

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ



ΤΜΗΜΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ

**ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗΝ
ΑΝΑΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΕΠΙΣΤΗΜΗ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ ΚΙΝΔΥΝΟΥ**

**Ο ΣΥΣΤΗΜΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΣΤΟΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΚΑΙ
ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΟ ΤΟΜΕΑ**

Δημήτριος Ι. Αντωνίου

Διπλωματική Εργασία
που υποβλήθηκε στο Τμήμα Στατιστικής και Ασφαλιστικής Επιστήμης του
Πανεπιστημίου Πειραιώς ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση
του Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στην Αναλογιστική
Επιστήμη και την Διοικητική Κινδύνου

Πειραιάς
Ιανουάριος 2014

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ



ΤΜΗΜΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ

**ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗΝ
ΑΝΑΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΕΠΙΣΤΗΜΗ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ ΚΙΝΔΥΝΟΥ**

**Ο ΣΥΣΤΗΜΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΣΤΟΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΚΑΙ
ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΟ ΤΟΜΕΑ**

Δημήτριος Ι. Αντωνίου

Διπλωματική Εργασία
που υποβλήθηκε στο Τμήμα Στατιστικής και Ασφαλιστικής Επιστήμης του
Πανεπιστημίου Πειραιώς ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση
του Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στην Αναλογιστική
Επιστήμη και την Διοικητική Κινδύνου

Πειραιάς
Ιανουάριος 2014

Η παρούσα Διπλωματική Εργασία εγκρίθηκε ομόφωνα από την Τριμελή Εξεταστική

Επιτροπή που ορίσθηκε από τη ΓΣΕΣ του Τμήματος Στατιστικής και Ασφαλιστικής

Επιστήμης του Πανεπιστημίου Πειραιώς στην υπ' αριθμ. συνεδρίασή του

σύμφωνα με τον Εσωτερικό Κανονισμό Λειτουργίας του Προγράμματος Μεταπτυχιακών Σπουδών στην Αναλογιστική Επιστήμη και Διοικητική Κινδύνου

Τα μέλη της Επιτροπής ήταν:

- κ. Νεκτάριος Μιλτιάδης (Επιβλέπων)

- κ. Τήνιος Πλάτων

- κα. Πανοπούλου Αικατερίνη

Η έγκριση της Διπλωματικής Εργασίας από το Τμήμα Στατιστικής και Ασφαλιστικής

Επιστήμης του Πανεπιστημίου Πειραιώς δεν υποδηλώνει αποδοχή των γνωμών του συγγραφέα.

UNIVERSITY OF PIRAEUS



DEPARTMENT OF STATISTICS AND INSURANCE

**POSTGRADUATE PROGRAM IN ACTUARIAL SCIENCE
AND RISK MANAGEMENT**

**SYSTEMIC RISK IN THE BANKING AND INSURANCE
SECTORS**

Dimitrios J. Antoniou

MSc Dissertation

Submitted to the Department of Statistics and Insurance Science of the
University of Piraeus in partial fulfilment of the requirements for the
degree of Master of Science in Actuarial Science and Risk Management

Piraeus, Greece

January 2014

Ευχαριστίες

Η παρούσα πτυχιακή μελέτη εκπονήθηκε από τον φοιτητή Αντωνίου Δημήτριο του Μεταπτυχιακού τμήματος Αναλογιστικής Επιστήμης και Διοικητικής Κινδύνου του Πανεπιστημίου Πειραιά.

Ιδιαίτερες ευχαριστίες στους επιβλέποντες καθηγητές για την υπομονή και την κατανόησή τους καθώς και τα πολύ σημαντικά τους σχόλια και οδηγίες.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Περίληψη

Στα πλαίσια της παρούσας εργασίας εξετάζεται ο συστημικός κίνδυνος στον χρηματοπιστωτικό τομέα (σε τραπεζικά και ασφαλιστικά ιδρύματα) ως αιτία δημιουργίας οικονομικών κρίσεων. Προσδιορίζεται η μεθοδολογία εύρεσης συστημικά σημαντικών οργανισμών και αναφέρεται το κανονιστικό πλαίσιο που τους διέπει. Γίνεται αναφορά στην πρόσφατη χρηματοοικονομική κρίση και στους ρόλους που διαδραμάτισαν οι τράπεζες και οι ασφαλιστές καθώς και τις συνέπειες που αντιμετώπισε ο κάθε τομέας. Η εργασία χρησιμοποιεί δεδομένα και μελέτες που έχουν προκύψει από τις συνέπειες του συστημικού κινδύνου σε Ευρώπη και Αμερική. Αναλύεται η έννοια του συστημικού κινδύνου και ορίζονται τα κριτήρια εύρεσης συστηματικά σημαντικών δραστηριοτήτων. Εξετάζεται η κρίση ως φαινόμενο και προτείνονται μέτρα ελέγχου και πρόληψης. Η ανάλυση οδηγεί στο συμπέρασμα ότι οι ρυθμιστικοί κανόνες θα πρέπει να εφαρμόζονται στις αντίστοιχες χρηματοοικονομικές δραστηριότητες ενός ιδρύματος και όχι στον τύπο του ιδρύματος.

Λέξεις Κλειδιά: Χρηματοπιστωτικός Τομέας, Συστημικός Κίνδυνος, Τράπεζες, Ασφαλιστικές, Οικονομική Κρίση

Abstract

In the frames of the present dissertation systemic risk is being examined on the financial sector (banks and insurers) as a factor that produces economic crises. We define the methods used to identify the systemic important institutions and we report the regulatory framework that they have to comply with. We analyze the recent financial crisis and the part that banks and insurers played. The dissertation uses as reference studies and data generated by the effects of the systemic risk on Europe and the U.S. We analyze the concept of the systemic risk and define the criteria for identification of systematically important financial activities. We examine crises as a phenomenon and we suggest proactive and restricting measures. Our analysis leads to the conclusion that regulatory framework should apply on the financial activities of an institution and not to the type of the institution.

Key Words: Financial Sector, Systemic Risk, Banks, Insurers, Economic Crisis

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Πίνακας περιεχομένων

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1.1	Πρόλογος.....	4
1.1.1	Τι είναι η οικονομική κρίση και πως προκύπτει	5
1.1.2	Η δημιουργία προϋποθέσεων για την εμφάνιση της πρόσφατης κρίσης.....	6
1.1.3	Σημαντικοί οργανισμοί που εμπλέκονται στην ανάπτυξη αντιμέτρων καταπολέμησης εμφάνισης του συστημικού κινδύνου	7
1.2	Ο ρόλος του ασφαλιστικού τομέα στην κοινωνία και στην οικονομία	7
1.2.1	Η παροχή προστασίας και πως λειτουργεί.....	8
1.2.2	Η λειτουργία του ασφαλιστρού	8
1.2.3	Τα είδη των ασφαλιστών	9
1.3	Η λειτουργία των τραπεζών	9
1.3.1	Τα είδη των τραπεζών	10

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΣΥΣΤΗΜΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ - ΟΡΙΣΜΟΣ ΚΑΙ ΜΕΤΡΗΣΗ

2.1	Μέγεθος ιδρύματος	11
2.2	Διασυνδεσιμότητα	12
2.2.1	Οικονομική Αλληλοδιασύνδεση.....	13
2.3	Δυνατότητα υποκατάστασης	15
2.4	Χρονισμός ή χρόνος.....	16
2.5	Άλλοι σημαντικοί παράγοντες που συμβάλλουν στην αξιολόγηση της συστημικής σημασίας	17
2.6	Διαδικασία εντοπισμού τραπεζικών ιδρυμάτων σημαντικού συστημικού κινδύνου	17
2.7	Διαδικασία εντοπισμού ασφαλιστών σημαντικού συστημικού κινδύνου	18
2.8	Ανεξάρτητες προτάσεις για την μέτρηση του συστημικού κινδύνου.....	19
2.9	Συμπεράσματα	21

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΤΡΑΠΕΖΕΣ ΚΑΙ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΕΣ

3.1	Σύγκριση των Basel II και Solvency II.....	22
3.2	Η μεταφορά κινδύνου στις τράπεζες και στις ασφαλιστικές.....	23
3.3	Η διαφορετική επίδραση της κρίσης στις τράπεζες και στις ασφαλιστικές	25
3.3.1	Ζημιές και κεφαλαιακή επάρκεια	28
3.3.2	Σταθερότητα όγκου και τιμών.....	30

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΟΙ ΤΡΑΠΕΖΕΣ ΚΥΡΙΟΣ ΜΟΧΛΟΣ ΤΟΥ ΣΥΣΤΗΜΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

4.1	Χαρακτηριστικά των τραπεζών που τις καθιστούν επιρρεπείς στις κρίσεις	32
4.1.1	Μόχλευση.....	32
4.1.2	Αδυναμία ρευστοποίησης.....	32

4.1.3	Διαχείριση πληροφοριών.....	33
4.2	Η αστάθεια στον τραπεζικό τομέα.....	33
4.2.1	Οι αιτίες της αστάθειας.....	33
4.2.2	Μηχανισμοί ενίσχυσης τραπεζών.....	34
4.2.2.1	Lender of the last resort.....	35
4.2.2.2	Ασφάλιση των αποταμιεύσεων.....	35
4.3	Αδιαφάνεια – Η περίπτωση της Lehman Brother’s.....	36
4.4	Η Fannie Mae και η Freddie Mac.....	36
5.1	Ασφαλιστές με περιορισμένες τραπεζικές δραστηριότητες.....	40
5.2	Επενδυτικά χαρτοφυλάκια των ασφαλιστών.....	41
5.2.1	Αποτίμηση χαρτοφυλακίου ασφαλιστών στις Η.Π.Α τα έτη 2005, 2008, 2010..	42
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΤΟΥ 2008 ΣΤΙΣ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ		
5.3	Επισκόπηση της κρίσης ανά τομέα ασφάλισης.....	46
5.3.1	Ασφαλιστές ενυπόθηκων δανείων (Η.Π.Α.).....	46
5.3.2	Ασφαλίσεις ζωής.....	46
5.3.3	Ασφαλίσεις κάλυψης χρηματοοικονομικών εγγυήσεων/Monoliners.....	47
5.3.4	Πολυσύνθετοι ασφαλιστικοί όμιλοι.....	48
5.3.4.1	AIG.....	48
5.4	Συμπεράσματα.....	51
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΒΑΣΙΚΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΤΩΝ ΑΣΦΑΛΙΣΤΩΝ ΚΑΙ Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΟΥΣ ΣΤΟ ΣΥΣΤΗΜΙΚΟ ΚΙΝΔΥΝΟ		
6.1	Διαχείριση επενδύσεων.....	53
6.1.1	Διαχείριση ενεργητικού/παθητικού και στρατηγική κατανομή των στοιχείων του ενεργητικού.....	53
6.1.1.1	Έκθεση σε άλλα ιδρύματα.....	55
6.1.1.2	Επενδύσεις σε μετοχές.....	54
6.1.1.3	Επενδύσεις σε callable ομόλογα.....	55
6.1.1.4	Programme trading / Αυτόματες συναλλαγές.....	56
6.1.1.5	Συμπεράσματα.....	56
6.1.2	Δραστηριότητες που εμπλέκουν παράγωγα σε μη ασφαλιστικές οντότητες (θυγατρικές ασφαλιστικών).....	56
6.2	Δραστηριότητες επεξεργασίας προέλευσης απαιτήσεων.....	57
6.2.1	Underwriting κινδύνων καταστροφών.....	57
6.2.1.1	Συμπεράσματα.....	59
6.2.2	Underwriting μακροχρόνιων κινδύνων.....	59
6.2.2.1	Συμπεράσματα.....	59

6.2.3	Συμβόλαια με δυνατότητα εξαγοράς.....	59
6.2.3.1	Συμπεράσματα	61
6.2.4	Συμβόλαια με ενσωματωμένες εγγυήσεις.....	61
6.2.4.1	Συμπεράσματα	62
6.3	Δραστηριότητες μεταφοράς κινδύνου	62
6.3.1	Αντιστάθμιση με χρήση παραγώγων	62
6.3.1.1	Συμπεράσματα	63
6.3.2	Αντασφάλιση και εκχώρηση κινδύνου.....	63
6.3.2.1	Συμπεράσματα	64
6.3.3	Ασφαλιστικά παράγωγα.....	65
6.3.3.1	Συμπεράσματα	65
6.4	Χρηματοδότηση και διαχείριση ρευστότητας	65
6.4.1	Αναντιστοιχίες βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης.....	65
6.4.1.1	Συμπεράσματα	67
6.5	Προστασία από τον πιστωτικό κίνδυνο	67
6.5.1	Πιστωτική προστασία.....	67
6.5.1.1	Συμπεράσματα	68
6.5.2	Χρηματοοικονομικές εγγυήσεις.....	68
6.5.2.1	Συμπεράσματα	68
6.5.3	Συμβόλαια CDS.....	68
6.5.3.1	Συμπεράσματα.....	69
6.6	Συμπεράσματα	69
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ		
7.1	Ο συστημικός κίνδυνος στον τομέα της ασφάλισης.....	71
7.2	Ο κίνδυνος ρευστότητας στις ασφαλιστικές.....	72
7.3	Ο κίνδυνος ρευστότητας στις τράπεζες	72
7.4	Progress Reports 2012.....	73
7.5	Προληπτικά μέτρα αποφυγής μιας χρηματοοικονομικής κρίσης	74
7.5.1	Έλεγχος στην εσωτερική κίνηση των κεφαλαίων εντός σύνθετων ομίλων	74
7.5.2	Εφαρμογή υποθετικών δυσμενών σεναρίων	75
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8: ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ & ΟΡΟΛΟΓΙΑ		
8.1	Βιβλιογραφία.....	77
8.2	Ορολογία	81
8.3	Συνοτομογραφίες.....	86

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ

«Systemic risk refers to the risk or probability of breakdowns in an entire system, as opposed to breakdowns in individual parts or components, and is evidenced by comovements (correlation) among most or all the parts» - Kaufman and Scott (2003)¹

«Any definition of systemic risk must be based on three considerations. The first is the risk of a large triggering event. The second is the risk of financial propagation of such an event through the financial sector by contagion or chain reaction. The third is the macroeconomic risk that the financial disruption will severely affect the whole economy» - Taylor (2009)²

«the risk that (i) an economic shock such as market or institutional failure triggers (through a panic or otherwise) either the failure of a chain of markets or institutions or a chain of significant losses to financial institutions, (ii) resulting in increases in the cost of capital or decreases in its availability, often evidenced by substantial financial-market price volatility» - Schwarcz (2008)³

1.1 Πρόλογος

Η πρόσφατη χρηματοοικονομική κρίση που ξέσπασε βασίζεται κυρίως σε δυο αιτίες

1) Ο αμερικανικός χρηματοπιστωτικός τομέας χρηματοδότησε χαμηλού εισοδήματος δανειολήπτες που ήθελαν να αγοράσουν σπίτια κάνοντας χρήση νέων χρηματοδοτικών μέσων.

2) Οι τράπεζες φαινόταν πολύ πρόθυμες να αναλάβουν κινδύνους κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου, καθώς ένα σημαντικό μέρος των εν λόγω μέσων δικαιολογούσαν άμεσα ή έμμεσα εμπορικές και επενδυτικές δραστηριότητες των τραπεζών.

Η αξία των ακινήτων στη διάρκεια 2001 - 2005 ανατιμήθηκε, ακόμη και σε περιοχές όπου υπήρξε μείωση του εισοδήματος και αύξηση της ανεργίας. Το αποτέλεσμα ήταν η μη δυνατότητα εκπλήρωσης των υποχρεώσεων των δανειστών και η εμφάνιση της κρίσης αρχικά στον τομέα των στεγαστικών δανείων στις Η.Π.Α..

Συνέπεια της κρίσης ήταν να γίνουν εκκλήσεις για περαιτέρω ρύθμιση του χρηματοπιστωτικού τομέα. Αυτό για ορισμένους σημαίνει την αυστηρότερη εποπτεία των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και τον ακόμη αυστηρότερο έλεγχο σε ιδρύματα τα οποία θεωρούνται συστημικά σημαντικά.

Η παραπάνω πρόταση αφορούσε κυρίως τον τραπεζικό τομέα όμως ανάλογα με την κρίση των κυβερνήσεων, παρόμοια μέτρα θα μπορούσαν να εφαρμοστούν και στον ασφαλιστικό τομέα.

¹ Kaufman, G. G. and Scott, E. K. (2003) "What Is Systemic Risk, and Do Bank Regulators Retard or Contribute to It?" *The Independent Review*. 7(3) p. 371-391.

² Scott, E. K., Shultz, P. G. and Taylor, B. J. (eds) (2010) *Ending Government Bailouts As We Know Them*. Stanford, California: Hoover Institution Press, Stanford University.

³ Schwarcz, L. S. (2008) "Systemic Risk" *The Georgetown Law Journal*. 97 p. 193-198.

1.1.1 Τι είναι η οικονομική κρίση και πως προκύπτει

Όπως σε κάθε πολύπλοκο σύστημα η κρίση είναι μια κατάσταση στην οποία το σύστημα δεν μπορεί να ανταπεξέλθει και υπολειπεται. Συνεπώς χρειάζονται παρεμβάσεις (Κεϋνσιανή πολιτική). Μια τέτοια πολιτική εκφράστηκε στον νόμο «**Emergency Economic Stabilization Act of 2008 (EESA)**»⁴ των Η.Π.Α.. Στην οικονομία η κρίση είναι μια ζοφερή περίοδος όπου η παραγωγή των αγαθών είναι καθοδική. Κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου η αξία των επιχειρήσεων, ιδίως των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων πέφτει με ασύλληπτους ρυθμούς και όλα δείχνουν να καταρρέουν. Η παραγωγή είναι χαμηλή και συχνά δεν ανταποκρίνεται στα επίπεδα της ζήτησης αγαθών και υπηρεσιών.

Δεδομένου ότι οι οικονομικές κρίσεις είναι απροσδόκητες είναι συνήθως δύσκολο να προσδιοριστεί η ακριβής αιτία της κρίσης. Εν τούτοις υπάρχει ένα πλήθος προϋποθέσεων που οδηγούν στην εμφάνισή της. Η παρουσία τους όμως δεν οδηγεί αυτόματα στην κρίση. Η οικονομία αποτελεί ένα περίπλοκο σύστημα. Ως εκ τούτου οι συνθήκες που θα οδηγήσουν στην εμφάνιση της κρίσης θα πρέπει να υπάρχουν μέσα στο σύστημα για μεγάλο χρονικό διάστημα. Για παράδειγμα το 2007 η αξία των ακινήτων είχε φτάσει να είναι υπερδιπλάσια από αυτή του 1991. Ένας μέσος πληθωρισμός 3% θα μπορούσε να δικαιολογήσει⁵ μια αύξηση της τάξης του 65%.

Η αβεβαιότητα για την αξία των μετοχών και άλλων τίτλων οδηγεί τους συμμετέχοντες να συμπεριφέρονται διαφορετικά από ότι θα έπρατταν. Οι επενδυτές θα αποφύγουν ορισμένες αγορές με αποτέλεσμα να δημιουργηθούν προβλήματα ρευστότητας σ' αυτές τις αγορές.

Η ανεξέλεγκτη κακοδιαχείριση πόρων⁶ (όπως στην περίπτωση των AIG, Bear Stearns, Lehman Brothers και Morgan Stanley)⁷ οδηγεί τους επενδυτές να χάσουν την εμπιστοσύνη τους. Οι επενδυτές αποσύρουν συνεπώς τα χρήματά τους και επιλέγουν να επενδύσουν αλλού. Και σ' αυτή την περίπτωση εμφανίζονται προβλήματα ρευστότητας τα οποία όμως είναι δικαιολογημένα.

Η αλληλοδιασύνδεση των εταιριών, των αγορών και των οικονομιών γενικότερα οδηγεί την εξάπλωση της ύφεσης από το ένα τμήμα στο άλλο. Η αλληλοδιασύνδεση των τραπεζών με τις ασφαλιστικές είναι πολύ μεγάλη. Το ξέσπασμα κρίσης στον ένα τομέα σημαίνει εξάπλωση και στον δεύτερο. Δεν είναι μόνο η κάλυψη που παρέχουν οι ασφαλιστικές στις τράπεζες και οι πιθανές υποεκτιμήσεις underwriting αλλά και το γεγονός ότι οι μεν κατέχουν μετοχές και ομολογίες των δε. Πτώση στις τιμές των μετοχών του ενός κλάδου επιφέρει πτώση στην αξία του ενεργητικού του άλλου.

⁴ <http://bancroft.berkeley.edu/ROHO/projects/debt/economicstabilizationact.html>

⁵ Πηγές: 1) Federal Housing Finance Agency 2) <http://www.tradingeconomics.com/united-states/inflation-cpi>

⁶ Τα toxic assets από 8% έφτασαν στο 20% την περίοδο 2004-2006 για την Bear Stearns. Ryback, W. «Case Study on Bear Stearns», TorontoCentre. [Online] World Bank database. Available from: <http://siteresources.worldbank.org/FINANCIALSECTOR/Resources/02BearStearnsCaseStudy.pdf>. [Accessed: 2nd January 2014].

⁷ Mollenkamp, C. and Ng, S. (2010) Fed Opens the Books on Bear, AIG Toxic Assets. The Wall Street Journal. [Online] 1st April. Available from: <http://online.wsj.com/news/articles/SB10001424052702303338304575156443091648062>. [Accessed: 2nd July 2013].

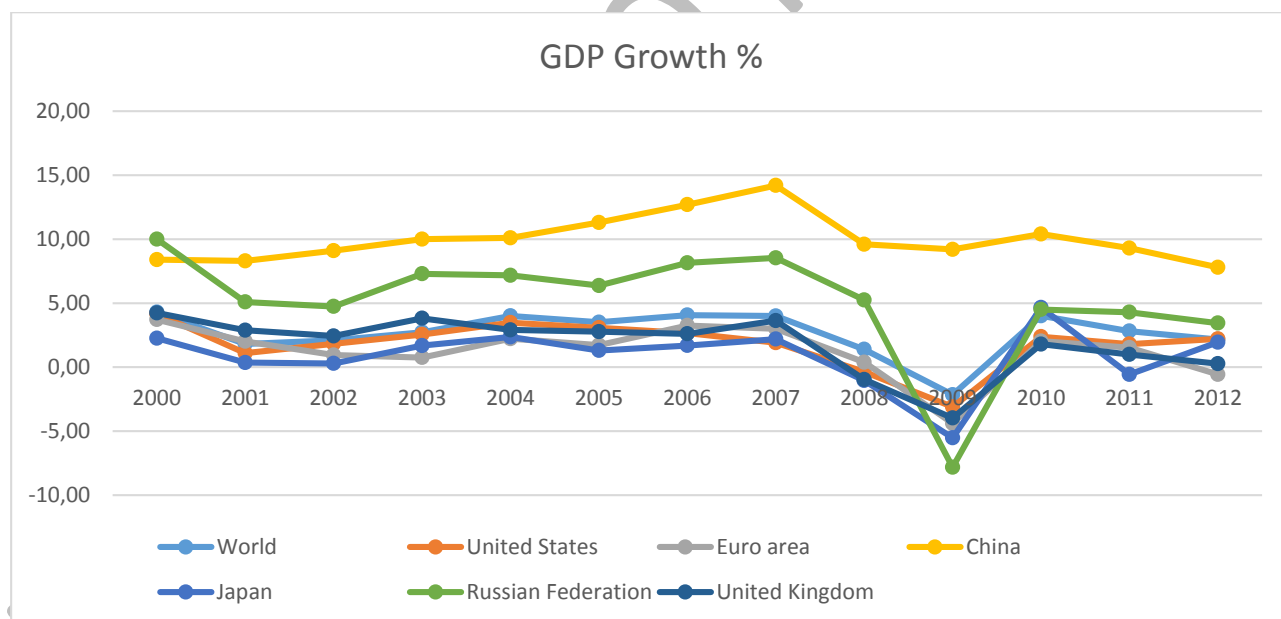
Η αλληλοδιασύνδεση των χωρών φαίνεται παρακάτω στο γράφημα 1. Ακόμη και η Κίνα που διατήρησε ανάπτυξη την περίοδο 2008-2009 (9,6% και 9,2% αντίστοιχα) επηρεάστηκε αρνητικά αφού το 2007 είχε 14,2% ανάπτυξη.

Η αναντιστοιχία μεταξύ των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα μπορεί να οδηγήσει σε κρίση. Οι τράπεζες βασίζονται σε δυο προϋποθέσεις:

1. Δεν θα ζητήσουν όλοι οι καταθέτες τους τα χρήματά τους. Έτσι μπορούν και χρηματοδοτούν μακροπρόθεσμα δάνεια. Υπάρχει όμως η πιθανότητα σε κάποια στιγμή να μην υπάρχουν αρκετά χρήματα στην τράπεζα γιατί οι καταθέτες τα έχουν αποσύρει όλα.
2. Τα δάνεια που δεν θα αποπληρωθούν δεν θα υπερκεράσουν τα κέρδη από τα υπόλοιπα. (πιστωτικός κίνδυνος)

Αντιθέτως οι ασφαλιστικές έχουν μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις και συνεπώς δεν είναι δυνατόν να οδηγήσουν σε κρίση. Οι ασφαλιστικές διασπείρουν τον κίνδυνό τους και κάνουν αντασφάλιση για μεγάλους κινδύνους.

Γράφημα 1: Γραφική απεικόνιση της εμφάνισης καθώς και της διάρκειας της κρίσης.



Πηγή: <http://data.worldbank.org>

1.1.2 Η δημιουργία προϋποθέσεων για την εμφάνιση της πρόσφατης κρίσης

Υπάρχει κάποια συναίνεση για τις άμεσες αιτίες πρόκλησης της κρίσης:

- 1) Ο αμερικανικός χρηματοπιστωτικός τομέας χρηματοδότησε χαμηλού εισοδήματος δανειολήπτες που ήθελαν να αγοράσουν σπίτια κάνοντας χρήση νέων χρηματοδοτικών μέσων.

2) Οι τράπεζες φαινόταν πολύ πρόθυμες να αναλάβουν κινδύνους κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου, καθώς ένα σημαντικό μέρος των εν λόγω μέσων δικαιολογούσαν άμεσα ή έμμεσα εμπορικές και επενδυτικές δραστηριότητες των τραπεζών.

Η διαδικασία της τιτλοποίησης που διασπείρει τον κίνδυνο έδωσε τη δυνατότητα στις τράπεζες να χορηγούν δάνεια σε επισφαλείς δανειολήπτες.

Όμως η διαδικασία φαίνεται να είχε αρκετές ατέλειες η οποίες έθεσαν σε κίνδυνο την ποιότητα. Χαμηλής ποιότητας ενυπόθηκα δάνεια μετετράπησαν σε υψηλής πιστοληπτικής ικανότητας.

1.1.3 Σημαντικοί οργανισμοί που εμπλέκονται στην ανάπτυξη αντιμέτρων καταπολέμησης εμφάνισης του συστημικού κινδύνου

Η τραπεζική κρίση που εκτυλίχθηκε κατά την περίοδο 2007-2008 έδειξε ότι τα προβλήματα σε μια μεμονωμένη τράπεζα μπορεί να έχουν δραματικές συνέπειες για το χρηματοπιστωτικό σύστημα στο σύνολό του, απαιτώντας την παρέμβαση των κανονιστικών αρχών και των κυβερνήσεων.

Το σύνολο νόμων με την ονομασία **Dodd-Frank** και η **Βασιλεία III** ωθούν ρυθμιστικές αλλαγές στον χρηματοπιστωτικό τομέα. Αυξάνουν τα απαιτούμενα εποπτικά κεφάλαια (ειδικά στην περίπτωση των σύνθετων παραγώγων), τροποποιούν τις αναλογίες ρευστότητας και κυρίως μειώνουν την μόχλευση (leverage) που λαμβάνει χώρα στις χρηματοπιστωτικές αγορές.

Ως αποτέλεσμα, έχει υπάρξει επικέντρωση, ιδίως σε διεθνές επίπεδο, σχετικά με το ζήτημα του συστημικού κινδύνου, η οποία γενικά ορίζεται ως ο κίνδυνος διατάραξης του χρηματοπιστωτικού συστήματος και της οικονομικής δραστηριότητας που προκύπτουν από την άτακτη αποτυχία ενός χρηματοπιστωτικού ιδρύματος.

Μετά από αίτημα των ηγετών της **G-20** και το **Financial Stability Board (FSB)**, η **Διεθνής Ένωση Ασφαλιστικών Εποπτών (IAIS)** αναπτύσσουν μεθοδολογία για τον προσδιορισμό παγκόσμιας συστημικής σημασίας, ασφαλιστές.

Επίσης το **FSB** σε συνεργασία με την **Επιτροπή της Βασιλείας** προτείνουν μεθόδους για την μείωση της πιθανότητας εμφάνισης συστημικού κινδύνου από παγκοσμίως σημαντικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (G-SIFI) και μέτρα που αποσκοπούν στη βελτίωση της ανθεκτικότητας των τραπεζικών ιδρυμάτων και στον περιορισμό των αρνητικών επιδράσεων από πιθανά προβλήματα που ενδέχεται να προκύψουν σε παγκοσμίως σημαντικές τράπεζες (G-SIBs) ή σε G-SIFI και να μεταδοθούν στο σύνολο του τραπεζικού συστήματος και της οικονομίας γενικότερα.

1.2 Ο ρόλος του ασφαλιστικού τομέα στην κοινωνία και στην οικονομία

Η κύρια λειτουργία της ασφάλισης είναι η παροχή προστασίας. Οι ασφαλιστές αναλαμβάνουν τους κινδύνους από τους αντισυμβαλλόμενους και τους διαχειρίζονται συγκεντρωτικά. Εν μέρει μεταφέρουν τμήματα του κινδύνου σε αντασφαλιστές για ισχυρότερη κάλυψη. Πολλές συμβάσεις έχουν μακροχρόνιο ορίζοντα και αυτό τους δίνει τη δυνατότητα, να μπορούν να καλύψουν βραχυχρόνιες απαιτήσεις χωρίς ίχνος εμφάνισης του κινδύνου ρευστότητας.

1.2.1 Η παροχή προστασίας και πως λειτουργεί

Η ασφάλιση παρέχει το μηχανισμό για την συγκέντρωση και μεταφορά των οικονομικών συνεπειών του κινδύνου. Ο ασφαλισμένος πληρώνει τον ασφαλιστή με αντάλλαγμα τη δέσμευση του ασφαλιστή για την οικονομική αποζημίωση του ασφαλισμένου σε περίπτωση εμφάνισης του κινδύνου. Το ποσό που πληρώνει ο ασφαλισμένος (ασφάλιστρο) καλύπτει τις αναμενόμενες ζημιές που προκύπτουν από τη σύμβαση, τα λειτουργικά έξοδα του ασφαλιστή και το κόστος του κεφαλαίου.

Οι δυο κύριες δραστηριότητες των ασφαλιστών αφορούν

1. Ασφαλίσεις ζωής (Life)
2. Ασφαλίσεις ζημιών (Non-life)

Η ασφάλιση ζωής προστατεύει από την απώλεια οικογενειακού εισοδήματος λόγω αναπηρίας, θανάτου ή άλλης αιτίας όπως π.χ. ανεργίας. Ο ρόλος τους είναι πολύ σημαντικός γιατί μέσω και των συντάξεων εξασφαλίζουν μακροοικονομική ευστάθεια στο σύστημα.

Η ασφάλιση ζημιών παρέχει προστασία έναντι ζημιάς ή απώλειας περιουσιακών στοιχείων του ασφαλισμένου. Επίσης καλύπτεται η νομική ευθύνη για ζημιές που προκλήθηκαν σε άλλα άτομα ή στα περιουσιακά τους στοιχεία. Οι ασφαλισμένοι (άτομα ή επιχειρήσεις) μπορούν να ασφαλιστούν έναντι σημαντικών κινδύνων όπως η φωτιά. Ιδίως οι επιχειρήσεις μπορούν να ασφαλιστούν κατά αιτιών διακοπής της παραγωγικής τους λειτουργίας. Τέλος υπάρχουν και οι αντασφαλιστές οι οποίοι παρέχουν προστασία τους ίδιους τους ασφαλιστές

Ένα σημαντικό πλεονέκτημα της ασφάλισης είναι ότι δίνει τη δυνατότητα στους ανθρώπους και τις επιχειρήσεις να ενεργοποιηθούν σε δραστηριότητες που διαφορετικά δεν θα τολμούσαν λόγω της μεγάλης καταστροφής που θα μπορούσε να επιφέρει η εμφάνιση των κινδύνων.

Εκτός από τους ασφαλιστές και οι τράπεζες αναλαμβάνουν κινδύνους. Όμως οι κίνδυνοι που αναλαμβάνουν οι ασφαλιστές είναι ανεξάρτητοι από την φάση του οικονομικού κύκλου σε αντίθεση με τις τράπεζες. Οι τράπεζες αποδέχονται βραχυπρόθεσμες καταθέσεις ενώ χορηγούν μακροπρόθεσμα δάνεια. Έτσι οι τράπεζες αναλαμβάνουν δυο σημαντικούς κινδύνους οι οποίοι συνδέονται άμεσα με τον οικονομικό κύκλο.

1. Πιστωτικό κίνδυνο (αθέτηση πληρωμών)
2. Κίνδυνο ρευστότητας (ασυμφωνία βραχυπρόθεσμων καταθέσεων και μακροπρόθεσμου δανεισμού)

1.2.2 Η λειτουργία του ασφαλιστρού

Σχεδόν πάντα οι απαιτήσεις πληρωμών προκύπτουν αρκετά χρόνια μετά τη συλλογή ασφαλιστρον. Αυτό δίνει τη δυνατότητα στους ασφαλιστές να μπορούν να διαχειρίζονται χαρτοφυλάκια με μακροπρόθεσμο ορίζοντα. Οι επενδυτικές δραστηριότητές των ασφαλιστών σε ομόλογα και μετοχές στηρίζουν την αγορά. Οι μακροπρόθεσμες επενδύσεις αποτελούν τη βάση για σταθερή ανάπτυξη. Όμως και οι ασφαλιστές δεν μπορούν να αγνοήσουν το παθητικό του ισολογισμού τους και δεν θα πρέπει να υπάρχουν αναντιστοιχίες μεταξύ ενεργητικού και παθητικού ως αποτέλεσμα μεταβολών των συνθηκών στις αγορές κεφαλαίου.

1.2.3 Τα είδη των ασφαλιστών

Οι κύριες κατηγορίες των ασφαλιστών είναι οι εξής:

1. Ασφαλιστές ζωής (αποκλειστικά)
2. Ασφαλιστές ζημιών (αποκλειστικά)
3. Ασφαλιστές ζωής και ζημιών
4. Αντασφαλιστές
5. Ασφαλιστές με μεγάλη δραστηριοποίηση σε μη ασφαλιστικές δραστηριότητες
6. Ασφαλιστές κάλυψης χρηματοοικονομικών εγγυήσεων/Monoliners

Οι ασφαλίσεις κάλυψης ζωής και οι ασφαλίσεις κάλυψης ζημιών θα πρέπει να παρέχονται από διαφορετικές νομικές οντότητες ώστε να προστατεύεται ο αποταμιευτικός πληθυσμός του κλάδου ζωής από μια πιθανή χρεοκοπία του κλάδου ζημιών ενός συγκεκριμένου ασφαλιστή. Πολλές μεγάλες πολυεθνικές εταιρίες προσφέρουν ασφαλίσεις ζωής και ζημιών χρησιμοποιώντας το ίδιο δίκτυο διανομής, μέσα όμως, από διαφορετικές νομικές οντότητες.

Οι αντασφαλιστές καλύπτουν τους ασφαλιστές παρέχοντας προστασία και μειώνοντας την έκθεσή των ασφαλιστών σε ζημιές μεγάλου ύψους είτε σε ζημιές που προκύπτουν από συγκέντρωση κινδύνου. Η διαφοροποίηση του κινδύνου γίνεται σε παγκόσμιο επίπεδο με αποτέλεσμα την δημιουργία μια σταθερής βάσης για τον ασφαλιστικό τομέα και συνεπώς την οικονομία στο σύνολο.

Ορισμένοι ασφαλιστές έχουν τράπεζες θυγατρικές και εκμεταλλεύονται την ευκαιρία για cross-selling με τον ίδιο περίπου τρόπο που λειτουργεί και το Bancassurance. Κάποιες από αυτές τις εταιρίες είναι πολυσύνθετοι όμιλοι οι οποίοι έχουν δημιουργήσει θυγατρικές μέσω των οποίων δημιουργούν ad hoc παράγωγα για την αντιστάθμιση των δικών τους κινδύνων. Ενώ ορισμένοι ασφαλιστές έχουν εξελιχθεί σε χρηματοπιστωτικούς ομίλους με σημαντική δραστηριότητα στον τραπεζικό εμπορικό τομέα.

Οι Monoliners έχουν διαφορετικό επιχειρηματικό μοντέλο σε σχέση με τους άλλους ασφαλιστές. Οι ασφαλιστές κάλυψης χρηματοοικονομικών εγγυήσεων αντιμετωπίζουν έντονα τον πιστωτικό κίνδυνο αφού έχουν παρόμοιο προφίλ με των τραπεζών. Συνεπώς θα πρέπει να έχουν παρόμοια αντιμετώπιση με τις τράπεζες.

1.3 Η λειτουργία των τραπεζών

Δυο κύριες πηγές εύρεσης χρημάτων για τις τράπεζες αποτελούν

1. Οι αποταμιεύσεις
2. Ο δανεισμός

Σε κάθε δεδομένη στιγμή (σε συνθήκες σταθερότητας) οι καταθέτες δεν χρειάζονται τα χρήματά τους όλοι μαζί. Αυτό δίνει τη δυνατότητα στις τράπεζες να δημιουργήσουν από βραχυπρόθεσμες καταθέσεις, μακροπρόθεσμα δάνεια. Με αυτό τον τρόπο συμβάλλουν σημαντικά στην οικονομική ανάπτυξη.

Μέσω του δανεισμού οι τράπεζες στην διατραπεζική αγορά μπορούν να χρηματοδοτήσουν τα δάνεια που παρέχουν στους αντισυμβαλλόμενους. Η δυνατότητα αυτή τους επιτρέπει να μπορούν πρώτα σαν συνάψουν μια σύμβαση και έπειτα να αναζητήσουν τους πόρους χρηματοδότησης.

Και στις δυο περιπτώσεις η τράπεζα κερδίζει χρήματα μέσω της διαφοράς του επιτοκίου που πληρώνει είτε στους αποταμιευτές, είτε στους δανειστές της και τους δανειολήπτες της. Οι κανονισμοί επιβάλλουν στις τράπεζες να διατηρούν ένα καθορισμένο επίπεδο κεφαλαίου για την κάλυψη απαιτήσεων των αποταμιευτών.

1.3.1 Τα είδη των τραπεζών

Ο τραπεζικός τομέας χωρίζεται κυρίως σε τρεις κατηγορίες.

1. Επενδυτική τραπεζική
 - a. Χρηματοδότηση μεγάλων επιχειρήσεων (Corporate finance)
 - b. Εμπόριο και πωλήσεις (Trading and sales)
2. Τραπεζική
 - a. Λιανική τραπεζική (Retail banking)
 - b. Εμπορική τραπεζική και διακανονισμός πληρωμών (Commercial banking and payment settlement)
3. Λοιπές τραπεζικές λειτουργίες
 - a. Διαχείριση κεφαλαίων (Asset management)
 - b. Παροχή υπηρεσιών (Agency services)
 - c. Παροχή συμβουλευτικών υπηρεσιών σε άτομα (Retail brokerage)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΣΥΣΤΗΜΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ - ΟΡΙΣΜΟΣ ΚΑΙ ΜΕΤΡΗΣΗ

Ο συστημικός κίνδυνος περιγράφει γενικά την αλληλεξάρτηση των ιδρυμάτων στις παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές αγορές και το ντόμινο που μπορεί να προκύψει από τους συσχετιζόμενους κινδύνους και την αποτυχία ενός ενιαίου ή μιας ομάδας χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Ο κίνδυνος της ρευστότητας καθώς και ο πιστωτικός κίνδυνος μπορούν να εξαπλωθούν και να δημιουργήσουν συστημικό κίνδυνο.

Το **FSB** και η **IAIS** έχουν συμφωνήσει στον εξής ορισμό:

«Ο κίνδυνος διατάραξης της ροής των οικονομικών υπηρεσιών που προκαλείται α) από την ανεπάρκεια ενός τμήματος ή του συνόλου του χρηματοπιστωτικού συστήματος και β) έχει τη δυνατότητα να επιφέρει σοβαρές αρνητικές συνέπειες στην πραγματική οικονομία»

Ο ορισμός αυτός έχει γίνει αποδεκτός από την ομάδα των υπουργών οικονομικών G20 και των κεντρικών τους τραπεζών.

Τα κριτήρια εύρεσης συστημικά σημαντικών οργανισμών είναι τα εξής:

1. **Μέγεθος:** Το μέγεθος του όγκου των υπηρεσιών που παρέχει ο οργανισμός.
2. **Διασυνδεσιμότητα:** Η σύνδεση του οργανισμού με άλλους οργανισμούς
3. **Υποκατάσταση:** Ο βαθμός στον οποίο οι συνιστώσες του συστήματος μπορούν να παρέχουν τις ίδιες υπηρεσίες σε μια περίπτωση αποτυχίας
4. **Χρονισμός / Χρόνος:** Ο συστημικός ασφαλιστικός κίνδυνος δεν παράγει άμεσες σοκ επιπτώσεις αλλά διαδραματίζει ένα ρόλο στο μακροχρόνιο ορίζοντα.

Η **IAIS** έχει προτείνει την προσθήκη του χρόνου σε αυτά τα κριτήρια η οποία αντανακλά την ταχύτητα με την οποία ένα γεγονός μπορεί να αποσοβηθεί από το σύστημα.

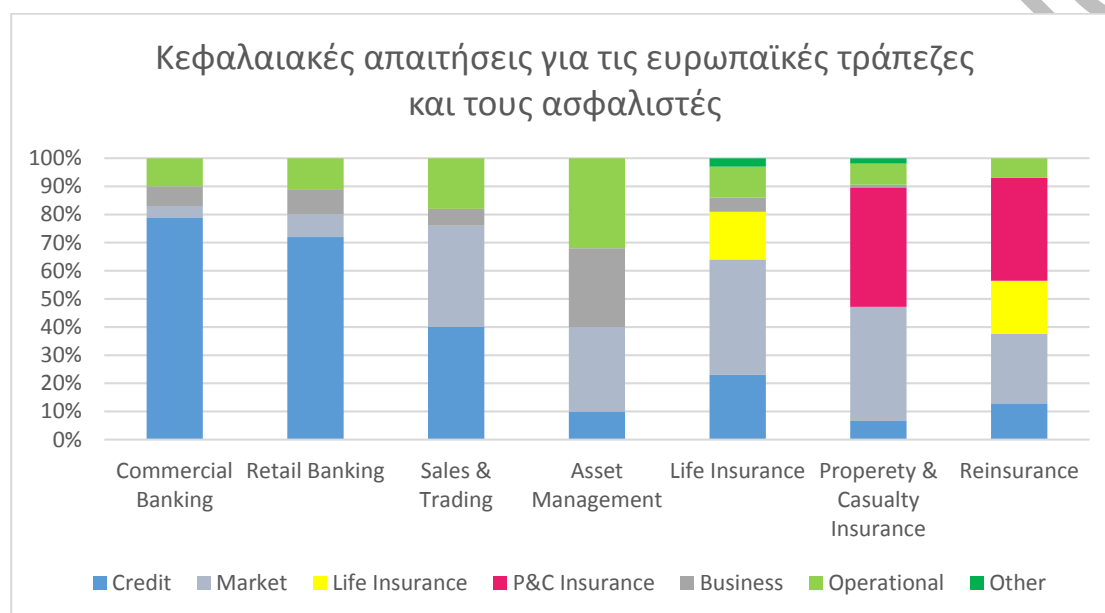
Η αποδοχή των βασικών κριτηρίων που έχει θέσει το **FSB** δεν σημαίνει ότι ο αντίκτυπος τους είναι ίδιο για όλες τις (χρηματοοικονομικές) δραστηριότητες. Τα κριτήρια θα πρέπει να εφαρμόζονται ανάλογα με την δραστηριότητα του ιδρύματος. Η εφαρμογή των κριτηρίων σε όλους θα δημιουργήσει επιπλέον κανονιστικό βάρος σε ιδρύματα τα οποία διαδραματίζουν σταθεροποιητικό ρόλο ενώ από την άλλη ενδέχεται το κανονιστικό βάρος να είναι δυσανάλογα μικρό για ιδρύματα τα οποία όντως ενέχουν κίνδυνο λόγω των δραστηριοτήτων τους.

2.1 Μέγεθος ιδρύματος

Το μέγεθος για έναν τυπικό μεγάλο ασφαλιστή σημαίνει διασπορά. Τόσο γεωγραφική όσο και μεταξύ δραστηριοτήτων. Ως επί το πλείστο οι κίνδυνοί αυτοί είναι ασυσχέτιστοι και ο συνολικός κίνδυνος για το ίδρυμα είναι μικρότερος από το άθροισμα των κινδύνων. Η διαφοροποίηση αυτή εξηγεί την ανθεκτικότητα των περισσότερων μεγάλων ασφαλιστών στην οικονομική κρίση.

Ένας τυπικός μεγάλος ασφαλιστής είναι περισσότερο διαφοροποιημένος από μια τυπική μεγάλη τράπεζα.⁸ Συνεπώς θα πρέπει να γίνει διάκριση μεταξύ συγκέντρωσης και αραιώσης του κινδύνου. Θα πρέπει επίσης να λαμβάνονται υπόψη οι κεφαλαιακές απαιτήσεις και τα περιουσιακά στοιχεία του ιδρύματος. Οι κεφαλαιακές απαιτήσεις στο γράφημα 2 αντικατοπτρίζουν τις διαφορές σε τράπεζες και ασφαλιστές.

Γράφημα 2. Κεφαλαιακές απαιτήσεις για τις ευρωπαϊκές τράπεζες και τους ασφαλιστές



Πηγή: *Key Financial Stability Issues in Insurance: An account of The Geneva Association's ongoing dialogue on systemic risk with regulators and policy-makers, March 2010, The Geneva Association.*

Το μέγεθος είναι σημαντικό και δεν είναι αυτονόητο ότι ένας ασφαλιστής έχει πάντα περισσότερο διαφοροποιημένο κίνδυνο από μια τράπεζα. Η σημαντικότητα του συστημικού κινδύνου εξαρτάται από το μέγεθος της κάθε δραστηριότητας του ιδρύματος και την αλληλεπίδραση με άλλους συστημικούς παράγοντες όπως η διασυνδεσιμότητα. Δεν είναι το μέγεθος αυτό καθ' αυτό αλλά το μη διαφοροποιημένο μέγεθος που είναι πιο σημαντικό. Η λήψη αποφάσεων με μόνο κριτήριο το μέγεθος κινδυνεύει να οδηγήσει σε λάθη.

2.2 Διασυνδεσιμότητα

Εφόσον υπάρχει η πιθανότητα μετάδοσης του κινδύνου από τις δραστηριότητες ενός ιδρύματος σε άλλο τότε η διασυνδεσιμότητα αποτελεί σημαντικό κριτήριο για τον καθορισμό της συστημικής σημαντικότητας. Παραδείγματα διασύνδεσης είναι η ιδιοκτησία και η μεταφορά κινδύνου (συμφωνίες παραγωγών, αντασφάλιση). Η μεταφορά κινδύνου ανάλογα με τον τρόπο που γίνεται έχει και διαφορετικές συνέπειες. Η μεταφορά κινδύνου

⁸ Slijkerman, F. J., Schoenmaker, D. and de Vries, G. C. (2011), "Systemic Risk & Diversification across European Banks and Insurers". *Journal of Banking & Finance*. [Online] Science Direct Database 37 (3) p. 773-785. Available from: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S037842661200338X>. [Accessed: 22nd July 2013].

μέσω της αντασφάλισης οδηγεί σε μείωση του συστημικού ενώ αντίθετα η σύναψη **CDS** μπορεί να επιδεινώσει την κατάσταση.

Η αντασφάλιση μοιράζει τον κίνδυνο μεταξύ των αντισυμβαλλόμενων μερών επιτρέποντας μεγαλύτερα ανοίγματα μέσω της διαφοροποίησης του κινδύνου. Ο ηθικός κίνδυνος μετριάζεται εφόσον ο κύριος ασφαλιστής παραμένει εκτεθειμένος σε ένα μεγάλο τμήμα μιας ενδεχόμενης ζημιάς. Η μοίρα του αντασφαλιστή συνδέεται θετικά με την μοίρα του ασφαλιστή.

Στις περιπτώσεις κάλυψης φυσικών καταστροφών οι αντασφαλιστές αποτελούν την πρώτη γραμμή άμυνας, προστατεύοντας τους πρωτασφαλιστές από μαζικές απώλειες ή και από πιθανή χρεοκοπία. Σε αυτή την περίπτωση η πιθανή χρεοκοπία θα οφείλεται στο γεγονός (φυσική καταστροφή μεγάλης έκτασης) και όχι στις δραστηριότητες των ασφαλιστικών εταιριών.

Η σύναψη **CDS** μπορεί να αποσυνδέσει τον κίνδυνο από την κατοχή ενός υποκείμενου ανοίγματος. Συνεπώς γίνεται πιθανό οι ζημιές σε ένα **CDS** που προκύπτουν από ένα γεγονός, να έχουν επίδραση σε περισσότερους συμμετέχοντες στην αγορά και ενδεχομένως μέσω μηχανισμών μόχλευσης να έχουν μεγαλύτερη σημασία. Η διασύνδεση της αγοράς μπορεί να οδηγήσει στη μετάδοση της ζημιάς σε όλο το σύστημα.

Η πολυπλοκότητα των παραγωγών και το γεγονός ότι οι συναλλαγές δεν γίνονται σε μια επίσημη χρηματοπιστωτική αγορά αλλά γίνονται **over the counter**, είναι δύσκολο να εκτιμηθεί η θέση του κινδύνου των αντισυμβαλλόμενων. Η αδιαφάνεια αυτή αποτελεί αιτία για να χαθεί η εμπιστοσύνη. Αντίθετα οι συναλλαγές μεταξύ των ασφαλιστών έχουν έναν υψηλό βαθμό διαφάνειας, ενώ διέπονται από κατανοητούς κανόνες.

2.2.1 Οικονομική Αλληλοδιασύνδεση

Την αλληλοδιασύνδεση των πολυεθνικών εταιριών έδειξαν σε δημοσίευσή (με στοιχεία του 2007) «The network of global corporate control» οι S. Vitali, J.B. Glattfelder, και S. Battiston. 737 εταιρίες έχουν τον έλεγχο του 80% του συνόλου των πολυεθνικών. Από αυτές στις 49 ανήκει ο έλεγχος του 39,48%. Μόλις το 4,74% ανήκει σε ασφαλιστικές εταιρίες.

*Πίνακας 1: Κορυφαίες 49 εταιρίες διακράτησης ελέγχου. Οι κωδικοί **NACE** 65,66,67 ανήκουν στον χρηματοπιστωτικό τομέα. Συγκεκριμένα ο κωδικός 6601 ανήκει στον τομέα ασφάλισης ζωής και ο κωδικός 6603 ανήκει στον τομέα των γενικών ασφαλίσεων.*

Κατάταξη	Επωνυμία εταιρίας	Χώρα	NACE κωδικός	Αθροιστικό % ελέγχου
1	BARCLAYS PLC	GB	6512	4,05
2	CAPITAL GROUP COMPANIES INC,	US	6713	6,66
3	FMR CORP	US	6713	8,94
4	AXA	FR	6712	11,21
5	STATE STREET CORPORATION	US	6713	13,02
6	JPMORGAN CHASE & CO.	US	6512	14,55
7	LEGAL & GENERAL GROUP PLC	GB	6603	16,02
8	VANGUARD GROUP, INC.,	US	7415	17,25
9	UBS AG	CH	6512	18,46

10	MERRILL LYNCH & CO., INC.	US	6712	19,45
11	WELLINGTON MANAGEMENT CO. L.L.P.	US	6713	20,33
12	DEUTSCHE BANK AG	DE	6512	21,17
13	FRANKLIN RESOURCES, INC.	US	6512	21,99
14	CREDIT SUISSE GROUP	CH	6512	22,81
15	WALTON ENTERPRISES LLC	US	2923	23,56
16	BANK OF NEW YORK MELLON CORP.	US	6512	24,28
17	NATIXIS	FR	6512	24,98
18	GOLDMAN SACHS GROUP, INC.,	US	6712	25,64
19	T. ROWE PRICE GROUP, INC.	US	6713	26,29
20	LEGG MASON, INC.	US	6712	26,92
21	MORGAN STANLEY	US	6712	27,56
22	MITSUBISHI UFJ FINANCIAL GROUP, INC.	JP	6512	28,16
23	NORTHERN TRUST CORPORATION	US	6512	28,72
24	SOCIÉTÉ GÉNÉRALE	FR	6512	29,26
25	BANK OF AMERICA CORPORATION	US	6512	29,79
26	LLOYDS TSB GROUP PLC	GB	6512	30,3
27	INVESCO PLC	GB	6523	30,82
28	ALLIANZ SE	DE	7415	31,32
29	TIAA	US	6601	32,24
30	OLD MUTUAL PUBLIC LIMITED COMPANY	GB	6601	32,69
31	AVIVA PLC	GB	6601	33,14
32	SCHRODERS PLC	GB	6712	33,57
33	DODGE & COX	US	7415	34
34	LEHMAN BROTHERS HOLDINGS, INC.	US	6712	34,43
35	SUN LIFE FINANCIAL, INC.	CA	6601	34,82
36	STANDARD LIFE PLC	GB	6601	35,2
37	CNCE	FR	6512	35,57
38	NOMURA HOLDINGS, INC.	JP	6512	35,92
39	THE DEPOSITORY TRUST COMPANY	US	6512	36,28
40	MASSACHUSETTS MUTUAL LIFE INSUR.	US	6601	36,63
41	ING GROEP N.V.	NL	6603	36,96
42	BRANDES INVESTMENT PARTNERS, L.P.	US	6713	37,29
43	UNICREDITO ITALIANO SPA	IT	6512	37,61
44	DEPOSIT INSURANCE CORPORATION OF JP	JP	6511	37,93
45	VERENIGING AEGON	NL	6512	38,25
46	BNP PARIBAS	FR	6512	38,56
47	AFFILIATED MANAGERS GROUP, INC.	US	6713	38,88
48	RESONA HOLDINGS, INC.	JP	6512	39,18
49	CAPITAL GROUP INTERNATIONAL, INC.	US	7414	39,48

Πηγή: 2007, «The network of global corporate control», S. Vitali, J.B. Glattfelder, and S. Battiston.

2.3 Δυνατότητα υποκατάστασης

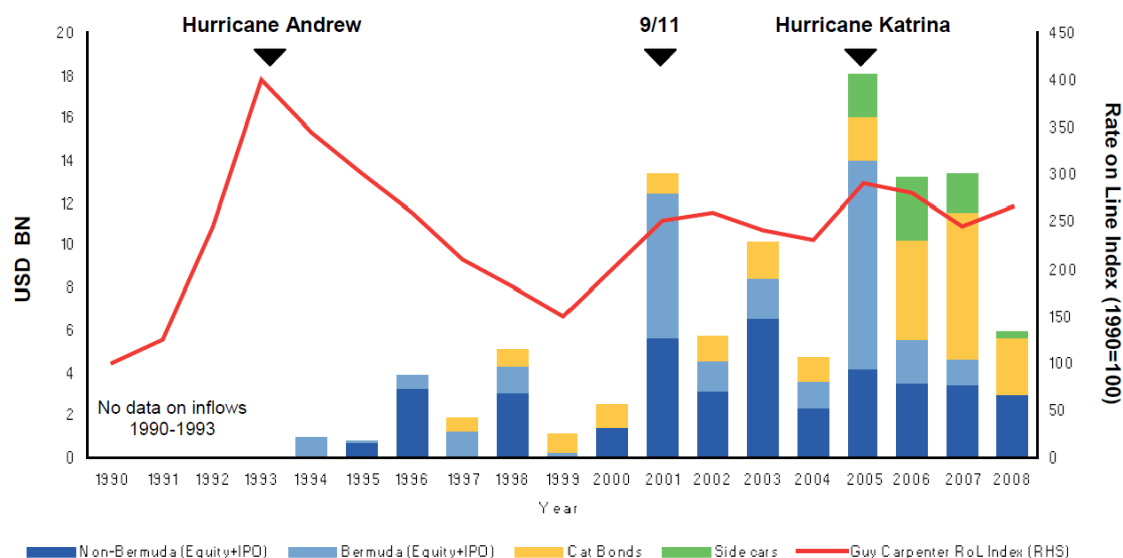
Η δυνατότητα υποκατάστασης των δραστηριοτήτων ενός χρηματοπιστωτικού ιδρύματος πρέπει να γίνεται με κριτήρια:

1. Τις τεχνικές ιδιαιτερότητες που καθιστούν δύσκολη την υποκατάσταση του ιδρύματος βραχυπρόθεσμα σε περίπτωση που το ίδρυμα αποτύχει.
2. Η μοναδικότητα και το μέγεθος του ιδρύματος που καθορίζουν πόσο δύσκολο/εύκολο για ένα ίδρυμα που αποτύχει να αντικατασταθεί από ένα άλλο το οποίο θα μπορέσει να ικανοποιήσει την αγορά.

Με βάση τα παραπάνω κριτήρια, η δραστηριότητα των ασφαλιστών είναι δυνατόν να υποκατασταθεί και συνεπώς δεν είναι συστημικά σημαντική. Κανένας ασφαλιστής δεν έχει μονοπώλιο σε οποιαδήποτε δραστηριότητα ούτε υπάρχει κάποιος ασφαλιστής που να διαδραματίζει κεντρικό ρόλο στην αγορά.

Επιπλέον το capacity των ασφαλιστών να ασφαλίζουν εξαρτάται από το capacity αντασφαλιστών. Όμως η ικανότητα των αντασφαλιστών να ασφαλίζουν μπορεί εύκολα να υποκατασταθεί. Για παράδειγμα, μετά από μια φυσική καταστροφή οι τιμές των ασφαλίσεων θα αυξηθούν για αρκετά χρόνια με αποτέλεσμα την είσοδο νέων ασφαλιστών στο κλάδο. Ο κύκλος διατηρείται για πολλά χρόνια και συνεπώς το capacity των ασφαλιστών και αντασφαλιστών αυξάνεται ξανά. Ενώ το γεγονός ότι η διαδικασία δεν είναι χωρίς ρίσκο, αποκλείεται η πιθανότητα arbitrage.

Γράφημα 3. Εισροές κεφαλαίων παγκοσμίως στον αντασφαλιστικό τομέα.



Πηγή: *Key Financial Stability Issues in Insurance: An account of The Geneva Association's ongoing dialogue on systemic risk with regulators and policy-makers, March 2010, The Geneva Association.*

Όπως φαίνεται και από το γράφημα 3, η ανακεφαλαιοποίηση του κλάδου λαμβάνει χρόνια. Σε σύγκριση με τις τράπεζες οι οποίες θα χρειαζόντουσαν άμεσα υποκατάσταση, οι ασφαλιστές μπορούν και αναρρώνουν χωρίς προβλήματα σε βάθος χρόνου. Επίσης η διαφοροποίηση των ασφαλιστών και αντασφαλιστών συμβαίνει παγκοσμίως, το οποίο

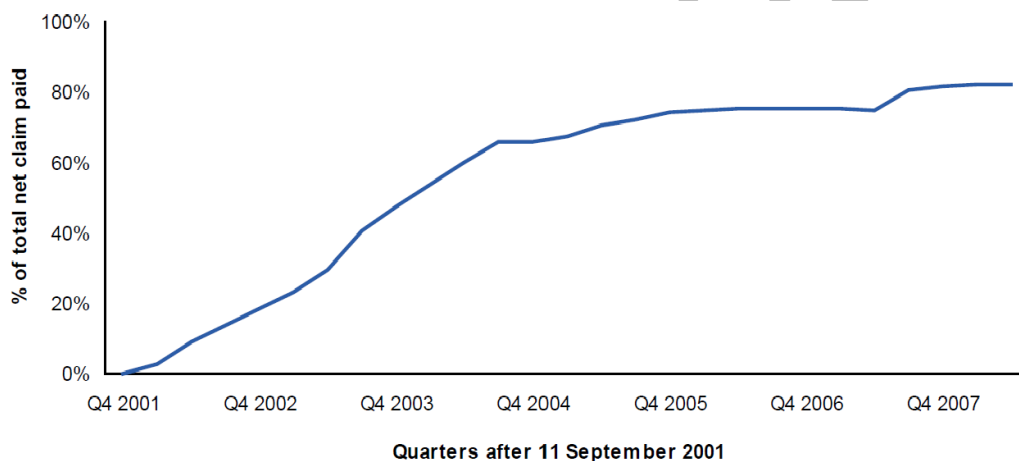
συνεπάγεται ότι μόνο ένα γεγονός το οποίο θα κατέστρεφε τον τομέα στο σύνολό του θα μπορούσε να καταστήσει αδύνατη τη ζήτηση για ασφαλιστική κάλυψη.

Συνεπώς λόγω της οργάνωσης και της δομής των κλάδων ασφάλισης και αντασφάλισης η δυνατότητα υποκατάστασης δεν είναι τόσο σημαντική όσο για τράπεζες όπου οι πληρωμές είναι ζωτικής σημασίας να γίνονται άμεσα.

2.4 Χρονισμός ή χρόνος

Οι πληρωμές των απαιτήσεων έναντι των ασφαλιστών λαμβάνουν χώρα πολύ αργότερα από την εμφάνιση κάποιου γεγονότος. Οι μεγάλες ασφαλιστικές απαιτήσεις αντιμετωπίζονται με διαφορετικές πολιτικές και συχνά έπειτα από δικαστικές αποφάσεις. Ενώ πολλοί ενεργούν ως μεμονωμένοι ενάγοντες. Το γράφημα 4 παρακάτω δείχνει αθροιστικά την κάλυψη των ζημιών σε ένα γεγονός μεγάλης καταστροφής (την πτώση των διδύμων πύργων). Όπως φαίνεται και από το γράφημα, λιγότερο από το 50% των πληρωμών έλαβε χώρα τα πρώτα δυο χρόνια.

Γράφημα 4. Αθροιστική ποσοστιαία κάλυψη απαιτήσεων από την πτώση του World Trade Centre.



Πηγή: *Key Financial Stability Issues in Insurance: An account of The Geneva Association's ongoing dialogue on systemic risk with regulators and policy-makers, March 2010, The Geneva Association.*

Η αποτυχία μιας τράπεζας και η συνακόλουθη μείωση χρηματοδότησης της αγοράς μπορεί να προκαλέσει κατάρρευση του τραπεζικού συστήματος πολύ γρήγορα. Αντίθετα ο αργός ρυθμός με τον οποίο μια αποτυχία εμφανίζεται στους ασφαλιστές αυξάνει τη δυνατότητα υποκατάστασης παρέχοντας τον απαραίτητο χρόνο ανοικοδόμησης.

Συνεπώς μπορούμε να υποστηρίξουμε ότι η αποτυχία ενός ασφαλιστή ενέχει λιγότερο συστημικό κίνδυνο σε σχέση με μιας τράπεζας. Η περίπτωση της AIG η οποία παρουσίασε μεγάλο συστημικό κίνδυνο προκλήθηκε από τα χρηματοπιστωτικά προϊόντα που παρείχε και συνεπώς αναδεικνύεται η ανάγκη εξέτασης δραστηριοτήτων σε αντίθεση με την εξέταση φορέων συνολικά.

2.5 Άλλοι σημαντικοί παράγοντες που συμβάλλουν στην αξιολόγηση της συστημικής σημασίας

Το φαινόμενο της μόχλευσης (leverage), ο κίνδυνος της ρευστότητας, οι αναντιστοιχίες (ενεργητικού/παθητικού) και η πολυπλοκότητα ενός ομίλου, είναι σε συνδυασμό εν δυνάμει παράγοντες αύξησης του συστημικού κινδύνου.

Στις τραπεζικές δραστηριότητες το φαινόμενο της μόχλευσης και ο κίνδυνος ρευστότητας συμβαδίζουν (για παράδειγμα η τιτλοποίηση δανείων με σκοπό την αύξηση της ικανότητας δανεισμού). Για ένα τυπικό ασφαλιστή η έννοια της μόχλευσης είναι διαφορετική και συνεπώς και ο κίνδυνος της ρευστότητας. Η ασφαλιστική δραστηριότητα είναι αυτοχρηματοδοτούμενη μέσω της συλλογής ασφαλίσεων ενώ η κάλυψη των ζημιών γίνεται από μακροπρόθεσμες πηγές χρηματοδότησης. Συνεπώς η ασφαλιστική δραστηριότητα δεν απαιτεί μόχλευση για την λειτουργία της.

Οι ασφαλιστές θα πρέπει και αυτοί να διατηρούν ένα επίπεδο ρευστότητας για την κάλυψη των απαιτήσεων. Πολλές από τις απαιτήσεις είναι προγραμματισμένες (όπως τα συνταξιοδοτικά προγράμματα), ενώ ορισμένες φορές οι αντισυμβαλλόμενοι τερματίζουν το συμβόλαιο τους πριν από τη λήξη του. Οι απαιτήσεις αυτές καλύπτονται αρχικώς από την συλλογή ασφαλίσεων και κατά δευτερευόντως από την πώληση τίτλων. Οι ασφαλιστές δεν χρειάζονται επιπλέον χρηματοδότηση για την δημιουργία ενός νέου συμβολαίου.

Συνεπώς η ρευστότητα, η οποία αποτελεί πολύ σημαντικό παράγοντα για όλα τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα θα πρέπει να αντιμετωπίζεται διαφορετικά για κάθε δραστηριότητα. Ο κίνδυνος της ρευστότητας είναι διαφορετικός για διαφορετικές δραστηριότητες και αντίστοιχα οι δράσεις που απαιτούνται για την εξυγίανσή του.

Στο βαθμό που η πολυπλοκότητα σε έναν όμιλο εμποδίζει τη διαφάνεια και την ομαλή εκκαθάριση, επιδεινώνει τον συστημικό κίνδυνο. Για μια μεγάλη τυπική τράπεζα οι εσωτερικές συναλλαγές συνεπάγονται και συναλλαγές μεταξύ χωρών. Για έναν τυπικό ασφαλιστικό όμιλο, ο οποίος δεν διεξάγει τραπεζικές διαδικασίες, οι εσωτερικές συναλλαγές συνεπάγονται την αποτελεσματικότερη διαχείριση κεφαλαίου. Οι συναλλαγές αυτές δεν θα πρέπει να αυξάνουν την πολυπλοκότητα του ομίλου, καθιστώντας τους ρυθμιστικούς ελέγχους πιο δύσκολους. Επίσης ο ρυθμιστικός έλεγχος του ομίλου δεν θα πρέπει να γίνεται πιο σύνθετος από τον ρυθμιστικό έλεγχο της κάθε νομικής οντότητας εντός του ομίλου. Συνεπώς η πολυπλοκότητα μπορεί για ορισμένες δραστηριότητες να είναι συστημικής σημασίας ενώ για άλλες όχι.

2.6 Διαδικασία εντοπισμού τραπεζικών ιδρυμάτων σημαντικού συστημικού κινδύνου

Το «Global systemically important banks: updated assessment methodology and the higher loss absorbency requirement»⁹ καθορίζει τη μεθοδολογία για την ταυτοποίηση των G-SIBs καθώς και τις κεφαλαιακές απαιτήσεις που απαιτούνται γι' αυτές. Οι G-SIBs θα πρέπει να χρησιμοποιούν τεχνικές προσδιορισμού απορροφητικότητας ζημιών με δεδομένα τα οποία θα είναι δημοσίως διαθέσιμα.

⁹ Basel Committee on Banking Supervision. (2011) Global systemically important banks: Assessment methodology and the additional loss absorbency requirement. Bank for International Settlements. [Online] Available at <http://www.bis.org/publ/bcbs207.htm>. [Accessed: 22nd July 2013].

Η μεθοδολογία αξιολόγησης των G-SIBs με βάση την τελευταία ενημέρωση (Ιούλιος 2013) περιλαμβάνει πέντε κριτήρια:

1. Μέγεθος
2. Διασυνδεσιμότητα
3. Έλλειψη οικονομικής υποδομής ή ιδρύματος που θα μπορούσε να υποκαταστήσει το αξιολογούμενο ίδρυμα
4. Βαθμό διεθνοποίησης
5. Πολυπλοκότητα

Η μεθοδολογία αποσκοπεί επίσης στην αποθάρρυνση των τραπεζών αν γίνουν περισσότερο συστημικά σημαντικές μέσω υψηλότερων κεφαλαιακών απαιτήσεων. Στον πίνακα 2 διατίθεται συνοπτικά τα ποσοστά βαρύτητας του κάθε δείκτη όπως έχουν τον Ιούλιο 2013.

Πίνακας 2. Δείκτες εκτίμησης G-SIBs της Βασιλείας III

Category (and weighting)	Individual indicator	Indicator weighting
Cross-jurisdictional activity (20%)	Cross-jurisdictional claims	10%
	Cross-jurisdictional liabilities	10%
Size (20%)	Total exposures as defined for use in the Basel III leverage ratio	20%
Interconnectedness (20%)	Intra-financial system assets	6,67%
	Intra-financial system liabilities	6,67%
	Securities outstanding	6,67%
Substitutability/financial institution infrastructure (20%)	Assets under custody	6,67%
	Payments activity	6,67%
	Underwritten transactions in debt and equity markets	6,67%
Complexity (20%)	Notional amount of over-the-counter (OTC) derivatives	6,67%
	Level 3 assets	6,67%
	Trading and available-for-sale securities	6,67%

Πηγή: Basel Committee on Banking Supervision, Global systemically important banks: updated assessment methodology and the higher loss absorbency requirement, July 2013

2.7 Διαδικασία εντοπισμού ασφαλιστών σημαντικού συστημικού κινδύνου

Η Ένωση Ασφαλιστών Ευρώπης **Insurance Europe (IE)** και η **IAIS** θεωρούν ότι υπάρχουν ελάχιστα στοιχεία των παραδοσιακών ασφαλιστικών λειτουργιών που να συντελούν στη δημιουργία ή στην ενίσχυση των συστημικών κινδύνων εντός του χρηματοπιστωτικού συστήματος ή της πραγματικής οικονομίας. Η μεθοδολογία της **IAIS** ακολουθεί σε μεγάλο

βαθμό τη μέθοδο που αναπτύχθηκε από την Επιτροπή της Βασιλείας για τις τράπεζες, η οποία ενσωματώνει μια σειρά από κριτήρια και δείκτες, όπως το μέγεθος και την παγκόσμια εμβέλεια, τα οποία δεν είναι κατάλληλοι ανακλαστές του συστημικού κινδύνου στην ασφάλιση.

Η ΙΕ αντέτεινε μια εναλλακτική διαδικασία δύο σταδίων για τον εντοπισμό και τη διαχείριση του συστημικού κινδύνου στην ασφάλιση που θα ταιριάζουν καλύτερα τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του ασφαλιστικού τομέα. Το πρώτο βήμα θα ήταν να εντοπισθούν οι ασφαλιστές που συμμετέχουν συστηματικά σε δυνητικά επικίνδυνες δραστηριότητες και να αξιολογηθούν οι εν λόγω δραστηριότητες. Το δεύτερο βήμα θα ήταν η εφαρμογή ad hoc μέτρων σε δραστηριότητες που θεωρούνται συστημικά σημαντικές, λαμβάνοντας υπόψη τυχόν ελαφρυντικές περιστάσεις και την ισχύουσα νομοθεσία.

Για παράδειγμα, η ΙΕ υποστηρίζει ότι τα στοιχεία ενός ασφαλιστή για ένα συγκεκριμένο δείκτη θα πρέπει να συγκρίνονται με αντίστοιχα του συνόλου του χρηματοοικονομικού τομέα και όχι με αυτά για ένα περιορισμένο αριθμό ασφαλιστικών εταιρειών. «Αυτό θα στηρίξει καλύτερα την θεμελιώδη σκοπό της μεθοδολογίας, η οποία θα προσδιορίσει τους ασφαλιστές των οποίων η ατυχία θα μπορούσε να διαταράξει ενδεχομένως το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα, σε αντίθεση με αυτές που έχουν μεγαλύτερη παρουσία από ό,τι άλλες ασφαλιστικές εταιρείες σε ένα συγκεκριμένο τομέα».¹⁰

2.8 Ανεξάρτητες προτάσεις για την μέτρηση του συστημικού κινδύνου

«Ορισμένοι υποστηρίζουν ότι ο συστημικός κίνδυνος δεν είναι κάτι που μπορεί να αποτελέσει αντικείμενο ποσοτικοποίησης. Αντ' αυτού, είναι κάτι που γίνεται αυταπόδεικτο υπό περιστασιακή παρατήρηση».¹¹ Είναι σύνηθες να συζητείται ο περιορισμός του ως μια προληπτική μακροοικονομική πολιτική. Η δυνατότητα μέτρησής του θα οδηγήσει σε ουσιαστικές ρυθμίσεις και εφαρμογή κανόνων στις χρηματοπιστωτικές αγορές

Σε Ευρώπη και Αμερική έχουν δημιουργηθεί διάφορες ομάδες για την μελέτη του συστημικού κινδύνου όπως προγράμματα του «**The Geneva Association**» και το «**Office of Financial Research (OFR)**». Η μελέτη γύρω από τον συστημικό κίνδυνο αποσκοπεί στην καθοδήγηση σχετικά με τις συνέπειες των εναλλακτικών πολιτικών και να βοηθήσει στην πρόβλεψη πιθανών σοκ στις χρηματοπιστωτικές αγορές.

Μετά το ξέσπασμα της πρόσφατης κρίσης, έχουν προταθεί πάνω από 31 μέθοδοι μέτρησης του συστημικού κινδύνου περισσότεροι από τους οποίους περιγράφονται στο Bisias et al. (2012). Η έλλειψη όμως θεωρητικού οικονομικού υπόβαθρου που τις χαρακτηρίζει καθιστά δύσκολη την επιλογή των ανθρώπων που χαράσσουν πολιτικές, αφού δεν μπορούν να ερμηνευτούν τα διαθέσιμα δεδομένα με ένα κατανοητό τρόπο. Το γεγονός ότι υπάρχουν τόσο πολλά μοντέλα μέτρησης του συστημικού κινδύνου υποδηλώνει πόσο πολυδιάστατος είναι. Στον πίνακα 3 εμφανίζονται διάφοροι μέθοδοι και τα χαρακτηριστικά του συστημικού κινδύνου τα οποία λαμβάνουν υπόψη.

¹⁰ Michaela Koller, director general of Insurance Europe, the European insurance and reinsurance federation.

¹¹ Hansen, P. L. (2012) "Challenges in Identifying and Measuring Systemic Risk". [Online] The National Bureau of Economic Research Working Paper No. 18505. Cambridge: NBER. Available at: <http://www.ssrn.com/en/>. [Accessed: 10th December 2012].

Ορισμένες από τις μεθόδους μέτρησης που χρησιμοποιούνται είναι:

- Μέτρα ουράς (tail measures): Μετρούν το co-dependence στις ουρές των αποδόσεων των ιδίων κεφαλαίων στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Διακρίνεται έτσι ο αντίκτυπος των διαταραχών από συγκεκριμένες επιχειρήσεις στο σύνολο του τομέα.
- Ανάλυση απρόοπτων απαιτήσεων (contingent claims analysis): Η προσέγγιση αυτή περιλαμβάνει ξεχωριστές προσαρμογές του ρίσκου που έχει το ενεργητικό και το παθητικό.
- Δικτυακά μοντέλα (network models): Τα μοντέλα αυτά βασίζονται στην αλληλοδιασύνδεση μεταξύ των εταιριών.
- Δυναμικά στοχαστικά μακροοικονομικά μοντέλα: Τα μοντέλα αυτά προσπαθούν να συνδέσουν τις διαταράξεις που συμβαίνουν στην αγορά με την μακροοικονομία

Πίνακας 3. Μέθοδοι μέτρησης συστημικού κινδύνου και Χαρακτηριστικά.

Μέθοδος μέτρησης (παράδειγμα)	Αστάθεια / Μεταβλητότητα	Συμμεταβολή	Μετάδοση	Έλλειψη ρευστότητας	Επιδράσεις στην πραγματική οικονομία
CoVaR ((Adrian & Brunnermeier (2011))	X	X			
MES/SES (Acharya et al. (2010))	X	X			
SRISK (Brownlees & Engle (2011))	X	X			
Absorption Ratio (Kritzman et al. (2010))		X			
Leverage	X				
Dynamic Causality Index (Billio et al. (2010))			X		
Spillover			X		
Turbulence (Kritzman & Li (2010))	X				
Real. Vol.	X				
Concentration	X				
CDS	X	X	X		
HPW Noise (Hu, Pan & Wang (2010))				X	
AIM (Amihud (2002))				X	
Credit	X	X	X	X	

Πηγή: Stefano Giglio Bryan Kelly Xiao Qiao, "Systemic Risk and the Macroeconomy: An Empirical Evaluation", University of Chicago

2.9 Συμπεράσματα

Το γενικό συμπέρασμα που προκύπτει είναι ότι οι ρυθμιστικοί κανόνες με βάση τα κριτήρια που θέτει το FSB και η IAIS θα πρέπει να εφαρμόζονται στις αντίστοιχες δραστηριότητες ενός ιδρύματος και όχι στον τύπο του ιδρύματος. Ειδικότερα:

Το μέγεθος μπορεί να υποδεικνύει τον συστημικό κίνδυνο που διατρέχει ένα ίδρυμα όταν ο κίνδυνος που είναι εκτεθειμένο είναι συγκεντρωμένος. Ενώ όταν ο κίνδυνος διαφοροποιείται, ο συνολικός συστημικός κίνδυνος μειώνεται.¹²

Ενώ η διασυνδεσιμότητα είναι πολύ σημαντικό κριτήριο για την μέτρηση του συστημικού κινδύνου, για διαφορετικές δραστηριότητες σημαίνει διαφορετική ταχύτητα και βαθμό μετάδοσης ενός συμβάντος και συνεπώς έχουν διαφορετική επίδραση στον συστημικό κίνδυνο.

Ο βαθμός υποκατάστασης και ο κίνδυνος που απορρέει από την έλλειψη ικανότητας υποκατάστασης στον ασφαλιστικό κλάδο, εξαρτάται από την ταχύτητα εκδήλωσης των οικονομικών συνεπειών από την εμφάνιση μιας κρίσης. Μια κρίση στον τραπεζικό τομέα δεν αφήνει περιθώρια ανακεφαλαιοποίησης, ενώ επιταχύνεται με το χρόνο. Αντίθετα η εκδήλωση ενός σημαντικού ασφαλιστικού γεγονότος διασπείρεται στο χρόνο, δίνοντας χρόνο στην αγορά να ανακάμψει.

¹² G30 Working Group. (2006) Reinsurance and International Financial Markets. Washington, DC: Group of Thirty

3.1 Σύγκριση των Basel II και Solvency II

Η Βασιλεία II και η Φερεγγυότητα II βασίζονται σε τρεις πυλώνες. Ο πρώτος πυλώνας καθορίζει τις ποσοτικές απαιτήσεις. Ο δεύτερος πυλώνας εξετάζει τις εποπτικές δραστηριότητες και την εσωτερική διαχείριση του κινδύνου και ο τρίτος πυλώνας έχει να κάνει με την αναφορά και την δημοσιοποίηση.

Ενώ η Φερεγγυότητα II ακολουθεί μια ολιστική προσέγγιση, η Βασιλεία II αποτελεί ένα σύνολο κανόνων προσαρμοσμένο στην κατάσταση που επικρατούσε στην αγορά. Συνεπώς η Βασιλεία II έχει μια προοπτική εστιασμένη στον πιστωτικό και στον λειτουργικό κίνδυνο. Ενώ ο κίνδυνος ρευστότητας και της κακοδιαχείρισης οι οποίοι αποτελούν σημαντικούς συστημικούς παράγοντες για τις τράπεζες δεν λήφθηκαν υπόψη.

Σε αντίθεση με την Βασιλεία II, η Φερεγγυότητα II επιτρέπει στους ασφαλιστές την χρήση εσωτερικών μοντέλων για τον καθορισμό των κεφαλαιακών απαιτήσεων (Solvency Capital Requirement (SCR)). Στα πλαίσια της Βασιλείας II οι τράπεζες περιορίζονται στον καθορισμό των παραμέτρων εισόδου που σχετίζονται με τον πιστωτικό κίνδυνο, καθώς οι κεφαλαιακές απαιτήσεις προσδιορίζονται από μια φόρμουλα. Η Φερεγγυότητα II είναι πιο ευέλικτη και επιτρέπει την ταχύτερη αντίδραση στις μεταβαλλόμενες συνθήκες της αγοράς.¹³

Στα πλαίσια της Φερεγγυότητας II η επίδραση των διαταραχών αξιολογείται τόσο στο ενεργητικό όσο και στο παθητικό. Η συνολική εικόνα του ισολογισμού υποδεικνύει και τον κίνδυνο κακοδιαχείρισης, κάτι το οποίο δεν περιλαμβάνεται στην Βασιλεία II.¹⁴

Τα μοντέλα VaR που χρησιμοποιούνται στην Βασιλεία II, για την προσδιορισμό των κεφαλαιακών απαιτήσεων έχουν επικριθεί διότι βασίζονται σε πρόσφατα ιστορικά δεδομένα. Επίσης τα μοντέλα πλήρους οικονομικού κύκλου χρησιμοποιούν δεδομένα από την τελευταία κρίση της αγοράς. Ως αποτέλεσμα η κεφαλαιακή επάρκεια είναι μικρή όταν ο κίνδυνος της αγοράς κάνει την εμφάνισή του.

Επιπλέον τα μοντέλα που υποδεικνύει η Βασιλεία II εξαρτώνται από την φάση του οικονομικού κύκλου και συνεπώς κατά την διάρκεια της ύφεσης απαιτούνται περισσότερα κεφάλαια. Η μείωση των διαθέσιμων χρηματοοικονομικών πόρων λόγω της κατάστασης της αγοράς και η συνεπής αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων δυσκολεύει την κατάσταση για τις τράπεζες.

¹³ Laas, D. and Siegel, C. (2013) "Basel Accords versus Solvency II: Regulatory Adequacy and Consistency under the Post crisis Capital Standards". Institute of Insurance Economics, University of St. Gallen. [Online] Social Science Research Network Database 132. Available from: http://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID2343041_code2016666.pdf?abstractid=2224804&mirid=3. [Accessed: 29th October 2013].

¹⁴ Gatzert, N and Wesker, H. (2012) "A Comparative Assessment of Basel II/III and Solvency II". The Geneva Papers on Risk and Insurance. [Online] 16th May 37 p. 539-570. Available from: <http://www.palgrave-journals.com/gpp/journal/v37/n3/pdf/gpp20123a.pdf>. [Accessed 2nd July 2013].

Αντιθέτως τα μοντέλα που χρησιμοποιούνται στην Φερεγγυότητα II χρησιμοποιούν μακροχρόνιες παρατηρήσεις ιστορικών δεδομένων. Ενώ για την χρήση stress test σοκ των ιδίων κεφαλαίων, εξετάζει τις τρέχουσες τιμές των μετοχών. Η Φερεγγυότητα II λαμβάνει υπόψη τόσο την φάση του οικονομικού κύκλου, όσο και την μακροχρόνια κατάσταση της θέσης, μειώνοντας έτσι την μεταβλητότητα των κεφαλαιακών απαιτήσεων.¹⁵

Οι ασφαλιστές είναι υποχρεωμένοι να κατέχουν τα τεχνικά αποθέματα για όλες τις αναμενόμενες μελλοντικές ζημιές που προκύπτει από μεθόδους Best estimate σε αντίθεση με τις τράπεζες οι οποίες θεωρούν ένα μέρος των αναμενόμενων ζημιών ως βραχυπρόθεσμο κόστος. Η πρακτική αυτή επιδεινώνει τον κίνδυνο ρευστότητας μιας τράπεζας κατά την έναρξη μιας κρίσης.¹⁶

3.2 Η μεταφορά κινδύνου στις τράπεζες και στις ασφαλιστικές

Τις τελευταίες δυο δεκαετίες το επιχειρηματικό μοντέλο των τραπεζών διαφοροποιήθηκε. Αντί να κρατούν τα δάνεια μέχρι τη λήξη τους, δημιούργησαν καινοτόμα χρηματοδοτικά μέσα και επικεντρώθηκαν στη διανομή του πιστωτικού κινδύνου.

Εκ των υστέρων έχει γίνει σαφές ότι οι τράπεζες ήταν πρόθυμες να αναλάβουν οποιοδήποτε μέγεθος ρίσκου. Η υποχρέωση αυξανόταν σημαντικά κυρίως στον τομέα των στεγαστικών δανείων έως ότου έγινε μη βιώσιμη.

Όμως η αλλαγή στο επιχειρηματικό μοντέλο των τραπεζών δε θα συνέβαινε αν οι επενδυτές δεν ήταν διαθέσιμοι να προσθέσουν στο χαρτοφυλάκιό τους, διαμέσου μεταφοράς πιστωτικού κινδύνου τα αντίστοιχα παράγωγα.

Οι ασφαλιστικές ως μεγάλοι επενδυτές πρόσθεσαν στο χαρτοφυλάκιο τους πιστωτικό κίνδυνο. Ορισμένες δημιούργησαν πιο σύνθετα εργαλεία ώστε να τα καταστήσουν περισσότερο επιθυμητά από άλλους επενδυτές.

Με αυτή τη λογική ο Γενικός Διευθυντής της ασφαλιστικής Allstate κατηγόρησε τα εργαλεία αυτά αποκαλώντας τα ασφαλιστικά εργαλεία, φέρνοντας ως παράδειγμα την AIG.

Η μαζική μεταφορά πιστωτικού κινδύνου με τη συμμετοχή διαφόρων χρηματοπιστωτικών τομέων στηρίχθηκε σε ένα ασφαλιστικού τύπου εργαλείο, το συμβόλαιο ανταλλαγής πιστωτικού κινδύνου (Credit Default Swap ή CDS) αποτελεί μια σύμβαση κατά την οποία ο αγοραστής συμφωνεί να προβεί στην πληρωμή ενός premium καθορισμένο πάνω σε ένα περιουσιακό στοιχείο αναφοράς (υποκείμενος τίτλος) αξίας ίση με μια συμφωνημένη αρχική ονομαστική αξία. Το περιουσιακό στοιχείο αναφοράς είναι μια μορφή χρέους, όπως ένα ομόλογο ή δάνειο, στο οποίο ενέχεται μια τρίτη επιχείρηση (η οντότητα αναφοράς), ως δανειζόμενη. Ο πωλητής πιστωτικής προστασίας (πωλητής του συμβολαίου) πληρώνει τον αγοραστή υπό συνθήκη εμφάνισης «πιστωτικών γεγονότων» (πτώχευση, αναδιαμόρφωση χρέους, αθέτηση πληρωμών) στην οντότητα αναφοράς (αντικείμενο διαπραγμάτευσης).

¹⁵ O'Shea, M. and Krischanitz, C. (ed) "Comparison of the Regulatory Approach in Insurance and Banking in the Context of Solvency II" Groupe Consultatif Actuariel Europeen European Actuarial Consultative Group. [Online] The Actuarial Association of Europe. Available from: http://www.gcactuaries.org/documents/SII%20vs%20Basel%20II_Dec_12_final.pdf. [Accessed 2nd July 2013].

¹⁶ Gatzert, N and Wesker, H. (2012) "A Comparative Assessment of Basel II/III and Solvency II". The Geneva Papers on Risk and Insurance. [Online] 16th May 37 p. 539-570. Available from: <http://www.palgrave-journals.com/gpp/journal/v37/n3/pdf/gpp20123a.pdf>. [Accessed 2nd July 2013].

Στην περίπτωση εμφάνισης πιστωτικού γεγονότος ο κάτοχος του ομολόγου υφίσταται την σχετική ζημιά ενώ μέσα από swap δίνεται η δυνατότητα κάλυψης μέρους ή πλήρους απώλειας.

Οι κυριότεροι αγοραστές συμβολαίων CDS είναι τράπεζες (30%), hedge funds (30%), ασφαλιστικές εταιρείες (20%) και λιγότερο (3-5%) ταμεία συντάξεων, αμοιβαία κεφάλαια και λοιπές εταιρείες. Αντίστοιχα, οι τράπεζες, οι ασφαλιστικές και τα hedge funds απορροφούν το μεγαλύτερο μέρος των θέσεων πώλησης προστασίας. Το 2009 η αξία των CDS στις Η.Π.Α. ήταν 26,4 τρις δολάρια

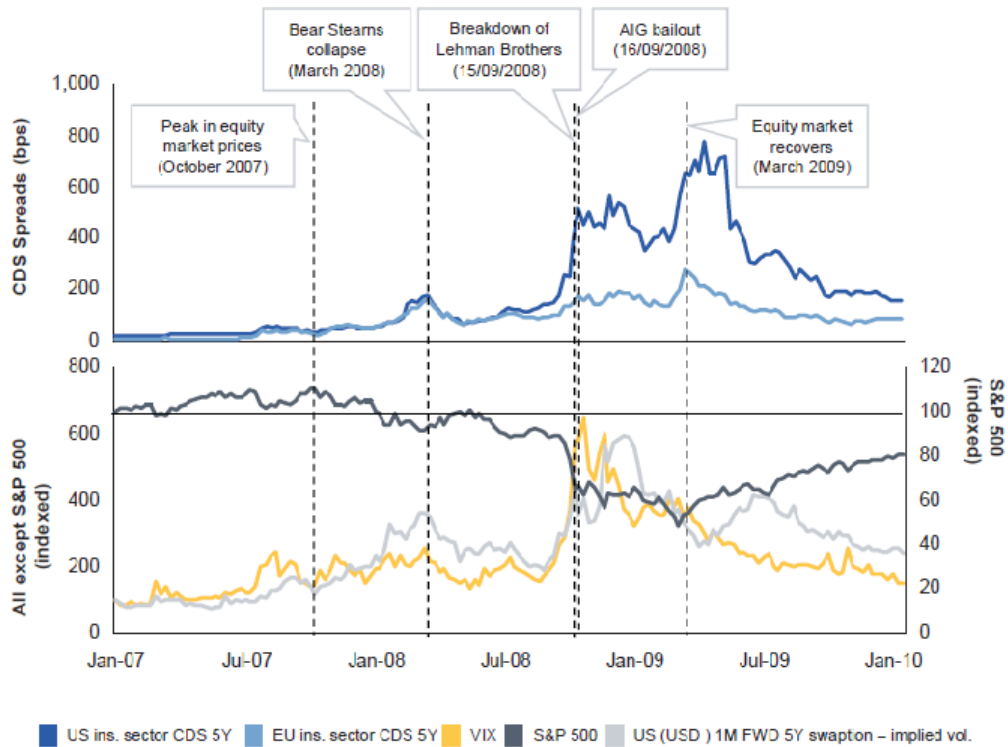
Ο σκοπός της σύναψης ενός CDS συνδέεται με την δημιουργία προστασίας απέναντι σε γεγονότα πιστωτικού κινδύνου. Με αυτή τη λογική αποτελεί μια τυπική ασφαλιστική σύμβαση. Τον Μάιο του 2008 το New York State Insurance Department άρχισε να χρησιμοποιεί τον όρο «naked CDS» ώστε να διαφοροποιηθεί από το «covered CDS». Ο διαχωρισμός γίνεται με βάση το κίνητρο (κερδοσκοπία ή ασφάλιση).

Όσον αφορά τον ασφαλιστικό τομέα ως θεσμός τα κίνητρα που οδηγούν στη σύναψη cds είναι για λόγους κάλυψης κινδύνου. Οι κανονιστικές αρχές επίσης περιορίζουν τη δυνατότητα των ασφαλιστικών εταιριών όσον αφορά την πώληση, ενώ συνήθως δεν περιορίζουν την αγορά CDS.

3.3 Η διαφορετική επίδραση της κρίσης στις τράπεζες και στις ασφαλιστικές

Τα σημαντικότερα γεγονότα της κρίσης εμφανίζονται στο γράφημα 5. Το 2007 εκδηλώθηκε η αφερεγγυότητα των subprime στεγαστικών δανείων με το αντίστοιχο αντίκρισμα στις τράπεζες. Το αποτέλεσμα ήταν η χρεοκοπία της Bear Stearns έπειτα της Lehman Brothers και στη συνέχεια την διάσωση των AIG, Freddie Mac και Fannie Mae.

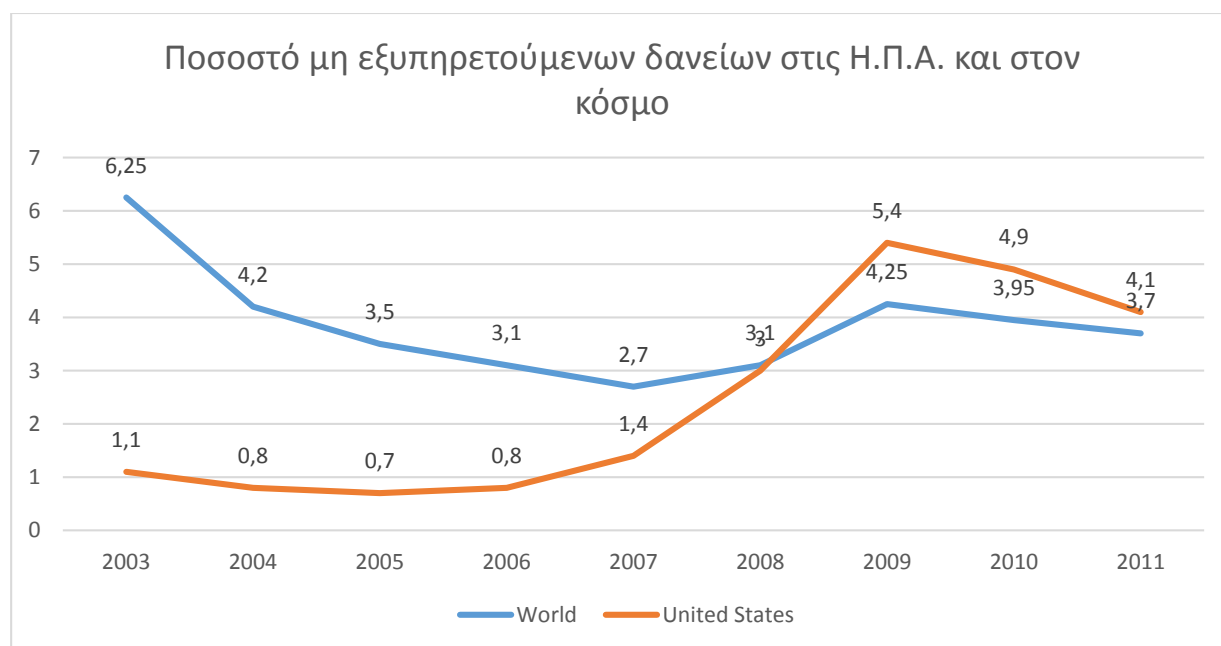
Γράφημα 5. Χρονολογική ροή των σημαντικότερων γεγονότων της κρίσης



Πηγή: *Key Financial Stability Issues in Insurance: An account of The Geneva Association's ongoing dialogue on systemic risk with regulators and policy-makers, March 2010, The Geneva Association.*

Στο γράφημα 6 απεικονίζεται η επίδραση της φούσκας των στεγαστικών δανείων στις Η.Π.Α. με το ποσοστό των (συνολικά) μη εξυπηρετούμενων δανείων προς το σύνολο των δανείων (σε αξία) να πενταπλασιάζεται το 2009 σε σχέση με το 2003.

Γράφημα 6. Ποσοστό μη εξυπηρετούμενων δανείων στον κόσμο και στις Η.Π.Α.



Πηγή: <http://data.worldbank.org>

Η αβεβαιότητα σχετικά με την φερεγγυότητα των μεγάλων τραπεζών για την έκθεσή τους σε τοξικά στοιχεία (toxic assets) προκάλεσε το πάγωμα της διατραπεζικής αγοράς. Οι κυβερνήσεις στήριξαν με ενέσεις κεφαλαίων τις τράπεζες ώστε να μπορέσουν να ανταπεξέλθουν στις πιέσεις της αγοράς και να μην καταλύσει το σύστημα. Φυσικά δεν ήταν υπεύθυνα όλα τα είδη οικονομικών ιδρυμάτων εξίσου υπεύθυνα. Ούτε όμως και επηρεάστηκαν το ίδιο έντονα.

Ειδικότερα, οι ασφαλιστές επηρεάστηκαν σε πολύ μικρότερο βαθμό από την κρίση σε σχέση με τις τράπεζες. Η κρίση χτύπησε αργότερα τους ασφαλιστές και οι απαιτήσεις για νέα κεφάλαια ήταν πολύ μικρότερες ενώ η επίδραση στους νέους όγκους εργασιών ήταν μικρή.

Όπως φαίνεται από τα συνολικά μεγέθη του πίνακα 3, η τάση δημιουργίας νέων εταιριών στην Ευρώπη είναι ανοδική το διάστημα 2001-2010. Η πτώση που παρατηρείται από το 2004 έως το 2009 οφείλεται κυρίως στο Ηνωμένο Βασίλειο όπου δραστηριοποιούνται πολλοί μεσάζοντες στη σύναψη ασφαλιστικών συμβολαίων (internet και τηλεφωνικές πωλήσεις). Το γράφημα 7 απεικονίζει τους σημαντικότερους ασφαλιστές στην Ευρώπη με βαθμό σύγκρισης τον όγκο του συνολικού premium των ασφαλιστρών.

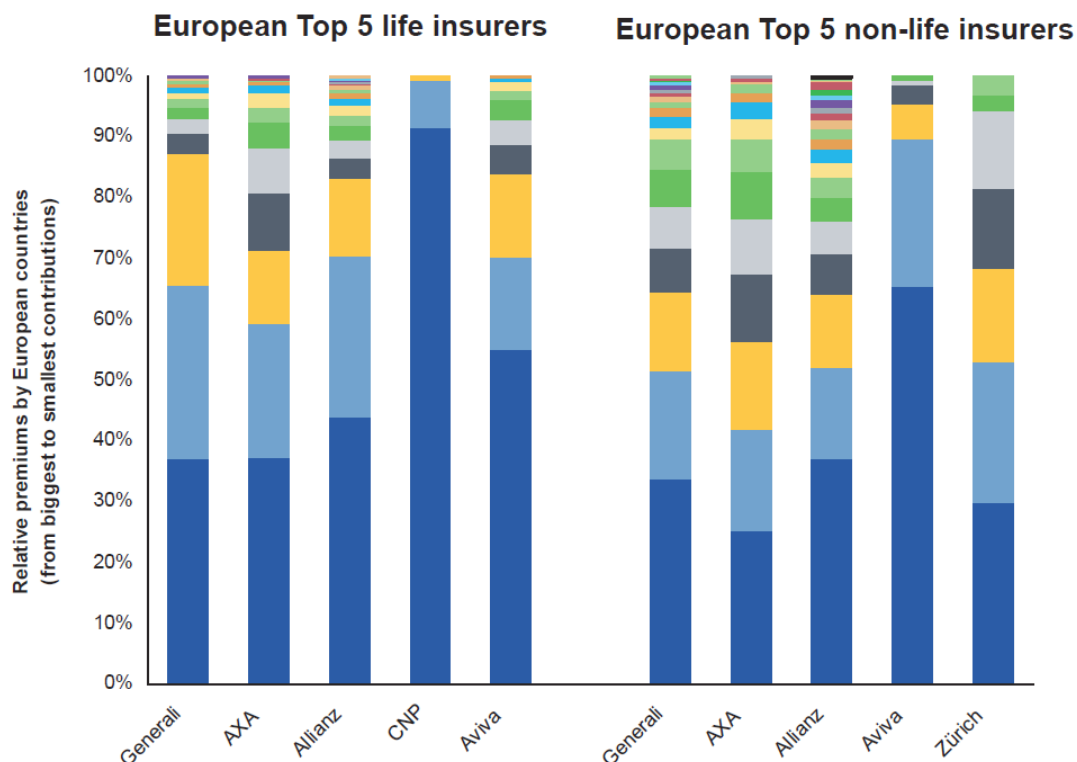
Πίνακας 3: Πλήθος ασφαλιστικών εταιριών στην Ευρώπη ανά έτος.

Χώρα	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Austria	75	73	72	71	73	72	71	71	72	127
Belgium	204	201	189	181	171	161	156	151	148	145
Bulgaria	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	41	45	45	n.a.
Switzerland	142	143	141	143	143	143	143	148	150	151
Cyprus	36	36	34	33	33	32	30	34	34	34
Czech Republic	43	42	42	40	45	49	52	53	53	53
Germany	640	645	640	633	632	613	609	607	596	582
Denmark	243	228	216	213	206	201	202	202	159	184
Estonia	14	13	13	13	12	16	19	20	19	19
Spain	414	401	393	379	362	354	357	296	294	292
Finland	69	68	68	68	67	66	63	63	63	63
France	504	495	486	475	486	477	464	461	452	441
Greece	107	102	100	99	95	90	86	85	82	73
Croatia	24	23	24	24	25	20	23	25	27	26
Hungary	23	28	28	28	28	27	31	30	30	32
Ireland	196	199	224	217	226	229	233	236	227	227
Iceland	11	10	11	11	10	10	9	9	9	13
Italy	246	245	236	235	230	235	234	239	241	242
Liechtenstein	19	21	23	28	32	35	37	42	41	40
Luxembourg	93	94	95	95	95	95	94	96	n.a.	97
Latvia	21	20	19	18	20	20	21	23	25	24
Malta	19	18	18	20	25	37	41	44	53	52
Netherlands	353	389	379	363	344	360	345	329	287	268
Norway	96	96	96	112	116	114	118	122	124	120
Poland	71	74	77	74	74	72	76	66	66	63
Portugal	86	85	74	70	70	76	83	85	87	82
Romania	n.a.	42	46	39	37	36	42	43	45	45
Sweden	461	448	440	428	415	392	392	381	381	386
Slovenia	14	14	15	16	18	18	20	21	21	21
Slovakia	28	29	28	25	26	25	24	20	20	20
Turkey	63	58	55	53	53	53	56	59	60	64
United Kingdom	810	806	772	1167	1118	1050	1017	972	934	1314
CEA	5125	5146	5054	5371	5287	5178	5189	5078	n.a.	over 5300

Πηγή: European Insurance in Figures, CEA Statistics N°44

Οι ευρωπαϊκές ασφαλιστικές εταιρείες παράγουν έσοδα ασφαλιστρών σχεδόν 1,1 τρις. ευρώ απασχολούν σχεδόν ένα εκατομμύριο ανθρώπους και έχουν επενδύσει περίπου 7,7 τρις. ευρώ στην οικονομία.¹⁷

Γράφημα 7. Κορυφαίοι ασφαλιστές στην Ευρώπη με βαθμό σύγκρισης το premium.



Τα διάφορα χρώματα αντιστοιχούν σε διαφορετικές χώρες.

Πηγή: Key Financial Stability Issues in Insurance: An account of The Geneva Association's ongoing dialogue on systemic risk with regulators and policy-makers, March 2010, The Geneva Association.

3.3.1 Ζημιές και κεφαλαιακή επάρκεια

Οι ζημιές στον ασφαλιστικό κλάδο ήταν μόλις το ένα έκτο αυτού των τραπεζών, ενώ οι αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου έφτασαν στο αντίστοιχο ένα ένατο. Οι ζημιές της AIG αντιπροσωπεύουν το 36% ενώ η αύξηση του κεφαλαίου το 58%. Επιπλέον ότι οι ζημιές της AIG δεν προκλήθηκαν από την κύρια ασφαλιστική δραστηριότητα αλλά από την μαζική έκθεσή της σε CDS. Αν εξαιρέσουμε την AIG από τα στοιχεία, οι τράπεζες αναγκάστηκαν να προχωρήσουν σε 20 φορές μεγαλύτερη αύξηση κεφαλαίου.

Οι ασφαλιστικές εταιρίες είναι πού μεγάλοι επενδυτές οι οποίοι έχουν μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις (ιδίως ο τομέας ζωής). Αυτό τους δίνει το πλεονέκτημα να μπορούν να σχεδιάσουν στρατηγικές με μακροπρόθεσμους ορίζοντες, σε αντίθεση με τις εμπορικές τράπεζες και τις τράπεζες επενδύσεων. Για την κάλυψη των υποχρεώσεων τους δεν είναι αναγκαίο να πωλήσουν σε πτωτικές αγορές και συνεπώς αποτελούν ένα σταθεροποιητικό παράγοντα των αγορών και του συστήματος γενικότερα.

¹⁷ <http://www.insuranceurope.eu>

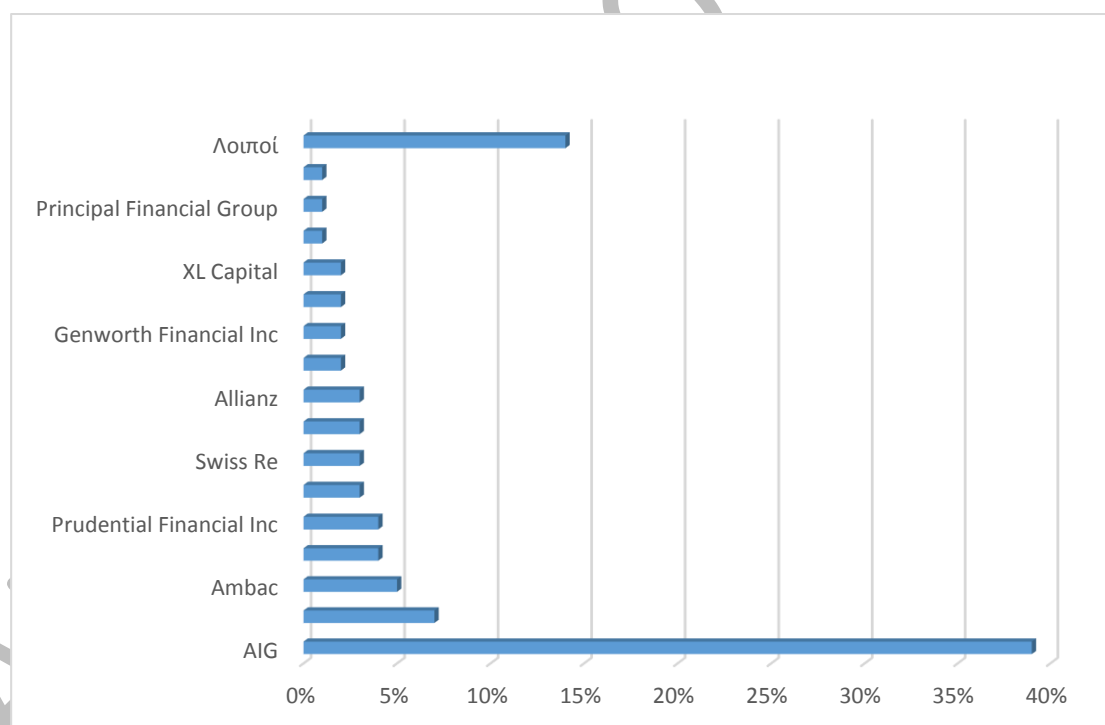
Ο γενικός κανόνας είναι ότι η αποζημίωση που καταβάλλει μια ασφαλιστική μετριάζει τις επιπτώσεις μιας οικονομικής αστοχίας. Ο μηχανισμός αυτός αποτελεί σταθεροποιητικό παράγοντα.

Ωστόσο οι απώλειες των ασφαλιστικών από το 2007 ως τον Αύγουστο του 2009 και έπειτα οφείλονται κυρίως στις επενδύσεις που είχαν κάνει οι ασφαλιστικές (εφόσον μειώθηκε η αξία του ενεργητικού τους) παρά στις υποεκτιμήσεις σε underwriting. 40% των απωλειών των ασφαλιστικών αφορούσαν την AIG.

Συγκριτικά με τις τράπεζες των οποίων οι απώλειες έφτασαν τα 1,1 τρις δολάρια χωρίς να συμπεριλαμβάνεται η κρατική ενίσχυση στις Fannie Mae και Freddie Mac (238 δις δολάρια) οι ζημιές και η απομείωση των περιουσιακών στοιχείων στις ασφαλιστικές υπολογίζονται στα 261,2 δις δολάρια.¹⁸

Η κρίση ανέδειξε ζητήματα που σχετίζονται με την αποτίμηση χρηματοπιστωτικών μέσων σε συνθήκες έλλειψης ρευστότητας. Και τα δυο κύρια λογιστικά πρότυπα (**IFRS** και **US GAAP**) υποδεικνύουν την μέθοδο «**fair value**». Η αξιολόγηση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων όμως είναι περίπλοκο ζήτημα. Ιδρύματα που επενδύουν μακροπρόθεσμα όπως οι ασφαλιστικές αντικατοπτρίζουν χειρότερη εικόνα της υγείας τους από την πραγματική.

Γράφημα 8. Απώλειες Ασφαλιστικών την περίοδο 2007-2009 (261,2 δις δολάρια).



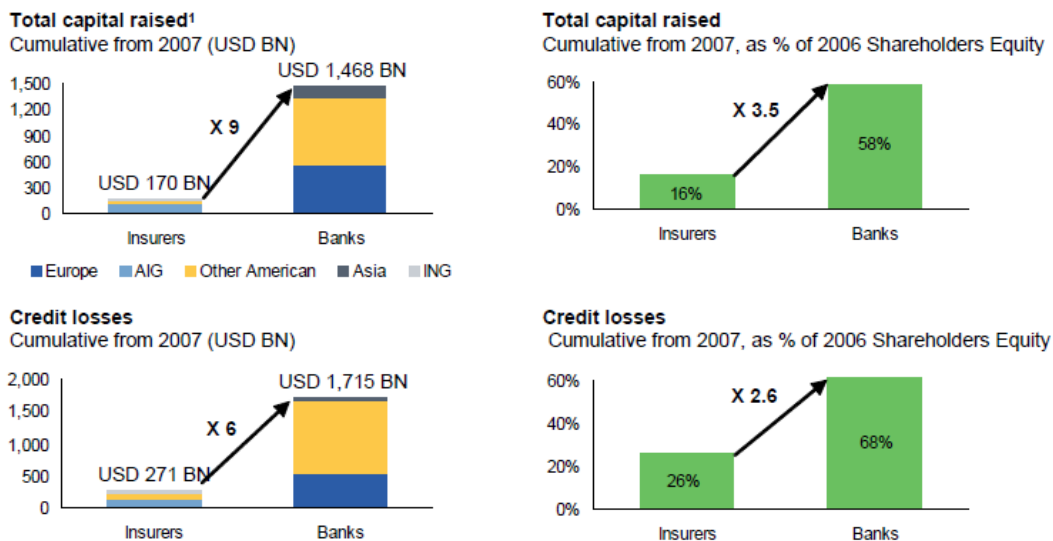
Πηγή: Insurance Companies and the Financial Crisis, OECD 2009, Pre-publication version for Vol. 2009/2"

Πολλές ασφαλιστικές επιχειρήσεις ήταν σε θέση να απορροφήσουν τις ζημιές στους ισολογισμούς τους ενώ πολλές τράπεζες απέφυγαν στο δημόσιο δανεισμό και

¹⁸ United States of America. Department of the Treasury (2012) Financial Report of the United States Government. Washington, D.C.: Government Accountability Office.

χρηματοδότηση. Οι τράπεζες υπέφεραν μεγαλύτερες απώλειες τόσο σε απόλυτα μεγέθη όσο και σε σχετικά (γράφημα 9)

Γράφημα 9. Ανακεφαλαίωση και πιστωτικές απώλειες τραπεζών και ασφαλιστικών.

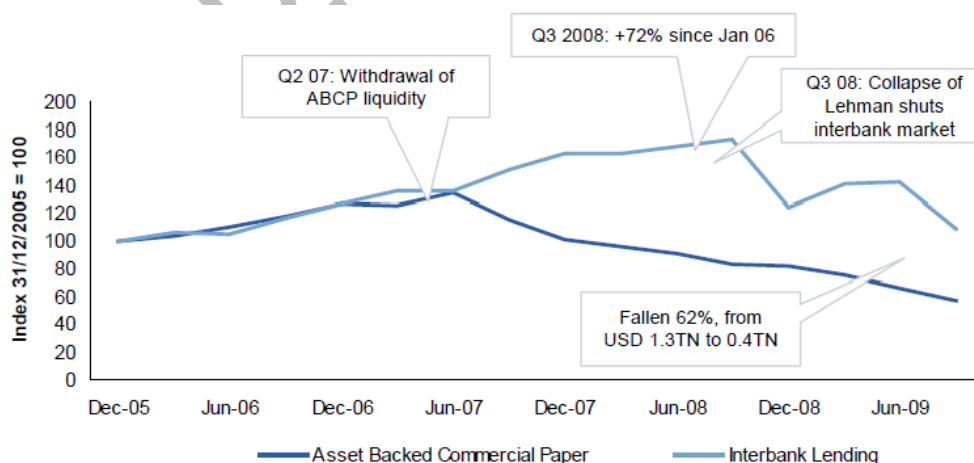


Πηγή: Key Financial Stability Issues in Insurance: An account of The Geneva Association's ongoing dialogue on systemic risk with regulators and policy-makers, March 2010, The Geneva Association.

3.3.2 Σταθερότητα όγκου και τιμών

Την περίοδο πριν την κρίση, η μόχλευση είχε αυξηθεί σημαντικά. Η έκδοση Asset-backed commercial paper κορυφώθηκε στα τέλη του 2007. Επίσης ο διατραπεζικός δανεισμός μειώθηκε στο μισό στις Η.Π.Α. ενώ η ρευστότητα μειώθηκε σημαντικά. Το γράφημα 10 δείχνει τη διαχρονική τους πορεία.

Γράφημα 10. Η.Π.Α.: Asset-backed commercial paper και διατραπεζικός δανεισμός. (Έτος βάσης το 2005).



Πηγή: Key Financial Stability Issues in Insurance: An account of The Geneva Association's ongoing dialogue on systemic risk with regulators and policy-makers, March 2010, The Geneva Association.

Κατά τη διάρκεια της κρίσης οι κεντρικές τράπεζες ενίσχυσαν τη ρευστότητα με σκοπό να καταστήσουν ευκολότερο το δανεισμό. Όμως εξακολουθούσε να υπάρχει αδυναμία χρηματοδότησης νέων δανείων. Αντιθέτως οι τιμές των ασφαλίσεων παρέμειναν σχετικά σταθερές αντικατοπτρίζοντας την υψηλή κεφαλαιακή θέση του ασφαλιστικού κλάδου. Η σταθερότητα αυτή αντικατοπτρίζεται στον πίνακα 4.

Πίνακας 4. Ποσοστιαία αλλαγή στις τιμές των ασφαλίσεων κατά τη διάρκεια της κρίσης.

Casualty			
	Q1 & Q2 2007	Q1 & Q2 2008	Q1 & Q2 2009
France	10-20	10-20	0
Germany	10-20	10-20	0-10
UK	10-20	10-20	0-10
Italy	0	0-10	0
Spain	10-20	10-20	20-30
Property			
	Q1 & Q2 2007	Q1 & Q2 2008	Q1 & Q2 2009
France	10-20	10-20	0-10
Germany	10-20	10-20	0-10
UK	10-20	0-10	0-10
Italy	0-10	0-10	0-10
Spain	10-20	20-30	20-30
Motor			
	Q1 & Q2 2007	Q1 & Q2 2008	Q1 & Q2 2009
France	10-20	0	0
Germany	10-20	0-10	0
UK	10-20	0-10	0
Italy	0	0-10	0-10

X% Decrease
Flat
X% Increase

Πηγή: Key Financial Stability Issues in Insurance: An account of The Geneva Association's ongoing dialogue on systemic risk with regulators and policy-makers, March 2010, The Geneva Association.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΟΙ ΤΡΑΠΕΖΕΣ ΚΥΡΙΟΣ ΜΟΧΛΟΣ ΤΟΥ ΣΥΣΤΗΜΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

4.1 Χαρακτηριστικά των τραπεζών που τις καθιστούν επιρρεπείς στις κρίσεις

4.1.1 Μόχλευση

Η μόχλευση επιτρέπει σε ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα να αυξήσει τα πιθανά κέρδη ή τις ζημιές του από επενδύσεις περισσότερο από ότι θα ήταν δυνατό από την εκμετάλλευση των ιδίων κεφαλαίων του. Υπάρχουν τρεις τύποι μόχλευσης:

1. Εντός του ισολογισμού
2. Οικονομική
3. Εμφωλευμένη

Οι τράπεζες συνήθως ασκούν μόχλευση μέσω του δανεισμού, ώστε να αποκτήσουν περισσότερα περιουσιακά στοιχεία. Όταν η αξία των περιουσιακών στοιχείων μειωθεί σημαντικά, τότε οι τράπεζες αντιμετωπίζουν τις επιπτώσεις αυτής της πρακτικής. Ένα παράδειγμα είναι η εγγύηση ενός δανείου που δεν εμφανίζεται στον ισολογισμό της τράπεζας αν και περιλαμβάνει ενδεχόμενη δέσμευση που μπορεί να υλοποιηθεί στο μέλλον.

Τα περισσότερα σύνθετα χρηματοπιστωτικά εργαλεία ενέχουν περιουσιακά στοιχεία τα οποία τελούν ήδη υπό καθεστώς μόχλευσης με αποτέλεσμα οι ζημιές να είναι πολλαπλάσιες από τις άμεσες επενδύσεις του υποκείμενου χαρτοφυλακίου. Η τιλοποίηση δυο στρωμάτων όπως στην περίπτωση επένδυσης των εξασφαλίσεων δανειακών υποχρεώσεων σε ABS οδηγεί σε ακόμη υψηλότερες απώλειες.

Το πρόβλημα της μόχλευσης είναι πως όταν οι τράπεζες διαχειρίζονται τις επενδύσεις τους, χρησιμοποιούν τα χρήματα άλλων. Η μόχλευση των τραπεζών έχει δυο σημαντικές συνέπειες. Πρώτον, το κεφάλαιο της τράπεζας είναι το buffer που θα αποτρέψει την αποτυχία της από την εμφάνιση δυσμενών διαταραχών. Το «μαξιλάρι» αυτό είναι σχετικά μικρό. Δεύτερον, η μόχλευση σε συνδυασμό με τις περιορισμένες ευθύνες για τους μετόχους δημιουργεί κίνητρα για την δημιουργία ριψοκίνδυνων χαρτοφυλακίων.

Αν και το πρόβλημα της μόχλευσης δεν συναντάται μόνο στις τράπεζες. Οι τράπεζες έχουν πολύ υψηλότερο leverage ratio από ένα τυπικό χρηματοπιστωτικό ίδρυμα. Η αξία των ιδίων κεφαλαίων της τράπεζας ανέρχεται συνήθως στο ένα δέκατο της αξίας του χρέους της.

4.1.2 Αδυναμία ρευστοποίησης

Οι τράπεζες λαμβάνουν βραχυπρόθεσμες καταθέσεις και χρηματοδοτούν μακροπρόθεσμες επενδύσεις. Πολλές φορές οι επιχειρήσεις βασίζονται στο γεγονός ότι οι τράπεζες θα αναχρηματοδοτήσουν τα δάνειά τους με αποτέλεσμα την ακόμη πιο μακροπρόθεσμη επένδυση. Αν δεν γίνει αναχρηματοδότηση τότε υπονομεύεται η αξία του δανείου. Συνεπώς η ωριμότητα των επενδύσεων είναι αυξημένη και οποιαδήποτε προσπάθεια ρευστοποίησης οδηγεί την κατακόρυφη μείωση της αξίας του ενεργητικού του.

4.1.3 Διαχείριση πληροφοριών

Οι τράπεζες έχουν στη διάθεσή τους πληροφορίες τις οποίες οι καταθέτες και οι ρυθμιστικές αρχές δεν έχουν. Επιπλέον οι τράπεζες συλλέγουν πληροφορίες για τους δανειστές τους και την αγορά. Σε περιόδους άνθησης τα δάνεια προσφέρονται ελεύθερα χωρίς περιορισμούς στην πίστωση. Αντίθετα σε δυσμενείς περιόδους τα ποσοστά των επισφαλών δανείων εκτινάσσονται στα ύψη.

4.2 Η αστάθεια στον τραπεζικό τομέα

Οι τραπεζικές κρίσεις αποτελούν επαναλαμβανόμενο φαινόμενο. Από το 1970 έως το 2007 έχουν αναγνωριστεί από το IMF 124 συστημικά σημαντικές τραπεζικές κρίσεις. Εμπειρικές έρευνες έχουν δείξει ότι η παροχή βοήθειας προς τις τράπεζες και δανειολήπτες μπορεί να είναι αντιπαραγωγική, με αποτέλεσμα την αύξηση των ζημιών των τραπεζών οι οποίες συχνά καταχρώνται την ανεκτικότητα της κυβέρνησης.¹⁹ Το αποτέλεσμα αυτής της κατάχρησης είναι η δημιουργία «τρύπας» στην καθαρή θέση των τραπεζών και η ακόλουθη φορολογική επιβάρυνση για τη διάσωση των τραπεζών. Η προσφορά πίστωσης συρρικνώνεται περισσότερο από ότι στην περίπτωση που δεν υπήρχε η ανεκτικότητα από την πλευρά της κυβέρνησης.

Οι κρίσεις «Savings and loan crisis» της δεκαετίας του 80 και του 90 οδήγησαν 747 από τις 3.234 τράπεζες στις Η.Π.Α. στην αποτυχία. Το συνολικό κόστος εκτιμήθηκε στα 370 δις. δολάρια.²⁰ Κατά μέσο όρο το δημοσιονομικό κόστος αυτών των κρίσεων ήταν της τάξης του 12% του ΑΕΠ της χώρας. Σε ορισμένες όμως περιπτώσεις υπερέβη το 40% (Αργεντινή, Ινδονησία, Κορέα, Μαλαισία). Συνεπώς είναι σημαντικό να βρεθούν τα αίτια της αστάθειας των τραπεζών και οι τρόποι για να διορθωθεί αυτή η αδυναμία τους.

4.2.1 Οι αιτίες της αστάθειας

Σε γενικές γραμμές ο ισολογισμός της τράπεζας έχει στο ενεργητικό τα δάνεια και τα αποθεματικά και στο παθητικό τα ίδια κεφάλαια και τις καταθέσεις. Εφόσον η τράπεζα διαθέτει αρκετά αποθεματικά για να καλύψει τις αναλήψεις των καταθετών, οι οποίες είναι πολύ μικρότερες από το σύνολο των καταθέσεων, το σύστημα λειτουργεί απρόσκοπτα. Στην περίπτωση που όλοι οι καταθέτες ζητήσουν τα χρήματά τους ταυτόχρονα, η τράπεζα είναι υποχρεωμένη σε σύντομο χρονικό διάστημα να ρευστοποιήσει τα περιουσιακά της στοιχεία για να καλύψει τις απαιτήσεις των καταθετών, κάτι το οποίο μπορεί να οδηγήσει στην αποτυχία της.

Το γεγονός ότι αρκετές τράπεζες είναι συχνά αναποτελεσματικές επιβάλλει το κλείσιμο τους. Όταν αποκαλύπτεται ότι τα περιουσιακά στοιχεία μιας τράπεζας αποτελούν κακή επένδυση, τότε οι καταθέτες σπεύδουν να αποσύρουν τα χρήματά τους. Ο δαρβινικός μηχανισμός χρησιμεύει στην εξάλειψη αυτών που δεν εξελίσσονται (αναποτελεσματικοί) ενώ ταυτόχρονα αποτελεί κίνητρο για τις τράπεζες να επιλέγουν τις κατάλληλες επενδύσεις. Μόνο στις Η.Π.Α. 516 τράπεζες έχουν αποτύχει από τον Οκτώβριο του 2000 μέχρι τον Δεκέμβριο του 2013.²¹

¹⁹ Laeven, L. and Valencia, F. (2008) "Systemic Banking Crises: A New Database" IMF Working Paper 08 (224). Washington, DC: International Monetary Fund.

²⁰ http://en.wikipedia.org/wiki/Savings_and_loan_crisis

²¹ <http://www.fdic.gov/bank/individual/failed/banklist.html>

Ωστόσο ορισμένες φορές τα MME μπορεί να παρουσιάσουν λανθασμένη εικόνα μιας τράπεζας (συνήθως για κερδοσκοπικούς σκοπούς) και να στρεβλωθεί η αντίληψη των πελατών της όσον αφορά τη φερεγγυότητα της τράπεζας και να οδηγηθεί τελικά στην αποτυχία.

Η ίδια η βάση των καταθετών μιας τράπεζας μπορεί να προκαλέσει πρόβλημα. Όταν μεγάλοι προθεσμιακοί επενδυτές σταματήσουν να ανανεώνουν τα Certificates of Deposits τότε η τράπεζα ενδέχεται να αντιμετωπίσει σοβαρά προβλήματα. Η Continental Illinois ήταν το 1984 η έβδομη μεγαλύτερη τράπεζα στις Η.Π.Α. όσον αφορά τις καταθέσεις. Τα περιουσιακά της στοιχεία έφταναν τα 40 δις. δολάρια. Όταν όμως οι επαγγελματίες επενδυτές απέσυραν τα χρήματά τους η Continental Illinois οδηγήθηκε στην αποτυχία.

Οι μακροοικονομικές συνθήκες είναι συχνά ασθενείς πριν από μια τραπεζική κρίση (δημοσιονομικά ελλείματα και αυξημένος πληθωρισμός). Ωστόσο οι κρίσεις στην Ανατολική Ασία είχαν να κάνουν περισσότερο με τη σύνθεση και τη διάρκεια του χρέους και την έκθεση σε συναλλαγματικό κίνδυνο.

Οι τραπεζικές κρίσεις συχνά συμπίπτουν με νομισματικές κρίσεις ενώ πιο σπάνια με κρίσεις δημοσίου χρέους. Το 55% των τραπεζικών κρίσεων συμπίπτει με μια νομισματική κρίση ενώ μόλις το 11% αυτών συμπίπτει με μια κρίση δημοσίου χρέους. Επίσης υπάρχει αύξηση της πιστωτικής επέκτασης πριν την κρίση ως αποτέλεσμα χαλαρότητας των ελέγχων.

Το νομοθετικό πλαίσιο συχνά καθιστά την ρευστοποίηση διαθέσιμων πόρων δύσκολη κάτι το οποίο δυσχεραίνει τον κίνδυνο ρευστότητας που αντιμετωπίζουν οι τράπεζες.

Τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια τείνουν να είναι υψηλά κατά την έναρξη μιας τραπεζικής κρίσης. Δεν είναι όμως σαφές αν η απότομη αύξηση στα μη εξυπηρετούμενα δάνεια οφείλεται στην ίδια την κρίση ή στις αυστηρότερες απαιτήσεις που προκύπτουν για την εκχώρηση δανείων κατά τη διάρκεια της κρίσης.

Όταν οι κυβερνήσεις έχουν μεγάλο ποσοστό ιδιοκτησίας στις τράπεζες αυτές τείνουν να έχουν περιουσιακά στοιχεία χαμηλής ποιότητας. Για παράδειγμα στην Ουρουγουάη (2001) το ποσοστό μη εξυπηρετούμενων δανείων στην κρατική τράπεζα Republica and Hipotecario έφτανε το 39% ενώ στις ιδιωτικές τράπεζες το ποσοστό αυτό ανερχόταν μόλις στο 5,6%.

Το 62% των κρίσεων αντιμετωπίζουν απότομη μείωση καταθέσεων 11% (κατά μέσο όρο) επί του ΑΕΠ το πρώτο μήνα εμφάνισης της κρίσης. Οι καταθέτες μεταφέρουν τα χρήματά τους σε τράπεζες που θεωρούνται πιο ασφαλείς.

Όταν κάθε καταθέτης προβλέπει ότι οι άλλοι καταθέτες θα αποσύρουν τα χρήματά τους τότε όλοι καταθέτες θα αντιμετωπίσουν το δίλλημα του φυλακισμένου και θα αποσύρουν τα χρήματά τους (ακόμη και η τράπεζα δεν είναι αφερέγγυα αρχικά). Για την αντιμετώπιση αυτού του φαινομένου δημιουργήθηκε ο μηχανισμός ενίσχυσης των τραπεζών από την κεντρική τράπεζα. Μηχανισμοί ενίσχυσης τραπεζών

4.2.1.1 Lender of the last resort

Ο δανεισμός των τραπεζών από την κεντρική τράπεζα ως έσχατη λύση συνίσταται την παροχή βοήθειας ρευστότητας όταν υπάρχει έκτακτη ανάγκη. Το δόγμα Bagehot²² συνιστά αυτή τη λύση (Lender of the Last Resort). Τα κύρια σημεία του δόγματος Bagehot είναι:

1. Θα πρέπει να υπάρχουν εξασφαλίσεις.
2. Το επιτόκιο δανεισμού θα είναι σχετικά υψηλό
3. Δεν θα υπάρχουν όρια στο ύψος του δανεισμού

Το γεγονός ότι θα πρέπει να υπάρχουν εξασφαλίσεις υποδηλώνει ότι μόνο φερέγγυες τράπεζες μπορούν να δανειστούν ώστε η κεντρική τράπεζα να προστατεύεται από απώλειες. Το υψηλό επιτόκιο θα αποτρέπει τις τράπεζες που δεν έχουν προβλήματα ρευστότητας να δανείζονται και μόνο οι τράπεζες που αντιμετωπίζουν προβλήματα ρευστότητας θα μπαίνουν στον πειρασμό να δανειστούν. Συνεπώς η ρευστότητα θα καθορίζεται από την αγορά και όχι από την κεντρική τράπεζα. Η κεντρική τράπεζα είναι σε θέση να δανείσει χωρίς όριο τις τράπεζες που αντιμετωπίζουν προβλήματα ρευστότητας εφόσον τηρείται το πρώτο κριτήριο. Η ικανότητα αυτή της κεντρικής τράπεζας υποδηλώνει την αξιοπιστία που μπορεί να προφέρει στο σύστημα.

Το πρόβλημα που γεννάται από την ύπαρξη αυτού τη μηχανισμού μπορεί να οδηγήσει τις τράπεζες στο να αντιμετωπίσουν προβλήματα ρευστότητας στην περίπτωση που οι τράπεζες κρίνουν ότι είναι προς το συμφέρον τους αναλάβουν επενδυτικές δραστηριότητες οι οποίες μακροχρόνια αποφέρουν υψηλά κέρδη. Το 1995 η τράπεζα Barings γνωστοποίησε στην Τράπεζα της Αγγλίας τα προβλήματα ρευστότητας που αντιμετώπιζε. Όμως επειδή τα προβλήματα οφείλονταν σε απάτη και το μέγεθος της τράπεζας δεν ήταν σημαντικό, η Τράπεζα της Αγγλίας αρνήθηκε να δανείσει την Barings με αποτέλεσμα αυτή να αποτύχει.

Η Continental Illinois ήταν μια «too big to fail» τράπεζα. Όμως η κρίση της κεντρικής τράπεζας συχνά δεν είναι καθαρή. Ιδίως όταν πρόκειται για «too big to fail» τράπεζες, οι πολιτικές παρεμβολές είναι έντονες. Ο δανεισμός αφερέγγυων τραπεζών συνεπάγεται την επιδότηση των μετόχων και συνεπώς συχνά αφήνονται να χρεοκοπήσουν.

4.2.1.2 Ασφάλιση των αποταμιεύσεων

Στις Η.Π.Α. και στην Αγγλία έχουν δημιουργηθεί funds για την προστασία των μικρών καταθετών. Στην Ευρώπη οι ζημίες από την αποτυχία μιας τράπεζας καλύπτονται εκ των υστέρων είτε με χρήματα των φορολογούμενων είτε με εισφορές των τραπεζών που έχουν επιβιώσει. Η Ευρωπαϊκή Ένωση με οδηγία της το 1994 απαίτησε επίσης την ελάχιστη κάλυψη των καταθέσεων. Η πρόταση της κομισιόν είναι η πλήρης κάλυψη των καταθέσεων με το σκεπτικό ότι αν οι μεγάλοι καταθέτες φοβούνται την κατάσχεση των χρημάτων τους σε περίπτωση κρίσης, τότε θα αποσύρουν τα χρήματά τους, δημιουργώντας προβλήματα στη χρηματοοικονομική σταθερότητα.

Ωστόσο τα συστήματα αυτά έχουν κατηγορηθεί για την δημιουργία αστάθειας στο τραπεζικό τομέα. Ενώ έχουν σχεδιαστεί για το ακριβώς αντίθετο. Μελέτες του Δ.Ν.Τ. δείχνουν συσχέτιση στην ύπαρξη τέτοιων συστημάτων και στην γένεση τραπεζικών

²² Wood, H. J. (2003) “Bagehot’s Lender of the Last Resort – A Hallow Hallowed Tradition”. The Independent review. 7 (3). P. 343-349.

κρίσεων. Η εξήγηση που δίνεται είναι ότι στις χώρες όπου υπάρχουν συστήματα ασφάλισης των καταθέσεων, οι τραπεζίτες αισθάνονται ελεύθεροι να αναλάβουν υπερβολικούς κινδύνους. Δεδομένου ότι οι καταθέτες τους είναι ασφαλισμένοι, η αποτυχία της τράπεζας δεν θα τους επηρεάσει.

4.3 Αδιαφάνεια – Η περίπτωση της Lehman Brother's

Η Lehman Brother's κατηγορήθηκε για παραπλάνηση των επενδυτών και των ρυθμιστικών αρχών με τη χρήση ενός χρηματοοικονομικού εργαλείου γνωστού ως «Repo 105». Με το εργαλείο αυτό μπορούσε να βελτιώσει προσωρινά το Leverage ratio της τις περιόδους δημοσιοποίησης αποτελεσμάτων. Η πώληση των περιουσιακών της στοιχείων κατά 5% χαμηλότερα από την τρέχουσα αξία τους και η συμφωνία επαναγοράς τους (συν κάποιους τόκους) αμέσως μετά την λήξη της περιόδου αναφοράς συνέβαλε στην μείωση του χρέους και στην βελτίωση της καθαρής θέσης της.

Οι συναλλαγές repo ξεκίνησαν το 2001 και μέχρι το 2007 τα ποσά που συναλλάσσονταν σε κάθε περίοδο, είχαν φτάσει τα 27 δις. δολάρια. Με αυτή την πρακτική μείωνε το leverage ratio της σημαντικά. Οι εξωτερικοί αναλυτές δεν μπορούσαν να αμφισβητήσουν την θέση της τράπεζας αφού σύμφωνα με τα λογιστικά πρότυπα δεν παρέμβαινε κάποιο κανόνα.

Η εκμετάλλευση λογιστικών τεχνασμάτων είναι συνήθης πρακτική των τραπεζών για την βελτίωση της θέσης τους. Το αποτέλεσμα όμως είναι πώς ακόμη και επιχειρήσεις οι οποίες είναι «πολύ μεγάλες για να αποτύχουν» μπορούν τελικά να αποτύχουν και εν τέλει να δημιουργήσουν συστημικό κίνδυνο.

4.4 Η Fannie Mae και η Freddie Mac

Η Fannie Mae δημιουργήθηκε από την αμερικανική κυβέρνηση το 1938, με σκοπό να διαδραματίσει το ρόλο του εγγυητή των στεγαστικών δανείων που έδιναν ιδιωτικές τράπεζες. Μετά την «Μεγάλη Ύφεση» και μέχρι τα τέλη της δεκαετίας του 70 οι καταθετικοί λογαριασμοί αποτελούσαν ουσιαστικά την μοναδική πηγή χρηματοδότησης των στεγαστικών δανείων. Οι κανονισμοί που επιβλήθηκαν (τοκογλυφία, διακρατικές τραπεζικές απαγορεύσεις, αριθμός υποκαταστημάτων, «Regulation Q»²³) έθεσαν ένα πλαίσιο σταθερότητας. Όμως είχαν αναγκάσει τις τράπεζες να χρηματοδοτούν μακροχρόνια δάνεια με βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις, δημιουργώντας «αναντιστοιχία».

Η Fannie Mae ιδιωτικοποιήθηκε το 1968, εξακολούθησε όμως να μην δανείζει απευθείας τους ιδιώτες. Η δράση της συνεχίστηκε στο δευτερογενή τομέα χρεογράφων με την αγορά και πώληση τιτλοποιημένων δανείων.

Το 1970 ιδρύθηκε η Freddie Mac εφόσον η οικονομία βρισκόταν στο στάδιο της ευμάρειας για να μην γίνει η Fannie Mae ένας τεράστιος και δυσλειτουργικός οργανισμός. Οι δυο γίγαντες της οικονομίας άρχισαν να δανείζονται μέσω του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος για την αγορά τιτλοποιημένων δανείων.

Η ύπαρξη δυο τόσο πολύ μεγάλων και αξιόπιστων ιδρυμάτων (too-big-to-fail) τα οποία αγόραζαν τα ενυπόθηκα δάνεια των ιδιωτικών τραπεζών επέτρεψε στις ιδιωτικές τράπεζες

²³ Από το 1933 μέχρι το 2011 ο κανονισμός Q απαγόρευε τις τράπεζες την καταβολή τόκων για τις καταθέσεις όψεως. Από το 1933 μέχρι το 1986 επέβαλε επίσης μέγιστα επιτόκια σε διάφορους άλλους τύπους των τραπεζικών καταθέσεων, όπως λογαριασμούς ταμειυτηρίου.

να «αδιαφορούν» για εγγυήσεις (απ' τους δανειολήπτες) όταν έδιναν στεγαστικά δάνεια. Από την στιγμή που η δευτερογενής αγορά δανείων άρχισε να αναπτύσσεται για κάθε στεγαστικό δάνειο που έδιναν οι τράπεζες, άσχετα με το πόσο επισφαλές ήταν στην αποπληρωμή του, υπήρχε η δευτερογενής αγορά στην οποία οι τράπεζες πουλούσαν τις απαιτήσεις αποπληρωμής των δανείων. Ο μηχανισμός αυτός επέτρεψε στην αγορά των στεγαστικών δανείων να γιγαντωθεί.

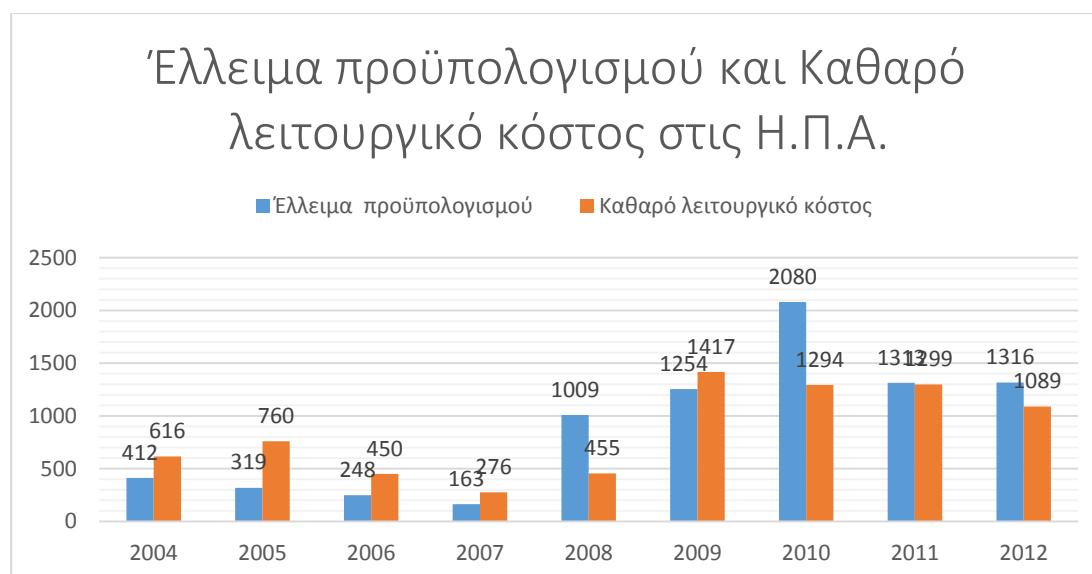
Το δεύτερο όφελος που προσέφεραν οι Fannie Mae και Freddie Mac στην αγορά ως εγγυητές, ήταν πως οι ιδιωτικές τράπεζες μπορούσαν να ρίχνουν τα επιτόκια των δανείων τους, «διευκολύνοντας» καινούργια στεγαστικά δάνεια. Από αυτή την άποψη οι δύο οργανισμοί παρέμεναν ένα αόρατο αλλά βασικό εργαλείο του κεντρικού σχεδιασμού των Η.Π.Α. Οι Fannie Mae και Freddie Mac έπρεπε να βρουν χρήματα για να συνεχίσουν να αγοράζουν δάνεια στην δευτερογενή αγορά. Αυτό έγινε πουλώντας μετοχές και ομόλογα. Επίσης με τα (στεγαστικά) δάνεια που αγόραζαν άρχισαν να φτιάχνουν σύνθετα χρηματιστηριακά προϊόντα (**mortgage backed securities**) τα οποία πουλούσαν στην τριτογενή αγορά. Κύριοι αγοραστές τέτοιων προϊόντων ήταν οι κεντρικές τράπεζες άλλων κρατών, οι οποίες είχαν εμπορικό πλεόνασμα έναντι των Η.Π.Α..

Ενώ η κρίση είχε κάνει την εμφάνισή της οι δυο εταιρίες εξακολουθούσαν να εκμεταλλεύονται την έλλειψη ορισμένων κανόνων. Διατηρούσαν στο ενεργητικό τους την αξία των υποθηκευμένων ακινήτων στις υψηλές παλιές τιμές τους και όχι στις τρέχουσες. Επίσης ενώ παραδοσιακά ένα δάνειο θεωρούταν επισφαλές αν καθυστερούσε η δόση τρείς μήνες το όριο είχε ανέλθει στα δυο χρόνια.

Η αξία του συνόλου των στεγαστικών δανείων που οι δυο εταιρίες είχαν στην κατοχή τους ήταν 5,3 τρις. δολάρια. Το 25% των μετόχων τους ήταν ξένες χώρες και διεθνείς επενδυτές. Επίσης ξένες χώρες και διεθνείς επενδυτές κατείχαν το 52,7% του αμερικάνικου χρέους. Μια μέρα μετά την απόφαση κρατικοποίησης του χρέους των δυο κολοσσών περίπου 200 δις. δολάρια η αμερικάνικη οικονομία υποβιβάστηκε. Αναμενόμενο αφού το 2007 η Αμερική είχε κλείσει με έλλειμα 161 δις. δολαρίων ενώ το 2008 αναμενόταν να κλείσει στα 407 δις. δολάρια χωρίς να υπολογίζεται η «ένεση» 200 δις. δολαρίων στις δυο εταιρίες.

Η επίδραση των απρόβλεπτων συνθηκών στην οικονομία των Η.Π.Α φαίνονται στο γράφημα 11 όπου αντιπαρατίθεται ο προϋπολογισμός για το έλλειμα με το καθαρό λειτουργικό κόστος.

Γράφημα 11. Η.Π.Α.: Έλλειμα προϋπολογισμού και Καθαρό λειτουργικό κόστος



Πηγές: 2008 & 2012 Financial Report of the United States Government

Η πρωτοφανής αστάθεια στις αγορές ενυπόθηκων δανείων και στις χρηματοπιστωτικές αγορές το 2008 οδήγησαν τις Η.Π.Α. στην ψήφιση των **Housing and Economic Recovery Act (HERA)** και του **Emergency Economic Stabilization Act of 2008 (EESA)** σε μια προσπάθεια σταθεροποίησης του χρηματοπιστωτικού τομέα και προστασίας της οικονομίας. Πολύ μεγάλα πακέτα ενίσχυσης χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων οδήγησαν σε αυξήσεις στα ελλείματα και στο καθαρό λειτουργικό κόστος.

Ένα μεγάλο μέρος της διαφοράς που εμφανίζεται στο 2012 οφείλεται στο γεγονός ότι οι προβλεπόμενες υποχρεώσεις των Fannie Mae και Freddie Mac μειώθηκαν, αφού έχουν ήδη αρχίσει να επιστρέφουν χρήματα από την οικονομική ενίσχυση που έλαβαν.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΤΟΥ 2008 ΣΤΙΣ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ

Παρά το γεγονός ότι η κρίση είχε πολύ μικρότερη επίδραση στις ασφαλιστικές από τις τράπεζες, ορισμένες ασφαλιστικές αντιμετώπισαν σοβαρά προβλήματα. Από τα μέσα του 2009 μόνο τρεις ασφαλιστικές χρειαστήκαν οικονομική στήριξη μέσω του προγράμματος Troubled Asset Relief Program από την κυβέρνηση στις Η.Π.Α.. Ενώ ο αντίστοιχος αριθμός των τραπεζών ανερχόταν στις 592. Η σοβαρότητα των ζημιών των ασφαλιστών εξαρτάται από το επιχειρηματικό τους μοντέλο. Το 90% της κρατικής οικονομικής βοήθειας προς τους ασφαλιστές στις Η.Π.Α. δόθηκε σε επιχειρήσεις με έντονη την τραπεζική δραστηριότητα.

Η τρέχουσα οικονομική κρίση μπορεί να είναι κατά κύριο λόγο μια τραπεζική κρίση, και η φερεγγυότητα του ασφαλιστικού τομέα στο σύνολό του δεν φαίνεται να είναι απειλείται. Όμως, οι ασφαλιστικές εταιρίες έχουν επηρεαστεί κυρίως αρνητικά. Για πολλούς ασφαλιστές η άμεση έκθεση στο επίκεντρο της κρίσης, η αγορά ενυπόθηκων δανείων των Η.Π.Α. ήταν περιορισμένη. Όμως, η οικονομική κρίση έχει ένα όλο και πιο ορατό αντίκτυπο στον ασφαλιστικό τομέα, κυρίως μέσω των επενδυτικών χαρτοφυλακίων τους, καθώς οι οικονομικές αποτιμήσεις της αγοράς και τις προοπτικές για την πραγματική δραστηριότητα επιδεινώθηκαν σημαντικά.

Οι ασφαλιστικές εταιρίες είναι μεγάλοι επενδυτές και (ιδίως του τομέα ζωής) έχουν συνήθως πιο μακροπρόθεσμους ορίζοντες επενδύσεων από ό,τι άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, όπως οι τράπεζες. Έχουν έτσι τη δυνατότητα να κατέχουν ένα σχετικά μεγάλο μέρος των επενδύσεών τους σε ωριμότητα, η οποία βοηθά το σύστημα να αντέξει βραχυπρόθεσμες κρίσεις.

Είτε για λόγους ρευστότητας είτε επειδή οι κανονιστικές ρυθμίσεις το επέβαλλαν λοιπά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα εκτός ασφαλιστικών, ήταν αναγκασμένα να πουλήσουν σε μια πτωτική αγορά.

Ένα πλήθος ασφαλιστικών εταιριών που παραδοσιακά συνδέονται με επενδυτικές τράπεζες πήραν τον κατήφορο. Οι αποτιμήσεις και οι αξιολογήσεις (**credit ratings**) των τραπεζών είχαν ένα σοβαρό αντίκτυπο και στις εταιρίες αυτές.

Η συμμετοχή των ασφαλιστικών εταιριών ως αντισυμβαλλόμενοι με τις επενδυτικές και τις εμπορικές τράπεζες σε credit default swaps επέτρεψε την αντιστάθμιση των πιστωτικών κινδύνων των τραπεζών επιτρέποντας έτσι να συνεχίσουν την επέκταση των δραστηριοτήτων τιτλοποίησης των subprime δανείων.

Οι ασφαλιστές οι ίδιοι δεν ήταν συχνά αντισυμβαλλόμενοι σε αυτού του είδους cds. Οι ρυθμιστικές αρχές επιτρέπουν έως ένα όριο την συμμετοχή των ασφαλιστών σε cds.

Η κρίση απέδειξε, ωστόσο, ότι, παρά τους περιορισμούς αυτούς, ορισμένοι τύποι των ασφαλιστικών εταιριών είχαν πραγματικά σημαντική έκθεση σε παράγωγα πιστωτικού κινδύνου.

Στο παρελθόν διάφορα είδη οικονομικών δραστηριοτήτων που στεγάζονταν από την ίδια εταιρία σχετιζόντουσαν με το επιχείρημα ότι η διαφοροποιημένη ροή εσόδων προσέφερε ένα buffer κινδύνου. Όμως εμπειρικά στοιχεία δείχνουν ότι σε καταστάσεις κρίσης, τα περιουσιακά στοιχεία σχετίζονται περισσότερο από ό, τι σε κανονικές περιόδους και πολύ περισσότερο από ό, τι ανέμεναν διάφορα μοντέλα διαχείρισης κινδύνου

Κατά συνέπεια, η επάρκεια του buffer για την εταιρία ως σύνολο κρίνεται ανεπαρκής.

Ένα παράδειγμα είναι η American International Group (AIG), η οποία θεωρήθηκε ως ο μεγαλύτερος ασφαλιστικός όμιλος στον κόσμο. Μια περίπλοκη οικονομική ομάδα, που αποτελείται από περίπου 70 εταιρίες συμμετοχών με παγκόσμια δράση - με έδρα τις Η.Π.Α. και από άλλα 170 χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Η πολυπλοκότητα των διασυνδέσεων εντάθηκε κυρίως μέσω της σύναψης cds. Ο βαθμός ήταν τόσο μεγάλος που καθιστούσε την εταιρία συστημικά σημαντική.

Η αδιαφάνεια της δομής του ομίλου φαίνεται ότι παρεμπόδιζε τη δυνατότητα των εποπτικών αρχών και τα ενδιαφερόμενα μέρη να κατανοήσουν σωστά τους κινδύνους που αντιμετώπιζε ο όμιλος.

Το παράδειγμα της AIG έχει αποδείξει ότι συγκεκριμένα προβλήματα θα μπορούσαν να προκύψουν σε πολύπλοκους χρηματοπιστωτικούς ομίλους. Διάφορα μέρη του Ομίλου επιδιώκουν διαφορετικές δραστηριότητες και δημιουργούν διαφορετικά προφίλ κινδύνου. Η χρησιμοποίηση της ίδιας κεφαλαιακής βάσης εγείρει το κίνητρο της χρήσης κεφαλαίων που αποκτήθηκαν από λιγότερο επικίνδυνα μέλη του ομίλου.

5.1 Ασφαλιστές με περιορισμένες τραπεζικές δραστηριότητες

Οι ασφαλιστές με περιορισμένες τραπεζικές δραστηριότητες είχαν περιορισμένες απώλειες. Η αναταραχή στη διατραπεζική αγορά δεν τους επηρέασε και συνέχισαν την ομαλή τους λειτουργία. Εν τούτοις οι ασφαλιστές συνδέονται αρνητικά με δραστηριότητες του τραπεζικού τομέα μέσω

- της mark-to-market αποτίμησης η οποία μειώνει την αξία των ενυπόθηκων τίτλων, μετοχών και ομολόγων τα οποία κατέχουν οι ασφαλιστές
- της μειωμένης ρευστότητας ορισμένων τίτλων
- της αυξημένης μεταβλητότητας στις χρηματαγορές
- της έκθεσης σε τράπεζες όπως η Lehman
- της κρίσης ρευστότητας στις τραπεζικές εργασίες των ασφαλιστικών εταιριών
- της γενικής επιβράδυνσης της οικονομίας

Ο κλάδος ζωής είχε μεγαλύτερες ζημιές σε σχέση με τον κλάδο ζημιών επειδή είχε σχετικά μεγαλύτερη έκθεση σε χρηματοοικονομικά παράγωγα. Όμως η έκθεσή τους ήταν μικρή σε σχέση με τις τράπεζες ως αποτέλεσμα αυστηρών πολιτικών underwriting.

Η έκθεση των ασφαλιστών σε μια οικονομική κρίση οφείλεται στο γεγονός ότι αποτελούν κύριους επενδυτές στις κεφαλαιαγορές. Τα επενδυτικά τους χαρτοφυλάκια περιλαμβάνουν διάφορα χρεόγραφα μεταξύ άλλων και μετοχές σε υπηρεσίες χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, οι οποίες σε περιόδους κρίσης είναι κάτω από έντονη πίεση. Επίσης τα χαρτοφυλάκιά τους περιλαμβάνουν και ανοίγματα σε subprime στεγαστικά δάνεια. Η

αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων μειώνεται, ενώ ταυτόχρονα οι προβλέψεις για την πραγματική οικονομία επιδεινώνονται.

Λογιστικά όταν χρησιμοποιείται η μέθοδος «**mark to market**» για την αποτίμηση των κινητών αξιών, τότε οι απώλειες εμφανίζονται πιο γρήγορα. Σε αντίθεση με την μέθοδο της ιστορικής κοστολόγησης η οποία είναι μεν πιο σταθερή αλλά από την άλλη δεν αντιπροσωπεύει τις τρέχουσες αξίες της αγοράς.

Οι ασφαλιστικές εταιρίες τείνουν να έχουν ευρέως διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια και να επικεντρώνονται σε επενδύσεις υψηλής ποιότητας. Συνεπώς ήταν σχετικά εύκολο να προστατευτούν αρχικά κατά τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής αναταραχής όπου οι μειώσεις σε αξίες ενεργητικού ήταν συγκεντρωμένες σε επενδύσεις χαμηλότερης ποιότητας και υψηλότερου ρίσκου. Οι εταιρίες που κατείχαν αυτού του είδους επενδύσεις εκτίθενται όλο και περισσότερο καθώς η αναταραχή εξελίσσεται σε κρίση. Οι αναμενόμενες ζημιές σε χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία εξαπλώθηκαν πέρα από τον τομέα των subprime στεγαστικών δανείων.

Σε ορισμένες περιπτώσεις υπάρχει underwriting έκθεση, όπως στην περίπτωση κάλυψης της εγγύησης στεγαστικών δανείων για τους δανειστές, την κάλυψη χρηματοοικονομικών παραγώγων και κάλυψη αστικής ευθύνης για διευθυντές και στελέχη για λάθη και παραλείψεις που συνδέονται με τα προβλήματα στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Ωστόσο οι εκτιμήσεις για τις αναμενόμενες ζημιές από τον τελευταίο παράγοντα δείχνουν να είναι περιορισμένες. Επίσης μεγάλη έκθεση υπήρξε σε οργανισμούς με κύρια δραστηριότητα την ασφαλιστική, οι οποίοι υπήρξαν πωλητές χρηματοοικονομικών παραγώγων όπως τα cds.

Η μείωση της πραγματικής δραστηριότητας και του πλούτου των νοικοκυριών έχει ως αποτέλεσμα την μείωση στη ζήτηση για ορισμένα προϊόντα από τη μια, ενώ αυξάνεται ο κίνδυνος ασφαλιστικής απάτης από την άλλη.

Ένας θετικός παράγοντας είναι ότι η απώλεια της εμπιστοσύνης και η αυξημένη ζήτηση για ασφάλεια που συνδέονται με την οικονομική κρίση τείνει αυξάνει τη ζήτηση για πολλά προϊόντα ασφάλισης. Η ζήτηση για συγκεκριμένα είδη χρηματοπιστωτικών προϊόντων αυξάνεται. Οι ασφαλιστικές που είναι σε θέση να τα προσφέρουν επωφελούνται. Επίσης δεδομένου ότι η εισροή κεφαλαίων στην αγορά θα είναι αργή, οι εταιρίες που βρίσκονται ήδη στον τομέα θα επωφεληθούν περισσότερο.

5.2 Επενδυτικά χαρτοφυλάκια των ασφαλιστών

Η σύνθεση του ενεργητικού του χαρτοφυλακίου επενδύσεων των ασφαλιστικών εταιριών μεταβάλλεται συναρτήσει του χρόνου και βασίζεται σε διαφορετικές επιρροές, συμπεριλαμβανομένων των μακροοικονομικών και ειδικών παραμέτρων του τομέα. Η γενική κατάσταση της παγκόσμιας οικονομίας, οι τάσεις της αγοράς και πολιτικά γεγονότα επίσης ενδέχεται να επηρεάσουν τις αποφάσεις διαχείρισης επενδύσεων. Παρόμοια με άλλες βιομηχανίες, η προσαρμογή για την διάθεση ανάληψης κινδύνου τείνει επίσης να οδηγήσει σε αναπροσαρμογή των επενδυτικών στρατηγικών και φιλοσοφίες. Σε μια ισχυρή οικονομία, η διάθεση ανάληψης κινδύνου τείνει να αυξηθεί και το αντίστροφο ισχύει κατά τη διάρκεια κακών οικονομικών συνθηκών.

Το **National Association of Insurance Commissioners (NAIC)** μελέτησε τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου του ασφαλιστικού κλάδου πέντε γενικών κατηγοριών ασφαλιστικών εταιριών με έτη αποτίμησης τα 2005, 2008 και 2010

- Ζωής
- Περιουσίας/Ατυχημάτων
- Ομαδικών ασφαλίσεων (fraternal insurance)
- Υγείας
- Τίτλων (title insurance)

Ανάλογα με τον τύπο του ασφαλιστή, η σύνθεση του χαρτοφυλακίου μπορεί να διαφέρει κυρίως για λόγους αντιστοίχισης του παθητικού με το ενεργητικό, λαμβάνοντας υπόψη τη σχετική διάρκεια και τον κίνδυνο ρευστότητας. Οι ασφαλιστές του κλάδου ζωής για παράδειγμα, έχουν πιο μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις από τον κλάδο περιουσίας/ατυχημάτων. Συνεπώς οι πρώτοι επενδύουν σε πιο μακροπρόθεσμα περιουσιακά στοιχεία, όπως ομόλογα 30ετούς διάρκειας.

Σταθερά στο καθένα από τα έτη αποτίμησης τα ομόλογα αντιπροσώπευαν το μεγαλύτερο μέρος των επενδύσεων του ασφαλιστικού κλάδου (68% έως 71% του ενεργητικού). Και ανάμεσα στις επενδύσεις ομολόγων το 43% έως 48% αφορούσε εταιρικά ομόλογα.

5.2.1 Αποτίμηση χαρτοφυλακίου ασφαλιστών στις Η.Π.Α τα έτη 2005, 2008, 2010

Πριν την κρίση τη μερίδα του λέοντος καταλαμβάνουν τα ομόλογα με 71,06% (εκ των οποίων το 43,96% αποτελούσε εταιρικά) ενώ ακολουθούν οι κοινές μετοχές με 10,48%. Η έκθεση σε **RMBS** ήταν της τάξης του 9,89% ενώ η συνολική έκθεση σε σύνθετα χρηματοοικονομικά προϊόντα ανερχόταν στο 26,73%.

Το 2008 το μερίδιο των ομολόγων έχει μειωθεί κατά πέντε ποσοστιαίες μονάδες με τις αναλογίες στον τύπο των ομολογιών να μην αλλάζουν δραματικά. Ενώ το ενεργητικό είναι αυξημένο σε ονομαστικές τιμές κατά 296 δις. δολάρια με τις ονομαστικές τιμές των ακινήτων να σημειώνουν πτώση 9,7% για το 2008.

Το 2010 εμφανίζεται μια ποιοτικότερη εικόνα με τα MBS να αποτελούν το 23,11% σε σύγκριση με το 2008 όπου τα MBS αποτελούσαν το 27,66%. Επιπλέον το 9,87% στηρίζεται από τις Fannie Mae/Freddie Mac.

Το συμπέρασμα που προκύπτει από τα παραπάνω στοιχεία είναι ότι η διάρθρωση του ενεργητικού δεν υπέστη σημαντικές αλλαγές. Από την άλλη όμως από το 2005 - πριν από την κρίση, στην διάρκεια της κρίσης το 2008, έως και το 2010 - έξι μήνες πριν την ανάκαμψη της αμερικάνικης οικονομίας παρατηρούμε ότι βελτιώθηκε η ποιότητα των MBS.

Επίσης είναι σημαντικό να αναφερθεί το γεγονός πως μόνο ο κλάδος τιτλοποίησης είχε μειωμένο ενεργητικό κατά 1,28 δις δολάρια το 2008 σε σχέση με το 2005 και μόλις 92 εκατομμύρια δολάρια το 2010 σε σχέση με το 2008. Τα συνολικά στοιχεία είναι ενθαρρυντικά αφού **το ενεργητικό των ασφαλιστών το 2005 ανερχόταν στα 4,33 τρις δολάρια ενώ το 2008 είχε σημειωθεί αύξηση 6,83% ενώ δυο χρόνια μετά ακολουθούσε αύξηση κατά 8,62%**

Πίνακες 5 και 6: Έτος αποτίμησης 2005 – Ενεργητικό ασφαλιστικών – Τύποι ομολόγων (Η.Π.Α.).

Έτος αποτίμησης 2005: Μείγμα Ενεργητικού Ασφαλιστικού Κλάδου (\$)							
Στοιχείο Ενεργητικού	Life	Property & Casualty	Fraternal	Health	Title	Total	% of Total
Bonds	2.146.216.625.945	806.825.971.337	63.171.229.496	54.715.028.942	4.749.528.106	3.075.678.383.826	71,06%
Preferred stock	25.652.464.305	11.587.370.569	623.309.084	378.663.839	45.943.936	38.287.751.733	0,88%
Common stock	125.524.716.845	302.786.341.731	3.017.417.388	20.422.653.216	1.889.731.079	453.640.860.259	10,48%
Mortgages, First Liens	276.478.842.859	3.395.099.350	8.949.521.770	32.782.586	46.809.449	288.903.056.014	6,67%
Real Estate	19.112.492.298	9.569.011.727	363.992.084	3.555.655.829	175.657.602	32.776.809.540	0,76%
Cash & Short-term Investments	62.049.650.760	93.961.487.928	3.685.054.002	17.791.720.931	1.776.446.822	179.264.360.443	4,14%
Contract loans	106.440.746.159	-	2.495.652.824	-	-	108.936.398.983	2,52%
BA & Other	77.575.026.269	44.746.071.016	385.127.843	2.517.585.374	185.535.155	125.409.345.657	2,90%
Other receivables	15.494.530.206	9.508.295.012	40.200.665	346.201.839	3.303.257	25.392.530.979	0,59%
Σύνολο	2.854.545.095.646	1.282.379.648.670	82.731.505.156	99.760.292.556	8.872.955.406	4.328.289.497.434	100,00%
Έτος αποτίμησης 2005: Κατανομή Ομολόγων (\$)							
Τύπος Ομολόγου	Life	Property & Casualty	Fraternal	Health	Title	Total	% of Total
Corporate	1.135.168.494.574	168.516.246.453	32.973.654.498	14.239.141.050	1.320.658.124	1.352.218.194.699	43,96%
Municipal	57.070.984.874	327.371.884.711	2.124.512.267	10.828.480.170	1.960.321.597	399.356.183.619	12,98%
USA Government/GSE	128.604.303.064	119.294.900.412	4.287.511.994	14.051.900.540	1.026.813.223	267.265.429.233	8,69%
Foreign Government	46.521.840.887	11.996.263.369	301.387.532	214.635.756	55.160.777	59.089.288.321	1,92%
ABS	207.474.592.133	72.220.335.431	4.563.549.677	9.960.181.656	177.046.132	294.395.705.029	9,57%
RMBS	239.775.308.255	53.058.864.014	8.524.156.553	2.928.390.266	16.263.810	304.302.982.898	9,89%
CMBS	180.434.984.382	36.453.856.202	4.802.758.803	1.828.343.169	109.940.451	223.629.883.007	7,27%
Credit Tenant Leases (CTL)	7.574.870.139	684.125.078	82.717.170	2.407.797	1.548.912	8.345.669.096	0,27%
N/A	143.800.007.264	17.400.881.974	5.511.203.665	675.121.589	82.812.358	167.470.026.850	5,44%
Σύνολο	2.146.425.385.572	806.997.357.644	63.171.452.159	54.728.601.993	4.750.565.384	3.076.073.362.752	100,00%

Πηγή: <http://www.naic.org>

Πίνακες 7 και 8: Έτος αποτίμησης 2008 – Ενεργητικό ασφαλιστικών – Τύποι ομολόγων (Η.Π.Α.).

Έτος αποτίμησης 2008: Μείγμα Ενεργητικού Ασφαλιστικού Κλάδου (\$)							
Στοιχείο Ενεργητικού	Life	Property & Casualty	Fraternal	Health	Title	Total	% of Total
Bonds	2.144.018.361.581	855.037.185.818	64.412.824.089	58.088.791.766	4.145.896.083	3.125.703.059.337	67,60%
Preferred stock	63.620.325.368	21.679.598.407	1.034.690.429	529.893.472	79.750.524	86.944.258.200	1,88%
Common stock	104.617.561.495	298.714.782.494	2.302.157.456	19.923.715.853	1.609.752.910	427.167.970.208	9,24%
Mortgages, First Liens	327.353.927.097	4.656.807.433	9.997.066.004	50.474.182	54.412.048	342.112.686.764	7,40%
Real Estate	19.968.992.861	9.324.915.734	300.567.546	3.859.644.937	188.528.826	33.642.649.904	0,73%
Cash & Short-term Investments	146.308.472.488	101.047.811.692	3.306.977.033	19.593.457.322	1.058.759.028	271.315.477.563	5,87%
Contract loans	119.097.421.806	-	2.633.708.656	17.266	-	121.731.147.728	2,63%
BA & Other	102.337.424.955	61.034.224.794	1.482.051.640	3.052.325.070	446.441.386	168.352.467.845	3,64%
Other receivables	39.043.151.855	7.834.148.163	39.680.720	157.824.802	4.316.777	47.079.122.317	1,02%
Σύνολο	3.066.365.639.506	1.359.329.474.535	85.509.723.573	105.256.144.670	7.587.857.582	4.624.048.839.866	100,00%
Έτος αποτίμησης 2008: Κατανομή Ομολόγων (\$)							
Τύπος Ομολόγου	Life	Property & Casualty	Fraternal	Health	Title	Total	% of Total
Corporate	1.121.288.974.685	175.404.210.811	33.267.548.464	17.292.562.513	1.211.934.179	1.348.465.230.652	42,80%
Municipal	61.106.099.128	389.804.822.228	1.676.833.020	13.314.396.904	1.310.432.777	467.212.584.057	14,83%
USA Government/GSE	116.877.825.774	90.444.518.110	3.676.767.936	12.790.803.043	694.542.831	224.484.457.694	7,13%
Foreign Government	42.338.698.072	10.415.140.992	159.625.916	327.323.819	120.721.627	53.361.510.426	1,69%
ABS	183.781.340.202	72.323.061.317	4.366.884.846	13.628.343.504	522.552.232	274.622.182.101	8,72%
RMBS	249.568.387.756	65.662.421.662	9.041.498.804	3.885.166.983	71.246.743	328.228.721.948	10,42%
CMBS	215.461.780.353	44.635.064.848	5.311.581.505	3.129.815.377	120.653.380	268.658.895.463	8,53%
Credit Tenant Leases (CTL)	6.275.731.261	499.063.127	52.726.559	3.298.838	-	6.830.819.785	0,22%
N/A	154.632.451.760	16.293.341.348	6.859.357.039	874.518.449	93.811.451	178.753.480.047	5,67%
Σύνολο	2.151.331.288.991	865.481.644.443	64.412.824.089	65.246.229.430	4.145.895.220	3.150.617.882.173	100,00%

Πηγή: <http://www.naic.org>

Πίνακες 9 και 10: Έτος αποτίμησης 2010 – Ενεργητικό ασφαλιστικών – Τύποι ομολόγων (Η.Π.Α.).

Έτος αποτίμησης 2010: Μείγμα Ενεργητικού Ασφαλιστικού Κλάδου (\$)							
Στοιχείο Ενεργητικού	Life	Property & Casualty	Fraternal	Health	Title	Total	% of Total
Bonds	2.423.903.579.958	918.153.898.377	76.749.393.877	77.543.829.942	4.753.400.511	3.501.104.102.665	69,70%
Preferred stock	9.165.214.585	17.799.726.998	380.641.460	316.696.871	54.398.096	27.716.678.010	0,55%
Common stock	139.075.023.012	347.369.005.767	2.979.302.866	26.762.140.170	1.334.040.174	517.519.511.989	10,30%
Mortgages, First Liens	307.137.429.713	4.424.180.904	10.099.995.850	50.853.325	52.996.813	321.765.456.605	6,41%
Real Estate	19.685.949.037	10.275.036.565	339.645.313	5.504.953.174	159.125.886	35.964.709.975	0,72%
Cash & Short-term Investments	95.052.463.439	91.631.099.801	2.398.130.588	23.818.445.103	695.216.484	213.595.355.415	4,25%
Contract loans	123.452.145.615	-	2.812.297.478	690.295	-	126.265.133.388	2,51%
BA & Other	112.624.172.579	107.887.994.794	2.188.668.473	4.870.116.502	436.092.495	228.007.044.843	4,54%
Other receivables	2.316.601.155	7.850.114.386	255.644.473	137.801.809	987.099	10.561.148.922	0,21%
Derivatives	21.542.774.190	643.392.944	18.247.983	15.432.714	-	22.219.847.831	0,44%
Securities Lending (reinvested collateral)	10.583.484.041	5.518.408.694	368.289.193	1.582.841.839	8.932.254	18.061.956.021	0,36%
Σύνολο	3.264.538.837.324	1.511.552.859.230	98.590.257.554	140.603.801.744	7.495.189.812	5.022.780.945.664	100,00%
Έτος αποτίμησης 2010: Κατανομή Ομολόγων (\$)							
Τύπος Ομολόγου	Life	Property & Casualty	Fraternal	Health	Title	Total	% of Total
Corporate	1.387.051.511.709	247.283.647.418	44.351.350.472	26.085.865.484	2.074.747.344	1.706.847.122.427	48,70%
Municipal	116.530.716.452	355.056.519.007	4.663.069.829	14.432.978.512	1.604.943.869	492.288.227.669	14,04%
USA Government/GSE	180.892.513.502	124.858.444.879	3.666.113.009	18.265.545.115	516.567.755	328.199.184.260	9,36%
Foreign Government	73.974.559.695	23.333.385.767	1.046.457.638	566.163.305	253.519.328	99.174.085.733	2,83%
RMBS	114.118.514.815	15.988.804.230	3.175.025.843	879.566.754	2.618.125	134.164.529.767	3,83%
CMBS	149.489.836.208	25.886.520.275	2.742.783.250	2.278.667.434	17.088.118	180.414.895.285	5,15%
agency-backed RMBS	225.729.448.323	90.935.060.435	12.084.784.275	12.493.718.624	239.319.555	341.482.331.212	9,74%
agency-backed CMBS	2.233.002.374	1.436.260.032	580.369.448	114.223.354	-	4.363.855.208	0,12%
ABS	119.006.556.120	25.375.148.063	3.164.018.023	2.012.997.128	32.044.506	149.590.763.840	4,27%
Credit Tenant Leases (CTL)	4.855.661.108	513.981.071	127.508.546	20.620.633	-	5.517.771.358	0,16%
Hybrid Securities	32.540.548.207	3.323.475.044	396.964.776	206.237.559	-	36.467.225.586	1,04%
Money Market Mutual Funds	537.898.347	64.938.371	22.447.070	87.311.793	-	712.595.581	0,02%
Other short term	20.501.742.523	4.342.627.122	728.336.563	275.213.911	14.698.711	25.862.618.830	0,74%
Σύνολο	2.427.462.509.383	918.398.811.714	76.749.228.742	77.719.109.606	4.755.547.311	3.505.085.206.756	100,00%

Πηγή: <http://www.naic.org>

5.3 Επισκόπηση της κρίσης ανά τομέα ασφάλισης

5.3.1 Ασφαλιστές ενυπόθηκων δανείων (Η.Π.Α.)

Υπήρξαν στο κέντρο της κρίσης και η υγεία τους αντικατοπτρίζεται από την αγορά ακινήτων. Βασική δραστηριότητα των ασφαλιστών αυτών είναι η κάλυψη εγγυήσεων σε άλλους χρηματοπιστωτικούς τομείς, είτε μεμονωμένων δανειστών είτε χαρτοφυλακίου στεγαστικών δανείων, ότι θα διατηρήσουν την αξία τους. Ο κίνδυνος για αυτή την ασφάλιση είναι πολύ υψηλός. Οι εταιρίες αυτές θα πρέπει να κινούνται πιο συντηρητικά στο μέλλον ενώ η σταθεροποίηση αυτού του τομέα εμφανίζει τα πρώτα σημάδια παράλληλα με την σταθεροποίηση στην αγορά κατοικιών. Αναφορικά με τα αποτελέσματα στην αγορά ακινήτων του πρώτου τετράμηνου το 2013, ο S & P / Case-Shiller (εποχικά προσαρμοσμένος εθνικός δείκτη τιμών κατοικιών στις Η.Π.Α.) αυξήθηκε κατά 10,17% (8,31% σε πραγματικούς όρους), το μεγαλύτερο από έτος σε έτος αύξηση από το 1ο τρίμηνο του 2006, σύμφωνα με την Standard & Poors.²⁴

5.3.2 Ασφαλίσεις ζωής

Οι εταιρίες που ασχολούνται με τον τομέα των ασφαλίσεων ζωής βρέθηκαν κι αυτές υπό την πίεση που ασκούσε η αγορά (αποτίμηση ενεργητικού/παθητικού). Παρόλο που αυτού του είδους εταιρίες έχουν την τάση να συμμετέχουν σε μικρό βαθμό σε χαμηλής ποιότητας στεγαστικά δάνεια (RMBS) και σε σύνθετα χρηματοπιστωτικά μέσα όπως τα CDOs, αποτελούν σημαντικούς επενδυτές σε πολλές αγορές κινητών αξιών συμπεριλαμβανομένων μετοχών και εταιρικών ομολόγων. Αποτιμήσεις των οποίων ήταν πτωτικές ταυτόχρονα. Από την πλευρά του παθητικού, η μείωση των επιτοκίων των κρατικών ομολόγων συνεπάγεται αύξηση της αναλογιστικής υποχρέωσης.

Επιπλέον πολλές από τις εταιρίες αυτές έχουν να εκπληρώσουν συμβόλαια τα οποία παρέχουν ελάχιστη εγγυημένο εισόδημα ενώ από την άλλη έχουν να καλύψουν άλλες εγγυήσεις στην περίπτωση που η αποτίμηση για τα κρατικά ομόλογα είναι χαμηλή. Η αύξηση των επιτοκίων των εταιρικών ομολόγων αντισταθμίζει την κατάσταση (υψηλότερες ονομαστικές αποδόσεις) με κόστος τον αυξημένο πιστωτικό κίνδυνο.

Το θετικό στον τομέα των ασφαλίσεων είναι ότι δεν χρησιμοποιούν σε μεγάλο βαθμό την τεχνική της μόχλευσης (leverage) ενώ οι υποχρεώσεις τους είναι μακροπρόθεσμες. Συνεπώς ο κίνδυνος ρευστότητας είναι πολύ μικρός.

Ένας άλλος κίνδυνος που αντιμετωπίζουν οι ασφαλιστές είναι από την πλευρά των ασφαλισμένων να θεωρηθεί πως η εταιρία δεν θα μπορέσει να ανταπεξέλθει στην οικονομική πίεση και συνεπώς προχωρούν σε «σπάσιμο» συμβολαίων ακόμη και με τέλη τερματισμού και επενδυτικές απώλειες.

Οι αρνητικές αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας και στο βαθμό που οι ασφαλιστές είναι αντισυμβαλλόμενοι σε οποιοδήποτε παράγωγο οδηγούν σε αύξηση των κεφαλαιακών απαιτήσεων και συνεπώς στη μείωση της ρευστότητας.

Οι χρηματιστηριακές αξίες των ασφαλιστικών εταιριών σε Η.Π.Α και σε Ε.Ε. έχουν μειωθεί σημαντικά από τα μέσα του 2007. Παραδόξως στον τομέα ζωής περισσότερο από ότι σε άλλους τομείς. Όμως ο τομέας της ζωής έχει ήδη αρχίσει να ανακάμπτει.

²⁴ <http://www.globalpropertyguide.com/North-America/United-States/Price-History>

5.3.3 Ασφαλίσεις κάλυψης χρηματοοικονομικών εγγυήσεων/Monoliners

Το γκρουπ των monoliners (FSA, AMBAC, MBIA κ.α.) ήταν μεταξύ των θυμάτων και αναμφισβήτητα μεταξύ των αιτιών της κρίσης. Όμως το επιχειρηματικό τους μοντέλο είναι σαφώς διαφορετικό από αυτό των παραδοσιακών ασφαλιστών με αποκλειστική συγκέντρωση στις χρηματοοικονομικές εγγυήσεις. Επίσης έχει υποστηριχθεί ότι έπαιξαν ρόλο στην ενίσχυση της κρίσης.

Αποκλειστικό αντικείμενο των monoliners είναι η ανάληψη πιστωτικού κινδύνου μειώνοντας το κόστος δανεισμού. Η σύνδεση με CDO και MBS συνεπάγεται τη δυνατότητα μετάδοσης απωλειών όταν ο εγγυητής υποβαθμίζεται. Αυτό οδηγεί σε μια υποτίμηση των αξιών και σε mark-to-market απώλειες για όποιον κατέχει τους τίτλους.

Οι ασφαλιστές αυτού του τύπου έχουν υποστεί μεγάλες πιέσεις από τις αγορές και τις εταιρίες αξιολόγησης καθώς οι απώλειες τους από τα παράγωγα που συνδέονταν με τα στεγαστικά δάνεια είχαν άμεσο αντίκτυπο στην οικονομική κατάσταση της εταιρίας.

Οι μεγάλοι ασφαλιστές έχουν χάσει την πιστοληπτική ικανότητα AAA. Ο βαθμός της πιστοληπτικής τους ικανότητας ήταν το κλειδί της επιτυχίας τους. Αφού το επιχειρηματικό τους μοντέλο βασίζεται στην ικανότητα να δανείζονται με χαμηλά επιτόκια και να δανείζουν σε χαμηλότερης βαθμολογίας εκδότες χρέους.

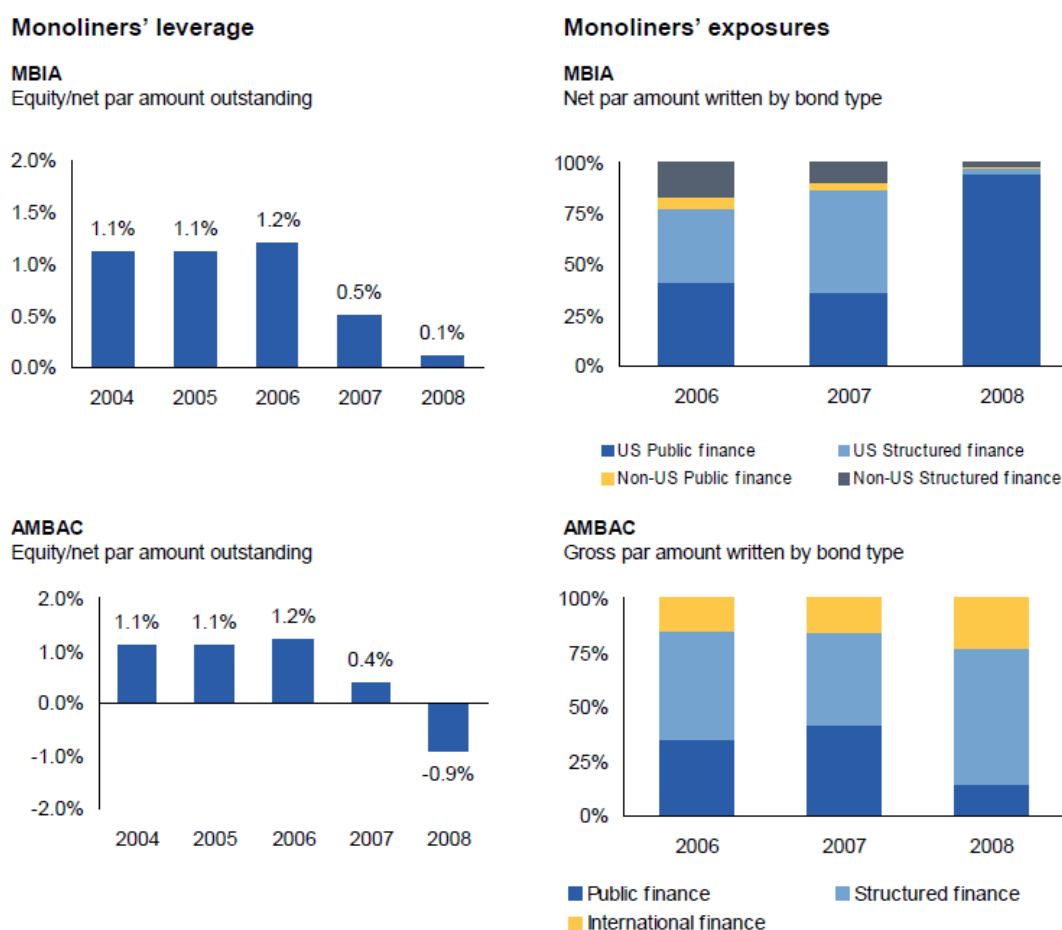
Οι ασφαλιστές αυτού του τύπου τείνουν να είναι γενικά ιδρύματα υψηλής μόχλευσης. Συνεπώς σε περιόδους μειωμένης ρευστότητας, όπου δηλαδή απαιτείται απομόχλευση, τείνουν να επιδεινώνουν το συστημικό κίνδυνο. Οι δυσκολίες που αντιμετωπίζουν οι οντότητες αυτές ενισχύουν τις καθοδικές πιέσεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές.

Η πτώση βαθμίδας της πιστοληπτικής ικανότητας οδηγεί σε πτώση των μετοχών και σε αύξηση των ασφαλιστρών αθέτησης. Οι επιπτώσεις σε αυτά τα ιδρύματα έχουν άμεση επίπτωση στα παράγωγα, στα ομόλογα και στις άλλες τράπεζες που στηρίζονται σε αυτά για την κάλυψη εγγυήσεων.

Εξελίξεις στο χρηματοπιστωτικό τομέα των ασφαλίσεων εγγυήσεων έχουν φέρει στο προσκήνιο το κανονιστικό και εποπτικό πλαίσιο γι' αυτού του είδους την οικονομική υπηρεσία. Απαιτείται ένα ισχυρό ρυθμιστικό και εποπτικό πλαίσιο ώστε αυτού του είδους η υπηρεσία να μπορεί να διαδραματίσει ένα χρήσιμο ρόλο.

Το πρόβλημα monoliners εστιάζεται στο μη διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο. Αξιοποιούν το γεγονός ότι τα CDS με εγγύηση MBS απαιτούν λιγότερα κεφάλαια από την κάλυψη ενός δημοτικού ομολόγου. Αυτό το μοντέλο βασίστηκε σε μεγάλο βαθμό στις υψηλές αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας, ενώ ταυτόχρονα ήταν ευάλωτο σε σφάλματα εκτίμησης κινδύνου.

Γράφημα 12 . Έκθεση των monoliners κατά την περίοδο της κρίσης.



Πηγή: Key Financial Stability Issues in Insurance: An account of The Geneva Association's ongoing dialogue on systemic risk with regulators and policy-makers, March 2010, The Geneva Association.

5.3.4 Πολυσύνθετοι ασφαλιστικοί όμιλοι

5.3.4.1 AIG

Οι αρχές που επιβλέπουν την AIG είναι ανάλογα με την δραστηριότητα της

- Ασφαλιστικά προϊόντα: Ελέγχεται σε πολιτειακό επίπεδο από την εκάστοτε αρχή.
- Τίτλοι (χρεόγραφα): Ελέγχεται σε ομοσπονδιακό επίπεδο από την Αμερικάνικη Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (**U.S. Securities and Exchange Commission [SEC]**) καθώς και από την **Financial Industry Regulatory Authority [FINRA]**²⁵ (μια οποία είναι ανεξάρτητη ρυθμιστική αρχή).
- Τραπεζική δραστηριότητα: Ελέγχεται από το **Office of the Comptroller of the Currency [OCC]**²⁶

²⁵ <http://www.finra.org/AboutFINRA/>

²⁶ <http://www.occ.treas.gov/about/what-we-do/mission/index-about.html>

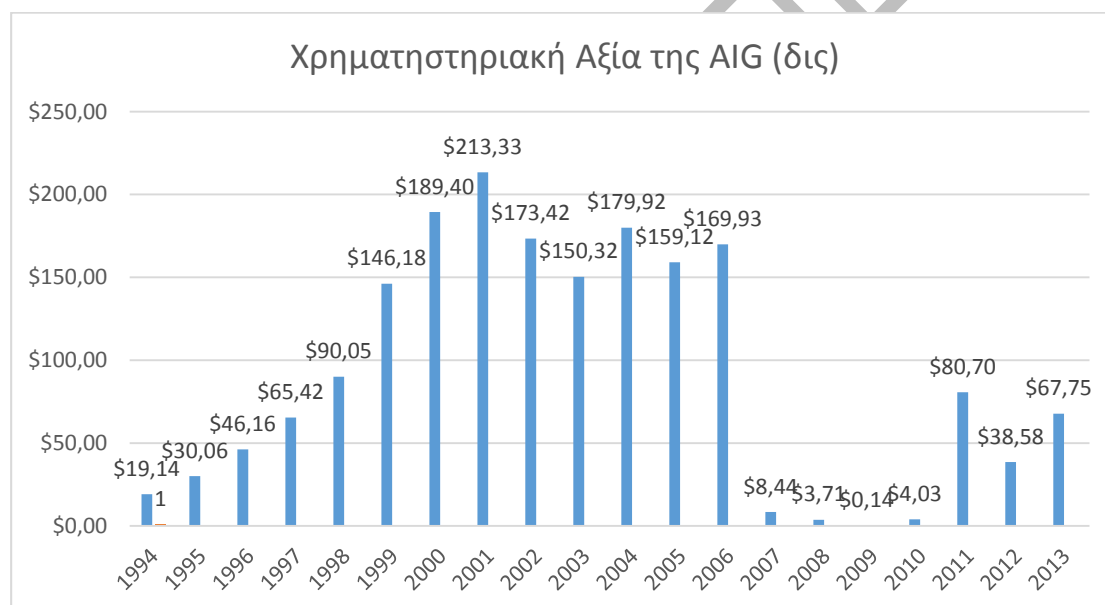
Το 2007 η AIG σημείωνε ζημιές ύψους 10 δις δολαρίων ενώ η χρηματιστηριακή της αξία σημείωνε πτώση 169,1 δις δολάρια. Το ενεργητικό της ανερχόταν στο 1,05 τρις δολάρια ενώ οι υποχρεώσεις ανερχόντουσαν στα 964,6 δις δολάρια.

Η υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας της AIG τον Σεπτέμβριο του 2008 οδήγησε την εταιρία στην ανάγκη να προχωρήσει σε εκκαθάριση μέρους των περιουσιακών της στοιχείων εφόσον ήταν υποχρεωμένη να παρέχει πρόσθετες καλύψεις στους αντισυμβαλλόμενους ενώ παράλληλα οι αντισυμβαλλόμενοι είχαν το δικαίωμα να ζητήσουν νωρίτερα τη λήξη του συμβολαίου. Δεδομένου του αρνητικού κλίματος της αγοράς η ρευστοποίηση οδήγησε σε μείωση του ενεργητικού. Η κυβέρνηση των Η.Π.Α. κρατικοποίησε προσωρινά την AIG φοβούμενη συστημική εξάπλωση.

Οι ζημιές το 2008 ανήλθαν στα 60 δις δολάρια ενώ η χρηματιστηριακή της αξία είχε πέσει στα 3,71 δις δολάρια. Το ενεργητικό της είχε πέσει στα 860 δις δολάρια με ενώ οι υποχρεώσεις ανερχόντουσαν στα 807 δις δολάρια.

Η χρηματιστηριακή αξία της AIG από το 1994 έως το 2013 φαίνεται παρακάτω.

Γράφημα 13. Χρηματιστηριακή Αξία της AIG σε δις δολάρια

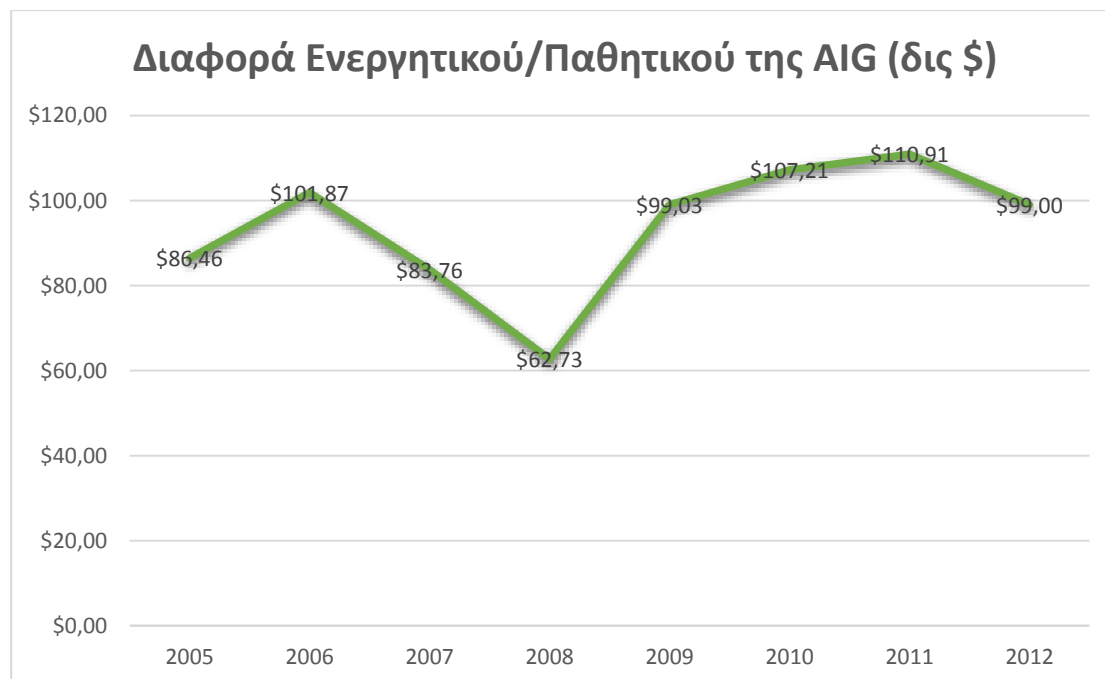


Πηγή:

[http://www.wikinvest.com/stock/American_International_Group_\(AIG\)/Data/Market_Capitalization](http://www.wikinvest.com/stock/American_International_Group_(AIG)/Data/Market_Capitalization)

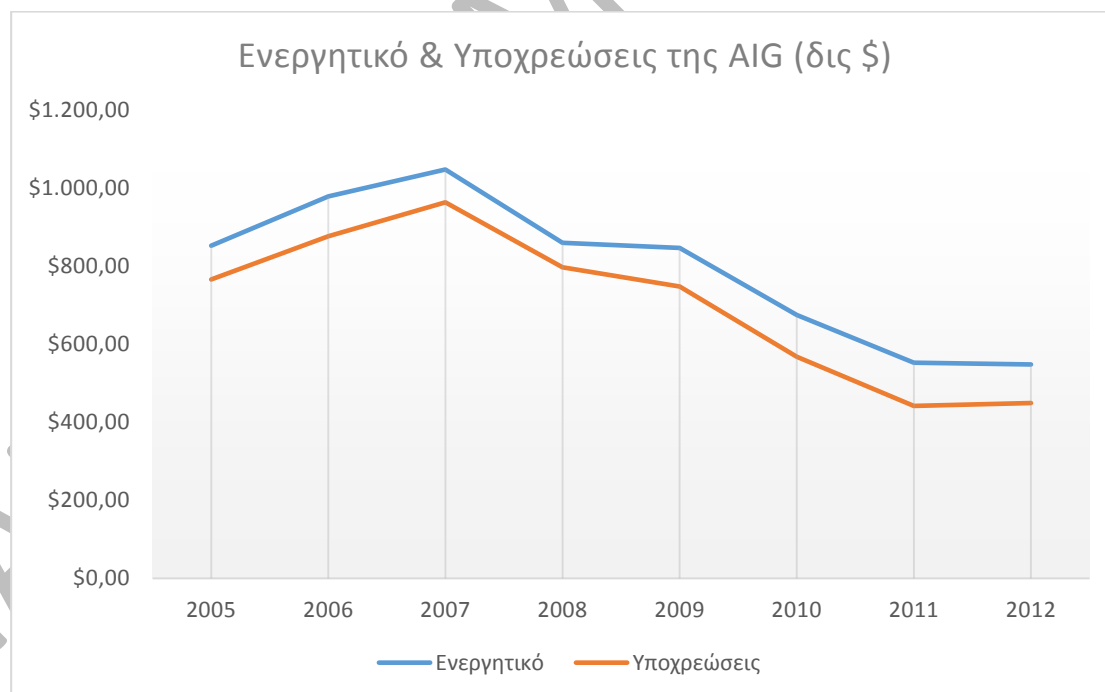
Ο κίνδυνος που αντιμετώπιζε η AIG ήταν ο **κίνδυνος της ρευστότητας**. Όπως φαίνεται και από τα γραφήματα 14 και 15 το ενεργητικό της ήταν και εξακολουθεί να είναι ικανό να ανταπεξέλθει στις υποχρεώσεις της (δεδομένου μάλιστα ότι έχει ξεπληρώσει την κρατική ενίσχυση).

Γράφημα 14. Διαφορά Ενεργητικού/Παθητικού της AIG σε δις δολάρια.



Πηγή: http://www.aig.com/Annual-Reports-and-Proxy-Statements_3171_438018.html

Γράφημα 15. Ενεργητικό και Υποχρεώσεις της AIG σε δις δολάρια.



Πηγή: http://www.aig.com/Annual-Reports-and-Proxy-Statements_3171_438018.html

Η AIG ήταν η πρώτη από μια σειρά ασφαλιστικών οι οποίες έλαβαν κρατική ενίσχυση

Αντίστοιχα μέτρα λήφθηκαν για την Ethias (Βέλγιο) και την AEGON N.V. (Ολλανδία) καθώς και για τα μέλη συνεργασιών τύπου **bancassurance**: Fortis, ING Verzekeringen N.V., KBC Verzekeringen N.V and SNS REAAL

Το γεγονός ότι συστημικά σημαντικά ιδρύματα λαμβάνουν κρατική οικονομική ενίσχυση οδηγεί στην ανάγκη δημιουργίας ρυθμιστικού πλαισίου το οποίο θα μειώσει την πιθανότητα εμφάνισης ηθικού κινδύνου.

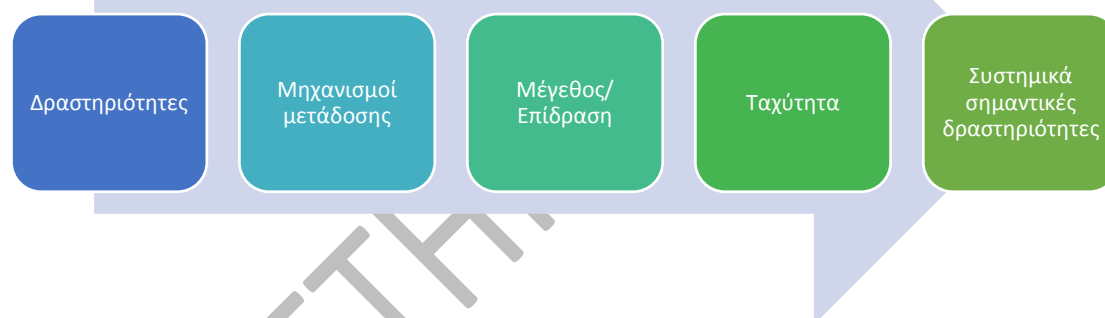
5.4 Συμπεράσματα

Ο ασφαλιστικός τομέας δεν υπέφερε τις σοβαρές απώλειες που υπέστη ο τραπεζικός τομέας. Οι περιπτώσεις όπου οι ασφαλιστές αντιμετώπισαν δυσκολίες ήταν κυρίως λόγω των μη ασφαλιστικών δραστηριοτήτων τους. Με μερικές εξαιρέσεις ο ασφαλιστικός τομέας πέρασε σχετικά αλώβητος την κρίση. Η αιτία που ορισμένοι ασφαλιστές που αντιμετώπισαν μεγάλες δυσκολίες είναι η υπερέκθεσή τους σε μη βασικές δραστηριότητες. Για παράδειγμα η AIG βρέθηκε εκτεθειμένη από τις δραστηριότητες όχι της κύριας ασφαλιστικής επιχείρησης, αλλά από τις δραστηριότητες της θυγατρικής AIG FP. Συνεπώς οποιαδήποτε επιπλέον ρύθμιση σχετικά με τον συστημικό κίνδυνο θα πρέπει να λαμβάνει υπόψη τις πραγματικές δραστηριότητες από τις οποίες ο ασφαλιστής εκτίθεται σε συστημικό κίνδυνο.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΒΑΣΙΚΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΤΩΝ ΑΣΦΑΛΙΣΤΩΝ ΚΑΙ Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΟΥΣ ΣΤΟ ΣΥΣΤΗΜΙΚΟ ΚΙΝΔΥΝΟ

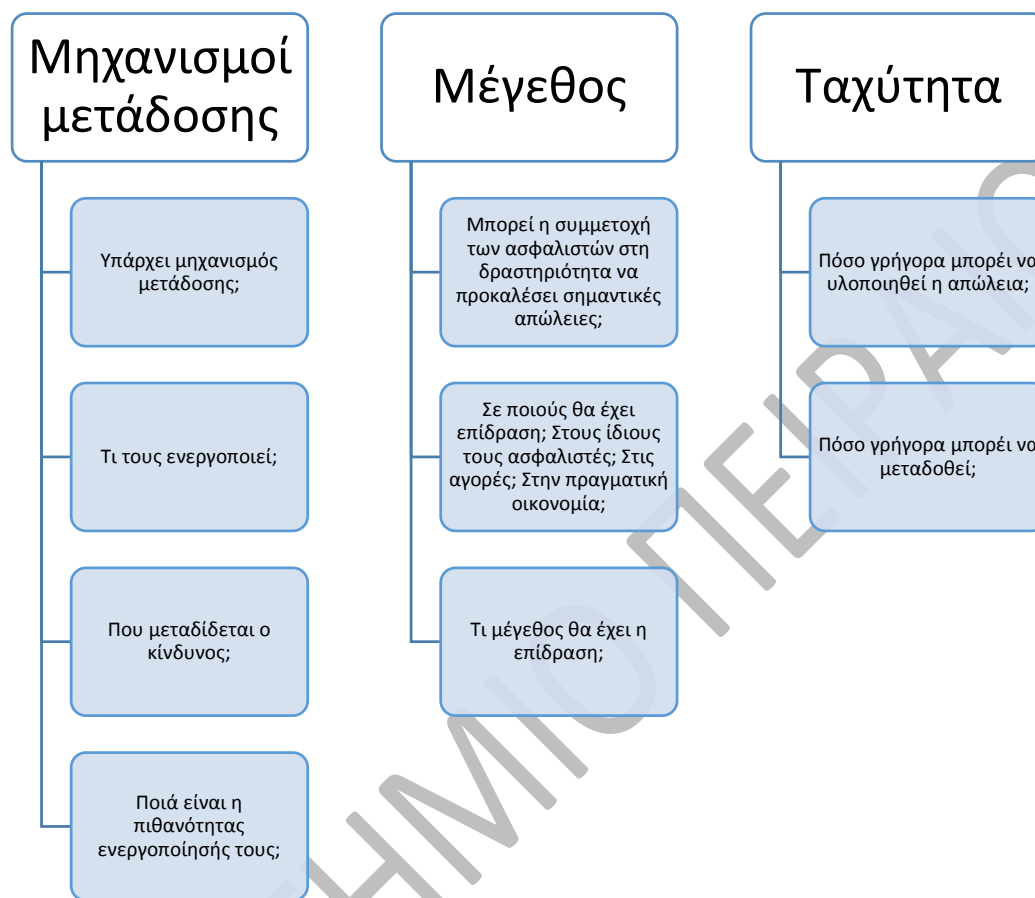
Ορισμένες δραστηριότητες αποτελούν τον πυρήνα απασχόλησης όπως η αντασφάλιση ή το hedging. Εν τούτοις άλλες δραστηριότητες όπως οι χρηματοοικονομικές εγγυήσεις ή τα συμβόλαια CDS μπορούν να θεωρηθούν μη βασικές δραστηριότητες. Επιπλέον τα CDS δεν αποτελούν ασφαλιστήρια συμβόλαια και δεν υπόκεινται σε ασφαλιστικές ρυθμίσεις. Οι δραστηριότητες των ασφαλιστών μπορούν να τους συνδέσουν με μια πληθώρα άλλων παραγόντων στη χρηματοπιστωτική αγορά. Οι συναλλαγές εντός του ομίλου δεν επηρεάζουν τρίτους, εντούτοις λαμβάνεται υπόψη η πολυπλοκότητα.

Γράφημα 16. Κριτήρια καθορισμού συστημικής σημαντικότητας για κάθε δραστηριότητα.



Με βάση το γράφημα 16 όπου εμφανίζονται τα κριτήρια που θέτει το FSB για κάθε δραστηριότητα και όχι για το σύνολο μιας ασφαλιστικής οντότητας, θα πρέπει να δοθούν απαντήσεις σε μια σειρά ερωτημάτων για τον καθορισμό της συστημικής σημαντικότητας και σύνδεσης των δραστηριοτήτων. Τα ερωτήματα αυτά συνοψίζονται στο γράφημα 16.

Γράφημα 17. Ερωτήματα για τον καθορισμό της συστημικής σημασίας μιας δραστηριότητας ενός ασφαλιστή.



6.1 Διαχείριση επενδύσεων

Η αξιολόγηση των δραστηριοτήτων διαχείρισης επενδύσεων γίνεται ανάλογα με την ευρεία κατηγορία στην οποία ανήκουν. Οι δραστηριότητες αυτές συνδέουν τους ασφαλιστές με άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα.

6.1.1 Διαχείριση ενεργητικού/παθητικού και στρατηγική κατανομή των στοιχείων του ενεργητικού

Επενδύσεις σε υψηλού κινδύνου προϊόντα γίνονται μόνο μακροχρόνια ενώ γίνεται και το αντίστοιχο hedging.

Η αναγκαστική πώληση περιουσιακών στοιχείων ρίχνει τις τιμές στην αγορά. Η αφερεγγυότητα του ιδρύματος μπορεί να προκαλέσει πτώση στην τιμή της μετοχής του έως και χρεοκοπία. Αναντιστοιχίες μεταξύ ενεργητικού και παθητικού μπορούν να οδηγήσουν σε πώληση περιουσιακών στοιχείων με τις αντίστοιχες απώλειες σε κεφάλαια. Η ταυτόχρονη πώληση περιουσιακών στοιχείων από πολλούς ασφαλιστές ως αποτέλεσμα παραβίασης των ορίων που θέτουν οι αυτόματες συναλλαγές οδηγεί σε σημαντική μείωση των τιμών.

Θα πρέπει όμως να ισχύουν ορισμένες προϋποθέσεις. Η αναγκαστική πώληση θα πρέπει να συνοδεύεται είτε από κάποιο κανονισμό είτε από την έλλειψη ρευστότητας. Επίσης η

ανάγκη για ρευστότητα θα πρέπει να υπερβαίνει τους ρευστούς χρηματοπιστωτικούς πόρους του ασφαλιστή. Ενώ οι όγκοι συναλλαγών θα πρέπει να είναι μεγάλοι σχετικά με το μέγεθος της αγοράς και να λάβουν χώρα σε σύντομο χρονικό διάστημα.

Η διαχείριση επενδύσεων των ασφαλιστών μπορεί να χωριστεί σε δυο τμήματα:

1. Διαχείριση ενεργητικού/παθητικού (Asset liability management)
2. Στρατηγική κατανομή στοιχείων του ενεργητικού

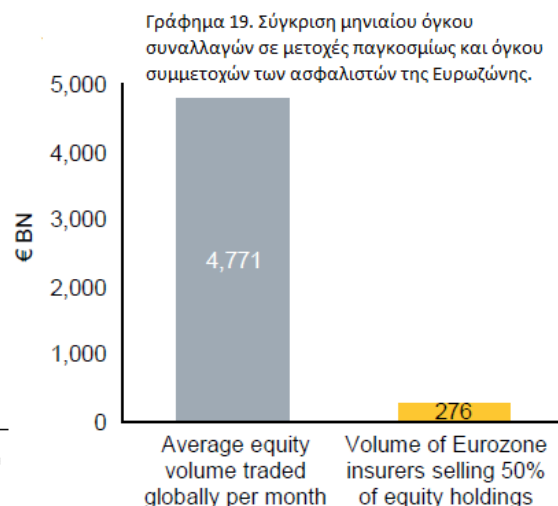
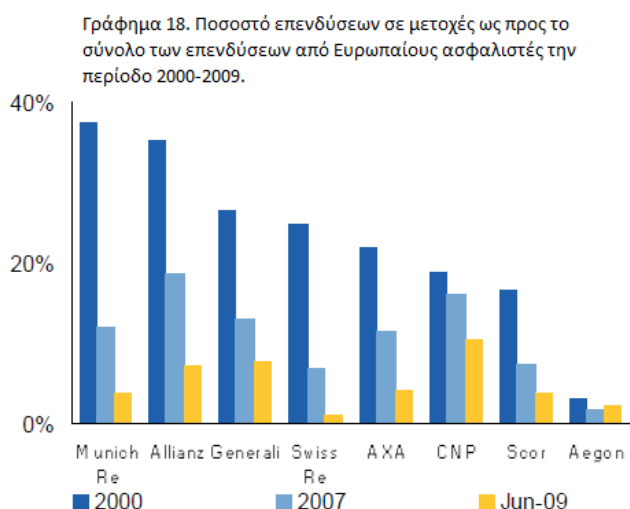
Η διαχείριση ενεργητικού/παθητικού περιλαμβάνει τις επενδύσεις σε περιουσιακά στοιχεία και παράγωγα τα οποία αντισταθμίζουν τις υποχρεώσεις του παθητικού και των αναμενόμενων απαιτήσεων.

Η στρατηγική κατανομή στοιχείων του ενεργητικού έχει ως στόχο την υψηλότερη απόδοση των επενδύσεων για τους μετόχους και κατόχους ασφαλιστήριων συμβολαίων.

Ο μακροχρόνιος ορίζοντας ορισμένων απαιτήσεων και συνεπώς οι εκροές τους δηλώνουν ότι είναι μακροχρόνιοι επενδυτές. Συστημικός κίνδυνος θα μπορούσε να εκδηλωθεί μόνο αν οι εμπορικές δραστηριότητες των ασφαλιστών ήταν τέτοιες ώστε να προκαλέσουν χρηματοπιστωτική αστάθεια μέσα από την πώληση των περιουσιακών τους στοιχείων (τα οποία συγκριτικά με τις τράπεζες αποτελούν το ένα πέμπτο παγκοσμίως).

6.1.1.1 Επενδύσεις σε μετοχές

Οι ασφαλιστές διατηρούν μεγάλα ποσά ως επενδύσεις σε συμμετοχές. Ωστόσο στην Ευρώπη μόνο το 15% είναι σε μετοχές. Μια πτώση στις τιμές των μετοχών θα επηρεάσει αρνητικά τους ασφαλιστές όπως και κάθε άλλο επενδυτή. Όπως φαίνεται και στο γράφημα 18 οι επενδύσεις σε μετοχές έχουν περιοριστεί σημαντικά από το 2000. Συγκρίνοντας μάλιστα τα στοιχεία του γραφήματος 19 γίνεται αντιληπτό ότι μια μαζική εκποίηση μετοχών από τους ασφαλιστές δεν μπορεί να προκαλέσει από μόνη της αναστάτωση στην αγορά.



Πηγή: Key Financial Stability Issues in Insurance: An account of The Geneva Association's ongoing dialogue on systemic risk with regulators and policy-makers, March 2010, The Geneva Association.

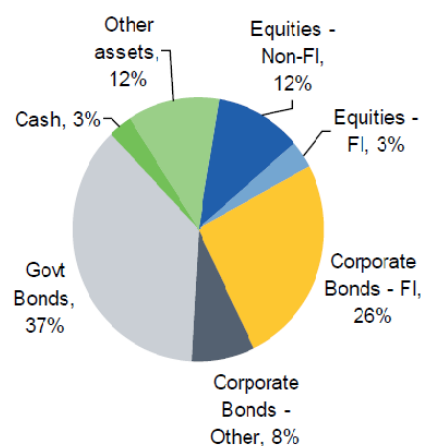
Επιπλέον κατά τη διάρκεια της κρίσης οι ασφαλιστές γενικά διατήρησαν τη θέση τους σε μετοχές, ενώ ήταν σε θέση να απορροφήσουν τις απώλειες. Το συμπέρασμα που προκύπτει

είναι ότι οι ασφαλιστές δεν αντιδρούν το ίδιο με άλλους επενδυτές σε κατάσταση κρίσης. Αντιθέτως λειτουργούν με γνώμονα μείωσης του κινδύνου γενικά και του συστημικού ειδικά.

6.1.1.2 Έκθεση σε άλλα ιδρύματα

Οι ασφαλιστές είναι μεγάλοι επενδυτές σε ομόλογα και μετοχές άλλων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Μέσω αυτής της σύνδεσης οι ασφαλιστές μπορούν να επηρεαστούν σημαντικά ως αποτέλεσμα κρίσης σε άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα όπως οι τράπεζες. Όμως η υψηλή διαφοροποίηση στις επενδύσεις σύμφωνα με αντιπροσωπευτικούς δείκτες για τα μεγέθη της κάθε βιομηχανίας εξασθενεί την μετάδοση ενός συμβάντος αντί να το ενισχύει και συνεπώς μειώνει το συστημικό κίνδυνο. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι οι ασφαλιστές έχουν θετικές ταμειακές ροές και άμεσα ρευστοποιήσιμα χρεόγραφα τα οποία μπορούν να ρευστοποιηθούν πρώτα.

Γράφημα 20. Έκθεση Ευρωπαίων ασφαλιστών σε άλλα ιδρύματα.



FI: Financial Institutions

Πηγή: *Key Financial Stability Issues in Insurance: An account of The Geneva Association's ongoing dialogue on systemic risk with regulators and policy-makers, March 2010, The Geneva Association.*

6.1.1.3 Επενδύσεις σε callable ομόλογα

Τα callable ομόλογα είναι εργαλεία τα οποία επιτρέπουν στον οφειλέτη να διαλέξει, μέσα από περιορισμούς, πότε θα αποπληρώσει το δάνειο.

Μια σημαντική μείωση/αύξηση των επιτοκίων οδηγεί σε αυξημένη προπληρωμή του δανείου, ενώ μειώνει/αυξάνει την διάρκεια του περιουσιακού στοιχείου και την απόδοση της επένδυσης. (Θετική κύρτωση στο ενεργητικό) Επίσης από μια σημαντική μείωση των επιτοκίων, αυξάνεται συνολικά η διάρκεια εγγυημένων αποδόσεων. Ενώ από μια σημαντική αύξηση, μειώνεται ο κίνδυνος αναγκαστικής πώλησης των περιουσιακών στοιχείων (Αρνητική κύρτωση στις υποχρεώσεις).

Πολλοί ασφαλιστές αγόρασαν δομημένα παράγωγα, πολλά εκ των οποίων διακατέχονται από ένα callable χαρακτηριστικό ιδιαίτερο ευμετάβλητο στις αλλαγές των επιτοκίων. Δεδομένου ότι τα callable ομόλογα όπως οι ενυπόθηκοι τίτλοι έχουν θετική κυρτότητα (ως περιουσιακά στοιχεία), οι επενδύσεις των ασφαλιστών σε αυτά αυξάνει την αναντιστοιχία των κυρτοτήτων τους.

Εν τούτοις η αναντιστοιχία στις κυρτότητες των ασφαλιστών δεν είναι αρκετά μεγάλη ώστε να δημιουργήσει συστημικό κίνδυνο. Η μείωση σ' αυτού του είδους τα ομόλογα είναι εμφανής στους πίνακες 5 έως 9, όπου το 2005 οι επενδύσεις Αμερικανών ασφαλιστών σε ABS ομόλογα αντιστοιχούσε στο 9,57% επί του συνόλου επενδύσεων σε ομόλογα. Το ποσοστό αυτό ανήλθε μόλις στο 4,27% το 2010.

6.1.1.4 Programme trading / Αυτόματες συναλλαγές

Το Programme trading είναι η διαπραγμάτευση με τη χρήση αυτοματοποιημένων συναλλαγών οι οποίες λαμβάνουν χώρα με βάση συγκεκριμένα κριτήρια. Χρησιμοποιούνται συχνά από ασφαλιστές και συνταξιοδοτικά ταμεία για την προστασία από απώλειες και ενδέχεται να έχουν άμεση επίδραση στις τιμές της αγοράς. Εν τούτοις οι επιδράσεις είναι βραχυχρόνιες.

6.1.1.5 Συμπεράσματα

Παρά την ταχύτητα με την οποία η μετάδοση του κινδύνου συμβαίνει στις αγορές, οι δραστηριότητες των ασφαλιστών στη διαχείριση επενδύσεων και την στρατηγική κατανομή των περιουσιακών στοιχείων δεν μπορεί να θεωρηθεί συστημικής σημασίας δεδομένου:

1. Του όγκου των συναλλαγών των ασφαλιστών σε σχέση με τους συνολικούς όγκους των αγορών.
2. Της συμπεριφοράς των ασφαλιστών όσον αφορά τις συναλλαγές.

6.1.2 Δραστηριότητες που εμπλέκουν παράγωγα σε μη ασφαλιστικές οντότητες (θυγατρικές ασφαλιστικών)

Η διαπραγμάτευση περιουσιακών στοιχείων ή παραγώγων χωρίς κάλυψη δύναται να δημιουργήσει επιπτώσεις στον αντισυμβαλλόμενο στην περίπτωση που τα προϊόντα δεν μπορούν να εξασφαλιστούν. Όμως η χρήση παραγώγων από τους ασφαλιστές περιορίζεται από διάφορες αρχές. Τα παράγωγα μπορούν να χρησιμοποιηθούν μόνο για τη μείωση του κινδύνου ή για λόγους αποτελεσματικότητας του χαρτοφυλακίου (οι αγορές παραγώγων είναι πολύ ρευστές και ισοδυναμούν σχεδόν με μετρητά). Η λήψη ακάλυπτης θέσης με σκοπό την εξασφάλιση υψηλότερων αποδόσεων απαγορεύεται από τις ρυθμιστικές αρχές.

Ωστόσο οι ασφαλιστές μπορούν να συμμετέχουν σε συναλλαγές παραγώγων συμβολαίων πέρα από λόγους hedging μέσα από άλλες νομικές οντότητες οι οποίες δεν υπακούν στους ίδιους ρυθμιστικούς κανόνες. Εκμεταλλευόμενοι την απουσία κανόνων και εποπτείας του ομίλου στο σύνολό του, μπορούν να θέσουν ορισμένες οντότητες υπό την επίβλεψη πιο χαλαρών αρχών. Αρχές οι οποίες δεν απαιτούν την ίδια κεφαλαιακή επάρκεια, λειτουργούν με διαφορετικά λογιστικά πρότυπα και απαιτούν μόνο την mark to market έκθεση των συναλλαγών και όχι των ανοιγμάτων τους. Για παράδειγμα η AIG FP στο Λονδίνο δεν ρυθμιζόταν από την Financial Services Authority (U.K.) FSA αλλά από το Office of Thrift Supervision (U.S.A.) OTS. Η ύπαρξη εγγύησης της μητρικής σε έναν όμιλο μπορεί να οδηγήσει σε εξάπλωση του κινδύνου από την μη ρυθμιζόμενη οντότητα σε ολόκληρο τον όμιλο.

Αυτό το είδος συναλλαγών παραγώγων, εφόσον διεξάγεται σε μαζική κλίμακα, έχει τη δυνατότητα να μεταφέρει τις απώλειες από την οντότητα που δεν ρυθμίζεται στον όμιλο και στον ευρύτερο χρηματοπιστωτικό τομέα.

Είναι σημαντικό όμως να τονιστεί ότι ενώ αυτή η δραστηριότητα είναι συστημικά σημαντική, η ύπαρξή της περιορίζεται σε μη ασφαλιστικές οντότητες οι οποίες δεν εποπτεύονται αποτελεσματικά και συνεπώς ούτε ο όμιλος στο σύνολό του.

6.2 Δραστηριότητες επεξεργασίας προέλευσης απαιτήσεων

Αυτές οι δραστηριότητες είναι καίριες για τους ασφαλιστές παροχής προστασίας. Από τις εγγυήσεις που προφέρουν οι ασφαλιστές εκτίθενται σε μια σειρά κινδύνων.

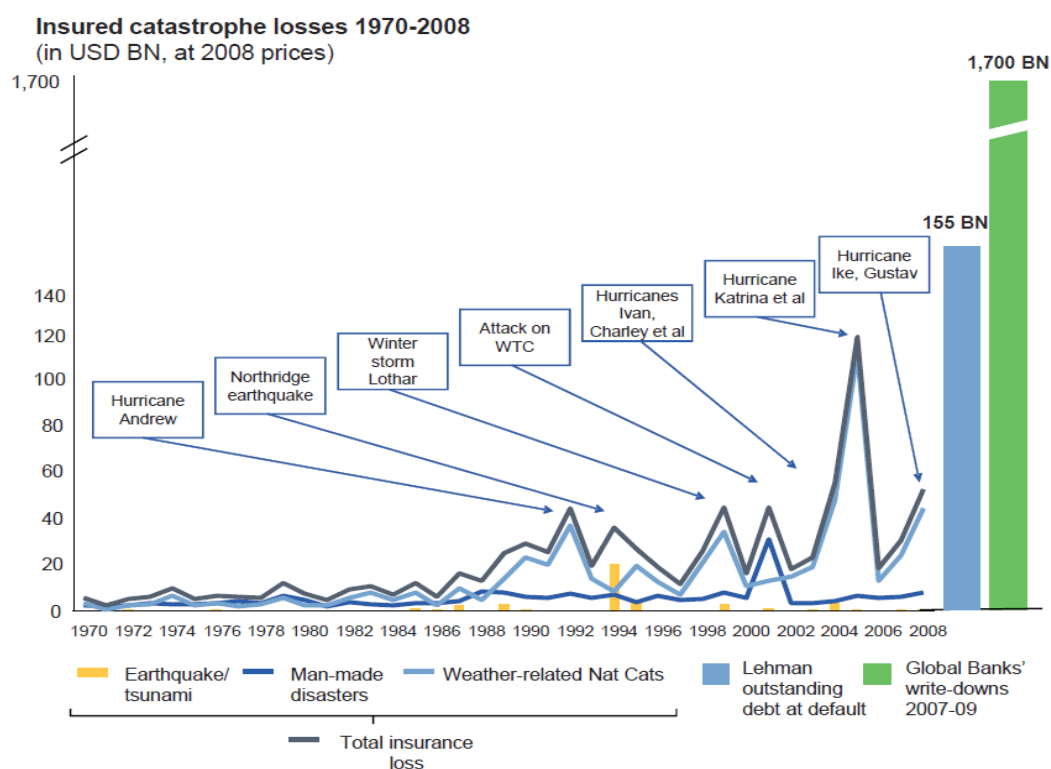
1. Καταστροφικές απώλειες: Γεγονότα με μικρή πιθανότητα αλλά με σημαντικές επιπτώσεις.
2. Υποεκτίμηση των απαιτήσεων ως κίνδυνος να αποδειχθούν συστημικά σημαντικότεροι απ' ό,τι αναμένεται ή από τις αλλαγές στη νομοθεσία.
3. Μη αναμενόμενη αστάθεια σε πολιτικές και νόμους.
4. Ενσωματωμένα δικαιώματα προαίρεσης και εγγυήσεις χωρίς αποτελεσματική αντιστάθμιση για τον περιορισμό των απωλειών.

6.2.1 Underwriting κινδύνων καταστροφών

Οι καταστροφικές απώλειες καλύπτουν φυσικές και ανθρωπογενείς καταστροφές μεγάλης κλίμακας (non-life) και πανδημίες (life). Οι ασφαλίσεις τέτοιων γεγονότων έχουν πιθανότητα μετάδοσης της ζημιάς επειδή το ίδιο γεγονός συχνά καλύπτεται από πολλούς ασφαλιστές οι οποίοι συνήθως έχουν ανασφαλιστεί. Εν τούτοις για να είναι συστημικά σημαντικό ένα γεγονός θα πρέπει οι απαιτήσεις που θα προκύψουν από αυτό να είναι υψηλές σε σχέση με τους οικονομικούς πόρους του ασφαλιστικού κλάδου.

Αν και τα καταστροφικά γεγονότα συνεπάγονται μεγάλες απώλειες, τα μεγέθη είναι μικρά σε σχέση με την αποτυχία μιας μεγάλης τράπεζας. Το γράφημα 21 παρουσιάζει τον οικονομικό αντίκτυπο από μια σειρά καταστροφικών γεγονότων και από την αποτυχία των τραπεζών.

Γράφημα 21. Οικονομικές συνέπειες από καταστροφικές απώλειες και χρεοκοπίες τραπεζών.



Πηγή: *Key Financial Stability Issues in Insurance: An account of The Geneva Association's ongoing dialogue on systemic risk with regulators and policy-makers, March 2010, The Geneva Association.*

Αν και οι καταστροφές που έχουν ανθρώπινη αιτία γίνονται όλο και πιο συχνές και έχουν μεγαλύτερες συνέπειες, δεν είναι αρκετά μεγάλες για να ενέχουν συστημικό κίνδυνο. Επιπλέον οι ασφαλιστές και οι αντασφαλιστές έχουν αρκετά κεφάλαια για να καλύψουν τρεις φορές τη χειρότερη χρονιά σε καταστροφικές απώλειες, σε συνδυασμό μια πανδημίας το ίδιο έτος.

Οι απαιτήσεις σε περίπτωση καταστροφής δεν θα πρέπει να καταβληθούν αμέσως και συνεπώς το κριτήριο της ταχύτητας (χρόνου ή χρονισμού) δεν πληρείται. Επιπλέον ο απαραίτητος χρόνος μέχρι την καταβολή των απαιτήσεων δίνει τη δυνατότητα στους ασφαλιστές να αναμορφώσουν τα επενδυτικά τους χαρτοφυλάκια και να δημιουργήσουν αποθεματικά εν αναμονή των πληρωμών.

Ακόμη και στην περίπτωση αφερεγγυότητας ενός ασφαλιστή έπειτα από μια καταστροφή, το σύστημα λειτουργεί με τρόπο ώστε να περιορίζεται η ζημιά στο μέγεθος της καταστροφής.

6.2.1.1 Συμπεράσματα

Δεδομένου ότι τα μεγέθη των καταστροφών είναι σχετικά μικρά και η καταβολή των απαιτήσεων γίνεται με αργούς ρυθμούς (έως και μια δεκαετία για την πλήρη κάλυψη των αποζημιώσεων), η παροχή ασφαλιστικής κάλυψης καταστροφών δεν αποτελεί δραστηριότητα συστημικής σημασίας.

6.2.2 Underwriting μακροχρόνιων κινδύνων

Οι ασφαλιστές σε πολλές περιπτώσεις κάνουν προβλέψεις απαιτήσεων για πολλά χρόνια με αποτέλεσμα ορισμένες απαιτήσεις να μην εκτιμηθούν κατάλληλα και να θεωρηθεί ότι ενέχουν συστημικό κίνδυνο. Ένα παράδειγμα είναι η επέκταση του προσδόκιμου ορίου ζωής εξαιτίας εξελίξεων στην ιατρική. Ενώ άλλες αιτίες μπορούν να προκύψουν από αλλαγές στη νομοθεσία και στους ρυθμιστικούς κανόνες. Επίσης η μετάβαση σε μια κατάσταση πολύ χαμηλών επιτοκίων ή πολύ υψηλού πληθωρισμού μπορεί να οδηγήσει σε υποεκτίμηση των αποθεματικών.

Οι επιδράσεις αυτές μπορεί να είναι μεγάλες αλλά το αποτέλεσμά τους γίνεται αισθητό αρκετά χρόνια μετά. Επίσης πληροφορίες σχετικά με τις επικείμενες αλλαγές θα προκύψουν στη διάρκεια των ετών οι οποίες θα συντελέσουν στις κατάλληλες εκτιμήσεις. Στο παράδειγμα της αύξησης του προσδόκιμου ορίου ζωής θα υπάρξουν πληροφορίες σχετικά με νέες θεραπείες, το κόστος τους και την προσβασιμότητα. Οι θεραπείες ανίατων ασθενειών απαιτούν χρόνια ερευνών και δεν αποτελούν σε καμία περίπτωση ένα «στιγμιαίο γεγονός» όπως η χρεοκοπία μιας τράπεζας η οποία πλήττει τις αγορές εντός ημερών.

Στην περίπτωση μετάβασης σε ένα περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων, η διαχείριση περιουσιακών στοιχείων ενεργητικού/παθητικού που γίνεται από τους ασφαλιστές θα εξαλείψει ένα μεγάλο μέρος του κινδύνου μέσα από την επανεπένδυση. Ωστόσο σε μικρές χώρες ορισμένες φορές η αντιστάθμιση του κινδύνου δεν μπορεί να γίνει άμεσα. Το έλλειμμα σ' αυτές τις περιπτώσεις θα καλυφθεί στο χρόνο, ενώ τα νέα συμβόλαια θα παρέχουν χαμηλότερες εγγυήσεις. Η έκθεση σε ακάλυπτο κίνδυνο συνεπώς συνδέεται με ετήσιες συμβάσεις και ασφάλιστρα. Οι απώλειες από αυτές τις συμβάσεις θα μετριαστούν από τα κέρδη των νέων συμβολαίων αλλά και άλλων συμβολαίων σε ισχύ. Συνεπώς η αποτυχία ενός ασφαλιστή σε μια παρατεταμένη περίοδο χαμηλών επιτοκίων δεν μπορεί να θεωρηθεί συστημικά σημαντική.

6.2.2.1 Συμπεράσματα

Τα χαμηλά αποθεματικά ως αποτέλεσμα υποεκτίμησης μακροχρόνιων κινδύνων θα πρέπει σαφώς να αποφεύγονται. Εν τούτοις δεν δημιουργούν συστημικό κίνδυνο επειδή το αποτέλεσμά τους εξελίσσεται σε διάρκεια πολλών ετών ενώ ταυτόχρονα υπάρχει η δυνατότητα μετριασμού των ζημιών.

6.2.3 Συμβόλαια με δυνατότητα εξαγοράς

Στις περιπτώσεις όπου οι αντισυμβαλλόμενοι έχουν το δικαίωμα να διακόψουν το συμβόλαιό τους και να ζητήσουν τα κεφάλαιά τους μπορεί να οδηγήσει στην ανάγκη ρευστοποίησης επενδύσεων στις περιπτώσεις όπου δεν υπάρχουν ποινές για την πρόωρη λήξη συμβολαίου. Επίσης οι εκροές ταμειακών ροών θα πρέπει να είναι σημαντικές σε σχέση με τα ρευστά διαθέσιμα του κλάδου.

Ο κίνδυνος που εμφανίζεται εδώ αφορά τους αντισυμβαλλόμενους οι οποίοι έχουν αποταμιευτικά συμβόλαια και μπορούν να δημιουργήσουν μεγάλες ταμειακές εκροές. Απροσδόκητα υψηλός ρυθμός αποχωρήσεων μπορεί να αναγκάσει τους ασφαλιστές να προχωρήσουν σε ρευστοποίηση επενδύσεων, μειώνοντας τις τιμές και αυξάνοντας τις ζημιές.

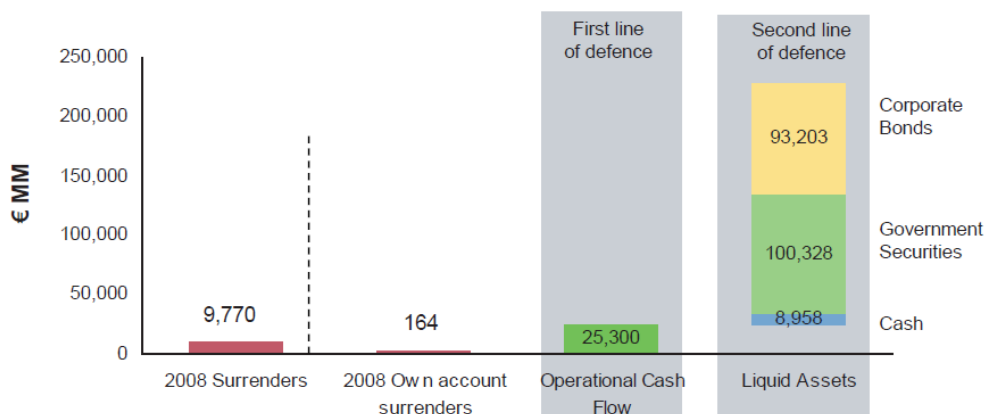
Για την εκτίμηση αυτού του κινδύνου θα πρέπει να γίνει διάκριση μεταξύ των περιουσιακών στοιχείων που είναι συνδεδεμένα σε unit-linked συμβόλαια και των περιουσιακών στοιχείων που οι ασφαλιστές έχουν επενδύσει για λογαριασμό τους.

Οι επενδύσεις που γίνονται από τη διαχείριση των unit-linked συμβολαίων ενέχουν λιγότερο συστημικό κίνδυνο. Ακόμη και στην περίπτωση που δεν υπάρχουν ποινές πρόωρης αποχώρησης. Τα περιουσιακά στοιχεία που συνδέονται με unit-linked προϊόντα είναι ιδιαίτερα ρευστοποιήσιμα. Ενώ σε ελάχιστες περιπτώσεις όπου οι επενδύσεις περιλαμβάνουν ακίνητα (ή άλλου είδους ιδιοκτησίες) υπάρχουν ρήτρες, οι οποίες εξασφαλίζουν την καθυστέρηση των πληρωμών σε περίπτωση πρόωρης αποχώρησης.

Οι επενδύσεις που γίνονται για λογαριασμό των ίδιων των ασφαλιστών ενέχουν μεγαλύτερο κίνδυνο. Οι επενδύσεις που γίνονται για την αντιστάθμιση του παθητικού μπορεί αν είναι είτε άμεσα ρευστοποιήσιμες είτε όχι. Συνεπώς ο ασφαλιστής μπορεί να βρεθεί εκτεθειμένος με τον κίνδυνο της ρευστότητας εφόσον δεν μπορεί να αντιμετωπίσει τις ταμειακές εκροές.

Ο ρυθμός πρόωρης αποχώρησης σε συμβόλαια ζωής είναι χαμηλός λόγω της μακροχρόνιας φύσης της επένδυσης ακόμη και όταν τα σχόλια από τα μέσα μαζικής ενημέρωσης είναι αρνητικά για την φερεγγυότητα του ασφαλιστή. Σε γενικές γραμμές το κόστος των πρόωρων αποχωρήσεων είναι αμελητέο σε σύγκριση με άλλες πιθανές πηγές χρηματοδότησης. Αντιπροσωπευτικό παράδειγμα αποτελεί η Allianz (γράφημα 22) η οποία το 2008 είχε ταμειακές εκροές ύψους 9,8 δις. ευρώ από συμβόλαια που έληξαν πρόωρα, ενώ μόλις τα 164 εκατομμύρια δεν αποτελούσαν μέρος unit-linked προϊόντων. Ο ρυθμός θα έπρεπε να είναι 154 φορές μεγαλύτερος ώστε οι ταμειακές εκροές να υπερβούν τις ετήσιες ταμειακές εισροές και 1386 φορές υψηλότερος για να ξεπεράσει τις ταμειακές εισροές και τους ρευστούς διαθέσιμους πόρους. Συνεπώς ακόμη και σε μια απότομη αύξηση του ρυθμού πρόωρων αποχωρήσεων, οι ασφαλιστές γενικά έχουν επαρκή ροή ασφαλιστρών και παραπάνω από αρκετά ρευστοποιήσιμα χρηματοοικονομικά στοιχεία για να καλύψουν ακόμη και τις πιο ακραίες περιπτώσεις.

Γράφημα 22. Allianz: Ταμειακές εκροές εξαιτίας πρόωρων αποχωρήσεων από συμβόλαια και ταμειακές εισροές και ρευστοποιήσιμα διαθέσιμα (2008).



Πηγή: *Key Financial Stability Issues in Insurance: An account of The Geneva Association's ongoing dialogue on systemic risk with regulators and policy-makers, March 2010, The Geneva Association.*

6.2.3.1 Συμπεράσματα

Η απουσία ποινών στις περιπτώσεις πρόωρης αποχώρησης από αποταμιευτικά συμβόλαια αυξάνει τις ταμειακές εκροές. Όμως δεν εμφανίζεται ο κίνδυνος ρευστότητας εφόσον οι όγκοι των ροών αυτών είναι πολύ μικροί σε σύγκριση με τις εισροές και τα ρευστοποιήσιμα διαθέσιμα. Ακόμη και στην πιθανή περίπτωση εκδήλωσης ακραίας περίπτωσης ρυθμού αποχωρήσεων οι όγκοι των ταμειακών εκροών θα παραμένουν μικροί. Επιπλέον υπάρχουν φορολογικά αντικίνητρα αποχώρησης από ένα ασφαλιστικό συμβόλαιο. Όσον αφορά την ταχύτητα αποδέσμευσης χρημάτων αυτό γίνεται με αργότερους ρυθμούς απ' ό,τι μπορεί κάποιος να πάρει τα χρήματά του από μια τράπεζα.

Συνεπώς η δυνατότητα που δίνεται στους αντισυμβαλλόμενους να εξαγοράσουν το συμβόλαιό τους οποιαδήποτε στιγμή δεν δημιουργεί συστημικό κίνδυνο.

6.2.4 Συμβόλαια με ενσωματωμένες εγγυήσεις

Ορισμένα προϊόντα φέρουν εγγυήσεις ως προς τις αποδόσεις τους. Μακροχρόνια ορισμένες εγγυήσεις δεν μπορούν να αντισταθμιστούν ή οι επιλογές αντιστάθμισης δεν ήταν οι κατάλληλες.

Οι ελάχιστες αποδόσεις προσφέρουν στους αντισυμβαλλόμενους ένα είδος οικονομικής προστασίας. Αντίθετα οι ασφαλιστές έρχονται αντιμέτωποι με μια σειρά προκλήσεων (κινδύνων) για να μπορέσουν να καλύψουν τις εγγυημένες αποδόσεις. Τέσσερις τρόποι αντιμετώπισης αυτών των κινδύνων είναι διαθέσιμοι:

1. Καμία αντιστάθμιση
2. Στατική αντιστάθμιση
3. Δυναμική αντιστάθμιση
4. Αντασφάλιση

Η δυναμική αντιστάθμιση γενικά βασίζεται στην διαθεσιμότητα παραγώγων, τα οποία μπορεί να μην είναι διαθέσιμα σε δύσκολες περιόδους για την αγορά. Εν τούτοις η αντιστάθμιση συμβολαίων μεταβλητών αποδόσεων με ελάχιστο εγγυημένο ποσό γίνεται μέσα από συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης τα οποία είναι διαθέσιμα ανά πάσα στιγμή.

Τα μέσα που χρησιμοποιούνται για την αντιστάθμιση της εγγύησης είναι ρευστοποιήσιμα και εμπορεύονται από πολλά μέλη της αγοράς. Οι ασφαλιστές μπορούν να ελαχιστοποιήσουν το κόστος αντιστάθμισης μέσω αυστηρών συμφωνιών εξασφάλισης.

Οι εγγυήσεις γενικά αποδίδονται έπειτα από αρκετούς κύκλους της αγοράς. Συνεπώς μια αναταραχή στην αγορά δεν επηρεάζει μακροχρόνια την αντιστάθμιση του ασφαλιστή. Επίσης η στρατηγική αντιστάθμισης μπορεί να αναπροσαρμοστεί όταν η αγορά επιστρέψει στη κανονική της κατάσταση. Για τον ίδιο λόγο οι ασφαλιστές μπορούν να αφήσουν ακάλυπτες τις εγγυήσεις για κάποιο χρονικό διάστημα.

Οι ακάλυπτες εγγυήσεις όμως μπορούν να βλάψουν την φερεγγυότητα των ασφαλιστών όταν γίνονται συγκρίσεις με τις τρέχουσες τιμές στην αγορά. Οι ασφαλιστές μπορούν να πωλούν τα επικίνδυνα στοιχεία που έχουν στο ενεργητικό τους ώστε να μειώσουν τις απαιτήσεις για την κάλυψη της φερεγγυότητας και να βελτιώσουν την κάλυψη του περιθωρίου κέρδους τους. Ο όγκος αυτών των συναλλαγών δεν είναι μεγάλος σε σχέση με τους όγκους της αγοράς (γράφημα 19) και συνεπώς δεν συνεπάγεται συστημικό κίνδυνο.

6.2.4.1 Συμπεράσματα

Οι ενσωματωμένες εγγυήσεις σε συμβόλαια μπορούν από τη μια να αντισταθμιστούν και από την άλλη στην περίπτωση όπου ένας ασφαλιστής αναγκάζεται να προβεί στην πώληση επικίνδυνων περιουσιακών στοιχείων τότε το αποτέλεσμα στην αγορά είναι αμελητέο. Ενώ συνήθως οι εκροές δεν είναι άμεσες, αντίθετα ο χρόνος για την αναδιάρθρωση της αντιστάθμισης είναι μεγάλος. Επιπλέον οι στρατηγικές αντιστάθμισης βοηθούν την οικονομία στην απορρόφηση οικονομικών σοκ.

6.3 Δραστηριότητες μεταφοράς κινδύνου

Οι ασφαλιστές για να διαχειριστούν το δικό τους προφίλ κινδύνου εμπλέκονται σε διάφορες δραστηριότητες μεταφοράς και αντιστάθμισης κινδύνου. Οι κίνδυνοι που αντιμετωπίζουν είτε συνδέονται με στοιχεία υψηλού κινδύνου του ενεργητικού είτε απορρέουν από τις υποχρεώσεις.

6.3.1 Αντιστάθμιση με χρήση παραγώγων

Οι ασφαλιστές συχνά επιθυμούν να αντισταθμίζουν τους κινδύνους που έχουν αναλάβει. Η αντιστάθμιση απαιτεί έναν αντισυμβαλλόμενο. Ο κίνδυνος που αντιμετωπίζουν οι ασφαλιστές είναι η πιθανότητα αποτυχίας τους αντισυμβαλλόμενου.

Ορισμένες από τις επιλογές αντιστάθμισης κινδύνου είναι τα συμβόλαια ανταλλαγής επιτοκίων, η αγορά ξένου συναλλάγματος και τα παράγωγα. Η αγορά παραγώγων είναι πολύ πιο περιορισμένη (πίνακας 9) από την αγορά των CDS την οποία οι ασφαλιστές και οι monopoliners χρησιμοποιούν κυρίως για να μειώσουν την έκθεσή τους απέναντι στον πιστωτικό κίνδυνο. Ενώ τα CDS διαπραγματεύονται over the counter, τα συμβόλαια ανταλλαγής επιτοκίων, η αγορά συναλλάγματος, και η συμμετοχή σε παράγωγα λαμβάνουν χώρα σε οργανωμένες αγορές.

Εν τούτοις οι συναλλαγές over the counter των ασφαλιστών είναι καλά ελεγχόμενες. Οι ρυθμιστικές αρχές απαιτούν εξασφαλίσεις ενώ η βάση των αντισυμβαλλόμενων θα πρέπει να είναι διαφοροποιημένη ενώ το εύρος και η χρήση των παραγώγων είναι αυστηρά καθορισμένα. Συγκεκριμένα η χρήση των παραγώγων μπορεί να γίνει μόνο για τη μείωση του κινδύνου ή την αποτελεσματικότερη διαχείριση του χαρτοφυλακίου τους. Συνεπώς η έκθεση των ασφαλιστών σε παράγωγα είναι πολύ περιορισμένη με αποτέλεσμα η αποτυχία ενός αντισυμβαλλόμενου να είναι πολύ μικρή σε σύγκριση με τα υπόλοιπα ρευστοποιήσιμα διαθέσιμα.

6.3.1.1 Συμπεράσματα

Η χρήση των παραγώγων από τους ασφαλιστές για λόγους αντιστάθμισης δεν επιφέρει συστημικό κίνδυνο. Παρόλο που τα παράγωγα εκτιμούνται με μεθόδους mark to market και έχουν άμεση επίδραση στους αντισυμβαλλόμενους, το μέγεθός τους είναι πολύ μικρό σε σύγκριση με τα υπόλοιπα ρευστοποιήσιμα διαθέσιμα. Η χρήση των παραγώγων από θυγατρικές οντότητες μη ασφαλιστικού περιεχομένου έχει αναλυθεί στην παράγραφο 6.1.2.

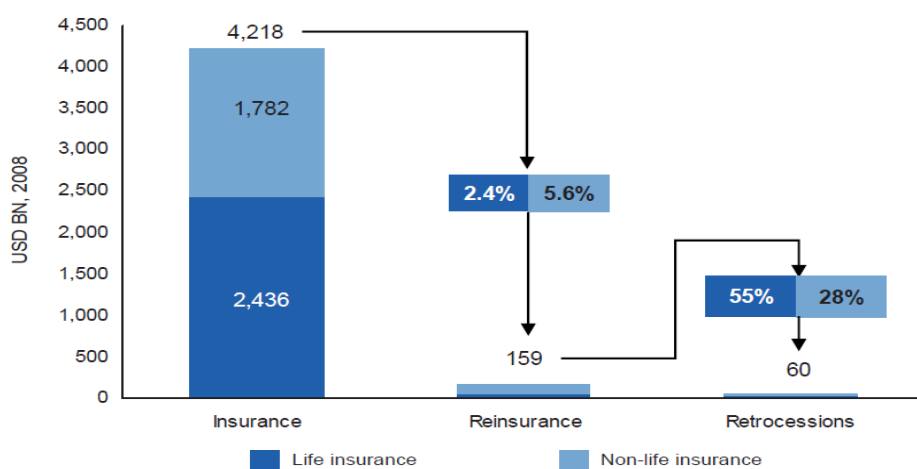
6.3.2 Αντασφάλιση και εκχώρηση κινδύνου

Οι ασφαλιστές χρησιμοποιούν την αντασφάλιση ως ένα εργαλείο μείωσης της έκθεσής τους από κινδύνους με μεγάλη συγκέντρωση. Οι αντασφαλιστές συνδέονται με πολλούς ασφαλιστές μέσω της εκχώρησης κινδύνου και της συνασφάλισης. Η αποτυχία ενός αντασφαλιστή θα μεταφέρει τον κίνδυνο πίσω στους πρωτασφαλιστές που συνεργάζονται με αυτόν.

Οι αντασφαλιστές συνδέονται με πολλούς ασφαλιστές είτε άμεσα είτε έμμεσα μέσα από συμβόλαια συνασφάλισης/εκχώρησης κινδύνου που έχουν συνάψει μεταξύ τους ασφαλιστές. Η σύναψη συμβολαίων excess of loss μπορεί να οδηγήσει σε ένα μεγάλο βαθμό συγκέντρωσης κινδύνου για τους αντασφαλιστές εν αγνοία τους. Η μεγάλη διασύνδεση και η συγκέντρωση του κινδύνου θα μπορούσε να γίνει εμφανής έπειτα από την εκδήλωση σοβαρών καταστροφικών ζημιών ταυτόχρονα.

Στην περίπτωση που ένα τέτοιο γεγονός εκδηλωθεί, ο χρόνος ο οποίος θα περάσει μέχρι την κάλυψη των απαιτήσεων είναι μεγάλος (αντίστοιχο παράδειγμα απεικονίζεται στο γράφημα 4). Επίσης τα ποσοστά εκχώρησης κινδύνου είναι μικρά (γράφημα 23). Συνεπώς η εκδήλωση του προαναφερθέντος γεγονότος δεν θα μπορούσε να θεωρηθεί ότι αποτελεί πηγή συστημικού κινδύνου.

Γράφημα 23. Αξία και ποσοστό εκχώρησης ασφαλιστρού για αντασφάλιση και εκχώρηση κινδύνου παγκοσμίως σε life και non-life τομείς ασφάλισης (2008).



Πηγή: *Key Financial Stability Issues in Insurance: An account of The Geneva Association's ongoing dialogue on systemic risk with regulators and policy-makers, March 2010, The Geneva Association.*

Το ασφάλιστρο που πληρώνει ο ασφαλισμένος καλύπτει τον κίνδυνο τον οποίο εκχωρεί στον ασφαλιστή. Επίσης το ασφάλιστρο περιλαμβάνει το κόστος εκχώρησης κινδύνου από τον ασφαλιστή στον αντασφαλιστή ενώ μόνο ένα τμήμα του ασφάλιστρού παραχωρείται στον αντασφαλιστή.

Ο κίνδυνος στους μεγάλους ασφαλιστές είναι αρκετά διαφοροποιημένος. Οπότε στην περίπτωση που ένας αντασφαλιστής αδυνατεί να καλύψει έναν κίνδυνο αυτό θα σημαίνει μόνο μια ταμειακή εκροή για τον ασφαλιστή. Ο κύριος ασφαλιστής θα έχει αρκετό χρόνο για να καλύψει τις απώλειες από τις απαιτήσεις μειώνοντας σημαντικά την επίδραση του συμβάντος.

Το προφίλ κινδύνου των αντασφαλιστών δείχνει ότι είναι μακροχρόνιοι επενδυτές περιουσιακών στοιχείων και όχι ιδρύματα τα οποία χρησιμοποιούν μηχανισμούς μόχλευσης. Παρόλο που δεν υπάρχει κάποιο παράδειγμα αποτυχίας κάποιου αντασφαλιστή, στην υποθετική ανάλυση που έχει γίνει από το Group of Thirty²⁷ υποστηρίζεται ότι η μη δυνατότητα κάλυψης του 20% των κινδύνων που έχουν αναλάβει οι αντασφαλιστές θα σήμαινε απώλειες ύψους 28 δις. δολαρίων το οποίο αντιστοιχεί σε λιγότερο από 2% των ασφαλίστρων του non-life τομέα.

6.3.2.1 Συμπεράσματα

Η φύση της δραστηριότητας της αντασφάλισης, το μέγεθος της στη λειτουργία της ασφάλισης και το προφίλ κινδύνου των αντασφαλιστών αποκλείουν την περίπτωση εκδήλωσης συστημικού κινδύνου που να οφείλεται σ' αυτή.

Επίσης η πιθανότητα μεγάλης συγκέντρωσης κινδύνου στους αντασφαλιστές μειώνεται καθώς γίνεται συνεχώς πιο εύκολο να παρακολουθείται η έκθεση σε κινδύνους με μεγάλη

²⁷ G30 Working Group. (2006) Reinsurance and International Financial Markets. Washington, DC: Group of Thirty

συγκέντρωση. Τέλος η ταχύτητα με την οποία αποπληρώνονται οι απαιτήσεις από καταστροφικές ζημιές δίνει τη δυνατότητα τόσο στους ασφαλιστές όσο και στους αντασφαλιστές να ανακάμψουν στο χρόνο.

6.3.3 Ασφαλιστικά παράγωγα

Η πρακτική της τιτλοποίησης από τους ασφαλιστές είναι ένα μέσο διαχείρισης κινδύνου και κεφαλαίων. Μέσω αυτών των παραγώγων μπορούν να μεταφέρουν μέρος των κινδύνων σε άλλους επενδυτές εκτός από τους μετόχους αυξάνοντας έτσι το capacity της βιομηχανίας. Γενικά όμως τα παράγωγα ασφάλισης δεν χρησιμοποιούνται για την χρηματοδότηση επενδύσεων αλλά ως πόροι χρηματοδότησης μακροχρόνιου χρέους.

Τα ασφαλιστικά παράγωγα δεν εκθέτουν σε κίνδυνο τους ασφαλιστές αλλά ούτε τον ευρύτερο χρηματοπιστωτικό τομέα. Τα παράγωγα αυτά μπορούν να τα αγοράσουν άλλοι ασφαλιστές ή αντασφαλιστές. Ωστόσο το 2011 οι συνολικές επενδύσεις σε ILS ολόκληρου του ασφαλιστικού κλάδου ανερχόταν στα 428 εκατομμύρια δολάρια. Το 2012 ασφαλιστές και αντασφαλιστές κατείχαν μόλις το 5% των ασφαλιστικών παραγώγων.²⁸ Συνεπώς ο κίνδυνος για τους ασφαλιστές που αγοράζουν αυτά τα παράγωγα είναι μικρός.

Οι συνολικές απώλειες του συστήματος δεν ξεπερνούν αυτές του ασφαλιστικού γεγονότος. Συνεπώς τα ILS δεν ενισχύουν τις πιθανές απώλειες στο σύστημα. Αντιθέτως με την κατανομή του κόστους κάλυψης των ζημιών μειώνουν το συστημικό κίνδυνο.

Ο όγκος των συναλλαγών για ασφαλιστικά παράγωγα δεν είναι μεγάλος. Η ονομαστική αξία του μεγαλύτερου παράγωγο καιρού (ILW) το 2005 ήταν 45 δις. δολάρια. Η βάση των επενδυτών σε ασφαλιστικά παράγωγα καιρού είναι κυρίως εταιρίες των οποίων τα κέρδη εξαρτώνται από τις καιρικές συνθήκες και η διαπραγμάτευση των περισσότερων γίνεται σε οργανωμένη αγορά (Chicago Mercantile Exchange).

6.3.3.1 Συμπεράσματα

Η χαμηλή συμμετοχή των ασφαλιστών σε ασφαλιστικά παράγωγα και ο περιορισμός των ζημιών στο υποκείμενο ασφαλιστικό γεγονός (καταστροφή) συνεπάγεται ότι οι δραστηριότητες των ασφαλιστών στα παράγωγα ασφάλισης δεν είναι συστημικής σημασίας.

6.4 Χρηματοδότηση και διαχείριση ρευστότητας

Οι ασφαλιστές έχουν να διαχειριστούν το ενεργητικό και το παθητικό ταυτόχρονα. Η διαχείριση των επενδύσεων απαιτεί συντονισμό για την αποφυγή του κινδύνου ρευστότητας σε συνδυασμό με τα μεγαλύτερα κέρδη για τους επενδυτές. Ο συντονισμός αυτός γίνεται πάντα με γνώμονα τις απαιτήσεις και την προέλευσή τους.

6.4.1 Αναντιστοιχίες βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης

Ορισμένοι ασφαλιστές χρησιμοποιούν την υψηλή πιστοληπτική τους ικανότητα για την χρηματοδότηση αγοράς (ακάλυπτων) εταιρικών ομολόγων (commercial papers) δεδομένου ότι αυτά τα περιουσιακά στοιχεία προφέρουν υψηλές αποδόσεις.

Μια άλλη πρακτική είναι ο δανεισμός τίτλων σε επενδυτές που επενδύουν σε short sellers επενδυτές και επανεπενδύουν με τις εξασφαλίσεις δημιουργώντας υψηλότερες αποδόσεις για τους μετόχους.

²⁸ http://www.naic.org/cipr_topics/topic_insurance_linked_securities.htm

Δεδομένης της μεγάλης ρευστότητας των ασφαλιστών, οι δραστηριότητες αυτές προσθέτουν αξία χωρίς να απαιτούν απαραίτητα μόχλευση. Επιπλέον αποτελούν πηγές ρευστότητας για τους ασφαλιστές. Όμως στην περίπτωση που τέτοιες δραστηριότητες λαμβάνουν χώρα μαζικά με χρήση μόχλευσης και υπάρχει κακοδιαχείριση των ρευστών διαθέσιμων πόρων, τότε είναι πιθανή η ανεπάρκεια να αντιμετωπιστεί ο κίνδυνος της ρευστότητας σε μια κρίση.

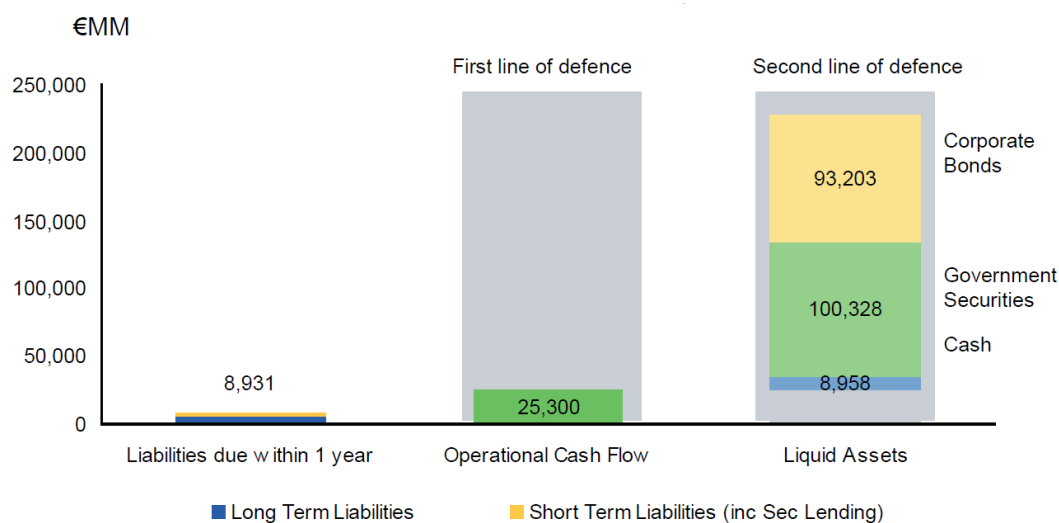
Είναι λογικό οι ασφαλιστές να χρησιμοποιούν τις παραπάνω μεθόδους για την βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση και τη βελτίωση των αποδόσεων για τους μετόχους και τους ασφαλισμένους, όπως κάθε άλλο χρηματοπιστωτικό ίδρυμα. Η κακοδιαχείριση και στις δυο περιπτώσεις οδηγεί στον ίδιο κίνδυνο. Η βραχυπρόθεσμη χρηματοδότη και η επένδυση σε περιουσιακά στοιχεία με μεγαλύτερη ωριμότητα μπορούν να οδηγήσουν σε κίνδυνο ρευστότητας. Οι πηγές χρηματοδότησης μπορούν ανά πάσα στιγμή να καταστούν ανεπαρκείς. Το αποτέλεσμα αυτής της ανεπάρκειας θα οδηγήσει τους ασφαλιστές στην πώληση περιουσιακών στοιχείων, επιδεινώνοντας τις απώλειες.

Η περίπτωση της AIG δείχνει πως είναι δυνατό να προκύψουν προβλήματα ρευστότητας από τον δανεισμό τίτλων και στη συνέχεια επένδυσης των εξασφαλίσεων σε μη ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία. Η AIG είχε επενδύσει περισσότερο από το 60% των εξασφαλίσεων σε MBS. Όταν οι συναλλαγές δανεισμού τίτλων σταμάτησαν, η AIG δεν μπορούσε να ρευστοποιήσει τα περιουσιακά της στοιχεία ώστε να επιστρέψει τις εξασφαλίσεις. Αν οι εξασφαλίσεις δεν είχαν χρησιμοποιηθεί με σκοπό την υπό μόχλευση επένδυση, το σοκ ρευστότητας που αντιμετώπισε η AIG θα μπορούσε να είχε προληφθεί.

Ο μηχανισμός μετάδοσης των απωλειών από αυτές τις δραστηριότητες είναι πολύ γρήγορος. Αρκετές μεγάλες τράπεζες είχαν έκθεση στην AIG μέσα από τον δανεισμό τίτλων. Η αδυναμία της AIG να καλύψει αυτές τις θέσεις θα έφτανε τα 43,7 δις. δολάρια απώλειες για αυτές τις τράπεζες.

Η πρόσφατη χρηματοοικονομική κρίση είχε ως έντονο χαρακτηριστικό την έλλειψη ρευστότητας στον τραπεζικό τομέα. Εν τούτοις οι ασφαλιστές δεν αντιμετώπισαν συστημικό σοκ ρευστότητας. Αυτό συνέβη εν μέρει γιατί οι ασφαλιστές προχρηματοδοτούνται από μια σταθερή πηγή εσόδων (ασφάλιστρα) και εν μέρει γιατί ασκούν πιο προσεκτική διαχείριση ρευστότητας. Χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι η Allianz η οποία κατέχει 39 φορές τις υποχρεώσεις της που λήγουν εντός του έτους σε ρευστά διαθέσιμα (γράφημα 24). Στις υποχρεώσεις αυτές συμπεριλαμβάνονται commercial papers και εξασφαλίσεις από δανεισμό τίτλων. Αντιθέτως ο τραπεζικός τομέας βασίζεται στη βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση για τις καθημερινές του ανάγκες. Ενώ ο ασφαλιστικός τομέας έχει θετικές ταμειακές ροές οι οποίες είναι ικανές να καλύψουν τις ανάγκες τους σε ρευστότητα.

Γράφημα 24. Allianz: Υποχρεώσεις και πηγές ρευστών διαθεσίμων (2008).



Πηγή: *Key Financial Stability Issues in Insurance: An account of The Geneva Association's ongoing dialogue on systemic risk with regulators and policy-makers, March 2010, The Geneva Association.*

6.4.1.1 Συμπεράσματα

Με έναυσμα την περίπτωση της AIG συμπεραίνουμε ότι σε ακραίες περιπτώσεις βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης με αξιόγραφα και ο δανεισμός τίτλων σε μαζική κλίμακα σε συνδυασμό με κακοδιαχείριση των εξασφαλίσεων μπορεί να είναι συστημικά σημαντικές δραστηριότητες. Οι δραστηριότητες δεν συνδέονται αποκλειστικά με τον ασφαλιστικό τομέα. Εν τούτοις η μεγάλη διαθεσιμότητα ρευστότητας στον ασφαλιστικό τομέα καθιστά τους ασφαλιστές πιο ισχυρούς απέναντι σε σοκ ρευστότητας που προέρχονται από αυτές τις δραστηριότητες.

6.5 Προστασία από τον πιστωτικό κίνδυνο

Οι δραστηριότητες πιστωτική προστασίας περιλαμβάνουν τις ακόλουθες δραστηριότητες:

1. Ασφάλιση πιστώσεων/ πιστωτική προστασία
2. Χρηματοοικονομικές εγγυήσεις
3. Credit default swaps (CDS)

Η ασφάλιση πιστώσεων παρά τη σχέση της με τον πιστωτικό κίνδυνο είναι παραδοσιακή ασφαλιστική δραστηριότητα. Ενώ πολλοί λίγοι ασφαλιστές ασχολούνται με τις χρηματοοικονομικές εγγυήσεις και την σύναψη συμβολαίων CDS. Παρά το γεγονός ότι όλες οι δραστηριότητες προσφέρουν κάλυψη έναντι του πιστωτικού κινδύνου, έχουν ωστόσο ορισμένες διαφορές.

6.5.1 Πιστωτική προστασία

Παραδοσιακά οι ασφαλιστές συναλλάσσονται με τράπεζες για την κάλυψη από τον πιστωτικό κίνδυνο. Η αδυναμία του ασφαλιστή αν καλύψει τη θέση των ασφαλισμένων θα μπορούσε να μεταδώσει την οικονομική αστάθεια στους αντισυμβαλλόμενους.

Το μέγεθος της πιστωτικής κάλυψης που προσφέρεται δημιουργεί μόλις το 1% των non-life ασφαλιστρών παγκοσμίως. Συνεπώς η πιστωτική κάλυψη αποτελεί πολύ μικρή αγορά και συνεπώς δεν είναι συστημικής σημασίας.

Παρά τη σύνδεση με τις μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις και τους εξαγάγει, η πώληση πιστωτικής προστασίας δεν είναι ιδιαίτερα συνδεδεμένη με το χρηματοοικονομικό τομέα. Ο κύκλος των συμμετεχόντων περιλαμβάνει ένα μεγάλο αριθμό μικρών επιχειρήσεων με περιορισμένη οικονομική αλληλεπίδραση.

6.5.1.1 Συμπεράσματα

Η έλλειψη διασύνδεσης και το μικρό μέγεθος της δραστηριότητας δεν συνεπάγονται συστημικό κίνδυνο.

6.5.2 Χρηματοοικονομικές εγγυήσεις

Οι χρηματοοικονομικές εγγυήσεις προσφέρουν πιστωτική προστασία στους εκδότες ομολογιών. Αν και παράγουν μικρά σχετικά ποσά σε όρους ασφαλιστρών, καλύπτουν περιουσιακά στοιχεία πάνω από 2,3 τρις δολάρια. Συνεπώς υπάρχει μεγάλη σύνδεση με την πραγματική οικονομία και τις τράπεζες που έχουν μεγάλη έκθεση σε monopoliners.

Το επιχειρηματικό μοντέλο των monopoliners διαφέρει πολύ από των άλλων ασφαλιστών. Τα χαρτοφυλάκιά τους έχουν μεγάλη συγκέντρωση κινδύνου, χρησιμοποιείται μόχλευση με υψηλά ποσοστά και είναι ιδιαίτερα ευαίσθητοι στις αλλαγές της πιστοληπτικής τους διαβάθμισης.

Συνεπώς η υποβάθμιση των monopoliners μπορεί να επιφέρει συστημικές αναταραχές, αναγκάζοντας τους επενδυτές να μειώσουν τις εκθέσεις τους. Η πτώση στις τιμές των μετοχών και η αποτίμηση mark to market οδηγούν στην ταχύτερη μετάδοση των απωλειών.

6.5.2.1 Συμπεράσματα

Ο υψηλός βαθμός διασύνδεσης, η ευαισθησία των monopoliners στις διαβαθμίσεις, η μεγάλη συγκέντρωση κινδύνου και η υψηλή ταχύτητα μετάδοσης των απωλειών μπορούν, εφόσον το μέγεθος του monopoliner είναι σημαντικό στην αγορά, να αποτελέσουν συστημικό κίνδυνο.

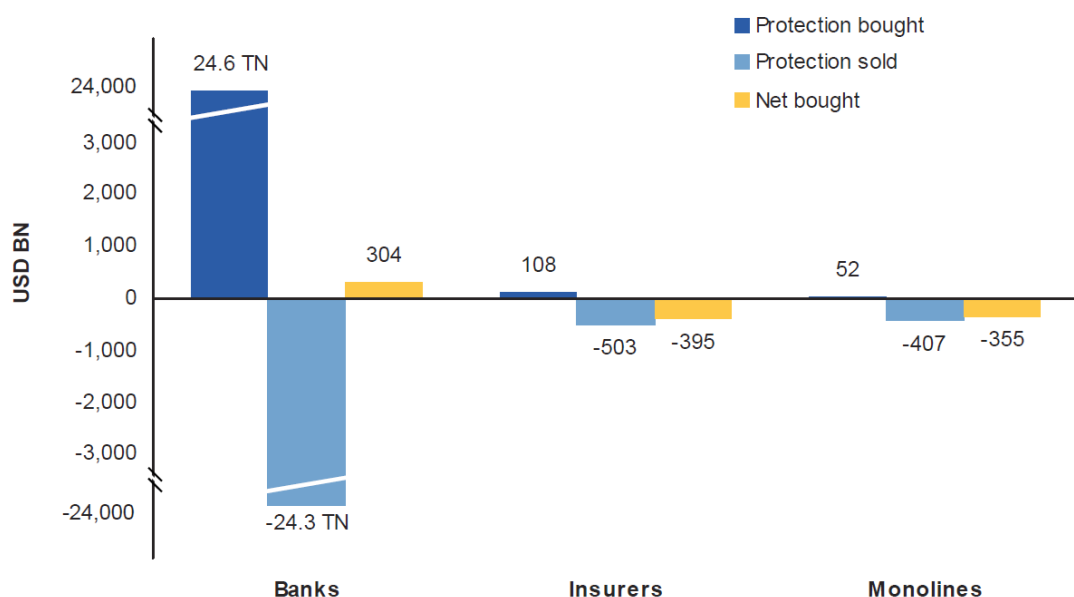
Όμως η συμπεριφορά των monopoliners δεν αποτελεί θέμα για τον ασφαλιστικό κλάδο στο σύνολό του και συνεπώς θα πρέπει να υπόκειται στις ίδιες ρυθμίσεις και ελέγχους όπως και κάθε άλλο ίδρυμα που έχει παρόμοιες δραστηριότητες.

6.5.3 Συμβόλαια CDS

Τα συμβόλαια CDS αυξάνουν την ρευστότητα στις πιστωτικές αγορές και διευκολύνουν τις επενδύσεις. Εφόσον δεν υπάρχει μόχλευση τα CDS δεν αντιπροσωπεύουν υψηλότερο κίνδυνο από την αγορά ενός ομολογιακού δανείου.

Αν και η σύναψη συμβολαίων CDS δεν αφορά τις ρυθμιστικές αρχές του ασφαλιστικού τομέα, η πώληση αυτού του είδους συμβολαίων γίνεται κυρίως από τους ασφαλιστές (γράφημα 25). Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι οι ασφαλιστές έχουν μακροχρόνιο επενδυτικό ορίζοντα και έχουν μικρή ευαισθησία στις mark to market αποτιμήσεις των CDS.

Γράφημα 25. Αγορά/Πώληση CDS (Δεκέμβριος 2006).



Πηγή: *Key Financial Stability Issues in Insurance: An account of The Geneva Association's ongoing dialogue on systemic risk with regulators and policy-makers, March 2010, The Geneva Association.*

Όπως και η ασφάλιση πιστωτικής προστασίας έτσι και η σύναψη συμβολαίων CDS, παρέχουν προστασία έναντι αθέτησης του υποκείμενου τίτλου. Η διαφορά έγκειται στο γεγονός ότι δεν απαιτείται ασφαλιστικό συμφέρον για την αγορά ενός CDS. Ο πωλητής δεν απαιτείται να υπόκειται σε ρυθμιστικούς ελέγχους ή να διαθέτει αποθέματα. Οι πωλητές διαχειρίζονται τον κίνδυνο με συμψηφισμό θέσεων.

Οι ρυθμιστικές σε πολλές χώρες απαγορεύουν την συμμετοχή σε κερδοσκοπικές συναλλαγές με χρήση παραγώγων. Συχνά ορισμένοι ασφαλιστές συνάπτουν συμβόλαια CDS με άλλες οντότητες εντός του ομίλου (π.χ. AIG FP). Οι ασφαλιστές δεν είναι υποχρεωμένοι να αποκαλύπτουν τον όγκο αυτών των συμβολαίων, δημιουργώντας αδιαφάνεια σχετικά με την έκθεση σε πιστωτικό κίνδυνο. Ωστόσο συνήθως οι μεγάλοι ασφαλιστές αποκαλύπτουν συχνά τις εκθέσεις τους από αυτά τα ανοίγματα.

6.5.3.1 Συμπεράσματα

Το μέγεθος της έκθεσης σε συμβόλαια CDS, η ταχύτητα με την οποία η αξία τους μπορεί να υποτιμηθεί και η μεγάλη διασύνδεση που δημιουργούν στο εσωτερικό του χρηματοπιστωτικού τομέα υποδηλώνουν ότι αυτή η δραστηριότητα είναι συστημικά σημαντική.

6.6 Συμπεράσματα

Με βάση τα κριτήρια που έθεσε το FSB εξετάστηκαν οι δραστηριότητες στις οποίες εμπλέκονται οι ασφαλιστές. Το συμπέρασμα είναι ότι οι τυπικές ασφαλιστικές δραστηριότητες δεν αποτελούν συστημικό κίνδυνο. Εν τούτοις δυο μη βασικές δραστηριότητες ενέχουν συστημικό κίνδυνο.

1. Κακοδιαχείριση βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης που πηγάζει από την αγορά commercial papers και τον δανεισμό τίτλων.
2. Συναλλαγές παραγών εκτός ασφαλιστικού ισολογισμού (συμπεριλαμβανομένων των CDS).

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

7.1 Ο συστημικός κίνδυνος στον τομέα της ασφάλισης

Μετά την οικονομική κρίση το Συμβούλιο των G-20 ζήτησε από το **Συμβούλιο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (FSB)** την ανάπτυξη μεθοδολογιών για τον προσδιορισμό των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων που ενδέχεται να προκαλέσουν προβλήματα στο σύνολο ή σε μέρος του χρηματοπιστωτικού συστήματος και, (ii) δυνητικά να επιφέρουν σοβαρές αρνητικές συνέπειες για την πραγματική οικονομία.

Το **FSB** ζήτησε από την **Διεθνή Ένωση Ασφαλιστικών Εποπτών (IAIS)** να αναπτύξει μια διαδικασία που θα βοηθήσει την **FSB** στον καθορισμό των συστημικά σημαντικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων (SIFIs) στον τομέα της ασφάλισης.

Μέσα από το ερευνητικό πρόγραμμα Insurance and Finance σε συνδυασμό με την IAIS και το **PROGRESS** έχει γίνει προωθηθεί σημαντικά δημιουργία μελετών και η μετάδοση της γνώσης σε θέματα που αφορούν τη συστημική σημαντικότητα του ασφαλιστικού τομέα.

Το «**Insurance and Finance Programme**» μελετά και δρα μέσω της Επιτροπής Οικονομικής Σταθερότητας (**Financial Stability Steering Committee**) σε έξι κατευθύνσεις:

- Την επιλογή συστημικά σημαντικών επικίνδυνων δραστηριοτήτων
- Την δημιουργία δεικτών
- Την ποσοτική ανάλυση
- Την δημιουργία μεθοδολογίας για την επίβλεψη των δεικτών
- Τον κίνδυνο που αφορά συνολικά τον τομέα
- Την AIG (μελέτη περίπτωσης)

Εν τούτοις έπειτα από την ανάλυση που προηγήθηκε προκύπτει το εξής συμπέρασμα: Η κύρια δραστηριότητα των ασφαλιστικών δεν αποτελεί πηγή κινδύνου για το χρηματοπιστωτικό και οικονομικό σύστημα.

Ευρήματα που υποστηρίζουν την παραπάνω θέση:

1. Ποτέ κύρια ασφαλιστική δραστηριότητα δεν έχει προκαλέσει μια συστημική οικονομική κρίση.
2. Οι παραδοσιακές ασφαλιστικές δραστηριότητες έχουν ανεστραμμένο κύκλο παραγωγής (προ-χρηματοδότηση των υποχρεώσεων).
3. Ο ασφαλιστικός τομέας είναι σταθεροποιητικός, λόγω της ικανότητας απορρόφησης «shock» και του μακροπρόθεσμου χρονικού ορίζοντα της επένδυσης.
4. Οι ασφαλιστικές εταιρίες έχουν δοκιμασμένο και υγιή μηχανισμό που τους επιτρέπει την ομαλή πορεία την πάροδο του χρόνου.

Επίσης σε άμεση σύγκριση με τον τραπεζικό τομέα:

5. Οι ρόλοι στην οικονομία και τα επιχειρηματικά μοντέλα των ασφαλιστών και των τραπεζών είναι διαφορετικά.
6. Η διαχείριση περιουσιακών στοιχείων παθητικού αποτελεί βασικό χαρακτηριστικό των ασφαλιστικών δραστηριοτήτων.

7. Οι τράπεζες λαμβάνουν βραχυπρόθεσμα δάνεια ενώ δανείζουν μακροπρόθεσμα.
Οι ασφαλιστικές εταιρείες συνήθως δεν λαμβάνουν τέτοιους κινδύνους.

Ωστόσο, δύο δυνητικά συστημικά επικίνδυνες δραστηριότητες απαιτούν περαιτέρω εκτίμηση:

- A. Κερδοσκοπία παραγώγων / Οικονομικές εγγυήσεις (cds).
- B. Κακή διαχείριση βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης.

7.2 Ο κίνδυνος ρευστότητας στις ασφαλιστικές

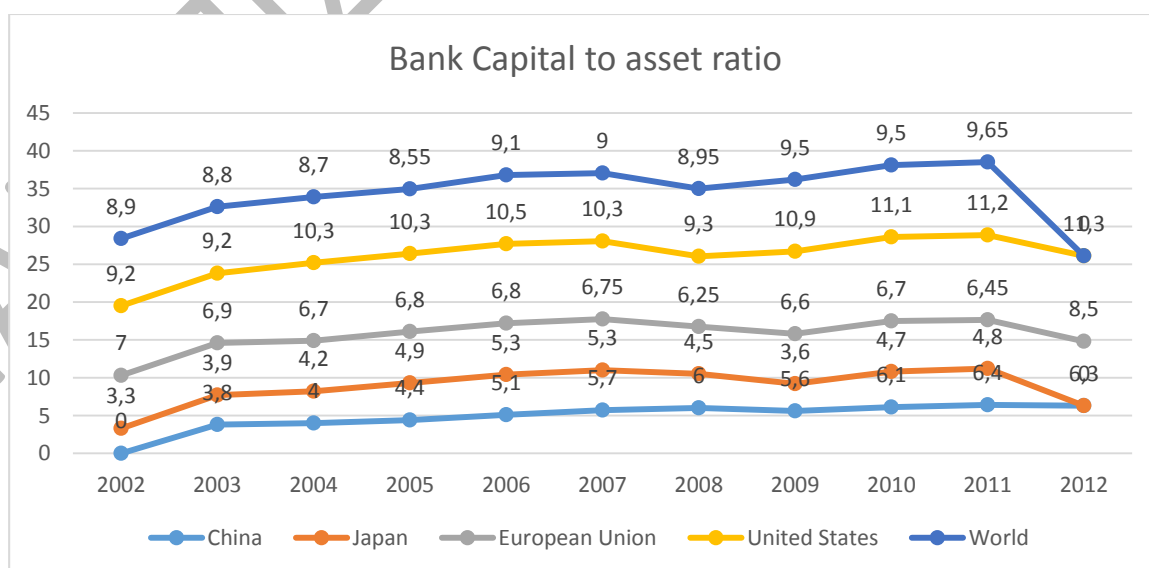
Οι ασφαλιστικές συνήθως χρηματοδοτούνται από μια σταθερή ροή ασφαλιστρών, με περιορισμένη εξάρτηση από βραχυπρόθεσμες χρηματοδοτήσεις. Συνεπώς ο κίνδυνος ρευστότητας είναι πολύ μικρότερος από αυτό των εμπορικών και των επενδυτικών τραπεζών.

Ωστόσο δεν βρίσκονται στο απυρόβλητο του κινδύνου ρευστότητας. Οι πτωτικές αξιολογήσεις σε ορισμένους τύπους ασφαλιστών μπορούν να δημιουργήσουν αρνητική εικόνα με το ανάλογο αντίκρισμα στην αγορά. Η οικονομική ενίσχυση προς τις ασφαλιστικές δεν είναι κάτι συνηθισμένο (γεγονός που υποδεικνύει την ιστορική σταθερότητα του τομέα). Κατά γενικό κανόνα η λειτουργία της ασφάλισης δεν συνεπάγεται κίνδυνο ρευστότητας, αφού τα τέλη συλλέγονται εκ των προτέρων.

7.3 Ο κίνδυνος ρευστότητας στις τράπεζες

Τα τελευταία χρόνια υπήρξε μια ανοδική τάση της αναλογίας του κεφαλαίου των τραπεζών προς το σύνολο του ενεργητικού τους. Η τάση διήρκεσε μέχρι και το 2011 όπου η κρίση πλέον ξεπεράστηκε (ήδη από το 2010). Το κεφάλαιο περιλαμβάνει και τα εποπτικά κεφάλαια, τα οποία δημιουργούνται υπάρχουν για την αντιμετώπιση δύσκολων συνθηκών, ώστε να μπορέσουν να επιβιώσει το ίδρυμα.

Γράφημα 26. Αναλογία κεφαλαίου προς ενεργητικό στις τράπεζες (Bank Capital to assets ratio).



Πηγή: <http://data.worldbank.org>

Το 2010 ο πρόεδρος της επιτροπής της Βασιλείας για την τραπεζική εποπτεία, Jaime Caruana, σε ομιλία του στην Κίνα σχετικά με προλαμβάνουσες μακροοικονομικές πολιτικές της Βασιλείας III ισχυρίστηκε ότι αν η Βασιλεία III υπήρχε πριν την κρίση, οι τράπεζες θα είχαν ισχυρότερη κεφαλαιακή βάση, και θα ήταν σε θέση να αντλήσουν από αυτά. Το χρηματοπιστωτικό σύστημα θα ήταν καλύτερα προετοιμασμένο να αντέξει το σοκ της φούσκας των στεγαστικών δανείων και των σχετικών παραγώγων. Ως αποτέλεσμα η επίπτωση από τις απώλειες στην παροχή πιστώσεων θα ήταν πιο ήπια και δεν θα χρειαζόταν κρατική υποστήριξη. Ενώ η επιδείνωση του επιχειρηματικού κύκλου λόγω της κρίσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος θα είχε μειωθεί σημαντικά.²⁹

7.4 Progress Reports 2012

Τα καθαρά έσοδα της Fannie Mae το 2012 ανήλθαν στα 17,2 δις. δολάρια (ιστορικό υψηλό). Μέχρι τις 31 Μαρτίου είχε επιστρέψει στο κράτος 35,6 δις. δολάρια σε μερίσματα.

Αντίστοιχα στον ασφαλιστικό τομέα η AIG επέστρεψε τα 182,3 δις δολάρια ενίσχυση που είχε λάβει από την κυβέρνηση των Η.Π.Α. μαζί με τόκους αξίας 22 δις. δολαρίων.

Η κρίση των ενυπόθηκων δανείων ξεπεράστηκε μέσα σε τρία χρόνια στις Η.Π.Α. Το γεγονός αυτό υποδηλώνει τη σημασία που είχε η μόχλευση στον τραπεζικό τομέα. Οι ενέσεις ρευστότητας από την κυβέρνηση των Η.Π.Α. βοήθησαν να ξεπεραστεί το πρόβλημα της ρευστότητας. Στο παρακάτω γράφημα φαίνεται η πορεία των τιμών των ακινήτων μέσα από ένα εποχικά διορθωμένο δείκτη.

Σημαντικό ρόλο στην επίτευξη της σταθερότητας διαδραμάτισε το κρατικό πρόγραμμα των Η.Π.Α. CPP το οποίο:

1. Ενίσχυσε την κεφαλαιακή θέση των βιώσιμων ιδρυμάτων όλων των μεγεθών και συνεπώς την εμπιστοσύνη σ' αυτά τα ιδρύματα (Στήριξη ύψους 205 δις. δολαρίων σε 707 τράπεζες)³⁰.
2. Από το 2009 άρχισε να λαμβάνει πίσω τα κεφάλαια (μαζί με τόκους) που δόθηκαν προς ενίσχυση αυτών των ιδρυμάτων.³¹

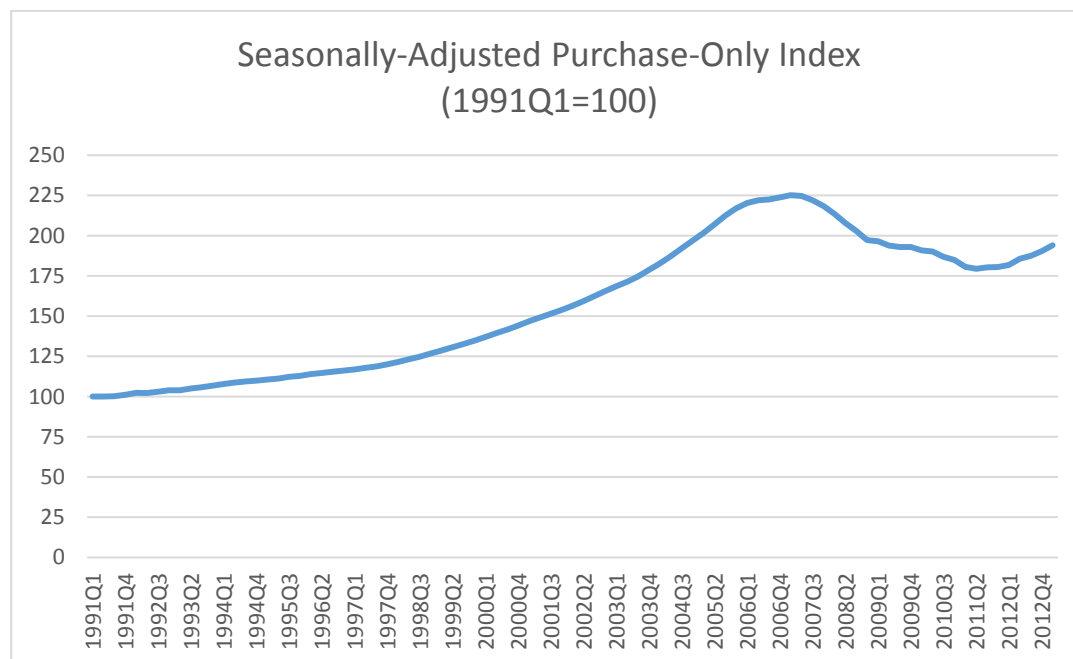
Ο στόχος του προγράμματος ήταν απλός. Δεν έπρεπε να παγώσει ο δανεισμός προς τις επιχειρήσεις, ώστε η κρίση να μπορέσει να μετριαστεί διατηρώντας ένα μέσο τόνωσης της οικονομίας.

²⁹ Bisias, D., Flood, M., Lo W. A., and Valavanis, S. (2012) "A survey of systemic risk analytics". Annual Review of Financial Economics. [Online] Annual Reviews 4 (10) p.255-296. Available from: <http://www.annualreviews.org/doi/abs/10.1146/annurev-financial-110311-101754>. [Accessed: 29th October 2013].

³⁰ http://www.treasury.gov/initiatives/financial-stability/reports/Documents/TARP%20Two%20Year%20Retrospective_10%2005%2010_transmittal%20letter.pdf

³¹ <http://www.treasury.gov/initiatives/financial-stability/TARP-Programs/bank-investment-programs/cap/Pages/default.aspx>

Γράφημα 27. Εποχικά προσαρμοσμένος δείκτης τιμής αγοράς ακινήτων στις Η.Π.Α (Περίοδος βάσης 1991Q1)



Πηγή: Federal Housing Finance Agency

7.5 Προληπτικά μέτρα αποφυγής μιας χρηματοοικονομικής κρίσης

Αυτό που χρειάζεται κυρίως είναι η στενή συνεργασία μεταξύ νομοθετών, επιχειρήσεων, ακαδημαϊκών για την δημιουργία και ρύθμιση των εργαλείων που θα κρατήσουν το χρηματοοικονομικό σύστημα πιο σταθερό με τους κατάλληλους κανόνες. Θα αποφευχθούν έτσι οι υπερβολικοί κανόνες μετά από μια κρίση και η υπερβολική χαλαρότητα κανόνων καθώς περνάει ο χρόνος. Η εξέταση της κάθε χρηματοοικονομικής δραστηριότητας χωριστά μπορεί να οδηγήσει στις κατάλληλες ρυθμίσεις που απαιτούνται για την αποφυγή του συστημικού κινδύνου.

7.5.1 Έλεγχος στην εσωτερική κίνηση των κεφαλαίων εντός σύνθετων ομίλων

Η πιο απλή λύση θα συνιστούσε ένα premium στα κεφάλια των πολυσύνθετων οργανισμών. Ενώ θα πρέπει επίσης να δημιουργηθούν εσωτερικές δομές οι οποίες θα εξασφαλίζουν το διαχωρισμό των κεφαλαίων ανάλογα με τη χρήση τους. Με αυτό τον τρόπο θα μπορούν να ελέγχονται καλύτερα.

Η εποπτεία αυτών των οντοτήτων θα πρέπει να γίνει αυστηρότερη καθώς η πρόσφατη κρίση έδειξε την ανεπάρκεια της μέχρι σήμερα εποπτείας.

Οι ρυθμιστικές αρχές θα πρέπει να δημιουργήσουν λίστες με επιτρεπτές και μη (όπως το **Cross subsidization**) ενέργειες μεταξύ των εταιριών του ομίλου. Η δημιουργία ενός ξεκάθαρου νομοθετικού πλαισίου κρίνεται απαραίτητη.

7.5.2 Εφαρμογή υποθετικών δυσμενών σεναρίων

Η εφαρμογή υποθετικών δυσμενών σεναρίων μπορεί να αξιολογήσει αν τα διάφορα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα έχουν αρκετή κεφαλαιακή επάρκεια, ώστε να αντέξουν ένα δυσμενέστερο οικονομικό περιβάλλον.

Τα τεστ θα πρέπει να διενεργούνται μεθοδικά ως μια συντονισμένη εποπτική διαδικασία για να εξασφαλίζεται η εγκυρότητα και εγκαιρότητά τους. Οι εποπτικές αρχές θα συνεργάζονται με τα διάφορα ιδρύματα με σκοπό να εκτιμήσουν το εύρος των πιθανών απωλειών και τους ενδεχόμενους απαιτούμενους πόρους που θα χρειαστούν για την οικονομική τους ανάκαμψη.

Μεταξύ άλλων θα πρέπει να εκτιμούνται:

- Η επίδραση στα κέρδη και στο κεφάλαιο σε τρέχουσες και σε μελλοντικές συνθήκες
- Η ποιότητα του ενεργητικού και η έκθεσή του σε πιστωτικό κίνδυνο
- Η πιθανότητα μη αναμενόμενων ζημιών και η μείωση στην αξία του ενεργητικού
- Λοιπές δεσμεύσεις εκτός ισολογισμού
- Το επίπεδο και η ποιότητα του κεφαλαίου
- Η δυνατότητα άντλησης νέων κεφαλαίων (π.χ. έκδοση μετοχών)
- Άλλοι κίνδυνοι που δεν καλύπτονται πλήρως στους ρυθμιστικούς κανόνες.

Ένα παράδειγμα είναι το **SCAP (Supervisory Capital Assessment Program 2009)**³² το οποίο μπορεί να θεωρηθεί και ως αναγκαία τακτική για την επιλογή μέτρων ελέγχου αφού ο σκοπός ήταν να αξιολογήσει χρηματοπιστωτικά ιδρύματα με περιουσιακά στοιχεία πάνω από 100 δις. δολάρια, υποβάλλοντάς τα σε ένα βασικό και ένα πιο δυσμενές θεωρητικό σενάριο που αφορούσαν τον ρυθμό ανάπτυξης, το ρυθμό ανεργίας και τις τιμές των ακινήτων. Τα αποτελέσματα για τα 19 ιδρύματα που συμμετείχαν φαίνονται παρακάτω στον πίνακα 11.

Τα ιδρύματα αναγκάστηκαν να λάβουν αυτά τα κεφάλαια από το Υπουργείο οικονομικών των Η.Π.Α. με τη μορφή πώλησης προνομιούχων μετοχών. Δόθηκε επίσης προθεσμία έξι μηνών για την αύξηση του μετοχικού τους κεφαλαίου ώστε να μπορέσουν να απαλλαχθούν από την ανωτέρω συμφωνία.

³² Acharya, V. V. and Pedersen, L. H., Philippon, T. and Richardson, M. P. (2010) "Measuring Systemic Risk". AFA 2011 Denver Meetings Paper. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1573171>. [Accessed: 26th October 2013]. Υποστηρίζεται ότι το SCAP τεστ λειτούργησε όπως το SES, αφού και τα δυο εκτιμούν αναμενόμενα ελλείματα από μια επικείμενη πιθανή κρίση, με τη διαφορά ότι το SES χρησιμοποιεί όλες τις δυνατές πληροφορίες.

Πίνακας 11. SCAP τεστ – Απαιτούμενα κεφάλαια

Ίδρυμα	Επιπλέον απαιτούμενα κεφάλαια σε δις δολάρια
Bank of America	33,9
JPMorgan Chase	0
Citigroup	5,5
Wells Fargo	13,7
Goldman Sachs	0
Morgan Stanley	1,8
Metropolitan Life Insurance Company	0
PNC Financial Services	0,6
U,S, Bancorp	0
The Bank of New York Mellon	0
GMAC	11,5
SunTrust Banks	2,2
Capital One	0
BB&T	0
Regions Financial Corporation	2,5
State Street Corporation	0
American Express	0
Fifth Third Bank	1,1
KeyCorp	1,8
Σύνολο	74,6

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8: ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ & ΟΡΟΛΟΓΙΑ

8.1 Βιβλιογραφία

Alexander, K. Dhumale, R. Eatwell, J. (2005) *Global Governance of Financial Systems: The International Regulation of Systemic Risk*. Finance and the Economy. U.S.A.: Oxford University Press.

Acharya, V. V. and Pedersen, L. H., Philippon, T. and Richardson, M. P. (2010) "Measuring Systemic Risk". *AFA 2011 Denver Meetings Paper*. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1573171>. [Accessed: 26th October 2013].

Basel Committee on Banking Supervision. (2011) *Global systemically important banks: Assessment methodology and the additional loss absorbency requirement*. Bank for International Settlements. [Online] Available at: <http://www.bis.org/publ/bcbs207.htm>. [Accessed: 22nd July 2013].

Basel Committee on Banking Supervision. (2013) *Global systemically important banks: Assessment methodology and the additional loss absorbency requirement*. Bank for International Settlements. [Online] Available at: <http://www.bis.org/publ/bcbs255.htm>. [Accessed: 22nd July 2013].

Bisias, D., Flood, M., Lo W. A., and Valavanis, S. (2012) "A survey of systemic risk analytics". *Annual Review of Financial Economics*. [Online] Annual Reviews 4 (10) p.255-296. Available from: <http://www.annualreviews.org/doi/abs/10.1146/annurev-financial-110311-101754>. [Accessed: 29th October 2013].

CEA. (2011) *European Insurance in Figures*, CEA Statistics N°44.

Davis, E. P. (1995) *Debt, financial Fragility and Systemic Risk*. Oxford: Clarendon Press.

Fannie Mae. (2013) *Fannie Mae Progress Report 2012*. [Online] 2nd April 2013. Available from: https://www.fanniemae.com/content/fact_sheet/progress-report-full-report.pdf. [Accessed: 10th April 2013].

Gatzert, N and Wesker, H. (2012) "A Comparative Assessment of Basel II/III and Solvency II". *The Geneva Papers on Risk and Insurance*. [Online] 16th May 37 p. 539-570. Available from: <http://www.palgrave-journals.com/gpp/journal/v37/n3/pdf/gpp20123a.pdf>. [Accessed 2 July 2013].

Gavin, M. and Hausmann, R. (1998) "The Roots of Banking Crises: The Macroeconomic Context". *Inter-American Development Bank*. [Online] 27th January. Available from: <http://idbdocs.iadb.org/wsdocs/getdocument.aspx?docnum=788137>. [Accessed: 2nd December 2013].

Giglio, S., Kelly, B., Pruitt, S. and Xiao, Q. (2012) "Systemic Risk and the Macroeconomy: An Empirical Evaluation". *Chicago Booth Research Paper*. [Online] Social Science Research Network Database 12 (49). Available from: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2158347. [Accessed: 29th August 2013].

Glattfelder, B. J., Battiston, S. and Vitali, S. (2011) "The network of global corporate control". Plos One. [Online] Plos One Database (DOI: 10.1371/journal.pone.0025995). Available from: <http://www.plosone.org/article/info%3Adoi%2F10.1371%2Fjournal.pone.0025995>. [Accessed: 20th May 2013].

G30 Working Group. (2006) Reinsurance and International Financial Markets. Washington, DC: Group of Thirty

Hansen, P. L. (2012) "Challenges in Identifying and Measuring Systemic Risk". [Online] The National Bureau of Economic Research Working Paper No. 18505. Cambridge: NBER. Available at: <http://www.ssrn.com/en/>. [Accessed: 10th December 2012].

Haubrich, G. J. (1998) *Bank Diversification: Laws and Fallacies of Large Numbers*. Economic Review 1998 Q2. Cleveland: Federal Reserve Bank of Cleveland.

Hubbard, R. G. and O'Brien, P. A. (2011) Money, Banking and the Financial System. New Jersey: Prentice Hall.

Kaufman, G. G. and Scott, E. K. (2003) "What Is Systemic Risk, and Do Bank Regulators Retard or Contribute to It?" *The Independent Review*. 7(3) p. 371-391.

Krugman, P. (2008) *The Return of Depression on Economics and the Crisis of 2008*. New York: W. W. Norton & Company Inc..

Laas, D. and Siegel, C. (2013) "Basel Accords versus Solvency II: Regulatory Adequacy and Consistency under the Post crisis Capital Standards". Institute of Insurance Economics, University of St. Gallen. [Online] Social Science Research Network Database 132. Available from: http://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID2343041_code2016666.pdf?abstractid=2224804&mirid=3. [Accessed: 29th October 2013].

Laeven, L. and Valencia, F. (2008) "Systemic Banking Crises: A New Database" IMF Working Paper 08 (224). Washington, DC: International Monetary Fund.

Lucatelli, A. (1997) *Finance and World Order: Financial Fragility, Systemic Risk, and Transnational Regimes* Contributions in Economics and Economic History 186. Westport, Connecticut and London: Greenwood Press.

Milne, A. (2009) *The Fall of the House of Credit: What Went Wrong in Banking and What can be Done to Repair the Damage?* Cambridge: Cambridge University Press.

Mollenkamp, C. and Ng, S. (2010) Fed Opens the Books on Bear, AIG Toxic Assets. *The Wall Street Journal*. [Online] 1st April. Available from: <http://online.wsj.com/news/articles/SB10001424052702303338304575156443091648062>. [Accessed: 2nd July 2013].

Gatzert, N and Wesker, H. (2012) "A Comparative Assessment of Basel II/III and Solvency II". *The Geneva Papers on Risk and Insurance*. [Online] 16th May 37 p. 539-570. Available from: <http://www.palgrave-journals.com/gpp/journal/v37/n3/pdf/gpp20123a.pdf>. [Accessed 2nd July 2013].

Oaca, C. S. (2012) "Bancassurance Development in Europe, International Journal of Advances in Management and Economics" *International Journal of Advances in Management and Economics*. 1 (6) p. 64-69.

O'Shea, M. and Krischanitz, C. (ed) "Comparison of the Regulatory Approach in Insurance and Banking in the Context of Solvency II" *Groupe Consultatif Actuariel Europeen European Actuarial Consultative Group*. [Online] The Actuarial Association of Europe. Available from: http://www.gcactuaries.org/documents/SII%20vs%20Basel%20II_Dec_12_final.pdf. [Accessed 2nd July 2013].

Peláez, A.C., Peláez, M. C. (2009) *Regulation of Banks and Finance: Theory and Policy after the Credit Crisis*. Hampshire, United Kingdom: Palgrave Macmillan.

Rochet, J.-C., (2007) *Why are there so many banking crises? – The politics and Policy of Bank Regulation*. Princeton: Princeton University Press.

Ryback, W. «Case Study on Bear Stearns», TorontoCentre. [Online] World Bank database. Available from: <http://siteresources.worldbank.org/FINANCIALSECTOR/Resources/02BearStearnsCaseStudy.pdf>. [Accessed: 2nd January 2014].

Savings and loan crisis (2012) [Online] Available from: http://en.wikipedia.org/wiki/Savings_and_loan_crisis. [Accessed: 27th August 2013].

Scott, E. K., Shultz, P. G. and Taylor, B. J. (eds) (2010) *Ending Government Bailouts As We Know Them*. Stanford, California: Hoover Institution Press, Stanford University.

Schwarcz, L. S. (2008) "Systemic Risk" *The Georgetown Law Journal*. 97 p. 193-198.

Schich, S. (2009) "Insurance Companies and the Financial Crisis", OECD Financial Market Trends 2009 (2). Pre-publication version.

Slijkerman, F. J., Schoenmaker, D. and de Vries, G. C. (2011), "Systemic Risk & Diversification across European Banks and Insurers". *Journal of Banking & Finance*. [Online] Science Direct Database 37 (3) p. 773-785. Available from: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S037842661200338X>. [Accessed: 22nd July 2013].

The Geneva Association. (2010) "Systemic Risk in Insurance: An analysis of insurance and financial stability". [Online] The Geneva Association Database. Available from: https://www.genevaassociation.org/media/99228/ga2010-systemic_risk_in_insurance.pdf. [Accessed: 10th January 2011].

The Geneva Association. (2010) "Key Financial Stability Issues in Insurance: An account of The Geneva Association's ongoing dialogue on systemic risk with regulators and policy-makers". [Online] The Geneva Association Database. Available from: https://www.genevaassociation.org/media/99181/ga2010-key_financial_stability_issues_in_insurance.pdf. [Accessed: 10th January 2011].

United States of America. Board of Governors of the Federal Reserve System. (2009) *The Supervisory Capital Assessment Program: Design and Implementation*. [Online] April 24th Available from: <http://www.federalreserve.gov/bankinforeg/bcreg20090424a1.pdf>. [Accessed: 2nd July 2013].

United States of America. Department of the Treasury (2008) *Financial Report of the United States Government*. Washington, D.C.: Government Accountability Office.

United States of America. Department of the Treasury (2012) *Financial Report of the United States Government*. Washington, D.C.: Government Accountability Office.

Wood, H. J. (2003) "Bagehot's Lender of the Last Resort – A Hallow Hallowed Tradition". *The Independent review*. 7 (3). P. 343-349.

Web Resources

<http://www.occ.gov/>

<http://www.marketcapchart.org/>

<http://data.worldbank.org/>

<http://www.treasury.gov/>

<http://www.whatisecomomics.org/>

<http://www.aig.com/>

<http://www.sifma.org/>

<http://www.globalpropertyguide.com/>

<http://www.fhfa.gov/>

<http://www.naic.org/>

<http://www.statisticbrain.com/>

<http://www.bis.org/>

<http://www.dfs.ny.gov/>

<http://www.isdacdsmarketplace.com/>

<http://ec.europa.eu/>

<http://www.cso.ie/>

<http://www.focproject.eu/>

<http://www.plosone.org/>

<http://www.fms.treas.gov/>

<http://finance.yahoo.com/>

<http://www.fanniemae.com/>

<http://www.zerohedge.com/>

<http://www.bloomberg.com/>

<http://www.treasurydirect.gov/>

<http://www.fdic.gov/>

<http://bancroft.berkeley.edu/>

<http://clevelandfed.org/>

8.2 Ορολογία

A

ABS (Asset backed security): Συμβόλαιο του οποίου οι πληρωμές καθώς και η αξία καθορίζονται (και εξασφαλίζονται) από ένα σύνολο περιουσιακών στοιχείων. Τα συγκεντρωμένα περιουσιακά στοιχεία είναι συνήθως μια ομάδα μικρών και δύσκολα ρευστοποιήσιμων αξιών, που δεν μπορούν να πωληθούν ξεχωριστά. Η συγκέντρωση περιουσιακών στοιχείων και η μετατροπή τους σε χρηματοοικονομικά προϊόντα τα οποία μπορούν να πωληθούν ονομάζεται τιτλοποίηση. Με την τιτλοποίηση επιτρέπεται η διαφοροποίηση του κινδύνου, αφού κάθε στοιχείο είναι μέρος του συνόλου. Τα υποκείμενα περιουσιακά στοιχεία ενδέχεται να αποτελούνται από τις υποχρεώσεις πληρωμών πιστωτικών καρτών, δανείων αυτοκινήτων, στεγαστικών δανείων, ταμειακές ροές από μισθώσεις αεροσκαφών κ.α..

B

Bancassurance (Bank Insurance Model or BIM): Εταιρική σχέση μεταξύ τράπεζας και ασφαλιστικής κατά την οποία η δεύτερη χρησιμοποιεί την πελατειακή βάση της πρώτης για την πώληση των ασφαλιστικών της προϊόντων.

Basel III (the Third Basel Accord): Διεθνές εθελοντικό σύνολο κανόνων το οποίο ορίζει το ύψος της κεφαλαιακής επάρκειας, και τον κίνδυνο της έλλειψης ρευστότητας. Οι κανόνες ορίζονται από την Basel Committee on Banking Supervision (Επιτροπή της Βασιλείας).

Buffer (Capital conservation buffer): Ρύθμιση η οποία διασφαλίζει ότι οι τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα δημιουργούν κεφαλαιακές εφεδρείες εκτός περιόδων στρες, και μπορούν να αντληθούν όταν προκύψει ζημιά. Η απαίτηση αυτή βασίζεται σε απλούς κανόνες διατήρησης κεφαλαίου, ώστε να αποφεύγονται οι παραβιάσεις των ελαχίστων κεφαλαιακών απαιτήσεων.

C

Capital to assets ratio: Η αναλογία του κεφαλαίου και των αποθεματικών προς το σύνολο του ενεργητικού. Στο κεφάλαιο συμπεριλαμβάνονται τα εποπτικά κεφάλαια (regulatory capital) που ορίζει το tier 1.

CDO (Collateralized Debt Obligations): Τύπος ABS. Εξασφαλίζεται από μια συγκέντρωση ομολόγων, δανείων και λοιπών περιουσιακών στοιχείων. Τίτλος συχνά μη ενυπόθηκος. Οι πληρωμές γίνονται με δόσεις όπου οι πρώτες είναι οι ασφαλέστερες ενώ οι νεότερες έχουν μεγαλύτερη απόδοση για να εξασφαλίσουν την πιθανότητα ανεπάρκειας πληρωμής.

CDS (Credit default swap): Συμβόλαιο ανταλλαγής πιστωτικού κινδύνου. Ο αγοραστής ενός συμβολαίου ανταλλαγής αθέτησης κινδύνου λαμβάνει πιστωτική προστασία, λαμβάνοντας υπόψη ότι ο πωλητής της ανταλλαγής εγγυάται την πιστοληπτική ικανότητα του χρεογράφου. Με τον τρόπο αυτό, ο κίνδυνος αθέτησης μεταφέρεται από τον κάτοχο της σταθερής απόδοσης στον πωλητή του swap.³³

³³ Τα CDOs είναι χρεόγραφα που εκδίδονται για την αύξηση μετρητών και υπόκεινται σε σχετικούς νόμους. Δημιουργούνται σε συνδυασμό με κάποια υποθήκη (όπως τα στεγαστικά δάνεια, μετοχές, κ.α.) και αντιπροσωπεύουν μια νομική αξίωση έναντι των περιουσιακών στοιχείων που αντιπροσωπεύουν.

CMBS (Commercial mortgage-backed securities): Τίτλος ο οποίος περιλαμβάνει ενυπόθηκα δάνεια εμπορικών κτισμάτων και όχι οικιστικών. Οι τίτλοι αυτού του είδους τείνουν να είναι πιο ασταθής και πιο πολύπλοκοι.

CPP (Capital Purchase Program): Πρόγραμμα του Υπουργείου Οικονομικών των Η.Π.Α. το οποίο παρείχε 205 δις. δολάρια κεφαλαιακή ενίσχυση σε χρηματοοικονομικά ιδρύματα μέσω της αγοράς προνομιούχων μετοχών τους.

Credit ratings: Αποτελούν την γνώμη ενός οίκου αξιολόγησης όσον αφορά τον πιστωτικό κίνδυνο. Εκφράζουν την άποψη του εκάστοτε οίκου για μια εταιρία ή μια πόλη/πολιτεία/χώρα ή έναν τίτλο (όπως τα ομόλογα,) για την πιθανότητα να μην μπορέσει η υπο αξιολόγηση οντότητα να ανταποκριθεί στις οικονομικές της υποχρεώσεις.

Cross subsidization: Μια στρατηγική όπου η υποστήριξη για ένα προϊόν προέρχεται από τα κέρδη που προέρχονται από άλλο προϊόν. Αυτό γίνεται συνήθως για να προσελκύσουν πελάτες σε ένα νέο προϊόν, δίνοντάς τους μια χαμηλότερη τιμή.

CTL (Credit tenant lease): Μέθοδος χρηματοδότησης ακινήτων. Ο ιδιοκτήτης δανείζεται για να χρηματοδοτήσει την αγορά του ακινήτου ενώ οι υπόσχεση της πληρωμής βασίζεται στην είσπραξη των ενοικίων. Συνήθως ο οφειλέτης δεν έχει προσωπική ευθύνη για το δάνειο. Η ιδιοκτησία αποτελεί την μόνη εγγύηση.

D

Dodd-Frank (Wall Street Reform and Consumer Protection Act): Μια σειρά νόμων (Η.Π.Α.) που σκοπό έχουν τη βελτίωση της διαφάνειας του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

E

EESA (Emergency Economic Stabilization Act of 2008): Νόμος των Η.Π.Α που θεσπίστηκε για την αντιμετώπιση των subprime ενυπόθηκων δανείων ο οποίος επέτρεπε την αγορά έως 700 δις δολαρίων επισφαλών στοιχείων ενεργητικού (κυρίως ενυπόθηκων τίτλων)

Excess of loss (treaty): Συμβόλαιο μεταξύ ασφαλιστών και αντασφαλιστών σύμφωνα με το οποίο η ευθύνη των ασφαλιστών από μια εκδήλωση ζημιάς είναι ορισμένη σε ένα ύψος, ενώ τις απώλειες που προκύπτουν πάνω από αυτό το ύψος ζημιάς είναι υποχρεωμένοι να το καλύψουν οι αντασφαλιστές.

F

Fair value (method): Λογιστική μέθοδος αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων κατά την οποία λαμβάνεται υπόψη η πορεία της αγοράς.

First Lien: Δάνειο που σχετίζεται με ακίνητο το οποίο εξασφαλίζεται ως υποθήκη καθώς έχει προτεραιότητα έναντι των άλλων απαιτήσεων σε περίπτωση αθέτησης υποχρεώσεων.

Fraternal insurance: Ομαδική ασφάλιση.

Το CDS είναι μια διμερής συμφωνία όπου οι βασικοί όροι είναι αντικείμενο διαπραγμάτευσης των δυο αντισυμβαλλόμενων. Δεν μεταφέρεται η κυριότητα των περιουσιακών στοιχείων και δεν αποτελεί εγγύηση. Το CDS δημιουργείται με σκοπό την μεταφορά κινδύνου και όχι με σκοπό την αύξηση κεφαλαίου.

FSA (Financial Services Authority): Ένα είδος δικαστικού οργάνου στην Αγγλία του οποίου αρμοδιότητα μέχρι το 2013 ήταν να ρυθμίζει τον χρηματοπιστωτικό κλάδο.

FSB (Financial Stability Board): Συμβούλιο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας. Διεθνής οργανισμός ο οποίος ιδρύθηκε από την G-20 ομάδα χωρών με σκοπό την παρακολούθηση του χρηματοπιστωτικού συστήματος και την δημιουργία συστάσεων γι' αυτό.

G

GAAP (Generally Accepted Accounting Principles): Λογιστικά πρότυπα των Η.Π.Α.

Geneva Association (International Association for the Study of Insurance Economics): Διεθνής «think tank» οργανισμός για στρατηγικής σημασίας θέματα ασφάλισης και διαχείρισης κινδύνων.

GIA (Guaranteed investment agreement): Επένδυση εγγυημένης απόδοσης.

Group of Thirty: Ομάδα των Τριάντα. Think tank το οποίο αποτελείται από ανώτερα στελέχη του ιδιωτικού και δημοσίου τομέα και της ακαδημαϊκής κοινότητας το οποίο ασχολείται με τον χρηματοπιστωτικό τομέα και την οικονομία.

G-SIBs (Global systemically important banks): Παγκοσμίως συστημικά σημαντικά τραπεζικά ιδρύματα.

G-SIFI (Global systemically important financial institutions): Παγκοσμίως συστημικά σημαντικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα.

GSE (Government-sponsored enterprise): Κυβερνητικό ίδρυμα στις Η.Π.Α. το οποίο στοχεύει στην ενίσχυση της δυνατότητας πίστωσης σε επιλεγμένους τομείς της οικονομίας, στην διαφάνεια κίνησης κεφαλαίων σ' αυτούς τους τομείς και την μείωση του κινδύνου για τους επενδυτές.

H

-

I

IAIS (International Association of Insurance Supervisors): Διεθνής Ένωση Ασφαλιστικών Εποπτών. Απαρτίζεται από άτομα του χώρου των ρυθμιστικών αρχών, των ασφαλιστών και των αντασφαλιστών καθώς και από διάφορους διεθνείς οργανισμούς. Σκοπός της είναι η διατήρηση σταθερής ασφαλιστικής αγοράς αλλά και η συμβολή στην παγκόσμια σταθερότητα.

IE (Insurance Europe): Ένωση Ασφαλιστών Ευρώπης

IFRS (International Financial Reporting Standards): Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα

ILS (Insurance Linked Securities): Χρηματοπιστωτικά μέσα (παράγωγα) των οποίων οι τιμές καθορίζονται από ασφαλιστικά γεγονότα. Τα μέσα αυτά συνδέονται με υλικές ζημιές που οφείλονται σε φυσικές καταστροφές και αποτελούν μια μοναδική κατηγορία περιουσιακών στοιχείων οι αποδόσεις των οποίων δεν συσχετίζονται με αυτές της χρηματοπιστωτικής αγοράς.

Insurance and Finance: Ερευνητικό πρόγραμμα το οποίο έχει συσταθεί από την Geneva Association το οποίο είναι αφιερωμένο στη δημιουργία πρωτότυπης συμβολής στον τομέα χρηματοδότησης της ασφάλισης.

J

-

K

-

L

Leverage: Μόχλευση. Αποτελεί ένα τρόπο μεγέθυνσης των κερδών/ζημιών. Συνήθεις πρακτικές είναι ο δανεισμός και η χρήση παραγώγων.

Leverage ratio:

Υπολογισμός: $\text{Leverage ratio} = \text{Tier 1 capital} / \text{Προσαρμοσμένα στοιχεία ενεργητικού}$

Ιδία κεφάλια + Αποθεματικά – Άυλα στοιχεία = Tier 1 capital

Σύνολο ενεργητικού – Άυλα στοιχεία = Προσαρμοσμένα στοιχεία ενεργητικού

M

Mark-to-market (ή αλλιώς fair value accounting): Αναφέρεται στην «δίκαιη τιμή» μιας υποχρέωσης ή ενός περιουσιακού στοιχείου βασισμένη στις τρέχουσες τιμές και αποτελεί εκτίμηση δυνητικής τιμής. Οι αξίες στον ισολογισμό τροποποιούνται ανάλογα με τις συνθήκες που επικρατούν στην αγορά.

MBS (Mortgage-backed security): Ένας τύπος ABS όπου η υποθήκη αποτελείται στην ουσία από μια συγκέντρωση εκατοντάδων υποθηκών. Οι υποθήκες μπορεί να είναι είτε εμπορικά κτήρια είτε κατοικίες. Η δομή τους καλείται «pass through», αφού οι πληρωμές τόκων και κεφαλαίου μεταφέρονται στον κάτοχο του τίτλου.

MES (Marginal expected shortfall): Είναι η ουρά μιας SES κατανομής απωλειών.

Municipal bond: Ομόλογο που εκδίδεται από τοπικές αρχές ή υπηρεσίες ανάπτυξης και ανάπτυξης. Τα ομόλογα αυτά εξασφαλίζονται από συγκεκριμένα έσοδα του εκδότη.

N

NACE (Statistical Classification of Economic Activities in the European Community, Γαλλικά: Nomenclature statistique des activités économiques dans la Communauté européenne): Σύστημα ταξινόμησης οικονομικών δραστηριοτήτων στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Τα τέσσερα πρώτα ψηφία είναι ίδια για όλες τις χώρες ενώ το πέμπτο ενδέχεται να διαφέρει από χώρα σε χώρα.

Naked CDS: Είδος CDS το οποίο εξυπηρετεί κερδοσκοπικούς σκοπούς. Ο αγοραστής του δεν κατέχει το υποκείμενο χρέος και δεν έχει άμεσο ασφαλισμό συμφέρον.

National Association of Insurance Commissioners (NAIC): Κεντρική ρυθμιστική αρχή των Η.Π.Α. στον τομέα των ασφαλίσεων η οποία συντονίζει τις εποπτικές αρχές της κάθε πολιτείας.

NYSID (New York State Insurance Department): Κανονιστική αρχή του ασφαλιστικού τομέα της πολιτείας της Νέας Υόρκης.

O

OCC (Office of the Comptroller of the Currency): Ρυθμιστική αρχή των Η.Π.Α. που επιβλέπει όλες τα τραπεζικά ιδρύματα και τις αποταμιευτικές ενώσεις που δραστηριοποιούνται στη χώρα.

OFR (Office of Financial Research): Παράρτημα του Υπουργείου Οικονομικών των Η.Π.Α. που αποσκοπεί στην ανάλυση του χρηματοπιστωτικού συστήματος για τη διευκόλυνση χάραξης οικονομικής πολιτικής. Μεταξύ άλλων ερευνάται και ο συστημικός κίνδυνος.

OTS (Office of Thrift Supervision): Παράρτημα του Υπουργείου Οικονομικών των Η.Π.Α. του οποίου ο ρόλος ήταν να ρυθμίζει και να εποπτεύει τις τραπεζικές δραστηριότητες του δανεισμού και των αποταμιεύσεων.

Over the counter: Συναλλαγές οι οποίες λαμβάνουν χώρα μέσα από ένα δίκτυο αντιπροσώπων και όχι σε μια οργανωμένη αγορά όπως τα χρηματιστήρια.

P

PROGRES (Program of Research on the Service Economy): Ερευνητικό πρόγραμμα το οποίο έχει συσταθεί από την Geneva Association το οποίο είναι αφιερωμένο στον εντοπισμό και την ανάλυση τρεχουσών και μελλοντικών εξελίξεων του κλάδου των υπηρεσιών, στην εμπέδωση το ρόλου των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών και τον αντίκτυπο των υπηρεσιών ασφάλισης στην οικονομία από ενδεχόμενες αλλαγές στην ασφάλιση.

Q

-

R

Regulatory Capital: Τα κεφάλαια που διατηρούνται από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα για την επιβίωσή τους σε δύσκολες συνθήκες όπως ο κίνδυνος της αγοράς και ο πιστωτικός κίνδυνος.

RMBS (Residential mortgage-backed securities): Τίτλοι οι οποίοι εξασφαλίζονται από τις υποθήκες οι οποίες είναι μόνο κατοικίες και όχι εμπορικά κτίσματα.

S

SCAP (Supervisory Capital Assessment Program 2009): Αξιολόγηση 19 χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων στις Η.Π.Α. στην περίπτωση εμφάνισης μια πληθώρας δυσμενών σεναρίων.

SES (Systemic expected shortfall): Συστημικά αναμενόμενη αποτυχία (επίτευξης ενός καθορισμένου ποσού). Χρησιμοποιείται στο Viral V. Acharya, Lasse H. Pedersen, Thomas Philippon, and Matthew Richardson, 2010, «Measuring Systemic Risk» στην μέτρηση του συστημικού κινδύνου. Δηλώνει το ενδεχόμενο μια εταιρία να έχει έλλειμμα όταν όλο το σύστημα έχει έλλειμμα.

Short selling: Η πώληση χρεογράφων τα οποία δεν ανήκουν στον πωλητή. Το short selling ενισχύεται από την πεποίθηση ότι η τιμή μιας μετοχής θα μειωθεί, δίνοντας τη δυνατότητα επαναγοράς της στο μέλλον δημιουργώντας με αυτό τον τρόπο κέρδος.

SIFI (Systemically important financial institution): Συστημικά σημαντικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα

Subprime lending: Δανεισμός σε άτομα που έχουν δυσκολία να αποπληρώσουν.

T

Title Insurance: Η ασφάλιση τίτλων είναι μια υπηρεσία που παρέχεται κυρίως στις Η.Π.Α. και ασφαλίζει έναντι ανεπάρκειας του αμερικάνικου κτηματολογίου. Επίσης καλύπτεται η μη δυνατότητα εξυπηρέτησης των first liens.

Toxic assets: Ενυπόθηκοι τίτλοι, εξασφαλισμένες δανειακές υποχρεώσεις και συμβόλαια αντιστάθμισής κινδύνου τα οποία δεν μπορούν να πωληθούν αφού εκθέτουν τους κατόχους τους σε μαζικές απώλειες.

U

-

V

-

W

-

X

-

W

-

Z

-

8.3 Συντομογραφίες

ABS: Asset Backed Security

CDO: Collateralized Debt Obligations

CDS: Credit Default Swap

CMBS: Commercial Mortgage-Backed Securities

CPP: Capital Purchase Program

CTL: Credit tenant lease

EESSA: Emergency Economic Stabilization Act of 2008

FSA: Financial Services Authority

FSB: Financial Stability Board

GAAP (US): Generally Accepted Accounting Principles

GIA: Guaranteed Investment Agreement

G-SIBS: Global Systemically Important Banks

G-SIFI: Global Systemically Important Financial Institutions

GSE: Government-Sponsored Enterprise

HERA: Housing and Economic Recovery Act

IAIS: International Association of Insurance Supervisors

IE: Insurance Europe

ILS: Insurance Linked Securities

IFRS: International Financial Reporting Standards

MBS: Mortgage-backed security

MES: Marginal expected shortfall

NAIC: National Association of Insurance Commissioners

NACE: Nomenclature statistique des Activités économiques dans la Communauté Européenne

NYSID: New York State Insurance Department

OCC: Office of the Comptroller of the Currency

OFR: Office of Financial Research

OTC: Over The Counter

OTS: Office of Thrift Supervision

PROGRES: Program of Research on the Service Economy

RMBS: Residential Mortgage-Backed Securities

SCAP: Supervisory Capital Assessment Program (2009)

SES: Systemic Expected Shortfall

SIFI: Systemically important financial institution

TARP: Troubled Asset Relief Program