

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΚΑΙ
ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΤΟΥ
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΠΡΙΝ
ΚΑΙ ΚΑΤΑ ΤΗ ΔΙΑΡΚΕΙΑ ΤΗΣ
ΠΡΟΣΦΑΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
ΚΡΙΣΗΣ



ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΗ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ

ΑΠΟ ΤΟ



ΣΥΓΓΡΑΦΕΑΣ: ΜΠΑΚΟΓΙΑΝΝΗΣ ΑΛΕΞΙΟΣ

ΕΠΟΠΤΕΥΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: ΜΠΡΙΣΣΙΜΗΣ ΣΟΦΟΚΛΗΣ

ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ, ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ 2010

Αφιερωμένο εξαιρετικά ,

Στους γονείς μου για όλες τις θυσίες που
έχουν κάνει για εμένα,

στην Αντωνία για την υπομονή και την
αγάπη της,

στην Πέλλυ, το Δημήτρη και το Λευτέρη
για την βοήθειά τους,

σε όλη την ομάδα CL.I.M.B. για την
συνεργασία και τη φιλία τους αυτά τα 2
χρόνια.....

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ
ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ	3
ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ	5
ΕΙΣΑΓΩΓΗ.	6
ΜΕΡΟΣ Α	
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: Το Χρηματοπιστωτικό Σύστημα.	
1.1 Το Χρηματοπιστωτικό Σύστημα.	8
1.2 Εξελίξεις στο Διεθνή Χρηματοπιστωτικό Σύστημα.	9
1.3 Είδη Κινδύνων.	11
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Η περίοδος πριν από την κρίση στις Η.Π.Α.	
2.1 Η.Π.Α: Ανισορροπίες και αυξανόμενοι κίνδυνοι.	16
2.2 Η φύσκα στην αγορά ακινήτων.	18
2.3 Η πιστωτική επέκταση των τραπεζών.	19
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Η Χρηματοοικονομική Κρίση.	
3.1 Η εκδήλωση της κρίσης.	22
3.2 Το χρονικό της κρίσης.	25
3.3 Τα Αίτια της κρίσης.	29
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Επακόλουθα της κρίσης.	
4.1 Συνέπειες της κρίσης στο παγκόσμιο οικονομικό σύστημα και την πραγματική οικονομία.	37
4.2 Επιπτώσεις της κρίσης στην Ελλάδα.	45
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: Διαχείριση της κρίσης.	
5.1 Ο ρόλος των Κεντρικών Τραπεζών.	50
5.2 Ο ρόλος των Κυβερνήσεων.	54

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ
ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: Οι κυριότερες κρίσεις.

6.1 Ιστορική αναδρομή των κυριότερων κρίσεων. 58

6.2 Σύγκριση με την παρούσα κρίση. 66

ΜΕΡΟΣ Β

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: Εμπειρική μελέτη

1.1 Λήψεις επενδυτικών αποφάσεων 72

1.2. Στατιστική μελέτη σχετικά με την απόδοση και τους κινδύνους στον
Τραπεζικό κλάδο, σε 5 ευρωπαϊκές χώρες (Ελλάδα, Γερμανία, Γαλλία, Ιταλία,
Ισπανία), την περίοδο 1999-2009 83

1.3. Ελλάδα 84

1.4 Γερμανία 86

1.5 Γαλλία 88

1.6 Ιταλία 89

1.7 Ισπανία 90

1.8 Σύγκριση αποδόσεων όλων των εξεταζόμενων χωρών 92

ΕΠΙΛΟΓΟΣ 95

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ 100

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ 115

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Το Σεπτέμβριο του 2007 ολόκληρος ο Δυτικός Πολιτισμός άρχισε να γίνεται μάρτυρας μιας αλληλουχίας γεγονότων που αναμένονταν να συμβούν και που είχαν εμφανιστεί και στο παρελθόν, αλλά για κάποιο παράξενο έως παράδοξο λόγο, κανείς δεν έκανε τίποτα για να προετοιμαστεί. Τα γεγονότα αυτά συνέθεσαν την πρόσφατη Χρηματοοικονομική Κρίση. Η κρίση αυτή θεμελιώθηκε μέσα από μια πορεία ετών στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής, κυρίως μέσα από λανθασμένους χειρισμούς της στεγαστικής πίστης από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Εν συνεχεία η κρίση αυτή πέρασε τον Ατλαντικό και έκανε την εμφάνιση της πρώτα στη Μεγάλη Βρετανία και κατ' επέκταση σε ολόκληρη την Ευρωπαϊκή Ήπειρο. Στη χώρα μας άρχισε να γίνεται εντονότερη στις αρχές του 2008 και συνεχίζεται μέχρι και σήμερα με όλο και περισσότερες επιπτώσεις στην οικονομική δόμηση του κράτους.

Η εργασία που ακολουθεί προσπαθεί να δώσει μια πλήρη αναφορά για την πορεία της κρίσης μέσα στο χρόνο και το χώρο. Για το σκοπό αυτό η εργασία χωρίστηκε σε δύο μέρη. Το πρώτο μέρος αναλύεται η δομή του χρηματοπιστωτικού συστήματος, η εμφάνιση της κρίσης σε συνάρτηση με αυτό, καθώς και οι επιπτώσεις και συνέπειες που αυτή είχε. Επίσης αναφέρονται οι κυριότερες οικονομικές κρίσεις του παρελθόντος και γίνεται μια σύγκριση με την κρίση την οποία βιώνουμε στο παρόν.

Το δεύτερο μέρος ασχολείται αποκλειστικά με την ανάλυση του Τραπεζικού κλάδου 5 χωρών-δειγμάτων της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Η ανάλυση αυτή είναι χαρακτηριστικό παράδειγμα για να αντιληφθεί κάποιος το μέγεθος της κρίσης και

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

μέσα από αυτή εξάγονται χρήσιμα συμπεράσματα που ίσως βοηθήσουν κάποτε στην αποφυγή παρόμοιων λαθών στο μέλλον.

Και για τα δύο μέρη χρησιμοποιήθηκε ελληνική και ξένη βιβλιογραφία, πολλά σχετικά άρθρα στο internet και στον οικονομικό τύπο, καθώς και πληθώρα computer software που βοήθησαν στη στατιστική ανάλυση και στη μορφοποίηση της. Τέλος η εργασία ολοκληρώνεται με την παράθεση συγκριτικών διαγραμμάτων για την εύκολη εξαγωγή συμπερασμάτων.

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Θα ήθελα να ευχαριστήσω ιδιαίτερώς τον εποπτεύοντα καθηγητή Κο Μπρισσίμη Σοφοκλή για την πολύτιμη καθοδήγησή του, την αποτελεσματική συνεργασία και για την ευκαιρία που μου έδωσε να ασχοληθώ με κάτι που τόσο πολύ ήθελα. Επίσης ευχαριστώ θερμά τον Κο Μηγιάκη Πέτρο για τις χρήσιμες οδηγίες και τα στοιχεία που μου παρέθεσε, κατάλληλα για την εκπόνηση αυτής της Διπλωματικής Εργασίας.

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η διεθνής χρηματοοικονομική κρίση που βιώνουμε σήμερα και έγινε ορατή τον Σεπτέμβριο του 2008 ξεκίνησε από τις Η.Π.Α, την καρδιά του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος και επηρέασε γρήγορα τις οικονομίες και του υπόλοιπου κόσμου.

Η κρίση αυτή επήλθε 78 χρόνια μετά την τελευταία μεγάλη οικονομική κρίση του 1929 και είναι αποτέλεσμα των προβλημάτων που προέκυψαν στην αγορά ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων.

Η αγορά στεγαστικών δανείων στις Η.Π.Α το 2008 ανερχόταν σε 12 τρις δολαρίων, εκ των οποίων το 75% τιτλοποιημένα, δηλαδή με την μορφή ομολόγων που εξέδιδαν οι τράπεζες για να «πωλούν» τα δάνεια που είχαν χορηγήσει ώστε να αποκτούν νέα κεφάλαια για την δημιουργία νέων δανείων.

Το καλοκαίρι του 2006 τα στεγαστικά δάνεια που είχαν χορηγηθεί σε ανθρώπους με χαμηλό εισόδημα δεν μπορούσαν να εξυπηρετηθούν λόγω της ανόδου των επιτοκίων και της πτώσης των τιμών στα ακίνητα με αποτέλεσμα οι τίτλοι που είχαν εκδοθεί με βάση τα δάνεια αυτά να μην έχουν αντίκρισμα και να επικρατήσει πανικός στις αγορές.

Η προσπάθεια, λοιπόν, απομάκρυνσης του πιστωτικού και επιτοκιακού κινδύνου από τις τράπεζες, η μετατροπή στάσιμων κεφαλαίων σε εμπορεύσιμους τίτλους, η μετακίνηση των σύνθετων επενδυτικών τίτλων στις καταστάσεις ειδικών οντοτήτων, που είχε επιδιωχθεί με την τιτλοποίηση των στεγαστικών δανείων, είχαν σαν αποτέλεσμα το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα να εισέλθει σε μια φάση οξείας αποσταθεροποίησης, κακής λειτουργίας των πιστωτικών αγορών, πρωτοφανούς υποτίμησης της αξίας των περιουσιακών στοιχείων, γενικευμένης

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ
ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

αποστροφής στην ανάληψη κινδύνου και απειλής της σταθερότητας του τραπεζικού συστήματος.

Καθώς, όμως, είναι εμφανής η μετάβαση της κρίσης στην πραγματική οικονομία και η είσοδος της παγκόσμιας οικονομίας σε ύφεση χρήζει ιδιαίτερου ενδιαφέροντος η διερεύνηση των αιτιών της κρίσης και των χαρακτηριστικών της γνωρισμάτων.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΜΕΡΟΣ Α

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: Το Χρηματοπιστωτικό Σύστημα.

1.1 Το Χρηματοπιστωτικό Σύστημα.

Το χρηματοπιστωτικό σύστημα αποτελείται από τις αγορές χρήματος (money market) και κεφαλαίου (capital market). Ως χρηματοπιστωτικό σύστημα μπορεί να θεωρηθεί ένα σύστημα τραπεζών, θεσμικών επενδυτών, αγορών αξιογράφων, ασφαλιστικών ταμείων και λοιπά. Το χρηματοπιστωτικό σύστημα παρέχει τα μέσα και τις υπηρεσίες για την απρόσκοπτη μεταβίβαση χρηματικών πόρων από τις πλεονασματικές στις ελλειμματικές μονάδες. Δηλαδή, παρεμβάλλεται, διαμεσολαβεί και μεταφέρει χρηματικά κεφάλαια από τις πλεονασματικές στις ελλειμματικές μονάδες.¹

Η μεταβίβαση αυτή των χρηματικών πόρων λαμβάνει χώρα άμεσα ή έμμεσα. Άμεσα, με την απευθείας χρηματοδότηση από τις πλεονασματικές μονάδες, όπως για παράδειγμα συμβαίνει όταν μια επιχείρηση προβαίνει στην έκδοση αξιογράφων προκειμένου να αγοραστούν από τους επενδυτές. Στην περίπτωση αυτή, δεν εμπλέκονται πιστωτικά ιδρύματα και η αξιολόγηση των επενδυτικών ευκαιριών γίνεται από τους ίδιους τους επενδυτές.

Από την άλλη, στην έμμεση χρηματοδότηση παρεμβαίνουν χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί στην διαδικασία διοχέτευσης πόρων από τις πλεονασματικές στις ελλειμματικές μονάδες. Οι επιχειρήσεις χρηματοδοτούνται από τους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς, οι οποίοι έχουν και την ευθύνη για την

¹ Καραθανάσης Γεώργιος, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση και Χρηματιστηριακές Αγορές», Γ΄ Έκδοση, Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα 1999.

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

αξιολόγηση των επιχειρήσεων που θα χρηματοδοτήσουν μέσω δανείων, ενώ οι ίδιοι χρηματοδοτούνται με τη σειρά τους από το ευρύ αποταμιευτικό κοινό και από άλλες πηγές.

Τις περισσότερες φορές στην άμεση χρηματοδότηση η απαίτηση της ελλειμματικής μονάδας μπορεί να μην συμπίπτει με την απαίτηση της πλεονασματικής μονάδας για να αγοράσει, γεγονός που αποτελεί ένα από τα βασικότερα μειονεκτήματα της. Η επίλυση αυτού του προβλήματος που προκύπτει από την άμεση χρηματοδότηση επέρχεται από τη διαμεσολάβηση των χρηματοπιστωτικών οργανισμών (έμμεση χρηματοδότηση), οι οποίοι πουλούν τις δικές τους απαιτήσεις στο κοινό, συγκεντρώνοντας έτσι κεφάλαια που τα χρησιμοποιούν κατόπιν για την αγορά χρηματοπιστωτικών απαιτήσεων που έχουν ποικίλα χαρακτηριστικά.²

1.2 Εξελίξεις στο Διεθνές Χρηματοπιστωτικό Σύστημα

Κατά τη διάρκεια της τελευταίας εικοσιπενταετίας σημειώθηκαν ριζικές αλλαγές στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου, τόσο σε εθνικό επίπεδο όσο και σε διεθνές. Ο ρόλος, η δομή και η λειτουργία των τραπεζών άλλαξε λόγω των εξελίξεων στο διεθνή οικονομικό χώρο.

Από τη μια πλευρά, ο υψηλός πληθωρισμός και η γενικότερη οικονομική αστάθεια που επικρατούσε αύξησε την αβεβαιότητα στις προσδοκίες επενδυτών και αποταμιευτών, με αποτέλεσμα την αύξηση της προτίμησης για ρευστότητα, ενώ από την άλλη, οι αυξήσεις των επιτοκίων και η αστάθεια τους προώθησαν καινοτομίες στα χρηματοοικονομικά εργαλεία με ενσωματωμένο μεγαλύτερο βαθμό κινδύνου.

² Θωμαδάκης Σ-Ξανθάκης Μ, «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», Εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα 1990.

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

Τα νέα χρηματοοικονομικά προϊόντα που έκαναν την εμφάνισή τους, μέσα στην τραπεζική αγορά, είναι τα λεγόμενα «παράγωγα» (derivatives). Τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα μπορούν να οριστούν ως συμβόλαια ή συμφωνίες μεταξύ δύο πλευρών, η αξία των οποίων παράγεται από την αξία άλλων χρηματοοικονομικών προϊόντων, όπως τα ομόλογα, τις μετοχές, τους χρηματιστηριακούς δείκτες και διάφορα άλλα χρεόγραφα. Η αξία ενός παραγώγου χρηματοοικονομικού προϊόντος είναι συνεπώς συνδεδεμένη και διακυμαίνεται ανάλογα με την τιμή του διαπραγματεύσιμου χρηματοοικονομικού προϊόντος από το οποίο παράγεται.

Τα προϊόντα αυτά παρουσίασαν θεαματική εξέλιξη. Οι μεν αποταμιευτές-επενδυτές που είδαν το προσωπικό τους εισόδημα να αυξάνεται, θέλησαν να διαφοροποιήσουν τα χαρτοφυλάκια τους και να συμμετέχουν ενεργά στη διαχείριση τους για να προστατεύσουν την περιουσία τους και ν' αυξήσουν το εισόδημα τους, οι δε τράπεζες θέλησαν να μεταβιβάσουν τους κινδύνους σε αποταμιευτές και δανειζομένους, να διαφοροποιήσουν την φύση της χρηματοοικονομικής «έκθεσης» τους στον κίνδυνο, να μειώσουν το ρίσκο και να περιορίσουν το κόστος.

Η εξάπλωση των νέων χρηματοοικονομικών εργαλείων ήταν ταχύτατη. Η εξέλιξη της τεχνολογίας των επικοινωνιών και της πληροφορικής επέτρεψαν τη διάχυση της πληροφόρησης σε πολύ μεγαλύτερη από πριν έκταση και βάθος και με μικρότερο κόστος. Μάλιστα, η συνεχής ροή των πληροφοριών και η βελτιστοποίηση της τεχνολογίας των συναλλαγών, σε συνδυασμό με την παρατηρούμενη υψηλή αλληλεξάρτηση των χρηματοοικονομικών οδήγησαν σε έναν μεγάλο αριθμό αγορών, με υψηλή ρευστότητα. Η αυτονομία των εθνικών αγορών υποχώρησε, για να

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

παραχωρήσει τη θέση της σε ένα αλληλοεξαρτώμενο διεθνές χρηματοοικονομικό σύστημα με πολύ μεγαλύτερη κινητικότητα και ελευθερία δράσης.

Προκειμένου, λοιπόν, να βοηθήσουν τους τραπεζικούς οργανισμούς να ενισχύσουν την κερδοφορία τους, να παραμείνουν ανταγωνιστικοί και να έχουν τη δυνατότητα να συμμετέχουν στις νέες αγορές που δημιουργούνταν, πολλές χώρες με αυστηρά ή καταπιεστικά οικονομικά καθεστάτα προέβησαν στην απελευθέρωση της λειτουργίας του χρηματοπιστωτικού τομέα και την κατάργηση της διάκρισης μεταξύ εμπορικών και επενδυτικών τραπεζών.

Επιπροσθέτως, οι εξελίξεις στο διεθνή τραπεζικό χώρο, ώθησαν τις τράπεζες να προβούν σε αναδιάρθρωση της δομής τους, επανεξέταση των στόχων τους, στη διεύρυνση του φάσματος των δραστηριοτήτων τους και της γεωγραφικής τους βάσης προκειμένου να αξιοποιήσουν τις οικονομίες κλίμακας και να διασπείρουν τους κινδύνους. Η διασυνοριακή επέκταση έχει συνήθως πολλαπλά οφέλη για ένα πιστωτικό ίδρυμα, ειδικότερα ως προς την κερδοφορία και τους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας. Όμως, η αλληλεξάρτηση που υπάρχει μεταξύ των ξένων τραπεζών και των μητρικών τραπεζών καθιστά πιο εύκολη τη μετάδοση διαταραχών και το συστημικό κίνδυνο.

1.3 Είδη Κινδύνων

Η όξυνση του τραπεζικού ανταγωνισμού οδήγησε τα τραπεζικά ιδρύματα στην αναζήτηση νέων αγορών και περισσότερο σύνθετων προϊόντων που ενσωματώνουν όμως υψηλότερο βαθμό κινδύνου.

Οι κίνδυνοι που ενδέχεται να αντιμετωπίσει ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα σε μια δεδομένη στιγμή είναι τόσοι πολλοί που είναι αδύνατη μια εξαντλητική

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

παρουσίαση τους. Μια κοινά αποδεκτή γενικευμένη ταξινόμηση των κινδύνων που ενδέχεται να αντιμετωπίσει ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα αποτελείται από τις ακόλουθες τέσσερις κατηγορίες :

- Πιστωτικός κίνδυνος (credit risk)
- Κίνδυνος Αγοράς (market risk)
- Κίνδυνος ρευστότητας (liquidity risk)
- Λειτουργικός Κίνδυνος (operational risk)

Ο **πιστωτικός κίνδυνος** είναι ο κατεξοχήν χρηματοοικονομικός κίνδυνος, στον οποίο εκτίθενται οι πιστωτικοί οργανισμοί, αφού συνδέεται με τη βασική τους δραστηριότητα, τη χορηγητική. Ο πιστωτικός κίνδυνος αναφέρεται στο ενδεχόμενο φυσικά ή νομικά πρόσωπα που συναλλάσσονται με το πιστωτικό οργανισμό να παρουσιάσουν αδυναμία στην εκπλήρωση των υποχρεώσεων τους. Σχετίζεται άμεσα επομένως, με την πιστοληπτική ικανότητα των δανειζομένων.³

Στην κατηγορία των πιστωτικών κινδύνων ανήκουν:

- Ο κίνδυνος αφερεγγυότητας ή αθέτησης (default risk), όπου ο δανειζόμενος αδυνατεί να εξυπηρετήσει τις πληρωμές του δανείου του.
- Ο κίνδυνος χώρας (sovereign risk), που συνδέεται με την αδυναμία αποπληρωμής δημόσιου χρέους, το βαθμό αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας από τους διεθνείς εξειδικευμένους οργανισμούς, τις μακροοικονομικές επιδόσεις της και το πλαίσιο άσκησης Νομισματικής και Συναλλαγματικής πολιτικής και

³ Σαπουντζόγλου Γ-Πεντότης Χ, «Τραπεζική Θεωρία και Πρακτική», Εκδόσεις Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών. Αθήνα 2006.

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

- Ο κίνδυνος αντισυμβαλλομένων (counterparty risk), που ορίζεται ως η αθέτηση των υποχρεώσεων, γενικά, του αντισυμβαλλομένου.

Οι **κίνδυνοι αγοράς** επηρεάζουν τόσο την αξία του χαρτοφυλακίου των δανείων μιας τράπεζας όσο και την αξία του χαρτοφυλακίου των συναλλαγών της. Ο κίνδυνος της αγοράς προέρχεται ή καλύτερα αυξάνεται, από την κερδοσκοπική διαπραγμάτευση των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού από ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα σε αντίθεση με τις μακροχρόνιες επενδυτικές κινήσεις (long term investments), όπου ο κίνδυνος της αγοράς είναι αισθητά μικρότερος. Ο κίνδυνος της αγοράς προκύπτει από τις μεταβολές στα επιτόκια, τις ισοτιμίες καθώς και από μεταβολές της τιμής των στοιχείων του ενεργητικού. Όσο πιο ευμετάβλητες είναι οι τιμές των στοιχείων του ενεργητικού που διαπραγματεύονται τόσο πιο υψηλός είναι ο κίνδυνος του χρηματοπιστωτικού ιδρύματος.

Ο **κίνδυνος ρευστότητας** οφείλεται στην αδυναμία της τράπεζας να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις της σε ρευστότητα, όταν αυτές καθίστανται ληξιπρόθεσμες και απαιτητές. Οι υποχρεώσεις ανάγονται τόσο στα στοιχεία του παθητικού, όσο και στα στοιχεία του ενεργητικού.

Ο κίνδυνος ρευστότητας, γενικά, συνίσταται σε :

- Αδυναμία κάλυψης ληξιπρόθεσμων υποχρεώσεων του τραπεζικού οργανισμού.
- Αδυναμία άντλησης κεφαλαίων από τον τραπεζικό οργανισμό, που μπορεί να οφείλεται στην έλλειψη ρευστότητας στην αγορά ή την αδυναμία του χρηματοπιστωτικού ιδρύματος να έχει πρόσβαση στις αγορές κεφαλαίων.

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

- Αδυναμία ρευστοποίησης των περιουσιακών στοιχείων της τράπεζας εντός συγκεκριμένου χρονικού διαστήματος⁴

Οι **λειτουργικοί κίνδυνοι** σχετίζονται με την κακή λειτουργία των πληροφοριακών συστημάτων, των συστημάτων reporting και των εσωτερικών κανόνων παρακολούθησης της διαχείρισης κινδύνου. Οι λειτουργικοί κίνδυνοι μπορεί να εμφανιστούν είτε σε τεχνικό επίπεδο είτε στο επίπεδο οργανωτικής δομής της παρακολούθησης κινδύνων.

Η παγκοσμιοποίηση των αγορών, η απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων, η επανάσταση της τεχνολογίας της πληροφορικής, που επιτρέπει την μεταφορά σημαντικών κεφαλαίων σε ελάχιστο χρόνο από αγορά σε αγορά και από χώρα σε χώρα, έχουν φέρει στην επιφάνεια ένα άλλο είδος κινδύνου, το λεγόμενο συστημικό κίνδυνο (systemic risk).

Οι τράπεζες συνδέονται μέσω της διατραπεζικής αγοράς, όπου επιχειρούν να εξομαλύνουν τις διακυμάνσεις στη ρευστότητα τους, δανείζοντας η μια την άλλη. Με άλλα λόγια, δημιουργείται μια στενή αλληλεπίδραση μεταξύ των χαρτοφυλακίων των τραπεζών, ανεξάρτητα από τη χώρα καταγωγής τους.

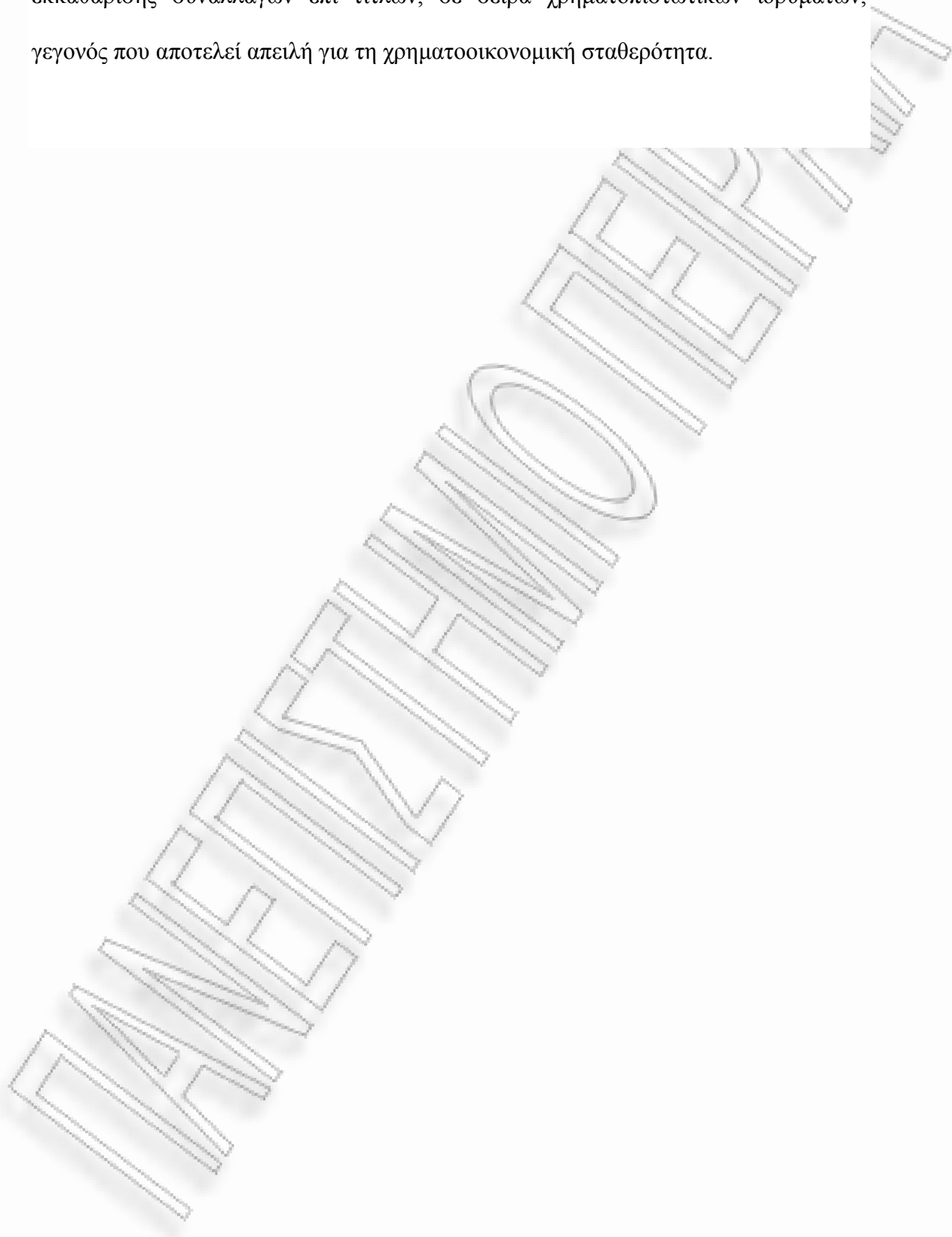
Συνεπώς, τυχόν αιφνίδια αδυναμία ενός χρηματοπιστωτικού ιδρύματος να εκπληρώσει τις ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις του δύναται να προκαλέσει την αδυναμία και άλλων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων ή επιχειρήσεων να εκπληρώσουν τις δικές τους υποχρεώσεις, όταν αυτές καταστούν ληξιπρόθεσμες⁵. Δημιουργείται έτσι κίνδυνος αλυσιδωτών αντιδράσεων (domino effect), λόγω μετάδοσης της

⁴Συριόπουλος Κ, «Διαχείριση Τραπεζικού Κινδύνου», Τόμος Α, Ελληνικό Ανοικτό Πανεπιστήμιο, Πάτρα 2000.

⁵ https://www.proton.gr/uploaded/downloads/SimPXA_NP_Clearing_ParIII.pdf

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ
ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

αφερεγγυότητα, ιδίως στο πλαίσιο λειτουργίας των συστημάτων πληρωμών και εκκαθάρισης συναλλαγών επί τίτλων, σε σειρά χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, γεγονός που αποτελεί απειλή για τη χρηματοοικονομική σταθερότητα.



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Η περίοδος πριν από την κρίση στις

Η.Π.Α.

2.1 Η.Π.Α: Ανισορροπίες και αυξανόμενοι κίνδυνοι.

Μετά το τέλος του Β΄ Παγκοσμίου Πολέμου, άρχισε μια σταδιακή άρση των αυστηρών περιορισμών που ίσχυαν στο χρηματοοικονομικό σύστημα, η οποία έφτασε στο αποκορύφωμα της στη δεκαετία του 1980. Η παγκοσμιοποίηση, όμως, των αγορών και η ελευθερία στην κίνηση των κεφαλαίων προκάλεσε και περιστασιακές κρίσεις. Σε κάποιες περιπτώσεις επλήγησαν κυρίως οι λιγότερο ανεπτυγμένες χώρες ενώ σε άλλες κινδύνευσε η σταθερότητα του διεθνούς χρηματοοικονομικού συστήματος. Σε αυτές τις περιπτώσεις οι χρηματοοικονομικές αρχές ήταν πρόθυμες να παρακάμψουν τους κανόνες για να σώσουν το σύστημα αλλά η πειθαρχία της αγοράς εξακολουθούσε να εφαρμόζεται για τις αναπτυσσόμενες οικονομίες. Αυτή η ασυμμετρία απορρόφησε τις παγκόσμιες αποταμιεύσεις από την περιφέρεια στο κέντρο καθώς μάλιστα το δολάριο χρησίμευε ως το κύριο αποθεματικό νόμισμα και όλες οι κεντρικές τράπεζες του κόσμου το αποδέχονταν εύκολα.⁶

Μάλιστα, στις Η.Π.Α λάμβανε χώρα μια ιδιαίζουσα κατάσταση. Αντί να ρέουν κεφάλαια από τις αναπτυγμένες οικονομίες προς τις αναπτυσσόμενες συνέβαινε το αντίθετο. Οι Η.Π.Α προσέλκυαν το 75% των παγκόσμιων καταθέσεων -αφού οι

⁶ Soros George, «Η Οικονομική κρίση του 2008 και η σημασία της», Εκδόσεις Λιβάνη, Αθήνα 2008.

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

αποταμιεύσεις των πολιτών των αναπτυσσόμενων χωρών τοποθετούνταν σε αμερικανικά ομόλογα- δημιουργώντας ένα τεράστιο έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών. Παράλληλα όμως δημιούργησαν και ένα τεράστιο δημοσιονομικό έλλειμμα καθώς η κυβέρνηση δαπανούσε πολύ περισσότερα κονδύλια και διατηρούσε χαμηλότερους φόρους. Και τα δυο αυτά χρησίμευσαν ως οι κύριες αιτίες επέκτασης της πίστωσης και ο Αμερικάνος καταναλωτής έγινε ο κινητήριος μοχλός της παγκόσμιας οικονομίας.

Υπήρχε μια συμβιωτική σχέση ανάμεσα στις Η.Π.Α, που ήταν ευτυχείς να καταναλώνουν περισσότερα από όσα παρήγαγαν και μάλιστα περισσότερο από όσο το επέτρεπε το εισόδημα τους και στην Κίνα και άλλες εξαγωγικές χώρες της Ασίας, που ήταν ευτυχείς να παράγουν περισσότερα από όσα κατανάλωναν. Οι Η.Π.Α, αύξαναν το εξωτερικό χρέος τους ενώ η Κίνα και οι άλλες χώρες συσσώρευαν συναλλαγματικά αποθέματα.⁷

Το 2007 που έκαναν την εμφάνιση τους τα πρώτα σημάδια της κρίσης, το έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών των Η.Π.Α ξεπέρασε τα 700 δις. δολάρια, ξεπερνώντας το 5% του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος (ΑΕΠ). Αυτό, στην απλουστευμένη του διάσταση σημαίνει ότι κάθε Αμερικάνος, ανεξαρτήτου ηλικίας και επαγγελματικής κατάστασης (γυναίκες, παιδιά, ηλικιωμένοι, άνεργοι κτλ) έπρεπε να προσελκύσει κεφάλαια από το εξωτερικό στις Η.Π.Α της τάξης των 2400 δολ. ώστε να διατηρήσει την καταναλωτική του δραστηριότητα και την ευημερία του στα

⁷ Soros George, «Η Οικονομική Κρίση του 2008 και η Σημασία της», Εκδόσεις Λιβάνη, Αθήνα 2008.

τρέχοντα επίπεδα. Το ποσό αυτό είναι ένα τεράστιο νόμισμα για κάθε άτομο, για κάθε νοικοκυριό!⁸

2.2 Η φούσκα στην αγορά ακινήτων

Οι ρίζες της ανάπτυξης της αγοράς ακινήτων βρίσκονται στη δεκαετία του '90 και συγκεκριμένα στην ανάπτυξη της «φούσκας του χρηματιστηρίου». Όπως υποστηρίζει ο Dean Baker, την περίοδο αυτή οι Αμερικανοί άρχισαν να αλλάζουν καταναλωτικές συνήθειες λόγω της αίσθησης του πλούτου που είχαν από τα συνεχώς αυξανόμενα κέρδη τους και έτσι άρχισαν να ξοδεύουν περισσότερα. Η αποταμίευση, ως ποσοστό του διαθέσιμου εισοδήματος, μειώθηκε σημαντικά από το 5% που ήταν στα μέσα της δεκαετίας του '90, στο 2% στις αρχές του 2000. Ταυτόχρονα, οι Αμερικανοί άρχισαν να επιλέγουν μεγαλύτερα και ακριβότερα σπίτια. Αυτή η αύξηση στη ζήτηση κατοικιών οδήγησε σε μια άνοδο των τιμών τους.⁹

Όμως, από το 2000 έως τα μέσα του 2005, η αγοραία αξία των κατοικιών αυξήθηκε πάνω από 50% και επικρατούσε οικοδομικός οργασμός. Η στεγαστική φούσκα έφτασε στο αποκορύφωμα της εκείνη την εποχή για να στηρίξει την οικονομική ανάκαμψη μετά την άλλη κρίση που σημειώθηκε, την κρίση που είχε πλήξει τις μετοχές των εταιριών επικοινωνιών και πληροφορικής. Η απασχόληση στον τομέα της στέγασης συνέβαλε σε ποσοστό πάνω από 40% στη συνολική αύξηση

⁸ Rose A, «Η Νέα Παγκόσμια Οικονομία: Προοπτικές και Προκλήσεις», Τόμος III, Τεύχος 7, Ιούλιος 2008. www.eurobank.gr/research.

⁹ Baker D, «The Housing Bubble and the Financial Crisis», real-world economics review, Issue no.46, 20 May 2008, pp 73-81, <http://www.paecon.net/PAEReview/issue45/Baker4.pdf>.

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

της απασχόλησης από το 2001 έως το 2005. Η συμβολή της οικοδομής στο ΑΕΠ έφτασε σε τιμές ρεκόρ, ενώ η αγορά ακινήτων υπολογίζεται ότι συνέβαλε κατά 70% στην αύξηση των εισοδημάτων των νοικοκυριών κατά την ίδια περίοδο.

Η συνεχής άνοδος των τιμών των κατοικιών, σε συνδυασμό με την σταθερή πολιτική ενίσχυσης της ανάπτυξης που αποφάσισε να ακολουθήσει η αμερικανική κυβέρνηση μειώνοντας σταδιακά το ομοσπονδιακό επιτόκιο στο 1%, οδήγησε τους Αμερικανούς πολίτες σε καταναλωτική έξαρση, εφόσον πλέον ο δανεισμός έγινε εξαιρετικά ελκυστικός και τα κεφάλαια επενδυτών και κερδοσκόπων μεταφέρθηκαν από τα χρηματιστήρια στην αγορά κατοικιών.

Η διψήφια αύξηση της τιμής των κατοικιών γέννησε ένα ρεύμα κερδοσκοπίας. «Όταν υπάρχει η προσδοκία ότι η αξία της ιδιοκτησίας θα αυξηθεί περισσότερο από το κόστος δανεισμού, είναι λογικό να θεωρεί κανείς ότι έχει μεγαλύτερη περιουσία» (Soros George, 2008). Κατά συνέπεια, οι Αμερικανοί χρησιμοποιώντας τα όλο και ακριβότερα στοιχεία του ενεργητικού τους έμπαιναν στον πειρασμό και δανείζονταν όλο και περισσότερο. Η δανειοδότηση επεκτάθηκε πέρα από τη στεγαστική πίστη και στην καταναλωτική πίστη (προσωπικά δάνεια και κάρτες) και οι χορηγούμενες πιστώσεις σημείωσαν αύξηση ταχύτερη από τα εισοδήματα. Μια μελέτη του 2008 εκτιμούσε ότι στη δεκαετία του 2000, η άντληση χρημάτων από την καθαρή αξία των κατοικιών χρηματοδοτούσε το 3% της ατομικής κατανάλωσης.

2.3 Η πιστωτική επέκταση των τραπεζών.

Η χορήγηση δανείων εκ μέρους των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων έχει και κάποια όρια, αφού σύμφωνα με τους πιστωτικούς περιορισμούς πρέπει να διακρατούν σε μετρητά το 8% των δανείων που χορηγούν προκειμένου να αντιμετωπίσουν

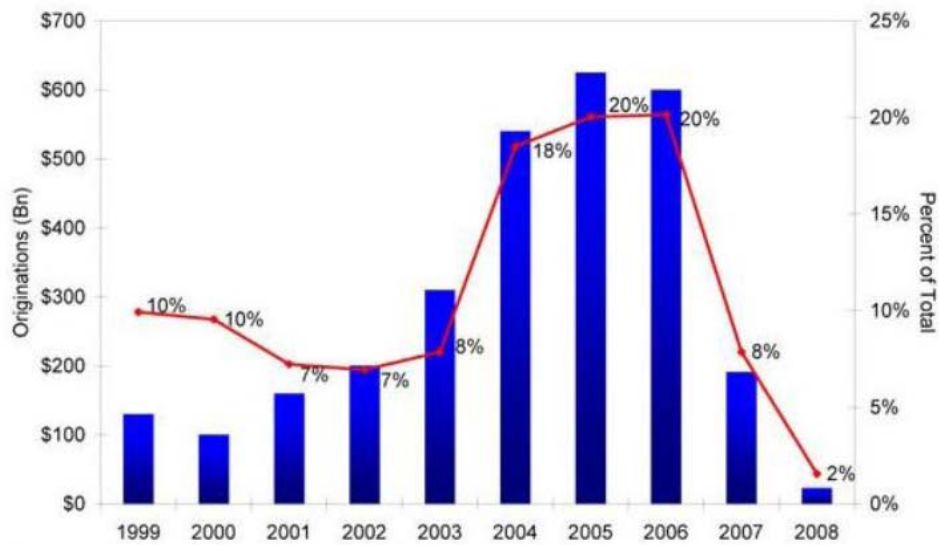
ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

περιπτώσεις όπου ο δανειζόμενος θα αποδειχτεί αφερέγγυος και η αποπληρωμή του δανείου δεν θα είναι ομαλή.

Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα λοιπόν, αναζήτησαν τρόπους ώστε να στηρίξουν το αμερικανικό όνειρο για την απόκτησης ιδιόκτητης κατοικίας και να αποκομίσουν όλο και περισσότερα κέρδη. Αρχικά, μπόρεσαν να διαμορφώσουν νέα μοντέλα δανεισμού πείθοντας τους δανειστές να επιλέξουν δάνεια κυμαινόμενου επιτοκίου και όχι σταθερού. Θέλοντας να κάνουν την ιδιόκτητη κατοικία να μοιάζει πιο προσιτή επινόησαν τα δάνεια subprime που χορηγούνταν σε ανθρώπους που δεν πληρούσαν τους όρους πιστοληπτικής πολιτικής (χαμηλά εισοδήματα ή με μεγάλο ποσοστό αφερεγγυότητας σε παλιότερα χορηγημένα δάνεια) και τα δάνεια Alt-A ή δάνεια του ψεύτη που δίνονταν σε ανθρώπους που παρείχαν ελλιπή τεκμηρίωση του εισοδήματος τους ή των περιουσιακών τους στοιχείων. Επιπλέον τα δάνεια αυτά δόθηκαν περισσότερο για την αγορά επενδυτικών ακινήτων και είχαν υψηλό δείκτη Δάνειο προς Αξία Ακινήτου. Τα ειδικά αυτά δάνεια στηρίζονταν σε χαμηλές προκαταβολές και ραγδαία αύξηση των τόκων μετά τα πρώτα δύο χρόνια.

Στο διάγραμμα 2.1 παρουσιάζεται η πορεία της αγοράς subprime στεγαστικών δανείων στις Η.Π.Α από το 1999 ως το 2008 ως ξεχωριστό ποσοστό αλλά και ως ποσοστό του συνολικού αριθμού στεγαστικών δανείων που χορηγήθηκαν την αντίστοιχη περίοδο. Όπως άλλωστε μπορούμε να διαπιστώσουμε από το παρακάτω διάγραμμα η αύξηση των δανείων αυτών ήταν τεράστια-από \$160δισ. το 2002 στα \$600δισ. το 2008, αντιπροσωπεύοντας πλέον το 20% των νέων δανείων.

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ



Πηγή: Dwight M.Jaffee, 'The U.S. Subprime Mortgage Crisis: Issues Raised and Lessons Learned'.

Διάγραμμα 2.1: Χορηγήσεις Subprime στεγαστικών δανείων στις Η.Π.Α (Δις \$).

Η έλλειψη εγκράτειας δανεισμού από πλευράς των τραπεζών δικαιολογείται πρώτον από το γεγονός ότι θεωρούσαν δεδομένη τη συνεχόμενη ανοδική πορεία της τιμής των ακινήτων, ποντάροντας ότι η εξόφληση των δανείων θα στηριχτεί στη μελλοντική μεγαλύτερη αξία των ακινήτων και δεύτερον από τη δυνατότητα τιτλοποίησης των στεγαστικών δανείων με την οποία έδωχαν τα δάνεια και κατ'επέκταση τον πιστωτικό κίνδυνο από τους ισολογισμούς τους.

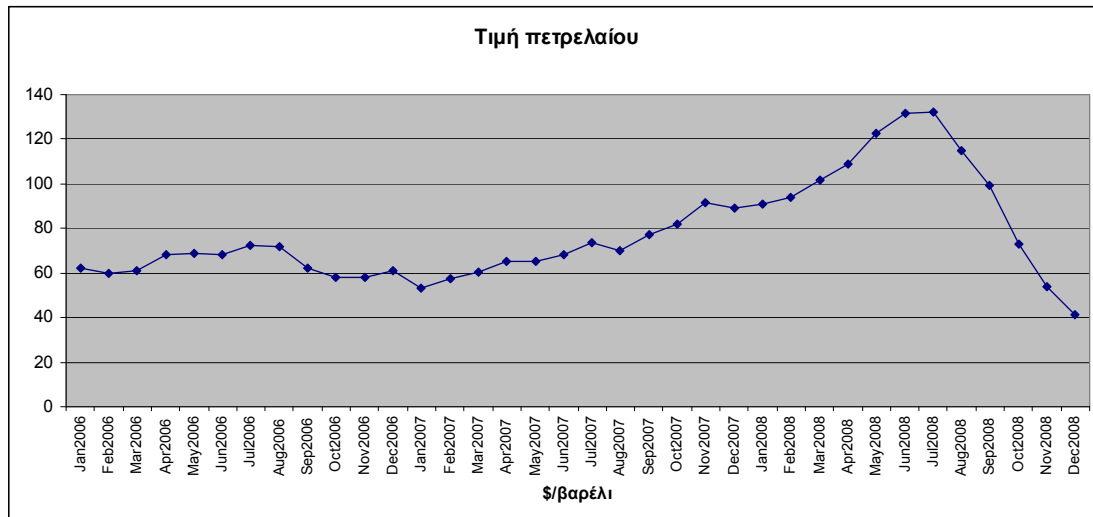
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Η Χρηματοοικονομική Κρίση.

3.1 Η εκδήλωση της κρίσης.

Μετά από μια μακρά περίοδο χαμηλών επιτοκίων η Fed ξεκίνησε από το Μάιο του 2004 μια μακρά περίοδος αύξησης του κεντρικού της επιτοκίου και ως εκ τούτου, του συνόλου των επιτοκίων. Μέχρι την άνοιξη του 2007, τα επιτόκια πέρασαν σταδιακά από το 1% στο 5,25%. Τότε άρχισαν να παρουσιάζονται και οι πρώτες δυσκολίες των δανειοληπτών στη στεγαστική πίστη να ανταποκριθούν στις δανειακές τους υποχρεώσεις αφού οι δόσεις των δανείων τους ήταν σε κυμαινόμενο επιτόκιο και συνεπώς η μηνιαία τοκοχρεωλυτική τους δόση είχε αυξηθεί σημαντικά. Παράλληλα, τη σημαντική μείωση των πραγματικών τους εισοδημάτων επέτειναν οι πληθωριστικές πιέσεις στην αμερικανική οικονομία που ήταν αποτέλεσμα της αύξησης της τιμής του πετρελαίου η οποία μετακυλιόμενη συμπαρέσυρε και τις τιμές αγαθών και υπηρεσιών. Χαρακτηριστικά αναφέρουμε ότι «οι τιμές της βενζίνης στα αμερικανικά πρατήρια ήταν 1.31\$ το γαλόνι το 2005, ανέβηκε στα 3\$ το 2005 και μέσα στο 2008 έφτασε τα 4\$. (Γκόγκας Π, 2008). Ενδεικτικά, παραθέτουμε το διάγραμμα 3.1 που δείχνει την πορεία της τιμής του αργού πετρελαίου:



ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ



Πηγή: UNCTAD - Handbook of Statistics, επεξεργασία από το συγγραφέα.

Διάγραμμα 3.1: Η Πορεία της τιμής του αργού πετρελαίου στις Η.Π.Α.

Η αδυναμία αποπληρωμής των δόσεων πολλών ενυπόθηκων δανείων οδήγησε σε μαζικές κατασχέσεις ακινήτων από τις τράπεζες που έβγαζαν τα σπίτια σε πλειστηριασμούς προκειμένου να ελαχιστοποιήσουν τις απώλειες τους. Όμως τόσο οι μαζικές πωλήσεις ακινήτων όσο και η υπερπροσφορά κατοικιών, οδήγησαν σε πτώση των τιμών των κατοικιών. Έτσι, όταν οι τιμές των κατοικιών άρχισαν να πέφτουν και η ζήτηση μειώθηκε κατακόρυφα, οι τράπεζες άρχισαν να βρίσκονται σε δυσχερή θέση, γιατί οι δανειζόμενοι χρωστούσαν πλέον στην τράπεζα περισσότερα χρήματα από αυτά που άξιζε η υποθήκη τους. Έτσι, πολλοί προτίμησαν να παραδώσουν μόνοι τους τα κλειδιά της κατοικίας τους στις τράπεζες και να αποχωρήσουν.

Όμως η τρέχουσα κρίση δεν είναι μόνο το αποτέλεσμα αφερέγγυων τραπεζικών δανείων αλλά προκύπτει κυρίως από τον τρόπο που τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα είχαν διαχειριστεί τα επενδυτικά τους χαρτοφυλάκια. Όπως έχει ήδη αναφερθεί, οι απαιτήσεις των χρηματοροών που προέρχονταν από τα ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια χαμηλής εξασφάλισης τροφοδοτούσαν μεγάλο αριθμό δομημένων προϊόντων. Η κρίση επεκτάθηκε στα CDO, και ιδιαίτερα στα συνθετικά CDOs που

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

ήταν δομημένα από τα πιο αξιόπιστα πακέτα ομολόγων που είχαν εκδοθεί με βάση τα sub-primes δάνεια. Η συνεπαγόμενη λοιπόν αδυναμία πληρωμής των υποχρεώσεων σε τοκομερίδια και αξίες ομολόγων και CDOs ώθησαν πολλούς επενδυτές να σπεύσουν να κλείσουν τις θέσεις τους πουλώντας τους τίτλους τους με αποτέλεσμα να μειωθεί κατακόρυφα η τιμή τους και να τεθεί υπό αμφισβήτηση η αξία των διαφόρων ειδών των CDOs. Η τάση αυτή επιτάχθηκε από την κίνηση των οργανισμών αξιολόγησης να υποβαθμίσουν απότομα την αξιολόγηση των τίτλων που βασιζόνταν σε πιστώσεις δανείων. Οι επενδυτές έχασαν πια την εμπιστοσύνη τους σε τέτοιους τίτλους αφού ούτε μπορούσαν να ποσοτικοποιήσουν τον κίνδυνο από την έκθεση τους σε τέτοια προϊόντα, ούτε μπορούσαν να τα ρευστοποιήσουν εύκολα μια και η αξία τους προέκυπτε από αδιαφανή και αναξιόπιστα στοιχεία και σταμάτησαν να τα αγοράζουν.

Στα ομόλογα αυτά όμως είχαν επενδύσει και πολλές τράπεζες σε Αμερική και Ευρώπη. Καθώς τα ομόλογα αυτά δεν είχαν πια αντίκρισμα, οι τράπεζες αναγκάστηκαν να τα μεταφέρουν στους ισολογισμούς τους και να αναγκαστούν να παραδεχτούν ότι είχαν υποστεί μεγάλες ζημιές. Όλα αυτά είχαν ως συνέπεια να ασκηθεί τεράστια πίεση στο τραπεζικό σύστημα. Οι τράπεζες αδυνατούσαν τόσο να αποτιμήσουν την δική τους έκθεση σε κίνδυνο όσο και των άλλων τραπεζών και δίσταζαν να δανείσουν η μία την άλλη. Η ζημία που είχε προκληθεί στην κεφαλαιακή τους βάση και ο πανικός των μαζικών αναλήψεων εκ μέρους των καταθετών τους έκαναν να επιθυμούν διακαώς να διατηρήσουν την ρευστότητα τους. Το κλίμα δυσπιστίας που δημιουργήθηκε στην διατραπεζική αγορά οδήγησε στην αύξηση των επιτοκίων της διατραπεζικής αγοράς.

3.2 Το χρονικό της κρίσης.

Α' Εξάμηνο 2007

Από τις αρχές του 2007 είχαν αρχίσει να φαίνονται τα πρώτα σημάδια κόπωσης γύρω από τη στεγαστική αγορά των Η.Π.Α, καθώς οι τιμές των κατοικιών ακολουθούσαν όλο και μεγαλύτερη πτώση. Αναλυτές εξέφραζαν την ανησυχία τους για μια επερχόμενη κρίση. Το Φεβρουάριο, η HSBC σε ανακοίνωση της πρώτη φορά προειδοποιεί ότι η αγορά ίσως αντιμετωπίσει προβλήματα από την αύξηση των επισφαλειών στον κλάδο των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης (subprime mortgage market). Λίγο αργότερα απολύει τον επικεφαλής του τμήματος ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων και παραδέχεται ζημιές που αγγίζουν τα 10,8 δισεκατομμύρια δολάρια. Τον Μάρτιο, η Dr Horton, η μεγαλύτερη οικοδομική εταιρία των Η.Π.Α, ανακοίνωσε ζημιές εξαιτίας της χαμηλής εξασφάλισης ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων ενώ, η New Century Financial, από τους μεγαλύτερους δανειστές στον τομέα της χαμηλής εξασφάλισης ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων, ανέστειλε τη διαπραγμάτευση των μετοχών της εν μέσω φόβων ότι η εταιρία οδηγείται σε χρεοκοπία. Παράλληλα, ανακοινώθηκε η αδυναμία μεγάλων ομάδων του πληθυσμού να ανταποκριθούν στις υποχρεώσεις τους για τα δάνεια sub-primes. Οι κατασχέσεις κατοικιών και οι πλειστηριασμοί διαδέχτηκαν ο ένας τον άλλον και ολόκληρες πόλεις έμειναν στον δρόμο. Τέλος, άρχισαν να κάνουν την εμφάνιση τους και τα προβλήματα στους διάφορους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς. Χαρακτηριστικά, η Accredited Home Lenders Holding ανακοίνωσε ότι θα πουλούσε χαμηλής εξασφάλισης ενυπόθηκα δάνεια αξίας 2,7 δις δολαρίων με πολύ μεγάλη έκπτωση, επειδή χρειαζόταν ρευστό για τις επιχειρηματικές της δραστηριότητες, ενώ η New Century Financial υπέβαλε αίτηση για να υπαχθεί στο

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

άρθρο 11 του νόμου περί χρεοκοπίας, επειδή είχε υποχρεωθεί να αγοράσει ξανά ανεξόφλητα δάνεια αξίας πολλών δις δολαρίων.

Β΄ Εξάμηνο 2007

Κατά το καλοκαίρι του 2007 αρχίζει να κλονίζεται η εμπιστοσύνη των επενδυτών στα δομημένα ομόλογα και η ζήτηση για τα συγκεκριμένα χρεόγραφα πέφτει. Οι επενδυτές αρχίζουν να αποστρέφονται τον κίνδυνο και να στρέφονται σε ασφαλέστερες τοποθετήσεις -γνωστό ως φαινόμενο “flight to quality”- μετά την κίνηση των εταιριών πιστοληπτικής διαβάθμισης να υποβαθμίσουν πολλούς τίτλους (όπως ομόλογα, ABSs και υποχρεώσεις χρέους (CDOs) που τροφοδοτούνται από δάνεια μειωμένης εξασφάλισης. Αυτό έγινε όταν κεφάλαια της Bear Stearns πτώχευσαν λόγω κατοχής CDOs που βασίζονταν σε subprime στεγαστικά δάνεια και λόγω της υποχρέωσης της τράπεζας να εξυπηρετήσει τις απαιτήσεις των πιστωτών της με ρευστοποίηση των στοιχείων της.

Τον Ιούλιο, οι ήδη επιβαρυνμένες συνθήκες στις πιστωτικές αγορές οδηγούν σε καθυστερήσεις στην έκδοση ομολόγων υψηλής απόδοσης. Οι τράπεζες, οι οποίες ήταν εγγυητές αυτών των δανείων αναγκάστηκαν να τα απορροφήσουν στους ισολογισμούς τους ενώ, η γερμανική τράπεζα IKB ανακοινώνει απώλειες και αδυνατεί να ανταπεξέλθει στις υποχρεώσεις της για παροχή ρευστότητας σε ειδικές επενδυτικές εταιρίες.

Η τρέχουσα κρίση ξέσπασε, επίσημα, τον Αύγουστο του 2007, όταν οι κεντρικές τράπεζες παρενέβησαν για να ενισχύσουν τη ρευστότητα του τραπεζικού συστήματος. Παραθέτοντας τα πιο σημαντικά γεγονότα, στις 6 Αυγούστου, η American Home Mortgage, ένας από τους μεγαλύτερους ανεξάρτητους χορηγούς στεγαστικών δανείων των Η.Π.Α, υπέβαλε αίτηση χρεοκοπίας, αφού πρώτα απέλυσε

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

το μεγαλύτερο μέρος του προσωπικού της. Η εταιρία ισχυρίστηκε ότι ήταν θύμα της κρίσης στη στεγαστική αγορά των Η.Π.Α, η οποία έπληξε πολλούς δανειολήπτες και δανειστές χαμηλής εξασφάλισης ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων¹⁰. Στις 9 του ίδιου μήνα, οι βραχυπρόθεσμες πιστωτικές αγορές πάγωσαν όταν η γαλλική τράπεζα BNP Paribas, διέκοψε τη λειτουργία τριών από τα επενδυτικά κεφάλαια της αξίας 2 δις ευρώ, επικαλούμενη τα προβλήματα στον τομέα των ενυπόθηκων δανείων χαμηλής εξασφάλισης των Η.Π.Α. Η BNP ισχυρίστηκε ότι δεν μπορούσε να εκτιμήσει την αξία αυτών των περιουσιακών στοιχείων, επειδή η αγορά είχε πάψει να υφίσταται.

Η αναταραχή, λοιπόν, που ξέσπασε στις πιστωτικές αγορές μετατράπηκε σε συμπίεση ρευστότητας καθώς πολλές τράπεζες έγιναν απρόθυμες να δανείσουν χρήματα σε άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Η ΕΚΤ λαμβάνει μέτρα σε απάντηση της πιστωτικής αναταραχής με μια σειρά διαδικασιών παροχής ρευστότητας ύψους 95 δις. Ευρώ στις αγορές συναλλάγματος. Παρόμοια μέτρα παίρνουν η κεντρική τράπεζα των ΗΠΑ και η τράπεζα της Ιαπωνίας. Συγκεκριμένα, η FED μειώνει το επιτόκιο δανεισμού της προς τις τράπεζες κατά 50 μονάδες βάσης διαμορφώνοντας το στο 5,75% προκειμένου να τις βοηθήσει να αντιμετωπίσουν τα πιστωτικά προβλήματα.

Τέλος, το Σεπτέμβριο του 2007, αποκαλύπτεται ότι η Northern Rock (η μεγαλύτερη βρετανική τράπεζα χορήγησης ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων) βρισκόταν στα όρια να γίνει αφερέγγυα, γεγονός που πυροδότησε μια απότομη και μαζική ανάληψη καταθέσεων, η οποία σταματά ύστερα από σχετικές διαβεβαιώσεις

¹⁰ BBC News, "Timeline: Sub-Prime losses: How did the Sub-Prime Crisis Unfold?", <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7096845.stm>

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

του Υπουργού Οικονομικών της Μ.Βρετανίας σχετικά με τα αποθεματικά της τράπεζας.

Ο χρόνος κλείνει καθώς συνεχίζονται οι ανησυχίες σχετικά με τις απώλειες των τραπεζών από την έκθεση τους στα σύνθετα επενδυτικά προϊόντα και δημιουργούνται ανησυχίες για την περαιτέρω μετάδοση της κρίσης.

Α΄ Εξάμηνο 2008

Μετά την κατάρρευση της Bear Stearns και την πώληση της στην JP Morgan με την εγγύηση της Fed, η διεθνής αγορά έδειχνε να έχει μπει στη δίνη της οικονομικής κρίσης. Η τράπεζα της Αγγλίας και η Βρετανική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς καθυστερούν την αγορά ύστερα από φήμες για την έκθεση της HBOS στην αγορά υποθηκών μειωμένης εξασφάλισης που ρίχνει την τιμή της μετοχής κατά 17% ενώ η Alliance & Leicester πωλείται στην Ισπανική Santander προκειμένου να διασφαλίσει το μέλλον της καθώς η έκθεση της στην αγορά στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης έχει καταστήσει το μέλλον της επισφαλές.

Β΄ Εξάμηνο 2008

Η ιστορική επενδυτική τράπεζα Lehman Brothers, μετά από μια ιστορία 185 χρόνων καταρρέει και προκαλεί αναστάτωση στην κυβέρνηση των Η.Π.Α. Οι κρατικοποιήσεις μεγάλων επενδυτικών εταιριών (Fannie Mae & Freddie Mac) και ασφαλιστικών εταιριών (AIG) καθώς και οι εξαγορές τραπεζών (Merrill Lynch από Bank of America) συνεχίζονται στην προσπάθεια διάσωσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Ο πρόεδρος των Η.Π.Α προτείνει την άμεση ενίσχυση της ρευστότητας των τραπεζών για την διάσωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος, πριν πληγεί περαιτέρω η οικονομία της χώρας και έτσι εγκρίνεται σχέδιο διάσωσης ύψους 700 δις

δολ. Καθώς η κρίση περνά τον Ατλαντικό και πλησιάζει όλο και νοτιότερα την Ευρώπη, οι Ευρωπαίοι ηγέτες ανακοινώνουν και αυτοί μέτρα στήριξης των τραπεζών.

3.3 Τα Αίτια της κρίσης.

Τα αίτια της παρούσας χρηματοοικονομικής κρίσης αποτελούν ένα φλέγον αντικείμενο έρευνας, αφού η κρίση αυτή έθεσε σε κίνδυνο τη σταθερότητα του διεθνούς χρηματοοικονομικού συστήματος. Μάλιστα, η έκταση, η παρατεταμένη διάρκεια και οι αλόγιστες συνέπειες της κρίσης αυτής ωθεί σε μια αναλυτική διερεύνηση των αιτιών που την προκάλεσαν.

Η χρηματοοικονομική κρίση αυτή δεν μπορεί να αποδοθεί σε μια μόνο αιτία. Προήλθε από ένα συνδυασμό παραγόντων, πολλοί από τους οποίους επηρέασαν τη δυναμική των υπολοίπων.

Συνοπτικά, τα αίτια αυτής της κρίσης είναι οι παγκόσμιες μακροοικονομικές ανισορροπίες, η αλόγιστη πιστωτική επέκταση και η μόχλευση, η ασύμμετρη πληροφόρηση και τα προβλήματα εντολέα-εντολοδόχου, η πλημμελής διαβάθμιση πιστοληπτικού κινδύνου ομολόγων μειωμένης εξασφάλισης, το σύστημα αμοιβών στον χρηματοπιστωτικό τομέα και τα ρυθμιστικά κενά σε συνδυασμό με την ελλιπή εποπτεία.

Ας εξετάσουμε τους παράγοντες αυτούς με τη σειρά:

1. Παγκόσμιες μακροοικονομικές ανισορροπίες.

Μετά την κρίση που σημειώθηκε στις χώρες της Νοτιοανατολικής Ασίας και στις αναδύμενες αγορές, οι χώρες αυτές ανέλαβαν διαρθρωτικά μέτρα που μετέβαλαν την παγκόσμια ισορροπία. Άλλαξαν οικονομικό μοντέλο και πέρασαν σε

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

μα ανάπτυξη την οποία οδηγούσαν οι εξαγωγές. Μετατράπηκαν από χρεώστες δολαρίων σε δανειστές και κατέληξαν, λόγω του ισχυρού εξωτερικού πλεονάσματος και της υψηλής αποταμίευσης τους, να λειτουργούν ως εξαγωγείς κεφαλαίων. Η αλλαγή αυτή υπήρξε καθοριστική καθώς συνέπεσε με το γρήγορο άνοιγμα της Κίνας στο διεθνές εμπόριο. Οι εξαγωγές βιομηχανικών αγαθών οδήγησαν σε τεράστια πλεονάσματα το εμπορικό ισοζύγιο της Κίνας τα οποία όμως δεν τροφοδότησαν την εγχώρια ζήτηση αλλά τοποθετήθηκαν σε κρατικά ομόλογα των Η.Π.Α και σε άλλα δολαριακά αξιόγραφα που κράτησαν το δολάριο σε σχετικά υψηλά επίπεδα και αντίθετα τα επιτόκια δανεισμού στις Η.Π.Α σε σχετικά χαμηλά επίπεδα. Η εξέλιξη αυτή οδήγησε στην ενίσχυση της ρευστότητας και του δανεισμού στις Η.Π.Α αλλά και στη συγκράτηση του πληθωρισμού. Οι Η.Π.Α αύξαναν το εξωτερικό τους χρέος, ενώ η Κίνα συσώρευε συναλλαγματικά αποθέματα

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ
ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

	2006	2007	2008	2009
Ηνωμένες Πολιτείες	-803547	-726573	-706068	419868
Ευρωζώνη (16 χώρες)	-	-	-	-
	12812,85	18471,12	224869,3	77520,63
G7	-	-	-	-
	565981,9	398255,8	-480553	300893,1
ΟΟΣΑ – Ευρώπη	-	-	-	-
	72577,83	41018,13	81122,86	..
ΟΟΣΑ - Σύνολο	-	-	-	-
	596241,9	537925,5	704822,1	..
Βραζιλία	-	-	-	-
	13621,48	1550,784	28192,03	..
Κίνα	253268	371833	426107,4	..
Ινδία	-	-	-	-
	-9513,76	10685,99	37230,96	..
Ρωσία	94685	77766	103720	48969

Πηγή: OECD stateextracts, επεξεργασία από το συγγραφέα

Πίνακας 3.1: Έλλειμμα/Πλεόνασμα Λογαριασμού Τρεχουσών Συναλλαγών.

2. Η αλόγιστη πιστωτική επέκταση και η μόχλευση.

Τα τελευταία χρόνια η πιστωτική επέκταση στις Η.Π.Α και στις περισσότερες ανεπτυγμένες οικονομίες υπήρξε εντυπωσιακή, προερχόμενη όχι μόνο από τη σχετικά μεγάλη αύξηση της νομισματικής βάσης αλλά κυρίως από την εισαγωγή των νέων χρηματοοικονομικών εργαλείων και την αυξημένη χρήση δανειακών κεφαλαίων από τις τράπεζες και τους πελάτες τους, ιδίως από κεφάλαια κάλυψης και ιδιωτικά μετοχικά κεφάλαια. Η μόχλευση (δηλαδή, η σχέση ανάμεσα στα ίδια κεφάλαια μιας τράπεζας και το σύνολο του ενεργητικού της) έφτασε σε επίπεδο χωρίς προηγούμενο

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

καθώς η διαδικασία της τιτλοποίησης επέτρεψε στις τράπεζες να απομακρύνουν τις χορηγούμενες πιστώσεις από τον ισολογισμό τους, στους ισολογισμούς άλλων χρηματοοικονομικών οργανισμών και σε θεσμικούς επενδυτές και να καταστρατηγούν βασικούς κανόνες πιστοδότησης προκειμένου να χορηγούν περισσότερα δάνεια. Χαρακτηριστικό είναι ότι με τον παραπάνω τρόπο, οι υποχρεώσεις προς ίδια κεφάλαια φθάνουν σε υψηλό επίπεδο, ακόμη και 50 προς 1, σε αντίθεση με τη σχέση υποχρεώσεων προς ίδια κεφάλαια της τάξης 9 προς 1 που έχουν συνήθως οι τραπεζικοί οργανισμοί. «Γενικά, ενώ, στον τραπεζικό τομέα μια τράπεζα θεωρείται ότι έχει ένα καλό δείκτη μόχλευσης όταν αυτός είναι μεγαλύτερος του 5%, οι εμπορικές και επενδυτικές τράπεζες που χρεοκόπησαν στην κρίση, είχαν δείκτη μόχλευσης μικρότερο του 3% και κοντά στο 2%». (Γκόγκας Π, 2008). Η απίστευτη αυτή μόχλευση όμως, υποθήκευσε τη χρηματοοικονομική σταθερότητα και άφησε το σύστημα εκτεθειμένο σε συστημικούς κινδύνους.

Η υψηλή μόχλευση και μάλιστα με βραχυχρόνιο δανεισμό, γίνεται αντιληπτή στο παρακάτω διάγραμμα, όπου παρουσιάζεται ο λόγος δανειακών προς ίδια κεφάλαια στο τέλος του 2006 για ορισμένες διεθνείς παραδοσιακές και επενδυτικές τράπεζες.

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ
ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ



Πηγή: Eurobank Research

Διάγραμμα 3.2: «Υψηλή η μόχλευση των ΧΠ».

Παράλληλα, ο μηχανισμός της τιτλοποίησης δημιουργεί δύο προβλήματα. Πρώτον, αφαιρεί από τον παραδοσιακό τραπεζίτη το κίνητρο σωστής αξιολόγησης πιστοληπτικού κινδύνου του δανειολήπτη, αφού ο κίνδυνος αυτός μεταφέρεται σε άλλους οργανισμούς. Δεύτερον, οι διαμεσολαβητικοί οργανισμοί που δέχονται τα τιτλοποιημένα δάνεια, τα χρηματοδοτούν με υψηλούς δείκτες υποχρεώσεων προς ίδια κεφάλαια, εκδίδοντας εταιρικά ομόλογα.¹¹

Γίνεται αντιληπτό, ότι οι τράπεζες σταδιακά απομακρύνθηκαν από τους αρχικούς τους στόχους, δηλαδή από την χρηματοδότηση της πραγματικής οικονομίας, του εμπορίου και των παραγωγικών επενδύσεων και επικεντρώθηκαν

¹¹ Καμπόλης Χ, Τραυλός Ν, «Πέντε βασικές αιτίες της χρηματοπιστωτικής κρίσης», Εφημερίδα Καθημερινή, 7 Φεβρουαρίου 2010

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

στην κερδοσκοπία και τη χρηματοοικονομική καινοτομία χωρίς οικονομική χρησιμότητα, που έγιναν, ίσως και αυτοσκοπός για ορισμένες διεθνείς τράπεζες.

3. Η πλημμελής διαβάθμιση πιστοληπτικού κινδύνου ομολόγων μειωμένης εξασφάλισης.

Η αλληλεξάρτηση και η σύγκρουση συμφερόντων που υπήρχε ανάμεσα στους οργανισμούς αξιολόγησης και στους δημιουργούς των τιτλοποιημένων προϊόντων οδήγησε σε μια πλημμελή βαθμολόγηση τους και μια στρέβλωση προς οπτιμιστική κατεύθυνση της εκτίμησης των αναλαμβανόμενων κινδύνων. Η δημιουργία του προϊόντος και η βαθμολόγηση ήταν αναπόσπαστα συνδεδεμένες ενώ οι οργανισμοί αξιολόγησης αμείβονταν από εκείνους που είχαν ως αποστολή να βαθμολογήσουν! Παρόλο, λοιπόν, που υπήρχε μεγάλη δυσκολία στην εκτίμηση του πιστωτικού κινδύνου λόγω της πολυπλοκότητας των δομημένων προϊόντων, οι οργανισμοί αξιολόγησης έκαναν πρόχειρες και υψηλές βαθμολογήσεις και παρέσυραν τους επενδυτές οι οποίοι βασίζονταν τυφλά στις βαθμολογήσεις τους. Μάλιστα, για τη διασφάλισή τους, οι θεσμικοί επενδυτές αγόρασαν αξιόγραφα προστασίας έναντι του κινδύνου χρεοκοπίας των ομολόγων (Credit Default Swaps). Δυστυχώς, τα περισσότερα αξιόγραφα προστασίας είχαν εκδοθεί κυρίως από μια ασφαλιστική εταιρεία, την AIG.

4. Η ασύμμετρη πληροφόρηση και τα προβλήματα εντολέα-εντολοδόχου.

Το συγκεκριμένο μοντέλο της τιτλοποίησης ήταν τόσο πολύπλοκο που δημιουργούσε μεγάλο χάσμα ανάμεσα στους δανειολήπτες της τράπεζας-παραγωγού και τους τελικούς επενδυτές. Η ύπαρξη ασύμμετρης πληροφόρησης σχετικά με τα δομημένα προϊόντα παρείχε την ευκαιρία στους εκδότες να αναλαμβάνουν

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

υπερβολικό κίνδυνο με αδιαφανή τρόπο, κίνδυνο ο οποίος ούτε αντισταθμιζόταν επαρκώς, ούτε τιμολογούνταν σωστά.¹²

5. Το σύστημα αμοιβών στον χρηματοπιστωτικό τομέα.

Παρόμοιο πρόβλημα δημιούργησε και το σύστημα αμοιβών στελεχών του χρηματοπιστωτικού τομέα. Οι αμοιβές των στελεχών βασιζόταν σε μια πολιτική ασύμμετρων μπόνους που ευνόησε την ανάληψη υπέρμετρων κινδύνων. Ο trader πιεζόταν να φέρει βραχυπρόθεσμες υπεραξίες σε βάρος της μακροπρόθεσμης εταιρικής κερδοφορίας και κινδύνου. Τα υψηλά κέρδη που πετύχαινε ο trader στη φάση ευφορίας του κύκλου τον άμειβαν με υψηλότερες αμοιβές στις οποίες όμως δεν καταλογιζόταν η αξιολόγηση του κινδύνου και στην περίπτωση που καταγράφονταν ζημιές με την ωρίμανση της επένδυσης η ίδια η τράπεζα επωμιζόταν τις ζημιές. Αυτό ουσιαστικά έθεσε κίνητρα για αλόγιστη χορήγηση στεγαστικών δανείων, ανεξάρτητα από τον πιστοληπτικό κίνδυνο των δανειοληπτών.

6. Τα ρυθμιστικά κενά σε συνδυασμό με την ελλιπή εποπτεία.

Οι παραπάνω αιτίες βρήκαν γόνιμο έδαφος και στο «απελευθερωμένο» κανονιστικό πλαίσιο. Το 1999, με την κατάργηση του νόμου Glass Steagall, υιοθετήθηκε το δόγμα της αυτορρύθμισης των επενδυτικών τραπεζών και υπήρξε τόσο στις Η.Π.Α και σε άλλες χώρες μια αποστροφή στην εφαρμογή ρυθμιστικών κανόνων. Επιπροσθέτως, η μετακίνηση σχετικών δραστηριοτήτων εκτός του ισολογισμού και η μεταβίβαση του κινδύνου οδήγησε σε αποδυνάμωση της εξασφαλιζόμενης κεφαλαιακής κάλυψης των τραπεζών και σε μείωση της ικανότητας της αγοράς να αποτιμήσει το μέγεθος του κινδύνου. Οι χρηματοοικονομικοί

¹² Κολλίνζας Τ, Ψαλλιδόπουλος Μ, « Οι κρίσεις του 1929 και του 2008 και οι πολιτικές αντιμετώπισής τους», Eurobank Research, Οικονομία και Αγορές, Τεύχος IV, Δεκέμβριος 2008

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ
ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

νεωτερισμοί δημιούργησαν νέες αγορές χωρίς να συνοδεύονται από τους κατάλληλους κανόνες λογιστικής απεικόνισης και το αντίστοιχο ρυθμιστικό-εποπτικό πλαίσιο.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Επακόλουθα της κρίσης.

4.1 Συνέπειες της κρίσης στο παγκόσμιο οικονομικό σύστημα και την πραγματική οικονομία.

Η βασική αιτία της κρίσης, όπως προαναφέρθηκε, ήταν η διαδεδομένη υποεκτίμηση των επενδυτικών κινδύνων και της έκτασης τους, στην οποία διάφοροι χρηματοοικονομικοί παράγοντες αφέθηκαν εκτεθειμένοι. Οι επενδυτές έδειξαν εμπιστοσύνη στα συστήματα αξιολόγησης και διαχείρισης κινδύνων των τραπεζών που όμως αποδείχτηκαν σαθρά. Οι τράπεζες ανέλαβαν υπέρμετρους κινδύνους στο κυνήγι της αύξησης των πιστώσεων και των τιλοποιήσεων που τους απέφεραν τεράστια κέρδη. Όμως, με την έναρξη της αναταραχής το 2007 άρχισε να γίνεται αντιληπτή η έκταση των προβλημάτων που θα επακολουθούσαν.

Όπως όλα δείχνουν τα μεγάλα θύματα της κρίσης είναι οι δημιουργοί της, δηλαδή οι επενδυτικές τράπεζες. Η έλλειψη εμπιστοσύνης ανάμεσα στα ενδιαφερόμενα μέρη του χρηματοπιστωτικού συστήματος έδειξε πως μεγάλα ιδρύματα βρίσκονταν κάτω από έντονη πίεση, με σοβαρούς κινδύνους για τη βιωσιμότητα του διεθνούς συστήματος και την υγιή συνέχιση της παγκόσμιας οικονομικής ανάπτυξης. Στον τραπεζικό κόσμο η εμπιστοσύνη αποτελεί πολύτιμο αγαθό καθώς όλο το τραπεζικό σύστημα έχει κτιστεί πάνω σε σχέσεις εμπιστοσύνης. Από τη στιγμή που η σχέση εμπιστοσύνης ουσιαστικά διερράγη η κατάρρευση τους ήταν θέμα χρόνου.

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

Τα διατραπεζικά επιτόκια έφτασαν σε τέτοια επίπεδα που ουσιαστικά σταμάτησε ο δανεισμός μεταξύ των τραπεζών. Πολλοί χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί οδηγήθηκαν στην χρεοκοπία όταν άφησαν να φανεί ότι δεν διέθεταν αρκετά κεφάλαια προκειμένου να αντιμετωπίσουν τις συσσωρευμένες ζημιές από τις μη εξυπηρετούμενες πλέον πιστώσεις που είχαν χορηγήσει.

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 σε κίνδυνο ρευστότητας, τον βασικό παράγοντα αύξησης των διατραπεζικών επιτοκίων στην αγορά. Οι τράπεζες επιθυμούσαν με κάθε τρόπο να διατηρήσουν την δική τους ρευστότητα και απέφευγαν να δανείζουν στις άλλες, αφού όχι μόνο δεν ήταν σε θέση να εκτιμήσουν την δική τους έκθεση σε κίνδυνο αλλά φοβούνταν και την έκταση της έκθεσης των άλλων τραπεζών που πιθανότητα θα τις οδηγούσε στην πιθανότητα αθέτησης εξόφλησης των δανειακών τους υποχρεώσεων. Μάλιστα, η ανεπάρκεια διαφάνειας ως προς τον τελικό φορέα που θα επωμίζονταν τους κινδύνους δημιούργησε ένα διάχυτο ρίσκο αντισυμβαλλομένων που αποτέλεσε και το δεύτερο παράγοντα αύξησης των επιτοκίων στη διατραπεζική αγορά.

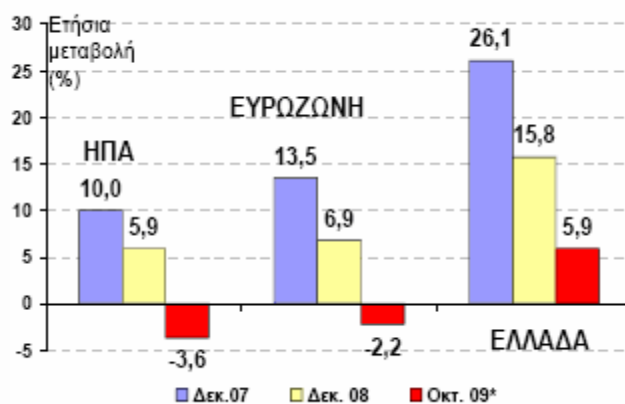
Μάλιστα, η κρίση δεν περιορίστηκε στην αμερικανική χρηματοπιστωτική αγορά αλλά έγινε συστημική, καθώς οι ευρωπαϊκές τράπεζες ήταν ιδιαίτερα παρούσες σε όλες τις αμερικανικές αγορές και βρέθηκαν εκτεθειμένες στις ίδιες δυσκολίες.

Ακόμη, παρατηρήθηκε μια μείωση της τραπεζικής διαμεσολάβησης. «Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του υπολοίπου της χρηματοδότησης των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων από τα Νομισματικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

(NXI) παρουσίασε ραγδαία υποχώρηση το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2009. Η εν λόγω εξέλιξη συνδέεται από τη πλευρά της προσφοράς, με την υιοθέτηση από τα εγχώρια NXI αυστηρότερων όρων και κριτηρίων χρηματοδότησης και από την πλευρά της ζήτησης με την επιφυλακτικότητα των επιχειρήσεων ως προς την ανάληψη νέων επενδύσεων. Γενικά, παρατηρείται μια σημαντική μείωση της κερδοφορίας των τραπεζών που οφείλεται τόσο στη μείωση των προσφερόμενων πιστώσεων όσο και στην σημαντική αύξηση των προβλέψεων για την κάλυψη ζημιών από δάνεια σε καθυστέρηση». ¹³

Η χαρακτηριστική μείωση της πιστωτικής επέκτασης των τραπεζικών ιδρυμάτων από το Δεκέμβριο του 2008 έως το Οκτώβριο του 2009, αποτυπώνεται στο παρακάτω διάγραμμα:



Πηγή: Eurobank Research

Διάγραμμα 4.1: «Πτώση ρυθμών αύξησης πιστωτικής επέκτασης».

¹³ Ενδιάμεση Έκθεση για τη Χρηματοπιστωτική Σταθερότητα, Δεκέμβριος 2009, Τράπεζα της Ελλάδος.

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

Επιπροσθέτως, η κρίση οδήγησε σε μια μείωση των χρηματιστηριακών δεικτών που συνάγει με την αυξημένη αποστροφή των επενδυτών προς τον κίνδυνο (High Risk Aversion). Οι επενδυτές απομακρύνονται σταδιακά από το χρηματιστήριο και τα εταιρικά ομόλογα. Οι χρηματαγορές όλου του κόσμου δέχονται αλληπάλληλα χτυπήματα και τα διεθνή χρηματιστήρια παρουσιάζουν κάθετη πτώση. Μετοχές πανίσχυρες καταποντίζονται και φτάνουν σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα γεγονός που κλονίζει την εμπιστοσύνη των παλαιών επενδυτών αλλά παράλληλα ανοίγει ευκαιρίες για νέους.

Όμως, οι αποδέκτες των απόνερων της κρίσης δεν περιορίζονται πια στους κατόχους τίτλων, ομολογιών ή αξιογράφων χωρίς αντίκρισμα ή σε κατόχους μετοχών που απαξιώθηκαν από το γενικότερο κλίμα εκροών που επικράτησε στα χρηματιστήρια, αλλά διευρύνονται σχεδόν σε όλους τους τομείς της οικονομίας και κυρίως στην πραγματική οικονομία.¹⁴

Η πραγματική οικονομία είναι η φυσική πλευρά της οικονομίας δηλαδή αυτή που αναφέρεται στην παραγωγή και τη χρήση αγαθών και υπηρεσιών και έρχεται σε αντίθεση με αυτή που ονομάζουμε «χάρτινη» δηλαδή τη χρηματοοικονομική που αφορά τις αγορές χρήματος και κεφαλαίου.

Η πραγματική οικονομία πάντοτε δοκιμάζεται από το σοκ που προκαλεί μια χρηματοοικονομική κρίση. Η χρηματοοικονομική αταξία έχει δύο άμεσες συνέπειες. Πρώτον, η προσφορά πιστώσεων εκ μέρους των τραπεζών γίνεται σπανιότερη, οπότε το κόστος χρήματος αυξάνεται. Δεύτερον, οι δανειολήπτες βλέπουν τα στοιχεία ενεργητικού τους να χάνουν απότομα σε αξία, οπότε δεν μπορούν να εξοφλήσουν τα

¹⁴ Χατζηδάκης Μάνος, «Η πιστωτική κρίση στην πραγματική οικονομία», Φεβρουάριος 2010,

http://www.news.kathimerini.gr/4dcgi/_w_articles_economy_1_04/10/2008_287102

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

δάνεια που έχουν λάβει. Αυτή η βλάβη που υφίσταται το πιστωτικό σύστημα που επηρεάζει τόσο τους δανειστές όσο και τους δανειολήπτες, έχει ως περαιτέρω συνέπεια ανακοπή της ανάπτυξης και ενδεχομένως οικονομική κάμψη.¹⁵

Η μείωση της κερδοφορίας των τραπεζών και οι ζημιές που υπέστησαν στους ισολογισμούς τους τις ώθησαν να μετακυλήσουν το κόστος στους πελάτες τους, δηλαδή να αυξήσουν τα επιτόκια τους. Άρα, οι πιστώσεις που χορηγούνται είναι όχι μόνο σπανιότερες αλλά και ακριβότερες, γεγονός που έχει αρνητικές επιπτώσεις στην εμπορική πίστη, στην κατανάλωση αλλά και στη ζήτηση των κατοικιών. Τα νοικοκυριά περιορίζουν τις δαπάνες τους και συγκρατούν την τρέχουσα κατανάλωση τους αφού επιβαρύνονται χρηματοπιστωτικά όλο και περισσότερο. Η επιβάρυνση αυτή παρουσιάζεται σήμερα εντονότερη και ταχύτερη, καθώς η αύξηση των τιμών των πρώτων υλών πχ πετρέλαιο, είδη διατροφής, έχει προκαλέσει υποχώρηση των εισοδημάτων και μείωση της αγοραστικής δύναμης των νοικοκυριών. Η μείωση της κατανάλωσης όμως, θα επηρεαστεί τόσο από τη διάθεση διακράτησης ρευστότητας σε καταθετικούς λογαριασμούς, όπου το κόστος ευκαιρίας είναι μετά από χρόνια σημαντικό, αποσύροντας μέρος της διακινούμενης ρευστότητας από την αγορά όσο και από τη συρρίκνωση της απασχόλησης και την επικείμενη μείωση των εισοδημάτων των νοικοκυριών που αποτελεί πρόσθετο λόγο για να δείχνουν επιφυλακτικότητα στις δαπάνες τους. Συνέπεια τούτων είναι η εντυπωσιακή μείωση του Α.Ε.Π παγκοσμίως, η μείωση της απασχόλησης και η αύξηση της ανεργίας.

Η πτώση της κατανάλωσης έχει όμως μια πρόσθετη και αναπόφευκτη συνέπεια για τις επιχειρήσεις: σημαντική μείωση των κερδών τους. Η μείωση των

¹⁵ Aglietta Michel, «Η Οικονομική Κρίση», Εκδόσεις Πόλις, 2^η Έκδοση, Αθήνα 2009.

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

κερδών σε συνδυασμό με τη δυσχέρεια που αντιμετωπίζουν τόσο σε πρόσβαση σε νέα κεφάλαια κίνησης από τις τράπεζες όσο και στην αποπληρωμή των δανειακών τους υποχρεώσεων οδηγούν πολλές επιχειρήσεις σε πτώχευση. Υπό το βάρος των αρνητικών προσδοκιών και της ψυχολογίας και εκτιμώντας ότι η ζήτηση θα μειωθεί αισθητά και ότι η ρευστότητα θα περιοριστεί σημαντικά, οι επιχειρήσεις προχωρούν σε απότομη και δραστική μείωση των αποθεμάτων, μαζικές απολύσεις προσωπικού και μειώσεις κόστους και παραγωγής με αποτέλεσμα η ανεργία να καλπάζει παγκοσμίως σε σύντομο χρονικό διάστημα. Οι κλάδοι που βίωσαν πρώτοι τις επιπτώσεις της κρίσης εντοπίζονται στο εμπόριο καταναλωτικών αγαθών μεσαίας και υψηλής αξίας όπως τα αυτοκίνητα μεσαίου κυβισμού, η επώνυμη ένδυση και οι αγορές ηλεκτρονικών ειδών και τεχνολογίας αιχμής. Χαρακτηριστικά αναφέρουμε την περίπτωση της Opel που λόγω της αισθητής μείωσης των παραγγελιών αυτοκινήτων αποφάσισε να περιορίσει την παραγωγή και να διακόψει την λειτουργία του εργοστασίου της στο Αιζεναχ της Γερμανίας για τρεις εβδομάδες.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ
ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

Τα παραπάνω γίνονται αντιληπτά και από τους παρακάτω πίνακες :

	2006	2007	2008	2009
Κόσμος	12.112.000	13.993.000	16.097.000	12.461.000
Ε.Ε. (27)	4.591.175	5.338.685	5.899.905	4.567.100
Η.Π.Α.	1.025.967	1.148.199	1.287.442	1.056.895
Ιαπωνία	646.725	714.327	782.047	580.845
Ινδία	121.808	150.159	194.828	155.249

Πηγή: Διεθνής Οργανισμός εμπορίου – statistics database, επεξεργασία από το συγγραφέα

**Πίνακας 4.1: Εμπορευματικές εξαγωγές στον υπόλοιπο κόσμο σε εκ \$ σε
τρέχουσες τιμές**

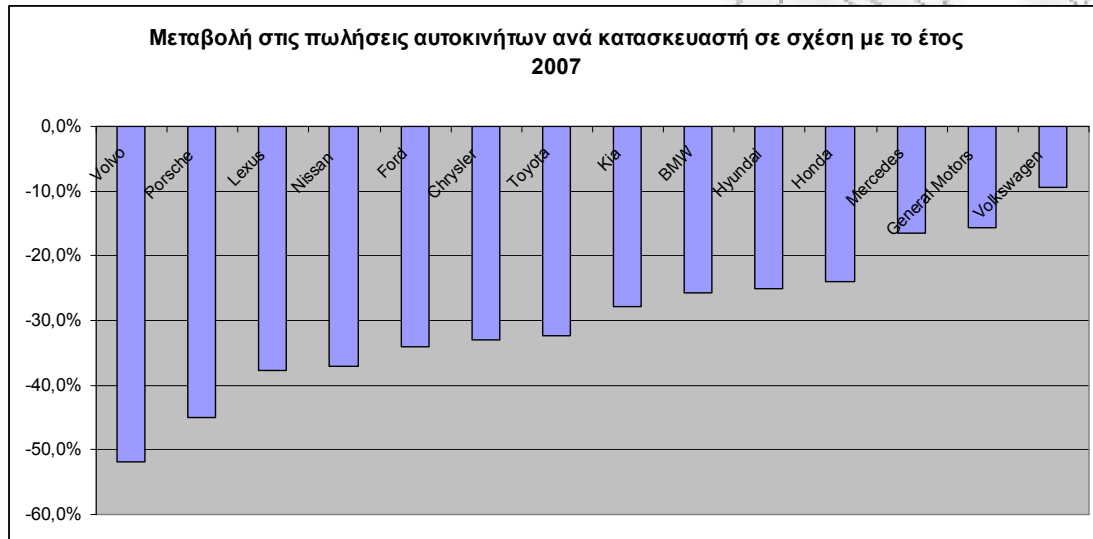
**ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ
ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ**

Κόσμος	Μεταφορές	644.900,00	773.000,00	894.800,00	703.500,00
	Ταξίδια	754.200,00	869.500,00	962.500,00	854.300,00
	Άλλες υπηρεσίες	1.419.200,00	1.738.700,00	1.946.300,00	1.753.800,00
European Union (27)	Μεταφορές	291.400,00	353.000,00	406.100,00	317.900,00
	Ταξίδια	320.900,00	366.500,00	393.400,00	339.600,00
	Άλλες υπηρεσίες	704.100,00	873.400,00	968.900,00	855.700,00
Η.Π.Α.	Μεταφορές	68.261,00	77.186,00	90.567,00	72.207,00
	Ταξίδια	106.905,00	119.781,00	134.906,00	115.616,00
	Άλλες υπηρεσίες	228.961,00	273.823,00	292.843,00	282.394,00
Ιαπωνία	Μεταφορές	37.648,00	42.020,00	46.794,00	31.524,00
	Ταξίδια	8.470,00	9.345,00	10.900,00	10.245,00
	Άλλες υπηρεσίες	69.022,00	75.694,00	88.819,00	82.546,00

Πίνακας 4.2: Εξαγωγές υπηρεσιών στον υπόλοιπο κόσμο σε εκ \$ σε τρέχουσες τιμές.

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

Στο παρακάτω διάγραμμα, απεικονίζεται η δραματική πτώση των πωλήσεων που σημειώνεται στον τομέα της αυτοκινητοβιομηχανίας, αφού η αγορά αυτή κινείται κατά πλειοψηφία, μέσω των καταναλωτικών δανείων ή της χρηματοδοτικής μίσθωσης:



Πηγή: Γκόγκας Π, «Τραπεζική Κρίση και Ύφεση για μη ειδικούς», 2008, www.in.gr

Διάγραμμα 4.2: Μεταβολή στις πωλήσεις αυτοκινήτων ανά κατασκευαστή σε σχέση με το έτος 2007

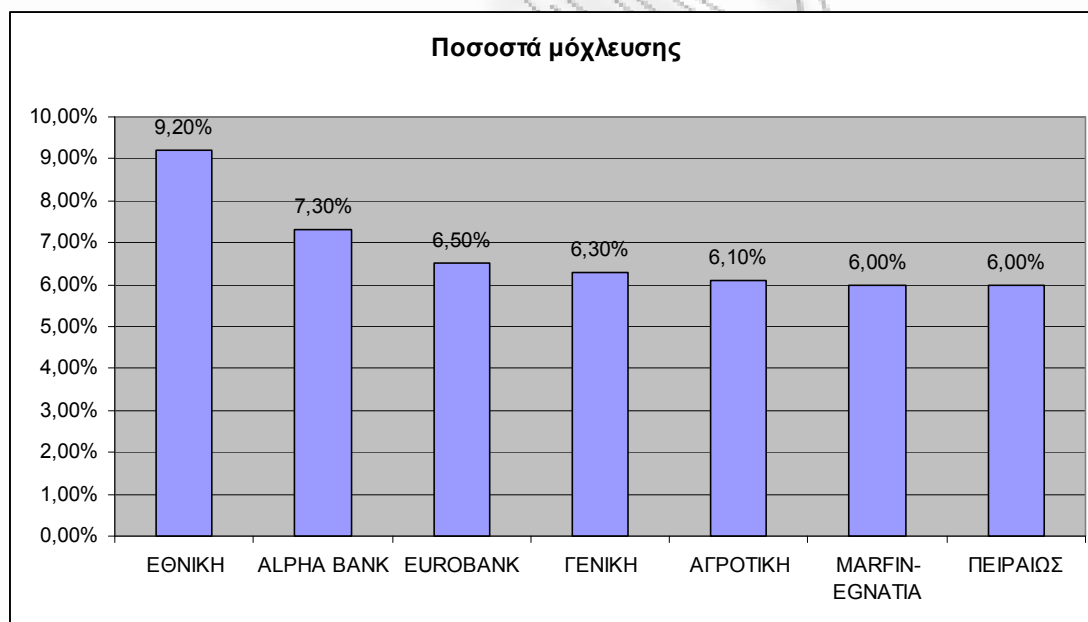
4.2 Επιπτώσεις της κρίσης στην Ελλάδα.

Σε αντίθεση με ότι συμβαίνει σε πολλές άλλες χώρες, τα αίτια των προβλημάτων της ελληνική οικονομίας δεν πηγάζουν από τον τραπεζικό τομέα ή τις διασυνδέσεις της με τον παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό χώρο. Η βάση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος είναι υγιής και ασφαλής καθώς σύμφωνα με τους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας και αποδοτικότητας επηρεάστηκαν σε μικρότερο βαθμό από

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

τις άλλες τράπεζες διεθνώς και εξακολουθούν να παρέχουν ικανοποιητικό περιθώριο για την κάλυψη των κινδύνων και τη διασφάλιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας λόγω της περιορισμένης έκθεσης τους σε σύνθετα χρηματοπιστωτικά προϊόντα.

Συγκριτικά με τις ξένες τράπεζες που χρεοκόπησαν μετά την εκδήλωση της κρίσης και είχαν δείκτη μόχλευσης γύρω στο 2%, οι δείκτες μόχλευσης των μεγαλύτερων ελληνικών τραπεζών σύμφωνα με τα τελευταία στοιχεία τους κατά το πρώτο εξάμηνο του 2008 είναι πολύ μεγαλύτεροι του «ιδανικού» 5%, όπως φαίνεται και από το παρακάτω διάγραμμα :



Πηγή: Γκόγκας Π, «Τραπεζική Κρίση και Ύφεση για μη ειδικούς», 2008, www.in.gr

Διάγραμμα 4.3: «Ποσοστά μόχλευσης Ελληνικών Τραπεζών».

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

Πέραν του δείκτη μόχλευσης των ελληνικών τραπεζών που φαίνεται αρκετά υψηλός, οι ελληνικές τράπεζες ούτε έχουν στηρίξει την ανάπτυξη τους σε αγορές επισφαλών στεγαστικών δανείων, ούτε έχουν καταστρατηγήσει τους κανόνες πιστοδότησης και συνεχίζουν να χορηγούν δάνεια με τους ίδιους αυστηρούς όρους, γεγονός που περιορίζει σημαντικά τον κίνδυνο να αποδειχθούν αφερέγγυοι οι δανειολήπτες.

Πάρα ταύτα, το 2008, το χρηματοπιστωτικό και το μακροοικονομικό περιβάλλον επέδρασαν αρνητικά στα βασικά μεγέθη του τραπεζικού τομέα. Τον Δεκέμβριο του 2008, σε σύγκριση με το προ έτους επίπεδο, ο τομέας παρουσίαζε αυξημένη έκθεση στον **πιστωτικό κίνδυνο**. Ο λόγος των δανείων σε καθυστέρηση προς το σύνολο δανείων ανήλθε σε 5% (2007: 4,5%), εξαιτίας της αύξησης των καθυστερήσεων στα στεγαστικά και τα καταναλωτικά δάνεια, ενώ το ποσοστό κάλυψης των δανείων σε καθυστέρηση από τις σωρευμένες προβλέψεις για τον πιστωτικό κίνδυνο υποχώρησε σε 48,9% (2007: 53,4%). Χαμηλός, ωστόσο, παρέμεινε ο βαθμός συγκέντρωσης των τραπεζικών δανείων σε συγκεκριμένους πελάτες ή κλάδους επιχειρηματικής δραστηριότητας, ενώ σημαντικά αυξημένες ήταν, σε απόλυτα μεγέθη, οι προβλέψεις των τραπεζών για την κάλυψη των κινδύνων του χαρτοφυλακίου πιστοδοτήσεων εσωτερικού και εξωτερικού. Ο **κίνδυνος ρευστότητας** του τραπεζικού τομέα ως συνόλου επηρεάστηκε αυξητικά από τις εντάσεις στις αγορές χρήματος και από τις δραστηριότητες εξωτερικού των ελληνικών τραπεζών, ιδίως σε χώρες της Αναδυόμενης Ευρώπης που επηρεάστηκαν εντονότερα, σε σύγκριση με την ελληνική οικονομία, από την παγκόσμια κρίση. Οι δραστηριότητες των ελληνικών τραπεζών στις χώρες αυτές αντιστοιχούν στο 1/5 του ελληνικού ΑΕΠ. Μείωση, αντίθετα, εμφάνισαν ο **κίνδυνος αγοράς** και ο

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

λειτουργικός κίνδυνος, οι οποίοι αποτελούν μικρό μόνο τμήμα του συνόλου των κινδύνων.¹⁶

Η κερδοφορία όμως των ελληνικών τραπεζών μειώθηκε. Κυριότεροι παράγοντες που συνέβαλαν στην εξέλιξη αυτή ήταν ο υπερδιπλασιασμός των προβλέψεων για τον πιστωτικό κίνδυνο, οι ζημίες από χρηματοοικονομικές πράξεις και η επιβράδυνση της αύξησης των εσόδων από τόκους.

Οι επιπτώσεις όμως της κρίσης στην ελληνική πραγματική οικονομία είναι πλέον αισθητές, παρά τις αρχικές προβλέψεις ότι η Ελλάδα θα υποστεί σε σχετικά μικρότερο βαθμό τις συνέπειες αφού είναι συγκριτικά μία πιο κλειστή οικονομία σε σχέση με άλλες.

Η απουσία ουσιαστικής ανταγωνιστικής παραγωγικής βάσης, οι χρόνιες και σοβαρές μακροοικονομικές ανισορροπίες, τα τεράστια διαρθρωτικά προβλήματα που απεικονίζονται στο δημόσιο χρέος και το άνοιγμα στο ισοζύγιο εξωτερικών πληρωμών την έκαναν να δεχτεί ισχυρότατο πλήγμα από τη διεθνή οικονομική κρίση.

Ο περιορισμός της κατανάλωσης και τα προβλήματα ρευστότητας που αντιμετωπίζουν νοικοκυριά και επιχειρήσεις είναι ορατά και στην Ελλάδα. Η συμπίεσμένη οικονομική δραστηριότητα έχει επιδράσει αρνητικά στην καθαρή χρηματοοικονομική θέση των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών όσον αφορά τις επιχειρήσεις, η υποχώρηση του κύκλου εργασιών και μια τάση επιμήκυνσης της διάρκειας των πιστώσεων προς τους πελάτες επηρέασαν ανασταλτικά ορισμένα χρηματοοικονομικά μεγέθη, όπως οι δείκτες κερδοφορίας και εσωτερικής ρευστότητας.

¹⁶ Δημοσίευση της Έκθεσης για τη Χρηματοπιστωτική Σταθερότητα, Δελτίο Τύπου, Ιούνιος 2009, Τράπεζα της Ελλάδος.

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

Είναι προφανές ότι οι δύο «πυλώνες» της Ελληνικής οικονομίας ήδη δέχονται τα σεισμικά κύματα της παγκόσμιας κρίσης.

Ο κατασκευαστικός/οικοδομικός τομέας ήδη ασφυκτιά από την κεφαλαιακή στενότητα και την αδυναμία δανεισμού και δημιουργεί τις πρώτες στρατιές ανέργων.

Ο δεύτερος «πυλώνας» της Ελληνικής οικονομίας, ο Τουρισμός, με τα προϋπάρχοντα χρόνια διαρθρωτικά προβλήματα και τον ελάχιστο βαθμό ανταγωνιστικότητας, είναι επόμενο να δεχθεί το ισχυρότερο πλήγμα από την πλανητική κρίση του χρηματοπιστωτικού συστήματος και την επερχόμενη παγκόσμια οικονομική ύφεση. Πράγματι, η ζήτηση για κρατήσεις μειώθηκε κατά 40% το περσινό καλοκαίρι, δεδομένου ότι η ύφεση στις Η.Π.Α και η επιβράνδυση της ανάπτυξης στις χώρες της ευρωζώνης αποθάρρυνε αρκετούς κατοίκους απ' αυτές τις χώρες να κάνουν διακοπές στο εξωτερικό.

Είναι γενικά παραδεκτό, ότι ο τουρισμός είναι η κινητήρια δύναμη της οικονομικής και κοινωνικής ανάπτυξης της χώρας μας δεδομένου ότι ένα 12-13% του ΑΕΠ προέρχεται από τον τουρισμό.

Όμως ο τουρισμός δεν είναι αυτοτελής τομέας. Συνδέεται άρρηκτα και βρίσκεται σε αλληλεξάρτηση με τους άλλους τομείς της οικονομίας, με τους οποίους αποτελεί ένα ενιαίο παραγωγικό σύμπλεγμα και ιδιαίτερα με την αγροτική παραγωγή, τη μεταποίηση και όλες τις άλλες υπηρεσίες.¹⁷

¹⁷ Σκούλας Νίκος, «Οι Επιπτώσεις της Διεθνούς Οικονομικής Κρίσης στον Τουρισμό», Νοέμβριος 2008-[http://www.nsa.gr/blog/2008/economy-\(1\).aspx](http://www.nsa.gr/blog/2008/economy-(1).aspx)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: Διαχείριση της κρίσης

5.1 Ο ρόλος των Κεντρικών Τραπεζών.

Οι Κεντρικές τράπεζες είναι αρμόδιες σε κάθε χώρα έτσι ώστε, μέσω του εποπτικού ελέγχου που εφαρμόζουν, να διατηρούν την εμπιστοσύνη του κοινού προς τις τράπεζες και να συμβάλλουν στην ενίσχυση της ασφάλειας και της σταθερότητας ολόκληρου του τραπεζικού συστήματος. Σε περιπτώσεις κρίσεων μάλιστα, έχουν το ρόλο του δανειστή τελευταίας προσφυγής παρέχοντας πιστώσεις προς τις τράπεζες για τη μείωση του προβλήματος ρευστότητας, αποτρέποντας με τον τρόπο αυτό την εμφάνιση αλυσιδωτών αντιδράσεων «πανικού» στο τραπεζικό σύστημα (domino effects). Όμως, η χορήγηση πιστώσεων έσχατης ανάγκης από την Κεντρική Τράπεζα αφορά κυρίως τα χρηματοδοτικά ιδρύματα που αντιμετωπίζουν βραχυχρόνιο πρόβλημα ρευστότητας και όχι την απροκάλυπτη κάλυψη των ιδρυμάτων αυτών που δεσμεύουν στοιχεία του ενεργητικού τους σε δάνεια υψηλής απόδοσης και υψηλού ρίσκου.

Υπάρχουν μάλιστα και εκείνοι που αντιτίθενται στην παρέμβαση της κεντρικής τράπεζας για τη διάσωση χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων σε περίπτωση αφερεγγυότητας, υποστηρίζοντας την αρχή του «ηθικού κινδύνου», δηλαδή όταν μια τράπεζα κινδυνεύει να χρεοκοπήσει εξαιτίας της υπερβολικής της έκθεσης στον κίνδυνο, είναι καλύτερα να μη τη βοηθήσει κανείς αλλιώς ενθαρρύνεται το υπερβολικό ρίσκο και επιβραβεύεται η συμπεριφορά της.

Στη συγκεκριμένη κρίση που εξετάζουμε, η FED θέλοντας να ηθικοποιήσει την αγορά και να δώσει ένα παραδειγματικό μάθημα πήρε το ρίσκο να αφήσει να βουλιάξει μια από τις μεγαλύτερες τράπεζες στην Αμερική, τη Lehman Brothers.

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

Ήθελε με αυτό τον τρόπο να καταδείξει ότι κάθε περίπτωση χρεοκοπίας δεν οδηγούσε αυτόματα σε κρατική παρέμβαση.

Εντούτοις, η κατάρρευση της Lehman Brothers ξεκίνησε ένα κλίμα πανικού και δυσπιστίας απέναντι στην αγορά παραγώγων τόσο στις Η.Π.Α όσο και στην Ευρώπη λόγω των διασυνδέσεων που είχε η τράπεζα αυτή μέσω της αγοράς παραγώγων και με ευρωπαϊκές τράπεζες. Τα παράγωγα άρχισαν να θεωρούνται επικίνδυνη μορφή επένδυσης και τόσο οι επενδυτικές όσο και οι εμπορικές τράπεζες που είχαν στο χαρτοφυλάκιο τους τιτλοποιημένα προϊόντα στιγματίστηκαν από υποψίες. Οι τράπεζες άρχισαν να υποψιάζονται η μία την άλλη και να αμφιβάλλουν για την αξία των καλυμμάτων που προσφέρονταν ως εγγύηση των δανείων. Η διατραπεζική αγορά παρέλυσε και παρατηρήθηκε κρίση ρευστότητας.

Ως εκ τούτου, οι Κεντρικές Τράπεζες κλήθηκαν να αποκαταστήσουν τα προβλήματα ρευστότητας που παρατηρήθηκαν στην διατραπεζική αγορά και να λύσουν τα προβλήματα φερεγγυότητας των τραπεζών. Προκειμένου να επιτύχουν λοιπόν επανεκκίνηση του συστήματος έπρεπε να εφαρμόσουν μέτρα που θα παρείχαν τόσο εγγύηση των διατραπεζικών πιστώσεων, όσο και επιστροφή της πίστης στους επενδυτές ότι δεν θα χάσουν τα κεφάλαια τους.

Από τον Αύγουστο του 2007, όπου άρχισαν να διαφαίνονται τα πρώτα σημάδια της κρίσης, οι Κεντρικές Τράπεζες παρενέβαιναν όπου έκριναν αναγκαίο, παρέχοντας ρευστότητα στο σύστημα και παίζοντας το ρόλο του χρηματοπιστωτικού σταθεροποιητή γνωρίζοντας καλά ότι η κυκλοφορία του χρήματος είναι ουσιώδης για τη συνολική σταθερότητα του συστήματος.

Συγκεκριμένα, η εξάντληση ρευστότητας στην αγορά χρήματος του ευρώ ώθησε την ΕΚΤ στις 9 Αυγούστου να χορηγήσει ρευστότητα ύψους 95 δις ευρώ στο

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

τραπεζικό σύστημα της ευρωζώνης, ενώ η Fed και η Τράπεζα της Ιαπωνίας προχώρησαν σε παρόμοιες ενέργειες. Τις επόμενες μέρες η ΕΚΤ διενήργησε και άλλες τέτοιες πράξεις με σταδιακά μικρότερα ποσά. Χαρακτηριστικά, η Fed δήλωσε ότι θα χορηγούσε αυθημερόν όσα χρήματα ήταν αναγκαία για να καταπολεμηθούν οι τριγμοί στον τομέα της πίστωσης. Μάλιστα, καθώς η κρίση γινόταν παγκόσμια, οι Κεντρικές Τράπεζες συντόνισαν τις παρεμβάσεις τους κατά τέτοιο τρόπο ώστε να τροφοδοτούνται οι τράπεζες στα τέσσερα σημεία του ορίζοντα και με τα διάφορα νομίσματα που αυτές χρειάζονταν.

Η Fed με διαδοχικές μειώσεις των επιτοκίων που ξεκίνησε από τον Σεπτέμβριο του 2007 διαμόρφωσε τελικά στο τέλος του έτους το επιτόκιο-στόχο της στο 4,25%, μια ολόκληρη μονάδα βάσης χαμηλότερα σε σχέση με τον Ιανουάριο του 2007¹⁸. Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των Η.Π.Α χρησιμοποίησε επίσης και άλλα μέσα άσκησης νομισματικής πολιτικής. Τον Αύγουστο μείωσε τη διαφορά μεταξύ του επιτοκίου-στόχου της για τοποθετήσεις μίας ημέρας στη διατραπεζική αγορά και του προεξοφλητικού της επιτοκίου από 100 σε 50 μονάδες βάσης (ΕΚΤ, 2007). Όσον αφορά το θέμα των επιτοκίων, η ΕΚΤ δεν ανταποκρίθηκε σε μια μείωση τους τόσο γρήγορα όσο η Fed. Παρόλες τις εκτιμήσεις ότι οι κίνδυνοι για τη σταθερότητα των τιμών ήταν ανοδικοί, η ΕΚΤ διατήρησε αμετάβλητα τα επιτόκια της κατά το Β' εξάμηνο του 2007 και το Α' εξάμηνο του 2008. Όμως, υπό το φόβο της επέκτασης της χρηματοπιστωτικής κρίσης στην παγκόσμια οικονομία, η ΕΚΤ ενεργώντας συντονισμένα και με άλλες κεντρικές τράπεζες ανακοίνωσε μειώσεις των επιτοκίων της τον Οκτώβριο του 2008. Συνολικά, από τον Οκτώβριο του 2008 έως το Μάρτιο του 2009, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ μείωσε τα επιτόκια της κατά 275

¹⁸ Ετήσια Έκθεση, ΕΚΤ 2007.

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

μονάδες βάσης. Τα επιτόκια της αγοράς χρήματος για τοποθετήσεις μιας μέρας μειώθηκαν ακόμη περισσότερο την ίδια περίοδο.

Οι Κεντρικές Τράπεζες όμως, χρειάστηκε να διευρύνουν το ρόλο του δανειστή τελευταίας προσφυγής. Πράγματι, οι επενδυτικές τράπεζες χρειάστηκαν βαθμιαία πιστώσεις που η διάρκεια τους δεν ήταν μόνο βραχυχρόνια. Όταν δεν κατόρθωσαν να τιμήσουν τις υποχρεώσεις που αναλάμβαναν με βάση τριμηνιαίους τίτλους, ήταν πλέον αναγκασμένες να αναζητούν πιστώσεις πολύ μακρύτερης περιόδου.¹⁹ Έτσι, η Fed καθιέρωσε μια προσωρινή πιστωτική διευκόλυνση, την Term Auction Facility, μέσω της οποίας χορηγήθηκε ρευστότητα προς τα πιστωτικά ιδρύματα, με μεγαλύτερη διάρκεια και με λιγότερο πιεστικές απαιτήσεις παροχής ασφάλειας σε σχέση με τα ισχύοντα για τις πράξεις ανοικτής αγοράς (ΕΚΤ, 2007). Τον Απρίλιο του 2008, η Fed εισάγει νέο μέτρο, το Dealer Credit Facility, και το οποίο δίνει τη δυνατότητα κυρίως σε επενδυτικές τράπεζες να εφοδιαστούν με ρευστά διαθέσιμα ενεχυριάζοντας αξιόγραφα. Σε λίγο, όλες οι Κεντρικές τράπεζες αναγκάστηκαν να αποδεχτούν ως κάλυμμα και για εγγύηση των ενέσεων ρευστότητας που χορηγούσαν τίτλους στεγαστικών δανείων, που ήταν φανερό ότι περιλάμβαναν πολύ υψηλό κίνδυνο. Μάλιστα, η Fed πήγε πιο μακριά στη εκ μέρους της ανάληψη κινδύνου. Άρχισε να δανείζει απευθείας τις επιχειρήσεις, αγοράζοντας τα εταιρικά ομόλογα τους, κίνηση που ουσιαστικά σήμαινε την υποβάθμιση του δικού της ισολογισμού, αφού βρισκόταν αντιμέτωπη με ένα πιστωτικό κίνδυνο που απειλούσε τη δική της πλέον ανεξαρτησία.

¹⁹ Aglietta Michel, «Η Οικονομική Κρίση», Εκδόσεις Πόλις, 2^η Έκδοση, Αθήνα 2009.

5.2 Ο ρόλος των Κυβερνήσεων.

Εντούτοις, οι ρυθμίσεις των Κεντρικών Τραπεζών απέβλεπαν κυρίως στην παροχή έκτακτης ρευστότητας και εξομάλυνσης των διατραπεζικών σχέσεων και δεν στρέφονταν στο θεμελιώδες πρόβλημα των πιστώσεων αμφιβόλου ποιότητας. Καθώς η κρίση επιτεινόταν όλο και περισσότερο και περνούσε στην πραγματική οικονομία, οι κυβερνήσεις των χωρών αποφάσισαν να πάρουν τη σκυτάλη και να ασκήσουν τις πολιτικές εκείνες που διαθέτουν ώστε να αποτραπεί η οικονομική επιβράνδυση ή χειρότερα η ύφεση στην οικονομία,

Σύμφωνα με τον Χ.Μερτζάνη, οι πολιτικές που μπορούν να ασκηθούν από τις κυβερνήσεις για την αποτροπή τους συστημικού κινδύνου, με σειρά προτεραιότητας κατά την άσκηση τους, είναι οι ακόλουθες:²⁰

1) Πολιτική τόνωσης της ρευστότητας- στο πλαίσιο της τρέχουσας κρίσης (όλες οι χώρες κάνουν το μέγιστο που μπορούν μέσω των κεντρικών τραπεζών τους).

2) Πολιτική εγγύησης δανείων με στόχο την διευκόλυνση των εργασιών της διατραπεζικής αγοράς- στο πλαίσιο της τρέχουσας κρίσης στις ευρωπαϊκές χώρες υιοθετούν την πολιτική αυτή περισσότερο σε σχέση με τις ΗΠΑ.

3) Πολιτική εγγύησης καταθέσεων με στόχο την αποτροπή πανικού απόσυρσης καταθέσεων.

4) 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

²⁰ Μερτζάνης Χαρίλαος, « Η διεθνής Χρηματοπιστωτική Κρίση : Χαρακτηριστικά, προκλήσεις και προτάσεις πολιτικής», Αθήνα, Δεκέμβριος 2008.

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

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.

5) Πολιτική άμεσης ανακεφαλαιοποίησης των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων μέσω εύρεσης νέων μετοχών ή μέσω αγοράς προνομιούχων μετοχών από το κράτος.

6) Άλλες πολιτικές ενίσχυσης της ρευστότητας- δημιουργία πιστωτικών διευκολύνσεων μέσω ιδιωτικής θέσπισης SPVs που χρηματοδοτούνται με δημόσιο χρήμα για την αγορά από επενδυτές, καθώς και άλλα προγράμματα χρηματοδότησης από τους δημόσιους οργανισμούς ασφάλισης καταθέσεων που εγγυώνται την έκδοση εταιρικών χρεογράφων υψηλής ποιότητας και παρέχουν πλήρη κάλυψη μη έντοκων καταθετικών λογαριασμών για την κάλυψη συναλλαγών.

Όταν ξέσπασε η κρίση, οι κυβερνήσεις των κρατών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης αντέδρασαν λαμβάνοντας μέτρα βάση της εθνικής τους νομοθεσίας, δεδομένου ότι δεν υπάρχει ευρωπαϊκό πλαίσιο για τη διαχείριση κρίσεων του τραπεζικού τομέα. Επίσης, οι Ευρωπαίοι δεν έχουν στη διάθεση τους ένα κοινό προϋπολογισμό, σε αντίθεση με ότι συμβαίνει στις Η.Π.Α. Δεδομένου των διαφορετικών συνθηκών που επικρατούν σε κάθε χώρα, κάποιες -όπως η Γερμανία- αντιτίθονταν στη σύσταση ενός πανευρωπαϊκού σχεδίου για την αντιμετώπιση της κρίσης και πρότειναν να την αντιμετωπίσει κάθε χώρα μόνη της ανάλογα με τις ευθύνες της. Η Γερμανία δεν ήθελε να υποσκάψει μια εθνική δημοσιονομική ισορροπία που την είχε πληρώσει στο παρελθόν με επώδυνες ρυθμίσεις. Άλλες χώρες, όπως η Γαλλία, απηύθυναν έκκληση για ανάληψη κοινοτικής δράσης στην

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

οποία όμως δεν ήταν ικανοί να συμμετάσχουν ουσιωδώς δεδομένου του τεράστιου δημοσιονομικού ελλείμματος τους.

Παρά τα προβλήματα, όμως, οι ευρωπαίοι ηγέτες συνειδητοποίησαν ότι για δώσουν μια αποτελεσματική απάντηση στην κατάσταση ύφεσης που προκαλεί η χρηματοπιστωτική κρίση θα έπρεπε να λάβουν δράση γρήγορα και συλλογικά.

Σε έκτατη σύνοδο τους στο Παρίσι, στις 12 Οκτωβρίου 2008, οι ηγέτες των 15 χωρών της ευρωζώνης συμφώνησαν σε ένα κοινό σχέδιο δράσης μέσω συντονισμένων μέτρων για την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης και τη βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης της οικονομίας. Τα μέτρα αυτά περιλάμβαναν την παροχή εγγυήσεων για την έκδοση χρεογράφων από τις τράπεζες, την ανακεφαλαιοποίηση τραπεζών και την παροχή κρατικής εγγύησης στα διατραπεζικά δάνεια.

Πιο συγκεκριμένα, οι κυβερνήσεις εισέφεραν σε τράπεζες που αντιμετώπιζαν τον κίνδυνο της χρεοκοπίας κρατικά κεφάλαια. Το έκαναν αυτό, είτε με τη μορφή προνομιούχων μετοχών- δηλαδή τίτλων χωρίς δικαίωμα ψήφου, αλλά με απόδοση ανάλογη των ομολογιών- είτε με τη μορφή κοινών μετοχών. Για παράδειγμα, το βρετανικό υπουργείο Οικονομικών ανέλαβε το 58% των μετοχών της Royal Bank of Scotland, που είχε βρεθεί απόλυτα αποσταθεροποιημένη τον Οκτώβριο του 2008, με την αγορά της ολλανδικής τράπεζας ABN AMRO. Όσον αφορά την εγγύηση των διατραπεζικών δανείων δέσμευσαν σημαντικά κεφάλαια προκειμένου να γίνει η εγγύηση τους αυτή αξιόπιστη.

Ανάλογη προσέγγιση υιοθέτησαν και οι Αμερικανοί, με σχέδιο 700 δις δολαρίων που εκπονήθηκε από τον υπουργό Οικονομικών Χένρυ Πόλσον και ονομάστηκε Νόμος Έκτακτης Οικονομικής Σταθεροποίησης του 2008. Ο μηχανισμός

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

αυτός παρείχε στο αμερικανικό δημόσιο τη δυνατότητα και την εξουσία να εξαγοράζει προβληματικά στοιχεία ενεργητικού εκείνων των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων που είχαν πληγεί από την κρίση των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων χαμηλής εξασφάλισης.²¹

Τέλος, τα κράτη για να αποφύγουν κρίσεις πανικού στους πολίτες που θα οδηγούσε σε μια μαζική ανάληψη των καταθέσεων από τις τράπεζες και σε επιδείνωση του προβλήματος ρευστότητας που αυτές ήδη αντιμετώπιζαν, ενίσχυσαν τα επίπεδα εγγύησης των καταθέσεων. Εγγύηση καταθέσεων υπήρχε, το ύψος της όμως διέφερε αισθητά από χώρα σε χώρα και σε ορισμένες ήταν πολύ χαμηλό σε σχέση με τη σοβαρότητα της κατάστασης. Μάλιστα, το αμερικανικό υπουργείο οικονομικών αποφάσισε να επεκταθεί η εγγύηση των καταθέσεων και στα αμοιβαία χρηματαγοράς.

²¹ Aglietta Michel, «Η Οικονομική Κρίση», Εκδόσεις Πόλις, 2^η Έκδοση, Αθήνα 2009.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: Οι κυριότερες κρίσεις.

6.1 Ιστορική αναδρομή των κυριότερων κρίσεων.

Πολλοί αναλυτές παρομοιάζουν των τρέχουσα οικονομική κρίση με την αντίστοιχη του 1929. Πάρα το γεγονός ότι τα σημερινά δεδομένα είναι εντελώς διαφορετικά, είναι βέβαιο ότι σε κάθε μεγάλη κρίση υπάρχουν ορισμένα κοινά στοιχεία όπως: η υπερβολική ευφορία, η απληστία των επενδυτών που κυνηγούν το εύκολο κέρδος προβαίνοντας συχνά σε υπερβολικό δανεισμό και οι μη ορθολογικές προσδοκίες που πηγάζουν από την έλλειψη σωστής πληροφόρησης και διαφάνειας των τραπεζικών εργασιών.²² Κρίνεται λοιπόν σκόπιμο, για ιστορικούς κυρίως λόγους, να γίνει μια σύντομη αναδρομή στις μεγαλύτερες χρηματοοικονομικές κρίσεις που έπληξαν το χρηματοοικονομικό στερέωμα.

Η αμερικανική χρηματιστηριακή αγορά γνώρισε εντυπωσιακή άνοδο τη δεκαετία του 1920. Η σημαντική αύξηση του όγκου συναλλαγών και οι επιδόσεις των εισηγμένων εταιριών στο χρηματιστήριο της Wall Street θεωρήθηκε σημάδι μιας νέας εποχής ευημερίας. Ο χρηματιστηριακός δείκτης Dow Jones είχε επιδοθεί σε μια ξέφρενη ανοδική πορεία που οδήγησε τους πάντες στην αγορά μετοχών. Η επένδυση στο χρηματιστήριο ξέφυγε από το στενά όρια των τραπεζιτών και οδήγησε μεγάλες μάζες πληθυσμού να εναποθέσουν τις ελπίδες τους στις μετοχές. Οι τίτλοι θεωρούνταν εξαιρετικά ασφαλείς εξαιτίας της ισχυρής οικονομικής ανάπτυξης. Η κατανάλωση όμως τροφοδοτούνταν από το δανεισμό με σκοπό την αύξηση των πιθανών κερδών και από την συνεπαγόμενη ανάληψη υψηλότερων κινδύνων.

²² Reinhart C-Rogoff K, «Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis so different? An International Historical Comparison», February 2008.

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

Μετά από μια σταθερή ανοδική πορεία όμως, στις 24 Οκτωβρίου 1929, ημέρα γνωστή ως «Black Thursday», ξεκίνησε η μεγάλη πτώση της χρηματιστηριακής αγοράς. Περίπου 13 εκατ. μετοχές τέθηκαν υπό διαπραγμάτευση εκείνη την ημέρα καθώς οι επενδυτές κυριευτήκαν από πανικό αντιλαμβανόμενοι ότι η ανάπτυξη του χρηματιστηρίου δεν ήταν παρά μια φούσκα.

Το κραχ στη Wall Street ήταν το γεγονός που οδήγησε την αμερικανική και παγκόσμια οικονομία σε μια πρωτοφανή κρίση, που κατέληξε στην ύφεση της δεκαετίας του 1930. Λόγω της παρατεταμένης διάρκειας της, η περίοδος αυτή ονομάστηκε great depression. Ο αντίκτυπος της κρίσης ήταν εμφανής και οδήγησε σε οικονομικό μαρασμό, ενώ οι επιπτώσεις για την πραγματική οικονομία ήταν τεράστιες. Οι επενδυτές που είχαν χρησιμοποιήσει μόχλευση, οι λεγόμενοι «margin investors», καταστράφηκαν λόγω των μαζικών ρευστοποιήσεων και χρεοκόπησαν άμεσα. Οι τράπεζες χρεοκοπούσαν η μία μετά την άλλη αφού είχαν επενδύσει στη χρηματιστηριακή αγορά τα χρήματα των καταθετών τους και τα έχασαν. Μέσα σε τρία χρόνια, χιλιάδες επιχειρήσεις έκλεισαν, το ΑΕΠ των Η.Π.Α είχε μειωθεί κατά το ήμισυ και ένας στους τρεις Αμερικανούς ήταν άνεργος.

Τα προβλήματα επιδεινώθηκαν από τις λανθασμένες κινήσεις των αρχών. Η Fed προκειμένου να προστατεύσει το δολάριο προχώρησε σε αύξηση των επιτοκίων ενώ η κυβέρνηση αύξησε τους δασμούς και διατηρούσε δημοσιονομικά πλεονάσματα αντί να προσφέρει ρευστότητα στην αγορά με φτηνό χρήμα για να ανακάμψει η δραστηριότητα.

Μια άλλη κρίση που κλυδώνισε την αμερικανική οικονομία ήταν η κρίση του 1987 στον τραπεζικό τομέα. Από το 1986 και ως τις αρχές της δεκαετίας του 1990 ο κλάδος των saving & loans παρασύρθηκε από τη στεγαστική πίστη. Τα S&L's ήταν

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

ιδρύματα δανεισμού και αποταμιεύσεων στις Η.Π.Α και στη Μ.Βρετανία που χορηγούσαν στεγαστικά δάνεια με κεφάλαια από καταθέσεις επενδυτών. Μετά από σειρά απορρυθμίσεων, είχαν τη δυνατότητα να δραστηριοποιούνται σε πιο περίπλοκες χρηματοοικονομικές συναλλαγές, που ως τότε λαμβάνονταν αποκλειστικά από τις εμπορικές τράπεζες. Η αντιστροφή της αγοράς αποκάλυψε όμως πόσο ευάλωτα, μικρού μεγέθους και κακώς διαχειριζόμενα ήταν τα ιδρύματα αυτά.. Από το 1989 ως το 1992, 650 τοπικά ταμειυτήρια αναγκάστηκαν να κλείσουν. Από 4000 πριν από την κρίση, ο αριθμός τους τελικά μειώθηκε σε κάτω των 1500.

Για να αποφύγουν μια κρίση εμπιστοσύνης οι κρατικές αρχές δημιούργησαν μια δομή εξαγοράς, τη Resolution Trust Corporation, για να αναλάβει τα χρεοκοπημένα ταμειυτήρια. Η δομή αυτή οργάνωσε κυρίως πλειστηριασμούς των προβληματικών πιστώσεων, ένα τμήμα των οποίων αγοράστηκε από «τοκογλυφικά κεφάλαια» στο 10% της θεωρητικής τους αξίας. Παράλληλα, ο FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation), ο οργανισμός που εγγυάται τις τραπεζικές καταθέσεις, κινητοποιήθηκε για να βοηθήσει τις εμπορικές τράπεζες. Η FED, επίσης ακολούθησε μια πολιτική χαμηλών επιτοκίων που επέτρεψε που επέτρεψε στον τραπεζικό κλάδο να αποκαταστήσει τις δυνάμεις του.²³ Η επέμβαση της κυβέρνησης και της Fed σε αυτή την κρίση ήταν καθοριστική αφού η διάθεση στην αγορά μεγάλης ποσότητας ρευστού χρήματος και τα χαμηλά επιτόκια απέτρεψαν το κλείσιμο επιχειρήσεων αφού δανείζονταν μέσω των τραπεζών.

Τον Ιανουάριο του 1995 έχουμε μια νέα χρηματιστηριακή κρίση που εκδηλώθηκε στο Μεξικό και είναι γνωστή ως «φαινόμενο τεκίλα.». Τις ρίζες της καταστροφής οφείλει να τις αναζητήσει κανείς στις μακροοικονομικές επιπτώσεις

²³ Baudet M., Mesmer P., Reverchon A., Andrien De Tricornot., (2008), « Από τη Γουόλ Στριτ στο Τόκιο :Έξι μεγάλες κρίσεις», Εφημερίδα το Βήμα της Κυριακής, σελ 16-17.

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

που δημιουργήθηκαν από τα μέτρα που πήραν οι αρχές προκειμένου να τονώσουν την ανάπτυξη μετά την κρίση του χρέους του Μεξικού του 1982. Ιδιωτικοποίησαν επιχειρήσεις που βρίσκονταν υπό κρατικό έλεγχο, ολοκλήρωσαν την φιλελευθεροποίηση των εμπορικών συναλλαγών με την κατάργηση των εξαγωγικών επιδοτήσεων και προχώρησαν στην άρση των περιορισμών στις άμεσες επενδύσεις και επενδύσεις χαρτοφυλακίου. Έτσι, άρχισαν να εισρέουν ξένα κεφάλαια που όμως στην πλειονότητα τους ήταν βραχυπρόθεσμες. Τις κεφαλαιακές ροές ενθάρρυνε ένα άνοιγμα των επιτοκίων Μεξικού-Η.Π.Α που ξεπερνούσε το 10% καθώς και η εμφάνιση υψηλών κερδών κεφαλαίου στο Μεξικανικό χρηματιστήριο, τη bolsa. Επιπλέον, σημειώθηκε μεγάλη εσωτερική πιστωτική επέκταση καθώς οι τράπεζες χορηγούσαν δάνεια αποδεχόμενες υπερτιμημένες αξίες ως εγγύηση. Όμως, μετά τα μέσα του 1994, ο δείκτης bolsa άρχισε να κινείται νευρικά, καθώς πολιτικές διαταραχές και μειώσεις των επιτοκίων έκαναν το Μεξικό λιγότερο ευνοϊκό τόπο για επενδύσεις. Η κατάρρευση ήρθε με την υποτίμηση του μεξικανικού νομίσματος που έχασε το 40% της αξίας του έναντι του δολαρίου μέσα σε ένα μήνα εξαιτίας της διαφυγής κεφαλαίων από τη χώρα. Μάλιστα, από πλευράς διεθνούς θέσεως η οικονομία βρισκόταν σε μεγάλο πρόβλημα ρευστότητας αφού ο όγκος των βραχυπρόθεσμων οφειλών του Μεξικού υπολογίζονταν στα 50 δις δολάρια όταν το συναλλαγματικό απόθεμα του ήταν μόλις 6 δις. Το Μεξικό θα έπρεπε να επιστρέψει στους δανειστές του μέσα σε λίγες μέρες το ποσό των 18 δις δολαρίων, διαφορετικά η αδυναμία εξόφλησης των χρεών θα ζημίωνε τη χώρα τους αλλά και τις ΗΠΑ.

Στις 3 Φεβρουαρίου, ο Αμερικανός πρόεδρος Μπιλ Κλίντον παρεμβαίνει και εξασφαλίζει διεθνή χρηματοδότηση ύψους 50 δις δολαρίων για λογαριασμό του Μεξικού. Η έκρηξη του επικίνδυνου φαινομένου «Τεκίλα» απετράπη την τελευταία

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

στιγμή, όμως η πτώση των τιμών στο χρηματιστήριο του Μεξικού προκάλεσε και στη Γουόλ Στριτ απώλειες ύψους 10 δις δολαρίων.²⁴

Οι ίδιοι παράγοντες, αλλά με διαφορετικό βάρος, έπαιξαν ρόλο στην κρίση που έπληξε την περίοδο 1997-1998 όλη την Νοτιοανατολικά Ασία. Οι χώρες όπως η Ταϊλάνδη, η Μαλαισία, οι Φιλιππίνες και η Ινδονησία γνώρισαν μια ραγδαία ανάπτυξη, χάρη στην ανησυχητικά μεγάλη εισροή κεφαλαίων που προέρχονταν κυρίως από Ιάπωνες και Αμερικανούς επενδυτές. Αυτή η εισροή οφείλονταν τόσο στην υψηλή μακρο-ανταγωνιστικότητα της περιοχής (χαμηλό εργατικό κόστος, υψηλά επιτόκια, συναλλαγματικές ισοτιμίες, ελάχιστη ρύθμιση της αγοράς), όσο και σε παράγοντες που επικρατούσαν στις χώρες βάσης κεφαλαίων (χαμηλά επιτόκια σε Ιαπωνία και Η.Π.Α, υπερβολική ρευστότητα στην ανεπτυγμένη Δύση και η παγκόσμια ολοκλήρωση της αγοράς κεφαλαίου).²⁵ Από τις αρχές του 1995 υπήρχαν ανησυχητικά σημάδια στην Ανατολική Ασία όπως: κατάρρευση των παραδοσιακών καθεστώτων ρυθμιστικής παρέμβασης, μεγάλη διαταραχή στη καθοδηγούμενη από τις εξαγωγές ανάπτυξη, εκτεταμένος βραχυπρόθεσμος δανεισμός με κάλυψη αμφιλεγόμενη βάση ενεργητικού και τέλος ισοτιμίες που άρχισαν να μεταβάλλονται. Την κυρίως κρίση πυροδότησε η φημολογία για αύξηση των επιτοκίων στην Ιαπωνία και η εγκατάλειψη της πρόσδεσης του Ταϊλανδέζου νομίσματος, του μπαχτ, με το δολάριο. Η συνεχής υποτίμηση του είχε σαν αποτέλεσμα οι επενδυτές να κυριευτούν από πανικό για τη βιωσιμότητα των αποδόσεων των κεφαλαίων τους, και με τη λογική κοπαδιού άρχισαν να αποχωρούν, με δυσμενή αποτελέσματα τόσο για τις

²⁴ Eatwell J-Taylor L, «Η Παγκόσμια Δίνη του Χρήματος», Εκδόσεις Πόλις, Αθήνα 2001.

²⁵ Γιακούλας Δ και Γεμένης Κ,(2007), «Ολοκλήρωση της διεθνούς κεφαλαιαγοράς και οικονομικές κρίσεις : η περίπτωση της Νοτιοανατολικής Ασίας», www.idec.gr/iier/new/tomos%2013/GIAKOYLASetc.pdf

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

ασιατικές οικονομίες όσο και για τους ξένους επενδυτές. Επακολούθησε ένα ντόμινο υποτιμήσεων των νομισμάτων όλων των χωρών της Νοτιοανατολικής Ασίας αφού οι κυβερνήσεις των ασιατικών χωρών δεν μπορούσαν να συγκρατήσουν περισσότερο τη συναλλαγματική ισοτιμία με το δολάριο λόγω του ξέφρενου ρυθμού επενδύσεων και των ελλειμμάτων στον προϋπολογισμό τους. Άλλωστε, ούτε τα αναγκαία συναλλαγματικά αποθέματα διέθεταν ούτε τη φορολογία μπορούσαν ν' αυξήσουν - αυτό θα επιβάρυνε αφάνταστα τις επιχειρήσεις και τις εξαγωγές, που αποτελούσαν, τον κινητήριο μοχλό της οικονομίας τους. Η κρίση επεκτάθηκε γρήγορα προς βόρεια, στην Κορέα και την Ιαπωνία. Οι εταιρείες των χωρών αυτών μετά τη συμφωνία του Plaza το 1985 -που είχε επιτρέψει την ανατίμηση του γιέν έναντι του δολαρίου- είχαν αναζητήσει φτηνότερες λύσεις για τις βιομηχανικές εξαγωγές τους προς το νότιο τόξο της περιοχής λόγω της συναλλαγματικής τους πρόσδεσης με το δολάριο. Μάλιστα, μεγάλο μέρος της απόκτησης ξένων στοιχείων ενεργητικού εκ μέρους των Γιαπωνέζων πραγματοποιήθηκε στις χώρες του Νότιου τόξου. Συνεπώς, λόγω των έντονων οικονομικών διασυνδέσεων με τις χώρες που ήδη βρίσκονταν σε κρίση μέσα σε λίγους μήνες το χρηματιστήριο του Τόκιο κατέρρευσε εξαιτίας των πτωχεύσεων μεγάλων εταιριών.

Η κρίση άρχισε να ξεθυμαίνει τον Ιανουάριο με την Κορέα να δέχεται τη βοήθεια διεθνών τραπεζών. Η σταθερότητα αποκαταστάθηκε μερικώς λόγω της παρέμβασης του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου που υποσχέθηκε οικονομική βοήθεια ύψους 117 δις δολαρίων και λόγω του υψηλού ποσοστού αποταμίευσης που υπήρχε στην περιοχή.

Ακολούθησε η κρίση του 1998 στη Ρωσία. Τα αίτια της κρίσης αυτής μπορούν να αναζητηθούν στις μεταρρυθμίσεις που υιοθετήθηκαν στις αρχές της δεκαετίας του

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

'90, για την αναδιάρθρωση της οικονομίας. Η παλαιότερη αυστηρά ρυθμισμένη ισορροπία των ροών κεφαλαίου της Ρωσίας ελευθερώθηκε απόλυτα με αποτέλεσμα τη φυγή κεφαλαίων. Ο υψηλός πληθωρισμός αποφασίστηκε να καταπολεμηθεί με την έκδοση νέου χρήματος. Όταν όμως τα αδιέξοδα της πολιτικής αυτής έγιναν φανερά, η κυβέρνηση προσπάθησε να αποσύρει το υπερβολικό χρήμα καταφεύγοντας στον δανεισμό με την έκδοση κρατικών ομολόγων. Τα ρωσικά ομόλογα δεν κρίθηκαν αρκετά ελκυστικά με αποτέλεσμα τον Αύγουστο του 1998 να αποσυρθούν τα κεφάλαια οδηγώντας την Ρωσία σε χρεοκοπία και το ρούβλι σε ραγδαία υποτίμηση. Η κυβέρνηση αδυνατούσε πλέον να εκπληρώσει τις στοιχειώδεις υποχρεώσεις της.

Ως λύση πρόβαλε η επιβολή συναλλαγματικών ελέγχων. Στα τέλη του 1998, οι αρχές επέβαλαν υποχρέωση άμεσης κατάθεσης του 75% των εισπράξεων από εξαγωγές απευθείας στην Κεντρική Τράπεζα. Η ανάκαμψη προέκυψε από το γεγονός πως η μεγάλη υποτίμηση του νομίσματος αύξησε την ανταγωνιστικότητα των ρωσικών επιχειρήσεων, ενώ οι περισσότεροι καταναλωτές δεν ήταν πλέον σε θέση να αγοράσουν εισαγόμενα προϊόντα. Η αύξηση της ανταγωνιστικότητας οδήγησε σε μια μακρά περίοδο ανάπτυξης, που με τη σειρά της επηρέασε θετικά τα δημοσιονομικά ελλείμματα. Τα φορολογικά έσοδα της κυβέρνησης αυξήθηκαν και η μόνιμη προσφυγή στο δανεισμό εγκαταλείφθηκε.²⁶

Ωστόσο, όταν η Ρωσία κήρυξε στάση πληρωμών επί των βραχυπρόθεσμων έντοκων γραμματίων της αυτά από τη μια μέρα στην άλλη έχασαν την αξία τους. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα να επικρατήσει πανικός στις αγορές ομολόγων των Η.Π.Α. Στην καταιγίδα που επακολούθησε κατέστη αφερέγγυο το Long-Term Capital Management (LTCM) -ένα κερδοσκοπικό fund που ειδικευόταν στην

²⁶ Τράβιν Ντιμίτρι, (2009), «Ρωσία : από τη μια κρίση στην άλλη», www.ppol.gr/cm/index.php?Datain=4903&cata_id=5&catb_id...

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

ανάπτυξη εκλεπτυσμένων μοντέλων υπολογισμού τιμών για συναλλαγές επί παραγώγων, που στην πραγματικότητα ήταν στοιχήματα στις κινήσεις των τιμών με υψηλή δανειακή επιβάρυνση- και να απειληθεί η σταθερότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος.²⁷ Το LTCM είχε ποντάρει δισεκατομμύρια δολάρια σε ένα ριψοκίνδυνο στοίχημα για την πορεία των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων, οι δημιουργοί του δηλαδή πίστευαν ότι μακροπρόθεσμα, οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων των επτά μεγαλύτερων οικονομιών συγκλίνουν, με αποτέλεσμα τα αμοιβαία κεφάλαια να διαπραγματεύονται πάνω στις μικρές διαφορές των αποδόσεων.

Στις 21 Αυγούστου όμως παρατηρήθηκε μια μαζική μετακίνηση των επενδυτών σε κρατικά ομόλογα των Η.Π.Α. Αντί όμως να αντιστραφεί από τις αγορές η διαφορά των αποδόσεων μεταξύ εταιρικών και κρατικών ομολόγων, σημειώθηκε πανικός και το άνοιγμα διευρύνθηκε ακόμη περισσότερο. Η LTCM βρέθηκε στα πρόθυρα της χρεοκοπίας ανακοινώνοντας ότι είχε χάσει το 52% του ενεργητικού της σε δυο μήνες. Αν υποχρεωνόταν σε ρευστοποίηση των επενδύσεων της, οι πωλήσεις πανικού θα μπορούσαν να υπονομεύσουν τις αγορές σε ολόκληρο τον κόσμο.

Τότε αποφάσισε να δράσει η FED ζητώντας τη συνδρομή τραπεζών και χρηματοπιστωτικών οργανισμών που ανέλαβαν την εταιρία και λειτούργησαν σωστικά για το χαρτοφυλάκιο της. Στη συνέχεια, τον Οκτώβριο του 1998, προχώρησε σε επείγουσα μείωση του βασικού επιτοκίου της, με αποτέλεσμα να επανέλθει η σταθερότητα στις αγορές.

²⁷ Eatwell J-Taylor L, «Η Παγκόσμια Δίνη του Χρήματος», Εκδόσεις Πόλις, Αθήνα 2001.

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

Στα τέλη της δεκαετίας του '90, οι χρηματαγορές «μαγεύτηκαν» από την άνοδο των διαδικτυακών επιχειρήσεων, παρόλο που οι περισσότερες απ' αυτές δεν ήταν καν κερδοφόρες. Το Μάρτιο του 2000 ωστόσο, η φούσκα της αμερικάνικης διαδικτυακής υστερίας έσκασε, με αποτέλεσμα ο δείκτης Nasdaq να χάσει μέσα σε λίγους μήνες το 78% της αξίας του. Η πτώση των dot.com είχε ευρύτατες οικονομικές επιπτώσεις, καθώς η επενδυτική δραστηριότητα επιβραδύνθηκε σημαντικά στις Η.Π.Α και επεκτάθηκε και σε άλλους κλάδους. Η Fed αντέδρασε μειώνοντας το ομοσπονδιακό επιτόκιο φτάνοντας στο 1% και το διατήρησε σε αυτά τα επίπεδα μέχρι το 2004.²⁸

6.2 Σύγκριση με την παρούσα κρίση

Η πρόσφατη διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση αποτελεί τόσο για τους οικονομολόγους όσο και για τους υπευθύνους χάραξης νομισματικής πολιτικής γόνιμο έδαφος για συγκριτική μελέτη σε αντιπαραβολή με παλαιότερες κρίσεις. Στο παρόν κείμενο θα συγκρίνουμε την παρούσα κρίση πρώτα με την κρίση που προκάλεσε την μεγάλη ύφεση του 1929 και στη συνέχεια με την κρίση του 1998 στις αναδυόμενες αγορές.

Η κρίση του 1929 έχει περισσότερα κοινά στοιχεία με την κρίση του 2008, αν και έχει και διαφορές απ' αυτήν. Και στις δύο περιπτώσεις προηγήθηκε μια μακροχρόνια περίοδο οικονομικής άνθισης, πιστωτικής επέκτασης και μόχλευσης που οφειλόταν στην υπερεκτίμηση της αξίας των περιουσιακών στοιχείων, τότε των μετοχών, σήμερα των τιμών των κατοικιών. Τόσο, η κρίση του μεσοπολέμου όσο και

²⁸ Παραδέλλης Δ, «Οι μεγαλύτερες χρηματοοικονομικές κρίσεις του παρελθόντος», Σεπτέμβριος 2007.

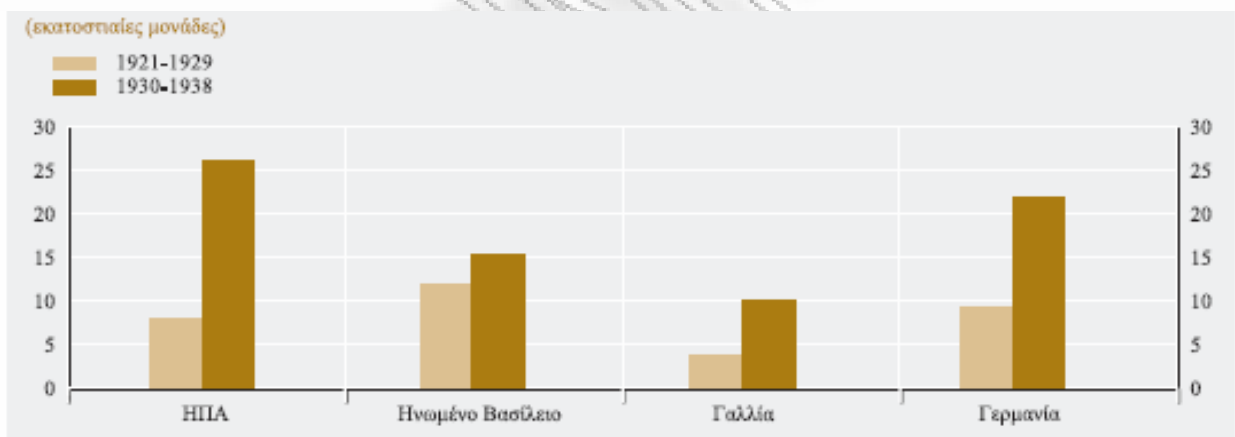
http://portal.kathimerini.gr/4dcgi/_w_articles_kathextra_1_09/09/2007_202848.

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

η κρίση του 2008-2009 προήλθαν από τον πυρήνα των ανεπτυγμένων οικονομιών. Και οι δύο κρίσεις εκδηλώθηκαν ως τοπικές κρίσεις και μεταδόθηκαν γρήγορα στην παγκόσμια οικονομία.

Όσον αφορά τις διαφορές αυτές εντοπίζονται κυρίως στην έκταση και το μέγεθος των επιπτώσεων και το ρόλο που διαδραμάτισε η νομισματική και δημοσιονομική πολιτική.

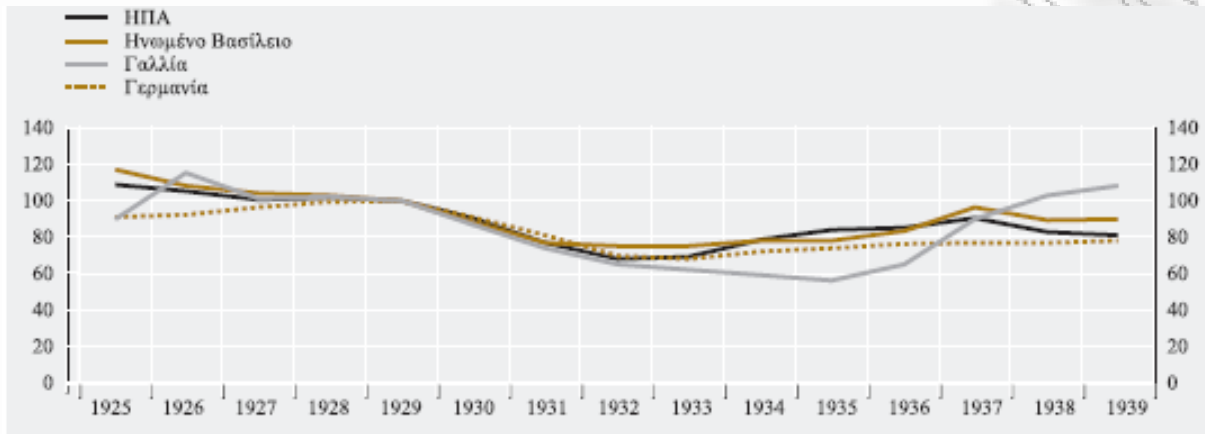
Την περίοδο της Μεγάλης Ύφεσης σημειώθηκαν πρωτοφανείς αναταράξεις τόσο στο τραπεζικό σύστημα όσο και στην πραγματική οικονομία, με χαρακτηριστικά τις μαζικές πτωχεύσεις τραπεζών, τα φαινόμενα πανικού των καταθετών, την απότομη πτώση του γενικού επιπέδου τιμών και την έξαρση της ανεργίας (διάγραμμα 1 και 2).



Πηγή : Τράπεζα της Ελλάδος.

Διάγραμμα 6.1: « Η ανεργία στα χρόνια της ύφεσης»

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ



Πηγή : Τράπεζα της Ελλάδος

Διάγραμμα 6.2: «Η διακύμανση των τιμών στα χρόνια της ύφεσης»

Οι πτώσεις των τιμών των μετοχών σήμαινε για πολλούς απώλεια εισοδήματος που οδήγησε σε μείωση της κατανάλωσης. Η μείωση της κατανάλωσης και η απροθυμία των νοικοκυριών να συνάψουν νέα δάνεια προκάλεσαν μείωση της συνολικής ενεργού ζήτησης, πτώση των τιμών, συσσώρευση αποθεμάτων, μείωση των πωλήσεων, κυρίως των βιομηχανικών αγαθών, και εν τέλει της συνολικής παραγωγής. Η οικονομική δυσπραγία των Η.Π.Α μεταδόθηκε και στις οικονομίες της Ευρώπης.

Παρόλο που και στην τωρινή κρίση οι επιπτώσεις είναι οι ίδιες, το ποσοτικό μέγεθος των επιπτώσεων διαφέρει. Την περίοδο 1930-1938 το ποσοστό ανεργίας στις Η.Π.Α ανήλθε σε 26,1% από 7,9% τη δεκαετία που είχε προηγηθεί. Το 1932 η βιομηχανική παραγωγή κατέγραψε τη μεγαλύτερη συρρίκνωση, σημειώνοντας απώλεια μεγαλύτερη από 40% σε σχέση με το επίπεδο της το 1929. Ο δείκτης λιανικής πώλησης εμφάνισε «ελεύθερη πτώση» Στη σημερινή κρίση, μέχρι το

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

Νοέμβριο του 2009, η αμερικανική οικονομία συρρικνώθηκε κατά 2,7% και η οικονομία της ζώνης του ευρώ κατά 4,2%.²⁹

Τέλος, η νομισματική και δημοσιονομική πολιτική το 2008 κινήθηκαν αντίθετα από τις αντίστοιχες πολιτικές το 1929. Δηλαδή, το 1929 ήταν αμφότερες περιοριστικές, ενώ το 2008 ήταν αμφότερες επεκτατικές. Το 1929 δεν εφαρμόστηκε κανένα σχέδιο συντονισμένης μακροοικονομικής πολιτικής και οι Κεντρικές Τράπεζες δεν διαδραμάτισαν πρωταγωνιστικό ρόλο στην διαχείριση της κρίσης. Αντίθετα, στράφηκαν σε πιο περιοριστικές πολιτικές και δεν έλαβαν μέτρα τόνωσης της ζήτησης, δεν παρείχαν ρευστότητα στις τράπεζες για την εξυγίανση των στοιχείων του ισολογισμού τους και τη διάσωση τους με αποτέλεσμα να οδηγήσουν την παγκόσμια οικονομία σε μια παρατεταμένη ύφεση και στο δρόμο της ανεργίας. Αντίθετα, σήμερα μπορούμε να ισχυριστούμε ότι οι ασκούντες την πολιτική διδάχτηκαν από το παρελθόν και αξιοποίησαν τα διδάγματα αυτά για να αποτραπούν τα ίδια ιστορικά λάθη. Έτσι, οι κυβερνήσεις των κρατών ανέλαβαν συντονισμένο σχέδιο δράσης ώστε να τονώσουν τη ζήτηση και να ενεργοποιήσουν τους μηχανισμούς ανάκαμψης της οικονομίας. Εξαντλώντας τα δημοσιονομικά τους περιθώρια παρείχαν ρευστότητα στις τράπεζες, μείωσαν τα επιτόκια παρέμβασης, κίνηση που οδήγησε σε μείωση των επιτοκίων της διατραπεζικής αγοράς και των τραπεζικών επιτοκίων χορηγήσεων και σε βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης, αύξησαν το όριο των τραπεζικών καταθέσεων των πολιτών, εγγυήθηκαν τα διατραπεζικά δάνεια και προχώρησαν σε επανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών.

Μεταξύ των περιπτώσεων αναταραχής του 2007 και του 1998 μπορούμε να διακρίνουμε δυο αξιοσημείωτες ομοιότητες.

²⁹ Η Κρίση του 1929, Η Ελληνική Οικονομία και οι Εκθέσεις της Τράπεζας της Ελλάδος για τα έτη 1928-1940, Νοέμβριος 2009, www.bankofgreece.gr

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

Η πρώτη ομοιότητα συνδέεται με το περιβάλλον της χρηματοπιστωτικής αγοράς πριν την αναταραχή που χαρακτηριζόταν από παρατεταμένες περιόδους γενικών ανοδικών κινήσεων των τιμών στα περισσότερα τμήματα της χρηματοπιστωτικής αγοράς. Η ψευδαίσθηση όμως που δημιουργήθηκε ότι οι τιμές των υποκειμένων περιουσιακών στοιχείων θα αυξάνονταν στο διηνεκές οδήγησε σε επενδύσεις «φούσκες» και σε ανάληψη υπερβολικών κινδύνων.

Η δεύτερη ομοιότητα εντοπίζεται στο γεγονός ότι και στις δυο περιπτώσεις η αναταραχή πυροδοτήθηκε από σχετικά μικρούς κλονισμούς οι οποίοι προκάλεσαν γενική επανεκτίμηση του χρηματοπιστωτικού κινδύνου, με αποτέλεσμα ακραίες μεταβολές των τιμών σε συγκεκριμένα τμήματα της αγοράς. Μάλιστα και στις δύο περιπτώσεις οι αντιδράσεις των επενδυτών και της αγοράς υποκινήθηκαν από το γεγονός ότι οι αποτιμήσεις ορισμένων περιουσιακών στοιχείων ήταν υπερβολικές σε σχέση να τα αντίστοιχα θεμελιώδη μεγέθη.

Παρά τις ομοιότητες, οι εξελίξεις κατά τη διάρκεια των δυο κρίσεων διαφέρουν από πολλές απόψεις.

Πρώτον, η διαδικασία της τιτλοποίησης που χρησιμοποιήθηκε ευρύτατα από τους χρηματοπιστωτικούς φορείς δημιούργησε νέα πολύπλοκα χρηματοπιστωτικά προϊόντα που ήταν δύσκολο να αποτιμηθούν ως προς τον κίνδυνο και οδήγησε στην ύπαρξη πλήθους αντισυμβαλλομένων, άγνωστων μεταξύ τους, σε σημείο που κανείς δεν γνώριζε τελικά ποιος θα επωμιστεί τον κίνδυνο.

Δεύτερον, η πρόσφατη αναταραχή επηρέασε κυρίως τα ασφάλιστρα και τη ρευστότητα στις αγορές πιστώσεων και χρήματος. Οι επενδυτές άρχισαν να αποστρέφονται τον κίνδυνο και να ζητούν ασφαλέστερες τοποθετήσεις όπως τα κρατικά ομόλογα. Αντίθετα, το 1998 η έλλειψη ρευστότητας έπληξε και τις αγορές

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

κρατικών ομολόγων, καθώς πολλές ριψοκίνδυνες επενδυτικές στρατηγικές που εφαρμόστηκαν τότε αφορούσαν και θέσεις σε κρατικά χρεόγραφα.

Τρίτον, οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων αντέδρασαν διαφορετικά στη ζώνη του ευρώ και διαφορετικά στις Η.Π.Α σε καθεμιά από τις δυο χρηματοπιστωτικές κρίσεις, πράγμα που πιθανώς να οφείλεται στη διεύρυνση της διαφοράς του ρυθμού ανάπτυξης των δυο οικονομιών. Κατά το 1998 παρατηρήθηκε επιβράδυνση της οικονομικής ανάπτυξης στην Ευρωζώνη ενώ στις Η.Π.Α η οικονομική ανάπτυξη ήταν σταθερή. Έτσι, το 1998 οι τιμές των μετοχών σημείωσαν πιο απότομη πτώση στη ζώνη του ευρώ από ότι στις Η.Π.Α. Αντίθετα, οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων ομολόγων μειώθηκαν σχεδόν ισόποσα στις δυο οικονομίες. Στην πρόσφατη κρίση, τους πρώτους μήνες μετά την αναταραχή, η διαφορά αποδόσεων των μακροπρόθεσμων ομολόγων ανάμεσα στις Η.Π.Α και τη ζώνη του ευρώ μειώθηκε. Συγχρόνως, οι τιμές των μετοχών κινήθηκαν παράλληλα.

Τέλος, οι αναδυόμενες αγορές αντιμετώπισαν την κρίση του 2007 πολύ πιο αποτελεσματικά από ότι του 1998. Ο αντίκτυπος για τις αναδυόμενες αγορές υπήρξε περιορισμένος για το 2007 και μάλιστα θα μπορούσε κανείς να ισχυριστεί ότι αυτές λειτουργούν ως μέσο για την απορρόφηση των κινδύνων που συνεπάγεται η αναταραχή για την παγκόσμια οικονομία.³⁰

³⁰ ΕΚΤ, Ετήσια Έκθεση 2007.

ΜΕΡΟΣ Β

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: Εμπειρική μελέτη

1.1 Λήψη επενδυτικών αποφάσεων

Σύμφωνα με όσα αναλύθηκαν παραπάνω, καταλαβαίνουμε ότι η κρίση θα μπορούσε να προβλεφθεί νωρίτερα αν είχαν γίνει οι κατάλληλες μελέτες και οι επενδυτές ήταν πιο σίγουροι στις αποφάσεις τους. Οι μελέτες αυτές μπορούσαν να επικεντρωθούν σε συγκεκριμένους δείκτες οι οποίοι θα διαφώτιζαν την επικείμενη κατάσταση. Πως όμως θα μπορούσαμε να αναζητήσουμε τους δείκτες αυτούς. Η απάντηση είναι η θεωρία χαρτοφυλακίου, που απαντά σε πληθώρα ερωτημάτων. Το δεύτερο μέρος θα ασχοληθεί αποκλειστικά με την ανάλυση της θεωρίας χαρτοφυλακίου και την πραγματική ανάλυση κάποιων χρηματιστηριακών δεικτών και πως αυτοί δείχνουν την πραγματική πορεία της κρίσης μέσα στο χρόνο. Αναλυτικότερα εξετάζουμε τους γενικούς δείκτες των χρηματιστηρίων και αυτούς των τραπεζικών κλάδων για να δούμε πόσο η μεταβολή των δεύτερων επηρεάζουν τη μεταβολή των πρώτων καθώς και αν τα συμπεράσματα που εξάγονται συμβαδίζουν με αυτά που θα έπρεπε να αναμένουν οι επενδυτές. Δηλαδή οι αναμενόμενες αποδόσεις και οι αναμενόμενοι κίνδυνοι να είναι περισσότεροι στην περίοδο της κρίσης.

Σύμφωνα με τις θεμελιώδεις αρχές της σύγχρονης χρηματοοικονομικής αναφορικά με τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων, η αναμενόμενη απόδοση που προσδοκάται από μία επενδυτική επιλογή συναρτάται άμεσα με τον αντίστοιχο συνδεδεμένο κίνδυνο που είναι διατεθειμένος να αναλάβει ένας ορθολογικός επενδυτής. Μεταξύ των εναλλακτικών στρατηγικών επιλογών, που διαθέτει ένας

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

επενδυτής για την τοποθέτηση των κεφαλαίων του, περιλαμβάνονται οι χρηματιστηριακές αγορές και οι μετοχικοί τίτλοι ειδικότερα. Είναι βεβαίως στατιστικά τεκμηριωμένο ότι οι μετοχικές επενδύσεις χαρακτηρίζονται από συγκριτικά υψηλότερη αναμενόμενη απόδοση αλλά και από αντίστοιχα υψηλότερο επίπεδο κινδύνου (Reilly and Brown, 2006).

Για την αντιμετώπιση του υψηλού κινδύνου που χαρακτηρίζει τις μετοχικές επενδύσεις, τόσο οι θεωρητικοί όσοι και οι εμπειρικοί μελετητές της αποτελεσματικής διαχείρισης χαρτοφυλακίου τεκμηριώνουν ότι η μείωση του επενδυτικού κινδύνου είναι εφικτή, εφόσον ο επενδυτής προχωρήσει στη διαμόρφωση ενός ευρέως διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου. Στο πλαίσιο αυτό, με άξονα τη διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου, κατά τις τελευταίες δεκαετίες παρατηρείται διεθνώς διοχέτευση σημαντικών κεφαλαίων προς σύγχρονες μορφές συλλογικών επενδυτικών προϊόντων, όπως είναι, κυρίως, τα αμοιβαία κεφάλαια, τα hedge funds, τα δομημένα επενδυτικά προϊόντα και οι εταιρίες επενδύσεων χαρτοφυλακίου. Τα επενδυτικά αυτά προϊόντα παρέχουν σημαντική ευελιξία, χαμηλό κόστος και υψηλή αποτελεσματικότητα στη διαχείριση χαρτοφυλακίου (Rezayat and Yavas, 2006)

Το συγκεκριμένο θέμα έχει ιδιαίτερο ενδιαφέρον, καθώς πρόσφατες εμπειρικές μελέτες υποστηρίζουν την άποψη ότι οι στατιστικές συσχετίσεις (correlations) των κεφαλαιαγορών διεθνώς εμφανίζονται να ενισχύονται μετά από σημαντικά και απρόβλεπτα εξωγενή γεγονότα και διεθνείς κρίσεις. Κατά συνέπεια, μετά από την επίδραση τέτοιων γεγονότων, τα αναμενόμενα πλεονεκτήματα από την διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου ενδέχεται να είναι τελικώς περιορισμένα.

Η κατανόηση της στατιστικής συσχέτισης των αποδόσεων διαφορετικών εθνικών κεφαλαιαγορών είναι κρίσιμη προϋπόθεση για τη δυναμική διαδικασία

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

κατανομής επενδυτικών κεφαλαίων και διαμόρφωσης επενδυτικών χαρτοφυλακίων μεταξύ των κεφαλαιαγορών αυτών. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι οι σημαντικότεροι χρηματιστηριακοί δείκτες στις ΗΠΑ, για παράδειγμα, κατέγραψαν διψήφια ποσοστιαία κέρδη στο τέλος της χρήσης 2006 (όπως ο δείκτης S&P500, με απόδοση 13,6%). Εντούτοις, ένας επενδυτής που θα είχε προχωρήσει σε διεθνή διαφοροποίηση του επενδυτικού του χαρτοφυλακίου εκτός των Αμερικανικών χρηματιστηριακών αγορών θα είχε πετύχει ενδεχομένως υψηλότερες αποδόσεις. Και αυτό γιατί, το 2006 στις ΗΠΑ, τα διεθνή μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια κατέγραψαν απόδοση 25,5% έναντι απόδοσης 12,6% των εγχώριων μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων. Ως άμεση επενδυτική στρατηγική, κατά συνέπεια, θα προέκυπτε η αναδιαμόρφωση των επενδυτικών χαρτοφυλακίων, με έμφαση στις διεθνείς επενδυτικές τοποθετήσεις. Σε συνάρτηση με τα προηγούμενα, η παγκοσμιοποίηση των διεθνών αγορών έχει προωθηθεί από τηλεπικοινωνιακές καινοτομίες, κατάργηση περιορισμών στις αγορές κεφαλαίου και συναλλάγματος και απελευθέρωση αγορών, με αποτέλεσμα οι επενδυτές να έχουν πλέον αυξημένη προσβασιμότητα στις διεθνείς κεφαλαιαγορές για επενδύσεις.

Το Υπόδειγμα CAPM

Δύο ευρέως δημοφιλή υποδείγματα ανάλυσης των κεφαλαιαγορών στη σύγχρονη χρηματοοικονομική είναι, αφενός, το Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων (CAPM) και, αφετέρου, η Σύγχρονη Θεωρία Χαρτοφυλακίου (MTP). Είναι αξιοσημείωτο ότι και τα δύο υποδείγματα βασίζονται στη θεμελιώδη αρχή ότι τόσο οι ιδιώτες όσο και οι θεσμικοί επενδυτές πρέπει να διαμορφώνουν ένα επαρκώς διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο για να επιτύχουν

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

περιορισμό του επενδυτικού κινδύνου. Για έναν θεσμικό επενδυτή, η επίτευξη του στόχου αυτού είναι συγκριτικά πιο προσιτή, καθώς η συγκέντρωση συλλογικών προς επένδυση κεφαλαίων είναι επαρκώς υψηλή για διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου. Για τους ιδιώτες επενδυτές, η στρατηγική της διαφοροποίησης απαιτεί εναλλακτικές προσεγγίσεις λόγω των περιορισμένων επενδυτικών κεφαλαίων. Για την περίπτωση αυτή, τα αμοιβαία κεφάλαια αποτελούν μία αποτελεσματική επιλογή διαφοροποιημένων επενδυτικών χαρτοφυλακίων με μικρό κόστος επένδυσης και συνοπτικές διαδικασίες.

Το υπόδειγμα CAPM (capital asset pricing model) έχει καταξιωθεί στη σύγχρονη εφαρμοσμένη χρηματοοικονομική ως ένα ιδιαίτερα ευέλικτο, απλό και, συνεπώς, εύχρηστο υπόδειγμα για την εκτίμηση της σχέσης που διέπει την απόδοση και τον συνεπαγόμενο κίνδυνο που χαρακτηρίζει ένα υποκείμενο κεφαλαιακό στοιχείο (asset) και κατ' επέκταση την αποτίμηση της αξίας του στοιχείου αυτού (valuation).

Το ευρέως εφαρμοζόμενο υπόδειγμα CAPM βασίζεται πρωτίστως σε μία κύρια μεταβλητή (1-factor model) και διατυπώνει ότι καθοριστικός παράγοντας της απαιτούμενης απόδοσης μίας μετοχής είναι το 'ασφάλιστρο κινδύνου αγοράς' (market risk premium). Με άλλα λόγια, η απόδοση μίας μετοχής εξαρτάται από τον 'συντελεστή ευαισθησίας' της ως προς τις μεταβολές της χρηματιστηριακής αγοράς. Το υπόδειγμα CAPM έχει αναπτυχθεί, μεταξύ άλλων, από τους Fama (1970), Lintner (1965), Mossin (1966) και Sharpe (1964).

Το υπόδειγμα CAPM αναδεικνύει ένα στατιστικό δείκτη (μέτρο) της σχετικής μεταβλητότητας της αναμενόμενης απόδοσης μίας μετοχής ως προς το 'χαρτοφυλάκιο αγοράς' (market portfolio), που είναι γνωστός ως **συντελεστής 'β'** (beta-coefficient).

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

Ο συντελεστής 'β' μετρά τη σχετική μεταβλητότητα στην αναμενόμενη απόδοση της υποκείμενης μετοχής ως την συνδιακύμανση (covariance) μεταξύ της απόδοσης της μετοχής και της απόδοσης της χρηματιστηριακής αγοράς σε σχέση με τη διακύμανση (variance) της απόδοσης της χρηματιστηριακής αγοράς. Συγκεκριμένα, ο συντελεστής 'β' ορίζεται ως:

Συντελεστής 'β' = $Covariance$ (i stock return, stock market return) / $Variance$ (stock market return)

Η αξιοποίηση του υποδείγματος CAPM ως εμπειρικού εργαλείου αποτίμησης βασίζεται στην κατανόηση των ακόλουθων παραμέτρων:

(i) του κινδύνου που συνδέεται με την απόδοση μίας μετοχής (διαφοροποιήσιμος και μη-διαφοροποιήσιμος κίνδυνος)

(ii) του κινδύνου μίας μετοχής σε σχέση με το συνολικό κίνδυνο της αγοράς (συντελεστής 'β')

(iii) της γραμμικής συνάρτησης που συνδέει απόδοση μετοχής και συντελεστή 'β' (security market line, SML), δηλ. την εξίσωση CAMP. Το υπόδειγμα CAPM συγκεκριμένα ορίζεται ως:

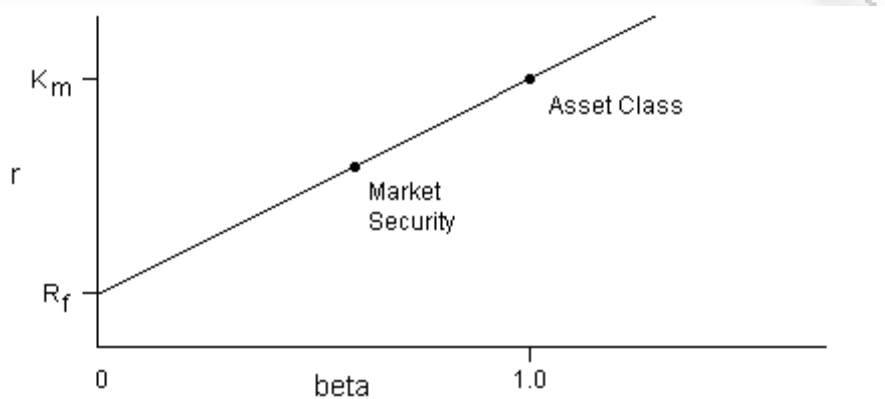
$$E_r = r_f + \beta \times (R_m - r_f)$$

όπου:

E_r = απαιτούμενη απόδοση μετοχής, r_f = επιτόκιο μηδενικού κινδύνου (risk-free rate), β = συντελεστής κινδύνου β μετοχής (μη-διαφοροποιήσιμος κίνδυνος), R_m = απόδοση αγοράς (market return), $(R_m - r_f)$ = ασφάλιστρο κινδύνου αγοράς (market risk premium).

Το διάγραμμα που ακολουθεί παραθέτει τη σχηματική απεικόνιση του υποδείγματος CAMP.

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ



Το υπόδειγμα CAPM υποθέτει ότι:

- οι επενδυτές είναι ορθολογικοί (rational) οι επενδυτές επιθυμούν υψηλότερη απόδοση / χαμηλότερο κίνδυνο,
- είναι δυνατό να προσδιορισθεί ένα 'άριστο χαρτοφυλάκιο' (optimal portfolio)
- το 'άριστο χαρτοφυλάκιο' δύναται να βελτιωθεί είναι δυνατό να αναδιαμορφωθεί το 'άριστο' χαρτοφυλάκιο συμπεριλαμβάνοντας και επενδυτικά στοιχεία μηδενικού κινδύνου,
- η σχέση απόδοσης μετοχής-κινδύνου αγοράς είναι γραμμική ο συνδυασμός των ανωτέρω παράγει την γραμμή της κεφαλαιαγοράς (security market line).

Κεντρικό στοιχείο της εξειδίκευσης του υποδείγματος CAPM είναι η θεώρηση ότι ένα χρηματοοικονομικό στοιχείο (μετοχή) χαρακτηρίζεται από δύο κατηγορίες κινδύνου: τον διαφοροποιήσιμο κίνδυνο (diversifiable risk, unsystematic risk) και τον μη-διαφοροποιήσιμο κίνδυνο (non-diversifiable risk, systematic risk). Ο διαφοροποιήσιμος κίνδυνος είναι δυνατόν να περιορισθεί με το συνδυασμό και τη συμμετοχή της συγκεκριμένης μετοχής σε ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο (diversified portfolio). Ο μη- διαφοροποιήσιμος κίνδυνος όμως δεν είναι εφικτό να

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

περιορισθεί καθώς αντανακλά εγγενή αβεβαιότητα του χρηματοοικονομικού στοιχείου (μετοχής) ως προς τους κινδύνους της αγοράς. Με άλλα λόγια, ο διαφοροποιήσιμος κίνδυνος είναι μέρος του κινδύνου μίας μετοχής που συνδέεται με τυχαίες και απρόβλεπτες αιτίες και μπορεί να περιορισθεί. Για παράδειγμα, ο κίνδυνος που αντιμετωπίζει μία επιχείρηση να απολέσει ένα κρίσιμο πελάτη μπορεί να μετριασθεί με την προσέλκυση νέων πελατών. Εντούτοις, ο μη-διαφοροποιήσιμος κίνδυνος συνδέεται με παράγοντες της αγοράς (market factors) που επηρεάζουν όλες τις επιχειρήσεις δραστηριοποιούμενες στη συγκεκριμένη αγορά και που δεν είναι δυνατό να εξαλειφθούν με διαφοροποίηση. Για παράδειγμα, ισχυρές πληθωριστικές πιέσεις έχουν αρνητική επίδραση στις τιμές των πρώτων υλών και επιφέρουν περιορισμό της κερδοφορίας των επιχειρήσεων.

Καθώς ο διαφοροποιήσιμος κίνδυνος είναι δυνατό να περιορισθεί, το υπόδειγμα CAPM εστιάζει στο μη-διαφοροποιήσιμο κίνδυνο που χαρακτηρίζει ένα χρηματοοικονομικό στοιχείο (μετοχή) σε ένα χαρτοφυλάκιο. Διαφορετικά χρηματοοικονομικά στοιχεία (μετοχές) χαρακτηρίζονται από διαφορετικό μη-διαφοροποιήσιμο κίνδυνο και αυτό συναρτάται από τα χαρακτηριστικά της διακύμανσης της απόδοσής τους σε συνάρτηση με τη συνολική διακύμανση της αγοράς. Σύμφωνα με το υπόδειγμα CAPM, όπως προαναφέρθηκε, ο στατιστικός δείκτης που μετρά τον μη-διαφοροποιήσιμο κίνδυνο μίας μετοχής είναι ο συντελεστής 'β'. Δεδομένου ότι ο συντελεστής 'β' του χαρτοφυλακίου αγοράς είναι εξ ορισμού ίσος με τη μονάδα ($\beta_{market} = 1$), μετοχές που εμφανίζουν συντελεστή 'β' υψηλότερο της μονάδας ($\beta > 1$) χαρακτηρίζονται ως 'επιθετικές' μετοχές. Για παράδειγμα, μία μετοχή που έχει συντελεστή 'β' = 1,45, σε 1% αύξηση του Γενικού Δείκτη του Χ.Α. κατά 1% αναμένεται να έχει ως συνέπεια την επίτευξη απόδοσης

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

1,45% για τη μετοχή αυτή. Μετοχές που εμφανίζουν συντελεστή 'β' χαμηλότερο της μονάδας ($\beta < 1$) χαρακτηρίζονται ως 'αμυντικές' μετοχές. Για παράδειγμα, μία μετοχή που έχει συντελεστή 'β' = 0,70, σε 1% μείωση του Γενικού Δείκτη του Χ.Α. κατά 1% θα έχει ως συνέπεια τη μείωση της απόδοσης κατά 0,70% για τη μετοχή αυτή. Αν και θεωρητικά θα μπορούσε μία μετοχή να έχει αρνητικό συντελεστή 'β' (μετοχές που κινούνται αντίθετα από την αγορά, counter-cyclical), ο συντελεστής 'β' για την πλειονότητα των μετοχών είναι θετικός.

Παρά τη θεωρητική απλότητα και εμπειρική κομψότητά του, το υπόδειγμα CAPM βασίζεται σε μία σειρά από ισχυρές υποθέσεις. Το υπόδειγμα υποθέτει ότι οι τιμές των χρηματοοικονομικών στοιχείων (μετοχών) διαμορφώνονται σε μία χρηματιστηριακή αγορά που λειτουργεί αποτελεσματικά από άποψη αντικειμενικής διάχυσης σημαντικής πληροφόρησης προς τους επενδυτές (efficient-market hypothesis). Επίσης, αναπόφευκτα, η εμπειρική εφαρμογή του υποδείγματος βασίζεται σε ιστορικές αποδόσεις και ιστορική μεταβλητότητα, που όμως (σε αντίθεση με τη θεωρητική θεμελίωση) δεν αποτελούν απαραίτητα ικανοποιητικά στοιχεία προβλεψιμότητας των αποδόσεων των μετοχών σε μελλοντικό χρονικό ορίζοντα. Συνοψίζονται οι κύριες υποθέσεις στις οποίες βασίζεται το CAPM:

- μηδενικά κόστη συναλλαγών
- μηδενική φορολόγηση επενδύσεων και αποδόσεων
- ομογενείς προσδοκίες επενδυτών
- διαθεσιμότητα επενδυτικών στοιχείων μηδενικού κινδύνου
- δανεισμός με επιτόκιο μηδενικού κινδύνου.

Ένας σημαντικός αριθμός πρόσφατων εμπειρικών μελετών αμφισβητεί τη χρησιμότητα και ρεαλιστικότητα του υποδείγματος CAPM, καθώς, σε αρκετές

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

περιπτώσεις, αναδεικνύεται ότι τα πραγματικά εμπειρικά δεδομένα δεν τεκμηριώνονται από την εφαρμογή του CAPM. Οι χρηματιστηριακές αγορές διαπιστώνεται ότι λειτουργούν στην πραγματικότητα με ιδιαίτερα σύνθετο και – κυρίως – μη γραμμικό δυναμικό τρόπο (non-linear dynamics).

Παρά τις αδυναμίες του, το υπόδειγμα CAPM παραμένει δημοφιλές στις χρηματιστηριακές αγορές, αφού η εφαρμογή του συνεχίζεται εκτεταμένα σε διάφορους τομείς της χρηματοοικονομικής, καθώς παρέχει ένα ευέλικτο πλαίσιο για μία κατά προσέγγιση, τουλάχιστον, εκτίμηση του κινδύνου μίας μετοχής σε σχέση με τη χρηματιστηριακή αγορά (συντελεστής β) και συνεπώς και της αποτίμησης της υποκείμενης μετοχής.

Σημαντικός αριθμός εφαρμοσμένων ακαδημαϊκών μελετών τονίζει τη σημασία της διεθνούς διαφοροποίησης χαρτοφυλακίου ως μία επενδυτική στρατηγική που μπορεί να συμβάλλει στη μείωση του επενδυτικού κινδύνου του χαρτοφυλακίου. Η προσέγγιση αυτή βασίζεται στην άποψη ότι υφίστανται σημαντικές διαφοροποιήσεις στο επίπεδο οικονομικής ανάπτυξης μεταξύ διαφορετικών χωρών, καθώς και χρονικής φάσης που οι χώρες διανύουν στον επιχειρηματικό κύκλο (business cycle). Πράγματι, κατά τη δεκαετία του 1990, παρατηρήθηκε έκρηξη στις διεθνείς επενδύσεις χαρτοφυλακίου, ιδιαίτερος δε μεταξύ των αναδυόμενων αγορών (emerging markets). Εταιρίες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων, όπως η Templeton, Fidelity και Janus, επέτυχαν πρωτοφανείς αποδόσεις στις επενδύσεις χαρτοφυλακίου τους. Παρά το γεγονός ότι η απόδοση των αμοιβαίων αυτών κεφαλαίων ενδέχεται να εμφανίζει διακυμάνσεις μακροχρόνια, εντούτοις η διεθνής διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου περιορίζει το επίπεδο κινδύνου για δεδομένο επίπεδο απόδοσης (Syriopoulos, 2006).

Ανάλυση Διεθνών Χρηματιστηριακών Αγορών

Κατά τις τελευταίες δεκαετίες, παρατηρείται διεθνώς σταδιακή σύγκλιση των εθνικών οικονομιών, όχι μόνο λόγω των συστηματικά αυξανόμενων διεθνών εμπορικών συναλλαγών και επενδυτικών κεφαλαιοροών αλλά επίσης και της εκτίναξης των διεθνών χρηματοοικονομικών συναλλαγών. Μεταξύ των κρίσιμων παραγόντων που επιδρούν προς την ενίσχυση των συσχετίσεων μεταξύ των αγορών και της σύγκλισής τους, περιλαμβάνονται οι ακόλουθοι:

- ανάπτυξη διεθνών εταιρικών συνεργασιών και επέκταση πολυεθνικών εταιριών
- σημαντικές καινοτομίες στους τομείς υψηλής τεχνολογίας, πληροφορικής και τηλεπικοινωνιών
- απελευθέρωση χρηματοπιστωτικών συστημάτων στις πιο ώριμες οικονομίες
- εκρηκτική ανάπτυξη στις διεθνείς ροές κεφαλαίων
- κατάργηση περιορισμών συναλλαγματικών ισοτιμιών
- προώθηση της ΟΝΕ και εισαγωγή του ευρώ ως κοινού νομίσματος στις χώρες μέλη της Ευρωζώνης.

Τα εμπειρικά συμπεράσματα στις μελέτες για τα πλεονεκτήματα και τους περιορισμούς, αναφορικά με τη διεθνή διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου, εμφανίζουν κάποιες αντιφάσεις σε ορισμένες περιπτώσεις. Εντούτοις, παρατηρείται συμφωνία ως προς την άποψη ότι η διεθνής διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου βασίζεται στην εκτίμηση χαμηλών στατιστικών συσχετίσεων μεταξύ των εγχώριων

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

χρηματιστηριακών αγορών. Παρόλα αυτά, εάν ισχύει ότι οι διακρατικές στατιστικές συσχετίσεις εμφανίζονται αυξανόμενες, λόγω ίσως την αυξημένης αλληλεξάρτησης μεταξύ των διεθνών αγορών, όπως αναδεικνύουν πρόσφατες μελέτες, τότε τα αναμενόμενα πλεονεκτήματα της διεθνούς διαφοροποίησης χαρτοφυλακίου ενδέχεται να είναι σχετικώς περιορισμένα.

Η εφαρμοσμένη στατιστική ανάλυση καταδεικνύει ότι οι διεθνείς χρηματιστηριακές αγορές εμφανίζουν αυξανόμενη σύγκλιση, ενώ οι στατιστικές συσχετίσεις έχουν διαχρονικά αυξηθεί σημαντικά (Sonders, 2006). Ορισμένες μελέτες αξιολογούν την επίδραση σημαντικών χρηματοοικονομικών κρίσεων (όπως η κατάρρευση της Αμερικάνικης χρηματιστηριακής αγοράς το 1987, η κρίση του μεξικάνικου πέσος το 1994 και η νομισματική κρίση της Άπω Ανατολής το 1997), με στόχο την εκτίμηση της διάχυσης των συνεπειών μεταξύ των αγορών - ένδειξη της ισχυρής τους αλληλεξάρτησης (Forbes and Rigobon, 1999; Syriopoulos *et al.*, 2006).

Μελέτες αναφορικά με τη σταθερότητα της σύγκλισης των χρηματιστηριακών αγορών, από την άλλη, δείχνουν ότι η διακύμανση των αποδόσεων (volatility) επιδρά στις συσχετίσεις μεταξύ των αγορών (Longin and Solnik, 1995; Meric and Meric, 1997). Σύμφωνα με τα σχετικά εμπειρικά ευρήματα, οι αλληλεπιδράσεις και η σύγκλιση των αγορών εμφανίζονται σημαντικά ενισχυμένες μετά τις χρηματοοικονομικές κρίσεις, που συνεπάγεται ότι τα ενδεχόμενα πλεονεκτήματα της διεθνούς διαφοροποίησης χαρτοφυλακίου εμφανίζονται σημαντικά περιορισμένα (Syriopoulos, 2007).

1.2. Στατιστική μελέτη σχετικά με την απόδοση και τους κινδύνους στον Τραπεζικό κλάδο, σε 5 ευρωπαϊκές χώρες (Ελλάδα, Γερμανία, Γαλλία, Ιταλία, Ισπανία), την περίοδο 1999-2009

Επιλέχθηκαν οι 5 συγκεκριμένες χώρες από την Ευρωπαϊκή Ένωση για να αναδειχθούν οι διαφορές των αποδόσεων και των κινδύνων των τραπεζικών μετοχών μεταξύ γειτονικών χωρών που από το 2001 και μετά χρησιμοποιούσαν και το ίδιο νόμισμα. Επίσης για να τονιστεί η διαφορά που προέκυψε στις επενδύσεις πριν και μετά την εμφάνιση της χρηματοοικονομικής κρίσης, η μελέτη έχει διαχωριστεί σε τρεις χρονικές περιόδους:

- 31/12/1999-31/12/2008 (ολοκληρωμένη μελέτη)
- 31/12/1999-31/08/2007 (περίοδος πριν από την κρίση)
- 27/09/2007-31/12/2008 (περίοδος μετά την κρίση)

Για να εξαχθούν συμπεράσματα χρησιμοποιήθηκε η μέθοδος του CAPM που αναλύθηκε πιο πάνω. Ο διαχωρισμός της μελέτης σε 3 κρίσιμες περιόδους εκτός από τον προφανή σκοπό που εξυπηρετεί μας βοηθά και στο να αντιμετωπίσουμε τις επικρίσεις που δέχεται το υπόδειγμα CAPM σχετικά με την εφαρμογή του σε ρεαλιστικά δεδομένα.

Συγκεκριμένα έχοντας τις τιμές των Γενικών δεικτών των χρηματιστηρίων των παραπάνω χωρών, καθώς και τις τιμές του κλάδου των Τραπεζών, μπορέσαμε εύκολα να υπολογίσουμε στατιστικά τον συντελεστή “Beta” μέσω μιας διαδικασίας παλινδρόμησης, που ουσιαστικά αναδεικνύει τον κίνδυνο που λάμβανε κάθε επενδυτής όταν τοποθετούσε τα κεφάλαιά του. Ακολούθως αντικαταστήσαμε το αποτέλεσμα στον τύπο του CAPM και αντλήσαμε τις αναμενόμενες τιμές για τις τραπεζικές μετοχές.

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

$$E_r = r_f + \beta \times (R_m - r_f)$$

όπου:

E_r = αναμενόμενη απόδοση μετοχής, r_f = επιτόκιο μηδενικού κινδύνου (risk-free rate, χρησιμοποιήθηκαν το Γερμανικό 10ετές ομόλογο και το Ευρωπαϊκό Διατραπεζικό επιτόκιο Euribor), β =συντελεστής κινδύνου β μετοχής (μη-διαφοροποιήσιμος κίνδυνος), R_m = απόδοση αγοράς (market return, κοινώς ο γενικός δείκτης του Χρηματιστηρίου κάθε χώρας), $(R_m - r_f)$ = ασφάλιστρο κινδύνου αγοράς (market risk premium). **Το επιτόκιο του Euribor χρησιμοποιήθηκε ως risk-free rate γιατί είναι αποδεκτό από τη θεωρία χαρτοφυλακίου, όμως στην πραγματική αγορά το 10 ετές Γερμανικό ομόλογο θεωρείται πιο αξιόπιστο.** Παρατηρώντας ωστόσο τα νούμερα στην ανάλυση που ακολουθεί, βλέπουμε ότι οι διαφορές είναι πάρα πολύ μικρές. Ειδικότερα στις διαγραμματικές απεικονίσεις οι διαφορές ήταν ανύπαρκτες οπότε θεωρήσαμε κοινά τα διαγράμματα και του Euribor και του 10ετούς Γερμανικού ομολόγου.

Στα κεφάλαια που ακολουθούν θα αναλυθούν τα αποτελέσματα των παραπάνω χωρών ξεχωριστά και συγκριτικά μεταξύ τους για να εξαχθεί μια συνολική εικόνα της επίπτωσης της χρηματοοικονομικής κρίσης στο σύνολο της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

1.3 Ελλάδα

Η μελέτη ξεκινάει από την Ελλάδα, η οποία άργησε σχετικά να μπει στο κλαμπ των χωρών που αντιμετώπιζαν κρίση, πλην όμως, όταν αυτό συνέβη, το πλήγμα ήταν ισχυρό. Ο Τραπεζικός κλάδος επλήγη πάρα πολύ σοβαρά μετά το πρώτο

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ
ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

3μηνο του 2008 και πολλά τραπεζικά ιδρύματα απειλήθηκαν με πτώχευση. Ποιος ήταν ο κύριος λόγος για τον οποίο η Ελλάδα αντιμετώπισε προβλήματα.

ΟΝΟΜΑΣΙΑ ΜΕΤΑΒΛΗΤΗΣ	ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΜΕΛΕΤΗΣ					
	1999-2009		1999-31/08/2007		29/09/2007- 31/12/2008	
	DE=10Y	Euribor	DE=10Y	Euribor	DE=10Y	Euribor
Συντελεστής ΒΕΤΑ	1,13	1,12	1,07	1,08	1,17	1,16
P Value	1,28E-55	5,15E-57	6,79E-50	1,80E-48	6,03E-10	4,26E-10
T-statistic	29,06	29,97	27,95	26,95	14,80	15,20
R ²	0,87	0,88	0,88	0,87	0,93	0,94
SE	0,03	0,03	0,03	0,04	0,07	0,07
Sample Size	120		104		16	

Πίνακας 1.1. Στατιστικά στοιχεία Ελλάδος

Μελετώντας τα αποτελέσματα που προέκυψαν από την έρευνα, παρατηρούμε ότι ο συντελεστής κινδύνου (beta) είναι λίγο πιο πάνω από το 1 το οποίο σημαίνει ότι δεν ιδιαίτερα αυξημένος. Ο συντελεστής αυτός δείχνει την μεταβολή που θα έχει ο τραπεζικός κλάδος σε μια μεταβολή του γενικού δείκτη του χρηματιστηρίου κατά 1 μονάδα, δηλαδή για την περίοδο 1999-2009 12% και 13% αντίστοιχα. Επίσης η μεταβολή του beta μέσα στις 3 χρονικές περιόδους δεν είναι αρκετά μεγάλη το οποίο σημαίνει ότι η αγορά αντέδρασε σχετικά ομαλά. Αυτό ίσχυσε διότι η Ελλάδα δεν ήταν ποτέ στο επίκεντρο της χρηματοοικονομικής κρίσης όπως άλλες μεγαλύτερες χώρες. Μιλώντας ποσοστιαία την περίοδο πριν τη κρίση είχε 7% και 8% αντίστοιχα ενώ μετά 17% και 16% δηλαδή διαφορά 10 και 9 ποσοστιαίες μονάδες. Αν μελετήσουμε όμως τη μεταβολή του beta θα παρατηρήσουμε ότι οι λόγοι των

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ
ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

αποδόσεων είναι 109% και 107% αντίστοιχα πριν και μετά την κρίση. Το p-value τείνει στο 0, όπως και σε όλες τις υπόλοιπες χώρες, ένδειξη ότι η μεταβολή του beta είναι στατιστικά σημαντική. Το R^2 ανήκει στο διάστημα 0,87 μέχρι 0,94, τα οποία μας δείχνει ότι το ποσοστό της μεταβολής (αρκετά υψηλό) που εξηγείται από την διαδικασία παλινδρόμησης. Το SE με τη σειρά του είναι αρκετά χαμηλό και η τιμή του T-statistic αρκετά υψηλή, ώστε να μπορούμε να εμπιστευτούμε τις τιμές του beta. Κοιτώντας και τα διαγράμματα 1.1 – 1.6 του παραρτήματος βλέπουμε ότι οι τιμές του beta έχουν αρκετά μεγάλη συσπείρωση γύρω από την ευθεία της διασποράς και αυτό σημαίνει ότι οι 2 μεταβολές είναι ισχυρά συνδεδεμένες. Σε γενικές γραμμές η Ελλάδα δεν αντιμετώπισε υπερβολικά μεγάλες μεταβολές στους δείκτες της με την είσοδο της κρίσης στη χώρα. Όμως το γεγονός του ότι οι επενδυτές ήξεραν τους κινδύνους από τις υπόλοιπες χώρες, που η κρίση είχε φτάσει νωρίτερα καθώς και η τραγικοποίηση των γεγονότων από τα Μ.Μ.Ε. δημιούργησαν μία κατάσταση εκνευρισμού και αβεβαιότητας.

1.4 Γερμανία

ΟΝΟΜΑΣΙΑ ΜΕΤΑΒΛΗΤΗΣ	ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΜΕΛΕΤΗΣ					
	1999-2009		1999-31/08/2007		29/09/2007- 31/12/2008	
	DE=10Y	Euribor	DE=10Y	Euribor	DE=10Y	Euribor
Συντελεστής ΒΕΤΑ	1,12	1,14	0,97	0,98	1,79	1,75
P Value	4,62E-37	1,01E-36	4,30E-33	1,94E-31	7,61E-08	5,17E-08
T-statistic	18,62	18,45	17,74	16,88	10,16	10,48
R^2	0,74	0,74	0,75	0,73	0,88	0,88
SE	0,06	0,06	0,05	0,05	0,17	0,16
Sample Size	120		104		16	

Πίνακας 2.2. Στατιστικά στοιχεία Γερμανίας

Η Γερμανία στηριγμένη στην πολύ καλά δομημένη οικονομία της θα δούμε ότι αρχικά δεν αντέδρασε όπως αναμενόταν. Η αιτία ήταν η μεγάλη πτώση του δείκτη του χρηματιστηρίου. Οι μεταβολές του γενικού δείκτη ήταν δυσανάλογες με αυτές του δείκτη των τραπεζών (σημαντικό ρόλο έπαιξαν οι μειώσεις εξαγωγών που κρατούσαν σταθερά δυνατή την γερμανική οικονομία). Ο βασικότερος λόγος ήταν όμως ότι ο Γερμανικός Τραπεζικός Κλάδος βρέθηκε στον πυρήνα της κρίσης αφού η δραστηριοποίηση του ήταν εξαιρετικά παγκοσμιοποιημένη. Μελετώντας τα στατιστικά αποτελέσματα παρατηρούμε ότι η μεταβολή του συντελεστή beta είναι η μεγαλύτερη από όλες τις χώρες. Αρχικά ο κίνδυνος ήταν κάτω από 1, το οποίο ήταν ένδειξη για χαμηλότερο κίνδυνο εκτίμησης, μέσα στη κρίση όμως εκτοξεύτηκε στο 1,79, σημείο πρωτοφανές αρνητικό για τη γερμανική οικονομία. Μιλώντας με νούμερα παρατηρούμε διαφορές 82% και 77%, πριν και μετά την κρίση. Επίσης οι λόγοι είναι 184% και 178% αντίστοιχα, δημιουργώντας πολύ μεγάλες διαφορές στις αποδόσεις δίνοντας όμως παράλληλα πρόκληση για επενδύσεις αυξημένου ρίσκου με αυξημένες αποδόσεις. Το p-value τείνει πάλι στο 0 και οι τιμές του t-statistics και του SE είναι αρκετά υψηλές και χαμηλές αντίστοιχα για να μας δώσουν σωστή εκτίμηση για το beta. Το R^2 με τη σειρά του, ενώ στην αρχή δεν είναι αρκετά υψηλό (0,74), στην περίοδο της κρίσης φτάνει το 0,88. Τα διαγράμματα 1.7-1.12 μας εξηγούν τις έντονες μεταβολές στις Γερμανικές αποδόσεις και επισημαίνουν τις έντονες παλινδρομήσεις του Γερμανικού μοντέλου.

1.5 Γαλλία

ΟΝΟΜΑΣΙΑ ΜΕΤΑΒΛΗΤΗΣ	ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΜΕΛΕΤΗΣ					
	1999-2009		1999-31/08/2007		29/09/2007- 31/12/2008	
	DE=10Y	Euribor	DE=10Y	Euribor	DE=10Y	Euribor
Συντελεστής BETA	1	1,01	0,90	0,90	1,31	1,28
P Value	4,96E-32	5,74E-31	1,46E-28	4,23E-26	2,58E-05	1,92E-05
T-statistic	16,26	15,78	15,44	14,24	6,13	6,30
R ²	0,68	0,67	0,69	0,66	0,72	0,73
SE	0,06	0,06	0,05	0,06	0,21	0,20
Sample Size	120		104		16	

Πίνακας 3.3 Στατιστικά στοιχεία Γαλλίας

Η Γαλλία λίγο έως πολύ, κινήθηκε όπως η Γερμανία. Με ένα πάρα πολύ καλό συντελεστή beta σε σχέση με τις υπόλοιπες χώρες μελέτης, που ξεκίνησε κάτω από 0,90 και στο σύνολο της εξεταζόμενης περιόδου έφτασε στο 1, αποτελούσε πρόκληση για τους συντηρητικούς επενδυτές για τον χαμηλό συντελεστή κινδύνου που προσέφερε. Μετά την κρίση ωστόσο άγγιξε το 1,31 δημιουργώντας μια διαφορά 41%. Ο λόγος των κινδύνων πριν και μετά την κρίση ανέρχεται ποσοστιαία στο 145%, εμφανώς χαμηλότερος από αυτόν της Γερμανίας αλλά πολύ υψηλότερος από εκείνον των άλλων χωρών. Το P-value τείνει στο 0 οπότε η μεταβολή είναι στατιστικά σημαντική. Παρατηρούμε ωστόσο ότι οι τιμές των SE και R² είναι αρκετά πιο χαμηλές από τις άλλες χώρες αλλά παρόλα αυτά παραμένουν υψηλές για να εμπιστευόμαστε τις εκτιμήσεις του beta. Ωστόσο η Γαλλία παρόλα τα κοινωνικοοικονομικά προβλήματα που αντιμετώπισε μέσα στην περίοδο της έντονης

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ
ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

κρίσης, αντιμετώπισε με σειρά μέτρων λιτότητας το φαινόμενο, και βασιζόμενη όπως και η Γερμανία στις πλούσιες εξαγωγές της, δείχνει να ανακάμπτει ταχύτερα από τους υπολοίπους. Μελετώντας και τα διαγράμματα 1. 13 -1.19 βλέπουμε το ισχυρότατο πλήγμα που δέχτηκε ο τραπεζικός κλάδος το 2008 καθώς όμως και την ομαλή πορεία προς την ανάπτυξη.

1.6 Ιταλία

ΟΝΟΜΑΣΙΑ ΜΕΤΑΒΛΗΤΗΣ	ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΜΕΛΕΤΗΣ					
	1999-2009		1999-31/08/2007		29/09/2007- 31/12/2008	
	DE=10Y	Euribor	DE=10Y	Euribor	DE=10Y	Euribor
Συντελεστής ΒΕΤΑ	1,08	1,08	1,03	1,02	1,20	1,19
P Value	9,19E-42	5,36E-40	2,28E-31	1,96E-28	5,72E-10	3,49E-10
T-statistic	20,96	20,06	16,84	15,37	14,96	15,43
R ²	0,78	0,77	0,73	0,69	0,94	0,94
SE	0,05	0,05	0,06	0,06	0,08	0,07
Sample Size	120		104		16	

Πίνακας 4.4 Στατιστικά στοιχεία Ιταλίας

Αντίστοιχη πορεία με τη Ελλάδα διατήρησαν οι 2 τελευταίες χώρες της μελέτης η Ιταλία και η Ισπανία. Στη μεν Ιταλία το beta κινήθηκε σε ικανοποιητικά για την περίοδο της κρίσης επίπεδα φτάνοντας στο 1,20, μη έχοντας μεγάλη μεταβολή από αυτό πριν τη κρίση μόλις 17%. Αντίστοιχα ο λόγος είναι στο 116%. Αυτό είναι ένδειξη ότι ο Τραπεζικός κλάδος στη γειτόνα χώρα αντιμετώπισε σχετικά ομαλά την μετάβαση της χώρας σε κατάσταση κρίσης. Από όλες τις τιμές που εξετάσαμε η μόνη η οποία ξενίζει λιγάκι είναι το σχετικά μικρό 0,69 στο R², ποσοστό ωστόσο όχι μικρό

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ
ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

για να μπορούμε να μελετάμε με ασφάλεια το beta. Το SE είναι αρκετά μικρό για να ισχυροποιήσει αυτή την άποψη. Με όλα αυτά η Ιταλία δείχνει ότι παρά τη δυσχερή θέση που βρίσκεται, μπορεί να ανταπεξέλθει στην κρίση. Αυτό οφείλεται στην προσαρμοστικότητα που δείχνουν οι Μεσογειακοί λαοί στις δύσκολες καταστάσεις και σε πληθώρα άλλων συντελεστών όπως, η εκμετάλλευση των κρατικών προγραμμάτων για την ανεργία, το υψηλό ποσοστό ιδιοκατοίκησης, η έντονη αποταμιευτικά δραστηριότητα των Ιταλών κ.α..

1.7 Ισπανία

ΟΝΟΜΑΣΙΑ ΜΕΤΑΒΛΗΤΗΣ	ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΜΕΛΕΤΗΣ					
	1999-2009		1999-31/08/2007		29/09/2007- 31/12/2008	
	DE=10Y	Euribor	DE=10Y	Euribor	DE=10Y	Euribor
Συντελεστής ΒΕΤΑ	1,06	1,07	1,03	1,04	1,14	1,13
P Value	1,10E-52	5,36E-51	8,40E-44	4,41E-41	1,69E-08	1,06E-08
T-statistic	27,06	26,05	23,88	22,21	11,15	11,87
R ²	0,86	0,85	0,84	0,82	0,90	0,90
SE	0,03	0,04	0,04	0,04	0,10	0,09
Sample Size	120		104		16	

Πίνακας 5.5 Στατιστικά στοιχεία Ισπανίας

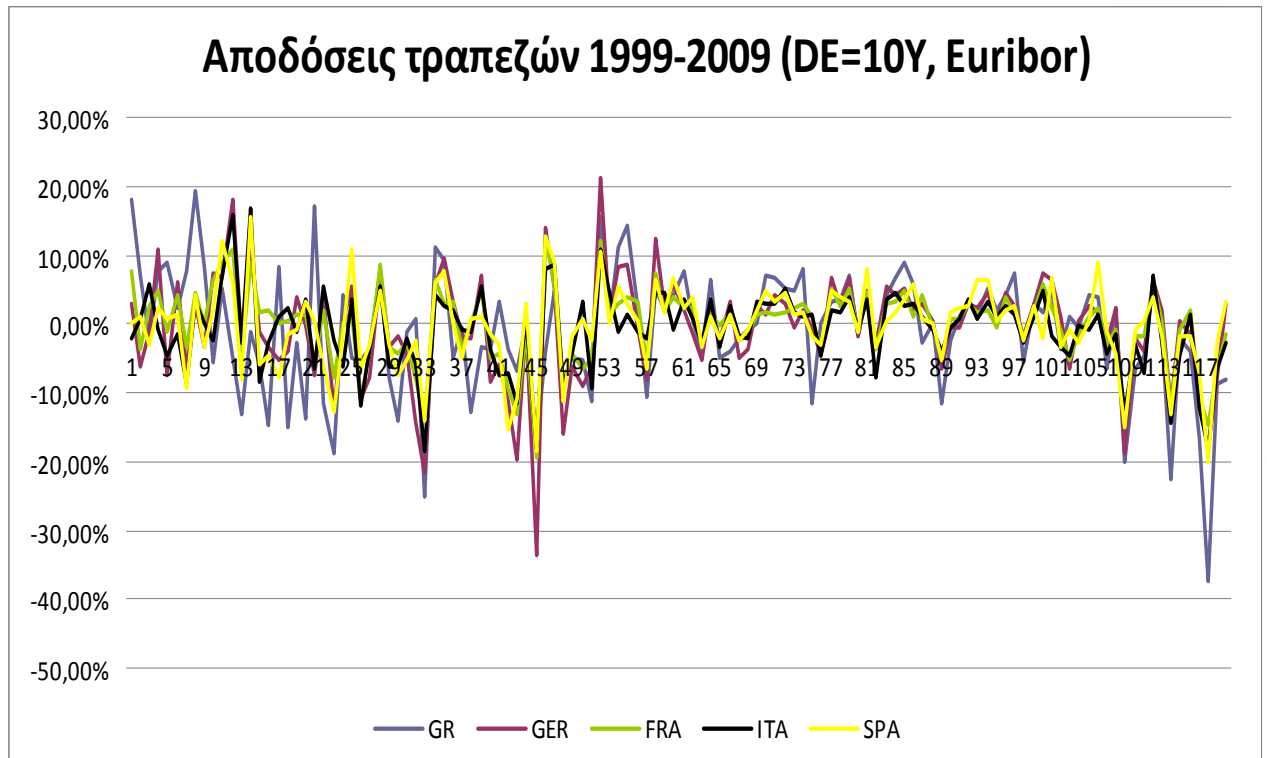
Όπως και η Ιταλία, έτσι και η Ισπανία κινήθηκε στα ίδια επίπεδα. Η Ισπανία άργησε σχετικά να μπει για τα καλά στο κυκεώνα της κρίσης. Όλες οι μετρήσεις είναι ομαλές και λογικές και δείχνουν το ομαλό πέρασμα από τη μία κατάσταση στην άλλη. Οι τιμές του Beta κινούνται σε επίπεδα από 1,03 μέχρι 1,14 και το R² από 0,82 μέχρι 0,90 (αρκετά υψηλό). Η μεταβολή είναι η μικρότερη μαζί με της Ελλάδος, μόλις 11% και 9% ενώ οι λόγοι αγγίζουν το 110% και 108%. Τέλος το T-statistics και το

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ
ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

ΣΕ κυμαίνονται σε λογικά πλαίσια για να εμπιστευόμαστε τις τιμές του Beta. Η Ισπανία όμως παραμένει αυτή τη στιγμή το μεγάλο ερωτηματικό της Ε.Ε. καθώς το πάρα πολύ υψηλό ποσοστό ιδιωτικού δανεισμού, ακόμα και από τράπεζες εκτός Ευρωπαϊκής Ένωσης, αναμένεται να οδηγήσει σε σκληρά μέτρα τη χώρα προκειμένου να δραπετεύσει από την δύσκολη αυτή θέση.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

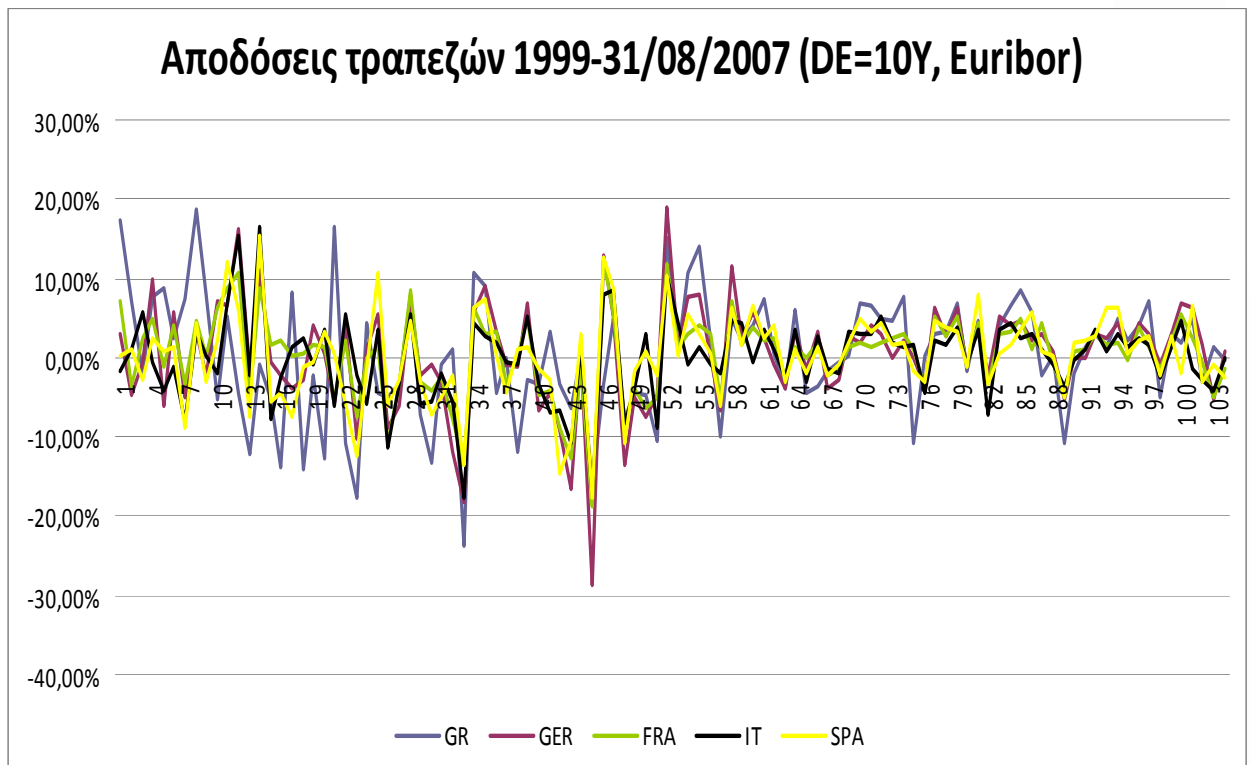
1.8 Σύγκριση αποδόσεων όλων των εξεταζόμενων χωρών



Ενισχύοντας την στατιστική μελέτη που αναλύθηκε παραπάνω βλέπουμε τα διαγράμματα που συγκρίνουν τις αποδόσεις των τραπεζικών μετοχών στις 3 περιόδους μελέτης.

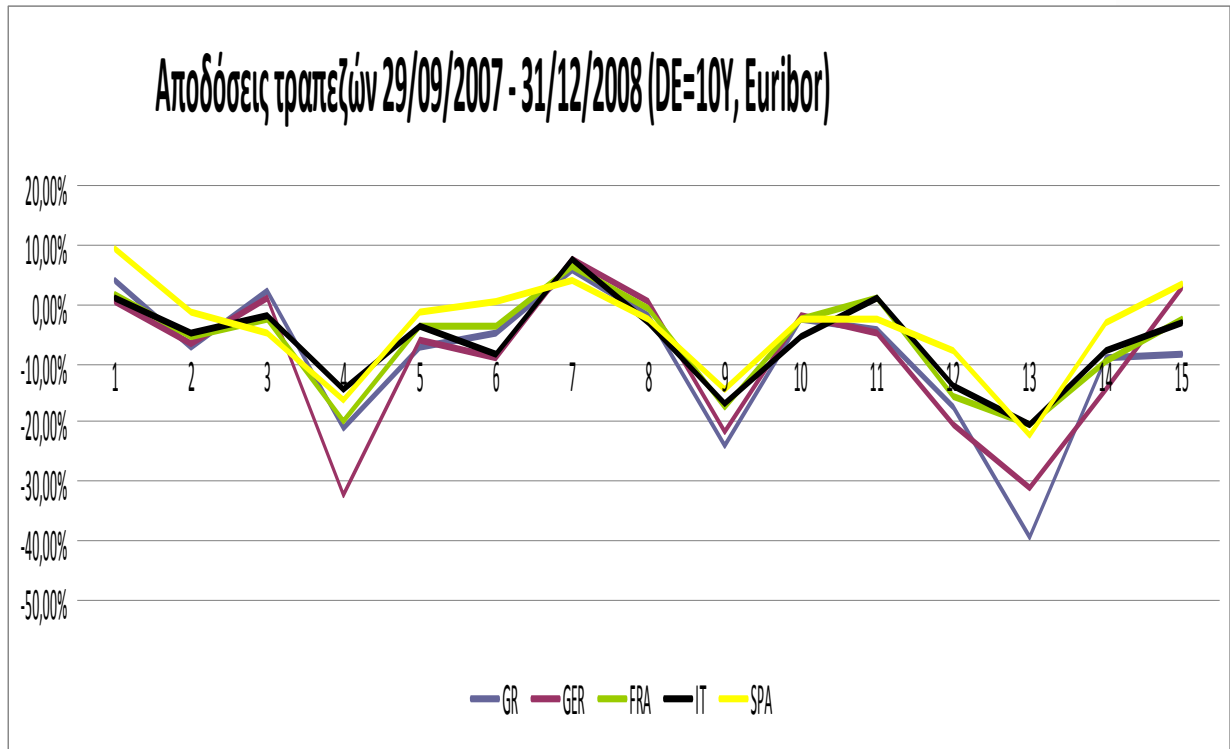
Στο πρώτο διάγραμμα βλέπουμε τις αποδόσεις των μετοχών σε όλο το διάστημα της μελέτης. Παρατηρούμε τις ακραίες τιμές που έχουν οι Γερμανικές και οι Ελληνικές μετοχές και την πιο ομαλή διαδρομή των Ιταλικών, Ισπανικών και Γαλλικών μετοχών. Άλλωστε οι χώρες αυτές υποστηρίζουν ως στρατηγική εξόδου από την κρίση, όχι μια βίαιη προσαρμογή των κρατών σε νέες πολιτικές αλλά μια πιο ήπια διαδικασία εξομάλυνσης.

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ
ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ



Στο δεύτερο διάγραμμα βλέπουμε την διαδρομή μέχρι την κρίση. Λίγο μετά την αρχή του διαγράμματος διαφαίνεται και η κρίση στο Ελληνικό χρηματιστήριο στις αρχές τις 10ετίας. Πάλι παρατηρούμε τις ακραίες τιμές της Γερμανίας μέχρι το 2002. Από εκεί και μετά όμως η κατάσταση εξομαλύνθηκε και οι αναμενόμενες αποδόσεις είχαν θετικό συντελεστή μέχρι να αρχίσουμε να πλησιάζουμε στην περίοδο της κρίσης όπου οι αποδόσεις τείνουν στο 0 προαναγγέλλοντας έτσι τα όσα θα συμβούν.

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ
ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ



Τέλος κατά τη διάρκεια της κρίσης όλες σχεδόν οι αναμενόμενες τιμές των μετοχών βρίσκονται υπό το 0 με αποκορύφωμα την κατακόρυφη πτώση του κλάδου τον Σεπτέμβρη – Οκτώβρη του 2008 όπου με πρωταγωνίστρια την Ελλάδα (συμπαρασυρόμενη από το γενικό κλίμα και βιώνοντας ένα πρωτοφανές κύμα παραπληροφόρησης και φόβου για την ασφάλεια των τραπεζικών καταθέσεων), οι μετοχές βρίσκονται στο ναδίρ.

ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Ως επίλογος επελέγησαν κάποια λόγια του Διοικητή της Κεντρικής Τράπεζας της Κύπρου κ. Ορφανίδη Αθανασίου που σημειώθηκαν κατά τη διάρκεια συνέλευσης της Κεντρικής Ευρωπαϊκής Τράπεζας. Σύμφωνα με ανακοίνωση της Κεντρικής Τράπεζας (ΚΤΚ), στην ομιλία του ο διοικητής επικεντρώθηκε σε τρία θέματα: Πρώτον, ποια μαθήματα μπορεί να αντλήσει κανείς από την πρόσφατη χρηματοοικονομική κρίση σε ό,τι αφορά το θεσμικό πλαίσιο άσκησης νομισματικής πολιτικής. Δεύτερο, ποια είναι τα διδάγματα που μπορούμε να αντλήσουμε σε σχέση με τη νομισματική στρατηγική, την οποία πρέπει να ακολουθούν οι κεντρικές τράπεζες. Τρίτο, κατά πόσον η επιδίωξη της σταθερότητας των τιμών είναι επαρκής ή εάν μια κεντρική τράπεζα θα πρέπει να επιδιώκει μεγαλύτερη συμμετοχή στη ρύθμιση και εποπτεία του χρηματοπιστωτικού τομέα, ώστε να επιτύχει στη διασφάλιση της γενικότερης σταθερότητας της οικονομίας.

«Τα γεγονότα των τελευταίων τριών ετών», είπε μεταξύ άλλων ο κ. Ορφανίδης, «μας παρέχουν μια πρακτική εφαρμογή αυτών των θεμάτων. Ένα παράδειγμα αποτέλεσε η μαζική παροχή ρευστότητας από την ΕΚΤ και άλλες κεντρικές τράπεζες πρώτα, όταν οι αγορές χρήματος παρουσίασαν δυσλειτουργίες τον Αύγουστο του 2007, και αργότερα κατά τη διάρκεια άλλων δύσκολων περιόδων. Εάν η ανεξαρτησία των κεντρικών τραπεζών δεν ήταν δεδομένη, λόγω της αξιοπιστίας που κέρδισαν προηγουμένως διασφαλίζοντας τη σταθερότητα των τιμών, εάν η ανεξαρτησία τους βρισκόταν υπό αμφισβήτηση, τότε η επακόλουθη απότομη αύξηση της νομισματικής βάσης θα μπορούσε να είχε ξυπνήσει το φάντασμα του

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ
ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

πληθωρισμού στη συνείδηση των πολιτών».

Ανάγκη συνεχούς υποστήριξης

«Ένα μάθημα που εξάγεται από τις πρόσφατες εμπειρίες», πρόσθεσε, «είναι ότι όσο μεγαλύτερη είναι η ανεξαρτησία και η αξιοπιστία που χαίρει μια κεντρική τράπεζα σε καιρούς ομαλούς, τόσο μεγαλύτερη είναι η ευελιξία που έχει για λήψη μη συμβατικών και επιτακτικών διορθωτικών μέτρων πολιτικής σε περιόδους κρίσεων. Η ανεξαρτησία και η αξιοπιστία, ωστόσο, δεν μπορούν να θεωρηθούν ως δεδομένες και πρέπει να τυγχάνουν συνεχούς υποστήριξης, ειδικά στις περιπτώσεις όπου η ανεξαρτησία της κεντρικής τράπεζας δεν αναγνωρίζεται από το σύνταγμα. Ο κίνδυνος τα διορθωτικά μέτρα, που λαμβάνονται από μια κεντρική τράπεζα κατά τη διάρκεια μιας κρίσης, να αποτελέσουν μέρος μιας κοντόφθαλμης πολιτικής ατζέντας, δεν μπορεί να αποκλειστεί».

Η κρίση έχει επιβεβαιώσει ότι μια κεντρική τράπεζα που έχει ως στόχο τη σταθερότητα των τιμών αλλά δεν διαθέτει επαρκείς ρυθμιστικές εξουσίες, αδυνατεί να εξασφαλίσει ευρύτερη χρηματοοικονομική σταθερότητα στην οικονομία. Το ερώτημα είναι ευρύτερο σε σύγκριση με εκείνο που αφορά αποκλειστικά στη μεταχείριση των αποκλίσεων στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων και επεκτείνεται σε άλλες πιθανές ανισορροπίες στην οικονομία, όπως τα υψηλά επίπεδα του ιδιωτικού και του δημόσιου χρέους των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων, τα επίμονα ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών, τις υπερχρεώσεις στη χρηματοδότηση κτλ.

Η κρίση έχει αναδείξει μια γενικότερη υποτίμηση των συστημικών κινδύνων σε ό,τι αφορά τη μικρο-προληπτική εποπτεία και υπογράμμισε την ανάγκη για μια

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

ευρύτερη μακρο-προληπτική προσέγγιση, έτσι ώστε ο εποπτικός έλεγχος να εξασφαλίζει τη συνολική σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Εξ ορισμού, η μικρο-προληπτική εποπτεία επικεντρώνεται σε επιμέρους θεσμικά όργανα και δεν μπορεί να εκτιμήσει αποτελεσματικά τους ευρύτερους μακροοικονομικούς κινδύνους, που συνιστούν απειλή για το χρηματοπιστωτικό σύστημα στο σύνολό του. Αυτό είναι ένα έργο που μπορεί να διεκπεραιωθεί καλύτερα από τις κεντρικές τράπεζες.

Τα κατάλληλα εργαλεία

Ωστόσο, για να μπορέσουν οι κεντρικές τράπεζες να ενισχύσουν τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα, πρέπει να τους παρέχονται τα κατάλληλα εργαλεία. Σε γενικές γραμμές, μια κεντρική τράπεζα δεν αντιμετωπίζει δίλημμα μεταξύ της σταθερότητας των τιμών και της χρηματοοικονομικής σταθερότητας. Αντιθέτως, τις περισσότερες φορές αυτοί οι δύο στόχοι τείνουν να ενισχύουν ο ένας τον άλλον. Όμως μπορεί να υπάρξουν περιπτώσεις κατά τις οποίες η πολιτική επιτοκίων, που στοχεύει στη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών, να είναι σαφώς ανεπαρκής για τη μείωση των κινδύνων που απειλούν τη χρηματοοικονομική σταθερότητα. Σκεφτείτε, για παράδειγμα, ένα επεισόδιο σταθερά υψηλής πιστωτικής επέκτασης σε ένα περιβάλλον σταθερότητας των τιμών. Είναι απίθανο η προσαρμογή του εργαλείου των επιτοκίων να είναι η πλέον ενδεδειγμένη λύση. Ιδανικά, υπό αυτές τις συνθήκες, η κεντρική τράπεζα θα πρέπει να έχει στη διάθεσή της μοχλούς μακρο-προληπτικής εποπτείας, με τους οποίους να συγκρατήσει τον κίνδυνο μιας ενδεχόμενης χρηματοοικονομικής αναταραχής.

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

Αυτό τονίζει τη σημασία των συνεχιζόμενων προσπαθειών για ενίσχυση της μακρο-προληπτικής εποπτείας των κεντρικών τραπεζών. Πολιτικές μακροπροληπτικής εποπτείας θα μπορούσαν να αποσκοπούν στον περιορισμό της διεύρυνσης των χρηματοοικονομικών ανισορροπιών και στη διασφάλιση ότι το χρηματοπιστωτικό σύστημα είναι επαρκώς ανθεκτικό σε μια απότομη διόρθωση.

Εντοπισμός και αξιολόγηση κινδύνων

Ο διοικητής Ορφανίδης ανέφερε ότι το καθήκον της κεντρικής τράπεζας, ως μακρο-προληπτικός επόπτης, είναι να εντοπίζει και να αξιολογεί τους κινδύνους και, εάν χρειάζεται, να εκδίδει προειδοποιήσεις και συστάσεις για διορθωτικά μέτρα. Ένα θέμα που παραμένει ανοιχτό, ωστόσο, είναι ο βαθμός αποτελεσματικότητας αυτών των προειδοποιήσεων και συστάσεων σε περίπτωση απουσίας του κατάλληλου μηχανισμού για επιβολή αυτών των συστάσεων. Μπορεί η μακροοικονομική προληπτική εποπτεία να επιτύχει στην πρόληψη της διεύρυνσης μεγάλων ανισορροπιών χωρίς τα εργαλεία της εκτέλεσης; Μπορούν οι μακρο-προληπτικές συστάσεις που εκδίδονται από μια κεντρική τράπεζα να εκτελεστούν χωρίς τη στενή συμμετοχή της κεντρικής τράπεζας στη ρύθμιση και την εποπτεία των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων;

Πριν από την κρίση, ανέφερε, υπήρχε η τάση για διαχωρισμό της νομισματικής πολιτικής από την εποπτεία και τη ρύθμιση, αν και οι δύο πολιτικές θα μπορούσαν να είχαν θεωρηθεί ως λειτουργίες των κεντρικών τραπεζών. Αν και σε πολλές χώρες οι αρμοδιότητες της εποπτείας και ρύθμισης των τραπεζών ήταν ανέκαθεν ευθύνη της κεντρικής τράπεζας, σε ορισμένες περιπτώσεις, αυτές οι

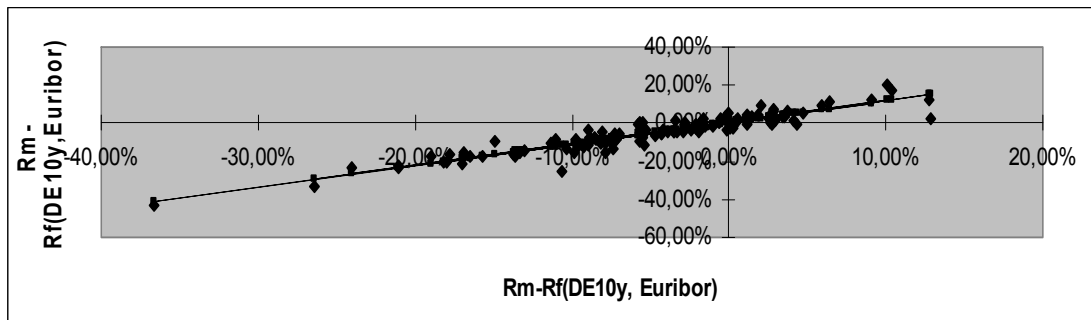
ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

λειτουργίες, διαχωρίζονται από τον πυρήνα της νομισματικής πολιτικής της κεντρικής τράπεζας. Ένα μάθημα από την κρίση είναι ότι η τάση αυτή πρέπει να αντιστραφεί. Πράγματι, ορισμένες χώρες έχουν ήδη προχωρήσει προς αυτή την κατεύθυνση.

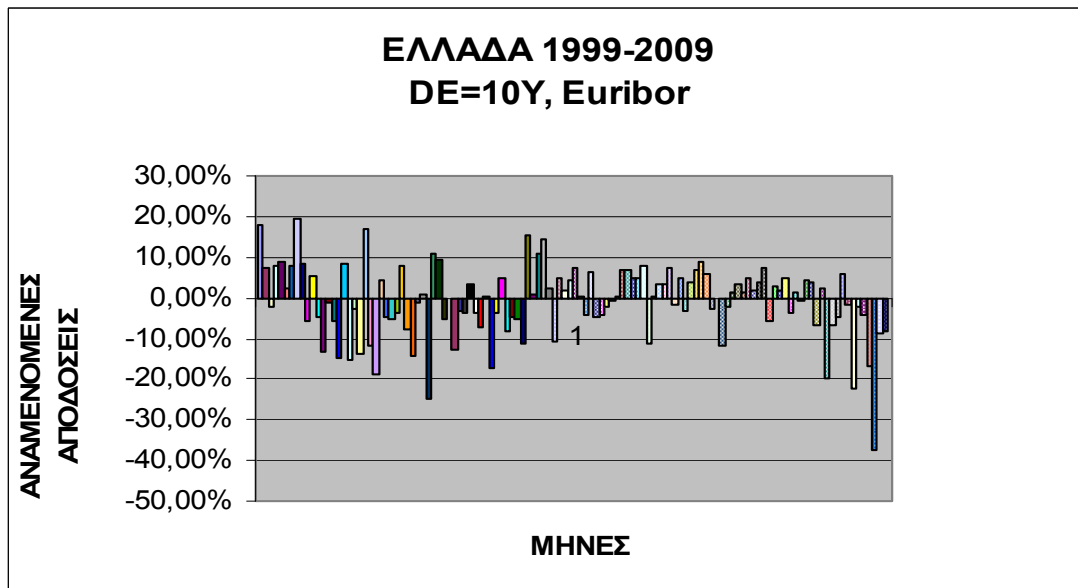
Τέλος, ο Αθανάσιος Ορφανίδης σημείωσε ότι η κρίση έχει αποκαλύψει όχι μόνο την ανάγκη για πιο αποτελεσματική μικρο- και μακρο-προληπτική ρύθμιση και εποπτεία, αλλά και την ανάγκη για καλύτερο συντονισμό μεταξύ τους. Λαμβάνοντας υπόψη τις σημαντικές συνέργειες μεταξύ της μικρο-προληπτικής εποπτείας και ανάλυσης των συστημικών κινδύνων, η μεταφορά της μικρο-εποπτείας υπό την ίδια στέγη με άλλα καθήκοντα της κεντρικής τράπεζας φαίνεται μια ελκυστική πρόταση. Συνολικά, ένα μάθημα από την κρίση είναι ότι η μεγαλύτερη συμμετοχή της κεντρικής τράπεζας στη χρηματοπιστωτική ρύθμιση και εποπτεία μπορεί να συμβάλει στην καλύτερη διαχείριση της γενικότερης οικονομικής σταθερότητας.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

ΕΛΛΑΔΑ

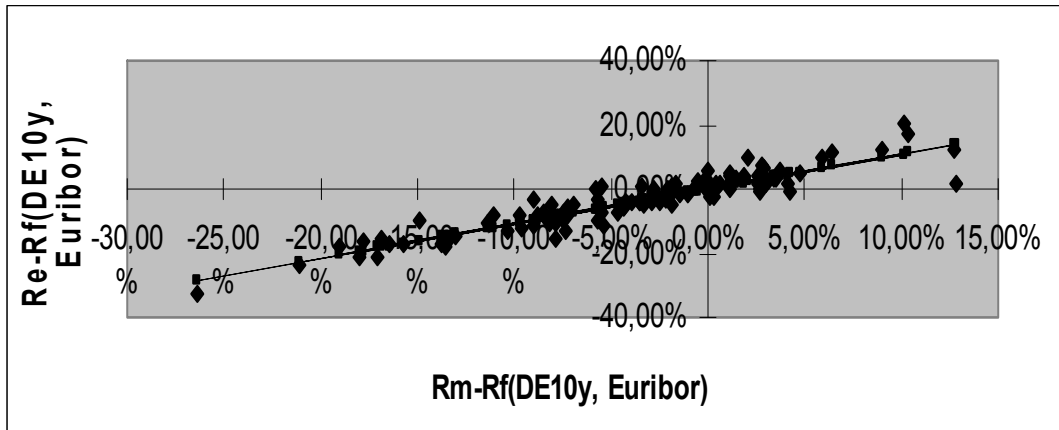


Διάγραμμα 1.1 Παλινδρόμηση του Συντελεστή Βeta (1999-2009)

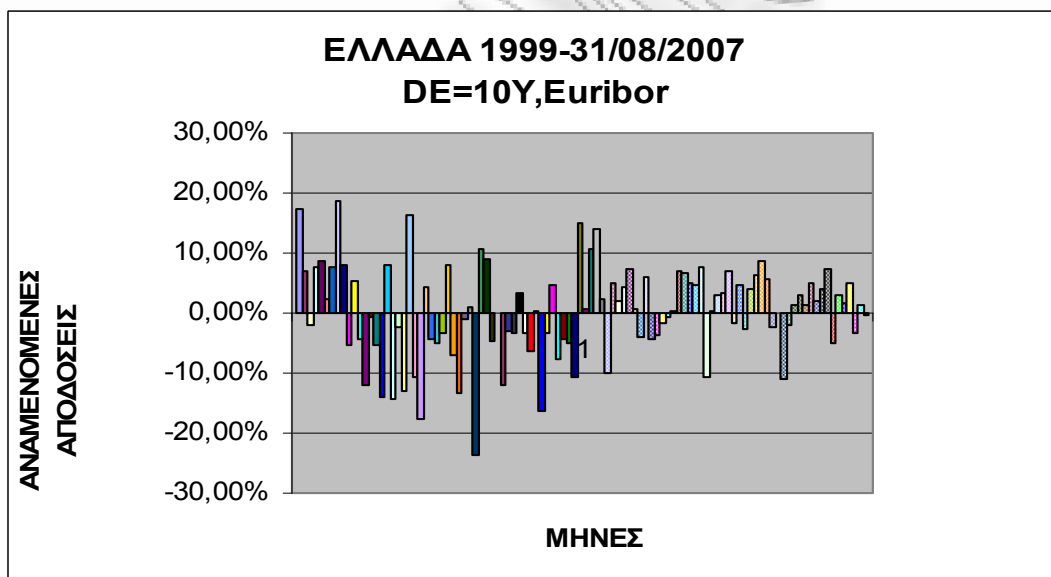


Διάγραμμα 1.2 Αναμενόμενες τιμές τραπεζικού κλάδου (1999-2009)

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ
ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

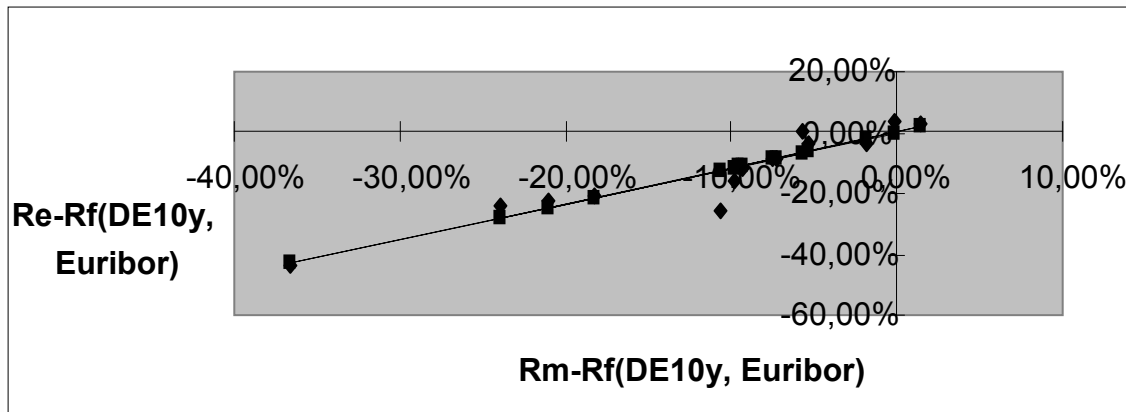


Διάγραμμα 1.3 Παλινδρόμηση του Συντελεστή Beta (1999-31/08/2007)

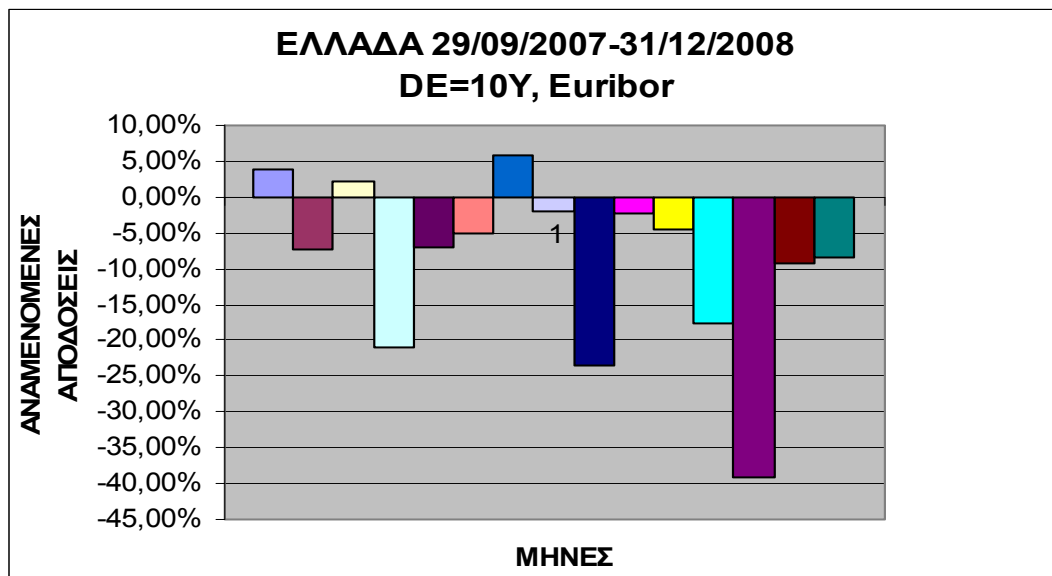


Διάγραμμα 1.4 Αναμενόμενες τιμές τραπεζικού κλάδου (1999-31/08/2007)

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ
ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ



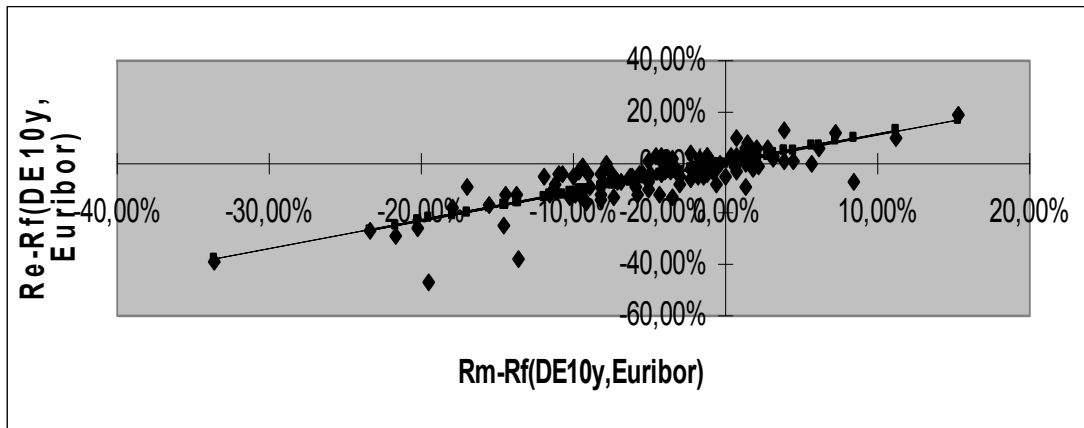
Διάγραμμα 1.5 Παλινδρόμηση του Συντελεστή Beta (29/09/2007-31/12/2008)



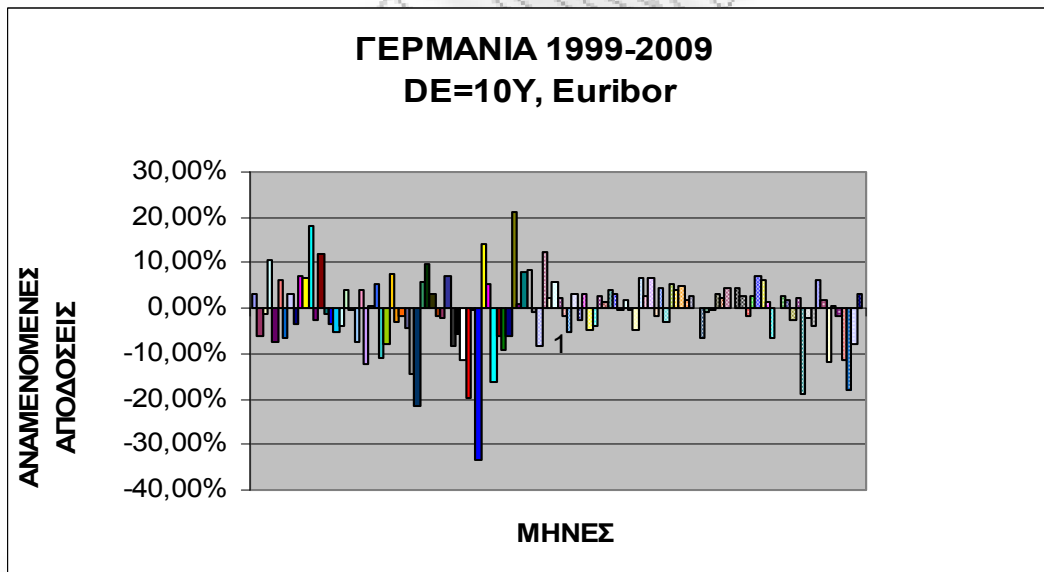
Διάγραμμα 1.6 Αναμενόμενες τιμές τραπεζικού κλάδου (29/09/2007-31/12/2008)

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ
ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

ΓΕΡΜΑΝΙΑ

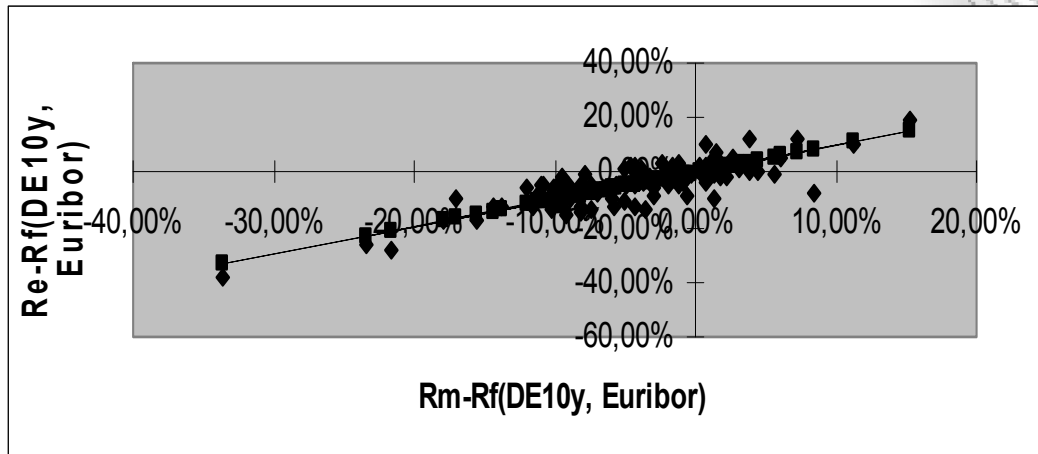


Διάγραμμα 1.7 Παλινδρόμηση του Συντελεστή Beta (1999-2009)

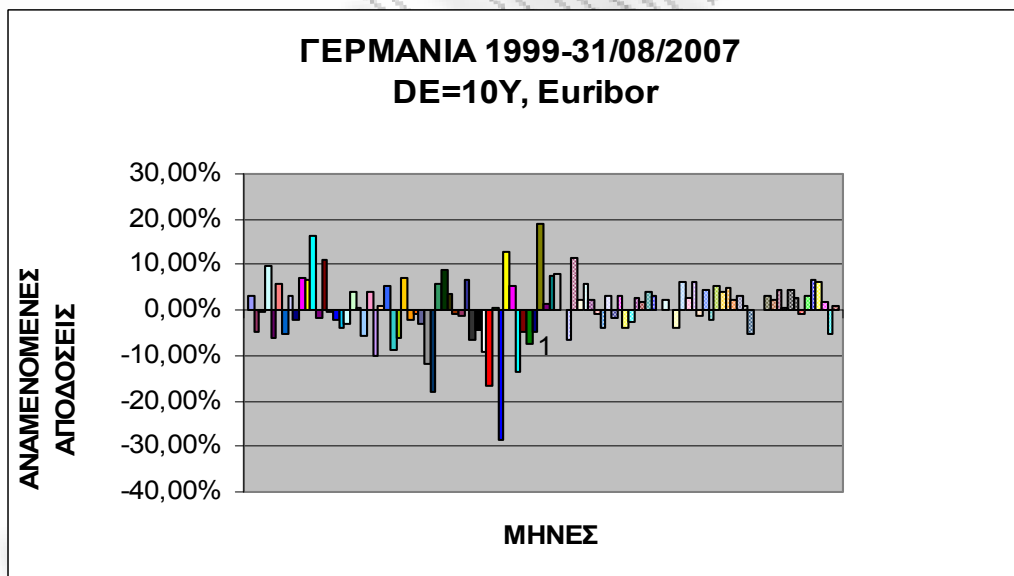


Διάγραμμα 1.8 Αναμενόμενες τιμές τραπεζικού κλάδου (1999-2009)

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ
ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

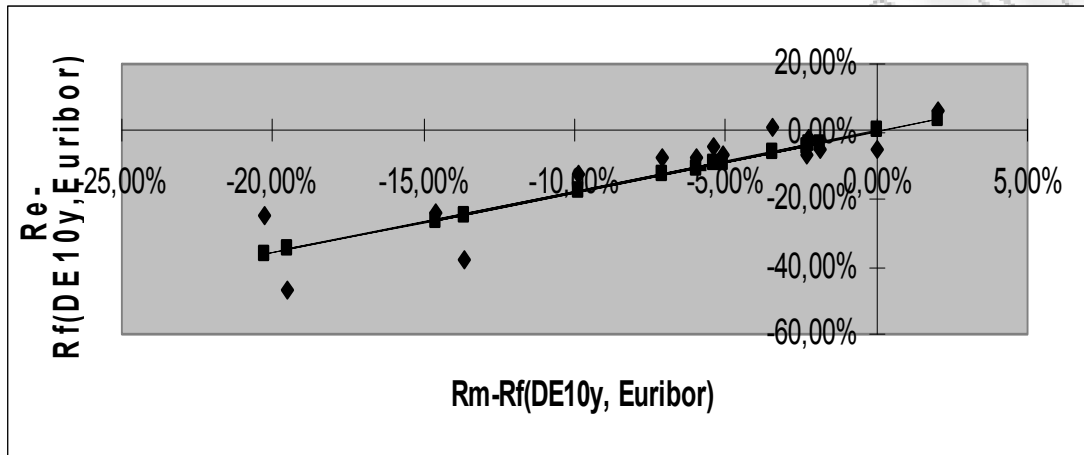


Διάγραμμα 1.9 Παλινδρόμηση του Συντελεστή Beta (1999-31/08/2007)

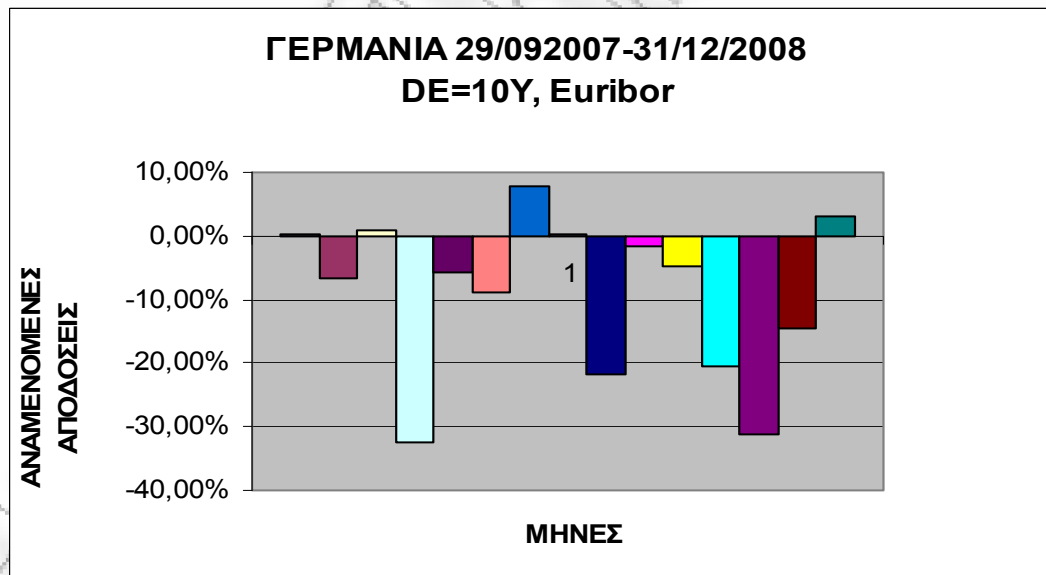


Διάγραμμα 1.10 Αναμενόμενες τιμές τραπεζικού κλάδου (1999-31/08/2007)

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ



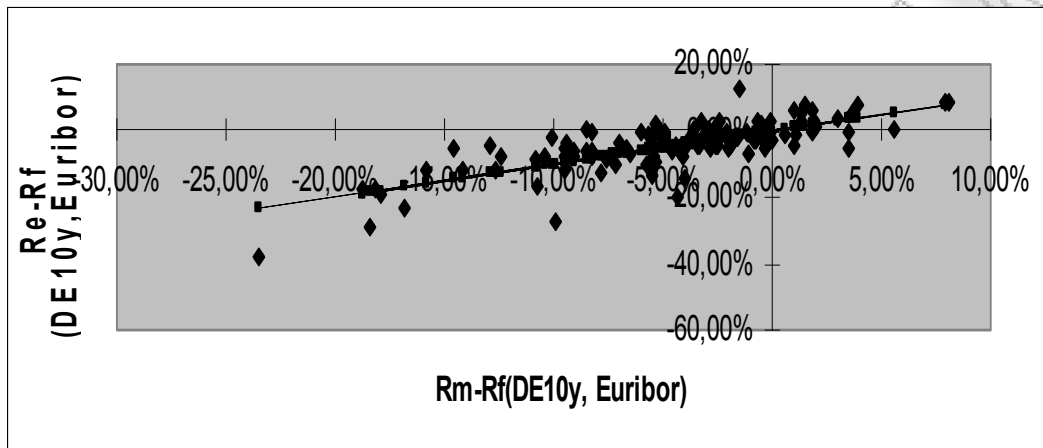
Διάγραμμα 1.11 Παλινδρόμηση του Συντελεστή Beta (29/09/2007-31/12/2008)



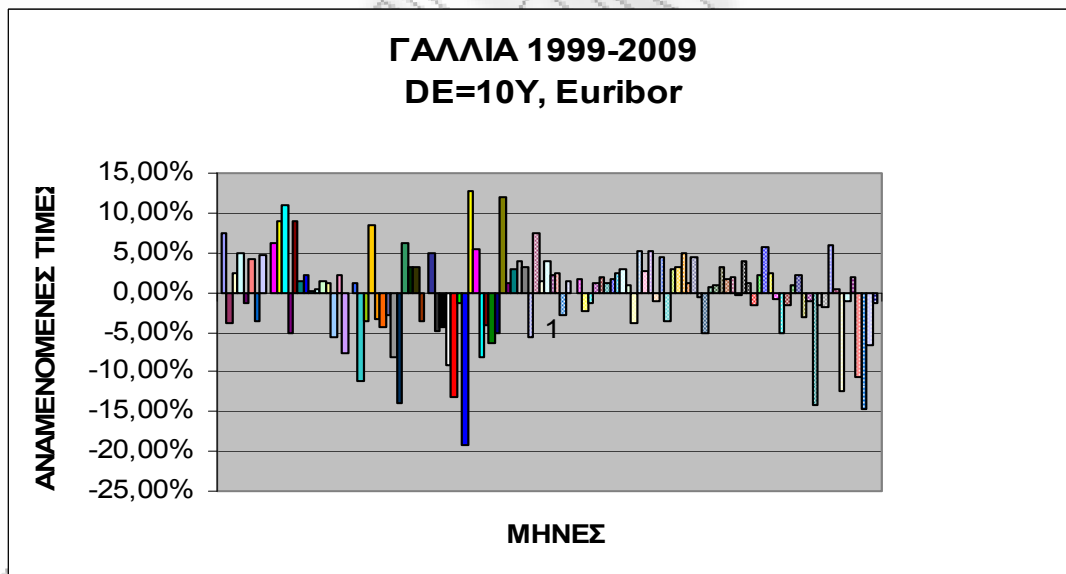
Διάγραμμα 1.12 Αναμενόμενες τιμές τραπεζικού κλάδου (29/09/2007-31/12/2008)

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ
ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

ΓΑΛΛΙΑ

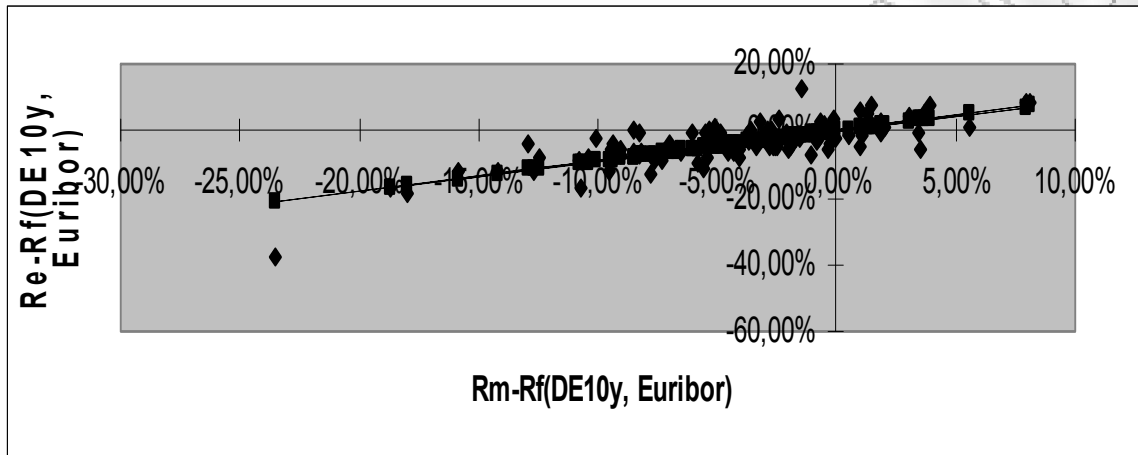


Διάγραμμα 2.13 Παλινδρόμηση του Συντελεστή Beta (1999-2009)

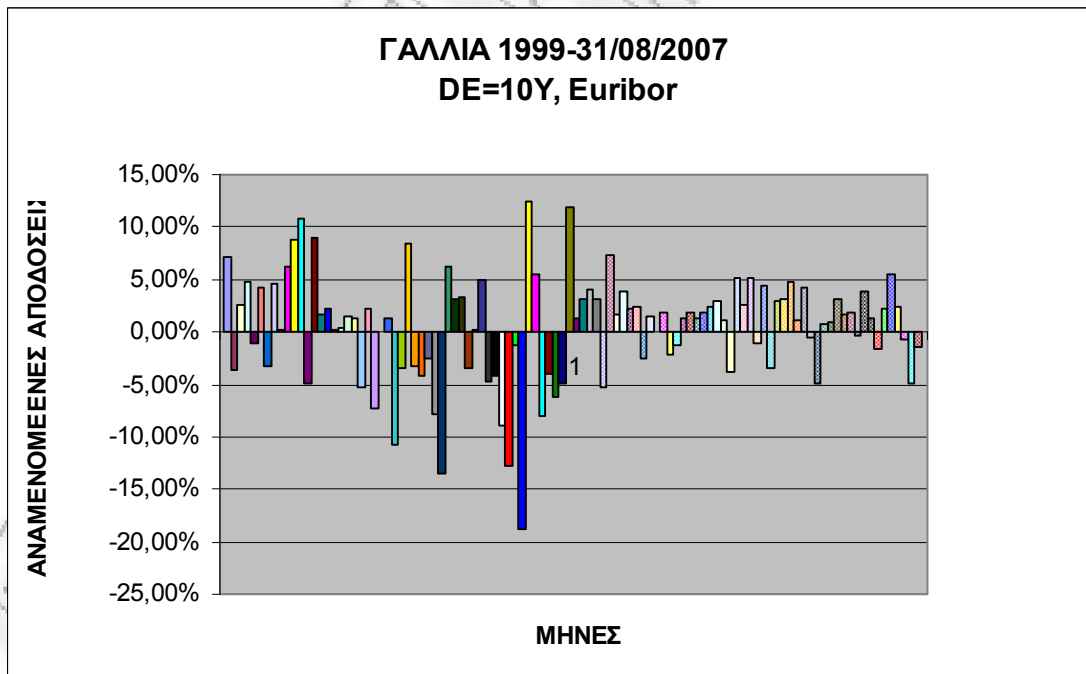


Διάγραμμα 1.14 Αναμενόμενες τιμές τραπεζικού κλάδου (1999-2009)

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ
ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

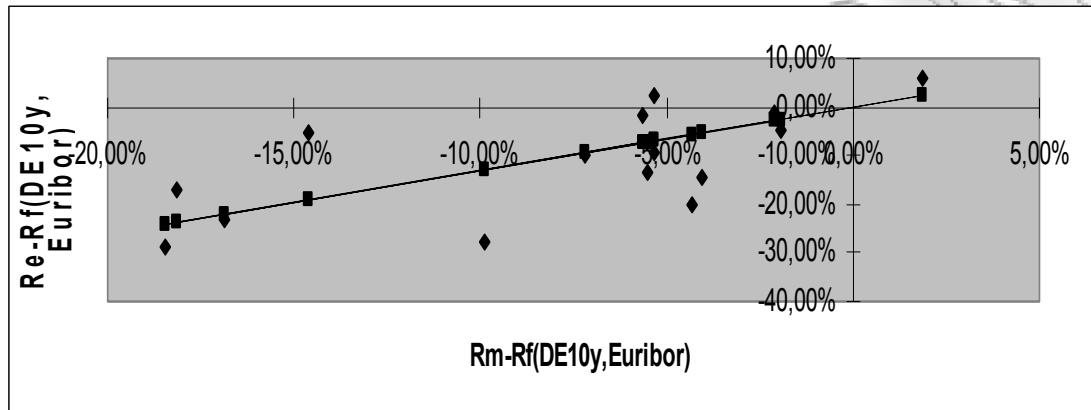


Διάγραμμα 1.15 Παλινδρόμηση του Συντελεστή Beta (1999-31/08/2007)

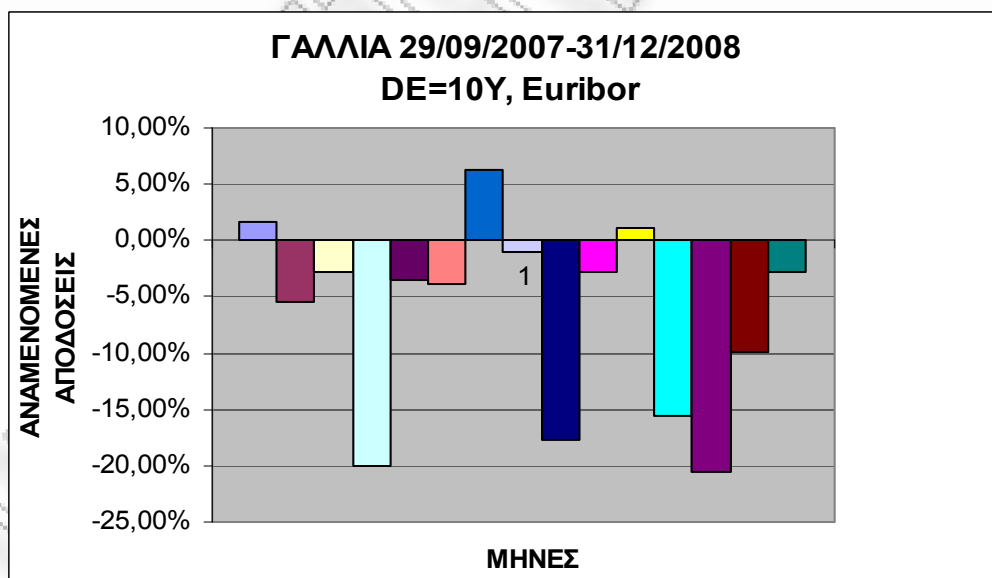


Διάγραμμα 1.16 Αναμενόμενες τιμές τραπεζικού κλάδου (1999-31/08/2007)

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ
ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ



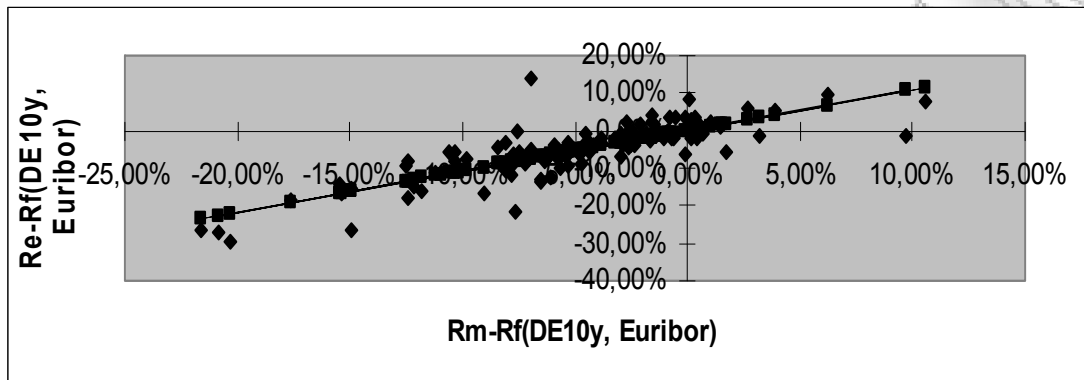
Διάγραμμα 1.17 Παλινδρόμηση του Συντελεστή Beta (29/09/2007-31/12/2008)



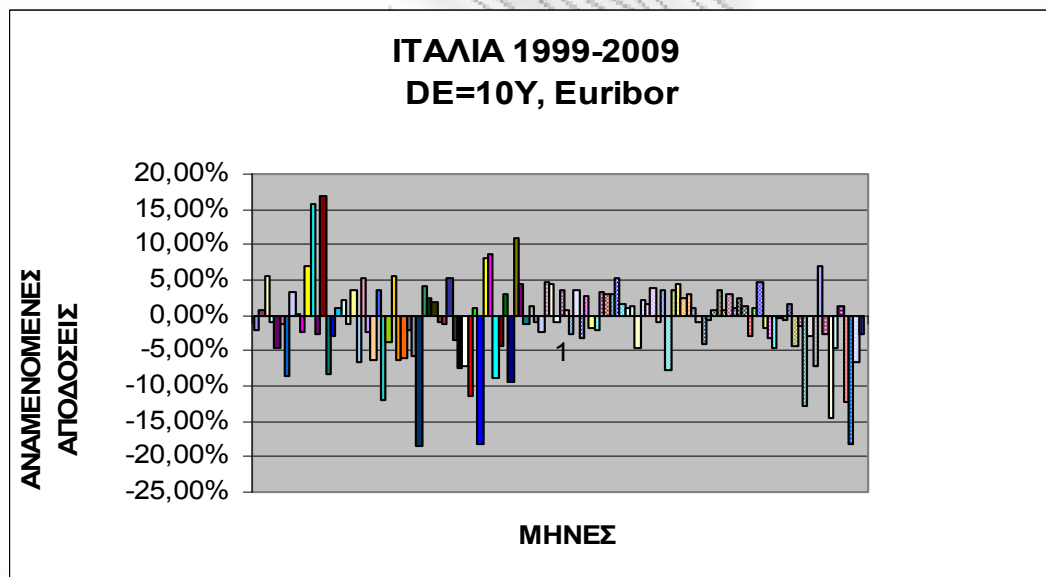
Διάγραμμα 1.18 Αναμενόμενες τιμές τραπεζικού κλάδου (29/09/2007-31/12/2008)

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ
ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

ΙΤΑΛΙΑ

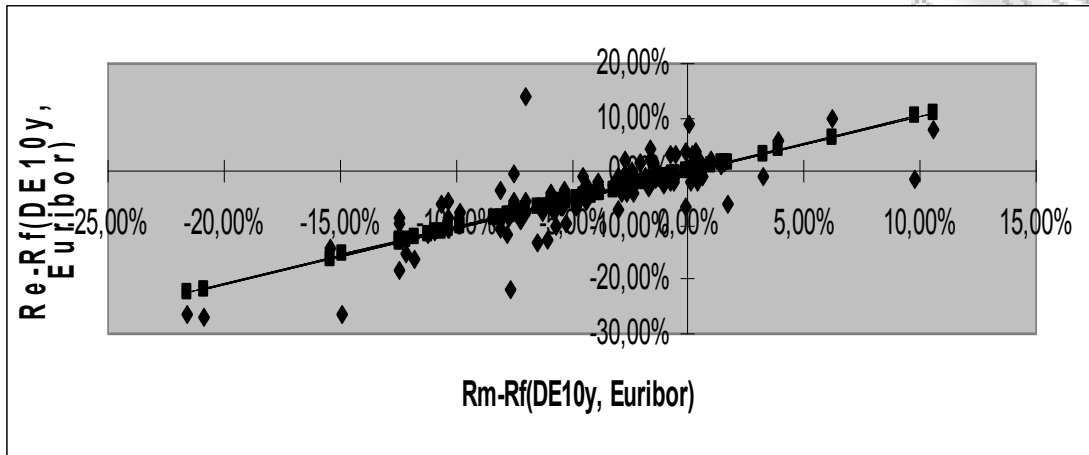


Διάγραμμα 3.19 Παλινδρόμηση του Συντελεστή Beta (1999-2009)

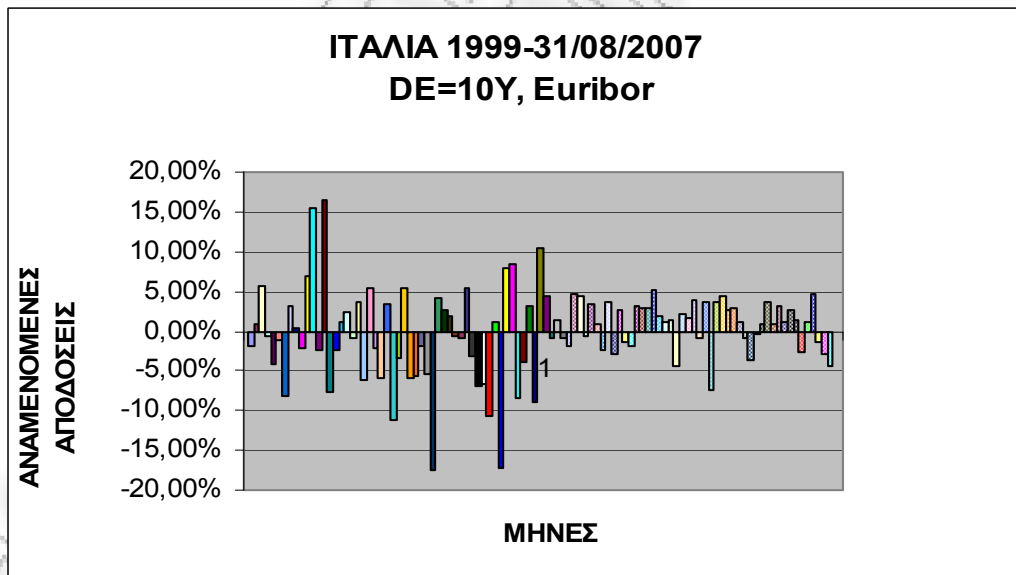


Διάγραμμα 1.20 Αναμενόμενες τιμές τραπεζικού κλάδου (1999-2009)

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ
ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

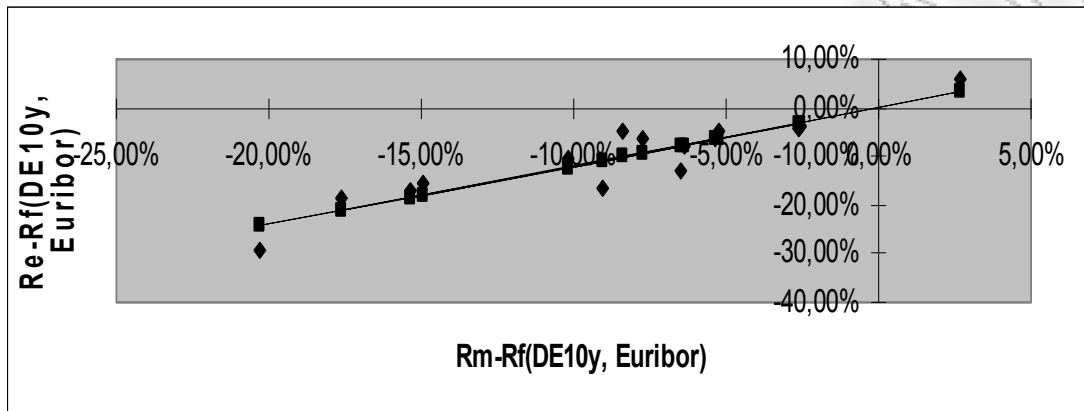


Διάγραμμα 1.21 Παλινδρόμηση του Συντελεστή Beta (1999-31/08/2007)

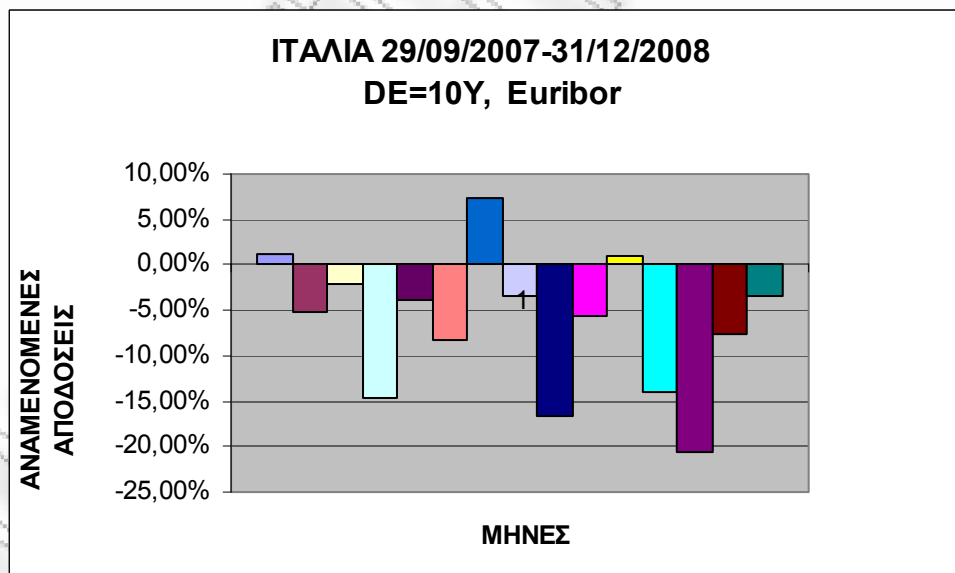


Διάγραμμα 1.22 Αναμενόμενες τιμές τραπεζικού κλάδου (1999-31/08/2007)

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ
ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ



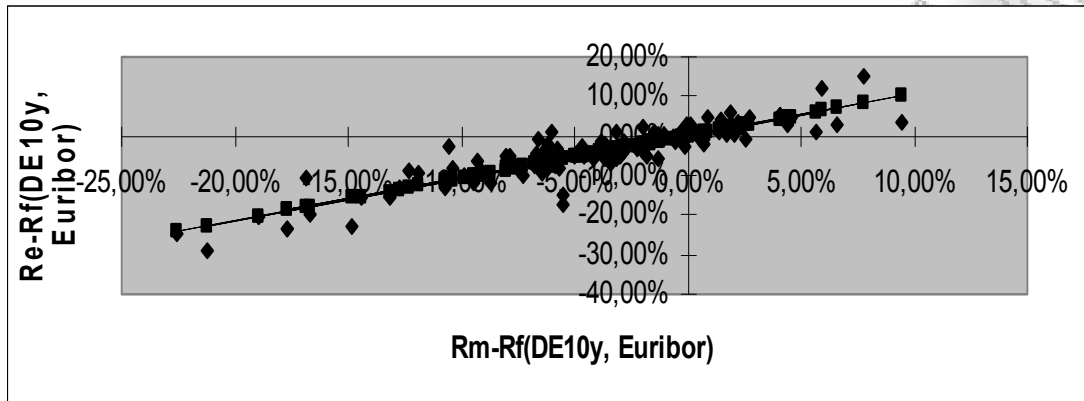
Διάγραμμα 1.23 Παλινδρόμηση του Συντελεστή Beta (29/09/2007-31/12/2008)



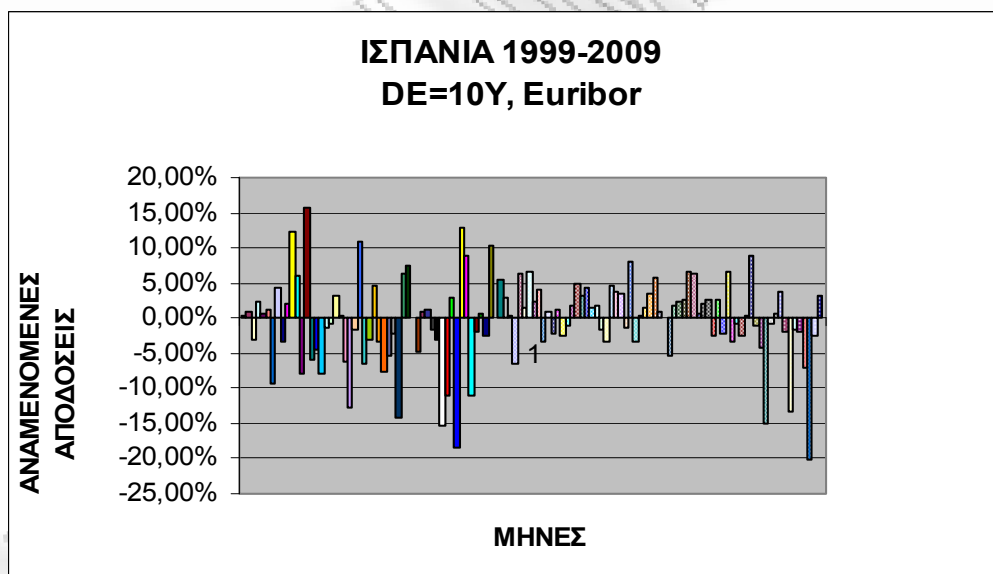
Διάγραμμα 1.24 Αναμενόμενες τιμές τραπεζικού κλάδου (29/09/2007-31/12/2008)

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ
ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

ΙΣΠΑΝΙΑ

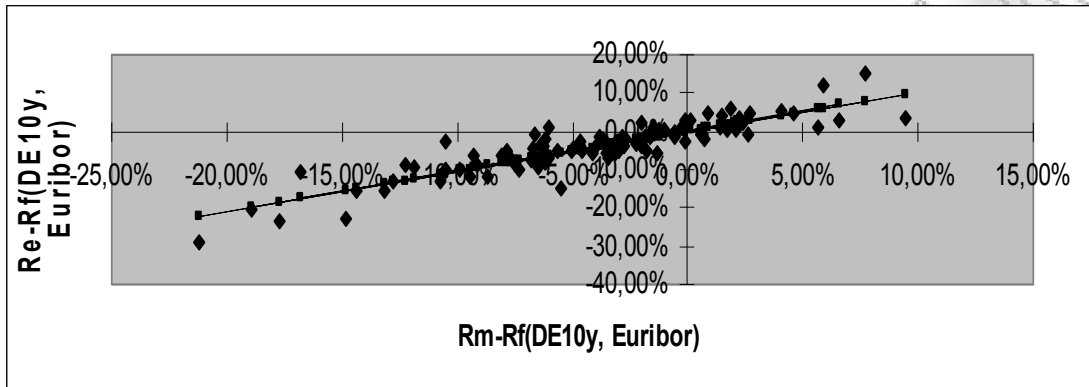


Διάγραμμα 4.25 Παλινδρόμηση του Συντελεστή Beta (1999-2009)

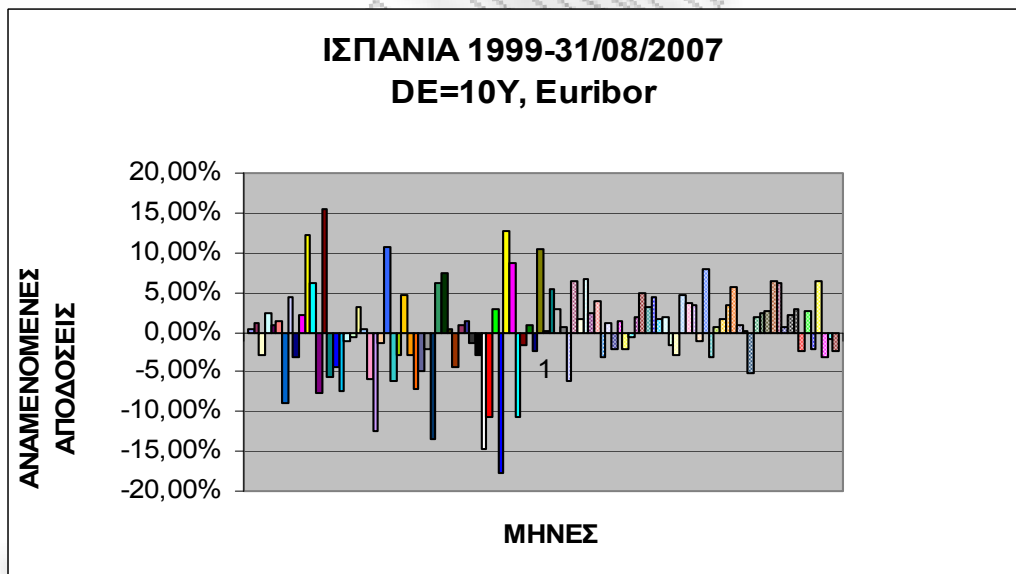


Διάγραμμα 1.26 Αναμενόμενες τιμές τραπεζικού κλάδου (1999-2009)

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ
ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

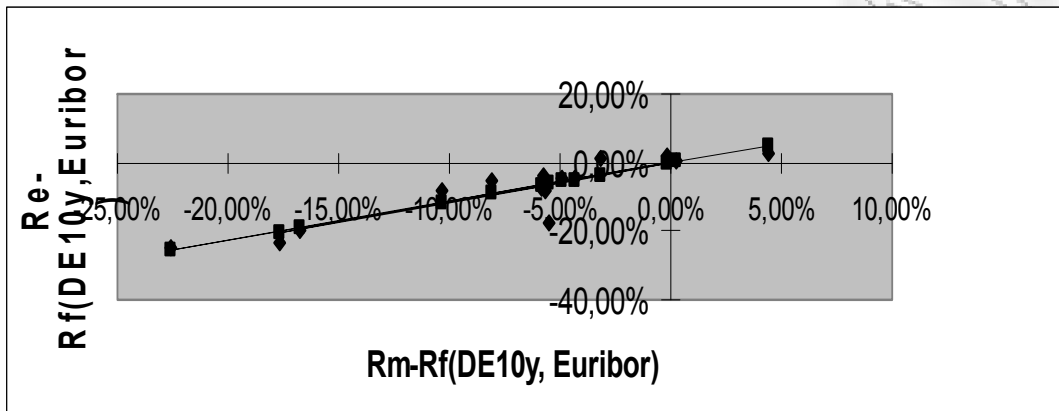


Διάγραμμα 1.27 Παλινδρόμηση του Συντελεστή Beta (1999-31/08/2007)

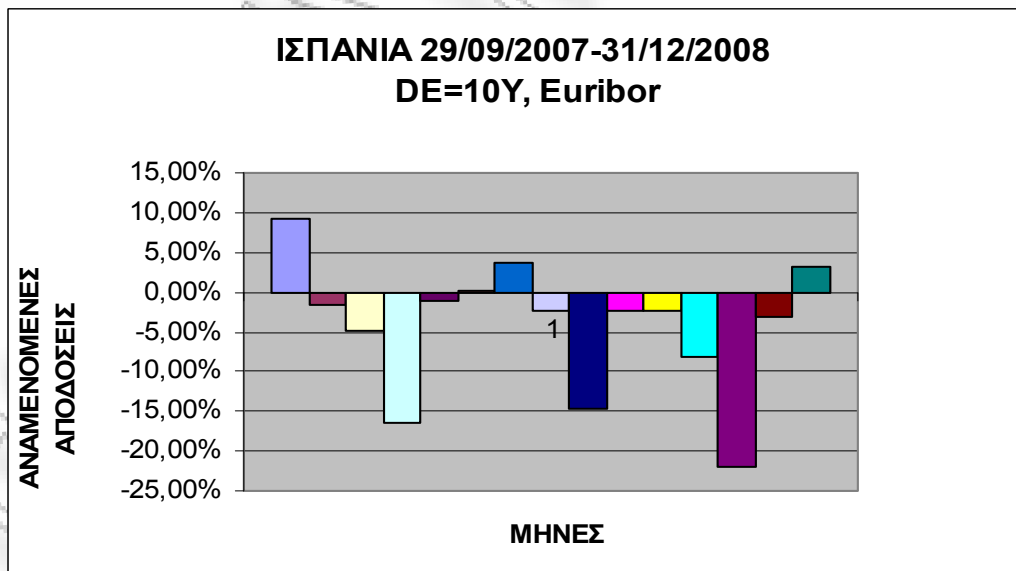


Διάγραμμα 1.28 Αναμενόμενες τιμές τραπεζικού κλάδου (1999-31/08/2007)

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ
ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ



Διάγραμμα 1.29 Παλινδρόμηση του Συντελεστή Beta (29/09/2007-31/12/2008)



Διάγραμμα 1.30 Αναμενόμενες τιμές τραπεζικού κλάδου (29/09/2007-31/12/2008)

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Stephen A Ross, Randolph W. Westerfield Bradford D Jordan, « Corporate Finance Fundamentals»

Καραθανάσης Γεώργιος, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση και Χρηματιστηριακές Αγορές», Γ΄ Έκδοση, Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα 1999.

Θωμαδάκης Σ-Ξανθάκης Μ, «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», Εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα 1990.

Σαπουντζόγλου Γ-Πεντότης Χ, «Τραπεζική Θεωρία και Πρακτική», Εκδόσεις Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών. Αθήνα 2006.

Soros George, «Η Οικονομική κρίση του 2008 και η σημασία της», Εκδόσεις Λιβάνη, Αθήνα 2008.

Καμπόλης Χ, Τραυλός Ν, «Πέντε βασικές αιτίες της χρηματοπιστωτικής κρίσης»

Κολλίνζας Τ, Ψαλλιδόπουλος Μ, « Οι κρίσεις του 1929 και του 2008 και οι πολιτικές αντιμετώπισης τους»

Ενδιάμεση Έκθεση για τη Χρηματοπιστωτική Σταθερότητα, Δεκέμβριος 2009, Τράπεζα της Ελλάδος.

Aglietta Michel, «Η Οικονομική Κρίση», Εκδόσεις Πόλις, 2^η Έκδοση, Αθήνα 2009.

Σκούλας Νίκος, «Οι Επιπτώσεις της Διεθνούς Οικονομικής Κρίσης στον Τουρισμό», Νοέμβριος 2008

Μερτζάνης Χαρίλαος, «Η Διεθνής Χρηματοπιστωτική Κρίση : Χαρακτηριστικά, προκλήσεις και προτάσεις πολιτικής», Αθήνα , Δεκέμβριος 2008

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ
ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

Reinhart C-Rogoff K, «Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis so different? An International Historical Comparison», February 2008.

Ψαραδέλλης Δ, «Οι μεγαλύτερες χρηματοοικονομικές κρίσεις του παρελθόντος», Σεπτέμβριος 2007.

<http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7096845.stm>

<http://www.paecon.net/PAEReview/issue45/Baker4.pdf>

www.eurobank.gr

<https://www.proton.gr>

www.nsa.gr

www.idec.gr

www.bankofgreece.gr