώστε να αποπληρώνονται πλήρως και να αποφέρουν ικανοποιητικά κέρδη. Οι οικονομικές έννοιες της αντίστροφης επιλογής και του ηθικού κινδύνου παρέχουν ένα ικανοποιητικό αναλυτικό πλαίσιο για την κατανόηση των αρχών που οι τράπεζες πρέπει να ακολουθούν, ώστε να επιλέγουν τα «καλύτερα» δάνεια και να ελαχιστοποιούν τη συνολική έκθεση σε κίνδυνο του χαρτοφυλακίου δανείων.

Για το λόγο αυτό οι τράπεζες διαμορφώνουν την πολιτική τιμολόγησής τους ανάλογα με την εκτίμησή τους για τη φερεγγυότητα του υποψήφιου πιστούχου, στην οποία καταλήγουν διενεργώντας αναλύσεις πιστωτικού κινδύνου. Συγκεκριμένα, καθορίζεται το χαμηλότερο δυνατό επιτόκιο για τον «ιδανικό πελάτη» και από το ύψος αυτό και πάνω προσαυξάνεται κλιμακωτά με διαφορετικού ύψους επασφάλιστρα κινδύνου. Οι αναλύσεις πιστωτικού κινδύνου διενεργούνται είτε σε επίπεδο καταστήματος είτε σε επίπεδο ειδικών διευθύνσεων που ασχολούνται με το αντικείμενο αυτό, είτε σε επίπεδο γενικών διευθύνσεων όταν το ύψος του δανείου είναι ιδιαίτερα υψηλό. Αξίζει να σημειωθεί ότι η διαχείριση του πιστωτικού κινδύνου πρέπει να καλύπτει όλο το φάσμα της δανειοδότησης, δηλαδή:

- i. Τη λήψη απόφασης πριν την ανάληψη του κινδύνου.
- ii. Τον περιοδικό έλεγχο της τήρησης από τον πιστούχο των όρων που έχουν τεθεί.
- iii. Την καταγραφή της ποιότητας του χαρτοφυλακίου μέσω συστημάτων πληροφορικής.
- iv. Την παροχή στη διοίκηση της τράπεζας σαφέστατης εικόνας για την ποιότητα του χαρτοφυλακίου και του ύψους των απωλειών που ενδέχεται να προκύψουν ώστε να γίνουν οι απαραίτητες προβλέψεις ζημιών.

Ένα βασικό εργαλείο διαχείρισης του πιστωτικού κινδύνου είναι η επιβολή εγγυήσεων δανείου. Οι εγγυήσεις, όπως για παράδειγμα η υποθήκευση ακινήτων, η ενεχυρίαση επιταγών κλπ, αποτελούν περιουσιακά στοιχεία που περνούν στην κατοχή του δανειστή ως αποζημίωση, στην περίπτωση που ο πιστούχος αθετήσει τις υποχρεώσεις του. Οι εγγυήσεις αυτές περιορίζουν τις συνέπειες της δυσμενούς επιλογής αφού ελαττώνουν τις απώλειες του δανειστή στην περίπτωση της αθέτησης του δανείου. Εάν ο δανειζόμενος σταματήσει την εξυπηρέτηση του δανείου, η τράπεζα μπορεί να ρευστοποιήσει τις εγγυήσεις και να χρησιμοποιήσει τα έσοδα για να καλύψει τις απώλειές της.

Μία άλλη μορφή εγγυήσεων που χρησιμοποιούνται από τις τράπεζες όταν χορηγούν δάνεια, ονομάζεται «λογαριασμός αντισταθμιστικής δεσμευμένης κατάθεσης». Η επιχείρηση που λαμβάνει το δάνειο υποχρεούται να τηρεί ένα ελάχιστο ποσό κεφαλαίων σε ειδικό λογαριασμό στην τράπεζα. Το ποσό αυτό θα περιέλθει στην κατοχή της τράπεζας ως μερική αντιστάθμιση για τις απώλειές της, σε περίπτωση που η επιχείρηση αδυνατεί να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις της. Πέραν της αξίας που έχει ο «λογαριασμός αντισταθμιστικής δεσμευμένης κατάθεσης» ως εγγύηση, δηλαδή



ως εργαλείο διαχείρισης του πιστωτικού κινδύνου, αυξάνει επίσης σημαντικά την πιθανότητα ολοκληρωτικής αποπληρωμής του δανείου. Παρακολουθώντας την κίνηση του λογαριασμού, η τράπεζα ελέγχει αποτελεσματικότερα τους κινδύνους που αναλαμβάνει η επιχείρηση καθώς και τη γενικότερη οικονομική κατάσταση. Επιπλέον, ελαχιστοποιεί τον ηθικό κίνδυνο, αφού μειώνει τα κίνητρα του πιστούχου να αθετήσει τις υποχρεώσεις του.

Μία άλλη μέθοδος διαχείρισης του πιστωτικού κινδύνου από την τράπεζα είναι οι «επιλεκτικοί πιστωτικοί περιορισμοί» (credit rationing). Οι τράπεζες μπορεί να αρνηθούν να χορηγήσουν ένα δάνειο, ακόμη και αν οι δανειζόμενοι αποδέχονται το ισχύον επιτόκιο ή προσφέρουν ακόμη υψηλότερο. Οι επιλεκτικοί πιστωτικοί περιορισμοί μπορεί να λάβουν δύο μορφές.

Πρώτον, η τράπεζα μπορεί να αρνηθεί τη χορήγηση οποιουδήποτε ποσού στον πελάτη της, ακόμη και όταν εκείνος προτίθεται να δεχθεί ένα υψηλότερο επιτόκιο.

Δεύτερον, η τράπεζα μπορεί να είναι πρόθυμη να χορηγήσει το δάνειο υπό τον περιορισμό ότι το ύψος του θα είναι μικρότερο από αυτό που ο πελάτης ζητά. Μία τέτοια στρατηγική χορήγησης δανείων αποτελεί καλύτερη λύση του προβλήματος της αντίστροφης επιλογής και του ηθικού κινδύνου σε σύγκριση με την πολιτική προσαύξησης του επιτοκίου ανάλογα με την πιστοληπτική του ικανότητα.

### **1.2.6 Μοντέλα Αξιολόγησης Πιστωτικού Κινδύνου**

Ο πιστωτικός κίνδυνος, δηλαδή ο κίνδυνος να υπάρξουν απώλειες λόγω αποτυχίας επιστροφής κεφαλαίων που έχουν δανείσει οι τράπεζες, αποτελεί το σημαντικότερο κίνδυνο που αυτές αντιμετωπίζουν. Είναι αποτέλεσμα συνδυασμού του κινδύνου αθέτησης υποχρέωσης (default risk) και εκείνου της εισπραξιμότητας των εξασφαλίσεων (recovery risk). Οι μέθοδοι υπολογισμού και διαχείρισής του έχουν αλλάξει πολύ τα τελευταία χρόνια και πρόκειται να τύχουν και περαιτέρω βελτιώσεων στην προσπάθεια των τραπεζών να επιτύχουν τη διαχείριση του πιστωτικού κινδύνου με Προσέγγιση χρηματοοικονομικής ανάλυσης και χρήση τεχνικών ανάλογων με εκείνες που χρησιμοποιούν για τη διαχείριση του κινδύνου επιτοκίων ή συναλλαγματικού κινδύνου.

Οι ραγδαίες εξελίξεις στις διεθνείς αγορές, οδηγούν στη μελέτη ειδικών μοντέλων πιστωτικού κινδύνου (credit risk models) και στην ανάπτυξη σχετικών χρηματοοικονομικών εργαλείων. Οι τράπεζες έχουν πραγματοποιήσει σημαντικές επενδύσεις προκειμένου να αναπτύξουν συστήματα μέτρησης του πιστωτικού κινδύνου και των μοντέλων διαχείρισής του, καθώς και των μεθόδων μέτρησης της κερδοφορίας τους. Διεθνώς υπάρχουν δύο κύριες προσεγγίσεις στην αξιολόγηση του πιστωτικού κινδύνου.

### ***Η στατιστική προσέγγιση (statistical approach)***

Μέθοδος, κατά την οποία η απόφαση για τη χρηματοδότηση λαμβάνεται βάσει προκαθορισμένου credit scoring και χρησιμοποιείται κυρίως στην καταναλωτική και μικρού μεγέθους επιχειρηματική πίστη.

### ***Η μέθοδος της ανθρώπινης εκτίμησης (judgmental approach)***

Μέθοδος, η οποία χρησιμοποιείται κυρίως για τους μεγαλύτερου μεγέθους κινδύνους του corporate banking, η οποία βασίζεται στην κλασική ανάλυση των οικονομικών στοιχείων, την αξιολόγηση του management και του κλάδου που δραστηριοποιείται ο πιστούχος, καθώς και των πηγών αποπληρωμής της πιστοδότησης.

Τα περισσότερα τραπεζικά ιδρύματα χρησιμοποιούν κατά τη διαδικασία της αξιολόγησης, τουλάχιστον επικουρικά, κάποιο σύστημα πιστωτικής διαβάθμισης (credit rating), προερχόμενο είτε από κάποιο διεθνώς αποδεκτό οργανισμό, είτε από μοντέλο που έχει αναπτυχθεί εσωτερικά. Τα εσωτερικά αναπτυγμένα μοντέλα μπορεί επίσης να βασίζονται σε υποκειμενικά στοιχεία (ανθρώπινη εκτίμηση), ή σε στατιστική ανάλυση της πιθανότητας αθέτησης (Probability Default), ή πτώχευσης του πιστούχου, μέσω επεξεργασίας ιστορικών οικονομικών στοιχείων και αριθμοδεικτών.

### ***Εσωτερικά Συστήματα Διαβάθμισης Πιστωτικού Κινδύνου των Τραπεζών***

Τα εσωτερικά συστήματα διαβάθμισης πιστωτικού κινδύνου κρίνονται πολύ σημαντικά στην αποτελεσματική διαχείριση του πιστωτικού κινδύνου των τραπεζών, τα οποία διαφέρουν από τα συστήματα που διαθέτουν οι εταιρείες πιστοληπτικής

ικανότητας, όπως είναι η Moody's και η Standard&Poor's, καθώς σχεδιάζονται και εφαρμόζονται από τα στελέχη των ίδιων των τραπεζών.

### **Σύστημα διαβάθμισης πιστωτικού κινδύνου από δάνεια**

#### ***Τάξη I (Υψηλότερη ποιότητα)***

Επιχειρήσεις με μεγάλη ρευστότητα, άριστες χρηματοοικονομικές συνθήκες, διαχρονικά σταθερά και προβλέψιμα κέρδη, διαθέσιμες πηγές εναλλακτικής χρηματοδότησης, ισχυρή διοίκηση, ευνοϊκές τάσεις στον κλάδο. Τα δάνεια εξασφαλίζονται επαρκώς με δεσμεύσεις μετρητών, κρατικά ομόλογα κλπ. Ύπαρξη ουσιαστικής καθαρής περιουσίας, μεγάλος βαθμός ρευστοποίησης των παγίων και πολύ καλές πρωτογενείς και δευτερογενείς πηγές αποπληρωμής του δανείου.

Πρόγραμμα επιθεώρησης: Ετήσιο

#### ***Τάξη II (Καλή ποιότητα)***

Επιχειρήσεις με τα περισσότερα χαρακτηριστικά που περιλαμβάνει η τάξη I. Όμως, συγκεκριμένα χαρακτηριστικά δεν είναι τόσο ισχυρά, όπως είναι η κυκλικότητα των κερδών και οι λιγότερο διαθέσιμες πηγές εναλλακτικής χρηματοδότησης σε περιόδους οικονομικής κρίσης. Ύπαρξη ουσιαστικής καθαρής περιουσίας με λιγότερο ρευστοποιήσιμη περιουσία, όπως είναι τα πάγια και οι μετοχές. Τα τρέχοντα και μελλοντικά κέρδη πιθανό να είναι ισχυρά και οι δευτερογενείς πηγές αποπληρωμής είναι εύκολα αναγνωρίσιμες και επαρκείς.

Πρόγραμμα επιθεώρησης: 6 μήνες

#### ***Τάξη III (Ικανοποιητική ποιότητα)***

Επιχειρήσεις με μέτρια ρευστότητα και λογική οικονομική κατάσταση. Τα κέρδη μπορεί να μην είναι σταθερά και αναμένεται ικανοποιητική αποπληρωμή του δανείου χωρίς ωστόσο να επιβεβαιώνεται από όλες τις καταστάσεις. Τα δάνεια συχνά εξασφαλίζονται από ενεχυριάσεις, όπως απαιτήσεων και αποθεμάτων, των οποίων η μετατροπή σε χρήμα είναι δύσκολη και αβέβαιη. Ύπαρξη μικρής ρευστότητας και καθαρής περιουσίας αλλά λογικά κέρδη με αξιόπιστες πρωτογενείς πηγές αποπληρωμής. Οι δευτερογενείς πηγές αποπληρωμής είναι λιγότερο εμφανείς και περιορίζονται στις προσημειώσεις και τις υποθήκες.

Πρόγραμμα επιθεώρησης: 3 μήνες

#### ***Τάξη IV (Ποιότητα χαμηλότερη του μέσου όρου)***

Επιχειρήσεις με χαμηλή ρευστότητα, υψηλή μόχλευση και μη σταθερά κέρδη ή ζημιές. Η πρωτογενής πηγή αποπληρωμή κεφαλαίου δεν είναι πια ρεαλιστική και η ρευστοποίηση παγίων ή εγγυήσεων μπορεί να είναι η μόνη πηγή αποπληρωμής. Τα δάνεια είναι μικρά και απαιτούν συνεχή παρακολούθηση από τον υπεύθυνο διευθυντή δανείου και από ειδικό προσωπικό για τον έλεγχο των εγγυήσεων. Οι ανάγκες για κεφάλαιο κίνησης κρίνονται αυξημένες με διάρκεια αορίστου χρόνου. Ύπαρξη μικρής καθαρής περιουσίας με κερδοσκοπική πρωτογενή πηγή αποπληρωμής κεφαλαίου και αόριστη δευτερογενή πηγή. Θεωρούνται δάνεια υψηλού κινδύνου.

Πρόγραμμα επιθεώρησης: 30 ημέρες

#### ***Τάξη V (χαμηλή ποιότητα)***

Οι εγγυήσεις, η καθαρή περιουσία και οι ταμειακές ροές είναι ανεπαρκείς για να υποστηρίξουν το επίπεδο του δανεισμού και οι πηγές αποπληρωμής δεν είναι εύκολα αναγνωρίσιμες. Χωρίς σταθερή και έντονη επιθεώρηση, η πιθανότητα αθέτησης πληρωμών μερικού ή του συνόλου του δανείου είναι μεγάλη. Τα άτομα έχουν ανεπαρκή καθαρή περιουσία ή κέρδη για να υποστηρίξουν το δάνειο. Επιπρόσθετες εγγυήσεις πρέπει να βρεθούν και να αποκτηθούν, ενώ υπάρχει μία σαφής και ξεκάθαρη πιθανότητα για απώλειες. Τα δάνεια κατηγοριοποιούνται ως κατώτερα, αβέβαια και με απώλειες από τους εξεταστές.

Πρόγραμμα επιθεώρησης: 30 ημέρες ή λιγότερες.

Η αποτελεσματικότητα και η αποδοτικότητά τους εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό από τον τρόπο που αυτά χρησιμοποιούνται από τα στελέχη δανείων. Κατά την επιλογή της αρχιτεκτονικής του συστήματος διαβάθμισης, η τράπεζα πρέπει να αποφασίσει ποιες έννοιες απωλειών (loss concepts) θα χρησιμοποιήσει, τον αριθμό και την ερμηνεία των κλιμάκων, καθώς και το ποια δάνεια θα είναι επικίνδυνα, δηλαδή υπό παρακολούθηση (watch loans). Αν και οι παραπάνω επιλογές και οι λόγοι υιοθέτησης αυτών ποικίλουν, οι τράπεζες αρχικά σχεδιάζουν τα συστήματα διαβάθμισης με βάση το μέγεθος των πελατών, δηλαδή σε μεγάλα δάνεια και μικρά. Τέλος, πρέπει να αποφασισθεί αν θα βαθμολογούν τις δανειζόμενες επιχειρήσεις με βάση την τρέχουσα κατάσταση τους (point-in-time) ή τη μελλοντική τους κατάσταση (through-the-cycle).

Όσον αφορά τις έννοιες των απωλειών, πρέπει να σημειωθεί ότι ο πιστωτικός κίνδυνος που προκύπτει από την έγκριση ενός δανείου είναι αποτέλεσμα της πιθανότητας αθέτησης πληρωμών (probability of default - PD) και του λόγου της αξίας του δανείου που μπορεί να απολεσθεί σε περίπτωση αθέτησης πληρωμών (lost in the event of default - LIED). Η απώλεια σε περίπτωση αθέτησης πληρωμών είναι πάντα η ίδια σε κάθε δανειακή περίπτωση διότι εξαρτάται από τη δομή του κάθε δανείου.

Αντίθετα, η πιθανότητα αθέτησης πληρωμών σχετίζεται άμεσα με το δανειζόμενο, με την υπόθεση ότι ο δανειζόμενος μπορεί να αθετήσει όλες τις υποχρεώσεις του ή καμία, δηλαδή να εκπληρώσει όλες του τις υποχρεώσεις. Το γινόμενο της πιθανότητας αθέτησης πληρωμών και του λόγου της αξίας του δανείου που μπορεί να απολεσθεί σε περίπτωση αθέτησης πληρωμών, αναφέρεται ως εκτιμώμενη απώλεια (expected loss - EL) από τη δανειοδότηση. Αντιπροσωπεύει την εκτίμηση του ποσοστιαίου μέσου όρου απώλειας για ένα χρονικό διάστημα από ένα σύνολο δανείων, τα οποία έχουν μία συγκεκριμένη εκτιμώμενη απώλεια. Ωστόσο, η εκτιμώμενη απώλεια είναι μία πρόβλεψη και δε σημαίνει ότι οι απώλειες αυτές θα πραγματοποιηθούν από το κάθε δάνειο ξεχωριστά.

Στο σημείο αυτό πρέπει να σημειωθεί ότι οι τράπεζες μπορεί να μην εκτιμούν τον πιστωτικό κίνδυνο που αναλαμβάνουν μέσω του υπολογισμού των δύο παραπάνω μεταβλητών, αλλά αντίθετα να προσδιορίζουν την εκτιμώμενη απώλεια (EL) μόνο μέσω της πιθανότητας αθέτησης πληρωμών (PD). Τα συστήματα αυτά εκτίμησης του πιστωτικού κινδύνου ονομάζονται μονοδιάστατα συστήματα (one - dimensional rating systems). Αντίθετα, στα δισδιάστατα συστήματα (two - dimensional rating systems), ένας βαθμός αντανάκλα την πιθανότητα αθέτησης πληρωμών και ένας άλλος την εκτιμώμενη απώλεια από το δάνειο. Οι τράπεζες που υιοθετούν τα συστήματα αυτά συνήθως πρώτα εκτιμούν την πιστοληπτική ικανότητα του υποψήφιου πιστούχου, δηλαδή την πιθανότητα αθέτησης των πληρωμών του (PD), και μετά υπολογίζεται η αναμενόμενη απώλεια (EL), μέσω του λόγου της αξίας του δανείου που μπορεί να απολεσθεί σε περίπτωση αθέτησης πληρωμών (LIED). Με τον τρόπο αυτό, το δισδιάστατο σύστημα μπορεί και προάγει την ακρίβεια και τη συνέπεια στη βαθμολόγηση με χωριστή καταγραφή της κρίσης του βαθμολογητή για την πιθανότητα αθέτησης και την εκτιμώμενη απώλεια, αντί να τα συγχέουν. Ο πίνακας 5 που ακολουθεί παρουσιάζει ένα δισδιάστατο σύστημα διαβάθμισης του πιστωτικού κινδύνου.

Πίνακας 5. Δισδιάστατο Σύστημα Διαβάθμισης Πιστωτικού Κινδύνου

<b>ΔΙΣΔΙΑΣΤΑΤΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΔΙΑΒΑΘΜΙΣΗΣ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ</b>			
<b>Κλίμακα</b>	<b>PD Δανειστή (%)</b>	<b>Μέσος Όρος LIED (%)</b>	<b>ΕΛ Δανείου (%)</b>
<b>Ουσιαστικά Μηδενικός Κίνδυνος</b>	0		0
<b>Χαμηλός κίνδυνος</b>	0.1		0.03
<b>Περιορισμένος Κίνδυνος</b>	0.3		0.09

<b>Μέσος Κίνδυνος</b>	1.0	30	0.30
<b>Αποδεκτός Κίνδυνος</b>	3.0		0.90
<b>Οριακός Κίνδυνος</b>	6.0		1.80
<b>ΟΑΕΜ</b>	20.0		6.00
<b>Κατώτερη Ποιότητα</b>	60.0		18.00
<b>Αθέτηση Πληρωμών</b>	100		30.00

Πηγή : Standard & Poors, 1998

## **Κλίμακες Διαβάθμισης Πιστωτικού Κινδύνου των Εταιρειών Moody's και Standard & Poor's**

Παράλληλα με τα δικά τους υποδείγματα, συνήθως οι τράπεζες χρησιμοποιούν τις υπηρεσίες εξειδικευμένων εταιρειών βαθμολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας των υποψήφιων προς δανειοδότηση επιχειρήσεων, όπως είναι η Moody's και η Standard&Poor's. Αυτές αξιολογούν την πιστοληπτική ικανότητα εταιρειών καθώς και κρατών προσφέροντας ενημερωμένες βαθμολογίες για διάφορες κατηγορίες χρέους (βραχυπρόθεσμο, μακροπρόθεσμο, σε συνάλλαγμα κλπ) ή ομολόγων μιας εκδότριας εταιρείας. Φυσικά οι υπηρεσίες αυτές κοστίζουν. Οι εταιρείες βαθμολόγησης μπαίνουν στο προσκήνιο με την αναβάθμιση του ρόλου τους στο θέμα της κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών διεθνώς, ύστερα από τη Συμφωνία της Επιτροπής της Βασιλείας που εφαρμόζεται από το 2004.

Η εταιρεία βαθμολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας Moody's θεωρεί ότι οι βαθμολογήσεις και οι διαβαθμίσεις σκοπεύουν να λειτουργήσουν ως δείκτες ή προβλέψεις στην πιθανή πιστωτική απώλεια (credit loss) από το δάνειο λόγω της αθέτησης των πληρωμών ή της καθυστέρησης των πληρωμών ή της μερικής αποπληρωμής. Παράλληλα, η εταιρεία Standard&Poor's πιστεύει ότι οι διαβαθμίσεις της συντελούν σε μία άποψη για τη γενική πιστοληπτική ικανότητα ενός υπόχρεου βασιζόμενη σε σχετικούς παράγοντες κινδύνου. Αξίζει να σημειωθεί ότι και οι δύο εταιρείες λαμβάνουν υπόψη τους και ενσωματώνουν στη διαδικασία βαθμολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας των επιχειρήσεων την πιθανότητα αθέτησης πληρωμών (PD) και την αξία της απώλειας του δανείου σε περίπτωση αθέτησης πληρωμών (LIED), αλλά όχι την αναμενόμενη απώλεια του χορηγηθέντος δανείου (EL).

Ο πίνακας 6 παρουσιάζει τις κλίμακες βαθμολόγησης των δύο εταιρειών. Είναι προφανές ότι ο κίνδυνος τείνει να αυξάνεται με μη γραμμικό τρόπο τόσο στην περίπτωση των εσωτερικών συστημάτων διαβάθμισης του πιστωτικού κινδύνου των τραπεζών όσο και των εταιρειών βαθμολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Οι δείκτες αθέτησης πληρωμών είναι χαμηλοί στις υψηλότερες διαβαθμίσεις που ο κίνδυνος είναι μικρός, αλλά αυξάνεται ραγδαία στις κατώτερες διαβαθμίσεις όπου ο κίνδυνος αθέτησης πληρωμών είναι μεγαλύτερος.

Πίνακας 6. Κλίμακες Βαθμολόγησης εταιρειών Moody's και Standard & Poor's

	Moody 's	Standard&Poor's
<b>Άριστη Ικανότητα Αποπληρωμής</b>	Aaa	AAA
<b>Υψηλή Ικανότητα</b>	Aa1	AA+
	Aa2	AA
	Aa3	AA-
<b>Μεγάλη Δυνατότητα Αποπληρωμής</b>	A1	A+
	A2	A
	A3	A-
<b>Επαρκής Πιθανότητα Αποπληρωμής</b>	Baa1	BBB+
	Baa2	BBB
	Baa3	BBB-
<b>Αυξανόμενη Αβεβαιότητα</b>	Ba1	BB+
	Ba2	BB
	Ba3	BB-
<b>Υψηλός Κίνδυνος</b>	B1	B+
	B2	B
	B3	B-

Πηγή : Standard & Poor's, 1998

Σχετικά με τις βαθμολογήσεις των δύο εταιρειών, αξίζει να σημειωθεί ότι η AAA ισοδυναμεί με εξαιρετικά μεγάλη ικανότητα του οφειλέτη να αποπληρώσει ένα δάνειο ή να εκπληρώσει την υποχρέωσή του, ενώ AA αντανακλά μία ελαφρά μικρότερη ικανότητα από την κατηγορία AAA. Η βαθμολογία της Ελλάδας είναι A. Η αποπληρωμή στην περίπτωση CCC εξαρτάται μόνον από ευνοϊκές οικονομικές συνθήκες και είναι πιθανή η αθέτηση αποπληρωμής. Το C αντιστοιχεί στην περίπτωση που ο οφειλέτης



έχει κάνει αίτηση για χρεοκοπία αλλά συνεχίζει τις πληρωμές για τη συγκεκριμένη υποχρέωση που έχει αναλάβει.

### **1.2.7 Διαδικασία Διαβάθμισης Πιστωτικού Κινδύνου**

Από τα παραπάνω έγινε κατανοητό ότι οι τράπεζες σχεδιάζουν συστήματα διαβάθμισης με σκοπό να κατατάξουν τα δάνεια σε ομάδες ανάλογα με τον κίνδυνο που απορρέουν από αυτά και επομένως να διοικήσουν κατάλληλα τον πιστωτικό κίνδυνο. Ποια διαδικασία ακολουθείται, όμως, για τη δημιουργία αυτών των διαβαθμίσεων και με ποιο τρόπο τα στελέχη δανείων κατηγοριοποιούν τα χορηγούμενα δάνεια; Η διαδικασία διαβάθμισης του πιστωτικού κινδύνου έχει απώτερο σκοπό τη χρηματοοικονομική διαχείριση, την τιμολόγηση των δανείων, το σχηματισμό των προβλέψεων και των επισφαλειών, τη στρατηγική πιστοδοτήσεων και βέβαια την κεφαλαιακή επάρκεια της τράπεζας. Η διαδικασία αυτή μπορεί να χωριστεί σε τρία βασικά στάδια, τα οποία είναι τα ακόλουθα:

1. Διαδικασία σχηματισμού των διαβαθμίσεων του πιστωτικού κινδύνου
2. Χρήση των διαβαθμίσεων
3. Διαδικασία επιθεώρησης και ελέγχου των διαβαθμίσεων.

#### ***Σχηματισμός των διαβαθμίσεων***

Για να μπορέσει μία τράπεζα να εκτιμήσει τον πιστωτικό κίνδυνο που απορρέει από τη χορήγηση ενός δανείου, θα πρέπει αρχικά να προσδιορίσει τους παράγοντες που θα ληφθούν υπόψη στη διαβάθμιση. Οι παράγοντες αυτοί θα αποτελέσουν το αντικείμενο αξιολόγησης της υποψήφιας προς δανειοδότηση επιχείρησης. Ορισμένοι από τους πιο σημαντικούς παράγοντες που λαμβάνονται υπόψη είναι τα οικονομικά στοιχεία της επιχείρησης, όπως οι ταμειακές ροές, η ρευστότητα, η κερδοφορία, η κεφαλαιακή διάρθρωση, το μέγεθος, η αξία της εταιρείας, η ποιότητα της διοίκησης, οι εγγυήσεις και οι εξασφαλίσεις που παρέχει ο πιστούχος, ο χαρακτήρας και η φήμη του πιστούχου, η ανάλυση του κλάδου δραστηριοποίησης κλπ.

Αξίζει να σημειωθεί, ότι ύστερα από έρευνα των Liang - Hsuan Chen και Tai - Wei Chiou σε μικρές και μεσαίες τράπεζες της Ταϊβάν, οι βασικοί παράγοντες που λαμβάνονται υπόψη κατά τη διαβάθμιση του πιστωτικού κινδύνου μιας υποψήφιας προς δάνειο επιχείρησης είναι:

- i. Η χρηματοοικονομική κατάσταση (Financial condition) της εταιρείας.
- ii. Η διοίκηση της εταιρείας (General management).
- iii. Ο χαρακτήρας του πιστούχου και οι προοπτικές της εταιρείας (Characters and perspectives).

Κάθε μία από τις παραπάνω τρεις γενικές κατηγορίες αξιολόγησης μιας εταιρείας περιλαμβάνει επί μέρους κριτήρια τα οποία λαμβάνονται υπόψη κατά την εκτίμηση της αίτησης ενός δανείου.

Οι παράγοντες που χρησιμοποιούνται για τον προσδιορισμό του πιστωτικού κινδύνου από τα στελέχη δανείων είναι οι ίδιοι για όλα τα υποψήφια δάνεια και καθορίζονται από τη διοίκηση της τράπεζας και τις επιτροπές δανείων. Επομένως, το πρώτο στάδιο της διαδικασίας εκτίμησης του πιστωτικού κινδύνου είναι δομημένο και καλά προσδιορισμένο. Αντίθετα, το δεύτερο στάδιο της διαδικασίας που αφορά τα κριτήρια που θα προσδιορίσουν το βαθμό για κάθε έναν παράγοντα, κρίνεται πιο υποκειμενικό. Τα κριτήρια αυτά μπορούν να είναι είτε γραμμένα, δηλαδή τυπικά στοιχεία που αναφέρονται στην πολιτική δανείων της τράπεζας, είτε υποκειμενικά, δηλαδή άτυπα στοιχεία που βασίζονται στην κουλτούρα της τράπεζας, είτε στοιχεία που βασίζονται στην εμπειρία και την κρίση του εκτιμητή.

Τα άτομα που καλούνται συνήθως να βαθμολογήσουν τους παράγοντες δανειοδότησης είναι συνήθως οι υπεύθυνοι δανείων και οι αναλυτές πιστοδοτήσεων. Η βαθμολόγηση στο στάδιο αυτό δεν είναι η τελική, αφού υπάρχει η δυνατότητα μετατροπής του αρχικού βαθμού στη συνέχεια της διαδικασίας. Επομένως, η προτεινόμενη προκαταρκτική διαβάθμιση αποτελεί την πρώτη προσπάθεια από τα στελέχη δανείων εκτίμησης του πιστωτικού κινδύνου.

Η διαβάθμιση του πιστωτικού κινδύνου λαμβάνει χώρα από τη στιγμή της έναρξης της διαδικασίας έγκρισης ενός δανείου από τα στελέχη των τραπεζών, δηλαδή η διαδικασία διαβάθμισης είναι αχώριστη από τη διαδικασία έγκρισης του δανείου. Οι επιδράσεις των διαβαθμίσεων έγκεινται στο γεγονός ότι αν ο βαθμός για ένα υποψήφιο δάνειο είναι χαμηλότερος από το όριο για την έγκριση του δανείου, τότε το δάνειο

απορρίπτεται. Επομένως, στο στάδιο αυτό γίνεται η τελική διαβάθμιση του πιστωτικού κινδύνου της υποψήφιας για δάνειο επιχείρησης και το δάνειο εγκρίνεται ή απορρίπτεται.

### ***Χρήση των Διαβαθμίσεων***

Η διαδικασία εκτίμησης του πιστωτικού κινδύνου από μία τράπεζα και η διαβάθμιση των πελατών της σε κλίμακες, καθιστά δυνατή μία ευρύτερη μελέτη που θα βοηθήσει την τράπεζα στην αποτελεσματική διαχείριση του χαρτοφυλακίου δανείων και τη χάραξη μιας επιτυχημένης στρατηγικής. Πιο συγκεκριμένα, η χρήση των διαβαθμίσεων είναι διπλή.

Πρώτον, μπορούν να προσδιοριστούν τα ποσοτικά χαρακτηριστικά απώλειας (Quantitative loss characteristics PD, LIED, EL), τα οποία περιλαμβάνουν τον έλεγχο του χαρτοφυλακίου δανείων των τραπεζών, τη συντηρητική ανάλυση της απώλειας από τα χορηγούμενα δάνεια, την τιμολογιακή πολιτική των δανείων και την ανάλυση κερδοφορίας, καθώς και τον προσδιορισμό της εσωτερικής κεφαλαιακής διάρθρωσης και την ανάλυση της αποδοτικότητας του κεφαλαίου.

Δεύτερον, μπορούν να εκτιμηθούν τα γενικά ποιοτικά χαρακτηριστικά πιστοδοτήσεων (General credit quality characteristics), όπως για παράδειγμα να εκτιμηθεί η ελκυστικότητα της σχέσης με τους υπάρχοντες πελάτες, να αξιολογηθεί η αποτελεσματικότητα του εκτιμητή, να προσδιορισθούν οι διοικητικές και ελεγκτικές απαιτήσεις καθώς επίσης και η συχνότητα της επιθεώρησης των δανείων.

### ***Διαδικασία Επιθεώρησης και Ελέγχου των Διαβαθμίσεων***

Η επιθεώρηση και ο έλεγχος των διαβαθμίσεων αποτελεί βασική παράμετρο στη διαδικασία διαβάθμισης του πιστωτικού κινδύνου και επικεντρώνεται σε τρεις επί μέρους μελέτες:

i. **Επιθεώρηση πιστωτικής πολιτικής:** Βασίζεται στον έλεγχο της πολιτικής δανείων που υιοθετεί μία τράπεζα και πραγματοποιείται από τις επιτροπές που εγκρίνουν τα δάνεια.

ii. **Μέθοδοι παρακολούθησης:** Αφορά τα μέσα και τις πολιτικές της τράπεζας για την επιθεώρηση των δανείων και κυρίως των προβληματικών. Ορίζεται το χρονικό

διάστημα ελέγχου των δανείων, όπως κάθε εξάμηνο, τρίμηνο, μήνα κλπ, καθώς και η διαδικασία που θα ακολουθηθεί.

iii. **Επιθεώρηση δανείων:** Αφορά την περιοδική μελέτη όλων των χορηγούμενων δανείων και τις τυχόν αλλαγές στις κατηγοριοποιήσεις αυτών αν συντρέχουν κάποιοι λόγοι.

### 1.2.8 Κατάταξη Πιστοληπτικής Ικανότητας

Οι κατατάξεις χωρών με βάση την πιστοληπτική ικανότητα μετρούν την πιθανότητα η κυβέρνηση μιας χώρας να περιέλθει σε αδυναμία αποπληρωμής του εξωτερικού χρέους της. Οι κατατάξεις αυτές είναι ιδιαίτερα σημαντικές για δύο λόγους. Πρώτον, η διάθεση στις διεθνείς χρηματαγορές των ομολογιών που εκδίδει η κυβέρνηση μίας χώρας είναι πολύ πιο εύκολη όταν είναι εκ των προτέρων γνωστός στους διεθνείς επενδυτές χαρτοφυλακίου ο βαθμός πιστωτικού κινδύνου που αντιμετωπίζει η χρεώστρια χώρα. Και δεύτερον, ο βαθμός πιστωτικού κινδύνου που χαρακτηρίζει την κυβέρνηση μίας χώρας επηρεάζει άμεσα το βαθμό κινδύνου που χαρακτηρίζει τις ιδιωτικές επιχειρήσεις της χώρας αυτής. Κατά κανόνα, η διαβάθμιση των επιχειρήσεων στη διεθνή κατάταξη πιστοληπτικής ικανότητας δεν μπορεί να είναι πολύ διαφορετική από τη θέση της κυβέρνησης της αντίστοιχης χώρας στην κατάταξη αυτή.

Οι πιο γνωστές κατατάξεις χωρών είναι αυτές των Moody's και Standard&Poor's. Οι οργανισμοί αυτοί κατατάσσουν τις χώρες ως περισσότερο ή λιγότερο ασφαλείς εξετάζοντας τη συμπεριφορά ενός μικρού συνόλου οικονομικών μεγεθών, όπως το κατά κεφαλήν εισόδημα, ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ, το ποσοστό πληθωρισμού, το μέγεθος του δημοσιονομικού ελλείμματος και του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, το μέγεθος του εξωτερικού χρέους, καθώς και ο αριθμός πτωχεύσεων στο παρελθόν.

Στον Πίνακα 7 παρατίθεται μία συγκριτική παρουσίαση της κλίμακας κατάταξης χωρών των Moody's και Standard and Poor's. Στον Πίνακα 8 παρουσιάζεται η κατάταξη 49 χωρών, όπως αυτή είχε διαμορφωθεί στα τέλη Σεπτεμβρίου 1935 από τους δύο αυτούς οργανισμούς.

Πίνακας 7. Κλίμακα Κατάταξης για την Αποπληρωμή του Μακροχρόνιου Χρέους

	<b>Moody ' s</b>	<b>Standard&amp;Poor's</b>
<b>Άριστη Ικανότητα Αποπληρωμής</b>	Aaa	AAA
<b>Υψηλή Ικανότητα</b>	Aa1	AA+
	Aa2	AA
	Aa3	AA-
<b>Μεγάλη Δυνατότητα Αποπληρωμής</b>	A1	A+
	A2	A
	A3	A-
<b>Επαρκής Πιθανότητα Αποπληρωμής</b>	Baa1	BBB+
	Baa2	BBB
	Baa3	BBB-
<b>Αυξανόμενη Αβεβαιότητα</b>	Ba1	BB+
	Ba2	BB
	Ba3	BB-
<b>Υψηλός Κίνδυνος</b>	B1	B+
	B2	B
	B3	B-

Πηγή : Canton & Packer, 1996

Πίνακας 8. Κατάταξη 49 Χωρών (29 Σεπτεμβρίου 1995)

Χώρες	Moody ' s	Standard&Poor's	Χώρες	Moody ' s	Standard&Poor's
Κίνα	A3	BBB	Αργεντινή	B1	BB-
Κολομβία	Baa3	BBB-	Αυστραλία	Aa2	AA
Κορέα	A1	AA-	Αυστρία	Aaa	AAA
Λουξεμβούργο	Aaa	AAA	Βέλγιο	Aa1	AA+
Μαλαισία	A1	A+	Βενεζουέλα	Ba2	B+
Μάλτα	A2	A	Βερμούδες	Aa1	AA
Μεξικό	Ba2	BB	Βραζιλία	B1	B+
Νέα Ζηλανδία	Aa2	AA	Γαλλία	Aaa	AAA
Νότια Αφρική	Baa3	BB	Γερμανία	Aaa	AAA
Νορβηγία	Aa1	AAA	Δανία	Aa1	AA+
Ολλανδία	Aaa	AAA	Ελβετία	Aaa	AAA
Ουγγαρία	Ba1	BB+	Ελλάδα	Baa3	BBB-
Ουρουγουάη	Ba1	BB+	Ηνωμένο Βασίλειο	Aaa	AAA
Πακιστάν	B1	B+	Ηνωμένες Πολιτείες	Aaa	AAA
Πολωνία	Baa3	BB	Hong Kong	A3	A
Πορτογαλία	A1	AA-	Ιαπωνία	Aaa	AAA
Σιγκαπούρη	Aa2	AAA	Ινδία	Baa3	BB+
Σλοβακία	Baa3	BB+	Ινδονησία	Baa3	BBB
Σουηδία	Aa3	AA+	Ιρλανδία	Aa2	AA
Ταϊβάν	Aa3	AA+	Ισλανδία	A2	A
Ταϊλάνδη	A2	A	Ισπανία	Aa2	AA
Τουρκία	Ba3	B+	Ιταλία	A1	AA
Τσεχία	Baa1	BBB+	Καναδάς	Aa2	AA+
Φιλανδία	Aa2	AA-			
Φιλιππίνες	Ba2	BB			
Χιλή	Baa1	A-			

### 1.2.9 Ο Πιστωτικός Κίνδυνος και η Επιτροπή της Βασιλείας

Η διαχείριση του πιστωτικού κινδύνου αποκτά σημαντική βαρύτητα, καθώς αποτελεί βασική παράμετρο καθορισμού της αξιοπιστίας του εγχώριου τραπεζικού συστήματος. Προς την κατεύθυνση αυτή η διαχείριση του πιστωτικού κινδύνου από τις τράπεζες αναμένεται να προσλάβει ιδιαίτερη σημασία, καθώς η Επιτροπή της Βασιλείας θέσπισε νέους κανονισμούς με στόχο να αναλάβουν οι τράπεζες περισσότερες ευθύνες στην πρόληψη ζημιολόγων δανείων και όχι στην εκ των υστέρων αντιμετώπισή τους.

Η αρχική συμφωνία της Βασιλείας το 1988 έθεσε για πρώτη φορά διεθνώς εναρμονισμένους κανόνες κεφαλαιακής επάρκειας, με βάση τους οποίους οι τράπεζες πρέπει να διατηρούν, κατ' ελάχιστο, κεφάλαια ισοδύναμα με το 8% του σταθμισμένου για κινδύνους κεφαλαίου που απορρέει από τη διαχείριση του ενεργητικού τους. Η συμφωνία ήλθε ως αποτέλεσμα των αυξανόμενων προβληματισμών των εποπτικών αρχών για τη συνεχή μείωση των δεικτών κεφαλαιακής διάρθρωσης, λόγω της μεγάλης πιστωτικής επέκτασης και του ανταγωνισμού στη δεκαετία του '80, καθώς και της μεγάλης αύξησης των εκτός ισολογισμού αναλαμβανόμενων κινδύνων (off balance sheet items).

Η συμφωνία αυτή, η οποία αντανάκλουσε τις απόψεις εκείνης της εποχής, γρήγορα φάνηκε ότι έπρεπε να τροποποιηθεί. Στη δεκαετία του '90, οι μεγάλες διεθνείς τράπεζες ανέπτυξαν πολύπλοκα συστήματα μέτρησης των κινδύνων του χαρτοφυλακίου τους, με στόχο τη βελτίωση της τιμολόγησης και της κατανομής των οικονομικών κεφαλαίων τους. Τα συστήματα αυτά ανέδειξαν διαφοροποίηση ανάμεσα στα εποπτικά απαιτούμενα και στα οικονομικά κεφάλαια, αφού μία χρηματοδότηση με rating AAA απαιτούσε τα ίδια κεφάλαια (8%) με τα κεφάλαια μιας χρηματοδότησης, σαφώς μεγαλύτερου κινδύνου, με rating BBB.

Οι νέες προτάσεις στην Επιτροπή της Βασιλείας, αναγνωρίζοντας τις δυσχέρειες που απέρρεαν από την πρώτη συμφωνία, συσχετίζουν περισσότερο τον τρόπο υπολογισμού της κεφαλαιακής επάρκειας με την έκθεση στους πιστωτικούς κινδύνους και τους τρόπους κάλυψης αυτών. Έτσι, μία χορήγηση χωρίς εξασφαλίσεις

σε επιχείρηση με rating AAA θα απαιτεί (σύμφωνα με τις προτάσεις) κεφάλαια σημαντικά χαμηλότερα από το σημερινό 8%, ενώ μία χορήγηση με rating CCC σημαντικά υψηλότερα.

Το θέμα βέβαια είναι τι είδους διαβαθμίσεις (rating) θα χρησιμοποιήσει η κάθε τράπεζα και κατά πόσο αυτό θα είναι αποδεκτό από τις Εποπτικές Αρχές. Σύμφωνα με τις προτάσεις, θα υπάρχει δυνατότητα χρησιμοποίησης των διαβαθμίσεων ενός αποδεκτού εξωτερικού οίκου (Moody's, Standard & Poor's κλπ), με όλα βέβαια τα συνεπακόλουθα προβλήματα, όπως της συγκρισιμότητας των διαβαθμίσεων μεταξύ των διαφόρων οργανισμών, αλλά και μεταξύ χωρών, καθώς και το γεγονός ότι στις λιγότερο αναπτυγμένες χώρες ελάχιστες επιχειρήσεις είναι διαβαθμισμένες από τέτοιου είδους οργανισμούς. Εναλλακτικά, θα παρέχεται η δυνατότητα χρήσης ενός εσωτερικά αναπτυγμένου συστήματος, οι παραδοχές του οποίου και η μεθοδολογία θα πρέπει να έχουν τύχει αποδοχής των Εποπτικών Αρχών (προϋπόθεση λειτουργίας τουλάχιστον 3 έτη).

Στην περίπτωση των εσωτερικών διαβαθμίσεων, οι τράπεζες θα πρέπει να κατατάξουν τους πιστούχους σε κατηγορίες κινδύνου και να προσδιορίσουν την πιθανότητα αθέτησης (Probability of Default) ανά κατηγορία, ενώ η Επιτροπή θα ορίσει την κεφαλαιακή απαίτηση που θα υπάρχει ανά κατηγορία κινδύνου. Ανάλογα με τις εξασφαλίσεις που θα υπάρχουν, θα προσδιορίζεται και η εκτιμώμενη ζημία σε περίπτωση αθέτησης, η οποία και θα προσδιορίζει την τελική και πραγματική κεφαλαιακή απαίτηση για τη δανειοδότηση. Επιπροσθέτως, θα εξετάζεται και το risk profile του κάθε ιδρύματος, όπως προσδιορίζεται από τους λειτουργικούς κινδύνους (συστήματα, εκκαθάριση συναλλαγών, νομικοί κίνδυνοι, εσωτερικές διαδικασίες, διασπορά κλπ) και θα επιβαρύνονται ανάλογα οι κεφαλαιακές απαιτήσεις.

Αδήριτα οι επικείμενες αλλαγές που επεξεργάζεται η Επιτροπή της Βασιλείας, όταν συγκεκριμενοποιηθούν, θα οδηγήσουν σε σημαντική διαφοροποίηση στον τρόπο καθορισμού των απαιτούμενων κεφαλαίων των πιστωτικών ιδρυμάτων, αλλά και στον τρόπο διαχείρισης και αντιμετώπισης των διαφόρων κινδύνων, κυρίως των πιστωτικών. Οι αλλαγές αυτές αναμένεται να ωφελήσουν από πλευράς κεφαλαιακών απαιτήσεων, σε πρώτη φάση, κυρίως τις μεγάλες διεθνείς τράπεζες, οι οποίες έχουν επενδύσει και λειτουργούν εξελιγμένα συστήματα διαχείρισης πιστωτικού κινδύνου και οδηγούν τις εξελίξεις, σε αντίθεση με τις μικρότερες τράπεζες στις αναπτυσσόμενες χώρες, οι οποίες δε διαθέτουν τέτοια εμπειρία και θα χρειαστούν αρκετό χρόνο και κεφάλαια μέχρι να αναπτύξουν παρόμοιες δυνατότητες.



### 1.2.10 Προϋποθέσεις Δημιουργίας Ενός Υγιούς Corporate Χαρτοφυλακίου

Όσον αφορά τη σημασία και τη διαχείριση του πιστωτικού κινδύνου, απαραίτητη κρίνεται η εστίαση στις προϋποθέσεις που απαιτούνται για τη δημιουργία ενός υγιούς χαρτοφυλακίου επιχειρηματικών δανείων από τις τράπεζες. Και τούτο, διότι ένα αποτελεσματικό και αποδοτικό χαρτοφυλάκιο δανείων μπορεί να ελαχιστοποιήσει τον πιστωτικό κίνδυνο που αναλαμβάνει μία τράπεζα, δηλαδή να ελαχιστοποιήσει τις απώλειες από την αθέτηση των υποχρεώσεων των πιστούχων. Βάσει, λοιπόν, ποιων αρχών μπορεί να διασφαλίσει ένα πιστωτικό ίδρυμα τη δημιουργία ενός υγιούς χαρτοφυλακίου επιχειρηματικών δανείων; Από πλευράς οργάνωσης, η δημιουργία ενός υγιούς χαρτοφυλακίου corporate banking διασφαλίζεται με την ύπαρξη καλού και εξειδικευμένου προσωπικού, ανεξάρτητου από τις πωλήσεις και με συμμετοχή του στην εγκριτική διαδικασία και την υπηρεσία ελέγχου πίστης, καθώς και πρόσβαση στο εσωτερικό σύστημα πιστωτικής διαβάθμισης. Από πλευράς διαχείρισης χαρτοφυλακίου, χρειάζεται διαρκής αξιολόγηση και παρακολούθηση μεμονωμένων πιστούχων και των κλάδων στους οποίους αυτοί δραστηριοποιούνται, ικανοποιητική διασπορά του κινδύνου, λήψη εξασφαλίσεων όπου απαιτούνται και τιμολόγηση των πιστοδοτήσεων ανάλογα με τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο.

Γενικά, οι αρχές που διέπουν τη δυνατότητα μίας τράπεζας να διασφαλίζει τη δημιουργία ενός υγιούς corporate χαρτοφυλακίου είναι:

§ Η θέσπιση συγκεκριμένων κανόνων διενέργειας των πιστοδοτήσεων σαφώς διατυπωμένων και καταγεγραμμένων (Κανονισμός Πιστοδοτήσεων).

§ Η λεπτομερής αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας των επιχειρήσεων με χρησιμοποίηση εξειδικευμένου στη χρηματοοικονομική ανάλυση προσωπικού και χρήση σύγχρονων μοντέλων αξιολόγησης.

§ Η διασπορά του χαρτοφυλακίου σε διαφορετικούς πιστούχους, κλάδους και δραστηριότητες και η ύπαρξη διαδικασιών αναδιάρθρωσής του με την επιλογή και εφαρμογή πολλών και διαφορετικών κριτηρίων αξιολόγησης πιστωτικού κινδύνου.

§ Η στενή παρακολούθηση των πιστοδοτήσεων και της πορείας των πιστοδοτημένων επιχειρήσεων.

§ Η ευχερής πρόσβαση σε συστήματα πληροφόρησης με αξιοποίηση σύγχρονων τεχνολογιών.

§ Η άρτια και συνεχής εκπαίδευση του προσωπικού για τη λήψη καλά σταθμισμένων πιστοδοτικών αποφάσεων.

§ Η θέσπιση μηχανισμών εσωτερικού ελέγχου των διενεργούμενων πιστοδοτήσεων.

Στο ίδιο πλαίσιο, σημαντικά στοιχεία είναι η συνεχής αξιολόγηση των κινδύνων, η δημιουργία εξειδικευμένων λύσεων για τις ανάγκες των πελατών, η ανάπτυξη συνεργιών και πώληση προϊόντων με υψηλή προστιθέμενη αξία για τους πελάτες και φυσικά, ίσως και το πιο σημαντικό πλεονέκτημα, το ανθρώπινο δυναμικό. Συμπερασματικά, η αποτελεσματική διοίκηση του πιστωτικού κινδύνου από τις τράπεζες, προϋποθέτει τη δημιουργία ενός υγιούς και αποδοτικού χαρτοφυλακίου επιχειρηματικών δανείων.

### **1.2.11 Αξιολόγηση Πιστωτικού Κινδύνου**

Σύμφωνα με τα παραπάνω, οι τράπεζες για την αξιολόγηση του αναλαμβανομένου πιστωτικού κινδύνου θα έχουν τη δυνατότητα επιλογής μεταξύ δύο μεθόδων.

§ Την τυποποιημένη μέθοδο (Standardized Approach), η οποία διατηρεί τα κυριότερα στοιχεία της υφιστάμενης μεθόδου, βάσει της πρώτης συνθήκης.

§ Τις μεθόδους των εσωτερικών συστημάτων διαβάθμισης (Internal Rating Based Approach - IRB) που καταλήγουν στη μέτρηση του πιστωτικού κινδύνου, αφού πιστοποιηθούν και εγκριθούν από τις εποπτικές αρχές.

Η επιλογή μιας εκ των δύο μεθόδων αποφασίζεται από την τράπεζα βάσει των εκτιμήσεών της για την ευχερέστερη και με χαμηλότερο κόστος κάλυψη των αναγκών των υποχρεωτικών κεφαλαιακών απαιτήσεων.

Όμως, ασχέτως της μεθόδου που θα επιλεγεί, για λόγους ενεργητικής διαχείρισης του πιστωτικού κινδύνου, οι τράπεζες βάσει του πλαισίου της Βασιλείας II είναι υποχρεωμένες να δημιουργήσουν ένα εσωτερικό σύστημα διαβάθμισης, τη μεθοδολογία του οποίου είναι υποχρεωμένες να δημοσιοποιούν σε τακτική βάση και πάντως τουλάχιστον μία φορά το έτος. Στη συνέχεια εξετάζουμε τα βασικά χαρακτηριστικά των προτεινόμενων από την Επιτροπή μεθόδων για τον πιστωτικό κίνδυνο.

## Τυποποιημένη Μέθοδος (Standardized Approach)

Η τυποποιημένη μέθοδος είναι παρόμοια με αυτήν της πρώτης Συνθήκης. Αξιοποιεί δηλαδή τις δεδομένες, σταθερές και ενιαίες για όλους σταθμίσεις των στοιχείων του ενεργητικού, όπως αυτές περιλαμβάνονται στις σχετικές οδηγίες. Για παράδειγμα, η στάθμιση των δανείων με υποθήκη την κατοικία του δανειοδοτούμενου σταθμίζεται για κάθε περίπτωση με συντελεστή 50%. Εισάγει, όμως, κάποια νέα στοιχεία, όπως για παράδειγμα τη δυνατότητα για τη στάθμιση χρηματοδοτήσεων σε χώρες με τοποθετήσεις σε ομόλογα των χωρών αυτών ή διατραπεζικών χρηματοδοτήσεων. Επίσης, στις χρηματοδοτήσεις προς χώρες μπορεί να αξιοποιούνται οι σταθμίσεις που έχουν αναπτυχθεί από εταιρείες διαβάθμισης εξωτερικού εμπορίου σε χώρες του ΟΟΣΑ. Η τυποποιημένη μέθοδος επίσης περιλαμβάνει οδηγίες για χρήση από τις εποπτικές αρχές, ώστε να μπορούν να αποφασίσουν για την αξιολόγηση των διαβαθμίσεων από εξωτερικούς φορείς.

Στη νέα συνθήκη αναφέρεται σαφώς ότι η χρήση διαβαθμίσεων από εξωτερικούς φορείς είναι προαιρετική. Πάντως, όπου δε χρησιμοποιείται η διαβάθμιση από εξωτερικούς φορείς, τις περισσότερες περιπτώσεις βάσει της υφιστάμενης Συνθήκης, η στάθμιση ανέρχεται σε 100%. Επίσης, περιλαμβάνεται ο επιπλέον όρος για επιβάρυνση του παρονομαστή με στάθμιση 150% στις περιπτώσεις καθυστερημένων οφειλών, εκτός και αν αυτές καλύπτονται με αποδεκτές ως προς την επάρκεια προβλέψεις, οι οποίες είναι ήδη διασφαλισμένες.

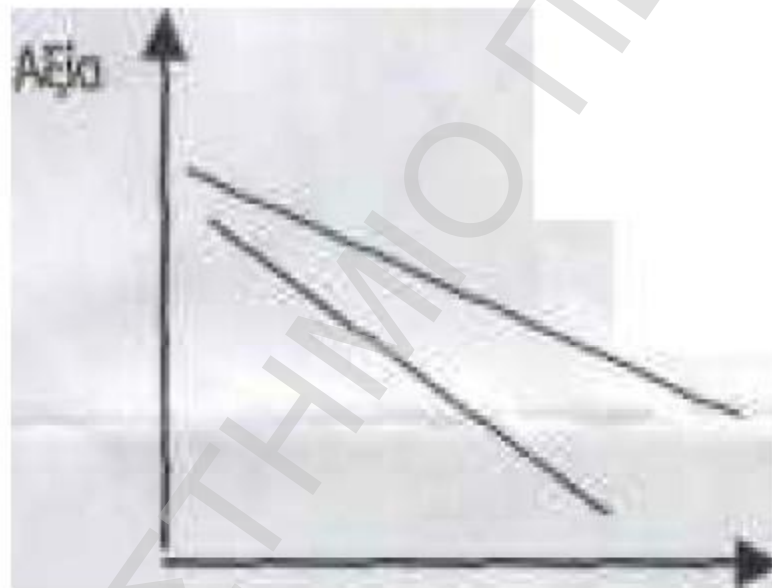
Μια άλλη σημαντική πρόβλεψη της νέας Συνθήκης είναι η διευρυμένη κατάσταση των ενεχύρων, εξασφαλίσεων, εγγυήσεων και πιστωτικών παραγώγων, τα οποία μπορεί να αναγνωριστούν και να αξιοποιηθούν από τις τράπεζες που χρησιμοποιούν την τυποποιημένη μέθοδο. Η νέα Συνθήκη αναφέρεται στα μέσα αυτά ως *credit risk mitigants*. Σ' αυτά περιλαμβάνονται τα περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα για τα οποία προσδιορίζονται και οι προσεγγίσεις για την αξιοποίησή τους στη μείωση των κεφαλαιακών αναγκών. Παράλληλα, επεκτείνεται η λίστα των εγγυητών, στην οποία περιλαμβάνονται και οι εγγυήσεις επιχειρήσεων με αποδεκτή διαβάθμιση από εταιρεία διαβαθμίσεων.

Σημαντικές είναι και οι αλλαγές που αναφέρονται στη λιανική τραπεζική (*retail banking*). Καταρχάς, η νέα Συνθήκη περιλαμβάνει ειδική αντιμετώπιση για τα ανοίγματα της λιανικής τραπεζικής. Πιο συγκεκριμένα, οι σταθμίσεις των κινδύνων των ανοιγμάτων που καλύπτονται με υποθήκες σε αστικά ακίνητα μειώνονται, όπως θα

συμβαίνει και με τα λοιπά ανοίγματα της λιανικής τραπεζικής που πλέον θα έχουν μειωμένη στάθμιση για τους κινδύνους συγκρινόμενες με τις σταθμίσεις των μη διαβαθμισμένων ανοιγμάτων προς επιχειρήσεις. Με τις ίδιες μειωμένες σταθμίσεις, μπορεί κάτω από συγκεκριμένες προϋποθέσεις, να αντιμετωπίζονται και χρηματοδοτήσεις προς μικρομεσαίες επιχειρήσεις.

Οι προτάσεις σχετικά με τη μέτρηση του πιστωτικού κινδύνου και η σχέση τους με τις κεφαλαιακές απαιτήσεις φαίνονται στο παρακάτω σχήμα:

**Διάγραμμα 2. Σχέση Πιστωτικού Κινδύνου και Κεφαλαιακών Απαιτήσεων**



Όπως φαίνεται και από το σχήμα, με την Τυποποιημένη Μέθοδο (SA) απαιτούνται περισσότερα κεφάλαια σε σχέση με τις άλλες δύο, δηλαδή με τη Θεμελιώδη (FRIB) και την Προηγμένη (AIRB) Μέθοδο. Η τυποποιημένη μέθοδος πρέπει να υιοθετηθεί από όλες τις τράπεζες όταν εφαρμοστούν οι προτάσεις. Η μέθοδος αυτή βασίζεται σε αξιολογήσεις εξωτερικών διεθνών εταιριών. Ο πίνακας που ακολουθεί παρουσιάζει τις προτεινόμενες αλλαγές (Basel II) σε σχέση με το υφιστάμενο καθεστώς (Basel I), σύμφωνα με την αξιολόγηση του οίκου

Standard&Poor's κατά την τυποποιημένη μέθοδο. Οι απαιτήσεις έναντι κρατών και τραπεζών υψηλής διαβάθμισης που έχουν ελάχιστη κατάταξη AA- σταθμίζονται με μηδέν (0). Εξάλλου, απαιτήσεις δανειοληπτών που κατατάσσονται μεταξύ A+ και A- σταθμίζονται με 20%, ενώ κατατάξεις μεταξύ BBB+ και BBB- σταθμίζονται με 50%.

**Πίνακας 9. Προτεινόμενες αλλαγές (Basel II)**

	Ισχύον Καθεστώς	Αξιολόγηση Πιστοληπτικής Ικανότητας	Προτεινόμενο Πλαίσιο					
			AAA+ έως AA-	A+ έως A-	BBB+ έως BBB-	BB+ έως B-	Κάτω από B-	Μη αξιολογημένες
<b>Κρατικό Χρέος και Χρέος Κεντρικών Τραπεζών</b>	Μέλη ΟΟΣΑ: 0% Μη Μέλη ΟΟΣΑ: 100%		0%	20%	50%	100%	150%	100%
<b>Τράπεζες και Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου</b>	Μέλη ΟΟΣΑ: 20%	Επιλογή 1	20%	50%	100%	100%	150%	100%
	Μη Μέλη ΟΟΣΑ: 100%	Επιλογή 2	20%	50%	50%	100%	150%	50%
<b>Επιχειρήσεις</b>	100%		20%	100%	100%	100%	150%	100%
<b>Προϊόντα Τυποποίησης</b>	0%, 20%, 100% ανάλογα με τον εκδότη/εγγυητή		20%	50%	100%	150%	*	*

\*: Προϊόντα τιτλοποίησης μη αξιολογημένα ή αξιολογημένα με B+ ή χαμηλότερα αφαιρούνται από τα εποπτικά ίδια κεφάλαια των πιστωτικών ιδρυμάτων

**Πηγή : Basle Committee on Banking Supervision**

### **Μέθοδος Εσωτερικής Διαβάθμισης**

Η προτεινόμενη από τη νέα Συνθήκη προσέγγιση του πιστωτικού κινδύνου με συστήματα εσωτερικής διαβάθμισης (Internal Rating Based – IRB Approach) περιλαμβάνει δύο διαφορετικές εκδοχές, τη Βασική και την Προηγμένη (Foundation και Advanced). Τα εσωτερικά συστήματα διαβαθμίσεως αναπτύσσονται από τις ίδιες τις τράπεζες. Προβλέπεται όμως ότι οι τράπεζες δεν μπορούν να αποφασίζουν αποκλειστικά οι ίδιες για όλα τα απαιτούμενα στοιχεία και διαδικασίες που είναι αναγκαία για τον υπολογισμό των κεφαλαιακών απαιτήσεων. Αντίθετα, οι σταθμίσεις και κατά συνέπεια και οι κεφαλαιακές απαιτήσεις, προσδιορίζονται με συνδυασμό ποσοτικών δεδομένων που παρέχονται από τις τράπεζες και μαθηματικών τύπων που έχουν εξειδικευτεί από την Επιτροπή. Οι μαθηματικές αυτές φόρμουλες μετατρέπουν τα

δεδομένα που εισάγονται από τις τράπεζες, τα οποία είναι αποτέλεσμα στατιστικής επεξεργασίας ανοιγμάτων και διαβαθμίσεων, σε κεφαλαιακές απαιτήσεις.

### **Υπολογισμός απαιτήσεων βάσει της Μεθόδου IRB**

Για τον υπολογισμό του κινδύνου και των κεφαλαιακών απαιτήσεων απαιτείται κατάταξη των χρηματοδοτήσεων (ανοιγμάτων) στις ακόλουθες κατηγορίες:

§ Προς Επιχειρήσεις  
§ Εξειδικευμένες Χρηματοδοτήσεις προς Επιχειρήσεις (Specialized Lending)

- i.Χρηματοδότηση Έργου (Project Finance)
- ii.Χρηματοδότηση Αντικείμενου (Object Finance)
- iii.Χρηματοδότηση Εμπορευμάτων - αποθεμάτων - απαιτήσεων (Commodities - Finance)
- iv.Χρηματοδότηση βακινήτων για εκμετάλλευση
- v.Χρηματοδότηση εμπορικών ακινήτων υψηλής διακύμανσης (HVCRE)

§ Προς Χώρες  
§ Προς Τράπεζες  
§ Προς Πελάτες Λιανικής  
§ Συμμετοχές

Αφού επιλεγεί από μια τράπεζα η μέθοδος IRB πρέπει, ταυτόχρονα ή σταδιακά, να εφαρμοστεί αφενός για όλες τις κατηγορίες και αφετέρου σε όλες τις επιχειρήσεις του ομίλου, χωρίς δυνατότητα αλλαγής, πλην εξαιρετικών περιπτώσεων, στο τυποποιημένο σύστημα. Οι τράπεζες που θα επιλέξουν τη μέθοδο IRB υποχρεούνται ένα έτος πριν το 2006 να τηρούν παράλληλα την υφιστάμενη μέθοδο της Βασιλείας I και τη νέα μέθοδο.

Στη συνέχεια αναφερόμαστε ενδεικτικά σε βασικά σημεία της πρότασης της Επιτροπής για την αναγκαία κεφαλαιακή επάρκεια των (χρηματοδοτήσεων) προς επιχειρήσεις, χώρες και τράπεζες.

**Ο πιστωτικός κίνδυνος ανοιγμάτων (χρηματοδοτήσεων) προς  
επιχειρήσεις, χώρες και τράπεζες**

Οι υπολογισμοί των σταθμίσεων των κινδύνων των χρηματοδοτήσεων προς επιχειρήσεις, προς τράπεζες και προς χώρες έχουν την ίδια βάση και στηρίζονται στις παρακάτω τέσσερις ποσοτικές παραμέτρους:

§ **Πιθανότητα Αθέτησης (Probability of Default - PD).** Με την Πιθανότητα Αθέτησης μετράται η πιθανότητα αδυναμίας κάλυψης των υποχρεώσεων από τον πιστούχο εντός δεδομένης χρονικής περιόδου.

§ **Αναμενόμενη Ζημιά (Loss Given Default - LGD).** Μετρά το ποσοστό της χρηματοδότησης τα οποία δε θα εισπραχθεί σε περίπτωση που ο πιστούχος βρεθεί σε αδυναμία αποπληρωμής.

§ **Ανοιγμα Χρηματοδότησης (Exposure at Default- EAD).** Πρόκειται για το υπόλοιπο της χρηματοδότησης κατά τη χρονική στιγμή που διαπιστώνεται η αδυναμία του πιστούχου.

§ **Διάρκεια Χρηματοδότησης (Maturity – M).** Μετρά το χρονικό διάστημα που απομένει έως τη λήξη του ανοίγματος.

Με γνωστά τα παραπάνω μεγέθη η συνάρτηση του εσωτερικών συστημάτων διαβάθμισης και στάθμισης των κινδύνων δίνει την απαιτούμενη κεφαλαιακή επάρκεια για κάθε άνοιγμα. Οι διαφορές της βασικής και της προηγμένης μεθόδου σχετίζονται με τα δεδομένα που χρησιμοποιούνται και συνοπτικά περιγράφονται στον πίνακα που ακολουθεί.

Πίνακας 10. Διαφορές Foundation – Advanced IRB

Δεδομένα	Foundation IRB	Advanced IRB
<b>Πιθανότητα Αθέτησης (PD)</b>	Παρέχεται από την τράπεζα βάσει των υπολογισμών της	Παρέχεται από την τράπεζα βάσει των υπολογισμών της
<b>Αναμενόμενη Ζημιά (LGD)</b>	Εποπτικές τιμές που τίθενται από την Επιτροπή	Παρέχεται από την τράπεζα βάσει των υπολογισμών της
<b>Άνοιγμα Χρηματοδότησης (EAD)</b>	Εποπτικές τιμές που τίθενται από την Επιτροπή	Παρέχεται από την τράπεζα βάσει των υπολογισμών της
<b>Διάρκεια Χρηματοδότησης (M)</b>	Εποπτικές τιμές που τίθενται από την Επιτροπή ή σε εθνικό επίπεδο από την τράπεζα βάσει των υπολογισμών της (με δυνατότητα εξαίρεσης κάποιων ανοιγμάτων)	Παρέχεται από την τράπεζα βάσει των υπολογισμών της (με δυνατότητα εξαίρεσης κάποιων ανοιγμάτων)

Πηγή : Standard & Poor's, 1998

Για τον υπολογισμό αποδεκτού PD των χρηματοδοτήσεων προς επιχειρήσεις οι τράπεζες πρέπει να τηρούν στοιχεία και παρατηρήσεις τουλάχιστον για 5 έτη. Για τον υπολογισμό αποδεκτών PD, EL, EAD, LGD των χρηματοδοτήσεων Retail οι τράπεζες πρέπει να τηρούν στοιχεία και παρατηρήσεις τουλάχιστον για 5 έτη.

Από τον Πίνακα προκύπτει ότι η πιθανότητα αθέτησης σε κάθε περίπτωση υπολογίζεται από την τράπεζα. Παράλληλα, στην Προηγμένη Μέθοδο η τράπεζα υπολογίζει τόσο το LGD όσο και το EAD.



Όπως ήδη αναφέραμε, ιδιαίτερη είναι η αναφορά της νέας συνθήκης στα credit risk mitigants (ενέχυρα, εξασφαλίσεις, εγγυήσεις και πιστωτικά παράγωγα). Πιο συγκεκριμένα, η διαδικασία της παραμέτρου του LGD παρέχει τη δυνατότητα μείωσης των ανοιγμάτων βάσει της διασφαλιστικής αξίας των καλυμμάτων.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

## Βιβλιογραφία

### Ελληνική

Αρτίκης Π. Γεώργιος, “Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Ανάλυση και Προγραμματισμός”, Αθήνα 2003

Αρτίκης Π. Γεώργιος, “Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων”, Αθήνα 2002

Ξανθάκης Εμμανουήλ – Θωμαδάκης Σταύρος, “Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου”, Αθήνα 2006

Καραθανάσης Γεώργιος, “Χρηματοοικονομική Διοίκηση και Χρηματιστηριακές Αγορές”, Αθήνα 1999

Αποστολόπουλος Ιωάννης, “Ειδικά Θέματα Χρηματοδοτικής Διοικήσεως”, Αθήνα 2004

Αγγελόπουλος Παναγιώτης, “Εισαγωγή στα Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα”, Αθήνα 2005

Καραθανάσης Γεώργιος, “Χρηματοοικονομικά Θέματα”, Αθήνα 2002

Αγγελόπουλος Π., “Τράπεζες και Χρηματοπιστωτικό Σύστημα: Αγορές, προϊόντα, κίνδυνοι”, 2001

Συριόπουλος Κ., “Διαχείριση Τραπεζικού Κινδύνου”, 2000

Αρτίκης Θεόδωρος (1998): Διοίκηση Κινδύνου

### Ξένη

“Options. Futures and other Derivatives”, J.Hull, Prentice Hall, 2003

Angelopoulos P., Mourdokoutas P., "Banking Risk Management in a Globalizing Economy", Quorum Books, 2001

Bessis J., "Risk Management in Banking", 2nd Edition, John Wiley & sons, Inc.,2002

Bratanovic S., Greuning H., "Analyzing and Managing Banking Risk", 2<sup>nd</sup>

Edition, World Bank, 2003

Crouhy M., Glai D., Mark P., "Risk Management", McGraw-Hill, New York, 2001

Saunders A., "Credit risk measurement", New York, 1999

Sanders A., Allen L., "Credit Risk Measurement: New Approaches to Value at Risk and Other Paradigms", John Wiley & sons, inc., New York, 1998

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΠΛΙΑ

## Κεφάλαιο 2

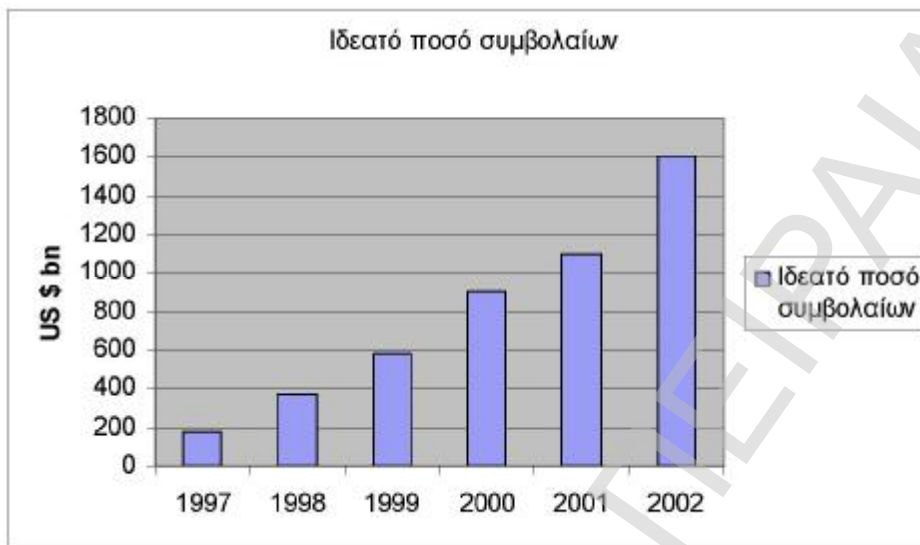
### Πιστωτικά Παράγωγα

Στο παρόν κεφάλαιο θα ασχοληθούμε με κάποια προϊόντα αντιστάθμισης του πιστωτικού κινδύνου. Αρχικά θα αναφέρουμε λίγα πράγματα για την πορεία της αγοράς των πιστωτικών παραγώγων ενώ στην συνέχεια θα εξηγήσουμε τι ακριβώς είναι τα προϊόντα αυτά, πως λειτουργούν καθώς και που χρησιμοποιούνται.

#### 2.1 Εισαγωγικές Παρατηρήσεις

Από το 1996, η αγορά των πιστωτικών παραγώγων είναι αυτή που παρουσιάζει την πιο εντυπωσιακή και ραγδαία ανάπτυξη παρόλο που δεν έχει μεγάλο μερίδιο στην αγορά παραγώγων. Αυτό το κατέχουν άλλα παράγωγα προϊόντα όπως αυτά των επιτοκίων και συναλλάγματος. Τα εμπόδια που θα μπορούσαν να καθυστερήσουν την ανάπτυξη της αγοράς είναι η πολυπλοκότητα που αφορά την τιμολόγηση των πιστωτικών παραγώγων καθώς και την τεκμηρίωση αυτών των συναλλαγών. Σύμφωνα τώρα με την ένωση Βρετανικών Τραπεζών (B.B.A), το 1997 το συνολικό ιδεατό κεφάλαιο δημοσιευμένων συμβολαίων πιστωτικών παραγώγων έφτασε σχεδόν τα 200 δισεκατομμύρια δολάρια, το 2000 ήταν ίσο με περίπου 800 δισεκατομμύρια δολάρια. Τα ποσά που δόθηκαν για το 2001 ήταν κατ'εκτίμηση ενώ αυτό του 2002 πρόβλεψη.

### Διάγραμμα 3. Ιδεατό Κεφάλαιο Συμβολαίων Πιστωτικών Παραγώγων



Πηγή : Ένωση Βρετανικών Τραπεζών (B.B.A)

Σύμφωνα πάλι με στοιχεία της Διεθνούς Ένωσης Συμφωνιών Ανταλλαγής και Παραγώγων (International Swap and Derivatives Association) το 2003 το ποσό που αφορούσε πιστωτικές συμφωνίες ανταλλαγής έφτασε και ξεπέρασε τα 3 τρισεκατομμύρια δολάρια ενώ το 2007 έφτασε στα 26 τρισεκατομμύρια δολάρια! Ακόμη, θα πρέπει να αναφέρουμε πως η αγορά του Λονδίνου είναι η κυριότερη της Ευρώπης ενώ παράλληλα αποτελεί ένα μεγάλο μέρος της παγκόσμιας αγοράς.

Ενδεικτικά, το 2002 κατείχε σχεδόν το 47% του μεριδίου της παγκόσμιας αγοράς. Τα πιστωτικά παράγωγα προϊόντα (credit derivatives), μπορούν να είναι συμφωνίες ανταλλαγής (swaps), προθεσμιακές συμβάσεις (forwards) αλλά και δικαιώματα (options) που χρησιμοποιούνται από τις επιχειρήσεις για την απομόνωση και μεταφορά του πιστωτικού κινδύνου περιουσιακών στοιχείων ενώ παράλληλα οι επιχειρήσεις αυτές συνεχίζουν να έχουν στην κατοχή τους το στοιχείο αυτό. Έτσι τα πιστωτικά παράγωγα προϊόντα έχουν έναν κοινό σκοπό για τον οποίο χρησιμοποιούνται αλλά όχι απαραίτητα τα ίδια χαρακτηριστικά.

Σε γενικές γραμμές, τα προϊόντα αυτά συμπεριλαμβάνουν την πώληση προστασίας για προκαθορισμένα πιστωτικά γεγονότα (credit events), όπως αθέτηση πληρωμών, ή/ και για την απόδοση περιουσιακού στοιχείου. Χρησιμοποιούνται κυρίως για την αντιστάθμιση πιστωτικού κινδύνου δανείων αλλά και ομολόγων ενώ δεν

επηρεάζουν την σχέση δανειζόμενου και πιστωτή. Έτσι, ο πιστωτικός κίνδυνος μεταφέρεται σε ένα τρίτο μέλος και επιπλέον η επιχείρηση που τα χρησιμοποιεί για αντιστάθμιση, π.χ. μια τράπεζα, αποφεύγει να εμπλέξει τον πελάτη στην διαδικασία αυτή.

Ο αγοραστής προστασίας αντισταθμίζει συγκεκριμένο πιστωτικό κίνδυνο έναντι περιοδικών πληρωμών, το μέγεθος των οποίων βασίζεται στον βαθμό πιστοληπτικής ικανότητας του. Να αναφέρουμε οι τράπεζες είναι οι κύριοι χρήστες των πιστωτικών παραγώγων. Και ενώ οι κύριοι αγοραστές προστασίας είναι οι τράπεζες, κύριοι πωλητές προστασίας είναι οι ασφαλιστικές εταιρίες, καθώς είναι και οι πιο ειδικευμένες στην εκτίμηση του κινδύνου

Κατά την στενή έννοια, στα πιστωτικά παράγωγα προϊόντα συμπεριλαμβάνονται:

- § τα Credit Default Swaps(CDS),
- § τα Total Return Swaps και
- § τα Credit Spread Options.

Τα προϊόντα αυτά ονομάζονται και “Pure” Credit Derivatives. Ακόμη, υπάρχουν και άλλα προϊόντα όπως Credit Link Notes, Collateralized Debt Obligations(CDOs), synthetic Collateralized Debt Obligations, τα οποία όμως θεωρούνται πιστωτικά παράγωγα προϊόντα κατά τη ευρεία έννοια. Να αναφέρουμε ακόμη πως τα πιστωτικά παράγωγα αποτελούν μη τυποποιημένα (over-the-counter) προϊόντα και συναλλάσσονται ξεχωριστά από τα υποκείμενα περιουσιακά στοιχεία (δηλαδή τα περιουσιακά στοιχεία αναφοράς, που παρακάτω θα εξηγήσουμε τι ακριβώς είναι).

## **2.2 Όροι – κλειδιά στις Συναλλαγές Πιστωτικών Προϊόντων**

Πριν συνεχίσουμε με την περιγραφή των πιστωτικών προϊόντων χρήσιμο θα ήταν να αναφέρουμε και να εξηγήσουμε τι σημαίνουν κάποιοι όροι οι οποίοι χρησιμοποιούνται σε μια τυπική συναλλαγή που αφορά πιστωτικά παράγωγα. Έτσι έχουμε:

### **2.2.1 Την οντότητα αναφοράς (Reference Entity)**

Σε μια συναλλαγή που αφορά πιστωτικά παράγωγα το ένα μέρος αγοράζει προστασία για την περίπτωση που η οντότητα αναφοράς πτωχεύσει ή δεν πραγματοποιήσει τις πληρωμές που οφείλει στο μέλος αυτό. Έτσι, μια τράπεζα θα μπορούσε να αγοράσει προστασία, ως υποθέσουμε από κάποια ασφαλιστική εταιρία, για να μην υφίσταται πλέον πιστωτικός κίνδυνος για αυτήν σε περίπτωση που μια μεγάλη εταιρία που έχει δανειστεί από την τράπεζα δεν μπορέσει ή δεν προβεί σε αποπληρωμή του δανείου. Η εταιρία αυτή είναι και η οντότητα αναφοράς.

### **2.2.2 Το περιουσιακό στοιχείο αναφοράς (Reference Asset)**

Ο όρος αυτός αναφέρεται συνήθως σε ομόλογα τα οποία έχουν εκδοθεί από την οντότητα αναφοράς, ή σε δάνεια τα οποία αυτή έχει πάρει και αποτελεί το κριτήριο βάση του οποίου θεωρούμε ότι συνέβη ένα πιστωτικό γεγονός αλλά και το στοιχείο βάση του οποίου υπολογίζεται η αποζημίωση.

### **2.2.3 Το πιστωτικό γεγονός (Credit Event)**

Ένα πιστωτικό γεγονός μπορεί να είναι η αποτυχία πληρωμής, η χρεοκοπία, μια σημαντική μείωση του βαθμού πιστοληπτικής ικανότητας (π.χ. της οντότητας αναφοράς στην τράπεζα) ή και η καθυστέρηση πληρωμών. Γενικότερα δηλαδή, είναι ένα γεγονός που επηρεάζει αρνητικά την ικανότητα εκπλήρωσης των υποχρεώσεων της οντότητας αναφοράς. Όταν ένα πιστωτικό γεγονός συμβεί τότε ο πωλητής προστασίας θα πρέπει να αποζημιώσει τον αγοραστή. Να αναφέρουμε πως σε κάθε συμφωνία ορίζεται τι ακριβώς θα θεωρείται πιστωτικό γεγονός.

### **2.2.4 Τις ημερομηνίες κλειδιά(Key Dates)**

Στις ημερομηνίες αυτές συμπεριλαμβάνονται:

- Η ημέρα συναλλαγής (trade date), δηλαδή η ημέρα όπου συμφωνούνται οι όροι του συμβολαίου.
- Η ημέρα ενεργοποίησης (effective date), που συνήθως είναι 3-5 ημέρες μετά την ημέρα συναλλαγής).
- Η ημέρα λήξης (termination date), η ημέρα δηλαδή όπου το συμβόλαιο λήγει.
- Την πραγματικότητα (Materiality).

Μπορεί να θεωρηθεί ως ένα χαρακτηριστικό του πιστωτικού γεγονότος. Ο όρος αυτός εξασφαλίζει ότι το πιστωτικό γεγονός συνιστά ένα πραγματικό γεγονός αθέτησης έτσι ώστε να αποφεύγονται καταστάσεις οι οποίες δεν είναι ικανές να υποχρεώσουν τον πωλητή προστασίας να προβεί σε κάποια πληρωμή. Συνήθως μικρές αλλαγές στην τιμή του περιουσιακού στοιχείου αναφοράς ή στο άνοιγμα (spread) σε σχέση με κάποιο επιτόκιο αναφοράς (π.χ. Libor ή επιτόκιο των κρατικών ομολόγων) είναι αυτές που ορίζουν το χαρακτηριστικό της πραγματικότητας. Διακυμάνσεις λοιπόν κάτω από αυτά τα όρια δεν θεωρούνται πιστωτικό γεγονός.

#### **2.2.5 Τις δημοσιευμένες διαθέσιμες πληροφορίες (Publicly available information).**

Το χαρακτηριστικό αυτό εξασφαλίζει έναν βαθμό βεβαιότητας για το κατά πόσο ένα πιστωτικό γεγονός έλαβε χώρα. Δηλαδή, για να θεωρηθεί μια κατάσταση ως πιστωτικό γεγονός θα πρέπει να χρησιμοποιούνται για πληροφόρηση δυο φημισμένες δημόσιες πηγές πληροφοριών, όπως χρηματοοικονομικά περιοδικά.

#### **2.2.6 Την πληρωμή αθέτησης ή αποζημίωση ή Αντιπροσωπευτική πληρωμή (Default Payment or Compensation or Contingent Payment).**

Αν ένα πιστωτικό γεγονός λάβει χώρα, τότε ο αγοραστής προστασίας πρέπει να λάβει κάποια πληρωμή από τον πωλητή προστασίας. Η πληρωμή αυτή θα πρέπει να αντικατοπτρίζει την απώλεια που αφορά τον αγοραστή προστασίας και μπορεί να γίνει με δύο τρόπους. Είτε με εξόφληση με μετρητά είτε με φυσική παράδοση.

Κατά την εξόφληση με μετρητά (cash settlement) μπορεί να έχουμε πληρωμή ενός προκαθορισμένου σταθερού ποσού ή και πληρωμή της ονομαστικής αξίας μείον την αξία ανάκτησης (όπου η αξία ανάκτησης θα υπολογίζεται σε χρονική στιγμή η οποία έχει προκαθοριστεί πόσο μετά το πιστωτικό γεγονός θα είναι). Ακόμη, η αξία ανάκτησης υπολογίζεται από κάποιο πρακτορείο και όχι από τα μέλη της συμφωνίας.

Κατά την φυσική παράδοση (physical settlement, delivery), έχουμε πληρωμή της ονομαστικής αξίας από τον πωλητή στον αγοραστή ενώ παράλληλα ο αγοραστής πρέπει να παραδώσει στον πωλητή το περιουσιακό στοιχείο αναφοράς.

#### **2.2.7 Την ανταμοιβή (Premium).**

Σε κάθε συμφωνία ο αγοραστής προστασίας πληρώνει μια ανταμοιβή-ασφάλιστρο στον πωλητή. Στην περίπτωση των δικαιωμάτων η ανταμοιβή-



ασφάλιστρο θα δίνεται κατά την αρχή μιας τέτοιας συμφωνίας ενώ στην περίπτωση μιας συμφωνίας ανταλλαγής η ανταμοιβή-ασφάλιστρο θα δίνεται περιοδικά έως ότου συμβεί ένα πιστωτικό γεγονός ή έως την ημερομηνία λήξης της συμφωνίας ανταλλαγής(έως όποιο από τα δύο, φυσικά, συμβεί πρώτο).

### **2.2.8 Το ιδεατό ποσό (Notional Amount)**

Το ποσό αυτό είναι η ονομαστική αξία του στοιχείου αναφοράς και θα μπορούσαμε να πούμε πως είναι αποτέλεσμα της προστασίας που αναζητά το ένα μέλος και του κινδύνου στον οποίο διατίθεται να εκτεθεί το άλλο μέλος.

### **2.2.9 Την διάρκεια του συμβολαίου (Term of the Contract)**

Η διάρκεια ενός συμβολαίου μπορεί να είναι και μικρότερη από την λήξη του υποκείμενου περιουσιακού στοιχείου και έτσι να παρέχεται προσωρινή προστασία στον αγοραστή αυτής. Εάν τώρα λάβει χώρα ένα πιστωτικό γεγονός πριν την λήξη του συμβολαίου τότε, ανάλογα με τους όρους του συμβολαίου, ο διακανονισμός μπορεί να γίνει είτε άμεσα είτε μετά την λήξη του υποκείμενου περιουσιακού στοιχείου.

## **2.3 Credit Default Swaps**

### **2.3.1 Περιγραφή**

Τα προϊόντα αυτά αποτελούν το βασικό κομμάτι της αγοράς πιστωτικών παραγώγων. Από το 1991, η Διεθνής Ένωση Συμφωνιών Ανταλλαγής και Παραγώγων (ISDA) σχεδίασε ένα τυποποιημένο συμβόλαιο για τις πιστωτικές συμφωνίες ανταλλαγής (credit default swaps), το οποίο επιτρέπει στα μέλη μιας συμφωνίας να καθορίσουν λεπτομερώς του ακριβής όρους του συμβολαίου (όπως για παράδειγμα τι ακριβώς θα θεωρείται αθέτηση) ανάμεσα σε έναν αριθμό εναλλακτικών ορισμών. Έπειτα (το 1999), προχώρησε στην έκδοση ενός αναθεωρημένου συμβολαίου με σκοπό την περαιτέρω τυποποίηση των όρων και την σαφήνεια όσον αφορά τις επιλογές αλλά και σε ένα πιο εμπλουτισμένο το 2003. Παρόλα αυτά, δεν υπάρχει ένα παγκόσμιο ενιαίο πρότυπο συμβόλαιο αλλά υπάρχει ένα για την Ευρωπαϊκή αγορά, ένα για την Αμερικανική και ένα για την Ασιατική.

Αυτή η εξέλιξη στην τυποποίηση των όρων λοιπόν, στην αγορά των πιστωτικών παραγώγων μπορεί να θεωρηθεί ως μια πολύ σημαντική ανάπτυξη καθώς μειώθηκε η αβεβαιότητα από νομικής πλευράς, η οποία αρχικά τουλάχιστον, αποτελούσε εμπόδιο στην ανάπτυξη της αγοράς. Αυτή η αβεβαιότητα υπήρξε γιατί τα πιστωτικά παράγωγα αντίθετα από τα άλλα παράγωγα προϊόντα, εξαρτώνται από κάποιο πιστωτικό γεγονός και όχι από κάποια τιμή ή την κίνηση των επιτοκίων, πράγμα που απαιτούσε μια καλυμμένη από όλες τις πλευρές νομική τεκμηρίωση.

Ας εξηγήσουμε τώρα πως λειτουργεί μια πιστωτική συμφωνία ανταλλαγής. Εδώ, λοιπόν έχουμε μια συμφωνία ανάμεσα σε δυο μέλη, όπου το ένα από τα δυο μέλη παίρνει θέση αγοραστή του πιστωτικού κινδύνου ενώ το άλλο θέση πωλητή του πιστωτικού κινδύνου μιας οντότητας αναφοράς. Δηλαδή, έχουμε μια συναλλαγή όπου το ένα μέλος (πωλητής κινδύνου ή αγοραστής προστασίας) πραγματοποιεί περιοδικές πληρωμές σε αντάλλαγμα λήψης προκαθορισμένης πληρωμής από το άλλο μέλος (αγοραστής κινδύνου ή πωλητής προστασίας) εάν συμβεί ένα πιστωτικό γεγονός. Η συμφωνία αυτή βέβαια έχει διάρκεια έως την ημερομηνία λήξης (maturity date).

Εάν τώρα συμβεί το πιστωτικό γεγονός, ο αγοραστής προστασίας έναντι πιστωτικού κινδύνου λαμβάνει πληρωμή από το άλλο μέλος της συμφωνίας (πληρωμή με μετρητά ή φυσική παράδοση, όπως αναφέραμε παραπάνω). Να αναφέρουμε πως στις συμφωνίες αυτές η φυσική παράδοση δεν είναι πάντα δυνατόν να γίνει καθώς οι συμφωνίες χρησιμοποιούνται είτε για αντιστάθμιση και το περιουσιακό στοιχείο δεν είναι πάντα άμεσα μεταβιβάσιμο είτε για να δημιουργηθούν θέσεις πώλησης από χρήστες οι οποίοι δεν έχουν στην κατοχή τους κάποια παραδοτέα υποχρέωση. Παρόλα αυτά, ο τρόπος αυτός διακανονισμού είναι ο πιο συχνά χρησιμοποιούμενος.

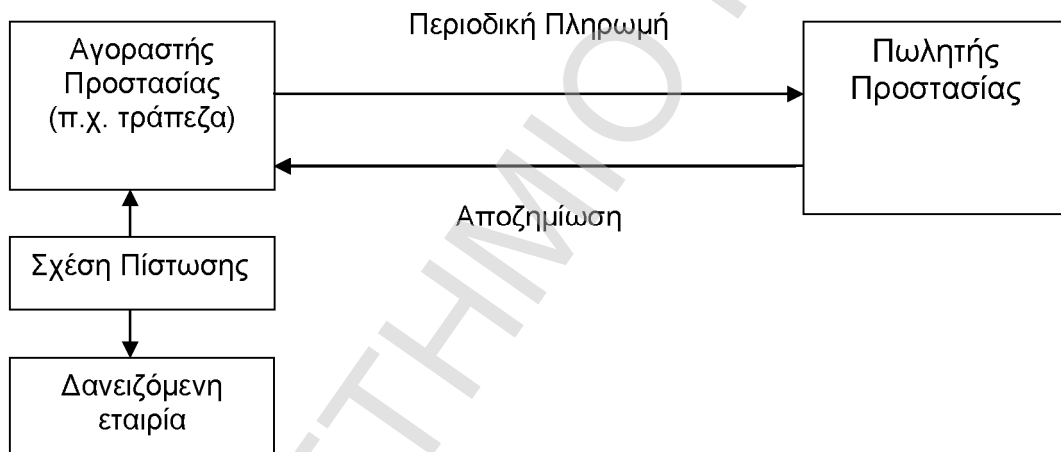
Εάν τώρα υπάρχουν περιουσιακά στοιχεία-υποχρεώσεις προς παράδοση σε διαφορετικές τιμές τότε ο αγοραστής προστασίας αγοράζει και παραδίδει στο πωλητή το φθηνότερο προς παράδοση περιουσιακό στοιχείο. Ακόμη, ένα πλεονέκτημα της φυσικής παράδοσης είναι το ότι αποφεύγονται τυχόν διαμάχες για την δίκαιη τιμή αγοράς παραδείγματος χάρη ενός ομολόγου (περιουσιακό στοιχείο αναφοράς), έπειτα από το πιστωτικό γεγονός.

Εάν τώρα δεν λάβει χώρα κάποιο πιστωτικό γεγονός ο αγοραστής προστασίας θα συνεχίσει να πραγματοποιεί πληρωμές έως την λήξη της συμφωνίας. Ακόμη, να αναφέρουμε πως οι πληρωμές μπορεί να πραγματοποιούνται ανά τρίμηνο, ανά εξάμηνο ή και να είναι ετήσιες. Επίσης, συχνά συναντάτε στην βιβλιογραφία ο

αγοραστής προστασίας να ονομάζεται και πληρωτής (payer) και η πληρωμή που πραγματοποιεί “premium leg” ενώ ο πωλητής προστασίας παραλήπτης(receiver) και η πληρωμή που θα πραγματοποιήσει σε περίπτωση αθέτησης “protection leg”.

Επιπλέον, όταν οι δύο αντισυμβαλλόμενοι συμφωνούν να γίνει πληρωμή ενός προκαθορισμένου σταθερού ποσού (πληρωμή αθέτησης ή αποζημίωση) σε περίπτωση που λάβει χώρα ένα πιστωτικό γεγονός τότε πρόκειται για έναν δυαδικό διακανονισμό (binary settlement). Όταν τώρα λέμε σταθερό ποσό εννοούμε πως το ποσό έχει προκαθοριστεί και η αξία ανάκτησης του περιουσιακού στοιχείου αναφοράς (αφού λάβει χώρα το πιστωτικό γεγονός) δεν επηρεάζει το ποσό της αποζημίωσης.

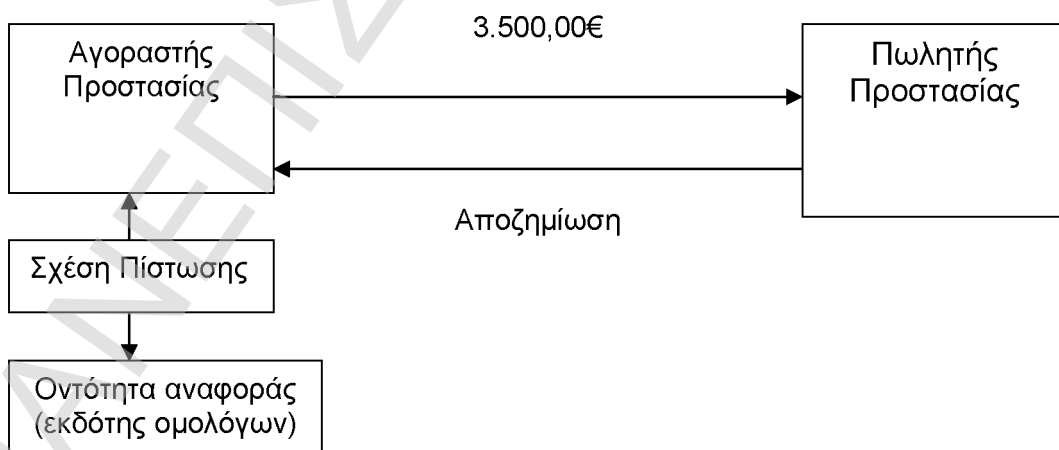
**Διάγραμμα 4. Περιγραφή Credit Default Swap I**



Στο διάγραμμα 4 απεικονίζεται ένα credit default swap. Αριστερά έχουμε τον αγοραστή προστασίας, που μπορεί να είναι μια τράπεζα η οποία επιθυμεί να μεταφέρει τον πιστωτικό κίνδυνο που προέρχεται από τα ομόλογα που έχει αγοράσει από μια μεγάλη εταιρία (οντότητα αναφοράς). Έτσι, πραγματοποιεί περιοδικές πληρωμές στον πωλητή προστασίας. Οι πληρωμές αυτές τώρα υπολογίζονται βάση ενός ιδεατού κεφαλαίου. Ακόμη, τυπικά εκφράζονται βάση σταθερών μονάδων βάσης. Να αναφέρουμε πως αν η δανειζόμενη εταιρία ήταν οικονομικά αδύναμη τότε, όπως συνηθίζεται άλλωστε, ο αγοραστής προστασίας θα έπρεπε να πραγματοποιήσει μια αρχική (και όχι περιοδικές) πληρωμή κατά την ημέρα συναλλαγής (trade date) με την οποία θα αγόραζε προστασία για μια συγκεκριμένη λήξη.

Έστω τώρα ότι οι περιοδικές πληρωμές αφορούν ιδεατό κεφάλαιο 500.000,00€ και οι μονάδες βάσης που πληρώνει ο αγοραστής προστασίας είναι ίσες με 70 μονάδες βάσης. Εάν τώρα οι πληρωμές που πραγματοποιούνται είναι ετήσιες, τότε κάθε χρόνο ο αγοραστής προστασίας θα πρέπει να δίνει στον πωλητή το ποσό των 3.500,00€. Το ποσοστό επί του ιδεατού κεφαλαίου βάση του οποίου πραγματοποιούνται οι πληρωμές για αγορά προστασίας είναι γνωστό και ως άνοιγμα του CDS (Credit Default Swap spread). Ακόμη, συνεχίζοντας το παραπάνω παράδειγμα ας υποθέσουμε πως η διάρκεια της συμφωνίας είναι 4 έτη και οι πληρωμές γίνονται κάθε πρώτη του Ιούνη. Έστω τώρα ότι μετά την δεύτερη πληρωμή και ειδικότερα την πρώτη του Οκτώβρη λαμβάνει χώρα ένα πιστωτικό γεγονός. Τότε αν έχει συμφωνηθεί φυσική παράδοση ο αγοραστής θα πρέπει να παραδώσει στον πωλητή τα ομόλογα που έχει εκδώσει η οντότητα αναφοράς ενώ ο αγοραστής θα πρέπει να τα αγοράσει στην ονομαστική τους αξίας, δηλαδή για το ποσό των 500.000,00€. Αν πάλι έχει συμφωνηθεί να γίνει πληρωμή με μετρητά και έστω ότι η αξία ανάκτησης των ομολόγων είναι 200.000,00€. Τότε, ο πωλητής θα πρέπει να δώσει στον αγοραστή προστασίας το ποσό των 300.000,00€. Να προσθέσουμε πως για το διάστημα 1 Ιούνη έως 1 Οκτώβρη ο αγοραστής προστασίας θα πρέπει να πραγματοποιήσει μια πληρωμή της τάξεως των 1150,00€ (περίπου) στον πωλητή προστασίας, η οποία φυσικά θα είναι και η τελευταία (Να αναφέρουμε πως πάντα στα παραδείγματα δεν θα λαμβάνουμε υπόψη μας το θέμα του κανόνα μέτρησης ημερών "day count factor").

**Διάγραμμα 5. Περιγραφή Credit Default Swap II**



Το επιτόκιο, ποσοστό, βάση του οποίου πραγματοποιούνται οι πληρωμές από τον αγοραστή προστασίας (αυτό δηλαδή που ονομάσαμε credit default swap spread), κατά μια πρώτη προσέγγιση μπορούμε να πούμε ότι σχετίζεται με το άνοιγμα (spread) ενό ομολόγου κυμαινόμενου επιτοκίου που διαπραγματεύεται στο άρτιο (δηλαδή με το άνοιγμα πάνω από το Libor στο οποίο η οντότητα αναφοράς μπορεί να εκδώσει ένα γραμμάτιο κυμαινόμενο επιτοκίου της ίδιας λήξης στο άρτιο).

Οι πιστωτικές συμφωνίες ανταλλαγής, όπως και όλα τα πιστωτικά παράγωγα, αποτελούν συναλλαγές που πραγματοποιούνται μεταξύ επαγγελματιών, είναι δηλαδή μη λιανικές συναλλαγές. Κατά μέσο όρο, η συναλλαγή αφορά ιδεατό κεφάλαιο ίσο με 20 έως 25 εκατομμύρια δολάρια. Ακόμη, όσον αφορά το εύρος του κεφαλαίου, αυτό μπορεί να αφορά μερικά εκατομμύρια δολάρια αλλά και μερικά δισεκατομμύρια δολάρια. Η λήξη των συμφωνιών είναι από ένα έως δέκα έτη και κάποιες φορές και παραπάνω. Συνήθως, όταν πρόκειται για εταιρίες και χρηματοοικονομικά ιδρύματα, η λήξη είναι ίση με πέντε έτη και επιπλέον οι πιο ρευστοποιήσιμες συμφωνίες ανταλλαγής είναι αυτές που έχουν λήξη πέντε έτη ενώ ακολουθούν αυτές που έχουν λήξη τρία έτη, επτά έτη και τέλος δέκα έτη.

### **2.3.2 Λόγοι χρήσης των Credit Default Swaps**

Συνήθως, η τράπεζες χρησιμοποιούν τις συμφωνίες αυτές για να «κλειδώσουν» τον πιστωτικό κίνδυνο που προέρχεται από τις συναλλαγές τους με τους πελάτες, όπως για παράδειγμα από κάποια δάνεια και έτσι να μην βρεθούν αντιμέτωπες με καταστάσεις όπου θα αντιμετωπίσουν πρόβλημα ρευστότητας. Αν η τράπεζα πουλούσε κάποια δάνεια θα έπρεπε να ειδοποιήσει τον εκάστοτε πελάτη. Αντίθετα, με την χρήση μιας πιστωτικής συμφωνίας ανταλλαγής, η οποία και αποτελεί εμπιστευτική συναλλαγή, ο πελάτης δεν χρειάζεται ούτε να ειδοποιηθεί ούτε να είναι μέλος της συμφωνίας. Επίσης, πραγματοποιώντας μια συμφωνία ανταλλαγής, η τράπεζα συνεχίζει να έχει στην κατοχή της το περιουσιακό στοιχείο (δάνειο) και επομένως να το αναγράφει στον ισολογισμό σε αντίθεση με την περίπτωση όπου θα πουλούσε το περιουσιακό αυτό στοιχείο. Επιπλέον, καθώς για τα δάνεια η δευτερογενής αγορά δεν είναι και τόσο μεγάλη, οι πιστωτικές συμφωνίες ανταλλαγής αποτελούν την λύση στο πρόβλημα της αντιμετώπισης του πιστωτικού κινδύνου αλλά και στο θέμα του κινδύνου που προέρχεται από το κόστος αντικατάστασης των πελατών.

Ακόμη, πολλές επιχειρήσεις δεν είναι πρόθυμες να προβούν σε πώληση ενός περιουσιακού στοιχείου κάποιας ρευστότητας, το οποίο έχει και χαμηλή φορολογία. Παραδείγματος χάρη, μια ασφαλιστική εταιρία μπορεί να έχει στην κατοχή της ένα ομόλογο δημοσίου χαμηλής φορολογίας σε περίπτωση όμως μόνο που αυτό κρατηθεί έως τη λήξη του. Έτσι η εταιρία αυτή μπορεί να πραγματοποιήσει μια πιστωτική συμφωνία ανταλλαγής για να αντισταθμίσει τον πιστωτικό κίνδυνο ενώ παράλληλα έχοντας στην κατοχή της το ομόλογο θα μπορεί επωφεληθεί και από φορολογικής πλευράς.

Πολλές επιχειρηματικές οντότητες οι οποίες έχουν λάβει χρηματοδότηση με υψηλό κόστος κεφαλαίου αγοράζουν περιουσιακά στοιχεία υψηλού κινδύνου για να έχουν ένα μεγαλύτερο άνοιγμα στο εισόδημά τους και επομένως μεγαλύτερα κέρδη. Επιθυμούν δηλαδή να επιτύχουν υψηλότερες αποδόσεις, οι οποίες φυσικά συνεπάγονται και την πιθανότητα υψηλών απωλειών. Ωστόσο, με την χρήση μιας πιστωτικής συμφωνίας ανταλλαγής ένας πωλητής προστασίας έχει την δυνατότητα ανάληψης πιστωτικού κινδύνου χωρίς να χρειάζεται να πραγματοποιήσει κάποια αρχική πληρωμή, δαπάνη η οποία θα έπρεπε να χρηματοδοτηθεί έχοντας υψηλό κόστος και να αναγραφεί στον ισολογισμό. Για τον λόγο του ότι δεν χρειάζεται κάποια αρχική πληρωμή από τον αγοραστή προστασίας οι πιστωτικές συμφωνίες ανταλλαγής ονομάζονται και “μη χρηματοδοτούμενου” είδους (unfunded). Οι πιστωτικές συμφωνίες ανταλλαγής λοιπόν έχουν αρχίσει να αποτελούν μια σημαντική πηγή επενδυτικών ευκαιριών και διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου των τραπεζών, των ασφαλιστικών εταιριών αλλά και άλλων ιδρυμάτων-επενδυτών .

Εταιρίες τώρα με χαμηλού κόστους χρηματοδότηση μπορούν να κεφαλαιοποιήσουν αυτό το πλεονέκτημα χρηματοδοτώντας κάποιο περιουσιακό στοιχείο και αγοράζοντας προστασία έναντι του στοιχείου αυτού. Το ασφάλιστρο για την παροχή προστασίας μπορεί να είναι χαμηλότερο από το καθαρό άνοιγμα έτσι ώστε μια τράπεζα να έχει κέρδος αφού από τα έσοδα αφαιρέσει το κόστος χρηματοδότησης. Έτσι ένας επενδυτής χαμηλού κόστους μπορεί να αντισταθμίσει τον πιστωτικό κίνδυνο του περιουσιακού στοιχείου και συγχρόνως να έχει μια καθαρή θετική εισροή εισοδήματος. Επιπλέον, να αναφέρουμε πως η συνδυασμένη πιστωτική ποιότητα ενός τέτοιου περιουσιακού στοιχείου και της προστασίας που αγοράστηκε είναι υψηλή, καθώς θα πρέπει και ο πωλητής προστασίας αλλά και η οντότητα αναφοράς να μην μπορούν να πληρώσουν τον αγοραστή προστασίας έτσι ώστε ο αγοραστής προστασίας να μην πληρωθεί. Για παράδειγμα, αν κάποια τράπεζα αγοράσει κάποιο ομόλογο και

έπειτα πραγματοποιήσει και μια πιστωτική συμφωνία ανταλλαγής που αφορά το ομόλογο που μόλις πριν αγόρασε, τότε η συνδυασμένη πιστωτική ποιότητα θα είναι υψηλή. Αυτό βέβαια γιατί για να μην λάβει κάποια πληρωμή η τράπεζα θα πρέπει και ο εκδότης του ομολόγου (οντότητα αναφοράς) αλλά και ο πωλητής προστασίας να αθετήσουν τις συμφωνίες τους.

### **2.3.3 Χαμηλώνοντας το Κόστος ενός Credit Default Swap**

Υπάρχουν πιστωτικές συμφωνίες ανταλλαγής οι οποίες έχουν χαμηλότερο κόστος για τον αγοραστή προστασίας και αυτό βέβαια γιατί για να θεωρηθεί ότι υπάρχει το χαρακτηριστικό της αθέτησης θα πρέπει να συμβούν δύο γεγονότα συγχρόνως και όχι μόνο ένα. Έτσι, έχουμε τις δύο παρακάτω συμφωνίες:

#### **i. Contingent Credit Swap**

Οι συμφωνίες αυτές αποτελούν υβριδικά πιστωτικά παράγωγα τα οποία εκτός του ότι απαιτούν να λάβει χώρα ένα πιστωτικό γεγονός για να έχουμε πληρωμή από τον πωλητή προστασίας, απαιτούν επιπλέον να συμβεί και ένα ακόμη πιστωτικό γεγονός το οποίο θα σχετίζεται με μια άλλη οντότητα αναφοράς ή με μια σημαντική κίνηση στις τιμές των μετοχών, στις τιμές κάποιων αγαθών ή στα επιτόκια. Έτσι, η πιστωτική προστασία που παρέχεται είναι μικρότερη (για αυτό άλλωστε το κόστος είναι χαμηλότερο) σε σχέση με μια απλή πιστωτική συμφωνία ανταλλαγής. Η συμφωνία αυτή είναι καταλληλότερη όταν η συσχέτιση του να συμβούν και τα δύο γεγονότα είναι χαμηλή.

#### **ii. Dynamic Credit Swap (Credit Intermediation Swap)**

Οι συμφωνίες αυτές στοχεύουν στο να παρέχουν καλύτερη διαχείριση του πιστωτικού κινδύνου, καθώς η έκθεση ενός αντισυμβαλλόμενου αλλάζει και κατά την διάρκεια του χρόνου αλλά και λόγω των υποκείμενων κινήσεων της αγοράς και μπορούμε να πούμε πως είναι μια συνάρτηση της μεταβλητότητας της υποκείμενης αγοράς και του χρόνου. Βέβαια, σε μια συμφωνία ανταλλαγής και τα δύο μέλη έχουν να αντιμετωπίσουν και επηρεάζονται από την πιστωτική έκθεση του αντισυμβαλλόμενου. Επιπλέον, η ποιότητα της πίστωσης μπορεί να μειωθεί εάν αυτή συνδέεται με την αγορά. Για παράδειγμα, όταν κάποιος λαμβάνει σταθερές πληρωμές σε νόμισμα που έχει υποτιμηθεί και επιπλέον τα επιτόκια αυξάνονται, τότε για αυτόν μια συμφωνία

ανταλλαγής θα έχει μικρότερη αξία από ότι για τον αντισυμβαλλόμενο του (out of the money) και επομένως μπορεί να θεωρηθεί μια πιο «αδύναμη» πίστωση.

Σε μια δυναμική πιστωτική συμφωνία ανταλλαγής το ιδεατό κεφάλαιο συνδέεται με αυτό μιας συμφωνίας ανταλλαγής αναφοράς (reference swap) ή με αυτό ενός χαρτοφυλακίου συμφωνιών ανταλλαγής, των οποίων η αξία αναθεωρείται ανάλογα με τα δεδομένα της αγοράς mark to market). Για αυτό άλλωστε και ονομάζεται δυναμική. Έτσι, το ιδεατό κεφάλαιο βάση του οποίου υπολογίζεται η πληρωμή σε περίπτωση αθέτησης είναι ίσο με την προσαρμοσμένη στην αγορά αξία της συμφωνίας ανταλλαγής αναφοράς την στιγμή που θα λάβει χώρα το πιστωτικό γεγονός, εάν αυτό βέβαια είναι πρακτικά δυνατό. Ο αγοραστής προστασίας πληρώνει ένα σταθερό ποσό-αμοιβή είτε προκαταβολικά είτε περιοδικά, το οποίο αφού συμφωνηθεί δεν αλλάζει ανεξάρτητα από το αν αλλάξει το μέγεθος της παρεχόμενης προστασίας. Ο αγοραστής προστασίας θα υποστεί απώλειες από την συμφωνία ανταλλαγής μόνο αν και ο πωλητής προστασίας αλλά και ο αντισυμβαλλόμενος της συμφωνίας ανταλλαγής αναφοράς αποτύχουν να τον πληρώσουν. Η πιθανότητα τώρα και οι δύο να αθετήσουν την συμφωνία, υποθέτοντας ότι δεν υπάρχει κάποια συσχέτιση μεταξύ τους, είναι μικρή.

Αν τώρα ένας πιστωτής είναι κάτοχος ενός ποσού σε ξένο νόμισμα, τότε αυτό μπορεί να θεωρηθεί κάτι ανάλογο με την πιστωτική έκθεση σε μια συμφωνία ανταλλαγής συναλλάγματος. Το ποσό αυτό μπορεί να κυμαίνεται ανάλογα με την ξένη ισοτιμία, έτσι επομένως η πιστωτική έκθεση στο εγχώριο νόμισμα να είναι δυναμική και αβέβαιη. Η έκθεση στο ξένο νόμισμα λοιπόν μπορεί επίσης να αντισταθμιστεί με την χρήση μιας δυναμικής πιστωτικής συμφωνίας ανταλλαγής.

## **2.4 Total (Rate of) Return Swaps**

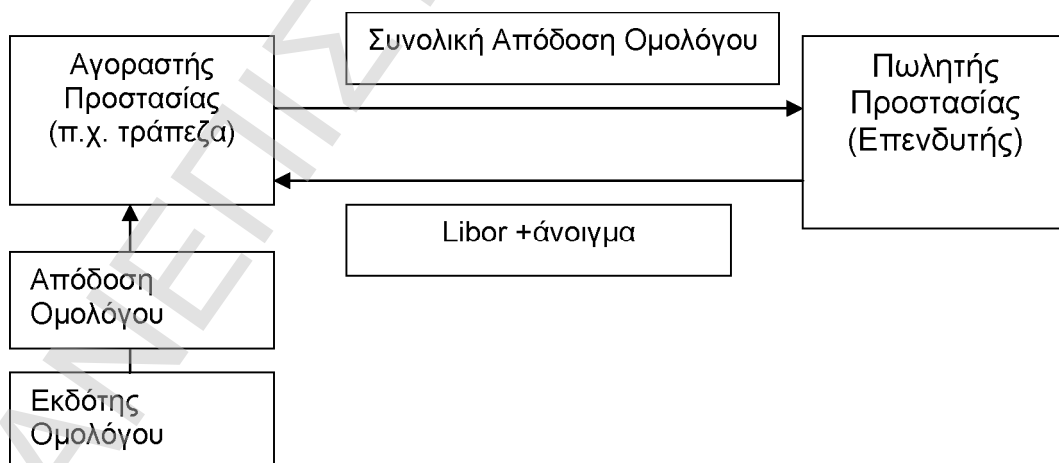
### **2.4.1 Περιγραφή**

Ένα Total Return Swap (Συμφωνία Ανταλλαγής Συνολικής Απόδοσης) είναι ένα όχι και τόσο κοινού τύπου πιστωτικό παράγωγο και αποτελεί συναλλαγή που δεν αναγράφεται στον ισολογισμό. Αυτού του είδους το πιστωτικό παράγωγο εμφανίστηκε τουλάχιστον από το 1987. Διαφέρει σημαντικά από μια πιστωτική συμφωνία ανταλλαγής καθώς εδώ ανταλλάσσεται η απόδοση ενός περιουσιακού στοιχείου για κάποια άλλη χρηματική ροή άσχετα από το αν έχει λάβει χώρα κάποιο πιστωτικό γεγονός.



Ειδικότερα, αποτελεί μια συμφωνία όπου το ένα μέλος, που είναι και ο αγοραστής προστασίας, πραγματοποιεί πληρωμές βάση της απόδοσης ενός χρεογράφου, όπως ενός ομολόγου και λαμβάνει πληρωμές βάση κυμαινόμενου επιτοκίου συν ένα άνοιγμα (π.χ. Libor+25 μονάδες βάσης). Ακόμη, όταν η συμφωνία λήξει ή σε προκαθορισμένες ενδιάμεσες περιόδους, ο αγοραστής προστασίας λαμβάνει και την μείωση στην αξία του υποκείμενου περιουσιακού στοιχείου, εάν φυσικά υπάρξει κάποια μείωση. Έτσι, ο πωλητής προστασίας μπορεί να θεωρηθεί ένας επενδυτής ο οποίος ουσιαστικά λαμβάνει όλα τα οφέλη-πληρωμές (συνολική απόδοση) που αποδίδει το ομόλογο χωρίς όμως να έχει το ομόλογο στην κατοχή του. Και εδώ δεν υπάρχει κάποια ανταλλαγή κεφαλαίου ή αλλαγή στην ιδιοκτησία του περιουσιακού στοιχείου. Να προσθέσουμε ακόμη πως όταν λέμε απόδοση δεν αναφερόμαστε μόνο στα τοκομερίδια αλλά και σε κάθε αύξηση της αξίας του υποκείμενου περιουσιακού στοιχείου, δηλαδή στην συνολική απόδοση του ομολόγου. Επιπλέον, οι πληρωμές που αποδίδει ο επενδυτής στον πωλητή προστασίας αναφέρονται στην αγορά των πιστωτικών παραγώγων ως πληρωμές κυμαινόμενου επιτοκίου ή κόστος χρηματοδότης του επενδυτή. Ακόμη, το στοιχείο αναφοράς (reference asset) μπορεί εκτός από ομόλογο να είναι ένας δείκτης, δάνειο, μετοχή ή και εμπόρευμα. Επίσης, η λήξη της συμφωνίας ανταλλαγής δεν απαιτείται να είναι ίση με την λήξη του στοιχείου αναφοράς, και στην πραγματικότητα σπάνια είναι. Παρακάτω βλέπουμε ένα διάγραμμα όπου απεικονίζεται πως λειτουργεί μια συμφωνία ανταλλαγής συνολικής απόδοσης.

**Διάγραμμα 6. Περιγραφή Total Return Swap I**



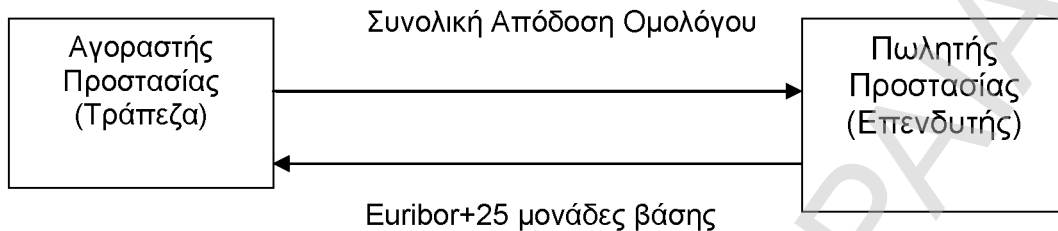
Για παράδειγμα κάθε θετική αλλαγή στην αξία του ομολόγου πληρώνεται από την τράπεζα στον επενδυτή. Όμως, κάθε αρνητική αλλαγή στην αξία του ομολόγου πληρώνεται από τον επενδυτή στον αγοραστή προστασίας (τράπεζα), είτε περιοδικά

είτε στην λήξη. Το κίνητρο πίσω από μια τέτοια συναλλαγή είναι η απαλλαγή από αυτό το περιουσιακό στοιχείο (ομόλογο) χωρίς όμως να υπάρξει κάποια φυσική συναλλαγή η οποία είναι πιθανό να αναστατώσει τον οφειλέτη-εκδότη των ομολόγων. Έτσι, η τράπεζα συνεχίζει είναι ο νόμιμος κάτοχος του στοιχείου αναφοράς.

Σε περίπτωση τώρα που κάποιο πιστωτικό γεγονός λάβει χώρα, η συμφωνία αυτή συνήθως τερματίζεται. Αφού τερματιστεί η συμφωνία αυτή, ο επενδυτής θα πρέπει να πραγματοποιήσει μια πληρωμή στον αγοραστή προστασίας όπου θα του αποδώσει την διαφορά της τιμής του στοιχείου αναφοράς στην αρχή της συναλλαγής από την τιμή του στοιχείου την στιγμή της αθέτησης. Εναλλακτικά, ο επενδυτής μπορεί να συμφωνήσει να παραλάβει το στοιχείο αναφοράς, το οποίο και αφορά η αθέτηση, και να αποδώσει στον αγοραστή προστασίας ποσό ίσο με την αρχική αξία του στοιχείου αναφοράς. Έπειτα από αυτό η συμφωνία τερματίζεται και κανένα από τα δύο μέλη δεν οφείλει κάτι στον αντισυμβαλλόμενο του.

Ας παραθέσουμε τώρα ένα παράδειγμα. Έστω ότι μια συμφωνία ανταλλαγής συνολικής πίστωσης έχει διάρκεια 5 έτη, το ιδεατό κεφάλαιο είναι ίσο με 100 εκατομμύρια ευρώ και σε αντάλλαγμα της απόδοσης ομολόγου ο επενδυτής θα πρέπει να αποδίδει σε μια τράπεζα πληρωμές βάση Euribor+25 μονάδες βάσης. Ακόμη, υποθέτουμε πως εάν υπάρξει κάποια διαφορά στην τιμή του ομολόγου αυτή θα αποδοθεί στην τράπεζα στο τέλος της συμφωνίας και όχι περιοδικά. Κάθε φορά τώρα όπου θα είναι η ημερομηνία πληρωμής του τοκομεριδίου, η τράπεζα θα αποδίδει στον επενδυτή το τοκομερίδιο που αντιστοιχεί στην επένδυση των 100 εκατομμυρίων ευρώ. Ο επενδυτής από την άλλη πρέπει να πραγματοποιεί στην τράπεζα πληρωμές βάση του Euribor συν 25 μονάδων βάσης για το κεφάλαιο των 100 εκατομμυρίων ευρώ. Να προσθέσουμε πως το Euribor θα καθορίζεται την ημέρα πληρωμής του τοκομεριδίου και θα αφορά την πληρωμή της επόμενης φοράς όπου έχουμε και την πληρωμή του τοκομεριδίου. Εάν τώρα η τιμή του ομολόγου αυξηθεί κατά 10% τότε η τράπεζα θα πρέπει να δώσει 10 εκατομμύρια ευρώ στον επενδυτή ενώ αν η τιμή μειωθεί κατά 15% τότε ο επενδυτής θα πρέπει να δώσει στην τράπεζα το ποσό των 15 εκατομμυρίων ευρώ. Αν πάλι, υπάρξει κάποια αθέτηση που αφορά το ομόλογο τότε η συμφωνία τερματίζεται ο επενδυτής θα αποδώσει στην τράπεζα την διαφορά της τιμής του ομολόγου από την αρχική των 100 εκατομμυρίων ευρώ. Θα μπορούσε επίσης να παραλάβει το ομόλογο και να δώσει στην τράπεζα το ποσό των 100 εκατομμυρίων ευρώ.

## Διάγραμμα 7. Περιγραφή Total Return Swap II



Μέσω μιας τέτοιας συμφωνίας η τράπεζα ενώ συνεχίζει να έχει στην ιδιοκτησία της το ομόλογο, περνά τον πιστωτικό κίνδυνο του ομολόγου στον επενδυτή. Ο επενδυτής από την άλλη μπορεί να χρησιμοποιεί την συμφωνία ως έναν τρόπο χρηματοδότησης. Αν υποθέσουμε πως ο επενδυτής θέλει να επενδύσει στο ομόλογο αλλά χρειάζεται χρηματοδότηση τότε μέσω της συμφωνίας αυτής είναι σαν να έχει δανειστεί από την τράπεζα το ποσό των 100 εκ€ με επιτόκιο δανεισμού ίσο με Euribor+25 μονάδες βάσης και να έχει να το έχει επενδύσει στο ομόλογο. Η τράπεζα πάλι εκτίθεται σε μικρότερο πιστωτικό κίνδυνο από ότι θα εκτιθόταν αν δάνειζε στον επενδυτή το ποσό αυτό.

Το άνοιγμα πάνω από το κυμαινόμενο επιτόκιο που αποδίδει ο επενδυτής στην τράπεζα μπορεί να θεωρηθεί ως αποζημίωση για τον κίνδυνο που αναλαμβάνει η τράπεζα ο επενδυτής να αθετήσει την συμφωνία και να μην πραγματοποιήσει τις πληρωμές που του αντιστοιχούν. Το άνοιγμα λοιπόν εξαρτάται από τον βαθμό πιστοληπτικής ικανότητας του επενδυτή, του εκδότη των ομολόγων αλλά και της συσχέτισης αθέτησης ανάμεσα σε αυτούς.

### 2.4.2 Κίνητρα του επενδυτή – πωλητή προστασίας ενός TRS

Οι συμφωνίες ανταλλαγής συνολικής απόδοσης μπορούν να θεωρηθούν και ως ένα μέσο για arbitrage στο κόστος χρηματοδότησης. Ενώ τώρα οι συμφωνίες αυτές έχουν πολύ σημαντικές πιστωτικές εφαρμογές και για τα δύο μέλη, η χρήση τους είναι πρωταρχικά αυτή της χρηματοδότησης. Οι κύριοι λόγοι που ένας επενδυτής μπαίνει σε μια τέτοια συμφωνία είναι:

- Ο επενδυτής μπορεί να έχει πρόσβαση σε ένα πλήθος περιουσιακών

στοιχείων λαμβάνοντας την συνολική απόδοση ενός δείκτη.

- Ο επενδυτής μπορεί να δημιουργήσει νέα περιουσιακά στοιχεία με συγκεκριμένη λήξη, τα οποία εκείνη τη στιγμή δεν είναι διαθέσιμα στην αγορά.
- Ο επενδυτής μπορεί να κερδίσει αποτελεσματική και εκτός ισολογισμού έκθεση σε ένα σύνολο περιουσιακών στοιχείων (π.χ. ομόλογα υψηλής απόδοσης) στα οποία διαφορετικά δεν θα μπορούσε να έχει πρόσβαση.
- Οι επενδυτές μπορεί να επιτύχουν υψηλότερη κεφαλαιακή απόδοση καθώς αν αγόραζαν απευθείας το περιουσιακό στοιχείο, η χρηματοδότηση για αγορά του στοιχείου αυτού θα αναγραφόταν στον ισολογισμό.
- Οι επενδυτές μπορούν να καλύψουν κάποια πιστωτικά κενά στο χαρτοφυλάκιό τους.
- Οι επενδυτές μπορούν να μειώσουν κάποια διαχειριστικά κόστη μέσω μιας αγοράς που δεν αναγράφεται στον ισολογισμό.

Βέβαια, ο σημαντικότερος λόγος που ένας επενδυτής μπαίνει σε μια τέτοια συμφωνία είναι για να ωφεληθεί από την αύξηση των πηγών εσόδων (leverage). Ο επενδυτής δεν πραγματοποιεί κάποια αρχική πληρωμή. Οι ακόλουθες πληρωμές πάλι που πρέπει να πραγματοποιήσει ο επενδυτής αφαιρούνται προκαταβολικά από τις χρηματικές ροές του περιουσιακού στοιχείου αναφοράς. Ουσιαστικά δηλαδή, από την συνολική απόδοση που πρέπει να λαμβάνει ο επενδυτής-πωλητής προστασίας, αφαιρείται η πληρωμή βάση κυμαινόμενου επιτοκίου που θα πρέπει να πραγματοποιήσει ως προς τον αντισυμβαλλόμενο του(ας υποθέσουμε και πάλι στην τράπεζα). Έτσι, τελικά ο επενδυτής λαμβάνει μια θετική καθαρή πληρωμή. Κάτι τέτοιο βέβαια προϋποθέτει ότι οι πληρωμές που πρέπει να πραγματοποιήσει ο επενδυτής στην τράπεζα και κατά συνέπεια τα κόστη χρηματοδότησης είναι μικρότερο από την απόδοση του στοιχείου αναφοράς. Αν πάλι ο επενδυτής λαμβάνει πληρωμές σταθερού τοκομεριδίου και αποδίδει στην τράπεζα κυμαινόμενο επιτόκιο, τότε είναι πιθανό να χρειαστεί να πραγματοποιήσει αυτός κάποια καθαρή πληρωμή προς την τράπεζα.

#### **2.4.3 Κίνητρα του αγοραστή προστασίας ενός TRS**

Ο αγοραστής προστασίας μέσω μιας συμφωνία ανταλλαγής συνολικής απόδοσης αντισταθμίζει τον κίνδυνο αθέτησης πληρωμών ενός περιουσιακού στοιχείου αναφοράς αλλά και τον κίνδυνο να μειωθεί η τιμή του στοιχείου αυτού, παρόλο που συνεχίζει να έχει το περιουσιακό αυτό στοιχείο στην κατοχή του. Ακόμη, αν ο αγοραστής έχει έναν μακροπρόθεσμο επενδυτικό ορίζοντα και θεωρεί ότι το περιουσιακό στοιχείο αναφοράς βραχυπρόθεσμα θα έχει αρκετές διακυμάνσεις, όσον

αφορά την συνολική του απόδοση, ενώ μακροπρόθεσμα η συνολική απόδοση δεν θα έχει τέτοιες διακυμάνσεις, μπορεί να προχωρήσει σε μια συμφωνία ανταλλαγής όπου η λήξη της θα είναι μικρότερη από αυτήν του στοιχείου αναφοράς. Γενικότερα, η κατασκευή, δομή μιας συμφωνίας ανταλλαγής είναι μια ευέλικτη διαδικασία και δεν απαιτεί πώληση του στοιχείου αναφοράς. Έτσι, ο αγοραστής μπορεί να κλειδώσει μια απόδοση ενώ το περιουσιακό στοιχείο ίσως έχει μια αρνητική απόδοση. Ακόμη, εάν παρατηρούνται απώλειες οι οποίες δεν έχουν αναγνωριστεί ακόμη τότε ο αγοραστής προστασίας μπορεί να αναβάλει την εμφάνιση των απωλειών αλλά και να μην εκτίθεται πλέον στον κίνδυνο περαιτέρω απωλειών. Θα πρέπει βέβαια να αποδίδει την όποια απόδοση του στοιχείου αναφοράς και όταν η συμφωνία λήξει θα πρέπει να πωληθεί το στοιχείο και να αναγνωριστούν οι απώλειες, αν η λήξη της συμφωνίας δεν είναι ίδια με αυτήν του στοιχείου αναφοράς. Επίσης, ένας αγοραστής προστασίας που έχει κέρδη από ένα στοιχείο αναφοράς (π.χ. ομόλογο), μπορεί να ακολουθήσει την ίδια μέθοδο και να καθυστερήσει τα κέρδη ενώ αυτόματα προστατεύει την αξία του στοιχείου αναφοράς.

## **2.5 Credit Linked Notes**

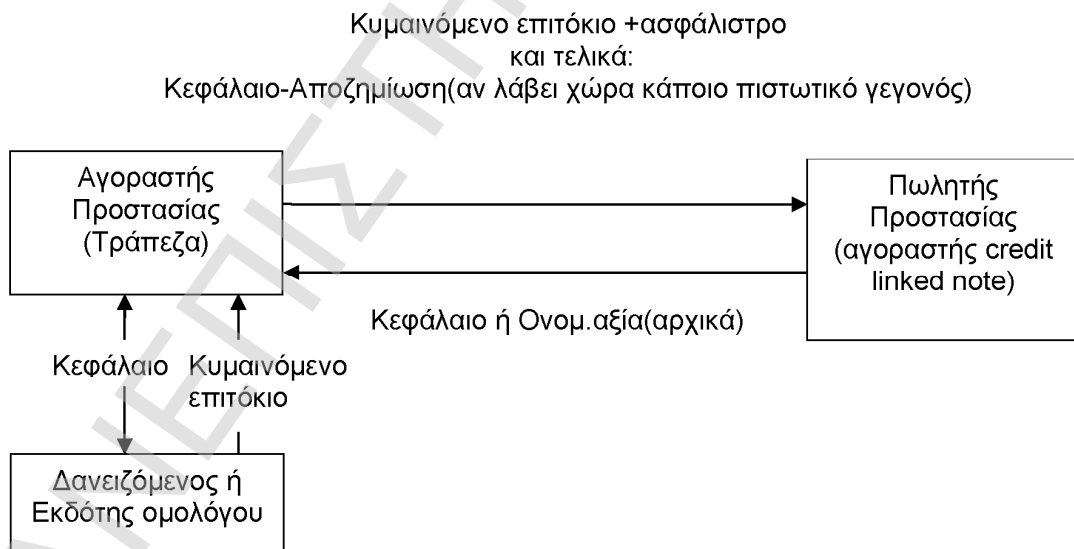
### **2.5.1 Περιγραφή**

Το προϊόν αυτό δεν είναι ένα καθαρά πιστωτικό παράγωγο, όπως άλλωστε αναφέραμε εισαγωγικά, καθώς επίσης αποτελεί συναλλαγή η οποία απεικονίζεται στον ισολογισμό. Θα μπορούσε παρόλα αυτά να πούμε πως μοιάζει με μια πιστωτική συμφωνία ανταλλαγής (Credit Swap).

Ας υποθέσουμε ότι έχουμε μια τράπεζα η οποία έχει δώσει ένα δάνειο ή έχει αγοράσει ένα ομόλογο από έναν εκδότη και επιθυμεί να αντισταθμίσει τον πιστωτικό κίνδυνο. Προκειμένου να αντισταθμίσει τον κίνδυνο, μπορεί να προβεί στην έκδοση ενός Credit Linked Note, να είναι δηλαδή ο πωλητής του προϊόντος αυτού. Η λήξη του προϊόντος αυτού θα πρέπει να είναι παρόμοια με αυτήν του ομολόγου που έχει αγοράσει ή του δανείου που έχει δώσει η τράπεζα και το ποσό-κεφάλαιο που αφορά το Credit Linked Note θα πρέπει να είναι το ίδιο με αυτό του δανείου ή ομολόγου αν η τράπεζα επιθυμεί πλήρη αντιστάθμιση του πιστωτικού κινδύνου. Ο αγοραστής του

Credit Linked Note (που αποτελεί και των πωλητή προστασίας), έχει θέση πωλητή ενός δικαιώματος πώλησης πάνω στο χρέος που είναι πιθανό να μην αποπληρωθεί (Defaultable Debt). Αρχικά, ο πωλητής προστασίας αγοράζει το προϊόν αυτό (Credit Linked Note) έτσι ώστε το ομόλογο ή δάνειο της τράπεζας να είναι πλήρως καλυμμένο, δηλαδή το ποσό που πληρώνει ο πωλητής προστασίας είναι ίσο με την αξία του δανείου ή του ομολόγου αντίστοιχα. Οι πληρωμές του ποσού κεφαλαίου αλλά και των τοκομεριδίων(αν πρόκειται για ομόλογο)που θα λάβει ο πωλητής προστασίας από την τράπεζα στη λήξη του Credit Linked Note θα συνδέονται με γεγονότα αθέτησης(πιστωτικά γεγονότα), όπως αυτά ορίζονται από το εκάστοτε συμβόλαιο. Δηλαδή, στη λήξη ο πωλητής προστασίας θα λάβει το ποσό για το οποίο αγόρασε το Credit Linked Note μείον ένα ποσό το οποίο θα αντικατοπτρίζει το πιστωτικό γεγονός(ένα συμβεί βέβαια κάποιο πιστωτικό γεγονός). Όμως, ο αγοραστής του Credit Linked Note, για τον επιπλέον κίνδυνο που αναλαμβάνει, θα λαμβάνει πληρωμές βάση ενός κυμαινόμενου επιτοκίου (π.χ.Libor, που θα αποτελεί και το επιτόκιο του δανείου ή του τοκομεριδίου) συν ένα ασφάλιστρο. Παρακάτω, ακολουθεί μια σχηματική απεικόνιση ενός Credit Linked Note.

#### Διάγραμμα 8. Περιγραφή Credit Linked Note I



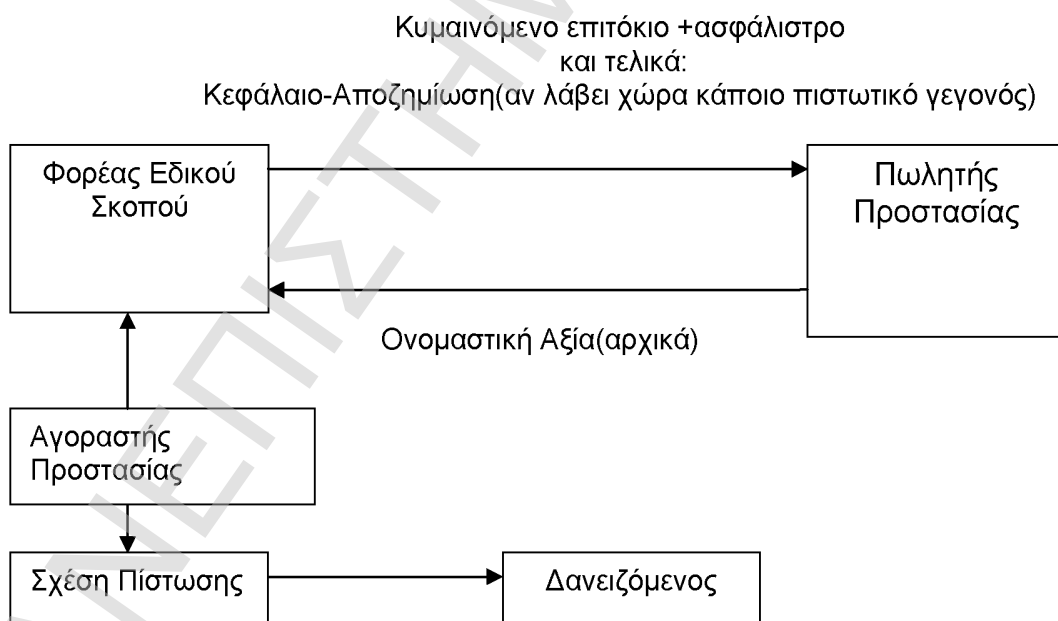
Να αναφέρουμε επίσης πως ο αγοραστής του προϊόντος αυτού εκτίθεται στον πιστωτικό κίνδυνο του εκδότη του Credit Linked Note, δηλαδή της τράπεζας, αλλά και στον πιστωτικό κίνδυνο του εκδότη των ομολόγων ή λήπτη του δανείου. Όμως, σε περίπτωση χρεοκοπίας, αθέτησης από την πλευρά της τράπεζας, ο αγοραστής του

Credit Linked Note ουσιαστικά θα λαμβάνει μικρότερο κεφάλαιο πίσω ή ένα χαμηλότερο τοκομερίδιο(εάν πρόκειται για αγορά ομολόγων). Επιπλέον, το προϊόν αυτό ενδιαφέρει επενδυτές που αναζητούν υψηλές αποδόσεις αλλά και αυτούς για τους οποίους η είσοδος σε μια πιστωτική συμφωνία ανταλλαγής είναι απαγορευμένη.

Ακόμη, μέσω μιας τέτοιας συμφωνίας, όπου η λήξη του Credit Linked Note είναι ίδια με αυτήν του δανείου ή ομολόγου, η τράπεζα εξαλείφει τον κίνδυνο των επιτοκίων και επιπλέον εκτός του ότι εξαλείφει και τον πιστωτικό κίνδυνο λαμβάνει και μια αρχική πληρωμή από τον πωλητή προστασίας. Ακόμη, ο πωλητής κινδύνου(τράπεζα) έχει θέση αγοραστή του δικαιώματος πώλησης.

Επειδή όμως ο αγοραστής κινδύνου αναλαμβάνει μεγάλο κίνδυνο, συνήθως δημιουργείται μια εταιρία με δικό της κεφάλαιο η οποία και διανέμει τα Credit Linked Note και ονομάζεται φορέας ειδικού σκοπού (Special Purpose Vehicle). Σε αυτήν την περίπτωση ο εκδότης και ο πωλητής του κινδύνου δεν χρειάζεται να ταυτίζονται.

#### Διάγραμμα 9. Περιγραφή Credit Linked Note II



Το προϊόν αυτό είναι κατάλληλο για τράπεζες οι οποίες έχουν πελάτες κάποιου αξιόλογου μεγέθους, το οποίο καθιστά δυνατή την έκδοση ομολόγων από τους πελάτες αυτούς άσχετα αν τα ομόλογα αυτά μπορούν να πουληθούν στην αγορά. Ακόμη, το προϊόν αυτό είναι κατάλληλο για την διαχείριση κινδύνου τραπεζικών δανείων τα οποία

έχουν συγκεκριμένη λήξη. Επίσης, για να πραγματοποιηθεί μια συναλλαγή τέτοιου είδους θα πρέπει η αξία της να είναι τέτοια έτσι ώστε να δικαιολογείται το κόστος έκδοσης του Credit Linked Note. Ακόμη, το προϊόν αυτό παρέχει στην τράπεζα ρευστότητα. Καθώς, όπως προαναφέραμε ο αγοραστής προστασίας βρίσκεται σε πολύ πλεονεκτικότερη θέση από τον πωλητή προστασίας, λίγοι είναι πρόθυμοι να πάρουν μια θέση πωλητή προστασίας.

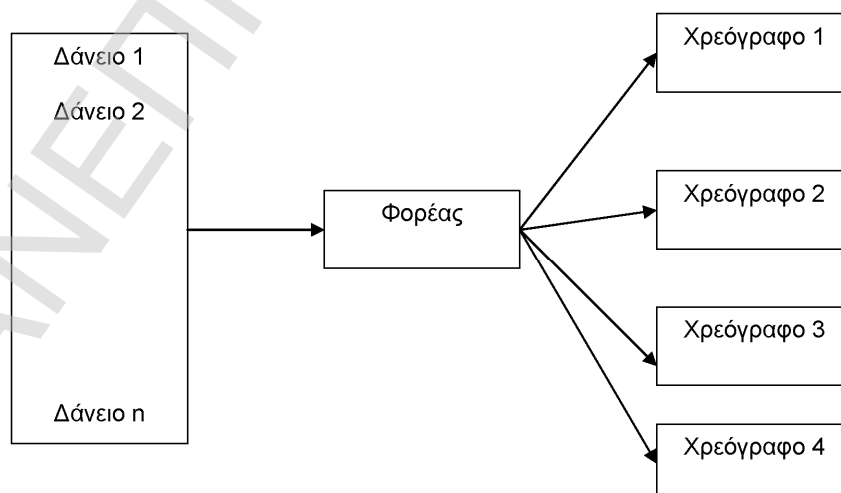
Όπως τώρα και σε κάθε πιστωτικό παράγωγο έτσι και εδώ, σημαντικό είναι να οριστεί τι ακριβώς θα θεωρηθεί ως πιστωτικό γεγονός όπως επίσης κρίσιμο στοιχείο αποτελεί και η τιμολόγηση του προϊόντος αυτού.

## 2.6 Collateralized Debt Obligations and Synthetic CDO's

### 2.6.1 Collateralized Debt Obligations

Το προϊόν αυτό αποτελεί έναν τρόπο δημιουργίας νέων χρεογράφων μέσα από ένα χαρτοφυλάκιο είδη υπάρχοντων χρεογράφων, τα οποία νέα χρεόγραφα έχουν διαφορετικά χαρακτηριστικά όσον αφορά τον κίνδυνο. Το χαρτοφυλάκιο των χρεογράφων από τα οποία δημιουργήθηκαν τα νέα χρεόγραφα μπορεί να αποτελείται από ομόλογα(οπότε τώρα το προϊόν που δημιουργείται ονομάζεται Collateralized Bond Obligation) ή δάνεια(οπότε το νέο προϊόν ονομάζεται Collateralized Loan Obligation), όπως φαίνεται στο διάγραμμα 10.

**Διάγραμμα 10. Περιγραφή Collateralized Debt Obligations**



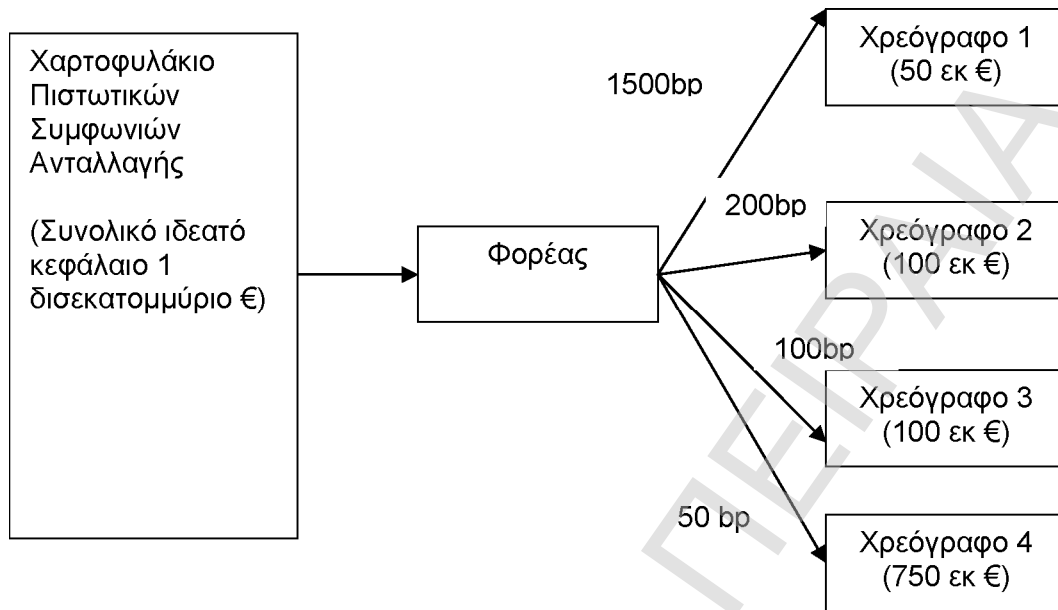


Ας εξηγήσουμε τώρα πως λειτουργεί ένα τέτοιο προϊόν. Έστω ότι το χρεόγραφο 1 αφορά κεφάλαιο ίσο με το 5% του χαρτοφυλακίου των δανείων και απορροφά όλο τον κίνδυνο των πιστωτικών απωλειών του χαρτοφυλακίου κατά την διάρκεια ζωής του προϊόντος, έως ότου αυτές φτάσουν το 5% της συνολικής αξίας των δανείων. Το δεύτερο χρεόγραφο έχει αξία ίση με το 10% του κεφαλαίου και απορροφά απώλειες πάνω από το 5% και έως το 15% του κεφαλαίου. Το τρίτο χρεόγραφο έχει αξία ίση με το 10% και απορροφά απώλειες πάνω από το 15% και έως το 25%. Το τελευταίο χρεόγραφο έχει αξία ίση με το υπόλοιπο 75% και απορροφά όλες τις απώλειες πάνω από το 25%. Όπως είναι φυσικό, το πρώτο χρεόγραφο έχει την μεγαλύτερη απόδοση από τα υπόλοιπα καθότι ο κάτοχός του αντιμετωπίζει και την μεγαλύτερη πιθανότητα να υποστεί απώλειες, ενώ κάθε επόμενο χρεόγραφο θα έχει μικρότερη απόδοση από το προηγούμενο. Επίσης, ο δημιουργός ενός τέτοιου προϊόντος συνήθως κρατά το πρώτο χρεόγραφο και πουλά τα υπόλοιπα. Έτσι, τελικά δημιουργεί ένα χρέος υψηλότερης απόδοσης αλλά και κινδύνου. Ουσιαστικά, εδώ ο κάτοχος κάθε νέου χρεογράφου αποτελεί για τον φορέα(δημιουργό του προϊόντος) έναν αντισυμβαλλόμενο πιστωτικής συμφωνίας ανταλλαγής, ο οποίος αντισυμβαλλόμενος ευθύνεται για μέρος των απωλειών (αθέτησης). Ανάλογα τώρα με τον κίνδυνο που αναλαμβάνει ο αντισυμβαλλόμενος καθορίζεται και η περιοδική πληρωμή-απόδοση.

### 2.6.2 Synthetic CDO's

Το προϊόν αυτό είναι κάτι ανάλογο με το προηγούμενο αλλά εδώ η διαφορά έγκειται στο ότι ο δημιουργός του πουλά ένα χαρτοφυλάκιο πιστωτικών συμφωνιών ανταλλαγής (Credit Default Swaps) σε τρίτα μέλη. Έτσι, μεταβιβάζει τον πιστωτικό κίνδυνο στους κατόχους των νέων χρεογράφων. Ο κάτοχος τώρα του πρώτου χρεογράφου θα ευθύνεται για απώλειες, όχι σε σχέση με κάποια οντότητα αναφοράς αλλά σε σχέση με το μέγεθος των απωλειών προερχόμενων από αθέτηση (Default Related Losses) στο συνολικό χαρτοφυλάκιο, έως το 5% του ιδεατού κεφαλαίου, ο κάτοχος του δεύτερου χρεογράφου για απώλειες από το 5% έως το 15% του συνολικού ιδεατού κεφαλαίου(όπως απεικονίζεται παρακάτω) κ.ο.κ. Όμως, καθώς ο κάτοχος του πρώτου χρεογράφου θα αντιμετωπίζει και τον μεγαλύτερο κίνδυνο, θα λαμβάνει περιοδικές πληρωμές(εισόδημα-απόδοση) βάση μεγαλύτερων μονάδων βάσης(π.χ 1500bp), ο δεύτερος βάση π.χ 200bp κ.ο.κ.

**Διάγραμμα 11. Synthetic CDO's**



## 2.7 Άλλα Πιστωτικά Παράγωγα – Συμφωνίες

### 2.7.1 Basket Credit Swaps και Notes

Τα προϊόντα αυτά δεν βασίζονται μόνο σε έναν πιστωτικό κίνδυνο κάποιου περιουσιακό στοιχείου αλλά σχετίζονται με ένα «καλάθι» πιστωτικών κινδύνων. Αλλιώς, μπορούμε να πούμε πως αφορούν παραπάνω από μια οντότητα αναφοράς. Ένα τυπικό παράδειγμα αποτελεί ένα προϊόν όπου η πληρωμή σχετίζεται με την χρονική στιγμή και την ταυτότητα του πρώτου ή δεύτερου προς αθέτηση από ένα δεδομένο χαρτοφυλάκιο πιστωτικού κινδύνου. Οι παραλλαγές περιλαμβάνουν πληρωμές βασιζόμενες στην σωρευτική απώλεια πριν από μια συγκεκριμένη χρονική στιγμή στο μέλλον.

Τα Πιστωτικά Παράγωγα «Καλαθιών» μπορούν να ταξινομηθούν σε τρεις γενικές κατηγορίες, σε αυτά που:

**i. η πληρωμή σχετίζεται με την σωρευτική απώλεια μιας συγκεκριμένης χρονικής περιόδου:**

Εδώ η πληρωμή βασίζεται στην συνολική απώλεια ενός πιστωτικού χαρτοφυλακίου η οποία πραγματοποιήθηκε σε μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο. Εάν η σωρευτική αυτή απώλεια, για έναν χρόνο παραδείγματος χάρη, είναι μικρότερη από ένα προκαθορισμένο κάτω όριο τότε δεν πραγματοποιείται κάποια πληρωμή. Εάν πάλι, η σωρευτική απώλεια είναι ίση ή μεγαλύτερη από αυτό το όριο τότε η πληρωμή που πραγματοποιείται ισούται με την σωρευτική απώλεια μείον το κάτω αυτό όριο.

**ii. η πληρωμή σχετίζεται με την σωρευτική απώλεια στο χρόνο:**

Εδώ η πληρωμή αρχίζει να πραγματοποιείται κάθε φορά που η σωρευτική απώλεια είναι μεγαλύτερη από ένα κάτω όριο και συνεχίζει κάθε φορά που σημειώνονται νέες απώλειες έως ότου όμως οι σωρευτικές απώλειες φτάσουν ένα άνω όριο. Αν και όταν το άνω αυτό όριο ξεπεραστεί δεν πραγματοποιούνται περαιτέρω πληρωμές.

Ας υποθέσουμε λοιπόν πως το κάτω όριο είναι ίσο με €15 εκατομμύρια και το άνω με €50 εκ. Στον πίνακα που ακολουθεί βλέπουμε τις πληρωμές που θα πρέπει να πραγματοποιηθούν. Τον πρώτο χρόνο λοιπόν που η σωρευτική απώλεια είναι μικρότερη του κάτω ορίου δεν πραγματοποιείται κάποια πληρωμή. Τον δεύτερο χρόνο που η σωρευτική απώλεια έχει ξεπεράσει το κάτω όριο η πληρωμή που θα πραγματοποιηθεί θα είναι ίση με την σωρευτική απώλεια μείον το κάτω όριο(23-15=8εκ€) και όχι ίση με την απώλεια του δεύτερου έτους. Τον τρίτο χρόνο τώρα η πληρωμή θα είναι ίση με την απώλεια του έτους, τον τέταρτο χρόνο δεν έχουμε κάποια πληρωμή κ.ο.κ. Να προσθέσουμε πως μετά τον πέμπτο χρόνο όπου η σωρευτική απώλεια έχει φτάσει ήδη το άνω όριο, δεν πραγματοποιούνται πλέον πληρωμές.

**Πίνακας 11. Περιγραφή Basket Credit Swap**

	1 <sup>ος</sup>	2 <sup>ος</sup>	3 <sup>ος</sup>	4 <sup>ος</sup>	5 <sup>ος</sup>
<b>Απώ</b>	€10εκ	€13εκ	€8εκ	€0εκ	€19εκ
<b>Σωρ ευτική</b>	€10εκ	€23εκ	€31 εκ	€31 εκ	€50εκ
<b>Πληρ</b>	€0εκ	€8εκ	€8εκ	€0εκ	€19εκ

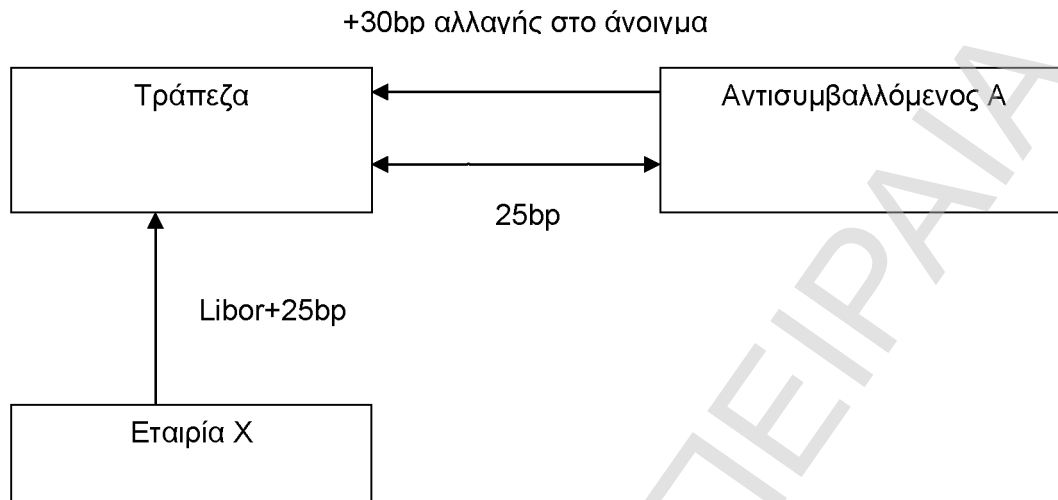
### iii. η πληρωμή σχετίζεται με το χρόνο και την ταυτότητα της αθέτησης:

Η πληρωμή αυτού του προϊόντος εξαρτάται από τον χρόνο και την ταυτότητα της πρώτης ή των πρώτων αθετήσεων δεδομένου πιστωτικού χαρτοφυλακίου. Για παράδειγμα αν κάποιος επιλέξει ένα χαρτοφυλάκιο τριών πιστωτικών κινδύνων ονομαστικής αξίας €100, €150 και €200 εκατομμυρίων αντίστοιχα, και αγοράσει πιστωτική προστασία έναντι του πρώτου στοιχείου αθέτησης του χαρτοφυλακίου τότε εάν για κάποιο από τα στοιχεία έχουμε μια πιστωτική αθέτηση ο κάτοχος του χαρτοφυλακίου λαμβάνει την ονομαστική αξία του περιουσιακού στοιχείου το οποίο σχετίζεται με την αθέτηση, το οποίο στοιχείο και παραδίδει στον πρώτο πωλητή προστασίας. Να αναφέρουμε πως έπειτα από αυτό, η πιστωτική συμφωνία ανταλλαγής (Credit Default Swap) τερματίζεται.

#### 2.7.2 Credit Spread Swaps and Forwards

Σε ένα προθεσμιακό συμβόλαιο πιστωτικού ανοίγματος, το ένα μέλος συμφωνεί να αγοράσει ένα περιουσιακό στοιχείο από το άλλο μέλος σε ένα συγκεκριμένο άνοιγμα και σε συγκεκριμένη ημερομηνία στο μέλλον. Το πιστωτικό άνοιγμα τώρα είναι η διαφορά στην απόδοση ανάμεσα στην πιστωτική κατάταξη του στοιχείου αναφοράς (reference credit) και σε ένα προκαθορισμένο επιτόκιο που θεωρείται και το σημείο αναφοράς (π.χ. Libor). Θα μπορούσαμε να θεωρήσουμε τις συμφωνίες αυτές σαν πιστωτικές συμφωνίες ανταλλαγής (Credit Default Swaps) όπου το πιστωτικό γεγονός (credit event) είναι η διεύρυνση του ανοίγματος. Ενώ τώρα ένα δικαίωμα δεν θα ήταν αναγκαίο να εξασκηθεί, μια συμφωνία ανταλλαγής ή ένα προθεσμιακό συμβόλαιο αποτελούν δεσμευτικές συμφωνίες. Η διαφορά ανάμεσα σε ένα δικαίωμα πιστωτικού ανοίγματος (Credit Spread Option) και μιας συμφωνίας ανταλλαγής έγκειται και στο πως πληρώνεται η ανταμοιβή-ασφάλιστρο (premium). Από τη μία τα δικαιώματα απαιτούν μια αρχική πληρωμή (όπως θα δούμε παρακάτω) ενώ από την άλλη οι συμφωνίες ανταλλαγής απαιτούν περιοδικές πληρωμές. Παρακάτω, ακολουθεί μια σχηματική απεικόνιση μιας συμφωνίας ανταλλαγής πιστωτικού ανοίγματος (Credit Spread Swap):

## Διάγραμμα 12. Περιγραφή Credit Spread Swap



Εδώ, έχουμε μια τράπεζα η οποία ως υποθέσουμε ότι δανείζει στην εταιρία Χ ή αγοράζει από αυτήν ομόλογα, τα οποία φυσικά έχει εκδώσει η εταιρία Χ. Έστω τώρα ότι τα ομόλογα είναι κυμαινόμενου επιτοκίου και πιο συγκεκριμένα πραγματοποιούν ετήσιες πληρωμές τοκομεριδίων με επιτόκιο ίσο με το ετήσιο Libor συν 25 μονάδες βάσης. Η τράπεζα θα λαμβάνει από την εταιρία Χ τοκομερίδια-πληρωμές βάση του Libor συν 25 μονάδες. Ακόμη, ως υποθέσουμε πως η τράπεζα θεωρεί ότι το άνοιγμα σε σχέση με το Libor θα αυξηθεί, οπότε αυτή θα λαμβάνει χαμηλότερες πληρωμές από ότι αν αγόραζε κάποιο ομόλογο αργότερα. Έτσι, προχωρά σε μια συμφωνία ανταλλαγής πιστωτικού ανοίγματος όπου συμφωνείτε άνοιγμα ίσο με 25 μονάδες βάσης σε σχέση με το Libor. Εάν τώρα το άνοιγμα έχει αυξηθεί κατά την λήξη του συμβολαίου και έστω ότι έχει φτάσει στις 55 μονάδες βάσης, τότε ο αντισυμβαλλόμενος Α θα πρέπει να δώσει στην τράπεζα την επιπλέον διαφορά (δηλαδή 30 μονάδες βάσης). Έτσι η τράπεζα προστατεύεται από την μείωση της πιστωτικής ποιότητας του ομολόγου και λαμβάνει ουσιαστικά πληρωμή βάση Libor συν 55 μονάδες βάσης. Όμως αν η πιστωτική ποιότητα του ομολόγου μειωνόταν, τότε η τράπεζα θα έπρεπε να δώσει στον πωλητή προστασίας την διαφορά. Αν δηλαδή το άνοιγμα μειωνόταν στις 15 μονάδες βάσης, τότε η τράπεζα θα έπρεπε να πληρώσει στον αντισυμβαλλόμενο Α την διαφορά των 10 μονάδων βάσεων επί του ιδεατού κεφαλαίου. Το ιδεατό αυτό κεφάλαιο που αφορά την συμφωνία θα πρέπει να είναι ίσο με το ποσό που αφορά την έκδοση των ομολόγων. Να αναφέρουμε πως ο αντισυμβαλλόμενος Α θεωρείται ο αγοραστής προστασίας ανοίγματος.

## 2.8 Πιστωτικά Δικαιώματα (Credit Options)

Η δραστηριότητα γύρω από τα πιστωτικά δικαιώματα έχει αναπτυχθεί ουσιαστικά από το 2003. Η αγορά των πιστωτικών δικαιωμάτων είναι πλέον μια δραστήρια αγορά όσον αφορά τα ομόλογα, τα δικαιώματα ανοίγματος (spread options), τα δικαιώματα σε πιστωτικές συμφωνίες ανταλλαγής και τα δικαιώματα σε χαρτοφυλάκια.

Η ανάπτυξη της αγοράς των πιστωτικών δικαιωμάτων οφείλεται στην μείωση των επιπέδων και της μεταβλητότητας του ανοίγματος. Η ελάττωση επίσης του παρατηρούμενου κινδύνου αθέτησης έχει κάνει τους διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων, τους ασφαλιστές, τους διαχειριστές χαρτοφυλακίου δανείων των τραπεζών και γενικότερα τους χρήστες, να νιώθουν πιο άνετα όσον αφορά τους κινδύνους γύρω από την μεταβλητότητα του ανοίγματος των διακινούμενων στην αγορά δικαιωμάτων αλλά και πιο πρόθυμους να εκμεταλλευτούν τα πλεονεκτήματα που προσφέρουν τα προϊόντα αυτά όπως την αύξηση της αποδοτικότητας του κεφαλαίου. Η πρόσφατη επίσης ανάπτυξη της αγοράς των δικαιωμάτων σε πιστωτικές συμφωνίες ανταλλαγής οφείλεται στην ρευστότητα της αγοράς.

Γενικά, τα πιστωτικά δικαιώματα είναι δικαιώματα αγοράς ή πώλησης πάνω:

- i. σε κάποιο γεγονός αθέτησης
- ii. σε πιστωτικό άνοιγμα ενός γραμματίου, ομολόγου ή δανείου
- iii. σε μια πιστωτική συμφωνία ανταλλαγής (Credit Default Swap).

Τα πιστωτικά δικαιώματα μπορούν να είναι και Αμερικάνικου (δικαιώματα που μπορούν να εξασκηθούν έως τη λήξη τους) και Ευρωπαϊκού τύπου (δικαιώματα που μπορούν να εξασκηθούν στη λήξη τους).

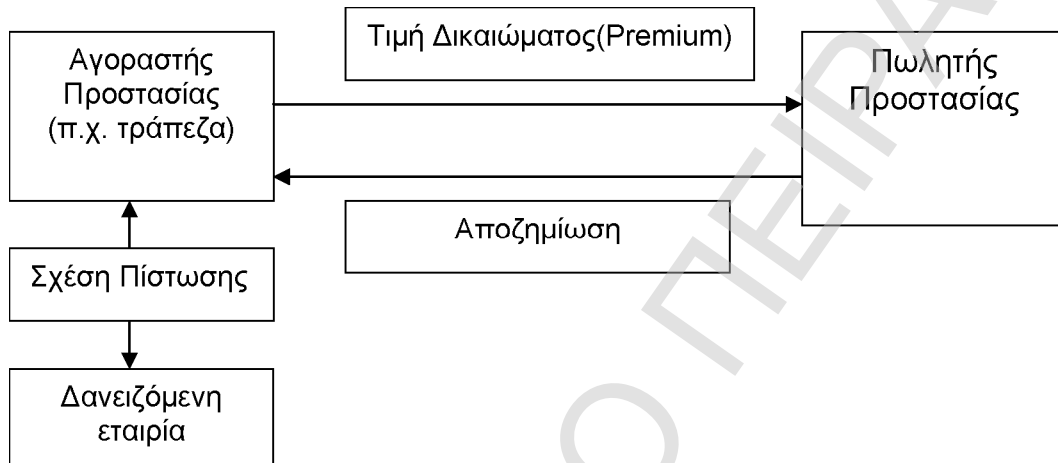
Η τιμή τώρα του δικαιώματος (premium) είναι μεγαλύτερη όταν αφορά πιο ευμετάβλητη εμπορική αξιοπιστία (credit) και πιο μικρά-στενά πιστωτικά ανοίγματα στην περίπτωση των δικαιωμάτων πώλησης και πιο ευρέα πιστωτικά ανοίγματα στην περίπτωση των δικαιωμάτων αγοράς.

### 2.8.1 Credit Default Options

Μέσω ενός τέτοιου δικαιώματος ο πωλητής προστασίας αναλαμβάνει τον κίνδυνο μιας εταιρίας χωρίς όμως να τον συνδέει κάποια σχέση πίστωσης με αυτήν. Πιο

συγκεκριμένα, ο πωλητής προστασίας πουλά ένα δικαίωμα πώλησης έναντι φυσικά κάποιου χρηματικού ποσού. Ο αγοραστής τώρα αυτού του δικαιώματος πώλησης θα πρέπει να αποζημιωθεί από τον πωλητή σε περίπτωση που η εταιρία πτωχεύσει ή αθετήσει την συμφωνία της με τον αγοραστή προστασίας.

**Διάγραμμα 13. Περιγραφή Credit Default Option**



### 2.8.2 Credit Spread Options

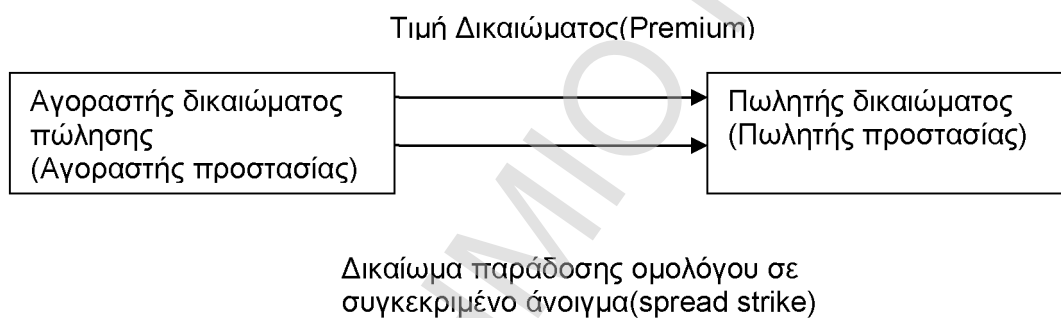
Τα δικαιώματα αυτά παρέχουν προστασία έναντι μιας ανεπιθύμητης εξέλιξης όσον αφορά το πιστωτικό άνοιγμα (credit spread) ανάμεσα σε δυο περιουσιακά στοιχεία ίδιας λήξης αλλά διαφορετικού πιστωτικού κινδύνου. Εδώ, το ένα μέλος πληρώνει ένα χρηματικό ποσό-ασφάλιστρο για την αγορά του δικαιώματος και επομένως του δικαιώματος να πουλήσει ένα ομόλογο (αν πρόκειται για αγορά δικαιώματος πώλησης) στο άλλο μέλος σε συγκεκριμένο άνοιγμα (spread strike) σε κάποια χρονική στιγμή στο μέλλον. Το πιστωτικό αυτό άνοιγμα είναι η διαφορά στην απόδοση ανάμεσα στην πιστωτική κατάταξη του στοιχείου αναφοράς (reference credit) και σε ένα προκαθορισμένο επιτόκιο που θεωρείται και το σημείο αναφοράς (π.χ. Libor). Έτσι, σε ένα τέτοιο παράγωγο προϊόν οι πληρωμές βασίζονται στην κίνηση-τάση της αξίας της πιστωτικής κατάταξης του στοιχείου αναφοράς (reference credit) έναντι κάποιου άλλου.

Ο αγοραστής ενός τέτοιου δικαιώματος πώλησης πραγματοποιεί κάποιο κέρδος εάν το πιστωτικό άνοιγμα αυξάνει σαν αποτέλεσμα της μείωσης της πιστωτικής ποιότητας (credit quality). Ο αγοραστής πάλι ενός τέτοιου δικαιώματος αγοράς θεωρεί

ότι στο μέλλον θα βελτιωθεί η πιστωτική ποιότητα. Εάν λοιπόν το πιστωτικό άνοιγμα μειωθεί αυτός θα πραγματοποιήσει κέρδος.

Θα πρέπει εδώ να αναφέρουμε πως, σύμφωνα με κάποια εμπειρικά στοιχεία, το άνοιγμα ανάμεσα σε δύο περιουσιακά στοιχεία τείνει να αυξάνει καθώς η πιστωτική κατάταξη του στοιχείου αναφοράς χειροτερεύει(και κατά συνέπεια το περιουσιακό αυτό στοιχείο είναι υψηλότερου πιστωτικού κινδύνου) και η λήξη αυξάνει, παρόλο που κάποια θεωρητικά μοντέλα προβλέπουν μείωση στο άνοιγμα καθώς η λήξη αυξάνεται. Παρακάτω ακολουθεί σχηματική απεικόνιση ενός δικαιώματος πώλησης πιστωτικού ανοίγματος (Credit Spread Put):

#### Διάγραμμα 14. Περιγραφή Credit Spread Put



#### 2.8.3 Default Swaptions ή Credit Default Swap Options

Όπως μπορούμε να υποθέσουμε και από την ονομασία του προϊόντος αυτού, εδώ πρόκειται για δικαιώματα πάνω σε πιστωτικές συμφωνίες ανταλλαγής (Credit Default Swaps). Συγκεκριμένα, πρόκειται για δικαιώματα αγοράς ή πώλησης μιας συγκεκριμένης πιστωτικής συμφωνία ανταλλαγής σε συγκεκριμένη χρονική στιγμή στο μέλλον, που αφορά συγκεκριμένη οντότητα αναφοράς. Τα δικαιώματα αυτά τώρα παύουν να υφίστανται αν η οντότητα αναφοράς χρεοκοπήσει πριν την λήξη του δικαιώματος ή λάβει χώρα οποιοδήποτε γεγονός που σύμφωνα με τους όρους της πιστωτικής συμφωνίας ανταλλαγής χαρακτηρίζεται ως αθέτηση.

Ακόμη, τα δικαιώματα αγοράς προστασίας (protection calls) ονομάζονται Payer Default Swaptions ενώ τα δικαιώματα πώλησης προστασίας (protection puts) ονομάζονται Receiver Default Swaptions. Η απόφαση πάλι για την εξάσκηση ή όχι ενός τέτοιου δικαιώματος βασίζεται μόνο στο πιστωτικό άνοιγμα(credit spread) για αυτό και τα προϊόντα αυτά θεωρούμε καθαρά πιστωτικά προϊόντα ενώ η τιμολόγησή τους



στηρίζεται κυρίως στην μεταβλητότητα του ανοίγματος των πιστωτικών συμφωνιών ανταλλαγής. Τα προϊόντα αυτά δίνουν στον επενδυτή την ευκαιρία να εκφράσει την πρόβλεψή του για το μελλοντικό επίπεδο και την διακύμανση του ανοίγματος πιστωτικής συμφωνίας ανταλλαγής για έναν συγκεκριμένο εκδότη ή επιχείρηση. Μπορούν επίσης να διαπραγματεύονται ξεχωριστά ή να υπάρχουν μέσα σε συμφωνίες που ονομάζονται Callable Default Swaps και τις οποίες θα δούμε παρακάτω. Η συνήθης λήξη της υποκείμενης πιστωτικής συμφωνίας ανταλλαγής είναι πέντε έτη αλλά μπορεί να κυμαίνεται από ένα έως δέκα έτη και το χρονικό διάστημα όπου το δικαίωμα λήγει είναι συνήθως από τρεις μήνες έως έναν χρόνο.

Έστω τώρα ότι ένας επενδυτής αγοράζει ένα δικαίωμα αγοράς βάση του οποίου έχει την δυνατότητα να αγοράσει πενταετή προστασία για μια επιχείρηση σε ένα χρόνο από τώρα και για 190 μονάδες βάσης. Αν τώρα σε ένα χρόνο το άνοιγμα που προσφέρεται για τετραετή προστασία βρίσκεται πάνω από τις 190 μονάδες βάσης τότε το δικαίωμα θα εξασκηθεί. Αντιθέτως, αν το άνοιγμα μειωθεί τότε το δικαίωμα δεν θα εξασκηθεί καθώς ο αγοραστής του έχει την δυνατότητα να αγοράσει προστασία φθηνότερα. Η πληρωμή που αφορά την αγορά του δικαιώματος θεωρούμε ότι έχει γίνει αρχικά.

Παρομοίως, κάποιος θα μπορούσε να αγοράσει ένα δικαίωμα πώλησης προστασίας για μια επιχείρηση, έστω πάλι για πενταετή προστασία στις 190 μονάδες βάσης, η οποία προστασία θα αρχίσει να παρέχεται σε ένα χρόνο. Αν τώρα το άνοιγμα που αφορά τετραετή πιστωτική συμφωνία ανταλλαγής σε ένα χρόνο από τώρα βρεθεί κάτω από τις 190 μονάδες βάσης ο αγοραστής του δικαιώματος πώλησης φυσικά και θα ασκήσει το δικαίωμα αυτό καθώς θα μπορεί να πουλά προστασία ακριβότερα. Ακόμη, για την αγορά του δικαιώματος ο επενδυτής θα πληρώσει κάποιο ποσό γνωστό ως premium.

## **2.9 Callable Default Swaps**

Τα προϊόντα αυτά αποτελούν έναν συνδυασμό πιστωτικής συμφωνίας ανταλλαγής και πώλησης ενός «ενσωματωμένου» δικαιώματος πώλησης πάνω στην πιστωτική συμφωνία ανταλλαγής. Ο πωλητής μιας τέτοιας συμφωνίας ουσιαστικά αγοράζει τον πιστωτικό κίνδυνο του αντισυμβαλλόμενου αλλά μαζί πουλά και ένα δικαίωμα πώλησης στον αντισυμβαλλόμενο, το οποίο του δίνει την να πάψει να αγοράζει προστασία. Το δικαίωμα βέβαια μπορεί να ασκηθεί σε συγκεκριμένο άνοιγμα και σε συγκεκριμένη χρονική στιγμή στο μέλλον.

Παραδείγματος χάρη, ένας επενδυτής(αγοραστής κινδύνου-πωλητής προστασίας) πουλά σε μια επιχείρηση το προϊόν αυτό πουλά πενταετή προστασία για 290 μονάδες βάσης, με διαθέσιμο το δικαίωμα σε ένα χρόνο. Αν σε έναν χρόνο από την αγορά προσφέρεται τετραετή προστασία στην επιχείρηση μικρότερη από 290 μονάδες βάσης, τότε η επιχείρηση ασκεί το ενσωματωμένο δικαίωμα πώλησης πάνω στην πιστωτική συμφωνία ανταλλαγής και ακυρώνει την προστασία καθώς μπορεί να αγοράσει προστασία φθηνότερα. Αν πάλι σε ένα χρόνο η αγορά προσφέρει τετραετή προστασία για πάνω από 290 μονάδες βάσης τότε το δικαίωμα δεν ασκείται από την επιχείρηση και ο επενδυτής συνεχίζει να της παρέχει προστασία για τα υπόλοιπα τέσσερα έτη και για 290 μονάδες βάσης.

## **2.10 Credit Default Swap Forwards**

Τα προθεσμιακά συμβόλαια πάνω σε πιστωτικές συμφωνίες ανταλλαγής, αποτελούν μια υποχρέωση αγοράς ή πώλησης συγκεκριμένης πιστωτικής συμφωνίας ανταλλαγής (Credit Default Swaps) η οποία αφορά συγκεκριμένη οντότητα αναφοράς και πρέπει να γίνει σε μια συγκεκριμένη χρονική στιγμή στο μέλλον(η αγορά ή πώληση της πιστωτικής συμφωνίας ανταλλαγής). Αν τώρα η οντότητα αναφοράς προβεί σε πράξη που θεωρείται αθέτηση πριν την συγκεκριμένη χρονική στιγμή που θα έπρεπε να πραγματοποιηθεί η αγορά ή πώληση της πιστωτικής συμφωνίας ανταλλαγής τότε το προθεσμιακό συμβόλαιο παύει να υφίσταται, τερματίζεται.

Παραδείγματος χάρη, μια τράπεζα μπορεί να αποτελέσει το μέλος ενός προθεσμιακού συμβολαίου (forward) όπου συμφωνεί να πουλήσει τετραετή προστασία σε μια επιχείρηση για 170 μονάδες βάσης, η οποία θα ξεκινήσει να παρέχεται σε ένα χρόνο. Αν όμως η επιχείρηση χρεοκοπήσει πριν τον ένα αυτό χρόνο τότε η υποχρέωση της τράπεζας απέναντι στην επιχείρηση παύει να υφίσταται.

## **2.11 Υβριδικά Προϊόντα (Hybrid Products)**

Τα υβριδικά πιστωτικά προϊόντα είναι προϊόντα τα οποία συνδυάζουν τον πιστωτικό κίνδυνο με άλλους κινδύνους της αγοράς όπως τον κίνδυνο των επιτοκίων ή τον κίνδυνο συναλλάγματος. Δηλαδή, αποτελούν έγγραφα πιστωτικού γεγονότος τα οποία συνδέονται με την αξία των πληρωμών ενός παραγωγού, όπως μιας συμφωνίας ανταλλαγής επιτοκίων (interest rate swap).

Παραδείγματος χάρη, αν κάποιος έχει πραγματοποιήσει μια συμφωνία ανταλλαγής επιτοκίων και θέλει να «απαλλαγεί» από τον κίνδυνο του αντισυμβαλλόμενου (counterparty risk), τότε μπορεί να αγοράσει προστασία για τον κίνδυνο του αντισυμβαλλόμενου, όπου η πληρωμή αθέτησης-αποζημίωση θα συνδέεται με το κόστος αντικατάστασης της συμφωνίας ανταλλαγής επιτοκίων.

## 2.12 Χρήσεις των Πιστωτικών Παραγώγων

Γενικότερα, όπως θα παρατηρήσαμε και παραπάνω, τα πιστωτικά παράγωγα προϊόντα χρησιμοποιούνται για την διαχείριση των πιστωτικών γραμμών αλλά επιπλέον και για να μειώσουν τα πιστωτικά ιδρύματα τα κεφάλαια που είναι υποχρεωμένα να κατακρατούν (regulatory arbitrage). Βέβαια, αυτές είναι χρήσεις που αφορούν τον αγοραστή προστασίας. Ένας πωλητής προστασίας από την άλλη, μπορεί να χρησιμοποιήσει τα προϊόντα λόγω ευκαιριών στην μείωση του κόστους χρηματοδότησης (funding arbitrage) ή για να αλλάξει τη δομή ενός προϊόντος.

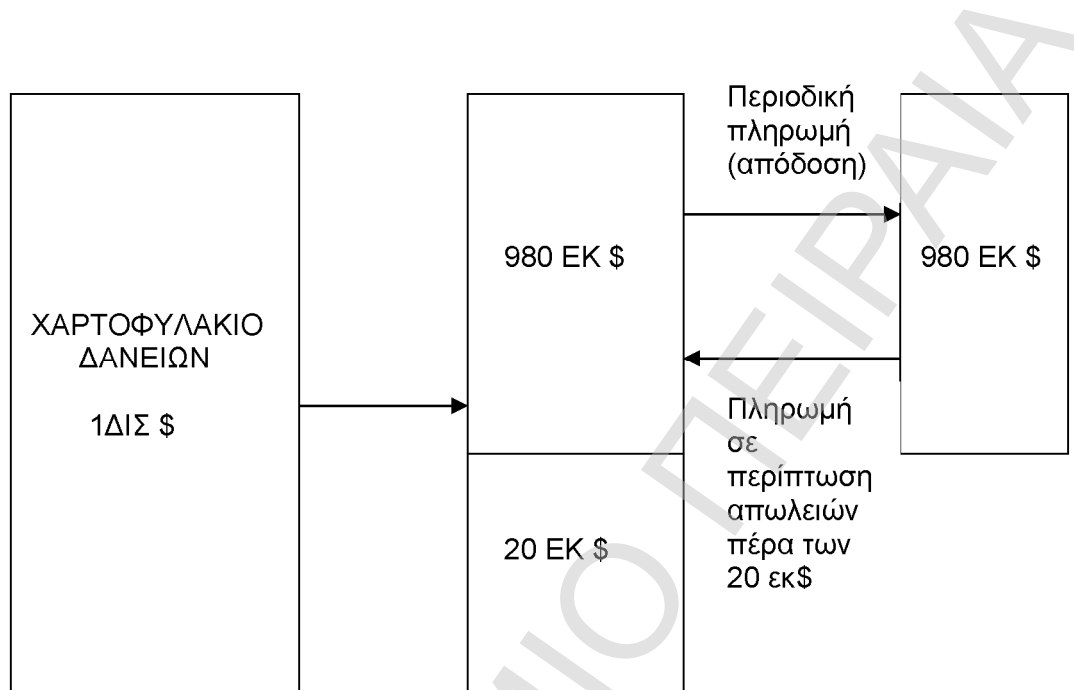
Όταν τώρα αναφερόμαστε στην διαχείριση των πιστωτικών γραμμών εννοούμε των χειρισμό καταστάσεων όπου μια τράπεζα έχει δώσει δάνεια σε επιχειρήσεις συγκεκριμένων τομέων της οικονομίας. Ενώ ο κίνδυνος αυτός της συγκέντρωσης θα μπορούσε να μετριαστεί από την τράπεζα με άλλους τρόπους (όπως την πώληση δανείων στην δευτερογενή αγορά ή την παροχή δανείων στους όχι μέχρι πρότινος τομείς), υπάρχουν κάποια πλεονεκτήματα εάν χρησιμοποιηθούν τα πιστωτικά παράγωγα για αυτό τον σκοπό. Κατά πρώτον, δεν θα επηρεαστεί αρνητικά η σχέση πελάτη-τράπεζας και κατά δεύτερον, η παροχή δανείων σε άλλους τομείς μπορεί να εκθέσει την τράπεζα σε νέους κινδύνους. Τα πιστωτικά παράγωγα λοιπόν δίνουν την δυνατότητα διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου δανείων χωρίς να υπάρξει κάποια αρνητική επιρροή στις σχέσεις με τους πελάτες και παρέχοντας αποτελεσματικότητα κόστους. Να αναφέρουμε πως αν υπάρξει κάποιο γεγονός που θα επηρεάσει αρνητικά τον τομέα που η τράπεζα παρέχει δάνεια, τότε όλες οι επιχειρήσεις στις οποίες η τράπεζα έχει δανείσει, και ανήκουν όλες στον ίδιο τομέα, θα δυσκολευτούν ή θα αδυνατούν να αποπληρώσουν τα χρέη τους προς την τράπεζα. Αυτό λοιπόν εννοούμε όταν αναφερόμαστε στον κίνδυνο συγκέντρωσης.

Όσον αφορά τώρα τα κεφάλαια που είναι υποχρεωμένες να κρατούν οι τράπεζες, αυτά θα πρέπει να είναι ίσα με το οκτώ τις εκατό της λογιστικής αξίας του

συνόλου των δανείων, στις περισσότερες των περιπτώσεων. Από την άλλη υπάρχουν μεγάλες τράπεζες που χρησιμοποιούν εσωτερικά μοντέλα αξιολόγησης των πελατών και εκτίμησης του πιστωτικού κινδύνου, τα οποία υποδεικνύουν ένα εύρος κεφαλαίων που πρέπει να κρατείτε ανάλογα με την πιστοληπτική ικανότητα του εκάστοτε πελάτη. Οι τράπεζες αυτές λοιπόν μπορούν να χρησιμοποιήσουν τις πιστωτικές συμφωνίες ανταλλαγής για να “ξεφορτωθούν” δάνεια χαμηλού πιστωτικού κινδύνου και πιο συγκεκριμένα αυτά που απαιτούν κράτηση κεφαλαίων χαμηλότερη από το οκτώ τοις εκατό της λογιστικής τους αξίας, τα οποία θα μείωναν την απόδοση κεφαλαίου της τράπεζας.

Παραδείγματος χάρη, έστω μια τράπεζα η οποία έχει στην κατοχή της ένα χαρτοφυλάκιο δανείων υψηλά καταταγμένο όσον αφορά τον βαθμό πιστοληπτικής κατάταξης, συνολικής αξίας 1 δισεκατομμυρίου δολαρίων. Αν η τράπεζα δεν πραγματοποιήσει κάποια πιστωτική συμφωνία τότε θα πρέπει να κατακρατεί κεφάλαιο ίσο με 80 εκ δολάρια ( $1 \text{ δις} * 8\% * 100\%$ ). Αν όμως η τράπεζα πραγματοποιήσει μια πιστωτική συμφωνία ανταλλαγής (credit default swap) με μια τράπεζα χαμηλότερης πιστωτικής κατάταξης για το ποσό των 980 εκ δολαρίων, τότε το κεφάλαιο που θα πρέπει να παρακρατεί θα είναι ίσο με 35,6 εκ δολάρια ( $= 980 * 8\% * 20\% + 20 * 100\%$ ). Να προσθέσουμε πως η πιστωτική συμφωνία ανταλλαγής αφορά απώλειες πέρα των 20 εκατομμυρίων δολαρίων.

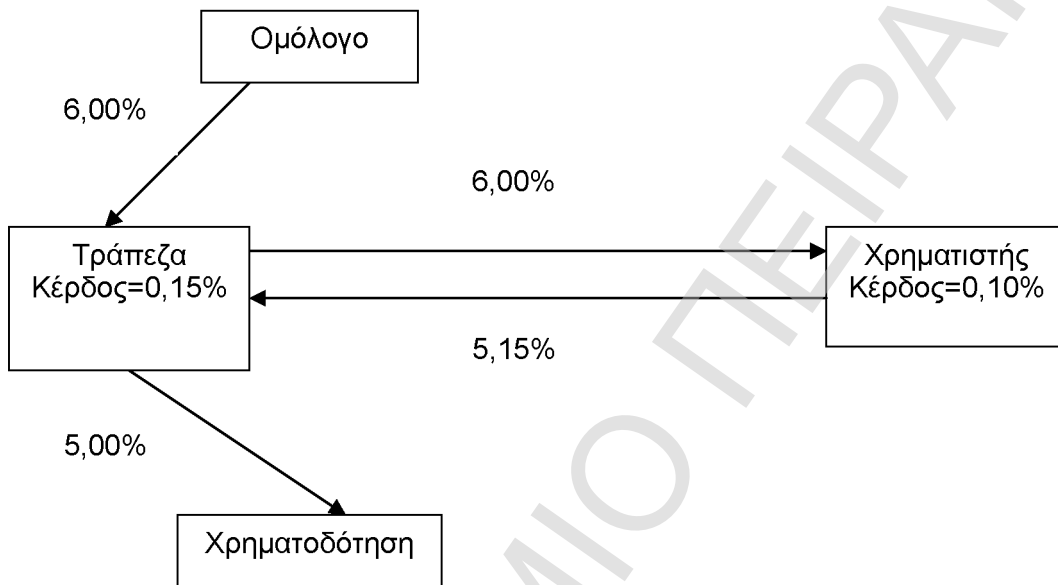
### Διάγραμμα 15. Παράδειγμα χρήσης Credit Default Swap



Με αυτό τον τρόπο η τράπεζα συνεχίζει να έχει στην κατοχή της το σύνολο του χαρτοφυλακίου δανείων, οι σχέσεις της με τους δανειζόμενους δεν επηρεάζονται, μειώνεται ο πιστωτικός κίνδυνος και παράλληλα μπορεί να ωφεληθεί από την πλευρά της απόδοσης καθώς το χαρτοφυλάκιο των 20 εκ \$ που διατηρεί έχει την υψηλότερη απόδοση (ταυτόχρονα όμως και τον υψηλότερο κίνδυνο).

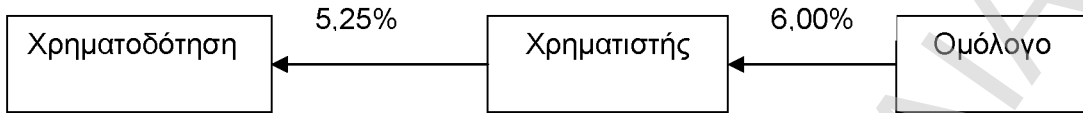
Επιπλέον, τα πιστωτικά παράγωγα μπορούν, όπως αρχικά αναφέραμε, να χρησιμοποιηθούν από τράπεζες που μπορούν να χρηματοδοτηθούν με χαμηλό κόστος και έπειτα αυτές να «δανείσουν» το ανταγωνιστικό αυτό πλεονέκτημά τους σε επενδυτές οι οποίοι μπορούν αλλιώς να δανειστούν με υψηλότερο από την τράπεζα κόστος, σε αντάλλαγμα βέβαια της μεταφοράς του πιστωτικού κινδύνου από την τράπεζα στους επενδυτές. Η διαδικασία αυτή αφορά αυτό που αρχικά αναφέραμε ως 'funding arbitrage'. Παρακάτω, ακολουθεί ένα διάγραμμα αυτής της διαδικασίας, το οποίο και θα εξηγήσουμε αναλυτικά.

Διάγραμμα 16. Παράδειγμα ενός funding arbitrage με την χρήση Total Return Swap



Έστω ότι η τράπεζα αγοράζει ένα ομόλογο υψηλού κινδύνου, το οποίο θα τις αποδίδει τοκομερίδιο ίσο με 6,00%, για την αγορά του οποίου η τράπεζα χρειάστηκε χρηματοδότηση με επιτόκιο 5,00%. Ακόμη, υποθέτουμε πως η τράπεζα προχωρά σε μια πιστωτική συμφωνία ανταλλαγής με έναν χρηματιστή, όπου αυτή θα είναι ο αγοραστής προστασίας ενώ ο χρηματιστής ο πωλητής προστασίας. Ο χρηματιστής-πωλητής προστασίας υποθέτουμε ότι μπορούσε να δανειστεί-χρηματοδοτηθεί για να αγοράσει το ομόλογο με επιτόκιο ίσο με 5,25%. Ο χρηματιστής τώρα λαμβάνει από την τράπεζα την συνολική απόδοση του ομολόγου, δηλαδή το 6,00%(υποθέτοντας βέβαια ότι δεν υπάρχει κάποια αύξηση ή μείωση στην αξία του ομολόγου) και σε αντάλλαγμα πραγματοποιεί πληρωμές στην τράπεζα βάση επιτοκίου ίσου με 5,15%. Έτσι, η τράπεζα βελτιώνει το προφίλ κινδύνου της ενώ παράλληλα κερδίζει 0,15%. Ο χρηματιστής από την άλλη κερδίζει 0,85% απόδοση από την θέση που έχει πάρει (6,00%-5,15%) το οποίο είναι κατά 0,10% υψηλότερο από αν είχε δανειστεί με 5,25%.

**Διάγραμμα 17. Απόδοση εάν ο χρηματιστής δεν είχε κάνει χρήση του πιστωτικού παραγώγου**



Βέβαια, τώρα ο χρηματιστής αντιμετωπίζει τον κίνδυνο η τράπεζα-αντισυμβαλλόμενος να αθετήσει την συμφωνία της και να μην πραγματοποιήσει πληρωμές προς αυτόν, τον κίνδυνο δηλαδή του αντισυμβαλλόμενου (counterparty risk). Η τράπεζα από την άλλη, μπορεί να χρεώσει οποιοδήποτε επιτόκιο δανεισμού από 5,00% έως 5,25% στον χρηματιστή. Στην πράξη, το κέρδος που τελικά έχει και η τράπεζα αλλά και ο χρηματιστής θα πρέπει να είναι τέτοιο έτσι ώστε και οι δύο να αποζημιώνονται για τον κίνδυνο του αντισυμβαλλόμενου, τον οποίο αναλαμβάνουν πραγματοποιώντας αυτή την συναλλαγή.

Σε σχέση με αυτό που αναφέραμε στην αρχή της υποενότητας αυτής περί της αλλαγής της δομής προϊόντος, θα πρέπει να προσθέσουμε πως τα πιστωτικά παράγωγα κάνουν δυνατή την δημιουργία ενός προφίλ κινδύνου-απόδοσης το οποίου διαφορετικά ίσως ήταν είτε πολύ ακριβό είτε αδύνατον να επιτευχθεί στην χρηματαγορά. Για παράδειγμα, ας υποθέσουμε ότι ένας επενδυτής επιθυμεί να αγοράσει ένα ομόλογο λήξης πέντε ετών το οποίο έχει εκδοθεί από το κράτος της Βραζιλίας αλλά είναι εκφρασμένο σε ευρώ. Αν τώρα το περιουσιακό αυτό στοιχείο δεν υπάρχει, ο επενδυτής θα μπορούσε να αγοράσει ένα ομόλογο λήξης πέντε ετών το οποίο έχει εκδοθεί από το κράτος της Γερμανίας και είναι εκφρασμένο επίσης σε ευρώ. Ταυτόχρονα, ο επενδυτής θα μπορούσε να πουλήσει προστασία σε περίπτωση αθέτησης, λήξης πέντε ετών στην Βραζιλία. Πραγματοποιώντας τις δύο αυτές συναλλαγές, ο επενδυτής θα λαμβάνει τα τοκομερίδια του Γερμανικού ομολόγου και επιπλέον μια περιοδική αμοιβή από τη συμφωνία ανταλλαγής συνολικής απόδοσης (Total Return Swap) για την προστασία που παρέχει στον αντισυμβαλλόμενό του. Σε αντάλλαγμα για αυτή την πληρωμή, ο επενδυτής εκτός του ότι θα πρέπει να αποδίδει τα τοκομερίδια στον αγοραστή προστασίας, αναλαμβάνει και τον κίνδυνο να υποστεί απώλειες σε περίπτωση που η Βραζιλία αθετήσει το χρέος της. Το προφίλ του καθαρού κινδύνου και απόδοσης εδώ είναι παρόμοιο με την αγορά ενός ομολόγου το

οποίο έχει εκδώσει η Βραζιλία και η λήξη του είναι σε πέντε έτη εκφρασμένο βέβαια σε ευρώ.

Τα βελτιωμένα συστήματα διαχείρισης κινδύνου έχουν δώσει στις τράπεζες την δυνατότητα να απομονώνουν συγκεκριμένα κομμάτια-μέρη του χαρτοφυλακίου κινδύνων τους. Η αγορά τώρα των πιστωτικών παραγώγων έχει αναπτύξει εργαλεία με τα οποία είναι δυνατή μια αποτελεσματική διαχείριση αυτών των συγκεκριμένων κινδύνων, που η εκάστοτε τράπεζα επιθυμεί να απομονώσει. Ουσιαστικά, εδώ θέλουμε να αναφέρουμε πως τα πιστωτικά παράγωγα μπορούν να εφαρμοστούν, χρησιμοποιηθούν και στην διαχείριση ενός χαρτοφυλακίου δανείων.

### **2.13 Πιθανοί Κίνδυνοι που συνδέονται με τα Πιστωτικά Παράγωγα**

Παρόλο που τα πιστωτικά παράγωγα προσφέρουν πολλά οφέλη, αν δεν χρησιμοποιηθούν κατάλληλα μπορούν να αυξήσουν κάποιους από τους κινδύνους του οποίους συνήθως αντιμετωπίζουν οι συμμετέχοντες στην αγορά. Επιπλέον, η χρήση των πιστωτικών παραγώγων μπορεί να διαστρέψει τα υπάρχοντα κίνητρα της παρακολούθησης και διαχείρισης κινδύνου.

Το arbitrage που αφορά τα κεφάλαια που οι τράπεζες πρέπει να κρατούν ίσως οδηγήσει σε ορθότερη κατανομή των κεφαλαίων, αλλά παρόλα αυτά υπάρχει ο κίνδυνος η δραστηριότητα αυτή να οδηγήσει στην αύξηση του προφίλ κινδύνου μιας τράπεζας. Αυτό βέβαια συμβαίνει γιατί οι τράπεζες απαλλάσσονται από τα περιουσιακά στοιχεία χαμηλού κινδύνου και κρατούν τα περιουσιακά στοιχεία υψηλού κινδύνου. Η καθαρή επίδραση της δραστηριότητας αυτής (δηλαδή το κατά πόσο μια τράπεζα έχει τελικά πολύ περισσότερα ή πολύ λιγότερα κεφάλαια από όσα θα έπρεπε) εξαρτάται από το πόσο καλά το μοντέλο εκτίμησης κινδύνου της εκάστοτε τράπεζας αντικατοπτρίζει τους πραγματικούς κινδύνους όλου του χαρτοφυλακίου δανείων σε σχέση με το σταθερό ποσοστό του οκτώ τοις εκατό επί της λογιστικής αξίας του χαρτοφυλακίου των δανείων που θα έπρεπε να παρακρατούν.

Πιο συγκεκριμένα, αν το μοντέλο μιας τράπεζας εκτιμά καλύτερα το πόσα κεφάλαια που θα έπρεπε η τράπεζα να διατηρεί, σε σχέση βέβαια με το απλούστερο μοντέλο που προτείνεται από τους κανονισμούς, τότε το arbitrage μπορεί να επιτρέψει στην τράπεζα να επιτύχει μια καλύτερη εξισορρόπηση κινδύνου-απόδοσης χωρίς να υπάρξουν αρνητικές επιδράσεις.



Άλλος ένας κίνδυνος που συνδέεται με τα πιστωτικά παράγωγα, και αφορά κυρίως τα πιστωτικά παράγωγα που έχουν ως περιουσιακά στοιχεία αναφοράς δάνεια, έχει να κάνει με τα κίνητρα της παρακολούθησης δανείων. Σε κάθε δάνειο που δίνει μια τράπεζα παρακολουθεί την πιστωτική αξιοπιστία του δανειζόμενου. Αν όμως η τράπεζα αγοράσει πιστωτική προστασία, μέσω της χρήσης πιστωτικού παραγώγου, τότε η παρακολούθηση του δανείου πιθανόν να μην είναι το ίδιο αποδοτική με πριν. Αν όμως η λήξη του πιστωτικού παραγώγου είναι μικρότερη από την λήξη του δανείου τότε δεν θα υπάρξουν κίνητρα για μη αποτελεσματική παρακολούθηση καθώς η τράπεζα θα υπόκειται στον κίνδυνο μιας ενδεχόμενης αθέτησης μετά τη λήξη του παραγώγου προϊόντος. Επίσης, οι τράπεζες οι οποίες αποφεύγουν να παρακολουθούν την πιστωτική αξιοπιστία του δανειζόμενου αποκτούν κακό όνομα το οποίο ίσως αποδειχθεί δαπανηρό για την διεκπεραίωση συναλλαγών στην αγορά πιστωτικών παραγώγων.

Γενικότερα, τα πιστωτικά παράγωγα θα μπορούσαν να αυξήσουν την ρευστότητα και αποτελεσματικότητα των αγορών προϊόντων που εμπεριέχουν το χαρακτηριστικό του κινδύνου μέσω της δυνατότητας μεταφοράς του κινδύνου και της ξεχωριστής αποτίμησης του κινδύνου. Τα πιστωτικά παράγωγα επίσης, ίσως βελτιώσουν την διαδικασία ανακάλυψης τιμής του πιστωτικού κινδύνου.

## **2.14 Μέθοδοι Τιμολόγησης των Πιστωτικών Παραγώγων**

Διάφορες μεθοδολογίες θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν στην τιμολόγηση των πιστωτικών παραγώγων. Βέβαια, όλες χαρακτηρίζονται από κάποια πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα. Έτσι έχουμε:

### **2.14.1 Μοντέλα που βασίζονται στην εκτίμηση της αθέτησης-κατάταξη βάση βαθμολόγησης (Ratings-based default models)**

Τα μοντέλα αυτά αποτελούν μια θεωρητική προσέγγιση στην τιμολόγηση και στοχεύουν στον υπολογισμό της αναμενόμενης απώλειας που μπορεί να προέλθει από την αθέτηση. Τα δεδομένα που χρησιμοποιούνται από αυτά τα μοντέλα είναι εκτιμήσεις για την πιθανότητα αθέτησης και το ποσοστό ανάκτησης (την αξία δηλαδή του περιουσιακού στοιχείου έπειτα από την αθέτηση). Η πιθανότητα χρεοκοπίας μπορεί να εκτιμηθεί μέσω της χρήσης της πιστωτικής κατάταξης ενός χρεογράφου. Το ποσοστό

ανάκτησης που χρησιμοποιείται μπορεί να είναι ένα σταθερό ποσοστό ή να έχει προέλθει από κάποια στοχαστική διαδικασία (η οποία συμπεριλαμβάνει και κάποιες τυχαίες μεταβλητές).

Ένα πλεονέκτημα αυτής της μεθόδου είναι πως δεν είναι και τόσο δύσκολο να ακολουθηθεί καθώς παίρνει υπόψη της δεδομένα τα οποία παρέχονται από τρίτα μέλη που ειδικεύονται σε αυτό, αν βέβαια ο αντισυμβαλλόμενος είναι πρόθυμος να προβεί σε κάτι τέτοιο. Ωστόσο, η επιλογή συγκεκριμένης πιθανότητας αθέτησης και ποσοστού ανάκτησης περιλαμβάνει κάποιον κίνδυνο. Επιπλέον, το μοντέλο αυτό στηρίζεται σε ιστορικά δεδομένα, τα οποία δεν είναι απαραίτητα ότι αποτελούν και ένα σωστό κριτήριο για το μέλλον.

#### **2.14.2 Μοντέλα που βασίζονται στο πιστωτικό άνοιγμα (Credit spread-based models)**

Η μέθοδος αυτή εκτιμά ότι το πιστωτικό άνοιγμα ενός υποκείμενου ομολόγου, στοιχείου αναφοράς πάνω από ένα περιουσιακό στοιχείο το οποίο δεν έχει σχεδόν κανένα κίνδυνο αθέτησης και το οποίο στοιχείο βέβαια είναι παρόμοιας λήξης(κατ εκτίμηση φυσικά) μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως εκτίμηση για την τιμολόγηση των πιστωτικών συμφωνιών ανταλλαγής. Αν για παράδειγμα, το άνοιγμα για το ομόλογο ήταν 15 μονάδες βάσης(bp) πάνω από το LIBOR, τότε η περιοδική πληρωμή μιας πιστωτικής συμφωνίας ανταλλαγής (Credit Default Swap) θα μπορούσε να πραγματοποιείται βάση 15 μονάδων βάσης. Η μέθοδος αυτή μας δίνει από τη μια το μεγάλο πλεονέκτημα της ευκολίας υπολογισμού αλλά από την άλλη χρησιμοποιεί το λάθος συμπέρασμα πως το σύνολο του ανοίγματος αποδίδεται, αφορά μόνο τον πιστωτικό κίνδυνο.

#### **2.15 Η Επίδραση της Πιστωτικής Κατάταξης στο Άνοιγμα των Πιστωτικών Συμφωνιών Ανταλλαγής (CDS's Spread) αλλά και στο Πιστωτικό Άνοιγμα (Credit Spread)**

Σύμφωνα με έρευνα των Kenneth N. Daniels και Malene Shin Jensen (The Effect of Credit Ratings on Credit Default Swap Spreads and Credit Spreads, December 2005) που αφορούσε τη επίδραση της πιστωτικής κατάταξης στο άνοιγμα των πιστωτικών συμφωνιών ανταλλαγής αλλά και στο πιστωτικό άνοιγμα(ομολόγων), βρέθηκε πως υπάρχει μια υψηλή συσχέτιση ανάμεσα στο άνοιγμα των πιστωτικών συμφωνιών ανταλλαγής και στο πιστωτικό άνοιγμα (Credit Spread). Καθώς λοιπόν το

πιστωτικό άνοιγμα αυξάνει, αυξάνει και το άνοιγμα των πιστωτικών συμφωνιών ανταλλαγής και αντίστροφα.

Επίσης, η πιστωτική κατάταξη (credit rating) αποτελεί καθοριστικό παράγοντα και για το πιστωτικό άνοιγμα αλλά και για το άνοιγμα των πιστωτικών συμφωνιών ανταλλαγής. Το άνοιγμα των πιστωτικών συμφωνιών ανταλλαγής αλλά και το πιστωτικό άνοιγμα(ομολόγων που εκδόθηκαν από την ίδια οντότητα αναφοράς) αλλάζουν όταν μια επιχείρηση υποβαθμίζεται, όσον αφορά την πιστωτική της κατάταξη. Όμως, δεν βρέθηκε ότι μια αναβάθμιση έχει σαν αποτέλεσμα κάποια αλλαγή και ειδικότερα στο πιστωτικό άνοιγμα. Ακόμη, βρέθηκε πως οι αλλαγές στην πιστωτική κατάταξη προβλέπονται από την αγορά και των ομολόγων αλλά και των πιστωτικών συμφωνιών ανταλλαγής. Η αγορά όμως των πιστωτικών συμφωνιών ανταλλαγής είναι αυτή που αντιδρά γρηγορότερα και πιο αξιοσημείωτα στη αλλαγή της πιστωτικής κατάταξης από την αγορά των ομολόγων. Επιπλέον, ο αριθμός των κατηγοριών κατά τις οποίες αναταξινομείται μια επιχείρηση(όσον αφορά την πιστωτική της κατάταξη) αντικατοπτρίζεται και στο πιστωτικό άνοιγμα αλλά και στο άνοιγμα των πιστωτικών συμφωνιών ανταλλαγής. Μια αλλαγή διαφοράς δύο κατηγοριών έχει μεγαλύτερη επίδραση από ότι η αλλαγή κατά μια κατηγορία. Επίσης, μια αλλαγή στην πιστωτική κατάταξη έχει μεγαλύτερη επίδραση όταν αφορά επιχειρήσεις που κατατάσσονται χαμηλότερα από ότι για αυτές που κατατάσσονται σε υψηλότερη τάξη.

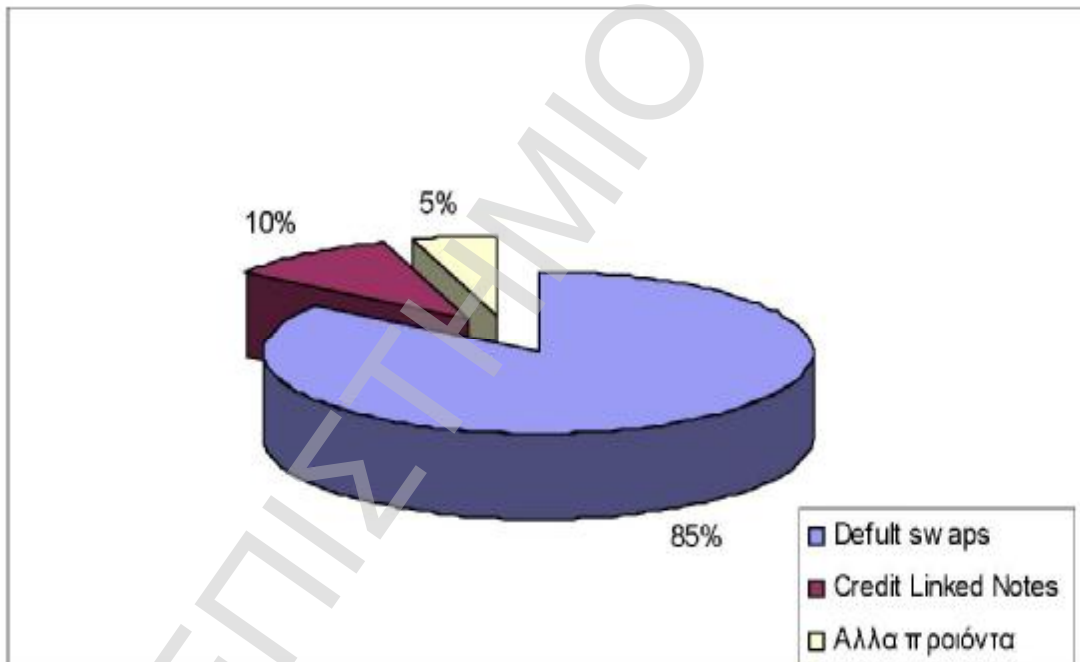
Επιπλέον, ο τομέας στον οποίο ανήκει η οντότητα αναφοράς εμπεριέχει σημαντικές πληροφορίες πάνω στο άνοιγμα των πιστωτικών συμφωνιών ανταλλαγής, οι οποίες πληροφορίες δεν αντικατοπτρίζονται στην πιστωτική κατάταξη της οντότητας αναφοράς.

## **2.16 Η Αγορά των Πιστωτικών Παραγώγων στις Αναδυόμενες Αγορές (Emerging Markets)**

Η αγορά αυτή απογειώθηκε κατά το δεύτερο μισό του 1997 ταυτόχρονα με την Ασιατική κρίση (Asian Crisis). Το 2001 βάση εκτιμήσεων το συνολικό μέγεθος της αγοράς, σε σχέση πάντα με το ιδεατό κεφάλαιο των συμβολαίων, θα κυμαινόταν στα 200-300 δισεκατομμύρια δολάρια ενώ το 50-60% του ποσού αυτού αφορούσε συμβόλαια που πραγματοποιήθηκαν στην Λατινική Αμερική, το 23-30% την Ανατολική Ευρώπη και το υπόλοιπο σε άλλες χώρες.

Λόγω της αστάθειας των αγορών αυτών (λόγω οικονομικών αλλά και νομισματικών πολιτικών, κυρίως στην Λατινική Αμερική), οι πιστωτικές συμφωνίες ήταν αυτές που κατείχαν το μεγαλύτερο μερίδιο της αγοράς και ειδικότερα το 85%, ποσοστό πολύ μεγαλύτερο σε σχέση με το μερίδιο που κατέχει το προϊόν αυτό στην παγκόσμια αγορά πιστωτικών παραγώγων, το 10% τα Credit Linked Notes ενώ μόλις το υπόλοιπο 5% άλλα πιστωτικά παράγωγα (First Default Basket Products, Synthetic Collateralized Debt Obligations), όπως άλλωστε βλέπουμε και αμέσως παρακάτω.

**Διάγραμμα 18. Μερίδια Αγοράς Πιστωτικών Παραγώγων**



Οι κύριοι συμμετέχοντες τώρα στην αγορά αυτή είναι τα αμοιβαία κεφάλαια, άλλα κερδοσκοπικά κεφάλαια (hedge funds), τα συνταξιοδοτικά ταμεία αλλά και οι τράπεζες.

## 2.17 Συμπερασματικές Παρατηρήσεις

Η σημαντικότητα και η ανάγκη για την διαχείριση κινδύνων έχει γίνει ακόμα πιο εμφανής λόγω της απελευθεροποίησης, της παγκοσμιοποίησης αλλά και της μεταβλητότητας των χρηματοοικονομικών αγορών. Επιπλέον, ο αυξανόμενος ανταγωνισμός έχει οδηγήσει στην αύξηση των κινδύνων(και κυρίως του πιστωτικού για τα τραπεζικά ιδρύματα) και έτσι η διαχείριση αυτών καθίσταται ακόμη πιο αναγκαία ώστε να υπάρξει σταθερότητα όχι μόνο σε εταιρίες αλλά και στις χρηματοοικονομικές αγορές. Τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα λοιπόν αποτελούν χρήσιμα εργαλεία για την αντιστάθμιση κινδύνων, συμπεριλαμβανομένων του κινδύνου των επιτοκίων, του κινδύνου συναλλαγματικών ισοτιμιών και του πιστωτικού κινδύνου.

Όσον αφορά την αντιστάθμιση του κινδύνου των επιτοκίων, υπάρχουν διάφορα παράγωγα προϊόντα όπως οι συμφωνίες ανταλλαγής επιτοκίων (Interest Rate Swaps) και δικαιώματα όπως τα Interest Rate Caps, Floors και Collars. Τα προϊόντα αυτά πέραν της γενικής τους μορφής χρησιμοποιούνται και με κάποιες παραλλαγές και έτσι υφίσταται δυνατό ο εκάστοτε χρήστης να μπορεί να τα προσαρμόζει στις δικές του ανάγκες και να επιλέγει το προϊόν αυτό το οποίο θεωρεί ότι του παρέχει τους πιο ανταγωνιστικούς όρους. Βέβαια, παρόλο που τα προϊόντα αυτά χρησιμοποιούνται για την αντιστάθμιση κινδύνου δεν σημαίνει ότι περιλαμβάνουν κινδύνους. Παραδείγματος χάρη, σε μια συμφωνία ανταλλαγής επιτοκίων και τα δύο μέλη εκτίθενται στον πιστωτικό κίνδυνο, δηλαδή στον κίνδυνο ο αντισυμβαλλόμενος τους να αθετήσει την συμφωνία. Τα παράγωγα προϊόντα που χρησιμοποιούνται για την αντιστάθμιση του κινδύνου των επιτοκίων μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την σταθεροποίηση του κόστους δανεισμού, την προστασία από μια πιθανή άνοδο των επιτοκίων, την εκμετάλλευση πιθανής πτώσης των επιτοκίων αλλά επιπλέον την εκμετάλλευση των ατελειών της αγοράς. Η χρησιμότητα των προϊόντων αυτών καθώς και τα οφέλη και κέρδη που η χρήση τους μπορεί να επιφέρει έχει αρχίσει να γίνεται αντιληπτή πέρα από τις χρηματοοικονομικές εταιρίες και από κυβερνήσεις αλλά και μη κερδοσκοπικούς οργανισμούς.

Η αντιστάθμιση του κινδύνου των συναλλαγματικών ισοτιμιών μπορεί να γίνει επίσης, μέσω της χρήσης συμφωνιών ανταλλαγής συναλλάγματος (Cross Currency

Swaps), δικαιωμάτων και προθεσμιακών συμβολαίων (forwards). Και εδώ υπάρχουν παραλλαγές των προϊόντων έτσι ώστε να καλύπτονται οι ανάγκες των διαφόρων χρηστών αλλά και να προσφέρονται κάποιοι ανταγωνιστικοί όροι στους χρήστες. Οι ανταγωνιστικοί αυτοί όροι φυσικά συνεπάγονται και κάποιο πιθανό κόστος. Ακόμη, μέσω των προϊόντων αυτών οι επιχειρήσεις μπορούν να αντλήσουν φθηνότερα κεφάλαια από ξένες αγορές ή να επιτύχουν υψηλότερες αποδόσεις στις ξένες αγορές ενώ συγχρόνως θα είναι προστατευμένες από μια δυσμενή μεταβολή της συναλλαγματικής ισοτιμίας.

Η ανάγκη για διαχείριση και αντιστάθμιση του πιστωτικού κινδύνου γίνεται όλο και πιο αντιληπτή από τους συμμετέχοντες στη αγοράς κεφαλαίου. Πλέον, η αγορά των πιστωτικών παραγώγων παρουσιάζει ραγδαία εξέλιξη. Προϊόντα της αγοράς αυτής είναι οι συμφωνίες ανταλλαγής, οι προθεσμιακές συμβάσεις αλλά και τα δικαιώματα. Με την χρήση των προϊόντων αυτών επιδιώκεται η απομόνωση και μεταφορά του πιστωτικού κινδύνου χωρίς όμως η εκάστοτε επιχείρηση-κάτοχος ενός προϊόντος που φέρει πιστωτικό κίνδυνο(π.χ. δάνειο) να πάψει να έχει το προϊόν στην κατοχή της.

Τα πιστωτικά παράγωγα αποτελούν συναλλαγές που πραγματοποιούνται μεταξύ επαγγελματιών. Και ενώ ένας είναι ο κοινός σκοπός χρήσης των πιστωτικών παραγώγων, τα χαρακτηριστικά τους δεν συμπίπτουν απαραίτητα. Κύριο προϊόν της αγοράς των πιστωτικών παραγώγων αποτελούν τα Credit (Default) Swaps. Οι τράπεζες συνήθως τα χρησιμοποιούν για να «κλειδώσουν» το πιστωτικό κίνδυνο που προέρχεται από τις συναλλαγές με τους πελάτες. Παρόλα αυτά το προϊόν αυτό μπορεί να έχει και άλλες χρήσεις, όπως την επίτευξη υψηλότερων αποδόσεων. Επίσης, υπάρχουν κάποιες παραλλαγές σε σχέση με την γενική μορφή ενός Credit (Default) Swap οι οποίες και προσφέρουν μια καλύτερη διαχείριση του πιστωτικού κινδύνου. Βέβαια, όπως έχουμε προαναφέρει άλλωστε οι παραλλαγές αυτές και γενικότερα κάθε παραλλαγή μπορεί να υπερέχει σε κάποια χαρακτηριστικά αλλά θα συνεπάγεται είτε κάποιο μεγαλύτερο κόστος είτε μικρότερη κάλυψη όσον αφορά τον πιστωτικό κίνδυνο.

Άλλα πιστωτικά παράγωγα είναι οι συμφωνίες ανταλλαγής συνολικής απόδοσης (Total Rate of Return Swap), τα οποία όπως φαίνεται και από την ονομασία τους διαφέρουν από τα υπόλοιπα στο ότι ανταλλάσσουν την απόδοση ενός περιουσιακού στοιχείου, μεταφέροντας κατά αυτόν τον τρόπο τον πιστωτικό κίνδυνο του περιουσιακού στοιχείου. Επίσης, η διαφορά αυτή από τα υπόλοιπα είναι αυτή που το κάνει να έχει πολλές άλλες χρήσεις-οφέλη πέραν της αντιστάθμισης και να αποτελεί μια ελκυστική συμφωνία και για τα δύο μέλη.

Γενικότερα, υπάρχει ένα πλήθος παράγωγων προϊόντων τα οποία χαρακτηρίζονται από το ότι μεταφέρουν τον πιστωτικό κίνδυνο όχι απαραίτητα μόνο ενός περιουσιακού στοιχείου αλλά και ενός χαρτοφυλακίου περιουσιακών στοιχείων.

Πέρα των συμφωνιών ανταλλαγής, υπάρχουν και τα πιστωτικά δικαιώματα όπου η δραστηριότητα γύρω από αυτά άρχισε να αναπτύσσεται ουσιαστικά πρόσφατα. Τα δικαιώματα βέβαια διαφέρουν από τις συμφωνίες και τα προθεσμιακά συμβόλαια στο ότι δεν είναι απαραίτητο να ασκηθούν. Η ανάπτυξη της αγοράς των δικαιωμάτων είναι τόσο σημαντική που πλέον υπάρχουν δικαιώματα πάνω σε πιστωτικές συμφωνίες ανταλλαγής (Credit Default Swap). Όμως, υπάρχουν και συμφωνίες ανταλλαγής οι οποίες περιλαμβάνουν και ένα δικαίωμα. Παρατηρούμε λοιπόν, πως η ανάπτυξη της αγοράς πιστωτικών παραγώγων είναι εντυπωσιακή από την άποψη όχι μόνο της ποικιλίας αλλά κυρίως των προϊόντων τα οποία αποτελούν έναν συνδυασμό των συνηθισμένων προϊόντων, τα οποία προσφέρουν μια καλύτερη και αποτελεσματικότερη διαχείριση του πιστωτικού κινδύνου.

Πέραν όμως, της αντιστάθμισης αποκλειστικά του πιστωτικού κινδύνου υπάρχουν και προϊόντα τα οποία παρέχουν την δυνατότητα συνδυασμού του πιστωτικού κινδύνου με άλλους κινδύνους(υβριδικά προϊόντα). Διαπιστώνεται και εδώ λοιπόν το πόσο εντυπωσιακή είναι η εξέλιξη στην αγορά των πιστωτικών παραγώγων.

Βέβαια, τα πιστωτικά παράγωγα πέραν της αντιστάθμισης μπορούν να χρησιμοποιηθούν και για άλλους λόγους, όπως την μείωση των κεφαλαίων που είναι υποχρεωμένα να παρακρατούν τα πιστωτικά ιδρύματα, την μείωση του κόστους χρηματοδότησης αλλά και την αλλαγή ης δομής ενός προϊόντος(π.χ. ομολόγου). Ενώ τώρα τα προϊόντα αυτά προσφέρουν πολλά οφέλη μπορούν να επιφέρουν και κινδύνους, αν βέβαια δεν χρησιμοποιούνται κατάλληλα. Έτσι, θα πρέπει η χρήση τους να γίνεται με προσοχή και σύνεση.

Τα πιστωτικά παράγωγα λοιπόν αποτελούν προϊόντα με πολλές και σημαντικές χρήσεις, κυριότερη από τις οποίες είναι η αντιστάθμιση του πιστωτικού κινδύνου. Στην αγορά υπάρχουν πολλά προϊόντα και έτσι ο εκάστοτε διαχειριστής κινδύνου μπορεί να επιλέξει αυτό που ταιριάζει καλύτερα στις δικές του ανάγκες. Στο εγγύς μέλλον, η αγορά αυτή αναμένεται να παρουσιάσει ακόμα μεγαλύτερη ανάπτυξη και να αυξήσει το μερίδιό της στην αγορά του συνόλου των παραγώγων προϊόντων. Επίσης, νέα και πιο πολύπλοκα πιστωτικά παράγωγα πιθανόν να κάνουν την εμφάνισή τους.

## Βιβλιογραφία

### Ελληνική

Αγγελόπουλος Παναγιώτης, “Εισαγωγή στα Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα”, Αθήνα 2005

Καραθανάσης Γεώργιος, “Χρηματοοικονομικά Θέματα”, Αθήνα 2002

### Ξένα

“The J.P Morgan Guide to Credit Derivatives”, with contributions to the Risk Metrics Group, 2003

“Credit Derivatives Explained”, Lehman Brothers, 2001

“Credit Derivative Handbook – A Guide to Products, Valuation, Strategies and Risk”, Merrill Lynch, 2003

Noel Vaillant, “A Beginners Guide to Credit Derivatives”, 2001

Dominic Cane, “Introduction to Default Swaps”, 2000

A. Sanders, “Credit Risk Measurement”, 2001

“Options. Futures and other Derivatives”, J.Hull, Prentice Hall, 2003

Sonja Brajovic Bratanovic, Hennie van Greuning, “Analyzing and Managing Banking Risk, A Framework for Assessing Corporate Governance and Financial Risk” The World Bank, Washington, D.C., 2003

### Αρθρογραφία

Romain G. Ranciere, “Credit Derivatives in Emerging Markets”, IMF Policy Discussion Paper, International Monetary Fund 2001



Jonathan Batten, Warren Hogan, "A perspective on credit derivatives", International Review of Financial Analysis, 2002 (Elsevier Science Inc)

Kenneth N. Daniels, Malene Shin Jensen, "The Effect of Credit Ratings on Credit Default Swap Spreads and Credit Spreads", The Journal of Fixed Income, Euromoney Institutional Investor PLC, 2005

Janet Tavakoli, "Introduction to Credit Derivatives, Total Return Swaps – TRS", 2008

Rene M. Stulz, "Should We Fear Derivatives?", The Journal of Economic Perspectives, 2004

Martin P. Wolf, "Modelling Credit Risk and Pricing Credit Derivatives", USA 2002

Massimo Telesca, "Analysis of Credit Default Swaps: Market, Applications and Legal Issues", Avvocato, LLM, 2003

"The promise and perils of credit derivatives", University of Pennsylvania Law School, 2006

## Κεφάλαιο 3

### Χρηματοπιστωτική Κρίση

#### 3.1 Ιστορική Αναδρομή

##### 3.1.1 Η ιστορία των Κραχ

Ενα πρωινό του 1929 ο Τζόζεφ Κένεντι, πατέρας του δολοφονηθέντος προέδρου Τζον Φ. Κένεντι, άκουσε με έκπληξη τον λούστρο που του γυάλιζε τα παπούτσια να του δίνει μια «εμπιστευτική πληροφορία» για το χρηματιστήριο. Ο Κένεντι σκέφτηκε: «Αν ο λούστρος μου γνωρίζει περισσότερα από εμένα, κάτι δεν πάει καλά στη χρηματιστηριακή αγορά». Την ίδια ημέρα πούλησε όλες τις μετοχές του και έτσι απέφυγε τη χρεοκοπία στο περιφημο κραχ που ακολούθησε λίγο αργότερα.

Στις αρχές του 20ού αιώνα η νότια άκρη του Μανχάταν, εκεί όπου βρίσκεται η Γουόλ Στριτ, ήταν τόπος συγκέντρωσης μάλλον περιθωριακών τύπων που ρισκάρizαν τα χρήματά τους στην αγοραπωλησία μετοχών. Το κοινό, εκτός από μερικούς νεόπλουτους, αδιαφορούσε για τις μετοχές. Ενδεικτικό είναι ότι, όταν το 1896 ο Τσαρλς Ντόου εισήγαγε τον δείκτη Dow Jones, τα κύρια άρθρα των εφημερίδων αναφέρονταν στις τιμές του χρυσού και του ασημιού αγνοώντας τον δείκτη που συχνά μονοπωλεί τα σημερινά πρωτοσέλιδα. Στη δεκαετία του '20 όμως πολλά αμερικανικά νοικοκυριά ανακάλυψαν το χρηματιστήριο, το οποίο τότε ακόμη λειτουργούσε στο πεζοδρόμιο.

Η δεκαετία είχε ξεκινήσει δυσοίωνα: μια βόμβα είχε εκραγεί μπροστά στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης σκοτώνοντας 30 άτομα. Ο υπεύθυνος για τη βομβιστική επίθεση δεν βρέθηκε ποτέ (οι εφημερίδες κατηγορήσαν τους μπολσεβίκους και τους αναρχικούς) αλλά έγινε αιτία για να μετακομίσει, την επόμενη χρονιά, το χρηματιστήριο στο κτίριο της Γουόλ Στριτ όπου στεγάζεται ως σήμερα. Το 1924 το βιβλίο *Οι μετοχές ως μακροχρόνια επένδυση* του νεοϋορκέζου τραπεζίτη Εντγκαρ Λόρεν Σμιθ ενίσχυσε το ενδιαφέρον του κοινού για τις μετοχές. Ως το 1929 περισσότερες από ένα εκατομμύριο αμερικανικές οικογένειες είχαν μετοχές.

## ***Η Κρίση του 1929***

Το κραχ του χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης τον Οκτώβριο του 1929, γνωστό ως Μεγάλο Κραχ, ακολούθησε την περίοδο ανόδου και ευφορίας που είχε ξεκινήσει στα μέσα της δεκαετίας και είχε κορυφωθεί τον Αύγουστο του 1929. Οι τιμές των μετοχών έπεφταν από τον Σεπτέμβριο, αλλά η πτώση τους άρχισε να γίνεται απότομη στις 18 Οκτωβρίου. Πραγματικός πανικός κατέλαβε τους επενδυτές στις 24 Οκτωβρίου, ημέρα κατά την οποία πωλήθηκαν περίπου 13 εκατ. μετοχές (αριθμός ρεκόρ για την εποχή). Υστερα από εκείνη τη «Μαύρη Πέμπτη», ακολούθησαν μια «Μαύρη Δευτέρα» και μια «Μαύρη Τρίτη», κατά την οποία κινήθηκαν 16 εκατ. μετοχές και το χρηματιστήριο κατέρρευσε. Τη «βουτιά» του δείκτη μιμήθηκαν αρκετοί κατεστραμμένοι επιχειρηματίες, οι οποίοι αυτοκτόνησαν πηδώντας από τα παράθυρα των ουρανοξυστών που στέγαζαν τα γραφεία τους.

Τους μήνες πριν από εκείνη την αποφράδα «Μαύρη Τρίτη» 29 Οκτωβρίου 1929 οι πιο δημοφιλείς προσωπικότητες στις ΗΠΑ ήταν οι τραπεζίτες, οι χρηματιστές και οι οικονομολόγοι που συντηρούσαν την ευφορία και καλλιεργούσαν την εντύπωση ότι το χρηματιστήριο θα βρισκόταν σε μόνιμη άνοδο. Οσοι προειδοποιούσαν για τους κινδύνους αποκαλούνταν «Κασσάνδρες» και ελάχιστοι τους έδιναν σημασία. Μετά το Μεγάλο Κραχ οι ρόλοι αντιστράφηκαν: οι «Κασσάνδρες» έγιναν προφήτες και πολλοί πλούσιοι έγιναν φτωχοί μέσα σε μία ημέρα.

Η πτώση συνεχίστηκε σταθερά για χρόνια και οι μετοχές έχασαν ως και το 90% της αξίας τους. Το κραχ του 1929 έχει μείνει τόσο βαθιά εντυπωμένο στη συλλογική μνήμη εν μέρει επειδή επέσπευσε τη Μεγάλη Υφεση που ξεκίνησε από τις ΗΠΑ και έπληξε για μία δεκαετία όλες τις βιομηχανοποιημένες χώρες. Την καταστροφή των μεμονωμένων επενδυτών ακολούθησαν η πτώχευση τραπεζών και η μείωση της ζήτησης για αγαθά άρα και της παραγωγής σε παγκόσμιο επίπεδο. Στην Ελλάδα η κυβέρνηση του *Ελευθερίου Βενιζέλου* ένωσε για τα καλά τις επιπτώσεις από το κραχ: η ελληνική οικονομία επλήγη επειδή βασιζόταν στις εξαγωγές αγροτικών προϊόντων, για τα οποία μειώθηκε η ζήτηση, και στα εμβάσματα των μεταναστών, τα οποία άρχισαν να στραγγίζουν.

Ωστόσο το κραχ του 1929 είχε, σύμφωνα με τον οικονομολόγο Τζον Κένεθ Γκάλμπρειθ, μια «θεραπευτική» επίπτωση: έμεινε με ξεχωριστό τρόπο στη μνήμη του κόσμου και έτσι τις επόμενες δεκαετίες οι αγορές τίτλων χαρακτηρίστηκαν από τάξη. Χρειάστηκαν όμως 25 χρόνια για να ξαναπάρουν οι μετοχές την αξία που είχαν πριν

από το κραχ: μόνο το 1954 κατάφερε ο Dow Jones να φθάσει στα επίπεδα του φθινοπώρου του 1929 ενώ μετά τη «Μαύρη Δευτέρα» του 1987 χρειάστηκαν μόλις δύο χρόνια για να σκαρφαλώσει ξανά η τιμή πολλών μετοχών στα προ του κραχ επίπεδα.

### ***Η «φούσκα της Ν. Θάλασσας»***

Όπως ο Τζόζεφ Κένεντι αποδείχθηκε εξαιρετικά διορατικός το 1929, έτσι και ο μεγάλος επιστήμων *Ισαάκ Νεύτων* προέβλεψε το 1720 ότι θα έσπαιγε η «φούσκα» της Εταιρείας της Νότιας Θάλασσας (South Sea Company) και πούλησε εγκαίρως τις μετοχές του αποκομίζοντας το σημαντικό για την εποχή κέρδος των 7.000 στερλινών. Σύντομα όμως καταλήφθηκε από μια «*παράλογη έξαψη*», όπως την περιέγραψε, και επανατοποθέτησε τα χρήματά του στις ίδιες μετοχές. Το αποτέλεσμα ήταν να χάσει 20.000 στερλίνες όταν τελικώς η «φούσκα» έσκασε. Έτσι ο εφευρέτης του νόμου της βαρύτητας «ανακάλυψε» με τον χειρότερο τρόπο τους νόμους του χρηματιστηρίου.

Η Εταιρεία της Νότιας Θάλασσας ιδρύθηκε το 1711 για να επιδοθεί στο εμπόριο, κυρίως σκλάβων, με τη Λατινική Αμερική. Οι μετοχές της άρχισαν να γίνονται ανάρπαστες επειδή οι επενδυτές πίστευαν ότι η εταιρεία θα εξασφάλιζε το μονοπώλιο στο εμπόριο με τη Λατινική Αμερική. Τελικώς η συμφωνία που υπεγράφη με την Ισπανία, η οποία ήλεγχε τότε την ήπειρο, ήταν πολύ λιγότερο ευνοϊκή από τις προσδοκίες: η Μαδρίτη επέβαλε φόρο στο εμπόριο σκλάβων και επέτρεψε στην εταιρεία να στέλνει μόνο ένα πλοίο τον χρόνο στη Λατινική Αμερική. Η επιτυχία του πρώτου ταξιδιού, το 1717, ήταν μέτρια αλλά η εμπιστοσύνη προς την εταιρεία ενισχύθηκε όταν την ανέλαβε προσωπικά ο βασιλιάς *Γεώργιος Α'* της Βρετανίας.

Η αξία των μετοχών της συνέχισε να ανεβαίνει και η επιτυχία της γέννησε άλλες 100 εταιρείες, οι οποίες ήλπιζαν ότι θα επωφελούνταν από την ανοδική πορεία των τιμών. Πολλές από τις εταιρείες αυτές πουλούσαν «αέρα κοπανιστό» ήταν λ.χ. εταιρείες ασφάλισης αλόγων ή κατασκευής νοσοκομείων για την ανατροφή νόθων παιδιών. Το 1720 η κυβέρνηση ψήφισε τον «Νόμο της Φούσκας» προκειμένου να βάλει τέρμα σε αυτή την κατάσταση, όχι τόσο για να προστατεύσει τους αφελείς όσο για να εξασφαλίσει το κερδοσκοπικό μονοπώλιο της Εταιρείας της Νότιας Θάλασσας. Οι μετοχές της τελευταίας συνέχισαν να ανεβαίνουν: από τις 128 στερλίνες τον Ιανουάριο του 1720 ξεπέρασαν τις 1.000 στερλίνες τον Αύγουστο της ίδιας χρονιάς.

Το τέλος δεν άργησε να έρθει. Αρχισε όταν τα ανώτατα στελέχη της εταιρείας πούλησαν τις μετοχές τους για να εκταμιεύσουν τα κέρδη τους και κορυφώθηκε στο τέλος του 1720, όταν οι μετοχές άξιζαν μόλις 124 στερλίνες. Οι αγανακτισμένοι επενδυτές έκαναν δημόσιες συγκεντρώσεις και ζητούσαν την παραδειγματική τιμωρία των υπευθύνων της Εταιρείας της Νότιας Θάλασσας. Αλλά όπως παρατήρησε πολύ εύστοχα έναν αιώνα αργότερα ο *Τσαρλς Μακ Κέι*, συγγραφέας του βιβλίου *Ασυνήθιστες λαϊκές πλάνες και η τρέλα των μαζών*, «*κανείς δεν φαντάστηκε ότι το ίδιο το έθνος ήταν τόσο ένοχο όσο η εταιρεία. Κανείς δεν κατηγορήσε την ευπιστία και τη φιλαργυρία του λαού, την ταπεινωτική λατρεία του κέρδους*».

### **Το κόλπο του «Μισισσιπή»**

Οι βρετανοί επενδυτές της Εταιρείας της Νότιας Θάλασσας είχαν παρασυρθεί από τον πυρετό του κέρδους παραβλέποντας το ουσιαστικότερο στοιχείο: ότι η εταιρεία δεν εξασφάλισε το πολυπόθητο μονοπώλιο στο εμπόριο με τη Λατινική Αμερική. Και ας είχε προηγηθεί, λίγους μήνες νωρίτερα, η ίδια σχεδόν ιστορία στην άλλη πλευρά της Μάγχης. Το 1716 ο Σκωτσέζος *Τζον Λο* εξασφάλισε από το παλάτι της Γαλλίας την έγκριση να ιδρύσει μια τράπεζα και να εκδίδει τραπεζογραμμάτια. Το μόνο που έλειπε ήταν μια πηγή εσόδων σε σκληρό νόμισμα η οποία θα στήριζε την έκδοση των τραπεζογραμμάτων.

Η πηγή βρέθηκε: ήταν η εταιρεία Mississippi, που αργότερα μετονομάστηκε σε *Compagnie des Indes*. Η εταιρεία αυτή υποτίθεται ότι θα αποκτούσε τα αποθέματα χρυσού που υπήρχαν στην αμερικανική Πολιτεία της Λουιζιάνας. Αποδείξεις για την ύπαρξη χρυσού δεν υπήρχαν (ούτε έχει βρεθεί χρυσός ως σήμερα στη Λουιζιάνα), αλλά αυτά ήταν ψιλά γράμματα για τους φρενιασμένους επενδυτές εκείνης της εποχής. Όταν η εταιρεία εξέδωσε μετοχές, η ανταπόκριση ήταν τεράστια. Σκηνές αλλοφροσύνης διαδραματίζονταν στον δρόμο του Παρισιού όπου βρισκόταν το χρηματιστήριο και λέγεται ότι γυναίκες πουλούσαν ακόμη και το κορμί τους για να αποκτήσουν χρήματα για την αγορά μετοχών. Κανείς δεν φαινόταν να απασχολείται με το γεγονός ότι τα τραπεζογραμμάτια που εξέδιδε η τράπεζα στην οποία ανήκε η εταιρεία δεν υποστηρίζονταν από χρυσό αντίστοιχης αξίας. Τον Ιανουάριο του 1720 οι μετοχές της εταιρείας άξιζαν 36 φορές περισσότερο από την αρχική αξία τους, παρ' ότι ούτε κόκκος χρυσού δεν είχε βρεθεί στη Λουιζιάνα.

Το καλοκαίρι της ίδιας χρονιάς, λίγους μήνες πριν από το σπάσιμο της «φούσκας της Νότιας Θάλασσας» στη γειτονική Βρετανία, ήρθε το αναπόφευκτο τέλος στη Γαλλία. Λέγεται ότι όλα ξεκίνησαν όταν ο πρίγκιπας *Ντε Κοντί* αποφάσισε να στείλει τα τραπεζογραμμάτιά του στην τράπεζα για να τα εξαργυρώσει σε χρυσό. Πολλοί θέλησαν να τον μιμηθούν, θεωρώντας ότι ήταν προτιμότερο να κρατούν στα χέρια τους χρυσό παρά χαρτιά. Για να αποκατασταθεί η εμπιστοσύνη των επενδυτών, η τράπεζα μοίρασε φτυάρια σε ζητιάνους για να περιφέρονται στους δρόμους του Παρισιού παριστάνοντας ότι αναχωρούσαν για τη Λουιζιάνα για την εξόρυξη χρυσού. Όταν ο κόσμος αντιλήφθηκε ότι οι χρυσοθήρες αυτοί παρέμειναν ζητιάνοι στο Παρίσι, ένα αγανακτισμένο πλήθος συγκεντρώθηκε έξω από τα γραφεία της τράπεζας. Δεκαπέντε άτομα έχασαν τη ζωή τους στις συμπλοκές που ξέσπασαν τον Ιούλιο του 1720, ώσπου βγήκε μια ανακοίνωση ότι όχι μόνο οι μετοχές αλλά ούτε και τα τραπεζογραμμάτια μπορούσαν να ανταλλαγούν με χρυσό. Ανθρωποι που πίστευαν ότι είχαν γίνει εκατομμυριούχοι βρέθηκαν ξαφνικά πάμφτωχοι. Την ίδια τύχη είχε και ο Λο, που πέθανε αδέκαρος στη Βενετία.

### ***Η Μανία της Τουλίπας***

Οι Γάλλοι και οι Βρετανοί δεν είχαν πάρει κανένα μάθημα από το πάθημα των Ολλανδών έναν αιώνα νωρίτερα, όταν η τιμή του βολβού της τουλίπας ανέβηκε στα ύψη, για να καταρρεύσει παρασύροντας μαζί της πολλές περιουσίες. Οι τουλίπες εισήχθησαν στην Ευρώπη από την Τουρκία γύρω στο 1550 και σύντομα αναδείχθηκαν σε δημοφιλές, αν και ακριβό, λουλούδι. Η ζήτηση για τουλίπες διαφόρων χρωμάτων ξεπέρασε την προσφορά και οι τιμές των βολβών σπάνιων ποικιλιών εκτινάχθηκαν στα ύψη.

Ως το 1610 ένας και μοναδικός βολβός κάποιας νέας ποικιλίας τουλίπας (υπάρχουν 160 ποικιλίες) ήταν αρκετός για να προικίσει μια νύφη. Βολβοί λέγεται ότι ανταλλάχθηκαν με άμαξες, ακόμη και με μια ολόκληρη ανθηρή ζυθοποιία. Η μανία κορυφώθηκε στην Ολλανδία το διάστημα 1633-1637. Ως τότε το χρηματιστήριο του Αμστερνταμ, που είχε ιδρυθεί στις αρχές του αιώνα και ήταν το πρώτο στην Ευρώπη, συγκέντρωνε σοβαρούς επενδυτές. Δεν άργησε όμως να γίνει ο χώρος στον οποίο σημειώθηκε η πρώτη μεγάλη έκρηξη κερδοσκοπίας στην ιστορία. Πριν από το 1633 το εμπόριο τουλίπας ήταν ένας τομέας για καλλιεργητές και ειδικούς, αλλά η σταθερή

αύξηση των τιμών των βολβών παρακίνησε πολλές οικογένειες της μεσαίας και της εργατικής τάξης να κερδοσκοπήσουν στην αγορά αυτή.

Σπίτια, κτήματα και επιχειρήσεις πουλήθηκαν ή υποθηκεύτηκαν προκειμένου οι ιδιοκτήτες τους να εξοικονομήσουν χρήματα για να αγοράσουν βολβούς οι οποίοι μπορούσαν εύκολα να καλλιεργηθούν και να προσφέρουν ακόμη περισσότερους πολύτιμους βολβούς. Οι βολβοί αγοράζονταν και πωλούνταν αμέσως σε ακριβότερη τιμή, ξανά και ξανά, χωρίς καν να έχουν ξεμυτίσει από το χώμα. Το χρηματιστήριο του Αμστερνταμ δημιούργησε ειδικούς χώρους για την αγοραπωλησία τουλίπας και σύντομα το μιμήθηκαν και άλλες ολλανδικές πόλεις. Όλοι συμμετείχαν στην τουλιπομανία: καλλιτέχνες, αγρότες, ευγενείς, υπηρέτες και καπνοδοχοκαθαριστές. Το 1636 ένας βολβός τουλίπας κόστιζε ως και 4.600 φιορίνια, ενώ ένα πρόβατο μόλις 10 φιορίνια.

Το αναπόφευκτο κραχ σημειώθηκε τον Φεβρουάριο του 1637, όταν εκφράστηκαν οι πρώτες αμφιβολίες για το αν η τιμή των βολβών θα συνέχιζε να αυξάνεται. Σχεδόν εν μια νυκτί η τιμή τους κατέρρευσε, γιατί ξαφνικά όλοι ήθελαν να πουλήσουν και κανείς να αγοράσει. Πολλές ολλανδικές οικογένειες καταστράφηκαν και η οικονομία της χώρας εισήλθε σε περίοδο ύφεσης.

### ***Η «Μαύρη Δευτέρα»***

Το καλοκαίρι του 1987 ο τότε πρόεδρος των ΗΠΑ Ρόναλντ Ρίγκαν όρισε τον Άλαν Γκρίνσπαν διοικητή της κεντρικής τράπεζας των ΗΠΑ. Μόλις δύο μήνες αφότου ανέλαβε τα καθήκοντά του, το χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης έπεσε 23% και η 29η Οκτωβρίου 1987 έμεινε στην Ιστορία ως «Μαύρη Δευτέρα». Περιουσίες εξαφανίστηκαν και επαναλήφθηκαν οι σκηνές που σημειώνονται έξω από κάθε χαμένο χρηματιστήριο, μη εξαιρουμένης της Σοφοκλέους: ορισμένοι επενδυτές επιτέθηκαν στους χρηματιστές τους κατηγορώντας τους για τη ζημιά που υπέστησαν.

Η υστερία που εξαπλώθηκε σε όλα τα χρηματιστήρια του κόσμου (ο βρετανικός δείκτης FTSE έχασε 25% σε 48 ώρες) καλλιεργήθηκε και από τα δημοσιεύματα σοβαρών εφημερίδων, οι οποίες αμέσως μετά τη «Μαύρη Δευτέρα» άρχισαν να δημοσιεύουν γραφήματα με τις ομοιότητες μεταξύ των κραχ του 1929 και του 1987,

ενώ επιφανείς οικονομολόγοι επιδίδονταν σε παρόμοιους παραλληλισμούς. Πολλοί προέβλεπαν ότι θα ακολουθούσε μεγάλη ύφεση, όπως το 1929. Διαψεύστηκαν.

Η διαφορά μεταξύ της «Μαύρης Δευτέρας» και του Μεγάλου Κραχ ήταν ότι στη δεκαετία του '80 η αμερικανική οικονομία αναπτυσσόταν ενώ στη δεκαετία του '20 συρρικνωνόταν. Όπως το τοποθέτησε πολύ γλαφυρά ένας από τους χρηματιστές της Γουόλ Στριτ, οι φόβοι του ότι θα ακολουθούσε περίοδος ύφεσης μετά τη «Μαύρη Δευτέρα» καθησυχάστηκαν όταν πετώντας επάνω από το Κλίβελαντ είδε τις υψικαμίνους των εργοστασίων να καπνίζουν. Η βεβαιότητά του ότι δεν θα ακολουθούσε ύφεση ενισχύθηκε όταν άνοιξε μια τοπική εφημερίδα του Κλίβελαντ και είδε ότι περιείχε 14 σελίδες με αγγελίες για ζήτηση εργατικών χεριών. Μόλις δύο χρόνια χρειάστηκαν για να καλύψουν οι περισσότεροι επενδυτές τις ζημιές τους. Στην πραγματικότητα η «Μαύρη Δευτέρα» είχε προβολή δυσανάλογη με τον πόνο που προκάλεσε.

Οι αιτίες του κραχ ήταν πολλές, αλλά η κυριότερη ήταν ότι η αγορά δεν είχε «διορθωθεί» επί έναν χρόνο και είχε διορθωθεί ελάχιστα τα προηγούμενα έξι χρόνια. Πριν από τη «Μαύρη Δευτέρα» πολλοί επενδυτές ανέμεναν από τις μετοχές τους μόνιμη απόδοση της τάξεως του 15%-20%. Το κραχ τούς δίδαξε «χρηματιστηριακό ρεαλισμό» και τους έκανε σοφότερους, ώσπου να ξεχαστεί το μάθημα και να έρθει μια νέα γενιά άπειρων επενδυτών.

Ανάμεσα στους χαμένους του 1987 ήταν και ο διάσημος χρηματιστής Τζορτζ Σόρος, ο οποίος είχε προβλέψει ότι επίκειτο κραχ αλλά το είχε τοποθετήσει στο Τόκιο (του οποίου το χρηματιστήριο επηρεάστηκε τελικώς λιγότερο από τα υπόλοιπα). Στους «κερδισμένους» αντιθέτως ανήκει ο κ. Γκρίνσπαν, του οποίου η φήμη ενισχύθηκε λόγω της επιτυχημένης παρέμβασής του για να αποσοβηθεί η κρίση.

### **Οι τίγρεις της ΝΑ Ασίας**

Η οικονομική κρίση της Νοτιοανατολικής Ασίας άρχισε τον Ιούλιο του 1997 με την υποτίμηση του μπατ, του νομίσματος της Ταϊλάνδης. Μετά την Ταϊλάνδη, οι λεγόμενες «ασιατικές τίγρεις», δηλαδή οι χώρες των οποίων οι οικονομίες ήταν ως τότε εξαιρετικά δυναμικές, άρχισαν να υποκύπτουν η μία μετά την άλλη. Μέσα σε έναν χρόνο τίποτε δεν είχε μείνει ίδιο στη Νοτιοανατολική Ασία. Στην Ινδονησία, που είχε



εκπλήξει τους πάντες καταφέροντας να μειώσει δραστικά τη φτώχεια, το ποσοστό των φτωχών ανέβηκε από 11% σε 40%. Η Νότια Κορέα, το υπερήφανο νέο μέλος του κλαμπ των πλουσίων, μπήκε στην ουρά για δάνεια από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο.

Εναν χρόνο μετά την κρίση τα νομίσματα των περισσότερων «τίγρεων» είχαν χάσει από 30% ως 70% της αξίας τους. Σήμερα οι ουρανοξύστες που έχουν μείνει μισοκτισμένοι σε πόλεις ανά την Ασία αποτελούν μια οδυνηρή υπενθύμιση της κρίσης του 1997.

Αλλά η οικονομική κρίση είχε ορισμένες θετικές επιπτώσεις: αποτέλεσε τον καταλύτη για να απαιτήσουν οι λαοί της περιοχής την εισαγωγή δημοκρατικών μεταρρυθμίσεων και την πάταξη της διαφθοράς. Η Ταϊλάνδη, η πρώτη από τις «τίγρεις» που ανέβηκε και η πρώτη που κατέρρευσε, ήταν και η πρώτη που εισήγαγε μεταρρυθμίσεις στο διεφθαρμένο και νεποτιστικό σύστημά της. *«Η κρίση μάς άνοιξε τα μάτια»* δηλώνουν οι Ταϊλανδοί αν και το μάθημα ήταν σκληρό: πολλές από τις 4.000 αυτοκτονίες που καταγράφηκαν στην Ταϊλάνδη το 1997 είχαν αιτία την κρίση. *«Δεν είχαμε ιδέα για κοινωνικά δίκτυα ασφαλείας, τραπεζικές μεταρρυθμίσεις, πραγματική δημοκρατία. Το μόνο που κάναμε ήταν να αγοράζουμε και να δανειζόμαστε. Οι νεόπλουτοι αγόραζαν ακριβά αυτοκίνητα, 40 ζευγάρια παπούτσια, τα πάντα. Όταν η "φούσκα" έσκασε, ο κόσμος έμαθε να απαιτεί τα δικαιώματά του».*

Πολλές ελίτ που κυβερνούσαν αυταρχικά τις χώρες της Νοτιοανατολικής Ασίας αναγκάστηκαν να παραδώσουν την εξουσία. Πιο γνωστό είναι το παράδειγμα της Ινδονησίας, όπου ο πρόεδρος Σουχάρτο, ο οποίος κυβέρνησε με σιδηρά πυγμή επί 30 χρόνια, ανατράπηκε από τις λαϊκές εξεγέρσεις. Ο Σουχάρτο είχε τον απόλυτο έλεγχο του στρατού και όλων των μοχλών της εξουσίας αλλά δεν κατάφερε να αντιμετωπίσει τον αναπάντεχο εχθρό που παρουσιάστηκε, την αγορά.

Σήμερα οι οικονομίες των περισσότερων «τίγρεων» δεν έχουν ακόμη ανακάμψει από την κρίση του 1997. Η κρίση όμως που ξεκίνησε από τα ασιατικά χρηματιστήρια δεν έγινε ποτέ παγκόσμια. Αν και κάποια στιγμή πολλοί φοβήθηκαν ότι θα εξαπλωνόταν σε όλα τα χρηματιστήρια, από τη Νέα Υόρκη και τη Φραγκφούρτη ως τη Λατινική Αμερική, οι φόβοι τους δεν επαληθεύτηκαν. Τα χρηματιστήρια ανά τον κόσμο υπέστησαν ένα μικρό σοκ, αλλά η κρίση περιορίστηκε τελικώς στην Ασία.

## 3.2 Η Παγκόσμια Οικονομική Ύφεση του 1929

### 3.2.1 Περιγραφή

Η παγκόσμια οικονομική ύφεση του 1929 (αγγλικά: The Great Depression) ήταν μια κατάσταση διεθνούς οικονομικής ύφεσης που διήρκησε από ένα μέχρι δέκα χρόνια σε διάφορες χώρες του κόσμου. Επρόκειτο για τη μεγαλύτερη οικονομική ύφεση της σύγχρονης ιστορίας και χρησιμοποιείται τον 21ο αιώνα ως παράδειγμα για το πόσο οδυνηρή μπορεί να είναι μια οικονομική καταστροφή. Η "Μεγάλη Ύφεση", όπως χαρακτηρίστηκε στις ΗΠΑ, σύμφωνα με τους αναλυτές προκλήθηκε μετά από το χρηματιστηριακό κραχ στις 29 Οκτωβρίου του 1929, γνωστό ως η Μαύρη Τρίτη.

Ο Dow Jones έχασε 12% τη Μαύρη Τρίτη 29 Οκτωβρίου και η αγορά 14 δισ. δολ. από την αξία της, φέρνοντας τις απώλειες της εβδομάδας σε 30 δισ. δολ., δέκα φορές τον ετήσιο προϋπολογισμό της ομοσπονδιακής κυβέρνησης και πολλές φορές περισσότερα από όσα είχαν ξοδέψει οι ΗΠΑ στον Α' Παγκόσμιο Πόλεμο. Μετά το κραχ ο Dow Jones ανέκαμψε για λίγο στις αρχές του 1930, ξανακυλώντας στη συνέχεια στα χαμηλά του 1932. Η αγορά δεν επέστρεψε στα προ του 1929 επίπεδα πριν από τα τέλη του 1954 και στις 8 Ιουλίου 1932 βρισκόταν σε χαμηλότερο επίπεδο από το 1800.

*"Ο σοφέρ του πλούσιου βιομηχάνου τέντωνε το αυτί του να ακούσει τις ειδήσεις για τυχόν κινήσεις στη μετοχή της Bethlehem Steel. Ο υαλοκαθαριστής στο χρηματιστηριακό γραφείο έκανε διάλειμμα να μάθει πώς πήγαινε η αγορά και η πρώην ηθοποιός μετέτρεπε το διαμέρισμά της σε γραφείο πηγμένο από γραφήματα, οικονομικές αναφορές, διαγράμματα".* Καθημερινές σκηνές στα μέσα του 1929, όπως τις περιέγραφε ο αρχισυντάκτης του περιοδικού "Harper's" Frederick Lewis Allen λίγο καιρό πριν το μεγάλο κραχ χτυπήσει την πόρτα του αμερικανικού χρηματιστηρίου, προκαλώντας κύματα πανικού στους ανυποψίαστους επενδυτές.

Ογδόντα χρόνια συμπληρώνονται στις 29 Οκτωβρίου από το μεγάλο κραχ του 1929, μία από τις χειρότερες χρηματιστηριακές κρίσεις της αμερικανικής ιστορίας. Η Μαύρη Πέμπτη 24 Οκτωβρίου 1929 έδωσε μια γεύση αυτού που θα ακολουθούσε τη Μαύρη Τρίτη 29 Οκτωβρίου, μιας κατάρρευσης που έχει σημαδέψει τη σύγχρονη χρηματιστηριακή ιστορία. Άλλωστε εκείνη η χρηματιστηριακή κρίση σηματοδότησε την έναρξη μιας περιόδου ευρύτατων και μακροχρόνιων συνεπειών για τις Ηνωμένες

Πολιτείες, αν και μέχρι σήμερα οι απόψεις οικονομολόγων και ιστορικών δίστανται όσον αφορά το ρόλο που έπαιξε το κραχ στη μεγάλη ύφεση που ακολούθησε.

Ενδεικτικό των διαστάσεων του κραχ ήταν πως, ενώ μετά τη μεγάλη κατάρρευση του Οκτωβρίου του 1929, τη μεγαλύτερη ημερήσια πτώση στην ιστορία της Wall Street, η αγορά χρειάστηκε λιγότερο από δύο χρόνια, για να ανακτήσει το χαμένο έδαφος, μετά το 1929 ο Dow Jones δεν ξαναβρήκε το χαμένο μεγαλείο του παρά μόνο έπειτα από 25 χρόνια. Όποιος αγόρασε μετοχές στα μέσα του 1929 και τις κράτησε είδε το μεγαλύτερο σχεδόν μέρος της ενήλικής του ζωής να περνά προτού ρεφάρει.

Χιλιάδες είχαν κερδοσκοπήσει και κερδίσει χρήματα την περίοδο της χρηματιστηριακής άνθησης, χωρίς να έχουν την παραμικρή γνώση για τη φύση της εταιρείας όπου τοποθετούσαν τις περιουσίες τους. Μέχρι το 1929 οι αγορές ήταν ένα παιχνίδι για επαγγελματίες. Με το μπουμ του χρηματιστηρίου η βάση των ιδιοκτητών μετοχών διευρύνθηκε δραματικά. Έως το καλοκαίρι του 1929 περισσότεροι από 1.000.000 Αμερικανοί είχαν δανεισθεί για να αγοράσουν μετοχές.

### **3.2.2 Οι συνθήκες των Αμερικανών**

Το δεύτερο μισό της δεκαετίας του 1920 ήταν μια περίοδος εντυπωσιακής οικονομικής προόδου, με τις Ηνωμένες Πολιτείες να δρέπουν τους καρπούς της μεταπολεμικής ανάκαμψης και της τεχνολογικής ανάπτυξης. Μεταξύ 1919 και 1929 ο αριθμός των αυτοκινήτων στους αμερικανικούς δρόμους υπερτριπλασιάστηκε, οι πωλήσεις των ραδιοφώνων αυξήθηκαν από 60.000.000 δολ. το 1922 σε 843.000.000 δολ. επτά χρόνια αργότερα. Η ανάπτυξη φαινόταν να μη σχετίζεται με τη δημιουργία κάποιας φούσκας. Αντίθετα, μερίδα ιστορικών υποστήριζε πως οι βιομηχανίες βοηθούσαν η μία την άλλη να δημιουργήσουν αυθεντική οικονομική ανάπτυξη: οι πωλήσεις αυτοκινήτων ενίσχυαν τους παραγωγούς ελαστικών, τους κατασκευαστές οδών και τους εργαζόμενους στη μεταλλουργία. Όλα ήταν μια δημιουργική αλυσίδα. Την περίοδο του κραχ η Νέα Υόρκη είχε αναδειχθεί σε σημαντική χρηματοοικονομική μητρόπολη. Το χρηματιστήριό της ήταν το μεγαλύτερο του κόσμου. Η δεκαετία του '20 βρήκε την πόλη να ευημερεί και να διαθέτει ρευστό. Ο κόσμος είχε πειστεί πως η ανοδική πορεία της αγοράς θα διατηρούνταν. Από το 1921 έως το 1929 ο Dow Jones εκτινάχθηκε από τις 60 μονάδες στις 400. Από τη μια στιγμή στην άλλη δημιουργήθηκαν νέοι εκατομμυριούχοι. Η επένδυση στο χρηματιστήριο έγινε σύντομα

το αγαπημένο χόμπι των Αμερικανών. Οι επενδυτές έβαζαν υποθήκη τα σπίτια τους ή επένδυναν τις αποταμιεύσεις μιας ζωής σε "καυτές" μετοχές. Για τον μέσο επενδυτή οι μετοχές ήταν σίγουρο χαρτί. Ελάχιστοι ήταν εκείνοι που μελετούσαν τα θεμελιώδη μεγέθη των εταιρειών όπου επένδυναν και ακόμη λιγότεροι εκείνοι που περίμεναν ένα κραχ.

### 3.2.3 Η αρχή του τέλους

Μετά από μια ξέφρενη πενταετία που ο Dow Jones πενταπλασίασε την αξία του, ο δείκτης έφτασε στις 381,17 μονάδες στις 3 Σεπτεμβρίου 1929. Μετά από αυτό και για ένα μήνα η αγορά άρχισε να πέφτει, χάνοντας περίπου το 17% της αξίας της. Στη συνέχεια οι τιμές κάλυψαν περισσότερο από το ήμισυ του χαμένου εδάφους, για να συνεχίσουν την καθοδική πορεία τους αμέσως μετά. Η πτώση επιταχύνθηκε φτάνοντας στη Μαύρη Πέμπτη 24 Οκτωβρίου. Ο αριθμός ρεκόρ των 12.900.000 μετοχών άλλαξε χέρια εκείνη την ημέρα. Η ευφορία και τα κέρδη της bull market κατέρρευσαν στις 24 Οκτωβρίου 1929, όταν οι τιμές των μετοχών στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης άρχισαν να πέφτουν με άνευ προηγουμένου ρυθμό και συνέχισαν για έναν ολόκληρο μήνα. Τις ημέρες που οδήγησαν στην Μαύρη Πέμπτη η αγορά ήταν ασταθής. Περίοδοι πωλήσεων πανικού και υψηλών συναλλαγών διαδέχονταν σύντομες περιόδους υψηλότερων τιμών και ανάκαμψης. Την Παρασκευή 25 Οκτωβρίου τραπεζίτες της Wall Street συναντήθηκαν να βρουν μια λύση για να αντιμετωπισθεί ο πανικός και το χάος που είχε δημιουργηθεί. Στη συνάντηση συμμετείχαν ο Thomas W. Lamont, επικεφαλής της Morgan Bank, ο Albert Wiggin, επικεφαλής της Chase National Bank, και ο Charles E. Mitchell, πρόεδρος της National City Bank. Επέλεξαν τον Richard Whitney, αντιπρόεδρο του χρηματιστηρίου, για να τους εκπροσωπήσει. Έχοντας τη στήριξη των οικονομικών παραγόντων ο Whitney έδωσε εντολή για την αγορά ενός μεγάλου πακέτου μετοχών στην US Steel σε τιμή πολύ πάνω από την τρέχουσα. Μπροστά στους έκπληκτους χρηματιστές ο Whitney έδωσε παρόμοιες εντολές και για άλλες blue chip μετοχές. Η τακτική ήταν παρόμοια με εκείνη που είχε δώσει τέλος στον πανικό του 1907. Το 1929 όμως το κόλπο έπιασε μόνο προσωρινά. Το Σαββατοκύριακο τα γεγονότα δραματοποιήθηκαν ιδιαίτερα από τις εφημερίδες στις Ηνωμένες Πολιτείες. Τη Δευτέρα 28 Οκτωβρίου ακόμη περισσότεροι επενδυτές αποφάσισαν να βγουν από την αγορά και ο πανικός συνεχίστηκε με πτώση 13% του Dow Jones εκείνη την ημέρα. Την επόμενη ημέρα, τη Μαύρη Τρίτη 29 Οκτωβρίου, 16.400.000 μετοχές άλλαξαν χέρια,

αριθμός που έσπασε το ρεκόρ που είχε σημειωθεί πριν από πέντε ημέρες και καταρρίφθηκε μόλις το 1969.

Μέλη της οικογένειας Ρόκφελερ και άλλοι οικονομικοί παράγοντες άρχισαν να αγοράζουν μεγάλα πακέτα μετοχών, για να δείξουν στο επενδυτικό κοινό ότι είχαν πίστη στην αγορά, όμως οι προσπάθειές τους δεν κατάφεραν να αποτρέψουν την πτώση. Ο Dow Jones έχασε 12% εκείνη την ημέρα και η αγορά 14 δισ. δολ. από την αξία της, φέρνοντας τις απώλειες της εβδομάδας σε 30 δισ. δολ., δέκα φορές τον ετήσιο προϋπολογισμό της ομοσπονδιακής κυβέρνησης και πολλές φορές περισσότερα από όσα είχαν ξοδέψει οι ΗΠΑ στον Α' Παγκόσμιο Πόλεμο.

### **Πτωχεύσεις και Αυτοκτονίες**

Εκτός από τους μικροεπενδυτές και οι τράπεζες είχαν εκτεθεί σημαντικά στο χρηματιστήριο. Όταν οι μετοχές ήταν άχρηστα χαρτιά, τα χρήματα των καταθετών τους είχαν γίνει καπνός. Μαζικές αναλήψεις καταθέσεων έφεραν πανικό, τράπεζες κατέρρευσαν, χρηματιστηριακοί οίκοι πτώχευσαν, άνθρωποι άρχισαν να πέφτουν από τα κτίρια. Εκτιμάται ότι περίπου 140 δισ. δολ. καταθέσεων εξατμίστηκαν και 10.000 τράπεζες έβαλαν λουκέτο.

Πάντως όσοι εμφανίστηκαν προνοητικοί κατάφεραν να κερδίσουν. Μία από τις ιστορίες αυτού του τύπου ήταν εκείνη του πατέρα του John F. Kennedy, Joseph Kennedy, ο οποίος πούλησε πριν από το κραχ και έβγαλε εκατομμύρια, καθώς άκουσε τυχαία νεαρούς λούστρους στο δρόμο να σχεδιάζουν πώς θα κερδοσκοπήσουν στην αγορά, εικόνα ενδεικτική της ελαφρότητας που περικύκλωνε το χρηματιστήριο.

Μετά το κραχ ο Dow Jones ανέκαμψε για λίγο στις αρχές του 1930, ξανακυλώντας στη συνέχεια στα χαμηλά του 1932. Η αγορά δεν επέστρεψε στα προ του 1929 επίπεδα πριν από τα τέλη του 1954 και στις 8 Ιουλίου 1932 βρισκόταν σε χαμηλότερο επίπεδο από το 1800.

Στη μεγάλη ύφεση που ακολούθησε το κραχ η φτώχεια έγινε καθημερινότητα. Πρώην εκατομμυριούχοι επιχειρηματίες κατέληξαν να πουλάνε μήλα και μολύβια στις γωνίες των δρόμων και το ένα τρίτο των Αμερικανών βρέθηκε κάτω από το όριο της φτώχειας.

Η κρίση γενικότερα, είχε καταστροφικές επιπτώσεις τόσο στον ανεπτυγμένο, όσο και στον αναπτυσσόμενο κόσμο. Επηρεάστηκε το διεθνές εμπόριο, καθώς επίσης και τα προσωπικά εισοδήματα, τα έσοδα από φόρους, οι τιμές και τα κέρδη. Η οικονομία πόλεων ανά τον κόσμο επλήγη, ιδίως εκείνων που εξαρτώνταν άμεσα από τη βαρειά βιομηχανία. Οι κατασκευές πάγωσαν, οι αγροτο-κτηνοτροφικές εργασίες υποχώρησαν λόγω πτώσης των τιμών στις σοδειές κατά 40% με 60%. Με υψηλά επίπεδα ζήτησης, σε συνδυασμό με την έλλειψη εναλλακτικών εργασιών, περιοχές που εξαρτώνταν από τον πρωτογενή τομέα όπως εκμετάλλευση γης, ορυχείων και ξύλου υπέφεραν ακόμη περισσότερο.

Η μεγάλη κρίση τερματίστηκε σε διαφορετικό χρόνο ανά χώρα. Οι περισσότερες χώρες εφήρμοσαν προγράμματα ανακούφισης και η πολιτική τους ζωή πέρασε αναταραχές, εξωθώντας την ιδεολογία στα άκρα. Σε ορισμένα κράτη, οι απελπισμένοι πολίτες στράφηκαν προς δημαγωγούς εθνικιστές, όπως τον Αδόλφο Χίτλερ, με αποτέλεσμα την έναρξη του 2ου παγκοσμίου πολέμου.

### ***Το φαινόμενο της χιονοστοιβάδας***

Η μεγάλη κρίση δεν ήταν αποτέλεσμα μιας απότομης πτώσης. Οι χρηματιστηριακές αγορές κινούνταν ανοδικά στις αρχές του 1930, επιστρέφοντας στα αρχικά επίπεδα των αρχών του 1929 τον Απρίλιο, αν και ακόμη περίπου 30% κάτω από τα μέγιστα του Σεπτεμβρίου του 1929. Η αμερικανική κυβέρνηση και η βιομηχανία ξόδεψαν περισσότερα στο πρώτο εξάμηνο του 1930 απ' ό τι στην αντίστοιχη περίοδο του 1929. Όμως, οι καταναλωτές, πολλοί από τους οποίους είχαν υποστεί σημαντικές απώλειες στην αγορά τον προηγούμενο χρόνο, είχαν περικόψει τα έξοδά τους κατά 10%, ενώ μια μεγάλη περίοδος ξηρασίας κατέστρεψε τις αγροτικές περιοχές των ΗΠΑ, μια περίοδος που κράτησε μέχρι το καλοκαίρι του 1930.

Στις αρχές του 1930, η τραπεζική πίστη ήταν διάχυτη και διαθέσιμη σε χαμηλά επιτόκια, αλλά ο κόσμος ήταν συντηρητικός στη λήψη δανείων. Το Μάιο οι πωλήσεις αυτοκινήτων σημείωναν πτώση κάτω από τα επίπεδα του 1928. Οι τιμές άρχισαν να πέφτουν, αλλά οι μισθοί διατηρούνταν σταθεροί μέχρι το 1930, οπότε και άρχισε να υποχωρεί η αγοραστική δύναμη. Η κατάσταση ήταν ακόμα χειρότερη στις αγροτικές περιοχές, όπου οι τιμές των εμπορευμάτων έπεφταν απότομα, καθώς επίσης και σε ορυχεία και δάση, όπου η ανεργία ανέβαινε και υπήρχαν ελάχιστες δουλειές. Η

υποχώρηση της αμερικανικής οικονομίας ήταν ο παράγοντας που συμπάρεσυρε και τις υπόλοιπες χώρες αρχικά, ενώ αργότερα, η εσωτερική κατάσταση στις οικονομίες της κάθε χώρας καθόρισαν τις συνθήκες σε εθνικό επίπεδο. Απέλπιδες προσπάθειες για έξοδο από την κρίση μέσα από προστατευτικές πολιτικές, όπως η Πράξη Smooth-Hawley Tariff το 1930 στις ΗΠΑ και ανταποδοτικοί δασμοί σε άλλες χώρες, κατέστησαν τελικά πιο εύκολη την κατακρύμνιση του διεθνούς εμπορίου. Από τα τέλη του 1930 μέχρι και το Μάρτιο του 1933 η οικονομία ακολουθούσε μια σταθερή πτώση.

Ο Τζόν Ντέιβινσον Ροκφέλερ, μεγάλος βιομήχανος της εποχής, υποστήριξε πως:

*«Αυτές είναι δύσκολες μέρες, που αποθαρρύνουν πολλούς. Στα 93 χρόνια της ζωής μου, υφέσεις ήλθαν και πέρασαν. Η ευημερία πάντα επέστρεφε και αυτό θα συμβεί και σε αυτή την περίπτωση.»*

### 3.2.4 Τα αίτια της Κρίσης

Υπήρξαν πολλοί παράγοντες που προκάλεσαν την κρίση, όπως δομικές αδυναμίες και συγκεκριμένα περιστατικά τα οποία τη μετέτρεψαν σε μια γενικευμένη κατάθλιψη, καθώς και ο τρόπος με τον οποίο μεταφέρθηκε από χώρα σε χώρα. Σχετικά με την περίοδο αυτή, οι ιστορικοί αναφέρουν ως δομικούς παράγοντες μεγάλες καταστροφές τραπεζών και το χρηματιστηριακό κράχ, ενώ αναλυτές όπως ο Πίτερ Τέμιν και ο Μπάρρυ Άιχενγκριν δίνουν έμφαση στην απόφαση της Βρετανίας να επιστρέψει στις ισοτιμίες που υπήρχαν πριν το Gold Standard προτού ξεσπάσει ο 1ος παγκόσμιος πόλεμος.

Οι εναλλασόμενοι κύκλοι ύφεσης θεωρούνται ένα σύνηθες κομμάτι της ζωής σε ένα κόσμο με αβέβαιες ισορροπίες μεταξύ προσφοράς και ζήτησης. Το ποιός παράγοντας μετατρέπει μια συνήθη ήπια και σύντομη ύφεση ή οικονομικό κύκλο σε μια γενικευμένη κατάπτωση αποτελεί αντικείμενο συζήτησης. Άνθρωποι της διάνοησης δεν έχουν συμφωνήσει ως προς τα ακριβή αίτια και τη σχετική τους συμβολή στην κρίση. Η αναζήτηση των ευθυνών είναι στενά συνδεδεμένη με το ερώτημα του πώς να αποφευχθεί μια μελλοντική κρίση και ως εκ τούτου οι πολιτικές απόψεις τους αναμυγνούνται σε μια ανάλυση ιστορικών γεγονότων οκτώ παρελθουσών δεκαετιών. Το μεγαλύτερο ερώτημα εστιάζεται στο κατά πόσο επρόκειτο για μια αποτυχία της

ελεύθερης αγοράς ή για μια αποτυχία εκ μέρους των τραπεζών να προλάβουν την κατάρρευση των τραπεζών, τον επακόλουθο πανικό και περικοπές στα χρηματικά αποθέματα. Εκείνοι που υποστηρίζουν ένα σημαντικό ρόλο του κράτους στην οικονομία, πιστεύουν ότι επρόκειτο κυρίως για την αποτυχία των ελεύθερων αγορών, ενώ εκείνοι που πιστεύουν στην ελεύθερη αγορά υποστηρίζουν την άποψη πως η κρίση οφειλόταν στην αποτυχία της κυβέρνησης να αντιμετωπίσει το πρόβλημα.

Σύγχρονες θεωρίες μπορεί να κατηγοριοποιούνται σε τρεις σχολές. Πρώτον, υπάρχουν οι υποστηρικτές των κλασικών οικονομικών: μονεταριστές, η αυστριακή σχολή και η νεοκλασική οικονομική θεωρία, όλες εκ των οποίων επικεντρώνονται στις μακροοικονομικές επιπτώσεις στο χρηματικό απόθεμα και στην προσφορά χρυσού που στήριζε πολλά νομίσματα προτού γενικευθεί η κρίση, συμπεριλαμβανομένης της παραγωγής και της κατανάλωσης.

Κατά δεύτερον, υπάρχουν πολλές δομικές θεωρίες, πιο γνωστή από τις οποίες η Κεϋνσιανή, αλλά και η σχολή των θεσμικών οικονομικών, που τονίζουν την υποκατανάλωση και την υπερεπένδυση (οικονομική φούσκα), προκλητική συμπεριφορά των τραπεζικών παραγόντων και βιομηχάνων, ή ανεπαρκείς κρατικοί λειτουργοί. Όταν ο πανικός ξεκίνησε και ακολούθησε η ύφεση, πολλοί πίστεψαν ότι μπορούσαν να διασώσουν τα χρήματά τους παραμένοντας μακριά από την αγορά, καθώς οι τιμές υποχωρούσαν έτσι ώστε ένα δεδομένο ποσοστό χρημάτων να μπορούσε να αγοράσει περισσότερα αγαθά.

Σε τρίτο επίπεδο, υπάρχει η μαρξιστική κριτική για την πολιτική οικονομία. Η κριτική αυτή εστιάζεται σε αντιφάσεις του ίδιου του καπιταλισμού, μια κοινωνική αντιπαλότητα ως προς την οικειοποίηση της υπεραξίας του κεφαλαίου, καθώς προαγόταν μια έμφυτη ανισορροπία στη συσσώρευσή του, με υπερβολική συσσώρευση που κλιμακωνόταν μέχρι τις περιοδικές κρίσεις που το απομείωναν. Η προέλευση της κρίσης, ως εκ τούτου, εντοπίζεται αμιγώς στη σφαίρα της παραγωγής, αν και η οικονομική κρίση δύναται να επιδεινωθεί από προβλήματα δυσαναλογίας στην υπερπαραγωγή στη βιομηχανία και συναφείς παραγωγικούς τομείς, καθώς και στην υποκατανάλωση του λαού.

### ***i. Ο Υπερβολικός Δανεισμός***

Ο υπερβολικός δανεισμός θεωρείται μία από τις αιτίες της μεγάλης κρίσης. Μακροοικονομολόγοι, όπως ο Μπεν Μπερνάνκε, πρόεδρος της Κεντρικής Τράπεζας



των ΗΠΑ, επανέφεραν την άποψη της σχέσης χρέους-ύφεσης που πρωτοδιατυπώθηκε από τον Ίρβινγκ Φίσερ. Ο τελευταίος συνέδεσε την χαλαρή πίστωση με την υπερχρέωση, κάτι που προλείανε το έδαφος για κερδοσκοπικά παιχνίδια και επενδυτικές φούσκες. Επιπλέον, ο Μπερνάνκε προχώρησε στην ενοχοποίηση εννέα αλληλοσυσχετιζόμενων παραγόντων υπό συνθήκες χρέους και ύφεσης για να διευκρινήσει το μηχανισμό της αποτυχίας.

*“Υποθέτοντας πως σε κάποιο δεδομένο χρονικό διάστημα παρουσιάζεται μια κατάσταση υπερχρέωσης, το γεγονός αυτό θα οδηγήσει σε ρευστοποίηση, είτε λόγω της ανησυχίας των πιστωτών, είτε των δανειοληπτών ή και των δύο. Τότε μπορούμε να εξαγάγουμε την ακόλουθη συμπερασματική αλυσίδα που απαρτίζεται από εννέα κρίκους: (1) Ρευστοποίηση των χρεών που οδηγεί σε εν θερμώ πωλήσεις. (2) Συστολή των νομισματικών αποθεμάτων, καθώς τα τραπεζικά δάνεια αποπληρώνονται και περιορίζεται η ταχύτητα διακίνησης. (3) Πτώση στα επίπεδα των τιμών, με άλλα λόγια, μια φούσκα του δολαρίου. Συμπεραίνοντας, όπως ανεφέρθη και ανωτέρω, πως αυτή η πτώση δε σχετίζεται με ανατίμηση, πρέπει να ακολουθήσει: (4) μια ακόμη μεγαλύτερη πτώση στην καθαρή αξία των επιχειρήσεων προκαλώντας πτωχεύσεις και (5) μια παρόμοια πτώση στα κέρδη, η οποία σε ένα καπιταλιστικό μοντέλο μιας κοινωνίας των ατομικών εσόδων, οδηγεί σε ανησυχία η οποία οδηγεί σε: (6) Μείωση της παραγωγής, των συναλλαγών και της εργασίας. Αυτές οι απώλειες, οι πτωχεύσεις και η ανεργία, οδηγούν σε: (7) Απαισιοδοξία έλλειψη αυτοπεποίθησης, η οποία εν συνεχεία οδηγεί σε (8) Αποταμίευση και λιγότερη διακίνηση χρήματος. Οι οκτώ αναφερθείσες μεταβολές προκαλούν: (9) Περίπλοκες στρεβλώσεις στα επιτόκια δανεισμού και συγκεκριμένα, μια πτώση στα ονομαστικά επιτόκια και στην αξία του χρήματος, συνοδευόμενη από μια αύξηση στα πραγματικά επιτόκια και της αγοραστικής αξίας των εμπορευμάτων.”*

Οι τράπεζες που είχαν χρηματοδοτήσει τα υπερχρέη άρχισαν να καταρρέουν καθώς οι δανειολήπτες αδυνατούσαν να ανταποκριθούν στις συμβατικές τους υποχρεώσεις και καταθέτες σήκωναν τα χρήματά τους μαζικά από τους λογαριασμούς τους, σχηματίζοντας τραπεζικές ουρές. Κυβερνητικές εγγυήσεις και νομοθετικές ρυθμίσεις της Fed που είχαν σκοπό να αποτρέψουν τέτοιες ουρές πανικού απεδείχθησαν αναποτελεσματικές και σε ορισμένες περιπτώσεις αποφεύχθησαν. Τραπεζικές καταστροφές οδήγησαν στην απώλεια αποθεμάτων εκατομμυρίων δολαρίων. Τα απλήρωτα χρέη κατέστησαν ακόμη πιο επικίνδυνα, καθώς οι τιμές και τα εισοδήματα έπεφταν 20-50%, αλλά τα χρέη παρέμεναν στα ίδια επίπεδα. Μετά την κρίση του 1929 και κατά τη διάρκεια των 10 πρώτων μηνών του 1930, 744

αμερικανικές τράπεζες κατέρρευσαν, ενώ μέχρι τα τέλη του έτους ανέρχονταν συνολικά στις 9.000. Το 1933, οι καταθέτες είχαν σημειώσει απώλειες \$ 140 δισεκατομμυρίων.

Οι καταρρεύσεις πήραν μορφή χιονοστιβάδας καθώς απελπισμένοι τραπεζίτες απέσυραν δάνεια, τα οποία δεν είχαν χρόνο ή χρήματα οι δανειολήπτες να αποπληρώσουν. Όντα τα μελλοντικά κέρδη χαμηλά, η επένδυση κεφαλαίων και οι κατασκευές περιορίστηκαν ή πάγωσαν τελείως. Εν όψει προβληματικών δανείων και χειροτέρευσης μελλοντικών προγραμμάτων, οι διασωθείσες τράπεζες κατέστησαν ακόμη πιο συντηρητικές στις χορηγήσεις δανείων. Άρχισαν να "κτίζουν" κεφαλαιακά αποθέματα και να περικόπτουν τα δάνεια, εντείνοντας την υποτίμηση του χρήματος. Ένας φαύλος κύκλος σχηματίστηκε, ενώ ακολούθησε και η οικονομική κατρακύλα. Αυτή η αυτοεκπληρούμενη προφητεία προκάλεσε μετέτρεψε την οικονομική ύφεση του 1930 σε μια μεγάλη οικονομική εξαθλίωση μέχρι το 1933.

## **ii. Πτώση των Συναλλαγών και η Ρύθμιση SMOOT – Hawley Tariff**

Πολλοί οικονομολόγοι είχαν υποστηρίξει πως η απότομη πτώση στις διεθνείς συναλλαγές μετά το 1930 οδήγησαν στη χειροτέρευση της εξαθλίωσης, ιδίως στις χώρες που εξαρτώνταν άμεσα από το διεθνές εμπόριο. Πολλοί ιστορικοί και οικονομολόγοι κατηγόρησαν εν μέρει την αμερικανική ρύθμιση Smoot-Hawley Tariff, που ετέθη σε εφαρμογή το 1930, λόγω της μείωσης των διεθνών συναλλαγών και της εφαρμογής ανταποδοτικών δασμών και στις άλλες χώρες. Οι παγκόσμιες συναλλαγές αποτελούσαν ένα μικρό κομμάτι της καθολικής οικονομικής δραστηριότητας των ΗΠΑ και επικεντρωνόταν σε μερικές επιχειρήσεις, όπως τις αγροτικές. Στις άλλες χώρες όμως ήταν ένας σημαντικός πυλώνας της οικονομίας. Ο μέσος όρος των δασμών που αναλογούσαν κατά κεφαλήν στα δασμολογημένες εισαγωγές μεταξύ 1921-1925 ανέρχονταν στο 25,0%, αλλά μετά τη νέα ρύθμιση κυμάνθηκε στο 50% μεταξύ 1931-1935.

Σε όρους δολαρίου, οι αμερικανικές εξαγωγές έπεσαν από τα \$ 5,2 δισ. το 1929 στα \$ 1,7 δισ. το 1933. Όμως, έπεσαν και οι τιμές, συνεπώς ο όγκος των εξαγωγών περιορίστηκε κατά το ήμισυ. Το πιο αδυσώπητο χτύπημα εδόθη από την κατάσταση που επικρατούσε στις τιμές των αγροτικών προϊόντων, όπως το σιτάρι, το βαμβάκι, ο καπνός και το ξύλο. Σύμφωνα με αυτή τη θεωρία, η πτώση στις αγροτικές εξαγωγές εμπόδισε πολλούς Αμερικάνους αγρότες από την αποπληρωμή των δανείων τους,

προκαλώντας τραπεζικές ουρές σε μικρές αγροτικές τράπεζες που ήταν κοινές στα πρώτα χρόνια της μεγάλης εξαθλίωσης.

### ***ΙΙΙ. Κεντρική Τράπεζα των Η.Π.Α και Χρηματικά Αποθέματα***

Οι μονεταριστές, όπως η Μίλτον Φρίντμαν, αλλά και ο πρόεδρος της Fed, Μπέν Μπερνάνκε, υποστηρίζουν πως η μεγάλη εξαθλίωση προκλήθηκε από τη συντηρητική νομισματική πολιτική, τις συνέπειες του φτωχού προγραμματισμού από τη Fed συνεχείς κρίσεις στο τραπεζικό σύστημα. Κατ' αυτή την άποψη, η Fed, με την έλλειψη δράσης, επέτρεψε στα χρηματικά αποθέματα, όπως μετρώνται από το M2 να συρρικνωθούν κατά το ένα τρίτο μεταξύ 1929 και 1933. Ο Φρίντμαν ισχυρίστηκε ότι η επακόλουθη πτώση της οικονομίας, που ξεκίνησε από το χρηματιστηριακό κράχ, θα αποτελούσε υπό φυσιολογικές συνθήκες μια ακόμη ύφεση. Το πρόβλημα εστιάστηκε στο γεγονός πως πολλές δημόσιες τράπεζες κατέρρευσαν, ιδίως στην περίπτωση της Αμερικανικής Τράπεζα της Νέας Υόρκης, όπου προκλήθηκε πανικός και εκτεταμένες τραπεζικές ουρές, τη στιγμή που η Fed έμενε απαθής στη θέα της κατάρρευσης. Υποστήριξε πως, εάν η Fed είχε εξασφαλίσει έκτακτο δανεισμό σε αυτές τις νευραλγικές τράπεζες, ή είχε απλά χορηγήσει κρατικά ομόλογα στην αγορά ώστε να προμηθεύσει ρευστότητα και αύξηση της ποσότητας του διακινούμενου χρήματος μετά την πτώση των τραπεζών, όλες οι υπόλοιπες τράπεζες θα διασφαλιζόνταν από το ντόμινο της πτώσης και τα χρηματικά αποθέματα δε θα είχαν πέσει σε τόσο χαμηλό σημείο, σε τόσο μικρό χρονικό διάστημα. Με σημαντικά περιορισμένη διακίνηση χρήματος, οι επιχειρηματίες αδυνατούσαν να λάβουν νέα δάνεια και να ανανεώσουν τα παλιά, αποτρέποντας πολλούς από νέες επενδύσεις. Αυτή η ερμηνεία κατηγορεί τη Fed για απραξία, ιδίως το κατάστημα της Νέας Υόρκης.

Ένας από τους λόγους που η Fed δεν έσπευσε να περιορίσει την πτώση των χρηματικών αποθεμάτων αφορούσε νομικές δεσμεύσεις. Εκείνη την περίοδο, το μέγεθος των πιστώσεων που η Fed μπορούσε να εκδόσει περιοριζόταν από νόμους που απαιτούσαν μερική υποστήριξη των πιστώσεων με χρυσό. Μέχρι τα τέλη του 1920, η Fed είχε σχεδόν φτάσει τα επιτρεπτά πιστωτικά όρια που δύναντο να υποστηριχθούν με το χρυσό που διέθετε. Επειδή όμως ο απαραίτητος χρυσός όμως δε συνοδευόταν και από τα αντίστοιχα αποθέματα, κατά τη διάρκεια του τραπεζικού πανικού, ένα μέρος αυτών των απαιτήσεων σε χρυσό εξαργυρώθηκαν με χρυσό της Fed. Λόγω όμως των υψηλών ορίων υποστήριξης της πίστωσης της Fed με χρυσό,

οποιαδήποτε μετατροπή σε χρυσό στα θυσαυροφυλάκια έπρεπε να συνοδευτούν από ένα μεγαλύτερο περιορισμό στην πίστωση. Κατά τη διάρκεια της μεγάλης εξαθλίωσης, οι ιδιωτικές επενδύσεις σε χρυσό κατέστησαν παράνομες, περιορίζοντας τις πιέσεις προς τη Fed για χρυσό.

### **iii. Ερμηνεία της Αυστριακής Σχολής**

Μια άλλη ερμηνεία της κρίσης προσπαθεί να δώσει η Αυστριακή Σχολή Οικονομικών. Θεωρητικοί της σχολής που έγραψαν για τη μεγάλη εξαθλίωση περιλαμβάνουν τον αυστριακό οικονομολόγο Φρίντριχ Χάιεκ και τον αμερικανό Μούρεϋ Ρόθμπαρντ, οι οποίοι έγραψαν την πραγματεία *America's Great Depression* το 1963. Κατά την άποψή τους, ο βασικός παράγοντας της κρίσης ήταν η εξάπλωση των χρηματικών αποθεμάτων το 1920 που οδήγησε σε μια τεράστια φούσκα, καθοδηγούμενη από την πιστωτική εξάπλωση. Σύμφωνα με την ίδια μελέτη, η Fed, η οποία ιδρύθηκε το 1913, φέρει μεγάλο μέρος της ευθύνης.

Ο Χάιεκ, σε μια αναφορά στο Αυστριακό Ινστιτούτο Οικονομικών Ερευνών, το Φεβρουάριο του 1929 είχε προβλέψει την οικονομική πτώση, δηλώνοντας πως "η φούσκα θα σκάσει μέσα στους επόμενους μήνες". Ο Λούντβιχ βον Μις περίμενε επίσης τη χρηματοοικονομική καταστροφή, δηλώνοντας πως "Έρχεται ένα μεγάλο κραχ και δεν επιθυμώ το όνομά μου να ταυτιστεί με αυτό καθ' οποιονδήποτε τρόπο, όταν απέρριψε μια σημαντική θέση στην Kreditanstalt Bank στις αρχές του 1929.

Ένας από τους λόγους του νομισματικού πληθωρισμού ήταν η απόπειρα βοήθειας της Μεγάλης Βρετανίας, η οποία το 1920 προσπαθούσε μετά δυσκολίας να επιστρέψει στα προπολεμικά της επίπεδα χρυσού. Κατά την προσπάθεια επιστροφής στα παλαιά επίπεδα χρυσού, η Βρετανία αντιμετώπιζε πιέσεις υποτίμησης του νομίσματός της. Σύμφωνα με τον Ροθμπαρντ, η έλλειψη ευελιξίας των τιμών στη Βρετανία υποδήλωνε και άυξηση των ποσοστών της ανεργίας, ζητώντας τη βοήθεια της αμερικανικής κυβέρνησης. Οι ΗΠΑ ελάμβαναν μια καθαρή εισροή αποθεμάτων χρυσού, τα οποία διογκώθηκαν ώστε να βοηθήσουν τη Βρετανία να επιστρέψει στις παλιές της δόξες. Ο Μονταγκού Νόρμαν, πρόεδρος της Τράπεζας της Αγγλίας, είχε μια ιδιαίτερως θερμή σχέση με τον Μπέντζαμιν Στρόνγκ, τον *de facto* πρόεδρο της Fed. Ο κ. Νόρμαν πίεζε τους προέδρους των κεντρικών τραπεζών της Γαλλίας και της Γερμανίας να αυξήσουν τα αποθέματά τους, σε αντίθεση όμως με τον Στρόνγκ,

αρνήθηκαν. Ο Ρόθμπαρντ υποστηρίζει πως η αμερικανική διόγκωση είχε στόχο να επιτρέψει στη Βρετανία να αναπτυχθεί, καθώς δεν μπορούσε να αναπτυχθεί από μόνη της.

### 3.3 Η Σχέση μεταξύ των Κρίσεων 1929 και 2008

Ενώ λοιπόν η παγκόσμια οικονομία συνεχίζει να κλονίζεται από την υπάρχουσα ύφεση, είναι χρήσιμο να παρακολουθήσουμε την σχέση που υπάρχει μεταξύ της παρούσας πιστωτικής κρίσης και του Κραχ του Μεσοπολέμου.

#### **Η φούσκα**

**1929:** Η αμερικανική οικονομία είναι η μεγαλύτερη του πλανήτη, παράγοντας το 1929 το 35% του παγκόσμιου ΑΕΠ. Πριν από την έναρξη της κρίσης προηγήθηκε μία περίοδος υπερθέρμανσης της αξίας του Χρηματιστηρίου, συνοδευόμενη από σκάνδαλα διαφθοράς, απληστία και ανάληψη υπερβολικών κινδύνων.

**2008:** Η οικονομία των ΗΠΑ παραμένει η μεγαλύτερη παγκοσμίως, διατηρώντας μερίδιο 27% στο παγκόσμιο ΑΕΠ. Η «φούσκα» αυτή τη φορά δεν ήταν το Χρηματιστήριο, αλλά η αγορά ακινήτων χαμηλής εξασφάλισης (subprime). Το μερίδιο των subprimes στη συνολική αγορά των δανείων αυξήθηκε από 9% το 2003 στο 24% το 2007.

#### **Το δόλωμα**

**1929:** Σε μία δύσκολη οικονομική περίοδο, η Γουόλ Στριτ σημείωνε διαδοχικά ρεκόρ, ωθούμενη από φήμες που διακινούσαν τα παπαγαλάκια χρηματιστών και τραπεζιτών. Ο χρηματιστηριακός δείκτης S&P ανέβηκε από 12,6 μονάδες τον Αύγουστο του 2009 σε 31,7 τον Αύγουστο, για να καταρρεύσει στις 4 μονάδες από τον Οκτώβριο του 1929 μέσα σε λίγους μήνες.

**2008:** Τα στεγαστικά δάνεια subprimes απευθύνονταν σε Αμερικανούς πολίτες που δεν είχαν μεγάλη οικονομική επιφάνεια. Με μηδενική προκαταβολή και ελκυστικά επιτόκια για τα πρώτα έτη, οι φτωχοί Αμερικανοί του Νότου και αργότερα όλης της χώρας βρέθηκαν με σπίτι. Μόνο που η περίοδος χάριτος έληξε το 2007, με τα επιτόκια να τετραπλασιάζονται, προκαλώντας κύμα κατασχέσεων.

### **Οι Τραπεζίτες**

**1929:** Ο χρηματιστηριακός πυρετός του Μεσοπολέμου δεν μπορούσε να αφήσει ανεπηρέαστους τους μεγάλους τραπεζίτες της Γουόλ Στριτ. Η απληστία για γρήγορο κέρδος τούς ώθησε να αγοράσουν μετοχές με τα χρήματα των καταθετών τους. Από τις 29 Οκτωβρίου, όταν άρχισε το κραχ, οι μετοχές έγιναν χαρτάκια και οι τράπεζες χρεοκόπησαν.

**2008:** Οι μεγάλες επενδυτικές τράπεζες τύπου Lehman Brothers μπήκαν στην αγορά των subprimes όχι χορηγώντας δάνεια (άλλωστε δεν είχαν το δικαίωμα), αλλά αγοράζοντας τους τίτλους των δανείων και μεταπωλώντας τους τίτλους αυτούς στην πιστωτική αγορά. Τα παράγωγα προϊόντα λειτουργούσαν ως πονταρίσματα, που έχασαν πλήρως την αξία τους όταν κατέρρευσε η αμερικανική αγορά ακινήτων.

### **Το Κραχ**

**1929:** Ηδη από το Σεπτέμβριο του 1929 είχαν φανεί τα πρώτα σημάδια. Ο Dow Jones, που είχε πενταπλασιάσει την τιμή του στις 381 μονάδες, έχασε το 17% της αξίας του. Η αστάθεια και η πτώση συνεχίσθηκαν όλο τον Οκτώβριο μέχρι τη «μαύρη Τρίτη» της 29ης Οκτωβρίου, όταν η αγορά κατέρρευσε, όλοι ξεπουλούσαν μετοχές που έγιναν χαρτιά. Μέσα σε μία ημέρα όλοι έγιναν φτωχοί και 1.500 τράπεζες έκλεισαν.

**2008:** Τα πρώτα μαύρα σύννεφα είχαν φανεί από την άνοιξη του 2007 όταν χρεοκόπησε η Countrywide, που χορηγούσε δάνεια subprimes. Σύντομα αποκαλύφθηκε ότι τα ομόλογα των δανείων, που έγιναν γνωστά ως τοξικά, είχαν μολύνει το πιστωτικό σύστημα της Δύσης. Από τον Αύγουστο του 2008 μέχρι σήμερα έχουν καταρρεύσει δεκάδες τράπεζες σε ΗΠΑ και Δυτική Ευρώπη.

### **Οι αυτοκτονίες**

**1929:** Τραπεζίτες που είχαν παίξει στο Χρηματιστήριο τις καταθέσεις των πελατών τους πτώχευσαν. Αρκετοί από τους αυτούς βουτούσαν στο κενό από τα κτίρια της Γουόλ Στριτ. Στην αποφράδα χρονιά του 1929 σημειώθηκαν 23.000 αυτοκτονίες.

**2008:** Στους σύγχρονους καιρούς, οι τραπεζίτες που οδήγησαν τις επιχειρήσεις τους στο λουκέτο φεύγουν με παχυλά μπόνους (τα περίφημα χρυσά αλεξίπτωτα) και δεν αυτοκτονούν. Μία αυτοκτονία έχει καταγραφεί στο Σίτι του Λονδίνου από επενδυτή που έπεσε στις γραμμές του τρένου.

### **Η φτώχεια**

**1929:** Πάνω από 12 εκατομμύρια Αμερικανοί έμειναν άνεργοι, 20.000 επιχειρήσεις έβαλαν λουκέτο, ενώ η οικονομία μπήκε σε ύφεση. Ακόμη και μεγαλοεπιχειρηματίες, που χρεοκόπησαν, πουλούσαν μήλα στους δρόμους έξω από τα πολυτελή πρώην γραφεία τους..

**2008:** Η ανεργία στις ΗΠΑ έφθασε στο 6,1%, το υψηλότερο επίπεδο των τελευταίων 5 ετών. Περισσότεροι από 9,5 εκατομμύρια Αμερικανοί είναι άνεργοι, ενώ, σύμφωνα με εκτιμήσεις του ΔΝΤ, η οικονομία των ΗΠΑ βρίσκεται στα πρόθυρα της ύφεσης.

### **Το σχέδιο διάσωσης**

**1929:** Συγκροτήθηκε Φορέας Πιστωτικής Ανασυγκρότησης που επέτρεψε στις υπερχρεωμένες τράπεζες να λειτουργήσουν διαγράφοντας χρέη. Δόθηκαν δάνεια σε 6.648 επιχειρήσεις, ενώ ο Πιστωτικός Φορέας λειτούργησε για 21 χρόνια με έμφαση στην ενίσχυση μικρών επιχειρήσεων και βιομηχανιών.

**2008:** Στις ΗΠΑ, το Σχέδιο Πόλσον έχει διετή διάρκεια, ενώ στην Ευρώπη η βοήθεια δίδεται με κρατικοποιήσεις τραπεζών ή διοχέτευση κεφαλαίων. Τα χρήματα

προορίζονται κυρίως για αγορά τοξικών ομολόγων από μεγάλες τράπεζες και όχι από μικρές επιχειρήσεις. Το κόστος εκτιμάται ότι θα ξεπεράσει το 1,4 τρισ. δολάρια.

### **Οι διαφορές**

**1929:** Υπήρχε γεωπολιτική αστάθεια, ενώ η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ (Fed) επιχείρησε να σπάσει τη φούσκα του Χρηματιστηρίου ανεβάζοντας τα επιτόκια και περιορίζοντας τη ρευστότητα, με αποτέλεσμα το χρήμα να σταματήσει να κυκλοφορεί. Επιπλέον, το θεσμικό πλαίσιο για τη λειτουργία των τραπεζών ήταν ατελές.

**2008:** Υπάρχει σχετική πολιτική σταθερότητα, ενώ διαρκώς ενισχύουν τις δυνάμεις τους και άλλες χώρες όπως η Κίνα, η Ινδία κ.λπ. Η Fed έχει πάρει το μάθημα του 1929 και τροφοδοτεί τη ρευστότητα μειώνοντας διαρκώς τα επιτόκια. Οι αποταμιευτές είναι εξασφαλισμένοι σε σημαντικό βαθμό από το Ταμείο Εγγύησης Καταθέσεων.

## **3.4 Παρουσίαση της Χρηματοπιστωτικής Κρίσης**

### **3.4.1 Εισαγωγικές Παρατηρήσεις**

Η Διεθνής Χρηματοπιστωτική Κρίση που διανύουμε, είναι μια παγκόσμια κατάσταση απειλούμενης οικονομικής ύφεσης στον ευρύτερο χρηματοπιστωτικό και τραπεζικό τομέα με γενεσιουργό χώρα τις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής.

Η κρίση αυτή ήρθε 78 χρόνια μετά την τελευταία μεγάλη κρίση του 1929 αλλά και παλαιότερες πετρελαϊκές κρίσεις. Προέκυψε μετά το ξέσπασμα των προβλημάτων στην αγορά στεγαστικών δανείων χαμηλής εξασφάλισης και την αλόγιστη χρήση δομημένων επενδυτικών προϊόντων που εξαρτώνταν άμεσα από τη δυνατότητα αποπληρωμής των δανείων από τα οποία παράγονταν. Η προσπάθεια απομάκρυνσης



του πιστωτικού και επιτοκιακού κινδύνου από τις τράπεζες, η μετατροπή στάσιμων κεφαλαίων σε εμπορεύσιμους τίτλους και η μετακίνηση των σύνθετων επενδυτικών τίτλων στις καταστάσεις ειδικών οντοτήτων, προκάλεσαν ένα "ντόμινο" αλυσιδωτών αντιδράσεων στον αμερικανικό και ευρωπαϊκό τραπεζικό και κτηματομεσιτικό τομέα.

Χαρακτηριστικά αυτής της γενικευμένης κατάστασης είναι ο κίνδυνος κατάρρευσης τραπεζών από φημολογία, πώληση άλλων σε ιδιαίτερα χαμηλό τίμημα και άσκηση νομισματικής πολιτικής από τις Κεντρικές Τράπεζες με σκοπό τη διάσωση του χρηματοοικονομικού συστήματος και όχι για τη διασφάλιση των τιμών, όπως παραδοσιακά οφείλουν να πράττουν. Ζημιωμένα βγήκαν τα συστήματα που εκτέθηκαν στα "τοξικά", όπως χαρακτηρίστηκαν, ομόλογα, συστήματα που στρέφονται πλέον προς ένα νέο κρατικό παρεμβατισμό, παράλληλα με την κατάρτιση σχεδίων επίλυσης της κρίσης προτού επεκταθεί στην ευρύτερη οικονομία των κρατών που επλήγησαν.

### **3.4.2 Η Λειτουργία των Τραπεζών**

#### ***i. Απομάκρυνση Πιστωτικού και Επιτοκιακού Κινδύνου***

Οι τράπεζες, βάσει της παραδοσιακής λειτουργίας τους ως διαμεσολαβητές μεταξύ των θετικών και των αρνητικών αποταμιευτών εκτείνονται στον πιστωτικό κίνδυνο και στον κίνδυνο των επιτοκίων. Το γεγονός αυτό οφείλεται στην ασυμμετρία της πληροφόρησης που επικρατεί στις αγορές χρήματος, καθώς στην κεφαλαιαγορά έχουν πρόσβαση κυρίως πλούσιες σε κεφάλαια εταιρίες. Η χρονική υστέρηση που παρατηρείται μεταξύ της εισροής χρημάτων από τις καταθέσεις και της εκροής χρημάτων κατά τις χορηγήσεις δανείων, οι οποίες χρηματοδοτούνται από τις καταθέσεις, είναι η αιτία αυτής της έκθεσης στον πιστωτικό και επιτοκιακό κίνδυνο.

Οι εναλλακτικές που μπορούσαν να ακολουθήσουν οι τράπεζες για την απομάκρυνση αυτού του κινδύνου ήταν οι εξής:

1) Αποσύνδεση των δύο λειτουργιών των τραπεζών (δημιουργία narrow banks): Με αυτή τη διαδικασία η επιχείρηση που λάμβανε ρευστό από το κοινό ήταν διαφορετική από την τράπεζα που χορηγούσε τα δάνεια, αντλώντας χρήματα από την κεφαλαιαγορά. Πρόκειται για μία σπάνια περίπτωση, καθώς παραδοσιακά οι τράπεζες

είχαν ενσωματώσει και τις δύο αυτές λειτουργίες στην πρακτική τους. Στην Ελλάδα υπήρχαν παλαιότερα τέτοια παραδείγματα όπως επενδυτικές αναπτυξιακές τράπεζες που εξέδιδαν ομόλογα (π.χ. ομόλογα ΕΤΒΑ).

2) Οι καταθέσεις να μην είναι ορατές στο ευρύ κοινό.

3) Σύνολο ενεργειών για να μετριάσουν τον κίνδυνο και άσκηση εποπτείας όσον αφορά την κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών, κανόνες διαφοροποίησης χαρτοφυλακίου κ.α. Επιπλέον, συχνά προτεινόταν και άσκηση προληπτικής εποπτείας.

4) Η τεχνική της τιτλοποίησης<sup>1</sup>. Σύμφωνα με αυτό το χρηματοοικονομικό εργαλείο, μια τράπεζα ή άλλο χρηματοπιστωτικό ίδρυμα (originator) μεταβίβαζε μια ομάδα (pool) ομοειδών δανείων σε μία εταιρία ειδικού σκοπού (Special Purpose Vehicle, SPV). Η SPV ελάμβανε χρηματοδότηση από την έκδοση χρεογράφων που βασίζονταν στα δάνεια (Asset Backed Securities, ABSs). Η αξία αυτών των χρεογράφων αποτιμόταν κυρίως από τα πρακτορεία πιστοληπτικής βαθμολόγησης (Credit Rating Agencies, CRAs). Η πληρωμή των τοκομεριδίων στους επενδυτές εξαρτιόταν άμεσα από τη συμπεριφορά των δανειοληπτών, χωρίς ωστόσο να έρθουν αυτές οι δύο ομάδες επαφή. Οι τίτλοι ABSs συχνά διανέμονταν από επενδυτικές τράπεζες σε θεσμικούς επενδυτές. Μολαταύτα, δεν υπήρχε ακόμη οργανωμένη δευτερογενής αγορά για τις συναλλαγές των ABSs.

## **ii. Το Εργαλείο της Τιτλοποίησης**

Η τεχνική της τιτλοποίησης παρουσίαζε μεγάλο ενδιαφέρον, καθώς περιόριζε τον πιστωτικό κίνδυνο στα τραπεζικά χαρτοφυλάκια και συχνά αναφερόταν ως η δεύτερη πιο αποτελεσματική πρακτική μετά τη δημιουργία των narrow banks. Η πρακτική δε, ήταν συμβατή και με τους κανόνες κεφαλαικής επάρκειας, παράλληλα με τη μετατροπή παγωμένων κεφαλαίων (δάνεια) σε λειτουργικά εργαλεία (τίτλους). Η

---

<sup>1</sup> Διαδικασία Τιτλοποίησης: Ομοειδή δάνεια μετατρέπονται σε ομόλογα και απομακρύνονται από το χαρτοφυλάκιο της τράπεζας. Οι ομολογίες στη συνέχεια γίνονται αντικείμενο διαπραγμάτευσης, χωρίς να έχει εδραιωθεί ακόμη καλά μια δευτερογενής αγορά. Ομοειδείς τίτλοι τιτλοποιούνται σε δεύτερη γενιά ομολόγων, τα CDOs που αγοράζονται από πολλές ευρωπαϊκές τράπεζες.

αύξηση της ρευστότητας στα τραπεζικά χαρτοφυλάκια και η εξάλειψη του ετεροχρονισμού ανάμεσα σε απαιτήσεις και υποχρεώσεις ήταν ορισμένα από τα πλεονεκτήματα που τους παρείχε το εργαλείο της τιτλοποίησης. Οι απαιτήσεις σε ABSs από θεσμικούς επενδυτές που επιζητούσαν υψηλότερες αποδόσεις από τα ομόλογα του δημοσίου και κάποια εταιρικά ομόλογα ήταν ηξημένες, ενώ τα πλεονεκτήματα από τη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου ήταν άμεσα ορατά.

Ένα δεύτερο κύμα τιτλοποιήσεων παρουσιάστηκε με τη δημιουργία των δομημένων επενδυτικών εργαλείων (Structured Credit Instruments). Τα πιο χαρακτηριστικά δομημένα προϊόντα ήταν οι Τίτλοι Εγγυημένων Δανειακών Υποχρεώσεων (Collateralized Debt Obligations, CDOs). Επάνω σε αυτούς τους τίτλους παρήχθησαν και τα CDOs δεύτερης γενιάς, τα λεγόμενα CDOs-square. Η εταιρική οντότητα εμφάνιζε στο Παθητικό της υποχρεώσεις από τίτλους CDOs (δηλαδή καταβολή τοκομεριδίων και της αξίας κατά τη λήξη) και στο Ενεργητικό της απαιτήσεις σε δάνεια τιτλοποιήσιμα. Συνεπώς, με την είσπραξη των δόσεων από τα δάνεια, μπορούσε εν συνεχεία να πληρώνει τις υποχρεώσεις της στους ομολογιούχους. Το νέο χαρτοφυλάκιο αποτελείτο από ποικίλα στοιχεία με διαφορετική έκθεση σε πιστωτικό κίνδυνο. Έκαστος τίτλος (tranche) θα μπορούσε να πωληθεί σε διάφορες ομάδες επενδυτών, με διαφορετική αντιμετώπιση του ρίσκου (risk aversion). Το εισόδημα από τα τοκομερίδια διανεμόταν με σειρά προτεραιότητας. Οι επενδυτές των τελευταίων στη σειρά έκδοσης τίτλων είχαν και το μεγαλύτερο κίνδυνο, συνεπώς απολάμβαναν και μεγαλύτερες απολαβές από τόκους. Ένα μέρος των χρεογράφων το διακρατούσε η αρχική τράπεζα.

Στα μειονεκτήματα της τιτλοποίησης συγκαταλέγεται η δυσκολία που αντιμετώπιζαν τα rating agencies στην εκτίμηση του πιστωτικού κινδύνου. Είναι χαρακτηριστικό το γεγονός πως οι επενδυτές βασίζονταν τυφλά στις βαθμολογήσεις που τους έδιναν τα CRAs. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι τα CDOs λειτουργούσαν σε μία άτυπη αγορά, με μικρό βαθμό ρευστοποίησής τους, καθώς οι τίτλοι που δεν απορροφώνταν από τη ζήτηση, έπρεπε να επαναγορασθούν από την αρχική τράπεζα.

### **3.5 Οι Προάγγελτοι της Κρίσης**

#### **i. Οι Αδυναμίες του Μοντέλου**

Το συγκεκριμένο μοντέλο που αναπτύχθηκε δημιουργούσε μεγάλο χάσμα ανάμεσα στους δανειολήπτες της τράπεζας-παραγωγού και τους τελικούς επενδυτές.

Επιπλέον, το μοντέλο υστερούσε στην εκτίμηση του πιστωτικού κινδύνου. Συχνά γίνονταν πρόχειρες βαθμολογήσεις από τα CRAs λόγω της ποικιλίας διαφόρων τύπων CDOs. Η μεγάλη εξάρτηση από τα CRAs για τη διαμόρφωση των τιμών, σε συνδυασμό με την περιορισμένο έλεγχο των δανειοληπτών από τις τράπεζες, οδήγησε στην κρίση εμπιστοσύνης ως προς τη βαθμολόγηση των CDOs.

Επιπλέον, η διαπραγμάτευση των συγκεκριμένων τίτλων ήταν δύσκολη, καθώς δεν μπορούσαν να πωληθούν σε δευτερογενή αγορά. Η ρευστότητα ήταν χαμηλή, ιδιαίτερα σε εχθρικές αγορές και οι εκτιμήσεις της αξίας των CDOs καθορίζονταν από το ίδιο το μοντέλο. Καθώς τέτοια μοντέλα απαιτούν αγοραίες τιμές που αντικατοπτρίζονταν σε σχετικούς δείκτες, η απουσία αξιόπιστων τιμών δημιούργησε ρήγμα στη λειτουργία του μοντέλου. Με την πώληση των τελικών τίτλων στους επενδυτές εξαλειφόταν και το τελευταίο κίνητρο που είχε η τράπεζα να αναγκάσει τους δανειολήπτες να ανταποκριθούν στις υποχρεώσεις τους.

## **ii. Ειδικές Επενδυτικές Οντότητες και οι Αδυναμίες τους**

Τα τελευταία χρόνια αναδείχθηκαν πολλές Ειδικές Επενδυτικές Εταιρίες (Special Investment Companies) που λειτουργούσαν στα πλαίσια τραπεζικών ομίλων, προσφέροντας εξελιγμένα προϊόντα. Μορφές τέτοιων επενδυτικών εταιριών υψηλής μόχλευσης αποτελούσαν τα Conduits και τα SVIs (από το Structured Investment Vehicles, δηλαδή Εταιρίες Δομημένων Επενδυτικών Προϊόντων). Η πολιτική αυτών των οντοτήτων όριζε τη διακράτηση CDOs που εξασφάλιζαν μακροχρόνια ρευστότητα και κεφάλαια από την έκδοση βραχυπρόθεσμων Εμπορικών Τίτλων Δανειακών Εγγυήσεων (Asset-Backed Commercial Papers, ABCPs). Τα κίνητρα των μητρικών επιχειρήσεων στη συγκρότηση τέτοιων οντοτήτων συνίσταντο στην εξάλειψη των περιοριστικών απαιτήσεων για κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών. Μόνη υποχρέωση των τελευταίων ήταν να εγγυηθούν τη δυνατότητα των Conduits και των SIVs να ξεχρεώσουν τους επενδυτές τους (δηλαδή τους κατόχους τίτλων ABCPs), εάν οι οντότητες αυτές δεν κατάφεραν να εκδόσουν νέους τίτλους στην αγορά. Το βασικό δε πρόβλημα στην όλη διαδικασία εντοπίζεται στην απόκρυψη της διακράτησης τέτοιων τίτλων από τους ισολογισμούς των τραπεζών.

Ο μεγάλος ετεροχρονισμός ωρίμανσης στα στοιχεία του ισολογισμού των Conduits και των SVIs, καθώς και η απουσία πλάνου αντιμετώπισης απρόβλεπτων

αναγκών χρηματοδότησης εκ μέρους των τραπεζών τις εξέθεσαν στον κίνδυνο ρευστότητας, τον βασικό παράγοντα αύξησης των επιτοκίων στη διατραπεζική αγορά. Η μείωση της μόχλευσης των τραπεζών (με την απομάκρυνση των απαιτήσεων σε δάνεια) αποδέσμευσε κεφάλαια διαθέσιμα προς παραγωγικές επενδύσεις.

Ορισμένες τράπεζες υποτίμησαν την πραγματική τους έκθεση στον πιστωτικό κίνδυνο που εμπεριείχαν τα χαρτοφυλάκια των Conduits. Κατά συνέπεια, υποτίμησαν και τις έκτακτες γραμμές ρευστότητας. Η ανεπάρκεια διαφάνειας ως προς τον τελικό φορέα που θα επωμιζόταν τους κινδύνους δημιούργησε ένα διάχυτο ρίσκο αντισυμβαλλομένων, το δεύτερο βασικό παράγοντα αύξησης των επιτοκίων στη διατραπεζική αγορά.

### iii. Η Κρίση στην Αγορά των Sub-primes

Στην αμερικανική αγορά, στα πλαίσια πολιτικών επιλογών και της οικονομικής φιλοσοφίας των ΗΠΑ, αναπτύχθηκε πολύ μια ιδιαίτερη κατηγορία στεγαστικών δανείων, τα λεγόμενα Δάνεια Χαμηλής Εξασφάλισης (Sub-Prime Loans, subprimes). Πρόκειται ουσιαστικά για δάνεια που χορηγούνταν χωρίς εγγύηση σε οικογένειες με ιδιαίτερα χαμηλή πιστοληπτική ικανότητα, σε πολλές περιπτώσεις μη ευκατάστατες. Τα δάνεια αυτά δίνονταν με ευκολία και ανέρχονταν στο 13% της συνολικής στεγαστικής πίστης των ΗΠΑ.

Τα προβλήματα που προέκυψαν από τη χορήγηση αυτών των δανείων οφείλονται στην καταστρατήγηση ενός βασικού κανόνα της τραπεζικής πίστης: την αναγκαιότητα διεξαγωγής της δέουσας πιστοληπτικής αξιολόγησης των δανειοληπτών ώστε να διαφοροποιηθούν οι επιτοκιακές χρεώσεις, ανάλογα με τον κίνδυνο. Όταν τα επιτόκια άρχιζαν να ανεβαίνουν, πολλοί δανειολήπτες αδυνατούσαν να ανταποκριθούν στις συμβατικές τους υποχρεώσεις, πολλές φορές ακόμη και πριν τη μεταβολή τους.

## 3.6 Η Πρόκληση της Χρηματοπιστωτικής Κρίσης

Οι τράπεζες που διέθεταν τίτλους σε Conduits και SVIs χρειάζονταν άμεσα ρευστότητα ώστε να ανταποκριθούν στις υποχρεώσεις τους στις εγγυήσεις που είχαν δώσει και για να μεταφέρουν τα υποκείμενα δάνεια στον ισολογισμό τους, κάτι που δημιουργούσε αναπροσαρμογές και στους δείκτες κεφαλαικής επάρκειας. Όσες δε

διέθεταν τέτοιους τίτλους, αντιμετώπιζαν με διστακτικότητα το ενδεχόμενο δανεισμού μιας άλλης τράπεζας στη διατραπεζική αγορά, εξαιτίας της έλλειψης διαφάνειας από την έκθεση τους στον κίνδυνο ρευστότητας. Απόρροια του τελευταίου ήταν και η απότομη αύξηση των επιτοκίων στην "αφερέγγυα" πλέον διατραπεζική αγορά. Τα ιδρύματα που εξαρτώνταν από την αγορά μακροπρόθεσμων χρηματοδοτήσεων υπέστησαν και τις μεγαλύτερες απώλειες.

Οι κεντρικές τράπεζες των κρατών επενέβησαν συγχρονισμένα με σκοπό να εξασφαλίσουν ρευστότητα με εγγυήσεις και περιορίσαν την αστάθεια στα επιτόκια της βραχυπρόθεσμης αγοράς. Η αμερικανική Fed προέβη σε μείωση επιτοκίων, ενώ η ΕΚΤ πάγωσε τις αυξήσεις κι άρχισε να προσανατολίζεται σε πιθανές μειώσεις.

**Πίνακας 12. Διακυμάνσεις Επιτοκίων της Fed της Νέας Υόρκης 2007-2008**

Ημερ ομηνία	Προεξοφλητικό Πίστωσης		Επιτόκιο		Κεφάλαια	
	Με ταβολή	Πρωτο γενούς	Δευτερο γενούς	Με ταβολή	Ε πιτόκιο	
2007 -2008						
17/8/ 2007	- 0,50	5,75	6,25	-	-	
18/9/ 2007	- 0,50	5,25	5,75	- 0,50	4, 75	
31/1 0/2007	- 0,25	5,00	5,50	- 0,25	4, 50	
11/1 2/2007	- 0,25	4,75	5,25	- 0,25	4, 25	
22/1/ 2008	- 0,75%	4,00%	4,50%	- 0,75%	3, 50%	
30/1/ 2008	- 0,50%	3,50%	4,00%	- 0,50%	3, 00%	
16/3/ 2008	- 0,25%	3,25%	3,75%	-	-	

<b>18/3/2008</b>	- 0,75%	2,50%	3,00%	- 0,75%	2, 25%
<b>30/4/2008</b>	- 0,25%	2,25%	2,75%	- 0,25%	2, 00%

### 3.7 Το Χρονικό της Κρίσης

#### 3.7.1 Α' Εξάμηνο του 2007

Στις αρχές του 2007 επικρατούσε έντονη φημολογία γύρω από τη στεγαστική αγορά των ΗΠΑ που παρουσίαζε σημάδια κόπωσης. Αναλυτές εξέφραζαν σε στήλες του οικονομικού τύπου την ανησυχία τους για μια επερχόμενη κρίση. Παράλληλα η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα προέβαινε διαρκώς σε σταδιακές αυξήσεις του ευρωεπιτοκίου ώστε να αντιμετωπίσει τις πληθωριστικές πιέσεις που ταλάνιζαν την ευρωπαϊκή οικονομία. Έντονα πλήττονταν οι δανειολήπτες, ενώ παράγοντες στην τραπεζική αγορά συνιστούσαν στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να είναι πιο φειδωλά στη χορήγηση δανείων. Την ίδια στιγμή το δολάριο εξακολουθούσε να υποχωρεί έναντι του ευρώ. Επιχειρήσεις μετέφεραν τα εργοστάσιά τους στην Αμερική και η ανεργία στην Ευρώπη αυξανόταν, ενώ πλήττονταν παράλληλα και οι εξαγωγές. Στην Ελλάδα δημιουργήθηκε τεράστιο απόθεμα νεόδμητων κατοικιών, οι οποίες όμως γίνονταν δυσπρόσιτες λόγω, μεταξύ άλλων, των υψηλών επιτοκίων στα στεγαστικά δάνεια, τη στιγμή που έρευνες έδειχναν στροφή των καταναλωτών σε μικρότερα και μεταχειρισμένα διαμερίσματα.

#### 3.7.2 Καλοκαίρι του 2007

Κατά το καλοκαίρι του 2007 κι ενώ πολλοί επίσημοι παράγοντες της αμερικανικής οικονομίας προσπαθούσαν να καθησυχάσουν τους επενδυτές, κεφάλαια της Bear Stearns πτώχευσαν λόγω κατοχής CDOs που βασιζόνταν σε sub-prime στεγαστικά δάνεια και της υποχρέωσης της τράπεζας να εξυπηρετήσει τις απαιτήσεις

των πιστωτών της με ρευστοποίηση των στοιχείων της. Τα Rating Agencies (CRAs) υποβάθμισαν τα CDOs που βασίζονταν σε subprimes και επλήγη η αυτοπεποίθηση της αγοράς για την ασφάλεια στη στεγαστική πίστη.

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ-ECB) εδρεύει στην Φρανκφούρτη. Αυξάνει το ευροεπιτόκιο στο 4,25% μπροστά στις πληθωριστικές πιέσεις, αλλά αναθεωρεί σχέδια περαιτέρω αυξήσεων μετά το ξέσπασμα της κρίσης.

Επενδυτές των ABCPs (Asset Backed Commercial Papers) άρχισαν να χάνουν την εμπιστοσύνη τους και η ζήτηση για τα συγκεκριμένα χρεόγραφα έπεφτε, ένα φαινόμενο που χαρακτηρίστηκε ως "flight to quality" (στροφή προς την ποιότητα). Τράπεζες που είχαν υιοθετήσει τα conduits και SVIs (κερδοσκοπικά προγράμματα που επωφελούνται από τη διαφορά μεταξύ βραχυπρόθεσμων επιτοκίων δανεισμού και μακροπρόθεσμες επιστροφές από δομημένα επενδυτικά προϊόντα) αναγκάστηκαν να ανταποκριθούν στις υποχρεώσεις τους απέναντι στις εγγυήσεις ρευστοποίησης' σε αρκετές μάλιστα περιπτώσεις ο βαθμός της πραγματικής έκθεσης στο ρίσκο ήταν τελείως απρόσμενος, ένα φαινόμενο που απεκλήθη "disaster myopia" (μυωπία απέναντι στην καταστροφή). Η εμπιστοσύνη στη διατραπεζική αγορά κλονίστηκε λόγω της έκθεσης στον κίνδυνο ρευστότητας. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα την αύξηση των διατραπεζικών επιτοκίων.

### **3.7.3 Αύγουστος του 2007**

Στις 9 Αυγούστου του 2007, μεγάλη κρίση ξέσπασε στις ΗΠΑ από την αδυναμία μεγάλων ομάδων του πληθυσμού να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις του για δάνεια sub-primes. Οι πλειστηριασμοί διαδέχθηκαν ο ένας τον άλλον και ολόκληρες πόλεις έμειναν στο δρόμο. Οι τράπεζες ξέμειναν από ρευστό και οι καταθέτες έσπευσαν στον γκισέ των τραπεζών για να κάνουν ανάληψη των χρημάτων τους. Άλλοι προέβησαν σε μαζικές ηλεκτρονικές αναλήψεις των λογαριασμών τους στη Βρετανία, ένα φαινόμενο γνωστό ως "Πανικός μέσω Ίντερνετ" (ή ιντερνετικός πανικός). Η αδυναμία είσπραξης των απαιτήσεων των αμερικανικών τραπεζών από τους δανειολήπτες των subprimes, συνεπάχθηκε και την αδυναμία πληρωμής των υποχρεώσεων σε τοκομερίδια και αξίες ομολόγων και CDOs (ομόλογα β' γενιάς) στα οποία είχαν επενδύσει πολλές ευρωπαϊκές τράπεζες, την ίδια στιγμή που πλήθαιναν οι αναλήψεις πανικού. Τα ομόλογα που κατείχαν οι τελευταίες δεν είχαν αντίκρουσμα, ενώ το πρόβλημα



ρευστότητας προκάλεσε δυσπιστία στη δυνατότητα αποπληρωμής σε περίπτωση δανεισμού μιας τράπεζας από μια άλλη, με αποτέλεσμα να αυξηθούν τα επιτόκια της διατραπεζικής αγοράς. Το γεγονός αυτό έκανε δύσκολη και κοστοβόρα μια πιθανή αίτηση δανειοδότησης μιας ελληνικής τράπεζας από μία άλλη (ελληνική ή ευρωπαϊκή), κόστος που μετακυλήθηκε στους πελάτες, παράλληλα με τις αυξήσεις του ευρωεπιτοκίου.

#### **3.7.4 Σεπτέμβριος του 2007**

Το Σεπτέμβριο του 2007, δύο γερμανικές τράπεζες, η Saschen Landensbank και η IKB ανακοίνωσαν ότι υπέστησαν ουσιαστικές απώλειες από την κατοχή των conduits. Η βρετανική Northern Rock βίωσε τη μεγαλύτερη ουρά (bank run) των τελευταίων δεκαετιών σε μια χώρα που φημίζεται για τα μεγάλα εγγυημένα χρηματικά αποθέματα.

#### **3.7.5 Β' Εξάμηνο του 2007**

Κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2007, οι κεντρικές τράπεζες μεσολάβησαν συγχρονισμένα για την τόνωση της χρηματοπιστωτικής αγοράς με "ενέσεις ρευστότητας" και σταθεροποίησαν τις διακυμάνσεις στα βραχυπρόθεσμα επιτόκια. Ορισμένες κεντρικές τράπεζες, όπως η Fed, μείωσαν ακόμη και το βασικό επιτόκιο χρηματοδότησης, ενώ άλλες, όπως η ECB, παρακολουθώντας τις εξελίξεις δεν προέβησαν στις προγραμματισμένες αυξήσεις. Παράλληλα, επλήγη η εμπιστοσύνη στα rating agencies ως προς την ικανότητά τους να βαθμολογήσουν τα δομημένα προϊόντα ("crisis of confidence"). Στην Ελλάδα προέκυψαν απαξιωμένα δομημένα ομόλογα 700 εκατομμυρίων ευρώ στα οποία βασίστηκε η χρηματοδότηση των ασφαλιστικών ταμείων, ένα περιστατικό που χαρακτηρίστηκε από τα ΜΜΕ ως "Σκάνδαλο των Δομημένων Ομολόγων"

Τα στεγαστικά δάνεια στις ΗΠΑ έγιναν δυσπρόσιτα, ενώ κρατικοποιήθηκε η Northern Rock από τη βρετανική κυβέρνηση. Επιπλέον, παρατηρήθηκαν παρενέργειες από τη δυσπιστία στις διατραπεζικές αγορές και στην Ελλάδα μειώθηκαν οι ρυθμοί της μέχρι πρότινος φρενήρους πιστωτικής επέκτασης, με τις τράπεζες να προτείνουν ευέλικτα τραπεζικά προϊόντα ή δάνεια σταθερού επιτοκίου αντί των δανείων με κυμαινόμενο επιτόκιο. Παράγοντες της κτηματομεσιτικής αγοράς έκαναν εκκλήσεις για

νομοθετική ρύθμιση με σκοπό τον περιορισμό των εκτελούμενων οικοδομικών αδειών, εφόσον δεν είχε πουληθεί πρώτα ένα συγκεκριμένο ποσοστό των ολοκληρωθέντων κατασκευών.

### **3.7.6 Σεπτέμβριος του 2008**

Μετά την πώληση της Bear Stearns σε εξευτελιστική τιμή στην J.P. Morgan το Μάρτιο του 2008, η διεθνής αγορά έδειχνε να έχει μπει σε μια δίνη της οικονομικής κρίσης. Το Σεπτέμβριο του 2008, η αμερικανική κεντρική τράπεζα προσέφερε έκτακτη οικονομική ενίσχυση 85 δισεκατομμυρίων δολαρίων στην ασφαλιστική εταιρεία AIG, προκειμένου να αποτρέψει την κατάρρευσή της. Ο αμερικανικός κολοσσός Lehman Brothers κήρυξε πτώχευση, προκαλώντας αναστάτωση στην κυβέρνηση των ΗΠΑ. Παρά το γεγονός πως οι ελληνικές τράπεζες δεν πρόλαβαν να επενδύσουν ιδιαίτερα σε τέτοια ριψοκίνδυνα προϊόντα, γνωστοποιήθηκαν ιδιωτικές επενδυτικές απώλειες. Τον ίδιο μήνα, η Merrill Lynch εξαγοράστηκε από την Bank of America. Ο πρόεδρος Τζορτζ Μπους πρότεινε την άμεση ενίσχυση της ρευστότητας των τραπεζών για τη διάσωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος, πριν πληγεί περαιτέρω η οικονομία της χώρας, ενώ παράλληλα, εξαγοράζονται, οι Fannie Mae και Freddie Mac. Οι εξελίξεις διαδέχονταν η μία την άλλη, με την ανακοίνωση για λουκέτο στη Washington Mutual. Ο απρόσμενος κρατισμός των ΗΠΑ εξέπληξε αρχικά ευχάριστα τα χρηματιστήρια, ενώ αντιδράσεις διατυπώνονταν από τους αμερικανούς πολίτες για το φορολογικό βάρος που προέβλεπε το Σχέδιο Πόλσον να πέσει στην πλάτη τους. Την άποψη αυτή συμμερίστηκε και το Κογκρέσο, καταψηφίζοντας το σχέδιο κρατικής ενίσχυσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος για αγορά των λεγόμενων "τοξικών ομολόγων" με δημόσιο χρήμα. Τα χρηματιστήρια αντικατέπηρσαν την απαισιοδοξία της αγοράς στους δείκτες τους, σημειώνοντας πτώση. Ο πρόεδρος της Ευρωπαϊκής Ένωσης Νικολά Σαρκοζί προανήγγειλε σχέδιο αντιμετώπισης του προβλήματος στα πλαίσια της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Η κρίση μετά το πέρασμα του Ατλαντικού, πλησίασε όλο και νοτιότερα την Ευρώπη, καθώς μετά την κρατικοποίηση της Bradford and Bingley από τη βρετανική κυβέρνηση, πραγματοποιήθηκε μερική κρατικοποίηση του ευρωπαϊκού κολοσσού Fortis από το Βέλγιο, το Λουξεμβούργο και την Ολλανδία.

### **3.7.7 Οκτώβριος του 2008**

Νέα βελτιωμένη πρόταση ψηφίστηκε στην αμερικανική Γερουσία. Παρά ταύτα, ακόμη και τα ίδια τα μέλη δεν μπορούν να εγγυηθούν με βεβαιότητα την επιτυχία ενός τέτοιου σχεδίου, ενώ παράγοντες της αγοράς μιλούν για επερχόμενη ύφεση που μπορεί να διαρκέσει μέχρι και 5 χρόνια. Ο πρόεδρος της ΕΚΤ, Ζαν Κλόντ Τρισέ δηλώνει πως η οικονομική κρίση των ΗΠΑ θα επιβραδύνει τους ρυθμούς ανάπτυξης στην Ευρωζώνη, ενώ σε μίνι διάσκεψη κορυφής υπό τον Νικολά Σαρκοζί διατυπώνεται η βούληση να σταθεροποιηθεί ή ακόμα και να πέσει το επιτόκιο της ΕΚΤ μετά την υποχώρηση της τιμής του πετρελαίου και των πληθωριστικών πιέσεων, δηλαδή κάτω από το 4,25%. Πριν τη μίνι σύνοδο κορυφής της Ε.Ε., η Ιρλανδία υπόσχεται πλήρη κρατική εγγύηση των τραπεζικών καταθέσεων των πολιτών της, ενέργεια στην οποία προχωρά και ο υπουργός Οικονομίας και Οικονομικών της Ελλάδος, ο οποίος διαβεβαιώνει, μεταξύ άλλων μέτρων για την τραπεζική αγορά και την κρατική εγγύηση των καταθετικών λογαριασμών μέχρι 20.000 με 30.000 ευρώ, μετά από σχετικό διάγγελμα του Έλληνα πρωθυπουργού.

Η Γερμανίδα καγκελάρια Άγκελα Μέρκελ προτείνει την αντιμετώπιση του προβλήματος σε κάθε χώρα σε εθνικό πλαίσιο, ανάλογα με τις ευθύνες της, αντί για τη σύσταση πανευρωπαϊκού σχεδίου, την ίδια στιγμή που στην αντίπερα όχθη του Ατλαντικού, υπερψηφίζεται η βελτιωμένη πρόταση του Πόλσον για οικονομική ενίσχυση του χρηματοπιστωτικού συστήματος στη Βουλή των Αντιπροσώπων. Στη σύνοδο κορυφής της Ε.Ε. είναι διάχυτη η νευρικότητα για το μονομερές των δηλώσεων Ιρλανδίας και Ελλάδος ως προς την κρατική εγγύηση των καταθέσεων, τη στιγμή που δε φημίζονται για τα μεγάλα εγγυημένα τους χρηματικά αποθέματα. Το Υπουργείο Οικονομικών παραδέχεται πως η δήλωση είχε περισσότερο πολιτική διάσταση. Την ίδια στιγμή, γίνεται αισθητό το κόστος της διατραπεζικής αγοράς στην Ελλάδα, με αύξηση 0,5% στα επιχειρηματικά και 1% στα στεγαστικά δάνεια, ακόμη και σε εκείνα με σταθερό επιτόκιο. Η στεγαστική αγορά στην Ελλάδα παγώνει και υπολογίζονται γύρω στις 200.000 απούλητα ακίνητα, μεταξύ των οποίων και πολλά νεόδημητα και οι κατασκευαστές προχωρούν σε προσφορές και μεγάλη υποχώρηση τιμών. Ο πρόεδρος του ΕΒΕΑ διατυπώνει την άποψη πως η κρίση δεν οφείλεται αποκλειστικά στα δάνεια χαμηλής εξασφάλισης, αλλά γενικότερα στον τρόπο διακυβέρνησης των επιχειρήσεων και του τραπεζικού κλάδου, αλλά και στην ίδια την πολιτική διακυβέρνηση της αμερικανικής πολιτείας των τελευταίων 15 ετών.

Λίγες ώρες μετά τη λήξη της ευρωπαϊκής συνόδου κορυφής η Hypo Real Estate, η δεύτερη μεγαλύτερη τράπεζα στεγαστικών δανείων της ευρωπαϊκής

οικονομίας, ανακοινώνει ότι το σχέδιο διάσωσής της, ύψους 35 δισ. ευρώ κατέρρευσε, μετά την αποκάλυψη νέων ελλειμμάτων. Πέντε ευρωπαϊκές χώρες αντιμετωπίζουν μεγάλα προβλήματα προσπαθώντας να σώσουν τις μεγάλες ευρωπαϊκές τράπεζες, η Γερμανία, το Βέλγιο, το Λουξεμβούργο, η Ιταλία και η Ισλανδία. Στην Ιταλία κινδυνεύει η δεύτερη μεγαλύτερη τράπεζα της χώρας, η Unicredit, ενώ το άλλοτε εύρωστο κράτος της μακρυνής Ισλανδίας κινδυνεύει με πτώχευση, λόγω της μεγάλης έκθεσης στα τοξικά ομόλογα. Τα χρέη των ισλανδικών τραπεζών υπολογίζονται στα 138,34 δισ. δολάρια, σε σύγκριση με τα 19,37 δισ. δολάρια στα οποία ανέρχεται το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν. Το νόμισμα της χώρας υποτιμάται και οι πληθωριστικές πιέσεις εντείνονται και η κυβέρνηση διαπραγματεύεται τη δανειοδότησή της από τη Ρωσία. Οι αναλυτές καταλήγουν στο συμπέρασμα πως η ΕΚΤ θα προβεί σε μείωση επιτοκίων. Η άποψη αυτή ενισχύεται και από τη μείωση του επιτοκίου στην Αυστραλία -1%. Μετά την τροπή που πήραν τα πράγματα, η κα. Μέρκελ αναλαμβάνει την εγγύηση όλων των τραπεζικών καταθέσεων των πολιτών από το γερμανικό κράτος, κόστος που ανέρχεται στα 500 δισ. ευρώ, κίνηση στην οποία προχωράει και η Δανία. Αρχίζει πλέον να αναθεωρείται η κατεύθυνση της Ε.Ε. υπέρ ενός καθολικού σχεδίου αντιμετώπισης του προβλήματος προτού πάρει μεγαλύτερες διαστάσεις. Από την Ιταλία προτείνεται η δημιουργία ενός ευρωκοινοτικού εγγυητικού ταμείου που θα συγκεντρώνει το 3% του ΑΕΠ. Παράλληλα, συζητάται η χαλάρωση των δημοσιονομικών κριτηρίων στην ευρωζώνη.

Στις 7 Οκτωβρίου, το Ecofin έθεσε ως ελάχιστο όριο εγγύησης τις 50.000 ευρώ ανά καταθετικό λογαριασμό. Μετά τη λήξη της συνόδου στο Λουξεμβούργο, ο Έλληνας υπουργός οικονομικών εγγυήθηκε καταθέσεις 100.000 ευρώ.

Στις 8 Οκτωβρίου ανακοινώνεται μείωση του ευρωεπιτοκίου στο 3,75%, μεταβολή του επιτοκίου δανεισμού στην Αγγλία στο 4,5% και της Fed στο 1,5%. Ο Νικολά Σαρκοζί επιβεβαιώνει τη συγκρότηση ευρωκοινοτικού σχεδίου δράσης, την ίδια στιγμή που παγώνει η αγορά στην αυτοκινητοβιομηχανία της Γερμανίας και γίνονται μαζικές απολύσεις στη Σουηδία. Ο γενικός δείκτης στο ΧΑ πέφτει στις 2.512,01 μονάδες, σημειώνοντας απώλειες 4,31%, ενώ η Βρετανία τονώνει τις τράπεζές της με οικονομική ενίσχυση 50 δισεκατομμυρίων λιρών. Η κρίση αντικατοπτρίζεται και στους δείκτες της Ευρασίας.

Παρά την εφαρμογή του σχεδίου Πόλσον στην Αμερική, οι ανακατατάξεις στον τραπεζικό τομέα συνεχίστηκαν, όπως επίσης και η κατακόρυφη πτώση των χρηματιστηριακών δεικτών. Στην Ε.Ε. κατατέθηκαν τρεις προτάσεις. Η Γαλλία επέμεινε

στην πρότασή της για συγκρότηση πανευρωπαϊκού ταμείου, ζητώντας την επιστροφή καταθέσεων στις γαλλικές τράπεζες, υποσχόμενος ο κ. Σαρκοζί αμνηστεία ως προς την προέλευσή τους, με σκοπό την ενίσχυση της κεφαλαιακής επάρκειας με κάθε μέσο. Η Γερμανία επέμεινε στην πρόταση για αντιμετώπιση του προβλήματος σε κάθε χώρα σε εθνικό επίπεδο, ενώ ο πρωθυπουργός της Αγγλίας Γκόρντον Μπράουν, σε άρθρο του στον τύπο προλείανε το έδαφος για την πρόταση που θα ακολουθούσε. Στις 13 Οκτωβρίου κατέθεσε σχέδιο καταϊγιστικών κρατικοποιήσεων των μισών βρετανικών τραπεζών, εκμεταλλευόμενος τα μεγάλα κεφαλαιακά αποθέματα της χώρας του. Η κίνηση αυτή γέμισε με αισιοδοξία την Ευρώπη, με όλες τις χώρες να εξευρίσκουν τεράστιους κεφαλαιακούς πόρους, για την εγγύηση των αποθεμάτων και την αισιοδοξία των Ευρωπαίων επενδυτών να αναπτερώνεται. Αυτά τα απρόσμενα κεφαλαιακά αποθέματα προκάλεσαν την εύλογη απορία της ευρωπαϊκής κοινής γνώμης, καθώς πολλοί συνδύασαν το γεγονός αυτό με τις υποσχέσεις του κ. Σαρκοζί. Παράλληλα, κατατέθηκαν πολλές προτάσεις για περαιτέρω μείωση των επιτοκίων δανεισμού, κάτι που αναμένουν οι αναλυτές να γίνει αισθητό και στην Ελλάδα, ενώ πολλές ευρωπαϊκές χώρες συνδυάζουν το μέτρο με επιδόματα στους μισθούς για την τόνωση της αγοράς που έχει παγώσει. Οι ΗΠΑ προσανατολίζονται σε μια λύση παρόμοια με αυτή του βρετανού πρωθυπουργού, την ίδια στιγμή που στην Αυστραλία άρχισαν να δημιουργούνται οικισμοί από τροχόσπιτα.

Τα μέτρα αντιμετώπισης οίωνει προβλημάτων στην Ελλάδα εστιάζονται στη διασφάλιση της κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών, με τη χορήγηση 28 δισ. ευρώ, εκ των οποίων τα 8 δισ. σε μορφή κρατικών ομολόγων, ενώ ορίζεται ως κεφαλαιακή βάση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων ποσό μέχρι 5 δισ. ευρώ. Ο κ. Προβόπουλος σε ανοιχτή συνέντευξη εξέφρασε την εκτίμησή του πως το πρόβλημα ορισμένων τραπεζών θα αφορά το δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας λόγω των απωλειών τους στο χρηματιστήριο. Στην ίδια συγκέντρωση, ο Υπουργός Οικονομικών δήλωσε πως θα πρέπει να επαναπροσδιορισθούν οι αμοιβές των μεγάλων στελεχών και πως δε θα πρέπει να ξεπερνούν τις αμοιβές του διοικητή της τράπεζας της Ελλάδος, μια συζήτηση που έχει ανοίξει στην Ευρώπη τα τελευταία δύο χρόνια. Οι πρώτες ανακατατάξεις στην τραπεζική αγορά γίνονται αισθητές με τη συγχώνευση της Proton Bank με την Τράπεζα Πειραιώς.

Παρά την πτώση των επιτοκίων στη διατραπεζική αγορά από τη δράση της ΕΚΤ, οι ελληνικές τράπεζες αυξάνουν ισόποσα τα περιθώρια κέρδους στα επιτόκιά τους, με αποτέλεσμα να μη γίνεται αντιληπτή η ελάφρυνση στους πελάτες.

## Βιβλιογραφία

### Ελληνική

Μαθιοπούλου Μ., “Το Κραχ του 1929”, εφημ. Μακεδονία, 2007

Μποζανίνου Τ., “ Η Ιστορία των Κραχ”,εφημ. Το Βήμα, 2001

### Ξένα

Sufi, A. and A. Mian (2008) “The consequences of mortgage credit expansion: evidence from the 2007 mortgage default crisis”, paper presented at eh conference on Credit turmoil: causes and consequences and cures”, FRBC, May 2008

Kindleberger, C. P (2002): Manias, Crashes and Panics: A History of Financial Crises, 4th edition, Basingstoke: Palgrave

Jimenez, G., S. Ongena, J. L. Paydro-Alcalde, and J. Sorina (2007), “Hazardous times for monetary policy: What twenty-three million bank loans say about the effects of monetary policy on credit risk?” CERP Discussion Paper No 6514

Blundell-Wignall, A. and P. Atkinson (2008): “The sub-prime crisis - causal distortions and regulatory reform”, oxa Lessons from the financial turmoil of 2007 and 2008, Reserve Bank of Australia

Davis, E.P. (2008) “Liquidity, financial crises and the lender of last resort - How much of a departure is the sub-prime crisis?” oxa Lessons from the financial turmoil of 2007 and 2008, Reserve Bank of Australia

Dell’ Ariccia, G., D. Ignan and L. Leaven (2008) “Credit booms and lending channels: evidence from the subprime mortgage market”, paper presented at eh conference on Credit turmoil: causes and consequences and cures”, FRBC, May 2008

## Κεφάλαιο 4

### Συνέπειες της Χρηματοπιστωτικής Κρίσης

#### 4.1 Η Χρηματοπιστωτική Κρίση στις Διεθνείς Αγορές

Το παρόν κεφάλαιο αποσκοπεί να παρουσιάσει πτυχές της τρέχουσας χρηματοοικονομικής κρίσης, η έναρξη της οποίας εντοπίζεται τον Αύγουστο 2007 κυρίως στις ΗΠΑ ενώ πλέον σήμερα έχει επεκταθεί σε ολόκληρο τον κόσμο. Μεταξύ των συνεπειών της κρίσης περιλαμβάνονται τα φαινόμενα ύφεσης στις μεγαλύτερες οικονομίες (ΗΠΑ, Ευρωζώνη, Ιαπωνία, Μ. Βρετανία) και η επιστροφή στο προσκήνιο του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου, καθώς πλήθος χωρών έχει προσεγγίσει το Διεθνή Οργανισμό για οικονομική βοήθεια [π.χ. Ουκρανία (\$16,4 δισ.), Ισλανδία (\$2,1 δισ.), Ουγγαρία (\$15,8 δισ.), Πακιστάν (\$7,6 δισ.)].

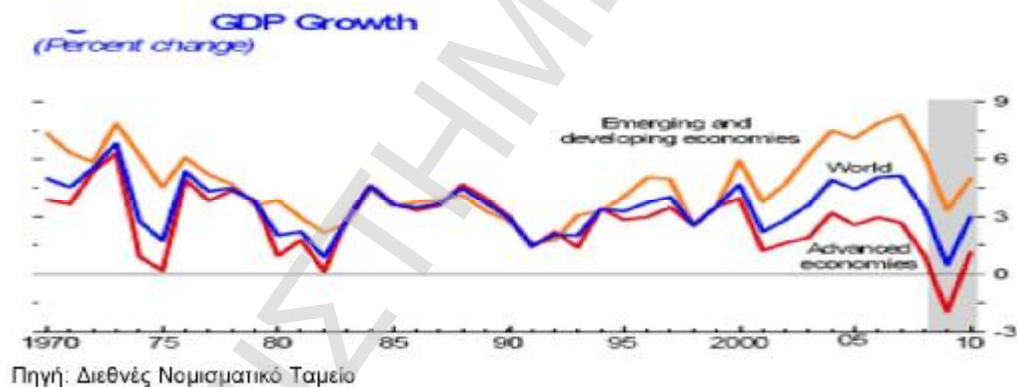
##### 4.1.1 Η Χρηματοπιστωτική Κρίση στις Η.Π.Α και την Ευρωζώνη

Κοινό τόπο συνιστά πλέον η εκτίμηση ότι η τρέχουσα χρηματοοικονομική κρίση χαρακτηρίζεται ως σημαντικότερη από το Β' ΠΠ. Αντιπροσωπευτική εικόνα της οικονομικής συγκυρίας προσέδωσε η αναφορά του Διοικητή της Τραπέζης της Ελλάδος (8/12/2008) σύμφωνα με την οποία «η παγκόσμια οικονομία πορεύεται σήμερα εν μέσω θυέλλης, βρισκόμενη μπροστά στη μεγαλύτερη πιστωτική και μακροοικονομική κρίση των τελευταίων 70 χρόνων». Η εκτίμηση ότι η οικονομική κατάσταση αναμένεται ιδιαίτερα δυσχερής προκύπτει, επίσης, από την επισήμανση του ΔΝΤ (10/2008) ότι οι χ/π κρίσεις προκαλούν συνήθως «δραματική» επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας όταν κυρίως έχει προηγηθεί απότομη αύξηση του χρέους νοικοκυριών & επιχειρήσεων, καθώς και των τιμών κατοικιών. Σύμφωνα με το ΔΝΤ, ο ρυθμός ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας αναμένεται να επιβραδυνθεί το τρέχον έτος στο 0,5% (προηγούμενη εκτίμηση 11/2008: 2,2% ) από 3,4% το 2008 για να ενισχυθεί το

2010 στο 3%. Ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης υπό του 3% προδιαγράφει συνθήκες ύφεσης της παγκόσμιας οικονομίας.

Διανύοντας πλέον το 2ο έτος της χρηματοοικονομικής αναταραχής και θέλοντας να εκτιμήσουμε την πιθανή διάρκειά της αξιοποιούμε συμπεράσματα μελετών των Huchison & McDill (1998) που ερεύνησαν 65 επεισόδια τραπεζικών κρίσεων μέχρι το 1998, των Reinhart & Rogof (2008) που έχουν εξετάσει το σύνολο των πιστωτικών επεισοδίων από το 1800 έως το 2006, καθώς και του ΔΝΤ (10/2008) που έχει επικεντρωθεί σε τραπεζικές κρίσεις μετά το 1990 οι οποίες παρουσιάζουν χαρακτηριστικά αντίστοιχα με την τρέχουσα. Σύμφωνα με τις παραπάνω μελέτες η μέση διάρκεια μιας τέτοιων χαρακτηριστικών κρίση κυμαίνεται μεταξύ 3/4 - 4 έτη. Υπό το ανωτέρω πρίσμα, σημαντικές ενδείξεις ανάκαμψης της παγκόσμιας οικονομίας θα πρέπει να αναμένονται μετά τα μέσα του 2010.

**Διάγραμμα 19. Πορεία Α.Ε.Π στις Διεθνείς Αγορές**



Το ενδεχόμενο σταδιακής ανάκαμψης της παγκόσμιας οικονομίας το 2010 ενισχύει η σημαντική χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής των κυριοτέρων Κεντρικών Τραπεζών σε συνδυασμό με την ουσιαστική μείωση της πιθανότητας κατάρρευσης χ/π ιδρύματος σημαντικό για το διεθνές τραπεζικό σύστημα, καθώς και τα ιδιαίτερα σημαντικά προγράμματα δημοσιονομικής ενίσχυσης των οικονομιών (λ.χ. ΗΠΑ: \$789 δισ., Ιαπωνία: ≈\$112 δισ., Ευρωζώνη: €200 δισ., Κίνα: \$586 δισ.). Σύμφωνα με το Institute of International Finance, τα προαναφερθέντα δημοσιονομικά προγράμματα αναμένεται να ενισχύσουν το ΑΕΠ των ΗΠΑ, Ευρωζώνης, Ιαπωνίας και Κίνας κατά 3%, 2%, 1,5% και 7% αντίστοιχα. Ωστόσο, η αναγκαιότητα στήριξης της παγκόσμιας



οικονομίας επιτάσσει την άμεση εφαρμογή μέτρων δημοσιονομικής στήριξης δεδομένης της χρονικής υστέρησης των επιπτώσεων στην οικονομία.

Προκειμένου να προσδιοριστεί η εξέλιξη της κρίσης και τα σημάδια εξόδου από αυτή, στρέφουμε την προσοχή μας στις εξελίξεις στην αγορά κατοικιών των ΗΠΑ, καθώς και στις συνθήκες ρευστότητας του χ/π τομέα. Η σημασία της αγοράς κατοικιών για την οικονομική ανάπτυξη των ΗΠΑ υπογραμμίστηκε από τον προηγούμενο Υπουργό Οικονομικών H. Paulson ο οποίος στις 18 Νοεμβρίου 2008 δήλωσε ότι «η διόρθωση στην αγορά κατοικιών αποτελεί τη ρίζα του προβλήματος της οικονομίας και ότι η επιβράδυνσή της θα επιμηκύνει το πρόβλημα». Το ΔΝΤ επεσήμανε (28/1/09) ότι η διατηρήσιμη οικονομική ανάπτυξη δεν είναι δυνατή χωρίς την αποκατάσταση της εύρυθμης λειτουργίας του χ/π συστήματος και της επανατροφοδότησης με ρευστότητα των πιστωτικών αγορών.

### ***Αγορά Κατοικιών - ΗΠΑ***

Σήμερα πλέον δεν υπάρχει αμφιβολία ότι η τρέχουσα χρηματοοικονομική κρίση έχει αφετηρία στην αγορά κατοικιών των ΗΠΑ. Καθώς η αγορά αδυνατούσε σταδιακά να απορροφήσει το συνεχώς διευρυνόμενο απόθεμα κατοικιών, οι επιπτώσεις άρχισαν να γίνονται εμφανείς στο σύνολο της οικονομίας.

Πιο συγκεκριμένα σύμφωνα με την Ένωση Κτηματομεσιτών των ΗΠΑ (National Association of Realtors) το απόθεμα κατοικιών έως τις 31/12/2008 διαμορφώνονταν στους 9,3 μήνες. Αξίζει να αναφερθεί ότι πλέον το απόθεμα κατοικιών διαμορφώνεται στο χαμηλότερο επίπεδο από τον 6/2007, εξέλιξη που μπορεί να αποδοθεί κυρίως στη μείωση των τιμών κατοικιών που παρατηρήθηκε το Δεκέμβριο. Παρότι η τελευταία μέτρηση απέχει σημαντικά από το μέσο όρο (5,8 μήνες) της 10ετίας, αποτελεί ένδειξη για τη σταδιακή ομαλοποίηση της συγκεκριμένης μεταβλητής στην αγορά κατοικιών των ΗΠΑ.

**Διάγραμμα 20. Αποθέματα Κατοικιών στις Η.Π.Α**



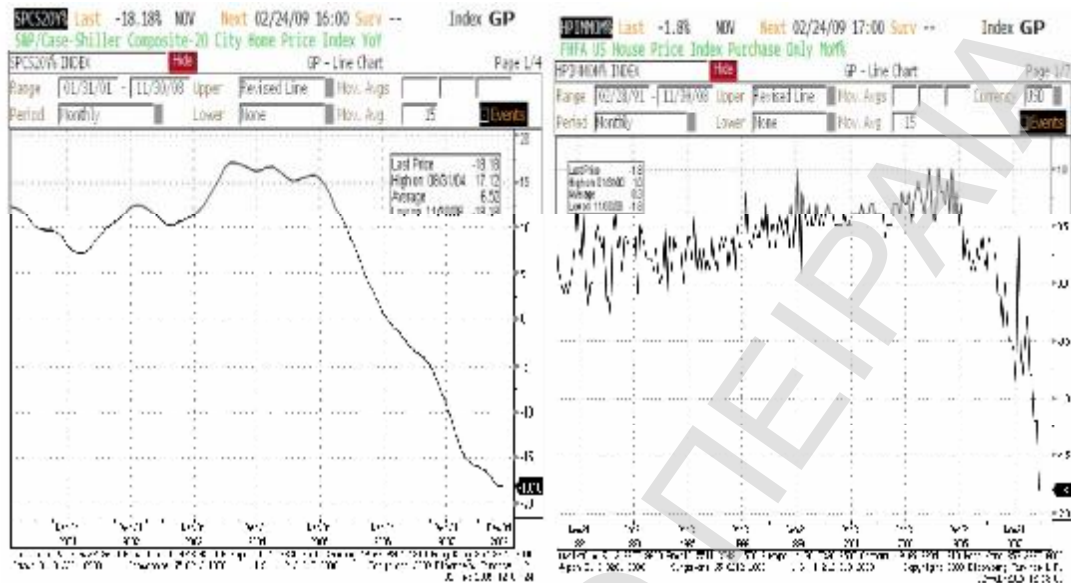
Παρόμοιες είναι οι συνθήκες αναφορικά με τις τιμές κατοικιών στις ΗΠΑ. Σύμφωνα με τα πρόσφατα στοιχεία της Ένωσης Κτηματομεσιτών των ΗΠΑ (National Association of Realtors) οι τιμές μεταπωλούμενων κατοικιών ακολουθούν πτωτική πορεία, καθώς η μέση τιμή πώλησης διαμορφώθηκε το Δεκέμβριο στα \$216 χιλ. με τη διάμεσο τιμή να διαμορφώνεται στα \$175,4 χιλ.. Όσον αφορά τις τιμές νέων κατοικιών η διάμεσος τιμή πώλησης νέας κατοικίας το Νοέμβριο διαμορφώθηκε στα \$220,4.

**Διάγραμμα 21. Τιμές νέων και μεταπωλούμενων κατοικιών στις Η.Π.Α**



Το γενικότερο κλίμα υποχώρησης των τιμών κατοικιών αντικατοπτρίζεται στα ακόλουθα. Ο δείκτης S&P Case - Shiller που αντιπροσωπεύει τις τιμές κατοικιών σε 20 μητροπολιτικές περιοχές των ΗΠΑ διαμορφώθηκε το Νοέμβριο 18,2% χαμηλότερα σε ετήσια βάση ενώ σύμφωνα με τον Οργανισμό Εποπτείας της Ομοσπονδιακής Επιχείρησης Κατοικιών (Office of Federal Housing Enterprise Oversight) οι τιμές των κατοικιών στις ΗΠΑ εμφανίζουν διαρκή υποχώρηση από τον Απρίλιο 2007.

**Διάγραμμα 22. Πορεία δείκτη S&P Case – Shiller σχετικά με τις τιμές κατοικιών σε 20 μητροπολιτικές περιοχές των Η.Π.Α**



Πηγή: Bloomberg

Δυσμενής διαφαίνεται, επίσης, η εικόνα των πωλήσεων νέων κατοικιών. Επισημαίνεται ότι το Δεκέμβριο οι πωλήσεις νέων κατοικιών διαμορφώθηκαν (331.000) σε ιστορικά χαμηλό επίπεδο. Αξίζει να αναφερθεί ότι η μηνιαία υποχώρηση διαμορφώνεται στο 14,7% ενώ η ετήσια υποχώρηση διαμορφώνεται στο 44,8%.

**Διάγραμμα 23. Πωλήσεις νέων κατοικιών στις Η.Π.Α**

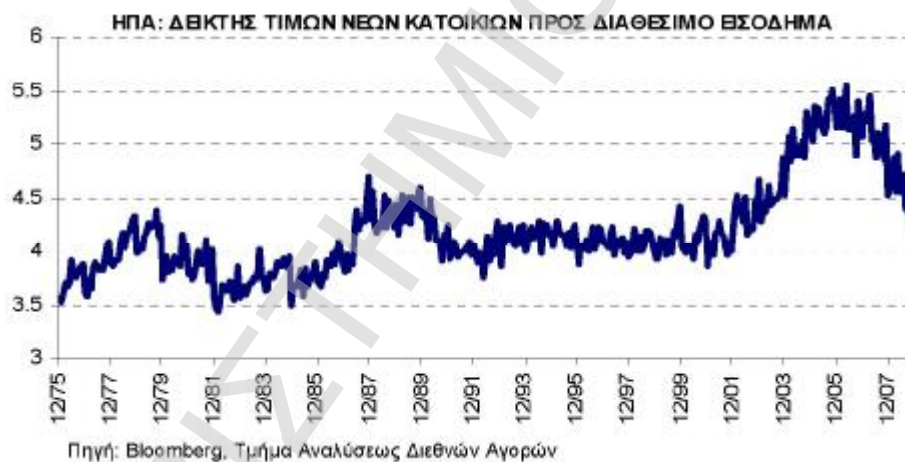


Πηγή: Bloomberg, U.S. Census Bureau

Το ερώτημα που εύλογα δημιουργείται πλέον είναι εάν η δυσμενής εικόνα της αγοράς κατοικιών μπορεί να αντιστραφεί. Για το σκοπό αυτό θα χρησιμοποιήσουμε την αναλογία του δείκτη τιμών κατοικιών / διαθέσιμο εισόδημα (home price to household

income ratio). Παρά τα μειονεκτήματα τα οποία ενσωματώνει η συγκεκριμένη προσέγγιση (σύμφωνα με εμπειρικές μελέτες δεν ενσωματώνεται η πιθανή επίδραση δημογραφικών στοιχείων, όπως αντίστοιχα και η αυξομείωση των επιτοκίων στεγαστικών δανείων), προσφέρει χρήσιμα συμπεράσματα. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα του συγκεκριμένου δείκτη ο μέσος όρος της περιόδου 1975 - 2000 διαμορφώνεται στο 4 (ουσιαστικά η τιμή της κατοικίας για την οποία οι ενδιαφερόμενοι μπορούν να διαθέσουν κεφάλαια αντιστοιχεί σε 4 φορές το ετήσιο εισόδημά τους). Αντίθετα για την περίοδο 2001 έως και το Δεκέμβριο 2008 ο αντίστοιχος μέσος όρος διαμορφώθηκε στο 4,76. Το προηγούμενο αποδίδεται κατά κύριο λόγο στη σημαντική αύξηση των τιμών κατοικιών που παρατηρήθηκε από το 2000 και μετά. Αξίζει να αναφερθεί ότι η αύξηση στη διάμεσο τιμή νέων κατοικιών από το 2000 έως το 2007 διαμορφώθηκε στο 39,3% (ή 4,3% σε ετήσια βάση) ενώ η αντίστοιχη αύξηση του διαθέσιμου εισοδήματος διαμορφώθηκε στο 19,6% (ή 2,6% σε ετήσια βάση).

**Διάγραμμα 24. Σχέση τιμών νέων κατοικιών προς διαθέσιμο εισόδημα**



### **Γενικές Χρηματοπιστωτικές Συνθήκες**

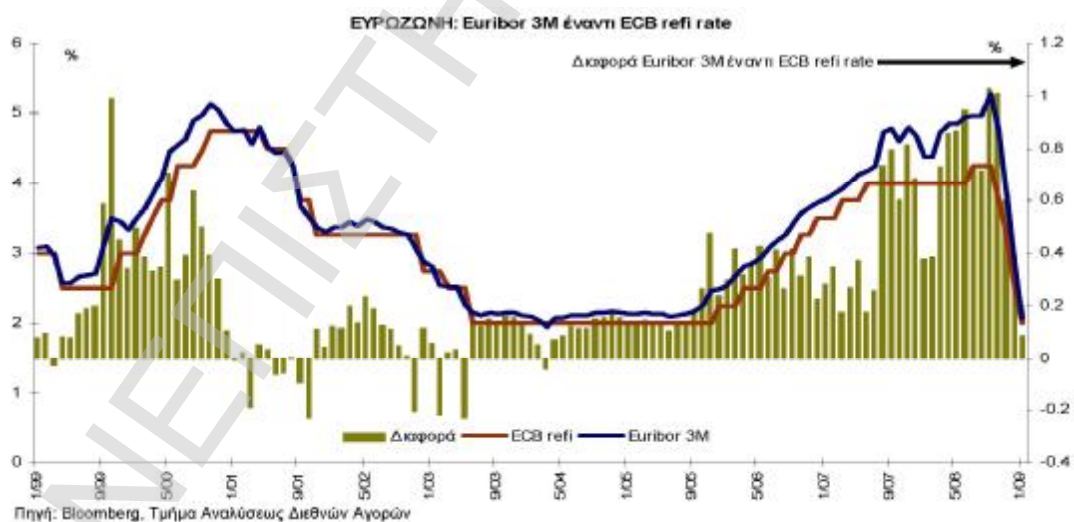
Ως αποτέλεσμα των δυσμενών συνθηκών που επικρατούν στην αγορά κατοικιών στις ΗΠΑ (και της επακόλουθης παράλυσης σε πληθώρα σύνθετων προϊόντων τα οποία χρησιμοποιούσαν την αγορά κατοικιών ως υποκείμενο προϊόν), οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες σε ΗΠΑ και Ευρωζώνη χειροτέρευαν αισθητά κατά τη διάρκεια του Οκτωβρίου ως αποτέλεσμα της ανατροπής που προκλήθηκε από τη χρεοκοπία της LEHMAN BROTHERS INC., ενώ οι συνθήκες βελτιώθηκαν οριακά κατά τη διάρκεια του Νοεμβρίου μετά τη παροχή εγγυήσεων από τις αμερικανικές αρχές σε

τραπεζικά ιδρύματα και της απόφασης της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ να μειώσει το επιτόκιο αναφοράς σε μηδενικά επίπεδα (0,00% έως 0,25%).

Η προηγούμενη διαπίστωση είναι ορατή μέσω της διαφοράς 3μηνου \$Libor έναντι του επιτοκίου αναφοράς της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ (FED FUNDS RATE). Αξίζει να αναφερθεί ότι ο μέσος όρος της ανωτέρω διαφοράς από τον 3/1988 έως τον 7/2007 διαμορφωνόταν στα 0,26% (ή 26 μονάδες βάσης). Επισημαίνεται ότι από τον 8/2007 έως τον 1/2009 ο μηνιαίος μέσος όρος της ανωτέρω διαφοράς διαμορφώνεται στο 0,79% (ή 79 μονάδες βάσης).

Παρόμοια είναι η εικόνα στην Ευρωζώνη. Ο μέσος όρος της διαφοράς μεταξύ του 3μηνου \$Libor έναντι του επιτοκίου αναφοράς (ECB refi) της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) από την 01/1999 έως την 7/2007 ήταν 0,19% (ή 19 μονάδες βάσης). Λόγω της χρηματοπιστωτικής κρίσης που είναι σε εξέλιξη από τον 8/2007 έως και τον 1/2009, ο μέσος όρος της ανωτέρω διαφοράς διαμορφώνεται στο 0,68% (ή 68 μονάδες βάσης).

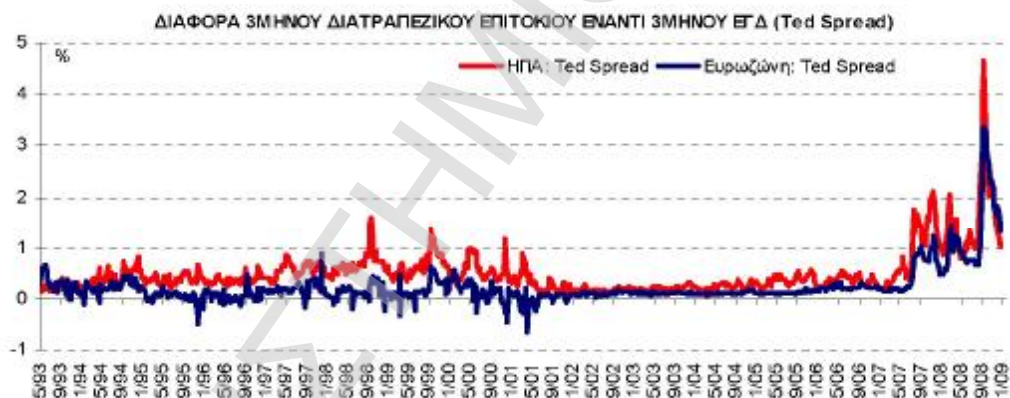
**Διάγραμμα 25. Διαφορά μεταξύ 3μήνου Libor έναντι επιτοκίου αναφοράς της Ε.Κ.Τ**



Τα προηγούμενα αποτέλεσαν αφορμή για την επαναφορά στο προσκήνιο μιας παραμέτρου που αποτελούσε για αρκετά χρόνια θεωρητικό (και μόνο) παράγοντα κινδύνου. Ο κίνδυνος αντισυμβαλλομένου (counterparty risk) ως αποτέλεσμα της υπαγωγής σε καθεστώς χρεοκοπίας της LEHMAN BROTHERS INC την 17<sup>η</sup> Σεπτεμβρίου, παρουσιάστηκε στο προσκήνιο και προκάλεσε δραματική στενότητα ρευστότητας στο παγκόσμιο χρηματοοικονομικό σύστημα. Τα προηγούμενα διαγράμματα και ιδιαίτερα το περιθώριο (spread) μεταξύ των επιτοκίων αναφοράς και των διατραπεζικών επιτοκίων 3 μηνών, μαρτυρούν με τον πλέον ρεαλιστικό τρόπο ότι η αντίληψη κινδύνου (risk perception) μεταξύ των αντισυμβαλλομένων άλλαξε δραματικά.

Το ανωτέρω γεγονός και η πεποίθηση της αγοράς ότι οι αναπτυξιακοί ρυθμοί της παγκόσμιας οικονομίας επιβραδύνονται δραματικά, οδήγησαν σε μια εντυπωσιακή αγοραστική δυναμική υπέρ των βραχυπρόθεσμων ομολογιακών εκδόσεων σε ΗΠΑ και Ευρωζώνη.

**Διάγραμμα 26. Διαφορά 3μήνου διατραπεζικού επιτοκίου έναντι 3μήνου ΕΓΔ**



Πηγή: Bloomberg, Τμήμα Αναλύσεως Διεθνών Αγορών, ΕΓΔ = Έντοκο Γραμμάτιο Δημοσίου

Αξίζει να αναφερθεί ότι η πρόσφατη αποκλιμάκωση οφείλεται ουσιαστικά στην επιλογή των Κεντρικών Τραπεζών να χαλαρώσουν τη νομισματική πολιτική (ιδιαιτέρως στις ΗΠΑ και σε μικρότερο βαθμό στην Ευρωζώνη) και να διαθέσουν άπλετη ρευστότητα στη διατραπεζική αγορά.

Ωστόσο οι γενικότερες ανισοροπίες στην ομαλή λειτουργία της διατραπεζικής αγοράς σε συνδυασμό με το προβληματισμό για την επίπτωση στη φερεγγυότητα των επιχειρήσεων από τη δυσμενή μακροοικονομική συγκυρία συνέβαλαν στη σημαντική άνοδο των περιθωρίων που καλούνται να καταβάλλουν οι εκδότες εταιρικών ομολόγων έναντι των κυβερνητικών ομολόγων. Το ακόλουθο διάγραμμα 27 καταδεικνύει την

εξέλιξη του περιθωρίου μεταξύ εταιρικών ομολόγων πιστοληπτικής διαβάθμισης Baa διάρκειας 10 ετών έναντι των αντίστοιχων κυβερνητικών ομολόγων στις ΗΠΑ το οποίο παραμένει (515 μονάδες βάσης) πλησίον του ιστορικά υψηλού (622 μονάδων βάσεως την 16/12/08).

**Διάγραμμα 27. Εξέλιξη του περιθωρίου μεταξύ εταιρικών ομολόγων πιστοληπτικής διαβάθμισης Baa 10ετούς διάρκειας έναντι των αντίστοιχων κυβερνητικών ομολόγων στις ΗΠΑ**



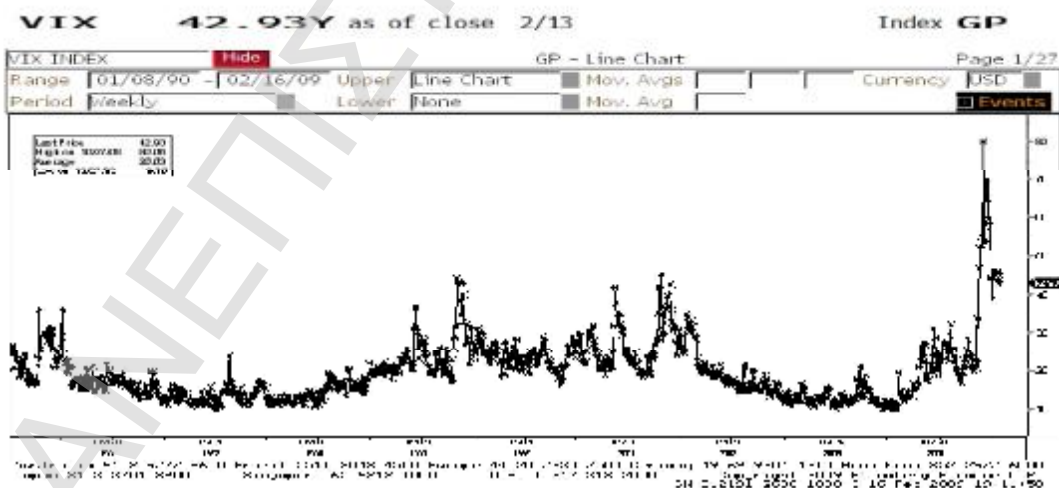
Αντίστοιχη εικόνα παρέχεται από την εξέλιξη των περιθωρίων των παραγώγων ανταλλαγής πιστωτικού κινδύνου (Credit Default Swaps, CDS) έναντι εταιρικών ομολόγων επενδυτικής αξιολόγησης. Τα περιθώρια των προαναφερθέντων CDS τόσο για τις ΗΠΑ όσο για την Ευρωζώνη διαμορφώνονται στην περιοχή των 160 περίπου μονάδων βάσης έναντι των 220 μονάδων βάσης που ήταν στις αρχές Δεκεμβρίου 2008 όταν και κατεγράφησαν τα ιστορικά υψηλά. Ωστόσο τα ανωτέρω απέχουν σημαντικά από εκείνα που θα μας επέτρεπαν να αναγνωρίσουμε την ομαλοποίηση των συνθηκών στην πιστωτική αγορά. Επισημαίνεται ότι ο μέσος όρος της περιόδου από την έναρξη της τρέχουσας χ/π αναταραχής (8/2007) έως τα γεγονότα της χρεοκοπίας της Lehman (15/9/2008) διαμορφώνεται περί των 70 μονάδων ενώ στην περίοδο προ της πιστωτικής αναταραχής κυμαίνονταν μεταξύ 20-40 μονάδων βάσης.

**Διάγραμμα 28. εξέλιξη των περιθωρίων των παραγώγων ανταλλαγής πιστωτικού κινδύνου (Credit Default Swaps, CDS) έναντι εταιρικών ομολόγων επενδυτικής αξιολόγησης**



Τέλος, την αβεβαιότητα σχετικά με την εξέλιξη των εταιρικών αποτελεσμάτων αντανακλά και η εξέλιξη του δείκτη μεταβλητότητας (volatility 1 month) του χρηματιστηριακού δείκτη S&P 500 ο οποίος διατηρείται σε ιστορικά υψηλά επίπεδα.

**Διάγραμμα 29. Εξέλιξη του δείκτη μεταβλητότητας (volatility 1 month) του χρηματιστηριακού δείκτη S&P 500**





## **Συμπερασματικά**

Οι εξελίξεις στην παγκόσμια οικονομία, την αγορά κατοικιών των ΗΠΑ και οι συνθήκες στην χρηματοπιστωτική αγορά καταδεικνύουν ότι οι δυσμενέστερες στιγμές της χρηματοοικονομικής κρίσης κατεγράφησαν στην περίοδο 15/9 - 8/10/2008 (συντονισμένη μείωση επιτοκίων Κεντρικών Τραπεζών) ωστόσο η τρέχουσα συγκυρία απέχει ακόμη από συνθήκες ομαλότητας. Θα πρέπει, επίσης, να επισημάνουμε ότι η αντίληψη του ρίσκου (risk perception) που έχει πλέον διαμορφωθεί μεταξύ των αντισυμβαλλομένων (ανεξάρτητα από το εάν αυτά ανήκουν στον κλάδο χρηματοοικονομικών υπηρεσιών ή άλλων κλάδων της οικονομίας) έχει μεταβληθεί. Η ανησυχία αναφορικά με την αντίληψη του ρίσκου που ενδεχομένως ενσωματώνει κάθε αντισυμβαλλόμενος θα εξακολουθεί βραχυπρόθεσμα τουλάχιστον να διατηρείται στο προσκήνιο, συντηρώντας σε υψηλά επίπεδα τα περιθώρια χρηματοδότησης τόσο για τράπεζες όσο και για επιχειρήσεις.

### **4.1.2 Η Χρηματοπιστωτική κρίση και η Νέα Ευρώπη**

#### ***Οι βραχυπρόθεσμοι κίνδυνοι***

Οι χρηματοοικονομικές αγορές των χωρών της Νέας Ευρώπης επηρεάστηκαν άμεσα από την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση το καλοκαίρι του 1997. Ωστόσο, η κρίση μεταδόθηκε στην πραγματική οικονομία μετά την κατάρρευση της επενδυτικής τράπεζας Lehman Brothers Inc τον Σεπτέμβριο του 2008. Οι πραγματικές οικονομίες της Νέας Ευρώπης (NE) άρχισαν να βιώνουν τις αρνητικές συνέπειες της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης μέσα από δύο βασικά κανάλια: το κανάλι του χρηματοπιστωτικού τομέα, συμπεριλαμβανομένης της κινήσεως κεφαλαίων, και το κανάλι του διεθνούς εμπορίου. Η μετάδοση της κρίσης αντικατοπτρίστηκε στην επιβράδυνση των κεφαλαιακών εισροών, την πτώση της πιστωτικής επέκτασης και της ανόδου των δανείων σε καθυστέρηση. Έτσι, όπως έχουν σήμερα διαμορφωθεί οι παγκόσμιες συνθήκες, οι κίνδυνοι βρίσκονται εν ισχύ για τη NE και, κατά συνέπεια, για τις τράπεζες που δραστηριοποιούνται στην περιοχή.

Ο πρώτος κίνδυνος προέρχεται από την επιβράδυνση των κεφαλαιακών εισροών. Το μοντέλο ανάπτυξης των οικονομιών τους βασίστηκε στο παρελθόν στις

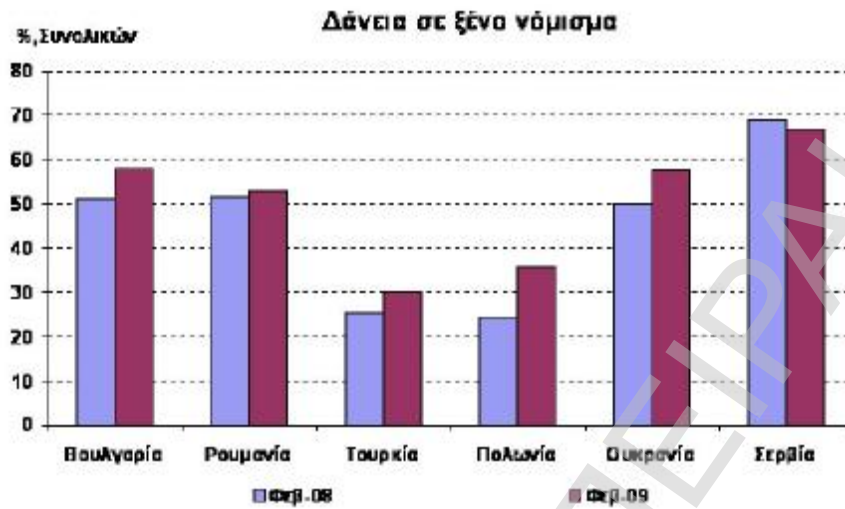
αθρόες εισροές κεφαλαίων που υποστήριξαν μια γρήγορη ανάπτυξη, γεγονός που συνέβαλλε στην δημιουργία τεράστιων ελλειμμάτων του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και σημαντικού εξωτερικού - κυρίως ιδιωτικού - χρέους. Τα μεγάλα εξωτερικά ελλείμματα σε συνδυασμό με το εξωτερικό χρέος που λήγει έφεραν στο προσκήνιο τις αυξημένες ανάγκες εξωτερικής αναχρηματοδότησης των χωρών της Νέας Ευρώπης. Επιπλέον, η στενότητα ρευστότητας, το κακό επενδυτικό κλίμα στις παγκόσμιες αγορές και η συνεπαγόμενη επιβράδυνση στην κίνηση κεφαλαίων προς τις χώρες αυτές δημιούργησαν την ανάγκη για άμεση εύρεση χρηματοδοτικών πόρων. Στις αρχές του έτους ήταν πολύ ξεκάθαρο ότι οι χώρες θα δυσκολευτούν στη χρηματοδότηση των αναγκών τους μέσα στο 2009. Η παρουσία του ΔΝΤ στην περιοχή λειτούργησε καταλυτικά. Η πιθανότητα μιας απότομης διακοπής των κεφαλαιακών εισροών έχει μειωθεί σημαντικά, αλλά δεν έχει εξαλειφθεί τελείως. Η βελτίωση του επενδυτικού κλίματος παγκοσμίως και η παροχή των προγραμμάτων συνέβαλλε στην σταθεροποίηση των τοπικών νομισμάτων και αγορών. Στον αντίποδα, η επιβράδυνση των κεφαλαιακών εισροών έχει άμεση αρνητική επίπτωση στην οικονομική δραστηριότητα, λόγω της αδυναμίας χρηματοδότησης της εγχώριας κατανάλωσης και των εγχώριων επενδύσεων. Η επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας έχει αντίκτυπο στα δημοσιονομικά μεγέθη. Ο απορρέων κίνδυνος από την ύφεση συνίσταται στον δημοσιονομικό εκτροχιασμό, λόγω των χαμηλότερων εσόδων αλλά και των ανελαστικών δαπανών. Αυτό ενέχει τον κίνδυνο να χρειαστεί επιπρόσθετη χρηματοδότηση από το ΔΝΤ.

Ο δεύτερος κίνδυνος είναι να μην υπάρχει ορατή ανάκαμψη των ρυθμών πιστωτικής επέκτασης. Αυτό υπονομεύει τις προσπάθειες για ανάκαμψη των οικονομιών και έξοδο από την ύφεση. Η πιστωτική επέκταση στην Νέα Ευρώπη βασίστηκε κατά κύριο λόγο στην εξωτερική χρηματοδότηση παρά στις εγχώριες καταθέσεις. Η επιδείνωση των συνθηκών εξωτερικής χρηματοδότησης είχε ως συνέπεια η πιστωτική επέκταση στις περισσότερες χώρες να σημειώσει τα πρώτα ορατά σημάδια κάμψης το φθινόπωρο του 2008. Η επιβράδυνση παρουσιάστηκε πιο έντονη στις χώρες όπου ο λόγος των εγχώριων δανείων προς τις εγχώριες καταθέσεις ήταν σημαντικά μεγαλύτερος της μονάδος. Στις περιπτώσεις των οικονομιών αυτών το κόστος δανεισμού αυξήθηκε πιο πολύ λόγω σκεπτικισμού των αγορών για την υγεία των μακροοικονομικών μεγεθών τους, γεγονός που αύξησε τα spreads τους. Ακόμα, η αναμενόμενη αύξηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων λόγω της κάμψης της οικονομικής δραστηριότητας και τα δάνεια σε ξένο νόμισμα ώθησαν τις τράπεζες να αυστηροποιήσουν τα κριτήρια δανεισμού. Ο ρυθμός πιστωτικής επέκτασης σημείωσε

κατακόρυφη κάμψη ώστε να επικρατούν συνθήκες πιστωτικής ασφυξίας στις εγχώριες αγορές. Οι νομισματικές αρχές έχουν προχωρήσει σε σημαντική χαλάρωση της νομισματικής τους πολιτικής. Η μείωση όμως των εγχωρίων επιτοκίων δεν έχει μεταφραστεί σε μείωση του κόστους χρήματος για δάνεια σε τοπικό νόμισμα για τους καταναλωτές γιατί οι τράπεζες δεν μειώνουν αντίστοιχα τα επιτόκια δανεισμού. Η επιβράδυνση της πιστωτικής επέκτασης μεταφράζεται σε λιγότερες επενδύσεις και λιγότερη κατανάλωση, και άρα επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας. Στο σημείο αυτό πρέπει να γίνει διαφοροποίηση για την περίπτωση των Βαλτικών χωρών. Η επίδραση του χαμηλότερου ρυθμού πιστωτικής επέκτασης είναι λιγότερο αρνητική για τις οικονομίες της ΝΕ, από ότι στην περίπτωση των χωρών της Βαλτικής, όπου οι ξένες τράπεζες, κυρίως Σουηδικές, σταμάτησαν την ροή του δανεισμού το 2007. Η ελαστικότητα της ανάπτυξης του ονομαστικού ΑΕΠ ως προς την πιστωτική επέκταση βρίσκεται στο ένα τρίτο σε σχέση με αυτή των Βαλτικών χωρών. Η παγκόσμια κρίση, με άλλα λόγια, βρήκε τις χώρες της ΝΕ σχετικά νωρίς στη πιστωτική έξαρση και με σημαντικά χαμηλότερη πιστωτική διείσδυση ώστε οι συνέπειες στην οικονομική δραστηριότητα είναι λιγότερο δραματικές.

Ο τρίτος κίνδυνος προέρχεται από τον δανεισμό των νοικοκυριών και επιχειρήσεων σε ξένο νόμισμα. Η προσδοκία της ένταξης στην Ευρωπαϊκή Ένωση και αργότερα στην Ευρωζώνη, ώθησε τους καταναλωτές και τις επιχειρήσεις των χωρών αυτών να αναλάβουν το ρίσκο δανεισμού με ελκυστικά μεν επιτόκια, αλλά σε ξένο νόμισμα. Οι υποτιμητικές τάσεις των τοπικών νομισμάτων διογκώνουν το πραγματικό κόστος δανεισμού, γιατί ένα σημαντικό ποσοστό των δανείων -περίπου το μισό σε πολλές χώρες - είναι σε ξένο νόμισμα, όπως φαίνεται στο διάγραμμα 30 που ακολουθεί.

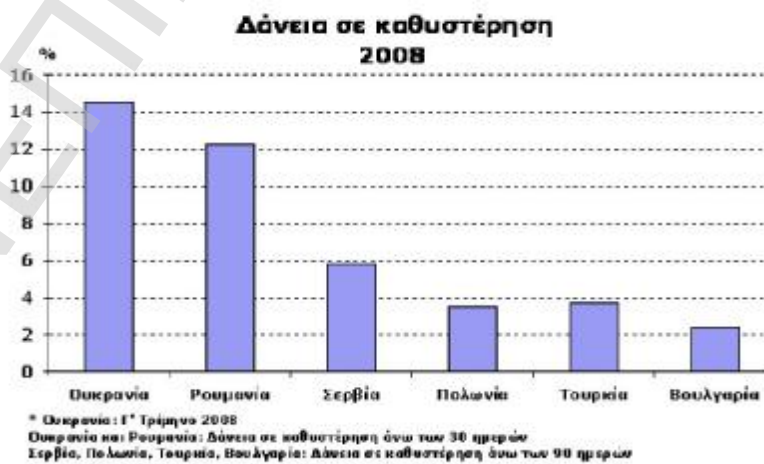
**Διάγραμμα 30. Δανεισμών των νοικοκυριών σε ξένο νόμισμα**



Πηγή: Κεντρικές Τράπεζες

Κατά συνέπεια, αναμένονται προβλήματα στην εξυπηρέτηση των δανείων των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων. Αυτό που έχει παρατηρηθεί είναι αύξηση των δανείων σε καθυστέρηση. Σύμφωνα με τα στοιχεία του 2008, τα δάνεια σε καθυστέρηση (άνω των 30 ημερών) είχαν ξεπεράσει το 10% σε δύο χώρες: στην Ουκρανία (14%) και στην Ρουμανία (12%).

**Διάγραμμα 31. Δάνεια σε καθυστέρηση**



Πηγή: Κεντρικές Τράπεζες

Τα προβλήματα, όμως αυτά, για τα τραπεζικά συστήματα των χωρών αυτών δεν είναι ανυπέρβλητα. Οι χώρες της ΝΕ διαθέτουν τραπεζικά συστήματα με ισχυρή κεφαλαιακή βάση, υψηλότερη από την αντίστοιχη στις χώρες της Δυτικής Ευρώπης και των ΗΠΑ.

**Διάγραμμα 32. Δείκτης Ιδίων Κεφαλαίων προς Ενεργητικό στις χώρες της Νέας Ευρώπης**



Πηγή: Κεντρικές Τράπεζες, Eurobank Research

#### 4.1.3 Η Ρωσική Οικονομία και η Χρηματοπιστωτική Κρίση

Οι επιπτώσεις της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης δεν θα μπορούσαν να μην αγγίξουν τη δυναμική της ρωσικής οικονομίας. Σύμφωνα με υπολογισμούς, το χρηματιστήριο της Μόσχας έχει καταγράψει πτώση πάνω από 60% σε διάστημα πέντε μηνών. Ενδεικτική του πανικού που κυριαρχεί στη μοσχοβίτικη αγορά είναι η

απόφαση της κυβέρνησης να κλείνει το χρηματιστήριο σε περίπτωση ανεξέλεγκτης πτώσης. Από τις αρχές του Οκτωβρίου, η απόφαση αυτή έχει ληφθεί δέκα φορές, με πρόσφατο παράδειγμα τη διακοπή της συνεδρίασης της Παρασκευής, όταν ο δείκτης Mircex υπέστη απώλειες πάνω από 5% και ο δείκτης RTS κατέγραφε πτώση 6,1%.

Σε μια προσπάθεια αναζήτησης των μέτρων εκείνων που θα περιορίσουν τις συνέπειες της διεθνούς κρίσης στη ρωσική αγορά, ο Ρώσος πρόεδρος Μεντβέντεφ συναντήθηκε στις 16 Οκτωβρίου με το οικονομικό επιτελείο της κυβέρνησης για τέταρτη φορά μέσα σε ένα μήνα. Αποτέλεσμα αυτής, ήταν η παροχή μιας ακόμη «ένεσης» ρευστότητας ύψους 1,1 δισ. δολαρίων που απευθύνεται σε μικρομεσαίες επιχειρήσεις.

Υπολογίζεται πως η κρατική ενίσχυση μόνο του εγχώριου τραπεζικού συστήματος αγγίζει τα 200 δισ. δολάρια, καθιστώντας έτσι το ρωσικό πρόγραμμα οικονομικής ενίσχυσης από τα μεγαλύτερα, αν λάβουμε υπόψη τα οικονομικά μεγέθη. Οι «ένεσεις» ρευστότητας, όμως, κατευθύνονται προς όλους τους κλάδους της οικονομίας, με έμφαση στην ενίσχυση της γεωργίας, της βιομηχανίας και της κοινωνικής πρόνοιας.

Τα εν λόγω ποσά αντλούνται από τα περίπου 600 δισ. δολάρια που αποτελούν τα συναλλαγματικά αποθέματα της Ρωσίας και τα οποία προέρχονται κυρίως από τις εξαγωγές πετρελαίου. Παρ' όλα αυτά, τα εν λόγω μέτρα δεν φαίνεται να ικανοποιούν τους ξένους επενδυτές που έχουν αποσύρει 33 δισ. δολάρια από τη ρωσική αγορά το δίμηνο Αυγούστου-Σεπτεμβρίου.

Από την άλλη πλευρά, πάντως, φαίνεται πως το Κρεμλίνο δεν αισθάνεται τόσο έντονα τις πιέσεις της κρίσης. Η προαναγγελθείσα αύξηση των αμυντικών δαπανών για το οικονομικό έτος 2009-2010 που θα απορροφήσουν 50 δισ. δολάρια, και παρ' ότι θεωρώ πως θα θέσει σε κίνδυνο τις αναπτυξιακές προοπτικές της χώρας, αποτελεί ισχυρή ένδειξη της αυτοπεποίθησης της ρωσικής ηγεσίας και μάλιστα εν μέσω της διεθνούς κρίσης. Αναφορικά με την αύξηση των δαπανών κατά 2,3 δισ. δολάρια αυτή οφείλεται, σύμφωνα με τον Υπουργό Οικονομικών, Κουντρίν, στις απώλειες που υπέστη η χώρα κατά τη διάρκεια του πολέμου με τη Γεωργία, καθώς και στη δημιουργία στρατιωτικών βάσεων στη Νότια Οσετία και την Αμπχαζία.

Παράλληλα, η Ρωσία σκοπεύει να χορηγήσει δάνειο ύψους 4 δισ. δολαρίων στην Ισλανδία, η οποία, μετά την κατάρρευση του τραπεζικού της συστήματος και την άρνηση της Δύσης να της προσφέρει οικονομική βοήθεια, στράφηκε στη Ρωσία. Οι δυο χώρες βρίσκονται στη δεύτερη φάση των διαπραγματεύσεων, ενώ ο Κουντρίν δήλωσε πως το αίτημα της Ισλανδίας αντιμετωπίζεται θετικά, αφού η χώρα είναι γνωστή για τη δημοσιονομική πειθαρχία της. Σύμφωνα με πηγές του Υπουργείου Οικονομικών, αντίστοιχη βοήθεια ενδέχεται να δοθεί στην Ινδία, την Κούβα, την Κίνα και τη Λευκορωσία. Όσον αφορά τις δυο τελευταίες, το Υπουργείο Οικονομικών έχει ήδη προτείνει την αντικατάσταση του δολαρίου από το ρούβλι κατά τη διεξαγωγή των διμερών συναλλαγών, γεγονός που θα τονώσει την αξία του νομίσματος, αφού πρόκειται για συναλλαγές τεράστιου όγκου.

Συμπερασματικά, είναι αδιαμφισβήτητο πως η ρωσική οικονομία, παρά τις περιόδους αντιθέτου δηλώσεις Πούτιν, αποδείχθηκε ευάλωτη απέναντι στην κρίση του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος, οι μηχανισμοί του οποίου ελέγχονται από τη Δύση. Το «πάγωμα» της εισροής κεφαλαίων, το κλείσιμο του Χρηματιστηρίου της Μόσχας, οι υπέρογκες αμυντικές δαπάνες που αναμένεται να αυξηθούν στα επόμενα χρόνια, και η καθυστέρηση στην πραγματοποίηση διαρθρωτικών αλλαγών προκαλούν προβληματισμό ως προς το παρόν και το μέλλον της ρωσικής οικονομίας. Από την άλλη, τα τεράστια συναλλαγματικά αποθέματα, η συνακόλουθη κεφαλαιοποίηση της πολιτικής επιρροής της Ρωσίας κατόπιν της βοήθειας σε προβληματικές οικονομίες αλλά και η αρωγή στις ρωσικές εταιρείες επιτρέπουν στη Ρωσία να θωρακίσει σε κάποιο βαθμό την εγχώρια οικονομία. Και δίνει επίσης τη δυνατότητα στο Κρεμλίνο να επιλέξει ποιες επιχειρήσεις και κλάδους θα τονώσει, χρησιμοποιώντας τα αποθέματα και το Ταμείο Σταθεροποίησης, προκειμένου να ενισχύσει τη επιρροή του σε αυτές με απώτερο στόχο κατόπιν να τις χρησιμοποιήσει για πολιτικούς σκοπούς είτε στο εσωτερικό είτε κυρίως στο εξωτερικό. Το δε μέγεθος αλλά και οι επιπτώσεις της κρίσης προσφέρουν στη Μόσχα την ευκαιρία αξιοποίησης –με τη συνδρομή και άλλων κρατών- της ανάγκης δημιουργίας νέων, περισσότερο αποτελεσματικών και πιο ισορροπημένων, κανόνων και μηχανισμών σε διεθνές επίπεδο.

#### 4.1.4 Η Οικονομία της Κίνας και η Χρηματοπιστωτική Κρίση

##### ***Εξέλιξη των Μακροοικονομικών Μεγεθών***

Η Κίνα κατάφερε το 2008 να ξεπεράσει, σχεδόν ανώδυνα, τις επιπτώσεις από μεγάλες φυσικές καταστροφές που έπληξαν τη χώρα καθώς και άντεξε τις πρώτες συνέπειες που προκλήθηκαν από την διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση. Η εικόνα που επικρατεί όσον αφορά τους ρυθμούς ανάπτυξης, την εξέλιξη των τιμών, την απασχόληση και τους όρους διεθνών συναλλαγών, δείχνει, ότι η οικονομία της Κίνας δεν κινδυνεύει άμεσα από απότομους κλυδωνισμούς. Βέβαια, ορισμένα μακροοικονομικά μεγέθη βρίσκονται σε φάση φθίνουσας πορείας, όμως, αυτά εξακολουθούν να βρίσκονται σε υψηλά επίπεδα, εάν αυτά, μάλιστα, συγκριθούν και με τα αντίστοιχα μεγέθη των δυτικών οικονομιών στην παρούσα συγκυρία.

Οι επιπτώσεις της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης στο τραπεζικό σύστημα της Κίνας παρέμειναν πολύ περιορισμένες, το οποίο οφείλεται αφενός στη χαμηλή προσφορά εξελιγμένων τραπεζικών προϊόντων και αφετέρου στην ύπαρξη ελέγχων στη ροή κεφαλαίων, γεγονός που περιορίζει σημαντικά τη δυνατότητα κίνησής τους από και προς το εξωτερικό. Έτσι, οι κινεζικές τράπεζες είχαν επενδύσει μόνο το 3,7% των συνολικών τους περιουσιακών στοιχείων στο εξωτερικό, ενώ και οι προβλέψεις τους για πιθανές ζημιές είχαν κινηθεί σε υψηλά επίπεδα. Εξάλλου, τα πολύ υψηλά συναλλαγματικά αποθέματα της χώρας απέτρεψαν την έλλειψη ρευστότητας στο χρηματοπιστωτικό σύστημα της χώρας. Αυτό που επισημαίνεται, ωστόσο, είναι ότι οι τράπεζες θα επηρεασθούν από τον αντίκτυπο της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης στην πραγματική οικονομία της χώρας, στις εξαγωγές και στις επενδύσεις. Παράλληλα με τη βούληση των Ευρωπαίων ηγετών να στηρίξουν το τραπεζικό σύστημα, η Ιαπωνία, η Ν. Κορέα και η Κίνα συμφώνησαν, με τη βοήθεια του ΔΝΤ, τη δημιουργία ενός ταμείου αρωγής στις τράπεζες της περιοχής.

Ο ρυθμός ανάπτυξης του ΑΕΠ ανήλθε κατά τους πρώτους εννέα μήνες του έτους στο 9,9% που αποτελεί μεν το χαμηλότερο και το πρώτο μονοψήφιο ποσοστό της τελευταίας πενταετίας, είναι, όμως, ελαφρώς υψηλότερο από το μέσο ποσοστό ανάπτυξης από το 1978, που ανοίχτηκε η αγορά της Κίνας, μέχρι τώρα. Για το 2009, ο ΟΟΣΑ εκτιμάει αύξηση του ΑΕΠ της Κίνας κατά 8% ενώ η Παγκόσμια Τράπεζα



εμφανίζεται περισσότερο απαισιόδοξη και κατεβάζει το ποσοστό στο 7,5%. Στους κυβερνητικούς κύκλους της Κίνας οι εκτιμήσεις κινούνται ανάμεσα σε 8% και 9,3%.

Το 2007, το ΑΕΠ ανήλθε σε 24,66 τρις Γιουάν, παρουσιάζοντας αύξηση κατά 11,9%, σε σύγκριση με το 2006. Όχημα για τη δυναμική ανάπτυξη της κινεζικής οικονομίας απετέλεσε η στρατηγική που ακολουθεί η Κίνα στον τομέα προσέλκυσης ξένων επενδύσεων, σε συνδυασμό με τις υψηλές επενδύσεις παγίου κεφαλαίου που υλοποιεί και τα εξαγωγικά πλεονάσματα που πετυχαίνει. Προκειμένου να τονωθεί το μέγεθος της κατανάλωσης, ώστε να επιτευχθεί ισορροπημένη οικονομική και κοινωνική ανάπτυξη, σε μακροχρόνια βάση, η κυβέρνηση αποφάσισε, το νέο μοντέλο ανάπτυξης να βασίζεται, στην εναρμόνιση του συνδυασμού και των τριών βασικών μεγεθών, ήτοι της κατανάλωσης, των επενδύσεων και των εξαγωγών.

Πτώση εμφάνισε ο γενικός δείκτης βιομηχανικής παραγωγής, ο οποίος τον Οκτώβριο 2008 αυξήθηκε κατά 8,2%, ενώ τον αντίστοιχο μήνα του 2007 αυτός αυξήθηκε κατά 9,7%. Σημειώνεται, ότι τον Μάρτιο του 2008 ο δείκτης είχε παρουσιάσει αύξηση κατά 17,8%.

Η μεγαλύτερη αναπτυσσόμενη χώρα του κόσμου, η Κίνα, κατάφερε να πιθασεύσει την απότομη αύξηση του τιμαρίθμου στα τρόφιμα και στις κατοικίες που επικράτησε κατά το πρώτο εξάμηνο του 2008. Από τον Μάιο μέχρι τώρα ο ΓΔΤΚ δείχνει συνεχή φθίνουσα πορεία. Τον Οκτώβριο ο ΓΔΤΚ ανερχόταν στο 4%. Η αύξηση στις τιμές τροφίμων το 2008 σε συνδυασμό και με την ψυχολογία που έχει δημιουργηθεί εξαιτίας της χρηματοπιστωτικής κρίσης, οδήγησε σε σχετική συρρίκνωση της κατανάλωσης, δεδομένου και ότι οι δαπάνες για τρόφιμα αποτελούν στην Κίνα μεγάλο ποσοστό στις συνολικές δαπάνες των νοικοκυριών.

Κατά τους πρώτους 10 μήνες του έτους δημιουργήθηκαν συνολικά 10,2 εκατομ. νέες θέσεις εργασίας, όσο ήταν δηλαδή και ο στόχος της κυβέρνησης αλλά για ολόκληρο το έτος. Αναμένεται, όμως, ότι, λόγω της αναμενόμενης διεθνούς ύφεσης, η ανεργία θα αυξηθεί σε περιοχές και κλάδους που σχετίζονται με την εξαγωγική δραστηριότητα, ιδιαίτερα στις νοτιοανατολικές παράκτιες περιοχές της χώρας και σε τομείς χαμηλής τεχνολογίας και έντασης εργασίας. Για να αντιμετωπίσουν την κατάσταση, οι τοπικές κυβερνήσεις λαμβάνουν συνεχώς νέα μέτρα που στοχεύουν στην αναδιάρθρωση της παραγωγής, στην καταπολέμηση της ανεργίας και στην δημιουργία νέων θέσεων εργασίας.

Οι συνολικές εξαγωγές της Κίνας ανήλθαν κατά τους πρώτους 10 μήνες του έτους σε 1,2 τρις \$ ΗΠΑ παρουσιάζοντας αύξηση κατά 22%, ενώ οι αντίστοιχες εισαγωγές αυξήθηκαν κατά 28% και έφτασαν τα 986 δις \$ ΗΠΑ. Το εμπορικό πλεόνασμα ανήλθε σε 216 δις \$ ΗΠΑ (+2%). Το πλεόνασμα από το διμερές εμπόριο με την ΕΕ αυξήθηκε κατά 23%, με τις ΗΠΑ κατά 8% και με την Ιαπωνία κατά 27%. Η ισχυρή και συνεχής διεισδυτικότητα των κινεζικών προϊόντων στις περισσότερες χώρες του κόσμου έχουν καταστήσει, πλέον, την αγορά της Κίνας “κανόνα” για την ανταγωνιστικότητα των επιχειρήσεων παγκοσμίως. Τα συναλλαγματικά αποθέματα έφτασαν στο τέλος Σεπτεμβρίου το αστρονομικό ποσό των 1,9 τρις \$ ΗΠΑ, τα οποία είναι και τα μεγαλύτερα στον κόσμο.

Καθότι η οικονομική ανάπτυξη στη χώρα στηρίζεται κυρίως στην εγχώρια κατανάλωση, στις επενδύσεις και στις εξαγωγές (το 2007 οι εξαγωγές αντιπροσώπευαν το 16% της αύξησης του ΑΕΠ) και καθώς η ζήτηση φθίνει διεθνώς, αναμένεται, ότι η Κίνα, στο επόμενο διάστημα, θα γνωρίσει χαμηλότερους ρυθμούς αύξησης των εξαγωγών της προς τους βασικούς της οικονομικούς εταίρους, δηλ. τις ΗΠΑ και την ΕΕ, όπου και κατευθύνεται το 40% των εξαγωγών της χώρας. Εκτιμάται μάλιστα, ότι οι κινεζικές εξαγωγές θα μειώνονται κατά 4,75% για μείωση κάθε μίας ποσοστιαίας μονάδας του ΑΕΠ των ΗΠΑ. Ήδη, στα τρία πρώτα τρίμηνα του έτους οι εξαγωγές αυξήθηκαν κατά 22,3%, ήτοι κατά 4,8% λιγότερο απ’ότι στο ίδιο διάστημα του προηγούμενου έτους. Η απότομη ανατίμηση του Γιουάν Κίνας έναντι των βασικών νομισμάτων, ιδιαίτερα στους τέσσερις τελευταίους μήνες, αναμένεται ότι θα επιδεινώσει περαιτέρω τις κινεζικές εξαγωγές. Στους εννέα πρώτους μήνες του έτους το Γιουάν ανατιμήθηκε έναντι του δολ. ΗΠΑ περ. κατά 7%, του ευρώ περ. κατά 9% και της αγγλικής στερλίνας περ. κατά 20%. Μόλις, πρόσφατα (μέσα Δεκεμβρίου), και υπό το βάρος των συνεπειών στις εξαγωγές, το Γιουάν άρχισε πάλι να διολισθαίνει σημαντικά έναντι του Ευρώ.

Ο ρυθμός εισροής επενδύσεων στην Κίνα παρουσιάζει σχετική κάμψη. Εκτιμάται ότι, καθώς οι οικονομίες των ΗΠΑ και της ΕΕ θα περνούν σε ύφεση, το διεθνές κεφάλαιο θα αποσύρεται από τις αναπτυσσόμενες και θα επιστρέφει στις αναπτυγμένες χώρες. Ήδη η εισροή επενδύσεων στην Κίνα το Σεπτέμβριο του 2008 ήταν μόνο 6,64 δις. δολάρια ΗΠΑ, ενώ ο μηνιαίος μέσος όρος εισροής κατά τους οκτώ πρώτους μήνες του έτους ήταν 8,3 δις. Συνολικά, στους εννέα πρώτους μήνες του έτους, οι ξένες άμεσες επενδύσεις ανήλθαν σε 74,4 δις δολ. ΗΠΑ, παρουσιάζοντας αύξηση κατά 39,9%. Υπολογίζοντας και το μήνα Οκτώβριο οι ξένες άμεσες επενδύσεις

ανήλθαν σε 81,1 δις \$ ΗΠΑ, εμφανίζοντας αύξηση κατά 35%. Επισημαίνεται, ότι στους 6 πρώτους μήνες του έτους η αύξηση ήταν 45,6%.

Παρά την καθαρή αύξηση κατά 6,3% του κατά κεφαλήν διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών στα αστικά κέντρα στο πρώτο εξάμηνο του 2008, σε σχέση με το αντίστοιχο διάστημα πέρσι, και την αντίστοιχη εξέλιξη στην καταναλωτική δαπάνη (καθαρή αύξηση 5,7%), οι κινέζοι καταναλωτές δείχνουν επιφυλακτικό, κυρίως σε σχέση με δαπάνες για είδη πολυτελείας και την αγορά κατοικίας. Σημειώνεται, ότι οι πωλήσεις αυτοκινήτων μειώθηκαν το Σεπτέμβριο για δεύτερο συνεχόμενο μήνα, ενώ και κατά την πρόσφατη διεθνή έκθεση ειδών πολυτελείας στη Σαγκάη, οι καταναλωτές έδειξαν ιδιαίτερα συγκρατημένοι, σε σχέση με προηγούμενα έτη. Η αναμονή της διεξαγωγής των Ολυμπιακών και Παραολυμπιακών Αγώνων στο Πεκίνο οδήγησε σε άνθηση της οικοδομικής δραστηριότητας και των έργων υποδομής, με αντίστοιχη αύξηση των τιμών στα ενοίκια και στις τιμές αγοράς κατοικίας. Στην περίοδο μετά τους Ολυμπιακούς αγώνες, η μεν οικοδομική δραστηριότητα μειώθηκε σχετικά γρήγορα οι δε τιμές, όμως, εξακολουθούν να παραμένουν ψηλά και να απορροφούν σημαντικό μέρος από τον προϋπολογισμό των νοικοκυριών, το οποίο έρχεται εις βάρος άλλων καταναλωτικών δαπανών.

Πάντως, ο μεγάλος πληθυσμός της χώρας, η συνεχιζόμενη ανάπτυξη με υψηλούς ρυθμούς και η εφαρμοζόμενη από την κυβέρνηση χαλαρή νομισματική πολιτική, προδιαγράφουν ένα μεγάλο δυναμικό για σημαντική αύξηση της κατανάλωσης στο μέλλον.

### **Οικονομική Πολιτική 2009**

Για το 2009, οι κατευθύνσεις της κυβέρνησης, προκειμένου να εξασφαλιστεί υψηλή ανάπτυξη και να ελαχιστοποιηθούν οι συνέπειες από την χρηματοπιστωτική κρίση, εστιάζονται, περισσότερο, στην ώθηση της ζήτησης και στην αναδιάρθρωση της οικονομίας. Η κυβέρνηση προτίθεται να προχωρήσει σε μέτρα που θα συμβάλουν στην δημιουργία θέσεων εργασίας, στην ανάπτυξη της υπαίθρου, στην βελτίωση της εκπαίδευσης, στην ανάπτυξη του τομέα υπηρεσιών, στην βελτίωση του συστήματος κοινωνικής ασφάλισης, στην προστασία του περιβάλλοντος, στην ανάπτυξη τεχνολογικών καινοτομιών, στην προστασία της ιδιοκτησίας και στην αναβάθμιση της δημόσια διοίκησης. Επιπλέον μέτρα, όπως η μεταρρύθμιση του συστήματος ΦΠΑ και

τιμολόγησης των πετρελαιοειδών, αναμένεται, ότι θα ενισχύσουν άμεσα την κατανάλωση.

Προς τούτο, η κυβέρνηση ανακοίνωσε στις 9 Νοεμβρίου ένα χρηματοδοτικό πακέτο 586 δις. \$ ΗΠΑ και στις 26 Νοεμβρίου προέβη σε μείωση των βασικών επιτοκίων κατά 1,08 ποσοστιαίες μονάδες. Επιπλέον, κατά επόμενο διάστημα, η κυβέρνηση θα εφαρμόζει ενεργή δημοσιονομική πολιτική (με έμφαση στις δημόσιες επενδύσεις) σε συνδυασμό με ελεγχόμενη χαλαρή νομισματική πολιτική και θα ασκεί οικονομική πολιτική με “ευελιξία και σύνεση”, ώστε να υπάρχουν περιθώρια προσαρμογών της οικονομίας, ανάλογα και πως θα εξελιχθεί στο μέλλον και η γενικότερη οικονομική κατάσταση. Ιδιαίτερη προσοχή θα δοθεί στην κεφαλαιαγορά, όπου οι δείκτες μειώθηκαν κατά 2/3 σε σχέση με το προηγούμενο έτος καθώς και στην αγορά ακινήτων, όπου παρατηρείται σοβαρή πτώση σε ορισμένες πόλεις.

Το χρηματοδοτικό πακέτο 4 τρις Γιουάν (586 δις \$ ΗΠΑ), που αντιπροσωπεύει περ. το 5% του ετήσιου προϋπολογισμού, αναμένεται, ότι θα τονώσει την εσωτερική ζήτηση στο διάστημα των επομένων δύο ετών. Κατανεμήθηκε ήδη ποσό 100 δις Γιουάν σε έντεκα Υπουργεία, τα οποία θα πρέπει να προβούν σε σχετικές δαπάνες έως τον Μάρτιο του 2009. Ποσό 14,65 δις \$ ΗΠΑ προστέθηκε άμεσα στον προϋπολογισμό Δ΄ τριμήνου 2008. Από το συνολικό πακέτο, η κεντρική κυβέρνηση θα χορηγήσει 1,8 τρις Γιουάν, ενώ το υπόλοιπο ποσό θα καλυφθεί από τις περιφερειακές κυβερνήσεις και από λήψη δανείων.

Πρόκειται να ενισχυθούν οι τομείς: κατασκευές κατοικιών, υποδομές υπαίθρου, αποκατάσταση και ανοικοδόμηση περιοχών που επλήγησαν από φυσικές καταστροφές, οδικοί και σιδηροδρομικοί άξονες, αεροδρόμια, παραγωγή και μεταφορά ενέργειας, δημόσια υγεία και εκπαίδευση, προστασία του περιβάλλοντος, δημιουργία νέων θέσεων εργασίας και τεχνολογικές καινοτομίες. Ιδιαίτερη έμφαση θα δοθεί στους τομείς: φωτιστικά, κλωστοϋφαντουργικά, οχήματα, ναυπηγεία και επικοινωνίες.

Παράλληλα, από 1/12/2008, ισχύουν ειδικά μέτρα για την ενίσχυση των ΜΜΕπιχειρήσεων, ήτοι μείωση εξαγωγικών φόρων και αύξηση εξαγωγικών επιστροφών σε 3.770 εξαγωγικά προϊόντα, μεταξύ αυτών σε χαλυβουργικά και τσιμέντο,. Ο αριθμός αυτών των προϊόντων αντιπροσωπεύει το 28% του συνόλου. Αυτή η δέσμη μέτρων είναι η τρίτη κατά σειρά που λαμβάνεται κατά το δεύτερο εξάμηνο του έτους και αφορά στο ίδιο θέμα.

Ορισμένα κεντρικά παραγωγικά Υπουργεία και τοπικές κυβερνήσεις εκπονούν νέα μεσο-μακροπρόθεσμα σχέδια για την ενίσχυση επιμέρους τομέων και αναμένεται, ότι στο μέλλον θα προστεθούν στο χρηματοδοτικό πακέτο των 4 τρις Γιουάν σημαντικά ακόμη ποσά.

#### **4.2 Επίδραση της Κρίσης στην Πραγματική Οικονομία**

Η επίδραση της τρέχουσας κρίσης στην πραγματική οικονομία αναμένεται να ασκηθεί κυρίως μέσω των επιπτώσεών της στα νομισματικά μεγέθη, την πιστωτική επέκταση και στην εν γένει επενδυτική δραστηριότητα των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Στο πλαίσιο αυτό, παρακάτω εξετάζονται συνοπτικά οι παράμετροι αυτοί

**I Ο πρώτος διάυλος μέσω του οποίου η κρίση επηρεάζει την πραγματική οικονομία είναι τα επιτόκια.**

Ωστόσο, η μείωση του βασικού βραχυχρόνιου επιτοκίου από τις κεντρικές τράπεζες δεν έχει τις επιθυμητές συνέπειες διότι, λόγω της συναλλακτικής εμπλοκής, δεν συνοδεύεται από αντίστοιχη μείωση του κόστους χρήματος στην διατραπεζική αγορά, ενώ η επίπτωσή της στις αποφάσεις εταιριών και ιδιωτών για κατανάλωση και επενδύσεις και τελικά στην πραγματική οικονομική δραστηριότητα και τον πληθωρισμό δεν είναι πάντοτε σαφής, καθώς εξαρτάται από την ευελιξία στο ονομαστικό κόστος εργασίας. Η επίδραση της μεταβολής του βασικού επιτοκίου της κεντρικής τράπεζας θα είναι εντονότερη: α) όσο μεγαλύτερο είναι το ποσοστό της συνολικής αξίας καταθέσεων και χορηγηθέντων δανείων στο σύνολο του ενεργητικού και παθητικού, αντίστοιχα, στον ισολογισμό των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, β) όσο ταχύτερη είναι η προσαρμογή από τα ιδρύματα των επιτοκίων που προσφέρουν για καταθέσεις και ζητούν για χορηγήσεις, εξαρτώμενη με την σειρά της από την έκταση του ανταγωνισμού μεταξύ των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, από το γενικό επίπεδο χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης στην οικονομία, και από την υφιστάμενη κατάσταση των ισολογισμών των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων αλλά και των πελατών τους.

**II Ο δεύτερος διάυλος μέσω του οποίου η κρίση επηρεάζει την**

**πραγματική οικονομία, και ο οποίος λειτουργεί συμπληρωματικά προς τον πρώτο (επιτόκια), είναι οι επιπτώσεις της μεταβολής στη συνολική δραστηριότητα τιτλοποίησης χρηματοοικονομικών απαιτήσεων και χρηματοοικονομικής καινοτομίας γενικότερα από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα πάνω στις τρέχουσες αποτιμήσεις των χορηγηθέντων δανείων στη δευτερογενή αγορά, και τελικά πάνω στην ευαισθησία με την οποία τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα με συγκριτικά υψηλό ποσοστό δραστηριότητας σε τιτλοποιήσεις και συναλλαγές επί πιστωτικών παραγώγων, αναπροσαρμόζουν τα επιτόκια καταθέσεων και χορηγήσεων τους.**

**III Ο τρίτος διάυλος μέσω του οποίου η κρίση επηρεάζει την πραγματική οικονομία είναι η πιστωτική συμπεριφορά των ίδιων των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων,** η οποία εξαρτάται από την εν γένει αποτελεσματική λειτουργία της πιστωτικής αγοράς, την τυχόν παρουσία εμποδίων και αγκυλώσεων στην πιστωτική επέκταση, αλλά και την έκταση και ευκολία αμοιβαίας υποκατάστασης μεταξύ χρηματοοικονομικών και μη χρηματοοικονομικών απαιτήσεων/υποχρεώσεων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Η επίδραση του πιστωτικού διαύλου θα είναι εντονότερη: α) όσο ευκολότερη είναι η υποκατάσταση εναλλακτικών προς τις καταθέσεις πηγών άντλησης κεφαλαίων από τα ιδρύματα και β) όσο ευκολότερη είναι η υποκατάσταση εναλλακτικών πηγών άντλησης πιστώσεων από τους δυνητικούς οφειλέτες, ιδιαίτερα τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά (που δεν έχουν συνηθίσει στην εναλλαγή).

Ο πιστωτικός διάυλος λειτουργεί αφενός μέσω του επηρεασμού των ισολογισμών των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων (περιορισμένη επίδραση) και αφετέρου μέσω του επηρεασμού των ισολογισμών των οφειλετών τους (ευρεία επίδραση). Στην πρώτη περίπτωση, ενδεχόμενη μείωση των διαθέσιμων των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων θα οδηγήσει σε πιστωτικό περιορισμό εάν τα ιδρύματα δεν καταφέρουν να υποκαταστήσουν εναλλακτικές των καταθέσεων πηγές άντλησης κεφαλαίων (π.χ. λόγω του μικρού μεγέθους ή των περιορισμένων ιδίων κεφαλαίων τους) ή δεν διαθέτουν πρόσβαση σε επαρκείς διευκολύνσεις άμεσης λήψης ρευστότητας. Τυχόν αυστηρές ρυθμίσεις επί των εποπτικών ιδίων κεφαλαίων ή μη ευνοϊκές διαβαθμίσεις της πιστοληπτικής τους ικανότητας θα περιορίσουν περαιτέρω την πιστωτική επέκταση των ιδρυμάτων αυτών. Στην δεύτερη περίπτωση, η μεταβολή των επιτοκίων θα μεταβάλλει το διαθέσιμο εισόδημα των επενδυτών/νοικοκυριών και τις ταμειακές εισροές των εταιριών και συνεπώς, μέσω της επίδρασής τους στις χρηματιστηριακές τιμές, θα μεταβάλλει την τρέχουσα αξία των περιουσιακών τους στοιχείων αλλά και την αξία των εγγυήσεων που αυτά παρέχουν στα

χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, επηρεάζοντας την έναντί τους πιστωτική συμπεριφορά των τελευταίων, που θα ζητήσουν διαφορετικό ασφάλιστρο κινδύνου. Η βελτίωση του εύρους και βάθους των πιστωτικών αγορών σε περιόδους ομαλότητας των αγορών συνήθως ενισχύει την ευρεία επίδραση, ενώ σε περιόδους ανωμαλίας των αγορών ο περιορισμός δραστηριότητας ενισχύει την περιορισμένη επίδραση.

Δοθέντος ότι η εμφάνιση νέων σύνθετων χρηματοπιστωτικών μέσων έχει παράσχει στις αγορές νέα εργαλεία αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας οφειλετών, η αύξηση πληροφόρησης στις πιστωτικές αγορές μπορεί να αποτρέψει την απελευθέρωση του εξωτερικού ασφαλίστρου κινδύνου χρηματοδότησης και ως εκ τούτου να περιορίσει την αποτελεσματικότητα του δεύτερου διαύλου (χρηματοπιστωτική επέκταση). Παράλληλα, η ενισχυμένη ρευστότητα και η διαρκής αποτίμηση των σύνθετων προϊόντων της πιστωτικής αγοράς αλλά και η υιοθέτηση προτύπων λογιστικής στη βάση της εύλογης αξίας (FAIR VALUE) μπορούν να ενισχύσουν την ευαισθησία του εξωτερικού ασφαλίστρου κινδύνου χρηματοδότησης, καθιστώντας την καθαρή επίδραση της χρηματοοικονομικής καινοτομίας στους ισολογισμούς α ρποπτ διφορούμενη.

**IV Ο τέταρτος δίαυλος μέσω του οποίου η κρίση επηρεάζει την πραγματική οικονομία, και ο οποίος λειτουργεί συμπληρωματικά προς τον τρίτο (χρηματοπιστωτική επέκταση), είναι:**

- η επίδραση της πώλησης του συμβατικών δικαιωμάτων που απολαμβάνουν τα υποκείμενα της τιτλοποίησης χρηματοπιστωτικά μέσα (π.χ. δάνεια) πάνω στους ισολογισμούς των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και της ρευστότητας τους,
- η δυνατότητα περαιτέρω μεταφοράς πιστωτικού κινδύνου στοιχείων εκτός ισολογισμού και συνεπώς η περαιτέρω διευκόλυνση της πιστωτικής επέκτασης των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, και
- η έκταση στην οποία η κατάλληλη χρήση εσωτερικών συστημάτων διαχείρισης κινδύνων θα συμβάλει στην ανακατανομή και διάχυση του πιστωτικού κινδύνου των τραπεζών, επιτρέποντας την βελτίωση των ισολογισμών τους και την πιστωτική τους επέκταση.

**V Ο πέμπτος δίαυλος μέσω του οποίου η κρίση επηρεάζει την πραγματική οικονομία είναι η συμπεριφορά ανάληψης επενδυτικού κινδύνου των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, η οποία καθορίζεται από: α) την μεταβολή στην αξία εγγυήσεων που διατηρούν τα ιδρύματα, στις χρηματιστηριακές τιμές και**

ταμειακές εισροές που επηρεάζουν αναπόφευκτα την συνολική συμπεριφορά των αγορών της εθνικής οικονομίας, η οποία θα είναι εντονότερη εάν η συσχέτιση διακυμάνσεων μεταξύ πιστωτικού κύκλου και χρηματιστηριακού κύκλου είναι υψηλή, και β) την έκταση στην οποία η μεταβολή χρηματιστηριακών τιμών θα επιφέρει απόκλιση μεταξύ πραγματοποιηθέντων και επιθυμητών ονομαστικών αποδόσεων, οδηγώντας τους θεσμικούς επενδυτές σε συνεχιζόμενη ρευστοποίηση τίτλων «αμφίβολης» ποιότητας, η ένταση της οποίας εξαρτάται από το επίπεδο δανεισμού τους και την ασφάλεια που παρέχει η κεντρική τράπεζα.

Η αποτελεσματικότητα του πέμπτου δίαυλου επηρεασμού της πραγματικής οικονομίας θα εξαρτηθεί από την έκταση της χρηματοοικονομικής καινοτομίας και την υιοθέτηση αλλαγών στο ρυθμιστικό πλαίσιο κεφαλαιακής επάρκειας (κανόνες Βασιλείας II), οι οποίες θα επηρεάσουν την γενική αντίληψη και θα ενισχύσουν τον ρόλο της αποτίμησης και διαχείρισης κινδύνου από τους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς. Αλλά, όπως αναλύθηκε στο προηγούμενο κεφάλαιο, η υιοθέτηση εσωτερικών υποδειγμάτων διαχείρισης κινδύνου που βασίζονται στην τρέχουσα (mark-to-market) αποτίμηση χρηματοπιστωτικών μέσων δεν είναι ο κατάλληλος οδηγός επενδυτικής συμπεριφοράς των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων σε περιόδους ανωμαλίας των αγορών.

Ενώ προς το παρόν υπάρχει λίγη εμπειρική έρευνα για τον αντίκτυπο της χρηματοοικονομικής καινοτομίας στην συμπεριφορά ανάληψης κινδύνου των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, πρόσφατες μελέτες παρέχουν τα στοιχεία μιας πιθανής ενίσχυσης του διαύλου αυτού λόγω του μετασχηματισμού χρηματοοικονομικών απαιτήσεων από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> Παραδείγματος χάριν, έχει διαπιστωθεί ότι οι αλλαγές νομισματικής πολιτικής έχουν επιπτώσεις στις αποκλίσεις τιμής των CDS, μέσω της επίδρασή τους στους ισολογισμούς ( τρίτος δίαυλος) των πιστωτικών ιδρυμάτων. Η αύξηση του κόστους χρήματος στη διατραπεζική αγορά διευρύνει τις αποκλίσεις τιμής των *Credit Default Swaps*, καθιστώντας περισσότερο δαπανηρό για τις τράπεζες να αντισταθμίσουν τον πιστωτικό τους κίνδυνο, με αποτέλεσμα να περιορίζεται η δυνατότητα έκδοσης νέων τιτλοποιημένων προϊόντων λόγω αδυναμίας πώλησής τους. Ομοίως, η αποδεδειγμένη θετική σύνδεση μεταξύ χρηματιστηριακών τιμών και ανάληψης κινδύνου οφείλεται στο γεγονός ότι τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα τείνουν να στοχεύσουν στη διατήρηση ελαχίστου ποσοστού δανειακής επιβάρυνσης, ή ορισμένου επιπέδου αποδεκτού κινδύνου (π.χ. value at risk). Ως εκ τούτου, η αποτίμηση των στοιχείων ισολογισμού με βάση τρέχουσες τιμές σημαίνει υψηλότερη αστάθεια στην αξία των στοιχείων παθητικού, υπό την έννοια ότι τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα τείνουν να αυξήσουν τον δανεισμό τους όταν οι χρηματιστηριακές τιμές αυξάνονται και να τον μειώνουν όταν αυτές μειώνονται, οδηγώντας σε σημαντικές επιπτώσεις στην πραγματική οικονομία.



Με βάση στοιχεία της ECB κατά τη διάρκεια της πρόσφατης περιόδου χαμηλών επιτοκίων και έντονης δραστηριότητας μεταφοράς πιστωτικού κινδύνου, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα της ευρωζώνης όχι μόνο αύξησαν την χορήγηση πιστώσεων σε εταιρίες του μη χρηματοοικονομικού τομέα περισσότερο από το αναμενόμενο βάσει των εξελίξεων στα θεμελιώδη μεγέθη τους, όπως η επένδυση παγίου κεφαλαίου, η εσωτερική χρηματοδότηση και το κόστος κεφαλαίου (οι οποίοι παραδοσιακά εξηγούν την αύξηση πιστώσεων αρκετά καλά) αλλά επίσης επέδειξαν πιστωτική συμπεριφορά αυξημένου κινδύνου, η οποία αντιστράφηκε στα μέσα του 2007 με το ξέσπασμα της κρίσης.

Είναι γεγονός ότι τα εμπειρικά αυτά συμπεράσματα έχουν παραχθεί κυρίως επί στατιστικών δειγμάτων που καλύπτουν μια περίοδο υψηλής δραστηριότητας τιτλοποίησης και συναλλαγών σε πιστωτικά παράγωγα. Ως εκ τούτου, δεν μπορεί να αποκλειστεί ότι τα συμπεράσματα αυτά ισχύουν μόνο κατά τη διάρκεια των περιόδων χαμηλής αστάθειας στις αγορές, άφθονης ρευστότητας και μετρίων επιπέδων κινδύνου. Πράγματι, τα πρόσφατα γεγονότα έχουν δείξει ότι κατά τη διάρκεια περιόδων ανωμαλίας των αγορών, οι αγορές τιτλοποιημένων προϊόντων και πιστωτικών παραγώγων μπορούν να βαλτώσουν.

Τα ερωτήματα σχετικά με τις επιπτώσεις των νέων χρηματοπιστωτικών μέσων και τη μεταβαλλόμενη φύση της μεσολαβητικής χρηματοπιστωτικής δραστηριότητας αναζωπυρώθηκαν κατά την τρέχουσα κρίση. Οι πρόσφατες ενδείξεις της αντίληψης των αγορών τονίζουν ότι το 70-80% των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων (που ασκούν δραστηριότητα τιτλοποίησης απαιτήσεων) αποκρίθηκε ότι οι τρέχουσες δυσκολίες στην άντληση κεφαλαίων μέσω τιτλοποίησης θα παρακώλυαν την χορήγηση πιστώσεων σε χαμηλό ή υψηλό.

Αν και η επιβράδυνση στη δραστηριότητα τιτλοποίησης απαιτήσεων δεν αναμένεται να είναι μόνιμη ούτε να καταργηθεί, η δραστηριότητα μάλλον θα λάβει διαφορετικές μορφές στο μέλλον, ενδεχομένως ως αποτέλεσμα ενός συνδυασμού νέων ρυθμιστικών απαιτήσεων και μεταβαλλόμενων πρακτικών αγοράς.

Σε κάθε περίπτωση, η τρέχουσα κρίση έχει δείξει ότι η επίδραση των χρηματοοικονομικών καινοτομιών και ο μεσολαβητικός ρόλος των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων χαρακτηρίζεται από συνεχή μετασχηματισμό. Ειδικότερα, η δυνατότητα και προθυμία των ιδρυμάτων να διαχωρίσουν, μετασχηματίσουν και πωλήσουν πρόσθετο πιστωτικό κίνδυνο βρίσκεται αποφασιστικά αντιμέτωπη με την ομαλή λειτουργία της

πιστωτικών αγορών. Στο πλαίσιο αυτό, η γενική επίδραση ενός στεγνώματος στις αγορές μεταφοράς πιστωτικού κινδύνου στην πραγματική οικονομία απαιτεί καλύτερη κατανόηση.

Είναι δύσκολο να εξακριβωθεί a priori η αντίδραση του χρηματοπιστωτικού συστήματος στην τρέχουσα κρίση και η επίδραση της αντίδρασης αυτής στην πραγματική οικονομία. Το πιθανότερο είναι το χρηματοπιστωτικό σύστημα να χαρακτηριστεί από ένα ορισμένο βαθμό παραδοσιακής ανα-διαμεσολάβησης και ανα-κεφαλαιοποίησης, η έκταση των οποίων εξαρτάται ουσιαστικά από την οικονομική ευρωστία των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και την ασκούμενη δημόσια πολιτική.

Η μείωση αποδοτικότητας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων έχει προέλθει κυρίως από τις αναπροσαρμογές αποτίμησης (με βάση τρέχουσες τιμές) των εμπορεύσιμων χρηματοοικονομικών τους στοιχείων και από το αυξανόμενο κόστος αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου και όχι από τις κεφαλαιακές απώλειες στα χαρτοφυλάκια δανείων τους. Αυτό σημαίνει επίσης ότι μέχρι τώρα η επίδραση της κρίσης στον μη χρηματοπιστωτικό τομέα της ευρωπαϊκής οικονομίας είναι ακόμη περιορισμένη.

## Βιβλιογραφία

### Ελληνική

Πρεσβεία της Ελλάδας στο Πεκίνο, “Σημείωμα για τις πρόσφατες εξελίξεις στην οικονομία της Λ.Δ της Κίνας ακι στις διμερείς οικονομικές και εμπορικές σχέσεις Ελλάδας- Κίνας”, 2008

Χιόνης Δ., “Η Κρίση των Στεγαστικών Δανείων”, Δημοκρίτειο Πανεπιστήμιο Θράκης, 2007

Τορτοπίδης Α., “ Η Χρηματοοικονομική Κρίση : Αίτια και Προοπτικές”, Συνέντευξη στο CNN, 2009

Προβόπουλος Γ., “ Διεθνής Χρηματοοικονομική Κρίση : προκλήσεις για την οικονομική πολιτική”, 2009

Τραυλός Ν., “Παγκόσμια Χρηματοπιστωτική Κρίση : Αίτια και Επιπτώσεις”, 2009

### Ξένα

European Commission , Directorate - General for Economic and Financial Affairs, “Interim Forecast”, Press Conference, 2009

Morrissey Janet, “Credit Default Swaps : The Next Crisis?”, Time Magazine, 2008

Aghevli B. “The Asian Crisis : Causes and Remedies”, IMF Finance and Development, 1999

IMF, “Crisis and Recovery” World Economic Outlook, 2009

The 2009 Ageing Report : “Economic and Budgetary Projections for the EU-27 Member States (2008 – 2060)”, working document for the European Commission

Rodrick D. “Industrial Development: Stylized Facts and Policies”, Manuscript

## Κεφάλαιο 5

### Δημόσια Παρέμβαση για την Αποτροπή Συστημικού Κινδύνου και Κρίσεων

#### 5.1 Γενικές Παρατηρήσεις

Η ανάληψη χρηματοοικονομικού κινδύνου είναι αντικείμενο ανησυχίας για τους ασκούντες δημόσια πολιτική διότι οι ενέργειες ανάληψης κινδύνων δημιουργούν εξωτερικές επιδράσεις στην οικονομία, δηλαδή σημαντικού κόστους κινδύνους που επιβάλλονται σε όλη την κοινωνία, οι οποίοι όμως δεν προϋπολογίζονται από τον ατομικό επενδυτή, ούτε αποτιμώνται από την αγορά. Σε μια οικονομία όπου υπάρχουν σημαντικές εξωτερικές επιδράσεις, οι ανταγωνιστικές αγορές καθίστανται ανεπαρκείς μηχανισμοί αποτίμησης κινδύνου και διαμόρφωσης ανταγωνιστικών τιμών.

Στο πλαίσιο αυτό, ο στόχος της δημόσιας πολιτικής (υπό την έννοια της ρύθμισης της χρηματοοικονομικής δραστηριότητας) είναι ο περιορισμός αυτών των ανεπαρκειών αγοράς. Στο χρηματοοικονομικό σύστημα υπάρχουν και άλλες αποτυχιές αγοράς, όπως η ασυμμετρία στην αποκάλυψη και χρήση πληροφοριών από τους παρόχους χρηματοοικονομικών υπηρεσιών (τράπεζες, εταιρίες παροχής επενδυτικών υπηρεσιών) στους χρήστες των υπηρεσιών αυτών (δανειολήπτες, επενδυτές).

#### 5.2 Ο Ρόλος της Κεντρικής Τράπεζας

Η αντιμετώπιση του συστημικού κινδύνου που ενέχεται στην παραδοσιακή μεσολαβητική δραστηριότητα των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων λαμβάνει χώρα μέσω της εφαρμογής μέτρων από την κεντρική τράπεζα, όπως:

- η άσκηση ελέγχου επί του συνολικού επιπέδου χορηγήσεων από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, το μέγεθος των οποίων επιτρέπει σε αυτά να επηρεάσουν, μέσω του πολλαπλασιαστή πιστώσεων, το συνολικό επίπεδο ρευστότητας στο χρηματοπιστωτικό σύστημα,
- η άσκηση ρυθμιστικού ελέγχου επί του κινδύνου που ενέχεται στην υπερβάλλουσα χορήγηση δανείων,
- η απαίτηση αύξησης των στοιχείων ενεργητικού ή των ιδίων κεφαλαίων ή/και μείωσης των καταθέσεων όψεως στο παθητικό των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων,
- η ενεργοποίησή της ως χορηγός ρευστότητας έσχατης ανάγκης (*lender of last resort*) σε συνδυασμό με την ενεργοποίηση του κράτους ως εγγυητή καταθέσεων,
- η χορήγηση πιστώσεων έσχατης ανάγκης άμεσα σε μεμονωμένα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (ή και σε άλλες εταιρίες, ανάλογα με το καταστατικό της κεντρικής τράπεζας) που αντιμετωπίζουν βραχυχρόνιο πρόβλημα ρευστότητας, και
- η άσκηση αποφασιστικής πειθούς επί των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων να συμπλεύσουν σε μια ομαδική προσπάθεια ενίσχυσης της ρευστότητας στην αγορά, η οποία θα έχει περισσότερα συνολικά οφέλη για κάθε ένα εξ αυτών ατομικά.

Η κατάλληλη άσκηση των βασικών αυτών μέτρων είναι επαρκώς αποτελεσματική και η ανακοίνωση της ενεργοποίησής τους από μόνη της είναι ικανή - δοθείσης της αξιοπιστίας της κεντρικής τράπεζας - να τονώσει την ρευστότητα στην αγορά. Βεβαίως, η ενεργοποίηση των μέτρων αυτών πρέπει να είναι προσεκτική ώστε τα προτιρεπόμενα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και φορείς αγοράς να μην βασίζονται υπέρμετρα την διασφάλιση της φερεγγυότητάς τους στην παρέμβαση της κεντρικής τράπεζας αλλά στη βελτίωση της ίδιας διαχειριστικής ικανότητας και διακυβέρνησής τους.

Η δυνατότητα χορήγησης πιστώσεων έσχατης ανάγκης αποτελεί από τις σημαντικότερες λειτουργίες της κεντρικής τράπεζας. Στον ρόλο τους αυτόν, οι κεντρικές τράπεζες τυπικά έχουν την αρμοδιότητα χορήγησης βραχυπρόθεσμης ρευστότητας στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα έναντι κατάλληλων ρητρών χρήσης της ρευστότητας (ώστε να μην διατίθεται για την χρηματοδότηση τρέχουσας πιστωτικής δραστηριότητας) και έναντι κατάθεσης εγγυήσεων υπό την μορφή δέσμευσης χρηματοοικονομικών απαιτήσεων ή χρηματοπιστωτικών μέσων υψηλής ρευστότητας (αποτιμώμενες σε προ

της κρίσης τιμές). Προκειμένου να λάβει απόφαση χορήγησης ρευστότητας, η κεντρική τράπεζα πρέπει να αξιολογήσει το ίδρυμα που έχει ανάγκη την ρευστότητα. Η συνήθης ιστορικά πρακτική για τις κεντρικές τράπεζες ήταν να δανείζουν ελεύθερα έναντι εγγυήσεων χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που θεωρούνται ότι αντιμετωπίζουν βραχυχρόνιο πρόβλημα ρευστότητας και όχι θεμελιώδες πρόβλημα φερεγγυότητας.

Σήμερα, έστω και εάν το συνολικό ειδικό βάρος των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων στο χρηματοπιστωτικό σύστημα έχει μειωθεί, τα μεγάλα ιδρύματα παραμένουν αρκούντως σημαντικά με αποτέλεσμα η τυχόν διάρρηξη της ομαλής τους λειτουργίας θα μπορούσε να αποτελέσει παράγοντα συστημικού κινδύνου λόγω των ακόλουθων χαρακτηριστικών τους :

- εμφανίζουν υψηλό βαθμό δανειακής επιβάρυνσης, με λόγο ιδίων προς ξένα κεφάλαια μεταξύ 5% και 10%.
- συνεχίζουν να εμφανίζουν υψηλά ποσοστά βραχυπρόθεσμων καταθέσεων όψεως στο παθητικό του ισολογισμού τους που δύναται να αποτελέσουν αντικείμενο άμεσης απόσυρσης,
- εμφανίζουν μεγάλο εύρος και συνθετότητα χρηματοοικονομικής δραστηριότητας αλλά και οργανωτικής και νομικής διάρθρωσης που καθιστούν την εξωτερική αξιολόγηση (π.χ. από Credit Rating Agencies) της χρηματοοικονομικής τους κατάστασης δύσκολη και θέτουν σημαντική ζητήματα αποτελεσματικής διακυβέρνησής τους,
- εμφανίζουν σημαντικά πιστωτικά ανοίγματα μεταξύ τους λόγω συναλλαγών στην διατραπεζική αγορά, στην εξωχρηματιστηριακή αγορά (OTC) παραγώγων, και στα συστήματα πληρωμών, εκκαθάρισης και διακανονισμού συναλλαγών,
- εμφανίζουν αυξημένη ευαισθησία δραστηριότητας και κερδοφορίας στις κυκλικές διακυμάνσεις της οικονομίας αλλά και αυξημένη μυωπία στη διαδικασία χορήγησης πιστώσεων, τείνοντας να μην διδάσκονται από την (αρνητική) εμπειρία του παρελθόντος και να συνεχίζουν την χορήγηση κακών δανείων (motto: “bad loans are made in good times”), και
- εμφανίζουν αυξημένους νομικούς, ρυθμιστικούς και λειτουργικούς κινδύνους λόγω της υψηλού κινδύνου και ενίοτε ανεξέλεγκτης επενδυτικής δράσης στελεχών τους.

Τα παραπάνω χαρακτηριστικά και η εξέλιξη της τρέχουσας χρηματοπιστωτικής

κρίσης δημιούργησαν νέες προκλήσεις στον ρόλο των κεντρικών τραπεζών ως χορηγών ρευστότητας έσχατης ανάγκης, που σχετίζονται τόσο με την ρευστότητα αγοράς (MARKET LIQUIDITY) όσο και την ρευστότητα αναχρηματοδότησης (funding liquidity). Η απόσυρση των εμπορικών τραπεζών από την δραστηριότητα της διατραπεζικής αγοράς και των θεσμικών επενδυτών από τις συναλλαγές στην αγορά χρήματος ανάγκασε τις κεντρικές τράπεζες να αναλάβουν τον ρόλο του αντισυμβαλλομένου στις αγορές, εκτείνοντας το εύρος των χρηματοπιστωτικών μέσων που αποδέχονται ως εγγυήσεις. Η εξέλιξη αυτή έθεσε σε νέα βάση το ζήτημα του παραδοσιακού ρόλου των κεντρικών τραπεζών ως χορηγοί ρευστότητας έσχατης ανάγκης και του ρόλου του κράτους ως εγγυητή καταθέσεων, όπου ο πρώτος ρόλος ασκείται σε περιπτώσεις προσωρινής έλλειψης ρευστότητας χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων που συνεχίζουν την δραστηριότητά τους, ενώ ο δεύτερος ασκείται σε περιπτώσεις αφερεγγυότητας και πτώχευσης των ιδρυμάτων. Η τρέχουσα κρίση ανέδειξε με σαφήνεια αφενός την de facto άρση της διάκρισης αυτής και αφετέρου την ανταγωνιστική συνύπαρξη των δύο ρόλων: η άσκηση του ρόλου του χορηγού πιστώσεων έσχατης ανάγκης σε ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα έναντι πολύ καλής ποιότητας εγγυήσεων επιτρέπει, σε περίπτωση αφερεγγυότητας και πτώχευσης του ιδρύματος αυτού, μόνο κακής ποιότητας διαθέσιμων εγγυήσεων (και συνεπώς κεφαλαίων από την εκποίησή τους) για τους καταθέτες, τους εγγυητές καταθέσεων και τους πιστωτές.

Πέραν του ρόλου τους ως διαμορφωτές νομισματικής πολιτικής και ως χορηγοί πιστώσεων έσχατης ανάγκης, οι κεντρικές τράπεζες ασκούν επίσης τον ρόλο του επόπτη των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Η τρέχουσα κρίση έχει δείξει ότι στο ρόλο αυτόν, οι κεντρικές τράπεζες απέτυχαν. Πράγματι, λαμβανομένου υπόψη ότι σε περιόδους ανωμαλίας των αγορών, τα εσωτερικά υποδείγματα διαχείρισης κινδύνου ενθαρρύνουν τα εποπτευόμενα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να ενεργήσουν ως 'αγέλη', αυτο-κατευθυνόμενα ομαδικά στην άκρη του γκρεμού, οι κεντρικές τράπεζες βρίσκονται σε δύσκολη θέση διότι βασίστηκαν στην αυτο-εποπτική (αν)αποτελεσματικότητα των εσωτερικών αυτών υποδειγμάτων. Παράλληλα το πλαίσιο που διέπει την άσκηση της εποπτικής τους δραστηριότητας ανταποκρίθηκε στην πρόκληση κυρίως μέσω της περαιτέρω απελευθέρωσης και 'ρυθμιστικής εναρμόνισης' των χρηματοπιστωτικών αγορών, απαιτώντας ότι όλοι οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί ακολουθήσουν την ίδια ρυθμιστική πολιτική (π.χ. διατήρηση ίδιων κεφαλαιακών απαιτήσεων για κάθε κατηγορία κινδύνων, ίδιων οργανωτικών και λειτουργικών απαιτήσεων για κάθε κατηγορία υπηρεσιών, ίδιων απαιτήσεων διαφάνειας για κάθε κατηγορία

χρηματοπιστωτικών μέσων ή συναλλαγών, ίδιων προτύπων χρηματοοικονομικής πληροφόρησης, κλπ), επιτείνοντας τελικά την ομογενοποίηση συμπεριφοράς των αγορών.

Η αδυναμία των εσωτερικών υποδειγμάτων έχει μια τεχνική και μια φιλοσοφική διάσταση. Η τεχνική διάσταση περιλαμβάνει το γεγονός ότι τα υποδείγματα αυτά λειτουργούν με βάση την προϋπόθεση ότι ο κάθε χρήστης τους είναι ο μοναδικός που κάνει χρήση αυτών. Η προϋπόθεση αυτή ίσχυε στην εποχή του συστήματος BRETON WOODS όπου υπήρχαν έλεγχοι κεφαλαίων και εγχώριοι κερματισμοί αγορών, αλλά δεν ισχύει σήμερα. Σήμερα, οι συμμετέχοντες στις αγορές όλου του πλανήτη έχουν τα ίδια στατιστικά δεδομένα στους Η/Υ τους, τις ίδιες πληροφορίες αποδόσεων χρηματοπιστωτικών μέσων και τις μεταξύ τους συσχετίσεις, κάνουν χρήση παρόμοιων υποδειγμάτων αριστοποίησης απόδοσης χαρτοφυλακίων, και προτείνουν τις ίδιες περίπτωσης επενδυτικές επιλογές χαρτοφυλακίου. Δηλαδή, οι συμμετέχοντες στην αγορά σήμερα δεν είναι παθητικοί αλλά μετακινούνται ομαδικά και ταχύτατα εκτός ανεπιθύμητων και εντός επιθυμητών αγορών, δημιουργώντας τεράστιες μετακινήσεις κεφαλαίων διεθνώς. Κάτω από την πίεση της ομαδικής μετακίνησης, τα επιθυμητά χρηματοπιστωτικά μέσα δεν μπορούν να παραμένουν υποτιμημένα, ασυσχέτιστα και χαμηλού κινδύνου, τουναντίον.

Η κατεύθυνση αντίδρασης ως αποτέλεσμα διαπίστωσης αυξημένου κινδύνου λόγω κάποιου εξωγενούς παράγοντα που προτείνει ένα εσωτερικό υπόδειγμα κινδύνου υιοθετείται από όλους τους συμμετέχοντες στην αγορά που κάνουν χρήση τέτοιων υποδειγμάτων, οδηγώντας σε ένα άγριο κύκλο αυτοτροφοδοτούμενων πωλήσεων με αποτέλεσμα την εξαφάνιση της ρευστότητας σε «μαύρη τρύπα». Η έκταση στην οποία συμβαίνει αυτό σχετίζεται λιγότερο με την ποιότητα του χρηματοπιστωτικού μέσου καθαυτού και περισσότερο με το βάθος της διαφορετικής συμπεριφοράς των επενδυτών.

Οι κεντρικές τράπεζες ως εποπτικές αρχές δεν μπορούν να υποστηρίξουν ότι ξεπλάγησαν από το φαινόμενο αυτό, δοθέντος ότι πολλά στελέχη τους υποστήριξαν ότι είναι μεν υπαρκτό αλλά υπερβολικά ακραίο για να θεωρηθεί ρεαλιστικό.

Η φιλοσοφική διάσταση του προβλήματος περιλαμβάνει την επιλογή της υιοθέτησης από τις εποπτικές αρχές των υποδειγμάτων αυτών ως επαρκείς μηχανισμούς αυτο-επόπτευσης των εταιριών. Ο λόγος που οι αγορές και οι συμμετέχοντες σε αυτές ρυθμίζονται, πέραν των διατάξεων του κοινού εταιρικού



δικαίου, είναι ότι από καιρό σε καιρό αυτές αποτυγχάνουν με τεράστιες αρνητικές συνέπειες στην ζωή των ανθρώπων. Εάν η ρύθμιση στοχεύει στην αποτροπή της αποτυχίας των αγορών και των συμμετεχόντων σε αυτές, τότε δεν πρέπει να στηρίζεται στην χρήση υποδειγμάτων που βασίζονται σε τιμές αγοράς ή σε άλλα εργαλεία που βασίζονται σε τιμές αγοράς (π.χ. MARK-TO-MARKET ACCOUNTING). Οι τιμές αγοράς δεν μπορούν να προστατεύσουν από τις αποτυχίες αγοράς. Ωστόσο, η κατεύθυνση αυτή υιοθετείται ακριβώς από τη σύγχρονη εποπτεία, η οποία προτείνει περισσότερη διαφάνεια τιμών, περισσότερο ευαίσθητα στον κίνδυνο υποδείγματα υπολογισμού κινδύνων, και περισσότερο ευαίσθητους στις τιμές προληπτικούς ελέγχους. Τα εποπτικά αυτά εργαλεία είναι σαν ζώνες ασφαλείας που παύουν να λειτουργούν όταν πατά κανείς το γκάζι.

Επομένως, εάν οι κεντρικές τράπεζες συνεχίζουν, αναφορικά με την αυτο-επόπτευση των εταιριών, να βασίζονται στο ρόλο των τιμών αγοράς στη λειτουργία των εσωτερικών υποδειγμάτων κινδύνου και στη λογιστική παρουσίαση των μεταβολών στην αξία ενεργητικού τους, τότε πρέπει να αποδεχθούν ότι σε περιόδους ανωμαλίας των αγορών οι ίδιες πρέπει να επιτελέσουν ρόλο όχι μόνο χορηγού πιστώσεων έσχατης ανάγκης αλλά επίσης και αγοραστή 'τοξικών' προϊόντων έσχατης ανάγκης (όπως εξαναγκάζονται να κάνουν σήμερα), επιτρέποντας την μετακύληση του κόστους προσαρμογής/κρίσης στους φορολογούμενους, διαφορετικά καταδικάζουν την οικονομία να ακολουθεί εντεινόμενους κύκλους αστάθειας.

Η εναλλακτική λύση για την αποφυγή της αστάθειας είναι η θέσπιση ρυθμιστικών μηχανισμών που λειτουργούν ενάντια στα κίνητρα αγοράς - που τροφοδοτούνται από την λειτουργία των εσωτερικών υποδειγμάτων κινδύνου, την παροχή αμοιβών απόδοσης στα στελέχη κλπ - πάνω στην συμπεριφορά των συναλλασσομένων να επιβεβαιώσουν με το παραπάνω επενδυτικές επιλογές που η αγορά θεωρεί ως σίγουρο στοίχημα. Αυτό όμως απαιτεί φιλοδοξία και κουράγιο.

## **5.3 Ο Ρόλος του Κράτους**

### **5.3.1 Επιλογές Ανακεφαλαιοποίησης**

Σε περιόδους ανωμαλίας των αγορών που συνοδεύονται από πραγματοποίηση μεγάλων κεφαλαιακών ζημιών των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, τα τελευταία έχουν τρεις βασικές επιλογές ανακεφαλαιοποίησης:

- Αύξηση κεφαλαίου μέσω έκδοσης μετοχών ή εταιρικών ομολόγων, η οποία αλλάζει την υφιστάμενη μετοχική σύνθεση ή τη σχετική θέση των μετόχων. Στην περίπτωση αυτή ευνοούνται, λόγω αδυναμίας εύρεσης κεφαλαίων, οι επενδυτές που είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν κίνδυνο, όπως τα SWF's ή τα hedge funds .
- Αύξηση των παρακρατηθέντων κερδών και μείωση των διανεμόμενων μερισμάτων, έτσι ώστε η ανακεφαλαιοποίηση να χτιστεί εσωτερικά στη βάση μιας μεσο-μακροχρόνιας διαδικασίας.
- Μείωση του επιπέδου δανεισμού πελατών ή άλλων ιδρυμάτων με στόχο την μείωση των μεγεθών του ισολογισμού τους ώστε το νέο περιορισμένο επίπεδο ιδίων κεφαλαίων να είναι συνεπές με την τρέχουσα αξία ενεργητικού και τις ελάχιστες κεφαλαιακές απαιτήσεις. Ωστόσο, η επιλογή αυτή μπορεί να οδηγήσει σε πιστωτική συρρίκνωση και ενδεχομένως σε ύφεση (όπως συνέβη στα παρελθόν).

### 5.3.2 Πολιτικές για Αποτροπή του Συστημικού Κινδύνου

Με δεδομένες τις παραπάνω επιλογές σε περιόδους ανωμαλίας των αγορών, υπάρχουν πέντε βασικές πολιτικές που μπορούν να ασκηθούν από τις κυβερνήσεις για την αποτροπή του συστημικού κινδύνου. Οι πολιτικές αυτές, με σειρά προτεραιότητας κατά την άσκησή τους, είναι οι ακόλουθες :

- Πολιτική τόνωσης της ρευστότητας - στο πλαίσιο της τρέχουσας κρίσης όλες οι χώρες κάνουν το μέγιστο που μπορούν μέσω των κεντρικών τραπεζών τους.
- Πολιτική εγγύησης δανείων με στόχο την διευκόλυνση των εργασιών της διατραπεζικής αγοράς - στο πλαίσιο της τρέχουσας κρίσης οι ευρωπαϊκές χώρες υιοθετούν την πολιτική αυτή περισσότερο σε σχέση με τις ΗΠΑ.
- Πολιτική εγγύησης καταθέσεων, με στόχο την αποτροπή πανικού απόσυρσης καταθέσεων - στο πλαίσιο της τρέχουσας κρίσης όλες οι χώρες κάνουν το μέγιστο που μπορούν, έχοντας όμως σε ορισμένες περιπτώσεις διαπράξει το σημαντικό λάθος (που διορθώθηκε αργότερα) να παρέχουν εγγύηση σε μερικά μόνο χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και όχι σε άλλα.
- Πολιτική διαχωρισμού μεταξύ 'καλών' και 'κακών' χρηματοπιστωτικών στοιχείων στους ισολογισμούς των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και απομάκρυνσης των 'κακών' στοιχείων. Η πολιτική αυτή λαμβάνει τη μορφή είτε (α) ενός προγράμματος 'διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων' με αγορά των 'τοξικών' στοιχείων ενεργητικού από το κράτος, είτε (β) την εθνικοποίηση των προβληματικών χρηματοπιστωτικών

ιδρυμάτων, τον διαχωρισμό των 'κακών' στοιχείων του ισολογισμού και τελικά την πώληση των 'αποτοξινωμένων' ιδρυμάτων πίσω στον ιδιωτικό τομέα.

v. Πολιτική άμεσης ανακεφαλαιοποίησης των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων μέσω εύρεσης νέων μετόχων - στο πλαίσιο της τρέχουσας κρίσης πολλές χώρες προσπέρασαν το 4ο βήμα και προχώρησαν κατευθείαν στο 5ο ουσιαστικά μέσω αγοράς προνομιούχων μετοχών από τις κυβερνήσεις τους.

vi. Άλλες πολιτικές ενίσχυσης της ρευστότητας - δημιουργία πιστωτικών διευκολύνσεων μέσω της ιδιωτικής θέσπισης SPV's που χρηματοδοτούνται με δημόσιο χρήμα για την αγορά από επενδυτές, όπως τα αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων, εταιρικών χρηματοπιστωτικών μέσων πολύ μικρής διάρκειας (1 μήνας) με πιστοληπτική διαβάθμιση A-1/P-1/F-1, αλλά και εταιρικών τίτλων μικρής διάρκειας (3 μήνες), καθώς και άλλα προγράμματα χρηματοδότησης από τους δημοσίους οργανισμούς ασφάλισης καταθέσεων που εγγυώνται την έκδοση εταιρικών χρεογράφων υψηλής ποιότητας και παρέχουν πλήρη κάλυψη μη εντόκων καταθετικών λογαριασμών για την κάλυψη συναλλαγών.

### 5.3.3 Σχολιασμός Πολιτικών

Η πολιτική iii στοχεύει στην άμεση αποτροπή του πανικού απόσυρσης καταθέσεων μέσω της παροχής διασφάλισης στους καταθέτες ότι θα λάβουν τα κεφάλαιά τους σε περίπτωση τελικής πτώχευσης πιστωτικού ιδρύματος. Ωστόσο, παρά την άμεση αποτελεσματικότητα του μέτρου αυτού, η διασφάλιση που παρέχει η εγγύηση καταθέσεων έχει αντιθέτως λειτουργήσει και ως ενισχυτικός παράγοντας ανάληψης κινδύνου από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (moral hazard). Το πρόβλημα έγκειται στο γεγονός ότι η εγγύηση καταθέσεων παρέχει κίνητρο στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να αναλάβουν αυξημένο επενδυτικό κίνδυνο, ειδικά σε ευνοϊκές συγκυρίες, με σκοπό την ενίσχυση των κερδών τους, αλλά δεν παρέχει ταυτόχρονα κίνητρο στους καταθέτες να παρακολουθούν ή να περιορίζουν την συμπεριφορά των ιδρυμάτων.

Η τρέχουσα κρίση θέτει το δίλημμα της επιλογής μεταξύ πολιτικών iv και v. Το μέγεθος της κρίσης έχει πανικοβάλλει τις κυβερνήσεις, οι οποίες τείνουν να υιοθετούν την πολιτική v, η οποία θεωρείται ότι:

- εφαρμόζεται ταχύτερα,
- συνιστά αμεσότερη βοήθεια στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και έχει υψηλότερη πιθανότητα τόνωσης της εμπιστοσύνης στις αγορές,
- ανταποκρίνεται καλύτερα στον 'ανταγωνισμό' μεταξύ κρατών,

- αποφεύγει το δύσκολο ζήτημα της αποτίμησης (και συνεπώς της πολιτικής στήριξης) των εξαγοραζόμενων 'τοξικών' επενδύσεων και συνεπώς το ενδεχόμενο δημόσιας ζημίας

- αποφεύγει το ζήτημα της στρεβλής αποτίμησης ως αποτέλεσμα τυχόν δικαστικής ενέργειας σε περίπτωση χρεοκοπίας εταιριών που θα επέτρεπε αλλαγή των συμβατικών όρων των δανείων.

Στο πλαίσιο της πολιτικής η οι νέες εκδόσεις ομολογιακών τίτλων από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα μπορούν να αποτελέσουν αντικείμενο εγγύησης, την οποία τα ιδρύματα μπορούν να χρησιμοποιήσουν άμεσα εάν έχουν ευκαιρίες κερδοφόρας χορήγησης πιστώσεων στην οικονομία. Η απευθείας επένδυση στο μετοχικό κεφάλαιο των ιδρυμάτων έχει το πλεονέκτημα να συνιστά άμεση συναλλαγή, ενώ η αναδιοργάνωση του προσωπικού, των υποδομών, των διαδικασιών δημοπρασίας τίτλων και ελέγχων κινδύνου που απαιτούνται για την αγορά και διαχείριση χρηματοπιστωτικών μέσων, που προτείνει η πολιτική ίν είναι χρονοβόρα.

Ωστόσο, η υιοθέτηση της πολιτικής η είναι αποτελεσματική μόνο εάν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα συνεχίζουν να έχουν επιχειρηματικές ευκαιρίες αποδοτικής χορήγησης πιστώσεων (εξαρτώμενες ουσιαστικά από την πορεία της οικονομίας και τον κάθε κλάδο) προς τις οποίες θα διαθέσουν τα νεο-αποκτηθέντα κεφάλαια και δεν ανησυχούν, παρά την ενισχυμένη κεφαλαιακή τους θέση, ότι θα αντιμετωπίσουν μελλοντικά χειροτέρευση του ενεργητικού τους λόγω αυξημένων προβλέψεων ανεκπλήρωτων απαιτήσεων.

Το πρόβλημα με την αισιόδοξη αυτή άποψη είναι ότι πολλές διεθνείς οικονομίες οδεύουν ή ήδη βρίσκονται σε ύφεση, ενώ η αγορά κατοικίας στις ΗΠΑ δεν έχει ακόμη σταθεροποιηθεί. Το ενεργητικό των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων συνεχίζει να χειροτερεύει και ενδεχομένως το πρόβλημα επεκταθεί σε άλλα στοιχεία του ισολογισμού τους. Επίσης, οι τιμές των σύνθετων χρηματοπιστωτικών μέσων δεν έχουν βελτιωθεί και η τρέχουσα εκτίμηση των συνολικών ζημιών υπερβαίνει το 1 τρις δολαρίων ΗΠΑ.

Από την άλλη πλευρά, η υιοθέτηση της πολιτικής ίν έχει το πλεονέκτημα ότι τα διαθέσιμα κεφάλαια δεν διοχετεύονται σε 'μαύρη τρύπα' καθόσον χειροτερεύει η πορεία τη οικονομίας και μειώνονται περαιτέρω οι τρέχουσες τιμές. Η υιοθέτηση της πολιτικής ίν λογικά προηγείται της πολιτικής η. Στις ΗΠΑ και ίσως στην Ευρώπη πολλά 'τοξικά' χρηματοπιστωτικά μέσα συνεχίζουν να παραμένουν είτε στους ισολογισμούς των

χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων είτε σε εταιρίες-οχήματα που έχουν συμβατική σχέση με αυτά. Εάν οι διεθνείς οικονομίες και οι αγορές κατοικίας συνεχίζουν να χειροτερεύουν τότε η αξία ενεργητικού των ιδρυμάτων αυτών θα χειροτερεύει επίσης. Εάν δεν ανακοπεί η χειροτέρευση αυτή, τότε ειδικά οι ΗΠΑ αντιμετωπίζουν το δυσάρεστο ενδεχόμενο να βρεθούν στην κατάσταση της Ιαπωνίας στο τέλος της δεκαετίας '90 που αναγκάστηκε να κλείσει αφερέγγυες τράπεζες και να προικοδοτεί με αυξανόμενα κεφάλαια τα υπόλοιπα ιδρύματα, τα οποία στη συνέχεια δεν είχαν αποτέλεσμα. Ωστόσο, σε περίπτωση που η υιοθέτηση της πολιτικής ίν καταλήξει σε εθνικοποίηση προβληματικού πιστωτικού ιδρύματος, τότε τυχόν χειροτέρευση του ενεργητικού του ιδρύματος αυτού θα επιβαρύνει το εθνικό χρέος.

Η έκταση στην οποία η υιοθέτηση της πολιτικής ν τελικά συμφέρει τους μετόχους των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων που θα κάνουν χρήση των παρεχόμενων εγγυήσεων βασίζεται στην επιτυχία ανακεφαλαιοποίησης των ιδρυμάτων, η οποία εξαρτάται από το ποσοστό ανάκαμψης των παρασχεθέντων εγγυήσεων δανείων (π.χ. το ποσοστό της αρχικής αξίας αγοράς που θα επιτύχει η δημοπρασία ενός ανακτηθέντος σπιτιού), την πορεία της οικονομίας, και την έκταση ανάκαμψης των τιμών των χρηματοπιστωτικών μέσων που εμφανίζουν πρόβλημα.

Βεβαίως, στην Ευρώπη τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα είναι συγκριτικά λιγότερο εκτεθειμένα σε 'τοξικά' χρηματοπιστωτικά μέσα αποτιμώμενα σε τρέχουσες τιμές (MARK-TO-MARKET) και συνεπώς η υιοθέτηση της πολιτικής ν μπορεί να επιτύχει την αναγκαία ανακεφαλαιοποίηση με περισσότερη ευκολία, υποβαθμίζοντας την αναγκαιότητα διαχωρισμού 'καλών' και 'κακών' στοιχείων του ισολογισμού και της διαχείρισής τους σε ad hoc βάση μέσω εθνικοποίησης. Αυτό πρακτικά σημαίνει ότι οι ευρωπαϊκές τράπεζες αντιμετωπίζουν λιγότερο πρόβλημα φερεγγυότητας και περισσότερο πρόβλημα άμεσης ρευστότητας, λόγω αυξημένης αδυναμίας άντλησης κεφαλαίων και αυξημένης απόκλισης μεταξύ της ωριμότητας στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού. Συνεπώς, τυχόν χρεοκοπίες χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων δεν θα έχουν εκτενή συστημική επίδραση και μπορούν να τελέσουν υπό κατά περίπτωση διαχείριση.

Ως ζήτημα αρχής, η υιοθέτηση οποιασδήποτε πολιτικής αποτροπής συστημικού κινδύνου από το κράτος πρέπει να μεταφέρει το βάρος προσαρμογής όσο γίνεται περισσότερο στους μετόχους των προβληματικών ιδρυμάτων, οι οποίοι είναι αυτοί που οφείλουν να αναλάβουν τον κίνδυνο (αυτή είναι άλλωστε η υποχρέωση μετοχικής συμμετοχής – residual risk) και όσο γίνεται λιγότερο στους φορολογούμενους. Ο ρόλος

της κρατικής παρέμβασης δεν είναι να εξαγοράζει προβληματικούς μετόχους, εκτός εάν αυτό συνιστά αναγκαίο κακό στο πλαίσιο της καλύτερης δυνατής προσπάθειας ενίσχυσης της οικονομίας.

Η επιλογή της απευθείας κρατικής παρέμβασης μέσω της υιοθέτησης της πολιτικής ν αποφέρει το καλύτερο αποτέλεσμα μόνον εφόσον έχει διασφαλιστεί ότι η πορεία της οικονομίας δεν θα χειροτερέψει περισσότερο από το αναμενόμενο, διακινδυνεύοντας να βρεθεί αντιμέτωπη με μια προβληματική κατάσταση ανάλογη εκείνης στην οποία βρέθηκε η Ιαπωνία την δεκαετία του '90.

Σε κάθε περίπτωση, η αναγκαία ανακεφαλαιοποίηση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων πρέπει αναπόφευκτα να διέλθει μέσω της άσκησης πολιτικής ίν που περιλαμβάνει την απαλλαγή του προβληματικού πιστωτικού ιδρύματος από τα 'τοξικά' στοιχεία του ισολογισμού του.

Η μη υιοθέτηση της πολιτικής ίν σημαίνει ότι έχει αξιολογηθεί με προσοχή ότι αυτό που προέχει είναι η ταχύτητα παραγωγής αποτελεσμάτων σε σύντομο χρόνο από το πακέτο κεφαλαιακής παρέμβασης του κράτους. Αυτό σημαίνει ότι έχει αξιολογηθεί με προσοχή πως αυτό που προέχει είναι ότι το όφελος από την εξοικονόμηση χρόνου που θα απαιτούσε η αναμόρφωση της οργανωτικής υποδομής λειτουργίας των προβληματικών ιδρυμάτων σύμφωνα με την πολιτική ίν (το οποίο συνίσταται στην τόνωση της ανάπτυξης μέσω του περιορισμού των αρνητικών επιπτώσεων από τον αναπόφευκτο πιστωτικό στραγγαλισμό, γεγονός που ωφελεί τον φορολογούμενο μόνο έμμεσα) υπερτερεί του οφέλους από την αγορά και διαχείριση 'τοξικών' χρηματοπιστωτικών μέσων, επιτρέποντας στους μετόχους να αναλάβουν μεγαλύτερο βάρος της προσαρμογής (γεγονός που ωφελεί τον φορολογούμενο άμεσα). Δηλαδή, το έμμεσο όφελος είναι μεγαλύτερο από το άμεσο κόστος.

Αντιστρόφως, η μη αποτελεσματική υιοθέτηση της πολιτικής ίν σημαίνει ότι το υποκείμενο πρόβλημα φερεγγυότητας των προβληματικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων δεν έχει τελέσει υπό κατάλληλη διαχείριση, με αποτέλεσμα να απαιτηθεί μελλοντικά περισσότερο δημόσιο χρήμα για την αποτροπή χειροτέρευσης του ισολογισμού των ιδρυμάτων αυτών. Δηλαδή, το έμμεσο όφελος είναι μικρότερο από το άμεσο κόστος.

Εάν η επερχόμενη ύφεση των οικονομιών αποδειχθεί μεγαλύτερη από την προσδοκώμενη, τότε η μείωση της απασχόλησης θα έχει μεγαλύτερες αρνητικές

συνέπειες σε σχέση με την μείωση της παραγωγής στην ανακεφαλαιοποίηση και εξυγίανση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Τα ιδρύματα αυτά θα αντιμετώπιζαν αυξημένη δυσκολία εύρεσης κερδοφόρων ευχερειών χορήγησης πιστώσεων με αποτέλεσμα την περαιτέρω χειροτέρευση του ενεργητικού τους, καθιστώντας τα εφαρμοζόμενα κρατικά πακέτα διάσωσης ανεπαρκή και μεταφέροντας αυξανόμενο τμήμα του κόστους διάσωσης στους φορολογούμενους.

Στην περίπτωση αυτή, η υιοθέτηση της πολιτικής ν δεν φέρει αξιόλογο μελλοντικό κέρδος στο κράτος και τους φορολογούμενους, αλλά τουλάχιστον θα απαλλάξει τα προβληματικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα από τα 'τοξικά' στοιχεία ισολογισμού τους, μεταφέροντας το βάρος της ανακεφαλαιοποίησης και ανάπτυξης στην ομάδα διαχείρισης και του μετόχους τους.

Φαίνεται ότι ίσως είναι προτιμότερη αφενός η επιλεκτική χρήση της πολιτικής ν, με άμεση ένεση κεφαλαίων, στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που αντιμετωπίζουν σημαντικό πρόβλημα και αυξημένη πιθανότητα πτώχευσης, και αφετέρου η επιλεκτική χρήση της πολιτικής ίν στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που αντιμετωπίζουν περιορισμένο ή ελάχιστο πρόβλημα, μέσω ενός πακέτου παρέμβασης με στόχο την απαλλαγή τους από τα 'τοξικά' προϊόντα και την υποστήριξη των διατραπεζικών συναλλαγών μεταξύ τους, μεταφέροντας το βάρος ανακεφαλαιοποίησής τους στην αγορά καθώς βελτιώνονται οι συνθήκες κερδοφόρων ευχερειών χορήγησης πιστώσεων.

Οι πολιτικές νί θέτουν εγκριτικούς όρους και προϋποθέσεις, όπως ότι τα χρησιμοποιούμενα SPV's πρέπει να λάβουν άδεια λειτουργίας και επιτρέπεται να αγοράσουν χρηματοπιστωτικά μέσα βραχυχρόνιας διάρκειας μέχρι ορισμένης μέγιστης συνολικής αξίας, και ότι οι εκδότες εταιρικών τίτλων πρέπει επίσης να λάβουν έγκριση της έκδοσης από τους φορείς χρηματοδότησης, η οποία (έγκριση) δεν μπορεί να υπερβαίνει ορισμένο μέγιστο επίπεδο.

#### **5.4 Συμπεράσματα και Κατευθύνσεις Πολιτικής**

Τα τρέχοντα γεγονότα συμφωνούν με την καλά τεκμηριωμένη ιστορική εμπειρία, που περιγράφεται στην κλασική μελέτη του Charles Kindleberger "Manias,

Crashes and Panics : History of Financial Crises”(2002). Το χρηματοπιστωτικό σύστημα ήταν καθαυτό υπεύθυνο της κρίσης, και θα συνεχίσει να είναι. Όταν η χρηματοοικονομική υπερβολή απείλησε την επιβίωση του καπιταλισμού την δεκαετία του '30, η απάντηση ήταν η άσκηση πολιτικής αυστηρής ρύθμισης των αγορών. Οι εθνικές και διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές τέθηκαν υπό έλεγχο και θεσμοθετήθηκε η διαφοροποίησή τους. Αυτό το περιορισμένα ευέλικτο χρηματοπιστωτικό σύστημα λειτούργησε αποτελεσματικά από το τέλος του Β' Παγκοσμίου Πολέμου μέχρι τις αρχές της δεκαετίας του 70, και συνέπεσε με την επιτυχήστερη περίοδο συνεχούς οικονομικής ανάπτυξης που παρατηρήθηκε ποτέ.

Από τα μέσα του '70, οι αυξανόμενες πιέσεις επέφεραν την ευρεία φιλελευθεροποίηση των εγχωρίων και διεθνών αγορών που έχει οδηγήσει στην δημιουργία της σύγχρονης παγκοσμιοποιημένης αγοράς. Η φιλελευθεροποίηση έχει συνοδευτεί από την δημιουργία εξαιρετικά ταχείας τεχνολογικής προόδου στην παραγωγή και επεξεργασία πληροφοριών και χρηματοοικονομικής καινοτομίας που έχουν μετασχηματίσει χρηματοπιστωτικά μέσα και αγορές. Η ρύθμιση των αγορών αυτών υπολείπεται των απαιτήσεων που επιβάλλει η συμπεριφορά τους. Η αυξανόμενη χρήση δανεισμού μέσω των διεθνών αλληξαρτών αγορών για την χρηματοδότηση επενδύσεων θέτει έναν τεράστιο κίνδυνο για την παγκόσμια οικονομική ευημερία. Ο τρόπος με τον οποίο η πρακτική αυτή μπορεί πράγματι να ρυθμιστεί διεθνώς αποτελεί ένα από τα σημαντικότερα ζητήματα δημόσιας πολιτικής σήμερα και τα επόμενα χρόνια.

Η αντίδραση των κρατών και των εποπτικών αρχών στην κρίση είναι επίσης επαρκώς προβλέψιμη. Ήδη από τις χρηματοοικονομικές κρίσεις του 1987, του 1992, και του 1997-8, την κατάρρευση του LTCM κ.λπ., οι δημόσιες αρχές προτείνουν τα ίδια μέτρα πολιτικής για την αντιμετώπιση κρίσεων: περισσότερη διαφάνεια, περισσότεροι προληπτικοί έλεγχοι και καλύτερη διαχείριση κινδύνων. Τα ίδια περίπου προτείνουν και σήμερα. Ωστόσο παραμένει γεγονός ότι όσο καλά και να είναι τα παραπάνω μέτρα, είναι μάλλον κοινή πεποίθηση ότι οι κρίσεις αυτές δεν θα είχαν αποτραπεί.

#### **5.4.1 Κατευθύνσεις Πολιτικής**

Ειδικότερα, η τρέχουσα κρίση αυτή δίνει σημαντικά μαθήματα στις αγορές και τις εποπτικές αρχές και θέτει τις ακόλουθες προκλήσεις πολιτικής:



**I Ο παρεμβατικός ρόλος του κράτους και των κεντρικών τραπεζών, σε περιόδους ανωμαλίας των αγορών, χρήζει αναθεώρησης στις ακόλουθες κατευθύνσεις:**

(α) Η παρέμβαση της κεντρικής τράπεζας πρέπει να έχει μεγαλύτερο εύρος αναφορικά με: i) την διάρκεια της παρεχόμενης ρευστότητας (από overnight σε μερικές εβδομάδες), ii) την αποδοχή εγγυήσεων (περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα ως αποδεκτά, υποκείμενα βεβαίως σε κόστος και ρήτρες χρήσης τους) και αντισυμβαλλομένων και iii) την διενέργεια συναλλαγών ανοικτής αγοράς (υποκείμενες σε κατάλληλα haircuts για τις αποδεκτές εγγυήσεις ώστε να περιορίζεται ο πιστωτικός κίνδυνος στους ισολογισμούς των κεντρικών τραπεζών, έχοντας όμως επίγνωση ότι η πολιτική αυτή δύναται να αποβεί σε βάρος των καταθετών και πιστωτών σε περίπτωση πτώχευσης ατομικού χρηματοπιστωτικού ιδρύματος, να ενθαρρύνει την περαιτέρω ανάληψη κινδύνου από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, και να σηματοδοτήσει μια αναληθή αντίληψη αφερεγγυότητας ατομικού ιδρύματος που κάνει χρήση των εγγυήσεων).

(β) Η λειτουργία των συστημάτων εγγύησης καταθέσεων πρέπει να αναθεωρηθεί με βασικούς στόχους: i) την άρση περιορισμών (ελέω φόβου στρέβλωσης του ανταγωνισμού) στην διάχυση πληροφοριών σχετικά με τις εγγυήσεις αυτές, ώστε να ελαχιστοποιείται ο κίνδυνος κατάχρησης των παρεχόμενων εγγυήσεων (moral hazard), ii) την προσαρμογή των ασφαλίστρων κινδύνων επί των εισφορών στο κεφάλαιο εγγύησης καταθέσεων, ώστε να αποφεύγεται η υπερβολική ανάληψη κινδύνων από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ή η έμμεση άντληση ρευστότητας μέσω εξωχώριων υποκαταστημάτων τους, και iii) την επιμήκυνση του επιπέδου, του εύρους και της περιόδου κάλυψης καταθέσεων, συμπεριλαμβανομένης και της άμεσης πρόσβασης στις ασφαλισμένες καταθέσεις, ώστε να αποφεύγεται ο πανικός απόσυρσης καταθέσεων.

(γ) Η ανακεφαλαιοποίηση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων πρέπει να είναι δυνατή μέσω της άσκησης μεγαλύτερου εύρους πολιτικών που περιλαμβάνουν αφενός την διαχείριση περιουσιακών στοιχείων στους ισολογισμούς των ιδρυμάτων με αγορά 'τοξικών' στοιχείων ενεργητικού από το κράτος και ενδεχόμενη εθνικοποίηση προβληματικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, και αφετέρου την εύρεση νέων μετόχων για την ταχύτερη και αμεσότερη βοήθεια στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και συνεπώς την τόνωση της εμπιστοσύνης στις αγορές.

## II Υπογραμμίζεται ο κρίσιμος ρόλος της ρευστότητας στη ρύθμιση της επενδυτικής δραστηριότητας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.

Το ζήτημα της ρευστότητας πρέπει να αντιμετωπιστεί σε σχέση με τους σύγχρονους πιστωτικούς κινδύνους που έχουν ανακύψει στο πλαίσιο του γενικευμένου δανεισμού και των μειωμένων απαιτήσεων εξασφάλισης δανείων. Στο πλαίσιο αυτό, η εποπτεία του χρηματοπιστωτικού συστήματος πρέπει να αναμορφωθεί στις ακόλουθες κατευθύνσεις:

(α) Απαιτείται η παρακολούθηση της αντοχής και ευέλικτης προσαρμογής (resilience) όχι μόνο των ατομικών ιδρυμάτων αλλά του συνολικού χρηματοπιστωτικού συστήματος μέσω της ανάπτυξης μεθόδων ελέγχου της αντοχής του συστήματος αυτού (MACRO-STRESS TESTS).

Η παρακολούθηση αυτή προϋποθέτει την αποτελεσματικότερη διασύνδεση μεταξύ μικρο- και μακρο-σταθεροποίησης, δηλαδή μεταξύ της μικροοικονομικής ανάληψης κινδύνων από τις ατομικές εταιρίες και της μακροοικονομικής αλληλεπίδρασης και διάδρασης μεταξύ των εταιριών. Η πρακτική αλληλεπίδραση μεταξύ μικροοικονομικής ανάληψης κινδύνου και μακροοικονομικής επίδοσης γίνεται εμφανής στη διασύνδεση μεταξύ διαχείρισης κινδύνου, χρηματοοικονομικής μετάδοσης και επιχειρηματικού κύκλου: υψηλές κεφαλαιακές απαιτήσεις επί των επενδυτικών ανοιγμάτων στην πτωτική φάση του κύκλου οδηγούν τις εταιρίες να περιορίζουν την πιστωτική τους επέκταση επιδεινώνοντας την πτώση, ενώ οι χαμηλές υψηλές κεφαλαιακές απαιτήσεις στην ανοδική φάση του κύκλου λόγω της αντιλαμβανόμενης μείωση κινδύνου οδηγούν τις εταιρίες σε αυξημένη πιστωτική επέκταση, επιταχύνοντας την άνοδο.

Η διασύνδεση αυτή θέτει το ζήτημα της αναθεώρησης των κανόνων της Βασιλείας II για την τραπεζική εποπτεία και των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (ΔΛΠ). Η επίδραση της Βασιλείας II στον επιχειρηματικό κύκλο εξαρτάται από το χρονικό ορίζοντα κατά τη διάρκεια του οποίου τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα αξιολογούν τον κίνδυνο. Τα ιδρύματα που χρησιμοποιούν χρονικά συγκεκριμένες εκτιμήσεις του κινδύνου με βάση την τρέχουσα εμπειρία αδυναμίας εκπλήρωσης χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων είναι πιθανότερο να οδηγηθούν στην υιοθέτηση πολιτικών προκυκλικής πιστωτικής επέκτασης σε αντίθεση με τα ιδρύματα που χρησιμοποιούν εκτιμήσεις κινδύνου καθόλη τη διάρκεια του κύκλου με βάση την μέση εμπειρία αδυναμίας εκπλήρωσης χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων στο σύνολο του κύκλου. Τα

τελευταία τείνουν να επιβραδύνουν την πιστωτική τους επέκταση με τη δημιουργία κεφαλαίου κατά την φάση ανάκαμψης, το οποίο θα είναι διαθέσιμο για την κάλυψη των απωλειών από την πιστωτική συρρίκνωση στην φάση της οικονομικής ύφεσης. Οι εποπτικές αρχές καλούνται να εξετάσουν τον τρόπο χρήσης της παρεχόμενης διακριτικής ευχέρειας για τον περιορισμό των προκυκλικών επιπτώσεων και να ενθαρρύνουν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να υιοθετούν μακροπρόθεσμη προοπτική δραστηριότητας.

Παράλληλα, ενώ η υιοθέτηση των ΔΛΠ ενισχύει την χρηματοοικονομική διαφάνεια, τείνει να ενισχύει επίσης την χρηματοοικονομική αστάθεια, δοθέντος ότι τα στοιχεία ισολογισμού των εταιριών αποτιμώνται με βάση τρέχουσες τιμές (mark-to-market). Τα ΔΛΠ και οι κανόνες της Βασιλείας II αλληλεπιδρούν μεταξύ τους. Τα ΔΛΠ μπορεί να βελτιώνουν την πειθαρχία της αγοράς, αλλά μπορεί επίσης να έρχονται σε αντίθεση με ορισμένες πολιτικές προληπτικής εποπτείας που θα περιόριζαν την προκυκλικότητα. Τα ΔΛΠ αναδεικνύουν τις πραγματοποιημένες αδυναμίες εκπλήρωσης χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων (είτε ατομική υποχρέωση, είτε τμήμα ομαδικής υποχρέωσης), αλλά δεν αναδεικνύουν τις προσδοκώμενες ζημιές. Το ΔΛΠ-39 που διέπει την δημιουργία προβλέψεων δεν συμβαδίζει με τις βασικές πρακτικές διαχείρισης πιστωτικού κινδύνου και συνεπώς δεν συμβάλλει στον περιορισμό του ορίζοντα διαχείρισης κινδύνων των ιδρυμάτων. Σε περιόδους ανωμαλίας των αγορών, η αναγκαστική ρευστοποίηση χρηματοπιστωτικών μέσων λόγω προβλημάτων ρευστότητας ή υψηλού δανεισμού επιφέρει μεταβολή της τρέχουσας τιμής τους όχι λόγω νέας πληροφόρησης στις αγορές αλλά λόγω μεταβολών στην ρευστότητα των ρευστοποιώμενων εταιριών (liquidity effect). Στο πλαίσιο αυτό, η υιοθέτηση της εύλογης αξίας (FAIR VALUE ACCOUNTING) μπορεί να έχει προκυκλικές επιπτώσεις ιδιαίτερα σε περιόδους μειωμένης ρευστότητας στις αγορές. Περαιτέρω, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα λαμβάνουν ευνοϊκή φορολογική μεταχείριση μόνο έναντι προβλέψεων αδυναμίας εκπλήρωσης υποχρεώσεων όταν αυτές πραγματοποιούνται, και όχι έναντι ex ante προβλέψεων αδυναμίας εκπλήρωσης υποχρεώσεων που αναμένονται να συμβούν σε μελλοντική κυκλική ύφεση.

Οι συνέπειες της Βασιλείας II είναι δύσκολο να προβλεφθούν και μπορεί να είναι αρνητικές ή περιοριστικές σε άλλες χώρες. Πολλά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα έχουν περίσσειμα κεφαλαίων έτσι ώστε τα εποπτικά κεφάλαια δεν ασκούν δεσμευτική πίεση. Για τις εξελιγμένες τράπεζες, η Βασιλεία II ενθαρρύνει την σύγκλιση πρακτικών εποπτείας και κατανομής κεφαλαίων. Ένα ενδεχόμενο είναι ότι οι κανόνες της

Βασιλείας II θα μπορούσαν να έχουν ως αποτέλεσμα την μεταφορά πιστώσεων υψηλότερου κινδύνου από τα μεγάλα διεθνή χρηματοπιστωτικά ιδρύματα στα εγχώρια ιδρύματα των αναδυόμενων αγορών που είναι λιγότερο ικανά να τις διαχειριστούν. Τα πρώτα θα χρησιμοποιήσουν τη μέθοδο των εσωτερικών διαβαθμίσεων (IRB) και συνεπώς θα εκχωρήσουν υψηλότερους συντελεστές στάθμισης κινδύνου για τις υψηλού κινδύνου πιστώσεις σε σχέση με τα εγχώρια ιδρύματα που θα χρησιμοποιούν την τυποποιημένη προσέγγιση.

Η πρόκληση του καθορισμού της υπερβάλλουσας προκυκλικότητας και του κατάλληλου χρόνου παρέμβασης με τη λήψη προληπτικών μέτρων είναι πιο επιτακτική από ποτέ. Κατά μία έννοια, η μέτρηση της προκυκλικότητας θέτει στις εποπτικές αρχές ενώπιον ενός συνεχώς κινούμενου στόχου, δεδομένης της μεταβαλλόμενης φύσης των επιχειρηματικών κύκλων και των χρηματοπιστωτικών συστημάτων. Στο πλαίσιο αυτό, η υπερβολική προκυκλικότητα θα μπορούσε να καθοριστεί ως το επίπεδο διακυμάνσεων που προκαλεί έναν συνδυασμό περιττής τόνωσης της πραγματικής οικονομίας και προβλημάτων στην ακεραιότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Οι αναλαμβανόμενες δράσεις καταπολέμησης της υπερβολικής προκυκλικότητας είναι περισσότερο αποτελεσματικές και αξιόπιστες, όταν λαμβάνονται κατά τη διάρκεια της ανοδικής φάσης του κύκλου, όπου οι κίνδυνοι συσσωρεύονται, και όχι κατά την διάρκεια της ύφεσης, όπου οι κίνδυνοι υλοποιούνται. Γενικότερα, η λήψη αποφάσεων πολιτικής σε διάφορους τομείς (νομισματικό, προληπτική εποπτεία, συναλλαγματική ισοτιμία) πρέπει να είναι προσεκτική όσον αφορά στις πηγές της προκυκλικότητας του χρηματοοικονομικού συστήματος.

Συνεπώς, η κατανόηση της διασύνδεση μεταξύ διαχείρισης κινδύνου, χρηματοοικονομικής μετάδοσης και επιχειρηματικού κύκλου και των επιπτώσεων της στην χρηματοοικονομική σταθερότητα απαιτεί την υιοθέτηση καινοτομικών προσεγγίσεων διασύνδεσης των κεφαλαιακών απαιτήσεων και της κυκλικής πορείας της οικονομίας, δίνοντας έμφαση στη συσχέτιση των αναλαμβανόμενων χρηματοοικονομικών επενδύσεων με: (i) τους στόχους νομισματικής πολιτικής, (ii) το μακροπρόθεσμο ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης, και (iii) κάποιο περιθώριο που αντανακλά διαρθρωτικές αλλαγές στον λόγο δανειακών κεφαλαίων προς ΑΕΠ του χρηματοπιστωτικού τομέα.

(β) Απαιτείται ο επαναπροσδιορισμός της εποπτείας ώστε να: i) εστιάζεται στα ατομικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα με ουσιαστική εποπτεία των πηγών/χρήσεων ρευστότητας και της διαφοροποίησής τους και συνεπώς της συνολικής ικανότητας των

χρηματοπιστωτικών οργανισμών να αναλαμβάνουν κινδύνους, ii) ασκείται με διαφοροποιημένη ένταση μεταξύ των χρηματοπιστωτικών οργανισμών (χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, και λοιποί οργανισμοί) ανάλογα με τα διαφοροποιημένα προβλήματα καθενός εξ αυτών, δίνοντας προτεραιότητα σε αυτούς με υψηλή δανειακή επιβάρυνση σε σχέση προς τις βραχυχρόνιες επενδύσεις τους (π.χ, οργανισμοί που χρηματοδοτούνται από overnight repos ή άλλα βραχυχρόνια μέσα χρηματαγοράς έχουν μικρή ικανότητα διακράτησης επενδύσεων υψηλής μεταβλητότητας τιμών και ρευστότητας), ανεξάρτητα από τον νομικό ή επιχειρηματικό τους χαρακτήρα, και iii) επαινεί, μέσω χαμηλότερων κεφαλαιακών απαιτήσεων, τους οργανισμούς εκείνους που χρηματοδοτούν την επενδυτική τους δραστηριότητα από μακροπρόθεσμες πηγές κεφαλαίων και υπέχουν μακροπρόθεσμων χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων, δυνάμενες να ενεργήσουν ως απορροφητές κινδύνου σε περιόδους ανωμαλίας των αγορών.

### **III Ειδικότερα, η διαχείριση της ρευστότητας επιβάλλει τη αναθεώρηση των κανόνων κεφαλαιακής επάρκειας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων με στόχο:**

A) την αναπροσαρμογή της στάθμισης κινδύνου διαφορετικών κατηγοριών ανοιγμάτων αλλά και των συντελεστών μετατροπής εκτός ισολογισμού χρηματοπιστωτικών μέσων σε εντός ισολογισμού στοιχεία (σύνθετα χρηματοπιστωτικά μέσα, υπό δεδομένη πιστοληπτική διαβάθμιση), με αποτέλεσμα την επαρκή ενσωμάτωση των διαφορετικών κινδύνων στους δείκτες φερεγγυότητας και τις οικονομικές καταστάσεις των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και τον περιορισμό του ρυθμιστικού arbitrage, καθώς επίσης και την αναμόρφωση των υποδειγμάτων υπολογισμού κινδύνου με στόχο την ενσωμάτωση της επίδρασης που ασκεί επί του συνολικού πιστωτικού κινδύνου ο κίνδυνος όχι μόνο ενός συγκεκριμένου επενδυτικού ανοίγματος αλλά επίσης του *συνολικού* διαφοροποιημένου επενδυτικού χαρτοφυλακίου και συνεπώς του μεγέθους του επενδυτικού ανοίγματος, συμπεριλαμβάνοντας έτσι την επίδραση της συνολικής συγκέντρωσης κινδύνου στο χαρτοφυλάκιο επενδύσεων και ελαχιστοποιώντας την επίδραση ενός και μόνο συστημικού παράγοντα.

B) την διασύνδεση των παραγόμενων από τα ίδια τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (ειδικά στο πλαίσιο υιοθέτησης της μεθόδου IRB) εκτιμήσεων κινδύνου με το σύνολο του επιχειρηματικού κύκλου και όχι μόνο με συγκεκριμένη φάση του, την αποσύνδεση των δεικτών δανειακής επιβάρυνσης από τις τρέχουσες τιμές αγοράς, την αποσύνδεση των πολιτικών επιλογής αντισυμβαλλομένου χορήγησης πιστώσεων από

την φάση του επιχειρηματικού κύκλου, την αποσύνδεση της χρήσης πολιτικών μερισματικής απόδοσης και αγοράς ιδίων μετοχών για την ενίσχυση των ιδίων κεφαλαίων από την φάση του επιχειρηματικού κύκλου (γενναιόδωρες στην ανοδική φάση του κύκλου, και αντιστρόφως), και την αρτιότερη προσαρμογή έναντι κινδύνου των προβλέψεων επιχειρηματικής κερδοφορίας.

Γ) την ενίσχυση της εποπτικής διαδικασίας και των εργαλείων παρακολούθησης και ελέγχου αντοχής (stress-tests) των ατομικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων για τη διόρθωση των αδυναμιών αρχικού υπολογισμού εποπτικών κεφαλαίων, αλλά και την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και πειθαρχίας των αγορών μέσω αυξημένης διαφάνειας πληροφοριών και αναφορών κινδύνου ώστε να βελτιώσει την διαμόρφωση τρεχόντων αποτιμήσεων με βάση τις (τελικά μη προβλέψιμες) μελλοντικές ταμειακές ροές.

Δ) Απαιτείται η βελτίωση του εποπτικού ρόλου των διοικήσεων και της διακυβέρνησης των εταιριών στις διαδικασίες ανάληψης και διαχείρισης κινδύνων των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.

**IV Έχει καταστεί αδιαμφισβήτητο γεγονός ότι οι εσωτερικές μετρήσεις κινδύνου και συνεπώς η συνολική αποτελεσματικότητα των εσωτερικών υποδειγμάτων αξιολόγησης και αποτίμησης σύνθετων χρηματοπιστωτικών μέσων, που χρησιμοποιούνται ως οδηγός επενδυτικής πολιτικής από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και θεωρούνται ως μέτρο αυτο-επόπτευσης των ιδρυμάτων από τις εποπτικές αρχές, επηρεάζονται σημαντικά από την φάση του επιχειρηματικού κύκλου, ενθαρρύνοντας την ανάληψη αυξημένου κινδύνου στην κορυφή του επιχειρηματικού κύκλου, το επίπεδο του οποίου τείνει να επιδεινώνεται στην κάμψη του επιχειρηματικού κύκλου.**

Τα υποδείγματα αυτά χρησιμοποιούν μεθοδολογίες αποτίμησης MARK-TO-MARKET στη βάση των οποίων παράγουν σήματα αντίδρασης των ιδρυμάτων έναντι επενέργειας δυσμενών εξωγενών παραγόντων, τα οποία όμως σε περιόδους ανωμαλίας των αγορών τελικά οδηγούν, λόγω της ομοιογενούς επενδυτικής συμπεριφοράς, σε αυξημένο συστημικό κίνδυνο. Δηλαδή το βασικό μειονέκτημα των υποδειγμάτων αυτών είναι ότι στηρίζονται σε αποκαλυφθείσες τιμές αγοράς για να προστατεύσουν από τις αποτυχίες που σχετίζονται με τις τρέχουσες τιμές αγοράς. Γενικότερα, οι πολιτικές διαχείρισης κινδύνων που σχετίζονται με την υπερβολική έκθεση σε σύνθετα χρηματοπιστωτικά μέσα όχι μόνον αφελών ή απρόσεκτων

επενδυτών αλλά και πλέον ενημερωμένων και έμπειρων επενδυτών στις χρηματοπιστωτικές αγορές, απαιτούν ιδιαίτερη προσοχή και κατάλληλη προσαρμογή. Όσο και καλή να είναι η ex post διαχείριση κινδύνων, δεν μπορεί να μειώσει τους κινδύνους από την ex ante μείωση εγγυήσεων και την 'χαλαρή' αναδοχή δανείων. Στο πλαίσιο αυτό απαιτείται η αποτελεσματικότερη παρακολούθηση των μετρήσεων κινδύνων και η κατάλληλη χρήση των παραγόμενων ενδείξεων από τα εποπτικά όργανα των εταιριών, τα οποία προϋποθέτουν την αποτελεσματικότερη διακυβέρνησή τους.

**V Διαφωτίζεται η δυσμενή επίδραση των κινήτρων αγοράς που επέτρεψαν την χωρίς έλεγχο ανάπτυξη δικτύων δημιουργίας και προώθησης (ακόμη και σε λιανικούς επενδυτές) σύνθετων χρηματοπιστωτικών μέσων με περιορισμένη διαφάνεια και κατανόηση των χαρακτηριστικών και των ενεχόμενων κινδύνων, αλλά και τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να χρησιμοποιούν εταιρίες-οχήματα ειδικού σκοπού για τη μεταφορά πιστωτικών κινδύνων, μη λογιζομένων στις δημοσιευμένες οικονομικές τους καταστάσεις, προκειμένου να χρηματοδοτούν επενδύσεις.**

Στο πλαίσιο αυτό, με απώτερο σκοπό την διατήρηση της αξιοπιστίας των αγορών, η διευρυμένη επιχειρηματική δραστηριότητα των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων με βάση το υπόδειγμα "originate and distribute" απαιτεί αυστηρότερη παρακολούθηση, η διαδικασία τιλοποίησης απαιτήσεων και η πολυπλοκότητα των τιλοποιημένων χρηματοπιστωτικών μέσων απαιτούν περισσότερη διαφάνεια, με στόχο την διακίνησή τους σε οργανωμένες αγορές και την ατοίμησή τους μέσω αυτών. Κανείς δεν είναι σίγουρος που ακριβώς κείτονται οι κίνδυνοι με αποτέλεσμα την αδυναμία εκτίμησής τους από τους επενδυτές, την έξοδό τους από την αγορά, την συρρίκνωσή της και τελικά τον περιορισμό της αξιοπιστίας της.

Απαιτείται η παροχή κινήτρων για την παρακολούθηση από τα ίδια χρηματοπιστωτικά ιδρύματα της διαδικασίας έκδοσης και του υπολογισμού απόδοσης των σύνθετων χρηματοπιστωτικών μέσων που δημιουργούν και διακινούν, αλλά και αυστηρότερη παρακολούθηση των οχημάτων ειδικού σκοπού που θεσπίζουν για την διάθεση των μέσων αυτών. Η διαφάνεια δεν πρέπει να αφορά μόνο στα σύνθετα χρηματοπιστωτικά μέσα και τους εκδότες τους αλλά και στις πολιτικές διακράτησης και διάθεσής τους στις αγορές (δοθέντος ότι επηρεάζεται ο κίνδυνος ρευστότητας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων). Ειδικότερα, τα hedge funds και τα private equity funds ως εναλλακτικοί πάροχοι ρευστότητας πρέπει να αποκαλύψουν περισσότερες

πληροφορίες για τις δραστηριότητες και τα επενδυτικά ανοίγματά τους και ενδεχομένως να υποστούν περιορισμό του εύρους άσκησης της δραστηριότητάς τους.

**VI Απαιτείται καλύτερος συντονισμός των αρμοδίων φορέων άσκησης πολιτικής σε πολλαπλά επίπεδα για τη διατήρηση της μακροπρόθεσμης σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, στις ακόλουθες κατευθύνσεις:**

A) Οι αρμοδιότητες: i) του ασκούντος τη νομισματική πολιτική, του χορηγού ρευστότητας έσχατης ανάγκης και του εγγυητή της μακροπρόθεσμης χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, που παραδοσιακά ασκούνται από την κεντρική τράπεζα, ii) της προληπτικής ρύθμισης και εποπτείας της λειτουργικής επάρκειας και χρηματοοικονομικής φερεγγυότητας των ίδιων των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, που ασκείται είτε από την κεντρική τράπεζα (σε ορισμένες χώρες) είτε από διακριτή και ανεξάρτητη εποπτική αρχή (σε άλλες χώρες) είτε από υβριδικά σχήματα (σε άλλες χώρες) και iii) της γενικής εποπτείας της λειτουργίας και διακυβέρνησης του χρηματοπιστωτικού συστήματος σε εγχώρια και διεθνή διάσταση, που ασκείται (κυρίως συμβουλευτικά) από το εποπτεούν Υπουργείο Οικονομίας κάθε χώρας, πρέπει να αποσαφηνιστούν προσεκτικά και να ασκηθούν αποτελεσματικά με κύριο άξονα τον καλύτερο συντονισμό, παραγωγή και διάχυση πληροφοριών για την αποτροπή συστημικών κρίσεων, καθώς και την σαφή ιεράρχηση και καταμερισμό ευθύνης και αρμοδιότητας λήψης μέτρων παρέμβασης.

B) Με δεδομένο ότι: i) η ανάπτυξη εταιριών-οχημάτων ειδικού σκοπού επιτράπηκε από τις περισσότερες κεντρικές τράπεζες αλλά όχι από όλες (π.χ. Ισπανία), επηρεάζοντας τον ανταγωνισμό μεταξύ των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, ii) η δημιουργία των εταιριών αυτών ήταν εκτενέστερη από τις επενδυτικές τράπεζες συναλλαγών χονδρικής και περιορισμένη από τα παραδοσιακά ιδρύματα λιανικής τραπεζικής και iii) το πρόβλημα εμφανίστηκε συγκριτικά εντονότερο στις περιπτώσεις όπου η εποπτεία των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων ασκούνταν από άλλους φορείς και όχι τις κεντρικές τράπεζες (ΗΠΑ, ΗΒ, Γερμανία, εκτός όμως της Ολλανδίας), φαίνεται ότι το τριαδικό σύστημα εποπτείας (Υπουργείο, Εποπτική Αρχή, Κεντρική Τράπεζα) δεν είχε την αναμενόμενη αποτελεσματικότητα. Τελικά τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που δεν είχαν αναπτύξει υπέρμετρη δραστηριότητα τιτλοποίησης απαιτήσεων διότι οι εποπτικές αρχές τους δεν τους το είχαν επιτρέψει, βρέθηκαν στην δυσάρεστη θέση να υποφέρουν από την κρίση χωρίς να ευθύνονται. Είναι προφανές λοιπόν ότι απαιτείται κατάλληλη αναδιάρθρωση των εποπτικών δομών ώστε να



αποσοβηθούν μελλοντικά οι συνέπειες από την έλλειψη συντονισμού μεταξύ αρμοδίων εποπτικών αρχών.

Γ) Διαφορές στο επίπεδο, εύρος και χρόνο κάλυψης καταθέσεων και στο γενικό πλέγμα εγγυήσεων μεταξύ διαφορετικών κρατών και μεταξύ διαφορετικών ιδρυμάτων εντός του ίδιου κράτους δημιουργούν σημαντικό ζήτημα αθέμιτου ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος μεταξύ τους με αποτέλεσμα την μετακίνηση καταθέσεων και την διαφοροποίηση του κόστους συναλλαγών, ιδιαίτερα δε σε ενδο-ευρωπαϊκό επίπεδο χαρακτηριζόμενο από το ίδιο νόμισμα και ρυθμιστικό πλαίσιο, απαιτώντας τον κατάλληλο συντονισμό των κεντρικών τραπεζών και κρατών στην κατεύθυνση της κατάλληλης εναρμόνισης.

Δ) Με δεδομένη την πρόσβαση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων σε εξωχώριες πηγές ρευστότητας μέσω των υποκαταστημάτων που διαθέτουν στο εξωτερικό, απαιτείται ουσιαστική συνεργασία και συντονισμός μεταξύ κεντρικών τραπεζών για τον έλεγχο πρόσβασης σε πηγές ρευστότητας και την αποτροπή έμμεσης παραβίασης κανόνων ρευστότητας.

## **VII Είναι αναγκαία η αναθεώρηση της λειτουργίας των οργανισμών διαβάθμισης της πιστοληπτικής ικανότητας χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων (Credit Rating Agencies)**

Με στόχο τον επαναπροσδιορισμό του πεδίου άσκησης δραστηριότητας, την ανεξαρτησία της παραγωγής διαβαθμίσεων και τον περιορισμό των εσωτερικών συγκρούσεων συμφερόντων (πληρώνονται από τους εκδότες χρηματοπιστωτικών μέσων που αξιολογούν και όχι τους επενδυτές που υπηρετούν, τα έσοδα από παροχή συμβουλών είναι πολύ υψηλότερα από τα έσοδα από παροχή υπηρεσιών πιστοληπτικής αξιολόγησης), την ενίσχυση της παρακολούθησης των αξιολογούμενων εταιριών (με την βελτίωση των τεχνικών παρακολούθησης μέσω της προσθήκης παραμέτρων ρευστότητας) και την ταχύτερη πρόβλεψη δυνητικών προβλημάτων και αντίδραση σε αυτά. Ενδεχομένως θα συνέβαλλε η διευκόλυνση προσφυγής επενδυτών στα δικαστήρια ενάντια σε υπερβολικά αποκλίνουσες 'γνώμες' από τις εταιρίες πιστοληπτικής αξιολόγησης.

## **VIII Κρίνεται σκόπιμη η αναθεώρηση της φορολογικής πολιτικής έναντι των οχημάτων ειδικού σκοπού και των εναλλακτικών επενδυτικών οχημάτων με στόχο την αποτροπή της χρήσης τέτοιων οχημάτων για την**

απόκρυψη δραστηριότητας από τους δημοσιευμένους ισολογισμούς και την μείωση της φορο-αποφυγής.

**ΙΧ Τέλος, απαιτείται η διαχείριση της συνολικής ρευστότητας σε παγκόσμια κλίμακα, θέτοντας το ζήτημα της κατάλληλης αρχιτεκτονικής του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος.**

Η πολιτική πρόκληση είναι σαφής : “Είναι δυνατόν να εξασφαλιστούν τα οφέλη ενός ευέλικτου χρηματοπιστωτικού συστήματος, ικανού να κινητοποιήσει τα κεφάλαια σε διεθνή κλίμακα, ενώ ταυτόχρονα εγγυάται την προστασία των εθνικών οικονομιών και της παγκόσμιας οικονομίας από τους συστημικούς κινδύνους που φέρνει η χρηματοπιστωτική απελευθέρωση;”

#### **5.4.2 Η Νέα Αρχιτεκτονική του Χρηματοπιστωτικού Συστήματος**

Τα βασικά στοιχεία μιας νέας αρχιτεκτονικής του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος μπορεί να αντληθούν από τις παρακάτω διαπιστώσεις :

- Δοθέντος ότι η διεθνής χρηματοοικονομική απελευθέρωση οδηγεί σε σημαντική αύξηση κινδύνου τόσο στην εθνική όσο και τη διεθνή πραγματική οικονομία, μια αποτελεσματική πολιτική ως προς τις αγορές κεφαλαίων πρέπει να έχει διεθνή χαρακτήρα, προς το καλύτερο συμφέρον όλων.
- Η απόδοση των διεθνοποιημένων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων πρέπει να αξιολογείται από την άποψη της συμβολής τους στην ανάπτυξη και σταθερότητα της πραγματικής οικονομίας.
- Η χρηματοοικονομική σταθερότητα απαιτεί έναν χορηγό ρευστότητας έσχατης ανάγκης.
- Η αποτελεσματική ρύθμιση αποτελεί αναγκαία προϋπόθεση για την ύπαρξη αποτελεσματικού χορηγού ρευστότητας έσχατης ανάγκης.
- Με δεδομένη την κλίμακα των κινήσεων κεφαλαίων σήμερα, μια διεθνής χρηματοπιστωτική πολιτική θα είναι δυνατή μόνο εάν υπάρχει υψηλός βαθμός αμοιβαίας συνεργασίας μεταξύ εθνικών νομισματικών και εποπτικών αρχών.
- Η διεθνής οικονομία αποτελείται από εθνικές οικονομίες σε εντελώς διαφορετικά χαρακτηριστικά και επίπεδα ανάπτυξης τόσο στην πραγματική οικονομία όσο και στον χρηματοπιστωτικό τομέα. Μία και μόνο πολιτική συνταγή είναι πολύ

απίθανο ότι θα είναι κατάλληλη για όλες. Οι εθνικές πολιτικές πρέπει να είναι σεβαστές και να υποστηρίζονται στο πλαίσιο μιας συνολικής διεθνούς χρηματοπιστωτικής αρχιτεκτονικής. Μια γενική και ενιαία δέσμευση προς την απελευθέρωση, την άρση εμποδίων, και τη διαφάνεια για όλες τις χώρες θα καταλήξει σε αποτυχία και θα θέσει σε κίνδυνο την ανάπτυξη της διεθνούς οικονομίας της αγοράς.

- Είναι κοινά αποδεκτό ότι οι εθνικές χρηματοπιστωτικές αγορές πρέπει να ρυθμίζονται. Αλλά όταν οι χρηματοπιστωτικές αγορές είναι ανοιχτές, δεν υπάρχει ουσιαστική διαφορά εποπτικών ενεργειών μεταξύ των εθνικών αγορών και της διεθνούς αγοράς. Έτσι, οι ρυθμιστικές αρχές και πρακτικές που ισχύουν για τις πρώτες ισχύουν και για την τελευταία. Οι γενικοί στόχοι της εθνικής ρυθμιστικής αρχής είναι η προστασία των επενδυτών, η διατήρηση των υψηλότερων δυνατών επιπέδων ακεραιότητας, συμπεριφοράς και επαγγελματικότητας των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, και η ελαχιστοποίηση του συστημικού κινδύνου. Αυτοί πρέπει να είναι οι στόχοι της διεθνούς χρηματοοικονομικής ρύθμισης.

- Το κυρίαρχο καθήκον της διεθνούς χρηματοοικονομικής ρύθμισης είναι η ελαχιστοποίηση του συστημικού κινδύνου που προκύπτει από τη λειτουργία των αγορών κεφαλαίου και παραγώγων. Ταυτόχρονα, η ρυθμιστική αρχή πρέπει να αποτρέπει τη δημιουργία κινδύνου μη ηθικής συμπεριφοράς (moral hazard). Είναι ζωτικής σημασίας να παρέχεται προστασία έναντι της αποτυχίας των ιδιωτικών επιχειρήσεων, που θέτει σε κίνδυνο την αποτελεσματική λειτουργία της αγοράς στο σύνολό της. Ωστόσο οι εταιρίες χρηματιστηριακής διαμεσολάβησης που λαμβάνουν κακές αποφάσεις πρέπει να επιτρέπεται να αποτύχουν.

- Οι απαιτήσεις διεθνούς χρηματοπιστωτικής ρύθμισης δεν μπορούν να ικανοποιηθούν από καθαρά συνεργατικές και συνεταιριστικές δομές. Απαιτείται ένας νέος διεθνής ρυθμιστικός φορέας με κατάλληλες εξουσίες, που τις ασκεί εντός ενός συμφωνημένου πλαισίου σύνδεσης του φορέα αυτού με τις εθνικές ρυθμιστικές δομές, οι οποίες αποτελούν ζωτικό συστατικό του.

## Βιβλιογραφία

### Ελληνική

Τορτοπίδης Α., “ Η Χρηματοοικονομική Κρίση : Αίτια και Προοπτικές”, Συνέντευξη στο CNN, 2009

Προβόπουλος Γ., “ Διεθνής Χρηματοοικονομική Κρίση : προκλήσεις για την οικονομική πολιτική”, 2009

### Ξένα

Goodhart, C. & A. Persaud (2008a). “How to avoid the next crash.” Financial Times, January 30.

Goodhart, C. & A. Persaud (2008b). “A party pooper's guide to financial stability”, Financial Times, June 4.

Financial Stability Forum (2008). “Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience”, 7 April

Boivin J., M. P. Giannoni and B. Mojon (2008) “Macroeconomic dynamics in the euro area” in D. Acemoglu and K. Rogoff and M. Woodford (eds) NBER Macroeconomic Manual 2008.

Borio C. and H. Zhu, (2007) “Capital regulation, risk-taking and monetary policy: a missing link in the transmission mechanism”, paper presented at ECB conference on The implications of changes in banking and financing for the monetary policy transmission mechanism, November.

Buiter, W. and A. Sibert (2007), “The Bank must take three steps to ease the turbulence”, Financial Times, September 06.

D' Arista, J. and S. Griffith-Jones (2009) “Agenda and Criteria for Financial Regulatory Reform”, in J. Stiglitz, S. Griffith-Jones and J. A. Ocampo (eds) On Financial Turmoil, forthcoming.

## Επίλογος

Η ιστορία της σύγχρονης παγκόσμιας οικονομίας διδάσκει ότι τα μειονεκτήματα που προκύπτουν από την εξάπλωση των απελευθερωμένων χρηματοπιστωτικών αγορών μπορεί να αντισταθμιστούν από την εκλογικευμένη δημόσια παρέμβαση. Ας μη ξεχνούμε ότι τα 25 χρόνια που ακολούθησαν την λήξη του 2<sup>ου</sup> παγκοσμίου πολέμου χαρακτηρίστηκαν από στρατηγική απελευθέρωση αγορών σε ελεγχόμενο διεθνές περιβάλλον που συνέβαλε στην πραγματοποίηση και διατήρηση των υψηλότερων και μακροβιότερων ποσοστών οικονομικής ανάπτυξης και απασχόλησης στη σύγχρονη εποχή. Αλλά τα τελευταία 30 χρόνια, η τυφλή απορύθμιση και η πολιτική δυσμένεια της ρυθμιστικής παρέμβασης έχουν κυριαρχήσει επί της διεθνούς οικονομικής πολιτικής, συμβάλλοντας στην αβεβαιότητα και αστάθεια των αγορών, που περισσότερο συχνά σε σχέση με το παρελθόν οδηγούν στην εμφάνιση χρηματοοικονομικών κρίσεων με τεράστιες αρνητικές συνέπειες στην πραγματικές οικονομίες και την ευημερία των ανθρώπων.

Από το σύνολο των γεγονότων που ο κόσμος βιώνει τα τελευταία χρόνια στην καθημερινή του ζωή και αποτελούν απόρροια της παρούσας Χρηματοοικονομικής Κρίσης, δύναται να εξαχθεί το συμπέρασμα και ταυτόχρονα η ελπίδα, ότι οι πολιτικές που οδήγησαν ως εδώ θα αλλάξουν, καθιστώντας πλέον τις διεθνείς αγορές από αφέντες σε υπηρέτες της ανάπτυξης και της ευημερίας.

## Βιβλιογραφία

### Ελληνική

Αρτίκης Π. Γεώργιος, “Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Ανάλυση και Προγραμματισμός”, Αθήνα 2003

Αρτίκης Π. Γεώργιος, “Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων”, Αθήνα 2002

Ξανθάκης Εμμανουήλ – Θωμαδάκης Σταύρος, “Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου”, Αθήνα 2006

Καραθανάσης Γεώργιος, “Χρηματοοικονομική Διοίκηση και Χρηματιστηριακές Αγορές”, Αθήνα 1999

Αποστολόπουλος Ιωάννης, “Ειδικά Θέματα Χρηματοδοτικής Διοικήσεως”, Αθήνα 2004

Αγγελόπουλος Παναγιώτης, “Εισαγωγή στα Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα”, Αθήνα 2005

Καραθανάσης Γεώργιος, “Χρηματοοικονομικά Θέματα”, Αθήνα 2002

Αγγελόπουλος Π., “Τράπεζες και Χρηματοπιστωτικό Σύστημα: Αγορές, προϊόντα, κίνδυνοι”, 2001

Συριόπουλος Κ., “Διαχείριση Τραπεζικού Κινδύνου”, 2000

Αρτίκης Θεόδωρος (1998): Διοίκηση Κινδύνου

### Ξένα

“Options. Futures and other Derivatives”, J.Hull, Prentice Hall, 2003

Angelopoulos P., Mourdokoutas P., "Banking Risk Management in a

Globalizing Economy", Quorum Books, 2001

Bessis J., "Risk Management in Banking", 2nd Edition, John Wiley & sons, Inc., 2002

Crouhy M., Glai D., Mark P., "Risk Management", McGraw-Hill, New York, 2001

Saunders A., "Credit risk measurement", New York, 1999

Sanders A., Allen L., "Credit Risk Measurement: New Approaches to Value at Risk and Other Paradigms", John Wiley & sons, inc., New York, 1998

"The J.P Morgan Guide to Credit Derivatives", with contributions to the Risk Metrics Group, 2003

"Credit Derivatives Explained", Lehman Brothers, 2001

"Credit Derivative Handbook – A Guide to Products, Valuation, Strategies and Risk", Merrill Lynch, 2003

Noel Vaillant, "A Beginners Guide to Credit Derivatives", 2001

Dominic Cane, "Introduction to Default Swaps", 2000

A. Sanders, "Credit Risk Measurement", 2001

Sonja Brajovic Bratanovic, Hennie van Greuning, "Analyzing and Managing Banking Risk, A Framework for Assessing Corporate Governance and Financial Risk" The World Bank, Washington, D.C., 2003

## **Αρθρογραφία**

Πρεσβεία της Ελλάδας στο Πεκίνο, "Σημείωμα για τις πρόσφατες εξελίξεις στην οικονομία της Λ.Δ της Κίνας και στις διμερείς οικονομικές και εμπορικές σχέσεις Ελλάδας- Κίνας", 2008

Χιόνης Δ., "Η Κρίση των Στεγαστικών Δανείων", Δημοκρίτειο Πανεπιστήμιο Θράκης, 2007

Τορτοπίδης Α., " Η Χρηματοοικονομική Κρίση : Αίτια και Προοπτικές", Συνέντευξη στο CNN, 2009

Προβόπουλος Γ., “ Διεθνής Χρηματοοικονομική Κρίση : προκλήσεις για την οικονομική πολιτική”, 2009

Τραυλός Ν., “Παγκόσμια Χρηματοπιστωτική Κρίση : Αίτια και Επιπτώσεις”, 2009

Μαθιοπούλου Μ., “Το Κραχ του 1929”, εφημ. Μακεδονία, 2007

Μποζανίνου Τ., “ Η Ιστορία των Κραχ”, εφημ. Το Βήμα, 2001

Goodhart, C. & A. Persaud (2008a). “How to avoid the next crash.” Financial Times, January 30.

Goodhart, C. & A. Persaud (2008b). “A party pooper's guide to financial stability”, Financial Times, June 4.

Financial Stability Forum (2008). “Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience”, 7 April

Boivin J., M. P. Giannoni and B. Mojon (2008) “Macroeconomic dynamics in the euro area” in D. Acemoglu and K. Rogoff and M. Woodford (eds) NBER Macroeconomic Manual 2008.

Borio C. and H. Zhu, (2007) “Capital regulation, risk-taking and monetary policy: a missing link in the transmission mechanism”, paper presented at ECB conference on The implications of changes in banking and financing for the monetary policy transmission mechanism, November.

Buiter, W. and A. Sibert (2007), “The Bank must take three steps to ease the turbulence”, Financial Times, September 06.

D' Arista, J. and S. Griffith-Jones (2009) “Agenda and Criteria for Financial Regulatory Reform”, in J. Stiglitz, S. Griffith-Jones and J. A. Ocampo (eds) On Financial Turmoil, forthcoming.

Romain G. Ranciere, “Credit Derivatives in Emerging Markets”, IMF Policy Discussion Paper, International Monetary Fund 2001

Jonathan Batten, Warren Hogan, “A perspective on credit derivatives”, International Review of Financial Analysis, 2002 (Elsevier Science Inc)



Kenneth N. Daniels, Malene Shin Jensen, "The Effect of Credit Ratings on Credit Default Swap Spreads and Credit Spreads", The Journal of Fixed Income, Euromoney Institutional Investor PLC, 2005

Janet Tavakoli, "Introduction to Credit Derivatives, Total Return Swaps – TRS", 2008

Rene M. Stulz, "Should We Fear Derivatives?", The Journal of Economic Perspectives, 2004

Martin P. Wolf, "Modelling Credit Risk and Pricing Credit Derivatives", USA 2002

Massimo Telesca, "Analysis of Credit Default Swaps: Market, Applications and Legal Issues", Avvocato, LLM, 2003

"The promise and perils of credit derivatives", University of Pennsylvania Law School, 2006

Sufi, A. and A. Mian (2008) "The consequences of mortgage credit expansion: evidence from the 2007 mortgage default crisis", paper presented at eh conference on Credit turmoil: causes and consequences and cures", FRBC, May 2008

Kindleberger, C. P (2002): Manias, Crashes and Panics: A History of Financial Crises, 4th edition, Basingstoke: Palgrave

Jimenez, G., S. Ongena, J. L. Paydro-Alcalde, and J. Sorina (2007), "Hazardous times for monetary policy: What twenty-three million bank loans say about the effects of monetary policy on credit risk?" CERP Discussion Paper No 6514

Blundell-Wignal, A. and P. Atkinson (2008): "The sub-prime crisis - causal distortions and regulatory reform", oxa Lessons from the financial turmoil of 2007 and 2008, Reserve Bank of Australia

Davis, E.P. (2008) "Liquidity, financial crises and the lender of last resort - How much of a departure is the sub-prime crisis?" oxa Lessons from the financial turmoil of 2007 and 2008, Reserve Bank of Australia

Dell' Ariccia, G., D. Igan and L. Leaven (2008) "Credit booms and lending channels: evidence from the subprime mortgage market", paper presented at eh conference on Credit turmoil: causes and consequences and cures", FRBC, May 2008

European Commission , Directorate - General for Economic and Financial Affairs,  
“Interim Forecast”, Press Conference, 2009

Morrissey Janet, “Credit Default Swaps : The Next Crisis?”, Time Magazine, 2008

Aghevli B. “The Asian Crisis : Causes and Remedies”, IMF Finance and Development,  
1999

IMF, “Crisis and Recovery” World Economic Outlook, 2009

The 2009 Ageing Report : “Economic and Budgetary Projections for the EU-27 Member  
States (2008 – 2060)”, working document for the European Commission

Rodrick D. “Industrial Development: Stylized Facts and Policies”, Manuscript

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑΣ