

ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΚΡΗΤΗΣ

ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ

Χρήστος Σύρρος

**Η ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΤΟΥ 2008
ΚΑΙ ΟΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΣΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ
ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ**

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

Εισηγητής: Δημήτρης Γ. Κυρίκος, Καθηγητής

Ηράκλειο
Απρίλιος 2010

Πίνακας Περιεχομένων

1. ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΡΙΣΕΙΣ	3
1.1 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ.....	4
1.1.1. Γενικά.....	4
1.1.2 Το κραχ του 1929.....	5
1.1.3 Οι πετρελαϊκές κρίσεις της δεκαετίας του 1970.....	9
1.1.4 Η Μαύρη Δευτέρα του 1987.....	12
1.1.5 1997 η κρίση στις Ασιατικές τήγρεις.....	13
1.1.6 Η φούσκα των μετοχών υψηλής τεχνολογίας.....	14
1.2 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	15
2. ΤΑ ΑΙΤΙΑ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ	17
2.1 ΤΑ ΧΑΜΗΛΑ ΕΠΙΤΟΚΙΑ ΣΤΙΣ Η.Π.Α.....	21
2.1.1 Η Νομισματική Πολιτική των Η.Π.Α. και τα Βραχυπρόθεσμα Επιτόκια.....	21
2.1.2 Τα Συνλλαγματικά Διαθέσιμα της Κίνας και Μακροπρόθεσμα Επιτόκια.....	23
2.2 Η ΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΕΠΕΚΤΑΣΗ.....	27
2.2.1 Τα Δάνεια Βασιζόμενα στην Κατεχόμενη Αξία (Home Equity Loans).....	29
2.3 Η ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙΝΟΤΟΜΙΑ.....	33
2.3.1 Η ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗ ΤΩΝ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ	33
2.3.2 Τα Ομόλογα CDOs.....	38
3. ΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ.....	41
3.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ	41
3.1.1 Το Χρηματοπιστωτικό Σύστημα.....	41
3.2 ΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ	45
3.2.1 Η Δομή της Τραπεζικής Αγοράς.....	45
4. ΟΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΣΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ	49
4.1 ΟΙΝΟΜΕΤΡΙΚΗ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ.....	49
4.2 ΑΜΕΣΕΣ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ.....	50
4.2.1 Οι Επιπτώσεις της Κρίσης στην Πιστωτική Επέκταση των Πιστωτικών Ιδρυμάτων	50
4.2.2 Μελέτη Περίπτωσης: Η Επίδραση της Κρίσης στα Μεγαλύτερα Ελληνικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα.....	53
4.3 ΕΜΜΕΣΕΣ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ.....	60
4.3.1 Οι Επιπτώσεις στα Επιτόκια.....	60
4.4 ΟΙ ΕΝΕΡΓΕΙΕΣ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ.....	63
4.4.1 Το Πρώτο Σκέλος του Σχεδίου	64
4.4.2 Το Δεύτερο Σκέλος του Σχεδίου.....	65
4.4.3 Το Τρίτο Σκέλος του Σχεδίου.....	65
5. ΣΥΝΟΨΗ ΚΑΙ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	67
5.1 ΣΥΝΟΨΗ.....	67
5.2 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	71
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	75

Κατάλογος Πινάκων

Πίνακας 2-1: Ισολογισμός ενός Νοικοκυριού	33
Πίνακας 2-2: Η Κατεχόμενη Αξία μετά την Λήψη ενός HEL.....	33
Πίνακας 2-3: Πίνακας Αποπληρωμής Δανείου	34
Πίνακας 2-4: Η Εξυπηρέτηση ενός Υφιστάμενου Δανείου και η Αύξηση της Δανειοδοτικής Ικανότητας των HEL	34
Πίνακας 2-5: Βασικές Διαφορές μεταξύ των HELOC και των HEL	35
Πίνακας 3-1: Η Διάρθρωση του Ελληνικού Χρηματοπιστωτικού Συστήματος.....	45
Πίνακας 4-1: Τα Αποτελέσματα για την Επίδραση της Κρίσης επί της Πιστωτικής Επέκτασης προς Επιχειρήσεις και Νοικοκυριά	54
Πίνακας 4-2: Τα Αποτελέσματα για την Επίδραση της Κρίσης επί της Στεγαστικής και Καταναλωτικής Πίστης	53
Πίνακας 4-3: Ο Μηνιαίος Ρυθμός Αύξησης των Πίστης	53
Πίνακας 4-4: Αποτελέσματα Εκτίμησης του Οικονομικού Υποδείγματος για τους Δείκτες Κερδοφορίας.....	54
Πίνακας 4-5: Αποτελέσματα Εκτίμησης του Οικονομικού Υποδείγματος για τους Δείκτες Κερδοφορίας.....	56
Πίνακας 4-6: Αποτελέσματα Εκτίμησης του Οικονομικού Υποδείγματος για τους Ειδικούς Δείκτες Αξιολόγησης.....	60
Πίνακας 4-7: Τα Αποτελέσματα για την Επίδραση της Κρίσης στα Εγχώρια Επιτόκια Καταναλωτικής Πίστης.....	65

Κατάλογος Σχημάτων

Σχήμα 2-1: Ο Στόχος για το Αμερικανικό Διατραπεζικό Επιτόκιο (Ιαν.1988-Ιαν. 2008)	24
Σχήμα 2-2: Το Αμερικανικό Διατραπεζικό Επιτόκιο (Ιαν.2001-Ιαν. 2009).....	23
Σχήμα 2-3: η Εξέλιξη των Συναλλαγματικών Διαθεσίμων της Κίνας (σε \$δισ)	24
Σχήμα 2-4: Η Αξία των Ενυπόθηκων Δανείων Χαμηλής Πιστοληπτικής Διαβάθμισης (\$δισ)	27
Σχήμα 2-2: Ο Δείκτη S&P/Case-Shiller (1987-2008)	31
Σχήμα 3-1: Η Μεταφορά Πόρων μέσω του Χρηματοπιστωτικού Συστήματος	42
Σχήμα 3-2: Είδη Χρηματοπιστωτικών Διαμεσολαβητών.....	44
Σχήμα 3-3: Η Εξέλιξη του Ενεργητικού των Τραπεζών (2003-2005).....	49
Σχήμα 3-4: Προστιθέμενη Αξία για Μεγάλες Τράπεζες (2003-2005)	50
Σχήμα 3-5: Προστιθέμενη Αξία για Μικρές Τράπεζες (2003-2005).....	50
Σχήμα 3-6: Κεφαλαιοποίηση Τραπεζών ως Ποσοστό της Συνολικής Κεφαλαιοποίησης του Χ.Α. (1995-2005)	51
Σχήμα 4-1: Δάνεια προς Νοικοκυριά και Επιχειρήσεις από τα Εγχώρια Πιστωτικά Ιδρύματα (2003:01-2010:01)	53
Σχήμα 4-2: Στεγαστική και Καταναλωτική Πίστη (2003:01-2010:01)	52
Σχήμα 4-3 Το Οικονομικό Υπόδειγμα με τις Ψευδομεταβλητές- Καταθέσεις	62
Σχήμα 4-4: Το Μέσο Σταθμικό Επιτόκιο προς τα Νοικοκυριά.....	63
Σχήμα 4-5: Επιτόκια Καταναλωτικής Πίστης, 2003:01-2010:01	64
Σχήμα 4-6: Περιθώριο Επιτοκίου σε Ελλάδα και Ευρωζώνη, Σεπτέμβριος 2005	65

1. ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΡΙΣΕΙΣ

Από τον Αύγουστο του 2007, η παγκόσμια κοινότητα βιώνει τη μεγαλύτερη οικονομική κρίση των από τη Μεγάλη Ύφεση της δεκαετίας του 1930. Δεν είναι η πρώτη κρίση της νέας παγκόσμιας οικονομίας αλλά σίγουρα φαίνεται να είναι η πιο οξεία και δε μπορεί να συγκριθεί με τις άλλες περιπτώσεις χρηματοοικονομικών αναταραχών που ζήσαμε τα τελευταία χρόνια. Είναι το αποτέλεσμα μιας υπερβολικής διαδικασίας ανόδου που κράτησε σχεδόν 25 χρόνια.

Κάποια χαρακτηριστικά της πρόσφατης κρίσης μοιάζουν με των άλλων που έχουν συμβεί από το 1985 και έπειτα. Αυτό που τη διαφοροποιεί είναι η παγκόσμια διάσταση που έχει λάβει εν αντιθέσει με τις προηγούμενες που είχαν ως αφετηρία και κατάληξη περιφερειακές και σχετικά μικρές οικονομίες. Προκλήθηκε από ανισορροπίες στην Αμερικανική οικονομία, την καρδιά του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος. Η πρόσφατη κρίση δεν αφορά τις αναδυόμενες οικονομίες όπως στις αρχές της δεκαετίας του '80, αλλά το πυρήνα της νέας παγκόσμιας οικονομίας και γι' αυτό είχε και τεράστιο αντίκτυπο σε όλο τον κόσμο. Η δεύτερη μεγάλη διαφορά είναι ότι η συγκεκριμένη κρίση σηματοδοτεί και το τέλος μιας εποχής πιστοληπτικής επέκτασης βασισμένη στο δολάριο σαν το κυρίαρχο διεθνές αποθεματικό νόμισμα.

Οι συνέπειες της χρηματοοικονομικής κρίσης όπως ήταν φυσικό επηρέασαν και την Ελληνική οικονομία η οποία ύστερα από μια μακρά περίοδο ανάπτυξης έχει εισέλθει σε ύφεση. Σαν αποτέλεσμα τα μακροχρόνια μακροοικονομικά προβλήματα της χώρας έχουν ανέλθει στη επιφάνεια και επιζητούν άμεση λύση, όπως θα δούμε παρακάτω στην εργασία.

1.1 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ

1.1.1. Γενικά

Μέχρι τον 16^ο αιώνα, οι οικονομικές κρίσεις έπλητταν κυρίως τους έχοντες. Οι αριστοκράτες και οι φεουδάρχες ήταν εκείνοι που είχαν να χάσουν. Η μοίρα των δουλοπαροικιών δεν άλλαζε. Μετά ήταν και θέμα διαφθοράς. Οικονομική κρίση και διαφθορά συμβάδιζαν πάντα. Και ήταν σχεδόν πάντοτε η αιτία που μεγάλες αυτοκρατορίες καταστρέφονταν ολοσχερώς.

Στη νέα εποχή, μετά την βιομηχανική επανάσταση οι οικονομικές κρίσεις άρχιζαν να αγγίζουν όλα τα πληθυσμιακά στρώματα. Αυτή τη φορά περισσότερο άμεσα παρά έμμεσα, όπως γινόταν στο παρελθόν.

Αδιαμφισβήτητα οι οικονομικές κρίσεις αποτελούν ένα συχνό φαινόμενο, καθώς απασχολούν την ανθρωπότητα τουλάχιστον από τότε που αναδύθηκαν οι κοινωνίες της αγοράς. Διερωτάται όμως κανείς, πως είναι δυνατόν μέχρι σήμερα να μη γνωρίζουμε πώς να αποφύγουμε τέτοια φαινόμενα. Φαίνεται ότι η ανθρώπινη φύση παραμένει αναλλοίωτη και επαναλαμβάνει τα λάθη της, θα μπορούσαμε να απαντήσουμε. Είτε γιατί έχει προηγηθεί μια πολιτική κρίση, είτε γιατί η κερδοσκοπία βασίλευσε, το αποτέλεσμα είναι το ίδιο. Επενδυτές σε πανικό, εκτόξευση των τιμών, πλήθος ανέργων και πολλές αλυσιδωτές αντιδράσεις που οδηγούν την παγκόσμια οικονομία σε κρίση. Το βέβαιο είναι ότι ο εντοπισμός των πραγματικών αιτιών μίας κρίσης απαιτεί μία εις βάθος ανάλυση. Για να γίνει όμως αυτό, είναι πάντα χρήσιμη μία ανασκόπηση στις μεγαλύτερες οικονομικές κρίσεις του παρελθόντος.

1.1.2 Το κραχ του 1929

Ως μεγαλύτερη οικονομική κρίση στην παγκόσμια ιστορία καταγράφεται το κραχ του 1929. Η «Μαύρη Πέμπτη» όπως αποκαλείται της Πέμπτη 24ης Οκτωβρίου του 1929, η Wall Street έκλεισε με απώλειες 13%. Το “Κραχ” του χρηματιστηρίου προκάλεσε πανικό και αποπροσανατολισμό σε όλους τους επιχειρηματικούς κλάδους της εποχής. Μερικοί οικονομολόγοι τη θεώρησαν σαν την αρχή της κατάρρευσης του καπιταλιστικού συστήματος σε παγκόσμια κλίμακα. Ήταν η μεγαλύτερη και πιο σημαντική κρίση στη μοντέρνα ιστορία και χρησιμοποιείται ακόμα και σήμερα σαν σημείο αναφοράς και μέτρησης στο πόσο χαμηλά μπορεί να πέσει μία οικονομία. Οι ιστορικοί συχνά χρησιμοποιούν σαν ημερομηνία την έναρξη της κρίσης το “Κραχ” του χρηματιστηρίου τον Οκτώβρη του 1929 και σαν τέλος της ύφεσης που δημιουργήθηκε στις Ηνωμένες Πολιτείες, το ξεκίνημα του δευτέρου παγκοσμίου πολέμου το 1939. Μέχρι και σήμερα, απόψεις για την κύρια αιτία της οικονομικής αυτής κρίσης μπορεί κανείς να συναντήσει πάρα πολλές.

Οι οικονομικοί κύκλοι θεωρούνται σύνηθες φαινόμενο σ’ έναν κόσμο που με ασταθείς ισορροπίες μεταξύ προσφοράς και ζήτησης. Αλλά ποιος παράγοντας μετέτρεψε μια μικρή οικονομική ύφεση σε τεράστια και μακροχρόνια καταστροφή

Υπάρχουν πολλές αιτίες που θα μπορούσαν να ευθύνονται για τη κρίση του 1929.

Ο υπερβολικός δανεισμός θεωρείται μια από τις κύριες αιτίες της μεγάλης κρίσης.

Ο γνωστός οικονομολόγος, ο Irving Fisher, υποστήριξε ότι πρωταρχικός παράγοντας στην ανάπτυξη της μεγάλης ύφεσης ήταν η υπερχρέωση και ο αντιπληθωρισμός. Ο Fisher είπε ότι η χαλαρή πίστωση από πλευράς τραπεζών

ήταν αυτή που προμήθευσε την κερδοσκοπία και δημιούργησε οικονομικές φούσκες.

Σύγχρονοι οικονομολόγοι, όπως ο Ben Bernanke, πρόεδρος της Κεντρικής Τράπεζας των ΗΠΑ, επανέφεραν την άποψη της σχέσης χρέους-ύφεσης, και προχώρησαν στην ενοχοποίηση εννέα αλληλοσχετιζόμενων παραγόντων που υπό συνθήκες χρέους και ύφεσης οδήγησαν την οικονομία σε πλήρη κατάρρευση.

Σε μια κατάσταση υπερχρέωσης, διάφοροι λόγοι, όπως ανησυχία των πιστωτών, των δανειοληπτών είτε και των δυο, πιθανόν να οδηγήσει σε ρευστοποίηση.

Η αλυσίδα των γεγονότων είναι:

1. Ρευστοποίηση των χρεών που οδηγεί σε εν θερμώ πωλήσεις.
2. Ύφεση στη προσφορά χρήματος.
3. Πτώση στα επίπεδα τιμών των ενεργητικών των επιχειρήσεων.
4. Μια ακόμα μεγαλύτερη πτώση στη καθαρή αξία των επιχειρήσεων.
5. Πτώση των κερδών
6. Μείωση της παραγωγής των συναλλαγών και της εργασίας.
7. Απαισιοδοξία και μείωση εμπιστοσύνης.
8. Αποταμίευση και μικρότερη διακίνηση του χρήματος.
9. Πτώση στα ονομαστικά επιτόκια δανεισμού

Το "Κραχ" ήταν επακόλουθο μιας κερδοσκοπικής έκρηξης που εφαρμοζόταν στα τέλη της δεκαετίας του 1920, η οποία ώθησε εκατοντάδες χιλιάδες Αμερικανούς να επενδύσουν στο χρηματιστήριο. Ένας μεγάλος αριθμός πολιτών δανειζόταν χρήματα για να αγοράσει περισσότερες μετοχές. Η συνεχής άνοδος των τιμών των μετοχών ενθάρρυνε περισσότερους ανθρώπους να επενδύσουν, καθώς ο κόσμος πίστευε ότι οι τιμές των

μετοχών θα ανέβαιναν ακόμα περισσότερο. Έτσι η κερδοσκοπία ανέβασε ακόμα περισσότερο τις τιμές και δημιούργησε μία οικονομική φούσκα

Οι μετοχές είχαν πέσει αισθητά και αναπάντεχα, γεγονός ασυνήθιστο, καθώς οι τιμές είχαν ανοδική πορεία για δέκα συνεχόμενα έτη. Το δράμα ξεκίνησε την Πέμπτη 24 Οκτωβρίου, όπου άρχισαν να πέφτουν οι τιμές των μετοχών και δημιουργήθηκε πανικός των πωλήσεων στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης. Είχε προηγηθεί ένας αγώνας κερδοσκοπίας με αφορμή την ανάδυση νέων τεχνολογιών και συγκεκριμένα του ραδιόφωνου και της αυτοκινητοβιομηχανίας.

Άλλος ένας καθοριστικός παράγοντας που οδήγησε στην κατάρρευση της οικονομίας ήταν το καθεστώς των οριακών απαιτήσεων που ίσχυε εκείνη την εποχή. Οι οριακές απαιτήσεις ήταν μόλις 10%, δηλαδή οι εταιρείες μεσιτείας για κάθε 10\$ που κατέθετε ένας πολίτης δάνειζε τα 9\$. Όταν η αγορά κατέρρευσε, αυτές οι εταιρείες απαίτησαν αυτά τα δάνεια, τα οποία όπως ήταν φυσικό δεν ήταν δυνατό να πληρωθούν. Έτσι, καθώς οι οφειλέτες παράβαιναν τα χρέη τους και οι καταθέτες άρχισαν να αποσύρουν μαζικά τις καταθέσεις τους, λόγω του πανικού που είχε δημιουργηθεί, οι τράπεζες η μία μετά την άλλη άρχισαν να χρεοκοπούν.

Σημαντικό ρόλο έπαιξε τόσο ο πανικός των επενδυτών, οι οποίοι πουλούσαν μετοχές σε ταχύτατους ρυθμούς, όσο και ο ρόλος των τραπεζών και της κυβέρνησης. Οι μεν πρώτες συμμετείχαν άμεσα στις κερδοσκοπικές κινήσεις, ενώ η δεύτερη δεν τόλμησε να επέμβει τη στιγμή που ήταν απαραίτητο.

Η εμπιστοσύνη στην Αμερικανική οικονομία είχε κλονιστεί σοβαρά. Τον Μάρτιο του 1930 υπήρχαν ήδη 4.000.000 άνεργοι στις Ηνωμένες Πολιτείες, ενώ ένα χρόνο αργότερα ο αριθμός αυτός είχε διπλασιαστεί. Οι

δήμοι των μεγάλων πόλεων χρειάστηκε να μοιράζουν συσσίτιο στους ανέργους και τις οικογένειες τους και να στεγάζουν μεγάλο μέρος του πληθυσμού. Τα εκατομμύρια των ανέργων δεν μπορούσαν πουθενά να βρουν κάποια εργασία. Μεταξύ του 1929 και του 1932 85.000 επιχειρήσεις χρεοκόπησαν, 5.000 τράπεζες έκλεισαν, η συνολική αξία των μετοχών έπεσε από 87 σε 19 δισεκατομμύρια δολάρια, η ανεργία έφτασε στα 12.000.000 άτομα, περίπου το 25% του εργατικού δυναμικού και το αγροτικό εισόδημα καθώς και το βιομηχανικό προϊόν μειώθηκαν κατά 50%. Το συνολικό ακαθάριστο εθνικό προϊόν το 1933 είχε πέσει στο 54% περίπου από το επίπεδο του 1929.

Οι αντιδράσεις που ακολούθησαν την εκδήλωση της κρίσης δεν ήταν ιδιαίτερα συντονισμένες. Τα επιμέρους κράτη δεν επεδίωξαν την ευρύτερη διεθνή συνεργασία, αλλά προτίμησαν να περιοριστούν στη ρύθμιση της εθνικής τους πολιτικής.

Συμπερασματικά, το ανθρώπινο κόστος, λόγω της κρίσης αυτής, ήταν τεράστιο. Οικογένειες διαλύθηκαν, οι κοινωνικές σχέσεις διαταράχτηκαν, πάρα πολλοί άνθρωποι μετακινήθηκαν προσπαθώντας να βρουν αλλού δουλειά, η εγκληματικότητα αυξήθηκε και σε ορισμένες περιπτώσεις υπήρξαν και ένοπλες αντιδράσεις δυσαρεστημένων κοινωνικών ομάδων. Μέσα σε ένα χρόνο σημειώθηκαν 23.000 αυτοκτονίες αριθμός ρεκόρ. Η διατροφή, η στέγαση και οι άλλες ανάγκες εκατομμυρίων οικογενειών χειροτέρεψαν δραματικά και για ολόκληρες δεκαετίες μετά το 1929 η συμπεριφορά των μεγαλύτερων σε ηλικία Αμερικανών ήταν επηρεασμένη σημαντικά από τις πικρές εμπειρίες της μεγάλης εκείνης κρίσης.

Μέσα από τα δεινά αυτής της κρίσης ξεπήδησαν νέες ιδέες και θεωρίες, σχετικά με την αντιμετώπιση

φαινόμενων του οικονομικού κύκλου, με κυριότερη την Κεϋνσιανή θεωρία η οποία έμελλε να κυριαρχήσει έως πρόσφατα στην οικονομική πολιτική του δυτικού κόσμου.

1.1.3 Οι πετρελαϊκές κρίσεις της δεκαετίας του 1970

Μετά τον πόλεμο οι περισσότερες οικονομίες γεύτηκαν τη μακρύτερη περίοδο ανάπτυξης στην ιστορία των κοινωνιών της αγοράς. Από το 1950 μέχρι και τα μέσα της δεκαετίας του '70 οι οικονομίες αναπτύσσονταν με χαμηλά ποσοστά ανεργίας και πληθωρισμού.

Κατά την διάρκεια του '70 έκαναν την εμφάνιση τους δύο πετρελαϊκές κρίσεις. Αυτές έφεραν στο προσκήνιο το φαινόμενο του στασιμοπληθωρισμού, δηλαδή τη συνύπαρξη πληθωρισμού και αυξημένης ανεργίας. Ως επίσημη ημερομηνία έναρξης της πρώτης κρίσης καταγράφεται η 17^η Οκτωβρίου του 1973, όταν τα μέλη του ΟΡΕΚ (Οργανισμού Αραβικών Χωρών – Εξαγωγέων Πετρελαίου Οργανισμού Αραβικών Πετρελαιοπαραγωγών Κρατών) ανακοίνωσαν ότι δεν θα προμήθευαν πλέον με πετρέλαιο τις χώρες που υποστήριζαν το Ισραήλ στη διαμάχη του με τη Συρία και την Αίγυπτο. Σε αυτές τις χώρες συμπεριλαμβάνονταν οι ΗΠΑ, οι σύμμαχοι τους στη Δυτική Ευρώπη και η Ιαπωνία.

Ο Οργανισμός των Πετρελαϊκών Εξαγωγικών Κρατών αποτελούνται από 13 χώρες, συμπεριλαμβανομένων του Ιράν, επτά Αραβικών χωρών, μαζί με τον Ισημερινό, την Ινδονησία, τη Νιγηρία, την Αγκόλα και τη Βενεζουέλα. Ο ΟΠΕΚ είχε σχηματιστεί στις 14 Σεπτεμβρίου του 1960 στη διάσκεψη της Βαγδάτης. Αυτό έγινε σαν μία κίνηση διαμαρτυρίας κατά των μεγάλων πετρελαϊκών εταιρειών της Δύσης (κυρίως των Ηνωμένων Πολιτειών Αμερικής,

της Βρετανίας και της Ολλανδίας) που διαρκώς μείωναν τις τιμές πετρελαίου και είχαν κακούς τρόπους πληρωμής προς τους παραγωγούς.

Έτσι λοιπόν, στις 17 Οκτωβρίου 1973, ο ΟΠΕΚ έκοψε την παραγωγή πετρελαίου προς την Δύση, με τις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής και την Ολλανδία σαν πιο συγκεκριμένους στόχους. Η Ολλανδία είχε προμηθεύσει όπλα το Ισραήλ στον πόλεμο που είχε ξεσπάσει και επέτρεψαν στους Αμερικανούς να χρησιμοποιούν τα Ολλανδικά αεροδρόμια για να προμηθεύουν τους Ισραηλινούς κατά τη διάρκεια της σύγκρουσης. Επίσης, μαζί με το embargo επιβλήθηκαν αυξήσεις τιμών.

Η τιμή του αργού πετρελαίου έφτασε τα 12 δολάρια το βαρέλι από τα 2,5 δολάρια, μια αύξηση 300% περίπου.

Η αύξηση αυτή θα έχει μεγαλύτερες συνέπειες στην Ευρώπη και την Ιαπωνία, οι οποίες εξαρτώνται από το Αραβικό πετρέλαιο κατά 75% και 80% αντίστοιχα. Η εξάρτηση των ΗΠΑ δεν ξεπερνούσε το 10%, αλλά προκειμένου να βοηθήσει την Ευρώπη και την Ιαπωνία δίνει το παράδειγμα της ενεργειακής εγκράτειας και καλεί όλες τις χώρες της Δύσης να πράξουν το ίδιο.

Οι χώρες της Ευρωπαϊκής ένωσης συμφώνησαν στην μείωση των εισαγωγών πετρελαίου, την αξιοποίηση των εγχώριων δυνατοτήτων παραγωγής ενέργειας (κυρίως πυρηνικής), στις επενδύσεις σε προγράμματα έρευνας και ανάπτυξης στον τομέα της ενέργειας και την προώθηση των ανανεώσιμων πηγών ενέργειας.

Στις ΗΠΑ, πολύ πριν εκδηλωθεί η αύξηση της τιμής του πετρελαίου, ο πόλεμος του Βιετνάμ και η αύξηση της εγχώριας δαπάνης είχαν αυξήσει πολύ τον πληθωρισμό.

Το 1970 οι ΗΠΑ είδαν την κάλυψη χρυσού σε χαρτονομίσματα να πέφτει από το 55% σε 22%

Τα αποθέματα χρυσού των ΗΠΑ ήταν περιορισμένα, και οι τράπεζες αδυνατούσαν να εξαργυρώσουν τα δολάρια

σε χρυσό στην επίσημη ισοτιμία των 30 δολαρίων την ουγγιά.

Το 1971, η κυβέρνηση Νίξον ακύρωσε μονομερώς τον κανόνα του «Breton Woods», σύμφωνα με τον οποίο μόνο η αξία των δολαρίων των ΗΠΑ μπορούσε να μετατραπεί σε χρυσό, ενώ όλα τα άλλα νομίσματα μπορούσαν να μετατραπούν σε δολάρια ΗΠΑ.

Λίγο αργότερα ακολούθησε η Βρετανία, ώστε να ευνοηθεί η συναλλαγματική ισοτιμία της Λίρας, και ακολούθησαν τα άλλα κράτη.

Εν αναμονή της διακύμανσης των ισοτιμιών τα βιομηχανικά κράτη αύξησαν τα αποθεματικά τους σε νόμισμα, δηλαδή προχώρησαν στην εκτύπωση νέων χαρτονομισμάτων. Σε αυτή την περίοδο που τα κράτη προχωράνε σε μια πρωτόγνωρη αύξηση της νομισματικής κυκλοφορίας. Αυτή η κίνηση είχε σαν αποτέλεσμα την μείωση της αξίας του δολαρίου και στη συνέχεια των άλλων εθνικών νομισμάτων.

Ο συνδυασμός του υψηλού πληθωρισμού και η εγκατάλειψη του νομισματικού συστήματος σταθερών ισοτιμιών οδήγησαν στην χρηματιστηριακή κρίση του 1973 η οποία διήρκησε από τον Ιανουάριο του 1973 μέχρι τον Δεκέμβριο του 1974. Στο διάστημα αυτό ο δείκτης <<Dow Jones>> έχασε το 45% της αξίας του, η ανάπτυξη της Αμερικανικής Οικονομίας από το 7,2% του ΑΕΠ έπεσε στο -2,1% και ο πληθωρισμός εκτινάχτηκε από το 3,4% το 1972 στο 12,3% το 1974.

Πολύ χειρότερες ήταν οι επιπτώσεις στη Μεγάλη Βρετανία, ενώ όλες οι χώρες υπέστησαν κλυδωνισμούς από αυτή την κατάσταση.

Έξι χρόνια μετά, το 1979, ακολούθησε η δεύτερη πετρελαϊκή κρίση. Έκανε την εμφάνιση της στις ΗΠΑ, στον απόηχο της ιρανικής επανάστασης. Μετά την πολιτική κρίση και τον Ayatollah Khomeini να ανακτά

τον έλεγχο του Ιράν, οι διαμαρτυρίες γκρέμισαν τον πετρελαϊκό τομέα του Ιράν. Παρόλο που το νέο καθεστώς επανέλαβε τις εξαγωγές πετρελαίου, ήταν ασυνεπείς και λιγότερες οδηγώντας τις τιμές να εκτοξευθούν στα ύψη.

1.1.4 Η Μαύρη Δευτέρα του 1987

Από τα μέσα της δεκαετίας του '70 και σχεδόν μία δεκαετία μετά την τελευταία κρίση παρατηρήθηκε μία σημαντική οικονομική ανάκαμψη. Οι οικονομίες αναπτύχθηκαν και πάλι, ο πληθωρισμός υποχώρησε και τα χρηματιστήρια έζησαν μεγάλες δόξες.

Η ταχύτατη πτώση των μετοχών που ακολούθησε, τον Οκτώβριο του '87, έφερε μνήμες από τον Οκτώβριο του '29. Τη Δευτέρα 19 Οκτωβρίου του 1987 ο δείκτης Dow Jones έχασε το 22% της αξίας του μέσα σε λίγες ώρες, δίνοντας το έναυσμα για ένα μαζικό ξεπούλημα μετοχών στην Ευρώπη και την Ιαπωνία.

Τα αίτια της κρίσης προκύπτει ότι ήταν οικονομοπολιτικά. Τα στοιχεία για το εμπορικό έλλειμμα των ΗΠΑ το Σεπτέμβριο ήταν δυσμενή. Παράλληλα, οι εξελίξεις στο πολιτικό σκηνικό ήταν αρνητικές, καθώς ο Πρόεδρος Reagan δεν ήταν σε θέση, για λόγους υγείας, να ελέγχει την κατάσταση στις ΗΠΑ και η κρίση στον Περσικό Κόλπο κλιμακωνόταν.

Στο Χρηματιστήριο Αθηνών παρατηρήθηκε πρωτοφανής πτώση των τιμών, και ενώ έμεινε κλειστό έως τις 23 Οκτωβρίου, η πτώση εξακολούθησε όταν άνοιξε.

Βέβαια ο αντίκτυπος της κρίσης δεν ήταν τόσο δραματικός όσο το 1929, παρότι συνέβη η μεγαλύτερη πτώση στο χρηματιστήριο σε μια μέρα, ποσοστό μεγαλύτερο και από αυτό του 1929.

Η παγκόσμια οικονομία ήταν πλέον πιο ισχυρή και πιο θωρακισμένη στην αντιμετώπιση τέτοιων καταστάσεων. Κυβερνητικές επεμβάσεις, αλλά και αυτές των κεντρικών τραπεζών, με την διάθεση μεγάλων ποσοτήτων ρευστού στην αγορά υπήρξε καθοριστική. Με αυτό τον τρόπο οι τράπεζες μείωσαν τα επιτόκια και έδωσαν σημαντικά δάνεια στις επιχειρήσεις.

Παρόλα αυτά θεωρείται ότι αυτή η κρίση σήμανε νέα μείωση της οικονομικής δραστηριότητας που παρατηρήθηκε την περίοδο 1989-1992 στην παγκόσμια οικονομία.

1.1.5 1997 η κρίση στις Ασιατικές τίγρεις

Μέχρι το 1997 χώρες της Ασίας, όπως η Ταϊλάνδη, η Μαλαισία, οι Φιλιππίνες και η Ινδονησία γνώριζαν μια ραγδαία ανάπτυξη. Οι επενδύσεις που προσέλκυαν έφταναν το μισό των επενδύσεων σε αναπτυσσόμενες χώρες. Ιαπωνικές τράπεζες και αμερικανικοί οργανισμοί επένδυσαν σε αυτές, χωρίς να ανησυχούν για τα κέρδη τους, καθώς τα τοπικά νομίσματα ήταν προσκολλημένα στο δολάριο.

Ωστόσο, ο ξέφρενος ρυθμός των επενδύσεων και τα ελλείμματα στον προϋπολογισμό των ασιατικών χωρών είχαν ως αποτέλεσμα να μην μπορούν να συγκρατήσουν την συναλλαγματική αξία με το δολάριο. Με την εγκατάλειψη της εν λόγω ισοτιμίας ακολούθησε ραγδαία πτώση στα χρηματιστήρια και στις τιμές των οικοδομικών επιχειρήσεων που ανθούσαν μέχρι τότε. Ενδεικτικό είναι ότι το χρηματιστήριο του Χονγκ Κόνγκ σημείωσε πτώση 64% κατά την περίοδο 1997-1998.

Οι επιπτώσεις της κρίσης παρέμειναν μέχρι το 1988. Στις Φιλιππίνες η ανάπτυξη άγγιξε το μηδέν. Μόνο η Σιγκαπούρη και η Ταιβάν απεφύγανε τις σοβαρές

συνέπειες της κρίσης, χωρίς όμως αυτό να σημαίνει ότι η κρίση δεν τις άγγιξε. Ωστόσο, μέχρι το 1999 τα σημάδια ανάκαμψης στις οικονομίες της Ασίας άρχισαν να γίνονται εμφανή.

1.1.6 Η φούσκα των μετοχών υψηλής τεχνολογίας

Στα τέλη της δεκαετίας του 90, οι εταιρείες του internet βρεθήκαν στο απόγειό τους. Από το 1995 περίπου άρχισε η ίδρυση μιας καινούργιας ομάδας επιχειρήσεων, που σχετίζονται με τον χώρο διαδικτύου και ονομάστηκαν «dot-coms».

Πολλοί επιχειρηματίες ξεκίνησαν με πολύ μικρά επιχειρηματικά σχέδια, τις περισσότερες φορές τίποτα παραπάνω από μια ιδέα και ένα συναρπαστικό όνομα.

Οι επενδυτές είδαν την θεαματική άνοδο των εταιρειών αυτών και κινήθηκαν γρήγορα, αλλά με λιγότερη προσοχή από ότι συνήθως. Το μέγεθος των επιχειρηματικών επενδύσεων στο τομέα αυτό φαίνεται σαν ποσοστό του ΑΕΠ.

Τα χαμηλά επιτόκια της περιόδου εκείνης βοήθησαν την αύξηση των κεφαλαίων του επενδυτικού κοινού

Η τάση για επένδυση σε μετοχές υψηλής τεχνολογίας ήταν γενικευμένη. Το φαινόμενο κορυφώθηκε τον Ιανουάριο του 2000, όταν η AOL εξαγόρασε με το αστρονομικό ποσό των 200 δις δολαρίων τον όμιλο Time Warner.

Το Μάρτιο του 2000 ο δείκτης μετοχών υψηλής τεχνολογίας NASDAQ έφτασε το ιστορικό του υψηλό άνω των 5.000 μονάδων. Η φούσκα έσκασε, με το δείκτη NASDAQ να χάνει μέχρι τον Οκτώβριο του 2002 το 78% της αξίας του.

1.2 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

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

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

Αυτές είναι οι βασικότερες οικονομικές κρίσεις που κλόνισαν τον κόσμο κατά καιρούς. Τα τελευταία χρόνια έχουν λάβει χώρα στην παγκόσμια οικονομία αρκετές οικονομικές κρίσεις μικρότερης ή μεγαλύτερης έκτασης οι οποίες έχουν ως αποτέλεσμα να παρεκτραπεί η παγκόσμια οικονομία από την ομαλή της πορεία. Οι κρίσεις αυτές επέφεραν σημαντικές επιδράσεις στις οικονομίες των χωρών επηρεάζοντάς τις σε μικρότερο ή μεγαλύτερο βαθμό.

Κάθε οικονομική κρίση είναι ένα φαινόμενο που μπορεί να μελετηθεί, να βρεθούν οι αιτίες που την προκάλεσαν και να καταλογισθούν ευθύνες σε πρόσωπα και οργανισμούς. Οπότε είναι λάθος να πιστέψουμε ότι η ύφεση είναι κάτι το φυσιολογικό για την οικονομία, που πολλοί ακόμα και σήμερα θέλουν να μας μεταδώσουν. Φυσικό επακόλουθο του οικονομικού κύκλου είναι, αλλά όχι μία διαδικασία που συμβαίνει από μόνη της. Τις περισσότερες φορές μία οικονομική κρίση συνοδεύεται και από μία ``φούσκα`` αξιών που παραφουσκώνει τις τιμές κάποιου αγαθού ή κάποιας μετοχής. Αυτό το γεγονός δημιουργεί ένα κλίμα μανιώδης κερδοσκοπίας

και αύξηση του πληθωρισμού. Όταν μετά από καιρό έρθει το σπάσιμο της φούσκας οι τιμές των αγαθών και των αξιών χάνουν το μεγαλύτερο μέρος της αξίας τους, προκαλώντας μεγάλες χρηματικές απώλειες για επενδυτές και ιδιοκτήτες, καθώς και μια περαιτέρω μείωση της παραγωγής και πτώση των τιμών. Αλλά συγχρόνως αυτή η πτώση των αξιών αποτελεί διόρθωση για την πραγματική οικονομία αφού δεν είναι δυνατόν οι αξίες να ανεβαίνουν συνεχώς. Με λίγα λόγια, αυτό που στην πραγματικότητα προκαλεί την οικονομική κρίση είναι η μανιώδης κερδοσκοπία των επενδυτών και η απομάκρυνση από την πραγματικότητα, ότι δηλαδή οι τιμές θα αυξάνονται για πάντα. Βέβαια σε αυτό το κλίμα κερδοσκοπίας που οδηγεί στην οικονομική κρίση βοηθάνε και άλλοι παράγοντες, όπως η έλλειψη κρατικού παρεμβατισμού για να διαφυλάξει τους επενδυτές και γενικά το κοινό και η ενθάρρυνση από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που χορηγούν δάνεια και πιστώσεις για περαιτέρω κερδοσκοπία. Είναι πολλοί λίγοι αυτοί που έχουν την διορατικότητα να βγουν από το παιχνίδι της κερδοσκοπίας πριν έλθει η καταστροφή. Σήμερα, η παγκόσμια οικονομία εμφανίζεται ευάλωτη καθώς εισέρχεται σε περίοδο ύφεσης. Αν και το μέγεθος και οι επιπτώσεις της εκτιμάται ότι δεν θα προσεγγίσουν την <<Μεγάλη Ύφεση>> του 1930 σίγουρα πρόκειται για μια σημαντική ύφεση.

Στόχος μας σε αυτή την εργασία είναι, από την μια, να αναλύσουμε τα αίτια της κρίσης, και, από την άλλη, να εξετάσουμε την επίδραση της στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα.

2. ΤΑ ΑΙΤΙΑ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

Στις αρχές του 2007 επικρατούσε έντονη φημολογία γύρω από τη στεγαστική αγορά των ΗΠΑ που παρουσίαζε σημάδια κόπωσης. Πολλοί αναλυτές εξέφραζαν σε στήλες του οικονομικού τύπου την ανησυχία τους για μια επερχόμενη κρίση. Παράλληλα η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα προέβαινε διαρκώς σε σταδιακές αυξήσεις του ευρωεπιτοκίου ώστε να αντιμετωπίσει τις πληθωριστικές πιέσεις που ταλάνιζαν την ευρωπαϊκή οικονομία. Έντονα πλήττονταν οι δανειολήπτες, ενώ παράγοντες στην τραπεζική αγορά συνιστούσαν στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να είναι πιο φειδωλά στη χορήγηση δανείων. Την ίδια στιγμή το δολάριο εξακολουθούσε να υποχωρεί έναντι του ευρώ. Επιχειρήσεις μετέφεραν τα εργοστάσια τους στην Αμερική και η ανεργία στην Ευρώπη αυξανόταν, ενώ πλήττονταν ταυτόχρονα και οι εξαγωγές.

Κατά το καλοκαίρι του 2007 κι ενώ αρκετοί επίσημοι παράγοντες της αμερικανικής οικονομίας προσπαθούσαν να καθησυχάσουν τους επενδυτές, κεφάλαια της Bear Stearns πτώχευσαν λόγω κατοχής CDOs που βασίζονταν σε sub-prime στεγαστικά δάνεια τα οποία ήταν τα δάνεια υψηλού κινδύνου τα οποία χορηγούσαν τα πιστωτικά ιδρύματα σε νοικοκυριά με χαμηλά εισοδήματα αλλά και της υποχρέωσης της τράπεζας να εξυπηρετήσει τις απαιτήσεις των πιστωτών της με ρευστοποίηση των στοιχείων της.

Στις 9 Αυγούστου του 2007, μεγάλη κρίση ξέσπασε στις ΗΠΑ από την αδυναμία μεγάλων ομάδων του πληθυσμού να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις του για δάνεια sub-primes. Οι πλειστηριασμοί διαδέχθηκαν ο ένας τον άλλον και ολόκληρες πόλεις έμειναν στο δρόμο.

Οι τράπεζες ξέμειναν από ρευστό και οι καταθέτες έσπευσαν στον γκισέ των τραπεζών για να κάνουν ανάληψη των χρημάτων τους.

Άλλοι, πάλι, προέβησαν σε μαζικές ηλεκτρονικές αναλήψεις των λογαριασμών τους στη Βρετανία, ένα φαινόμενο γνωστό ως “ Πανικός μέσω Ίντερνετ “. Η αδυναμία είσπραξης των απαιτήσεων των αμερικανικών τραπεζών από τους δανειολήπτες των sub-primes, οδήγησε στην αδυναμία πληρωμής των υποχρεώσεων σε τοκομερίδια και αξίες ομολόγων και CDOs (ομόλογα β’ γενιάς) στα οποία είχαν επενδύσει πολλές ευρωπαϊκές τράπεζες, την ίδια στιγμή που πλήθαιναν οι αναλήψεις πανικού. Τα ομόλογα που κατείχαν οι τελευταίες δεν είχαν αντίκρισμα, ενώ το πρόβλημα ρευστότητας προκάλεσε δυσπιστία στη δυνατότητα αποπληρωμής σε περίπτωση δανεισμού μιας τράπεζας από μια άλλη, με αποτέλεσμα να αυξηθούν τα επιτόκια της διατραπεζικής αγοράς.

Το Σεπτέμβριο του 2007, δύο γερμανικές τράπεζες, η Sachsen Landesbank και η IKB ανακοίνωσαν ότι υπέστησαν ουσιαστικές απώλειες από τις συμμετοχές τους σε επενδυτικές εταιρίες ειδικού σκοπού και συγκεκριμένα σε Conduits. Η βρετανική Northern Rock βίωσε τη μεγαλύτερη ουρά, αντιμετωπίζοντας το φαινόμενο του «τραπεζικού πανικού», των τελευταίων δεκαετιών σε μια χώρα που φημίζεται για τα μεγάλα εγγυημένα χρηματικά αποθέματα.

Κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2007, οι κεντρικές τράπεζες μεσολάβησαν συγχρονισμένα για την τόνωση της χρηματοπιστωτικής αγοράς με “ ενέσεις ρευστότητας “ και σταθεροποίησαν τις διακυμάνσεις στα βραχυπρόθεσμα επιτόκια. Ορισμένες κεντρικές τράπεζες όπως η Fed, μείωσαν ακόμη και το βασικό επιτόκιο χρηματοδότησης, ενώ άλλες, όπως η ECB,

παρακολουθώντας τις εξελίξεις δεν προέβησαν στις προγραμματισμένες αυξήσεις.

Μετά την πώληση της Bear Stearns σε εξευτελιστική τιμή στην J.P. Morgan το Μάρτιο του 2008, η διεθνής αγορά έδειχνε να έχει μπει σε μια δίνη της οικονομικής κρίσης. Το Σεπτέμβριο του 2008, η αμερικανική κεντρική τράπεζα προσέφερε έκτακτη οικονομική ενίσχυση 85 δισεκατομμυρίων δολαρίων στην ασφαλιστική εταιρεία AIG, προκειμένου να αποτρέψει την κατάρρευση της.

Σεισμικές δονήσεις πολλών ρίχτερ προκάλεσε στο παγκόσμιο χρηματοοικονομικό σύστημα η πτώχευση της τέταρτης μεγαλύτερης επενδυτικής τράπεζας των Ηνωμένων Πολιτειών, της Lehman Brothers. Ο αμερικανικός κολοσσός κήρυξε πτώχευση καθώς απέτυχε να βρει αγοραστή και η αμερικανική κυβέρνηση εμφανίστηκε απρόθυμη να την βοηθήσει σε αυτό και να δαπανήσει δημόσιο χρήμα για τη σωτηρία της. Η βρετανική Barclays που είχε εκδηλώσει ενδιαφέρον για την εξαγορά της Lehman, αποσύρθηκε από τις διαπραγματεύσεις, υποστηρίζοντας ότι δεν μπορεί να εξασφαλίσει τις απαραίτητες εγγυήσεις από την αμερικανική κυβέρνηση αλλά και από άλλες εταιρείες της Γουόλ Στριτ. Λίγο αργότερα το ενδιαφέρον της απέσυρε και η Bank of America, η οποία στη συνέχεια ανακοίνωσε την εξαγορά της έναντι 50 δισεκατομμυρίων ευρώ. Με χρέος που άγγιζε τα 613 δισεκατομμύρια δολάρια και ενώ η μετοχή της κατακυλούσε με ιλιγγιώδεις ρυθμούς κατά 81% προκαλούσε ντόμινο εξελίξεων. Παρ'ότι υπήρχαν συνεχείς προειδοποιήσεις και πολλά σημάδια ότι η φούσκα των τοξικών προϊόντων και της αγοράς κατοικίας θα σκάσει κάποια στιγμή, οι υπεύθυνοι της Lehman Brothers δεν πήραν κανένα μέτρο για να προστατέψουν τη τράπεζα τους. Η τράπεζα

που ιδρύθηκε από τρεις Εβραίους μετανάστες από τη Γερμανία το 1850 και πρωταγωνιστούσε επί 158 χρόνια, ξεπερνώντας ακόμα και το κραχ του 1929 και την ύφεση που ακολούθησε, δεν κατάφερε να βγει σώα από την νέα αυτή κρίση.

Ένα σημείο αναφοράς για τον εντοπισμό των αιτιών της πρόσφατης χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008 είναι τα χαμηλά επιτόκια, τα οποία υπήρξαν απόρροια δυο παραγόντων: α) της χαλαρής νομισματικής πολιτικής που ακολούθησαν οι νομισματικές αρχές των ΗΠΑ (και οδήγησαν σε πτώση τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια), και β) της μεγάλης συσσώρευσης συναλλαγματικών διαθεσίμων της Κίνας (τα οποία συνέβαλλαν στην διατήρηση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων σε χαμηλό επίπεδο). Από την μια, η πτώση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων δημιούργησε την επιθυμία στα νοικοκυριά να καταφύγουν σε τραπεζικό δανεισμό προκειμένου να βελτιώσουν το βιοτικό τους επίπεδο, από την άλλη η πτώση των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων αφ' ενός μεν έδωσε την δυνατότητα στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να αντλούν φθηνή ρευστότητα, αφ' ετέρου δε τα ώθησε στην εύρεση όλο και μεγαλύτερων αποδόσεων, υποεκτιμώντας, πολλές φορές, το συνεπαγόμενο κίνδυνο.

Λόγω λοιπόν του χαμηλού επιπέδου των επιτοκίων, η ζήτηση για στεγαστικά δάνεια αυξήθηκε δραματικά. Κατόπιν, οι τράπεζες, λόγω του έντονου ανταγωνισμού (πολλοί υποψήφιοι πελάτες), αποφάσισαν να ικανοποιήσουν αυτή την ζήτηση, έφτασαν δε στο σημείο να δανείζουν ακόμη και πελάτες με πολύ χαμηλή πιστοληπτική ικανότητα. Αυτό είχε να κάνει με δυο παράγοντες. Πρώτον, η άνοδος των τιμών των ακίνητων δημιουργούσε θετική κατεχόμενη αξία (positive home equity), η οποία λειτουργούσε ως ασφάλεια σε περίπτωση αδυναμίας τήρησης, από πλευράς

δανειολήπτη, των συμπεφωνημένων συμβατικών υποχρεώσεων. Δεύτερον, η δυνατότητα της τιτλοποίησης βοήθησε να βγάλουν οι τράπεζες από τον ισολογισμό τους αυτά τα δάνεια.

2.1ΤΑ ΧΑΜΗΛΑ ΕΠΙΤΟΚΙΑ ΣΤΙΣ Η.Π.Α

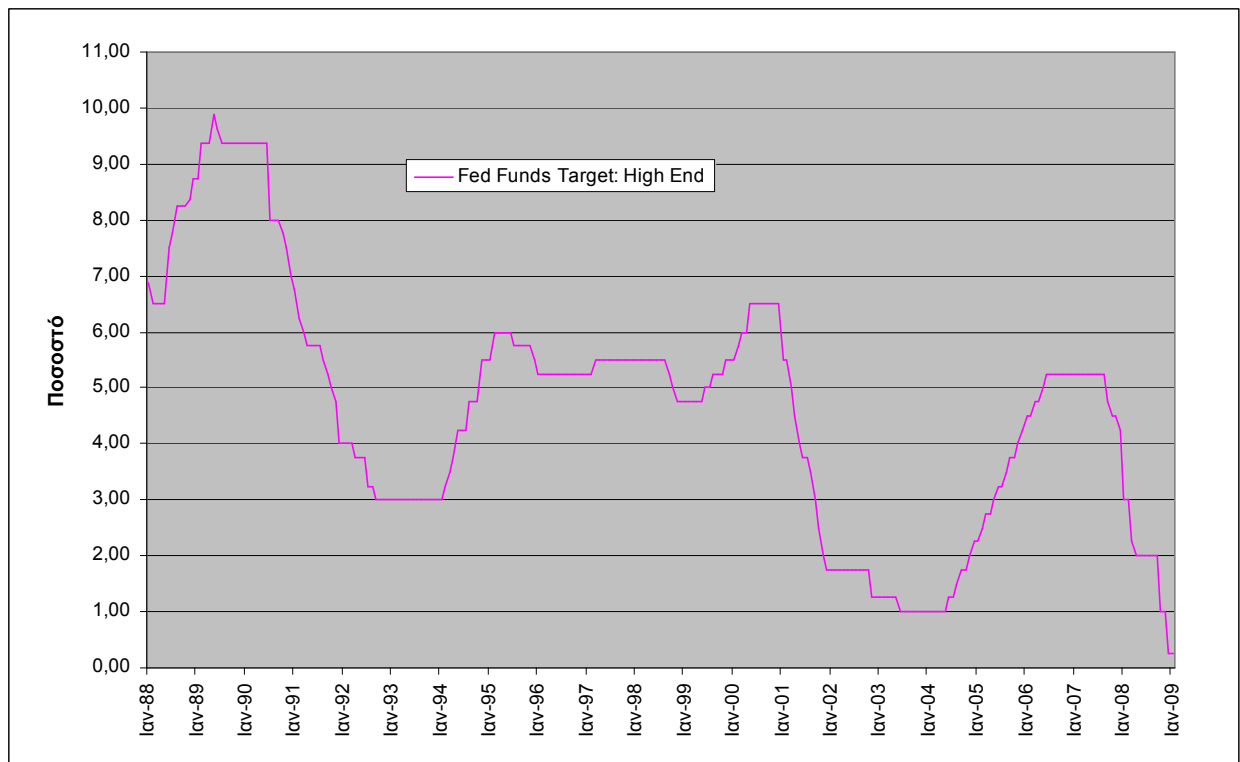
2.1.1 Η Νομισματική Πολιτική των Η.Π.Α. και τα Βραχυπρόθεσμα Επιτόκια

Από το 1995 περίπου ξεκίνησε η ίδρυση μιας καινούργιας ομάδας επιχειρήσεων, σχετιζόμενης με τον χώρο διαδικτύου, οι οποίες ονομάστηκαν «dot-coms». Οι επενδυτές βλέποντας την θεαματική άνοδο των εταιρειών αποφάσισαν να τις χρηματοδοτήσουν. Πράγματι, το ύψος των επιχειρηματικών επενδύσεων στο τομέα αυτό ως ποσοστό του ΑΕΠ από 0,058% το 1994 έφτασε το 2000 στο 0,164%. Η δε τάση για επένδυση σε μετοχές υψηλής τεχνολογίας ήταν γενικευμένη.

Το φαινόμενο ωστόσο κορυφώθηκε τον Ιανουάριο του 2000, όταν η AOL εξαγόρασε με το αστρονομικό ποσό των \$200 δις δολαρίων τον όμιλο Time Warner. Τον Μάρτιο του 2000 ο δείκτης μετοχών υψηλής τεχνολογίας NASDAQ έφτασε το ιστορικό του υψηλό άνω των 5.0000 μονάδων. Η φούσκα έσκασε, με το δείκτη NASDAQ να χάνει μέχρι τον Οκτώβριο του 2002 το 78% της αξίας του.

Μετά λοιπόν την απότομη κατάρρευση των αποτιμήσεων των εταιρειών υψηλής τεχνολογίας, οι Αμερικανικές νομισματικές αρχές αντέδρασαν με επιθετικές μειώσεις των επιτοκίων, προκειμένου να αποφύγουν μια σημαντική επιβράδυνση στην οικονομική δραστηριότητα, ύστερα και από τα αρνητικά γεγονότα της 11ης Σεπτεμβρίου.

Συγκεκριμένα, από το 2001 και μέχρι τον Ιανουάριο του 2004 υπήρξε μια παρατεταμένη περίοδος χαμηλών επιτοκίων στις ΗΠΑ (Σχήμα 2-1).

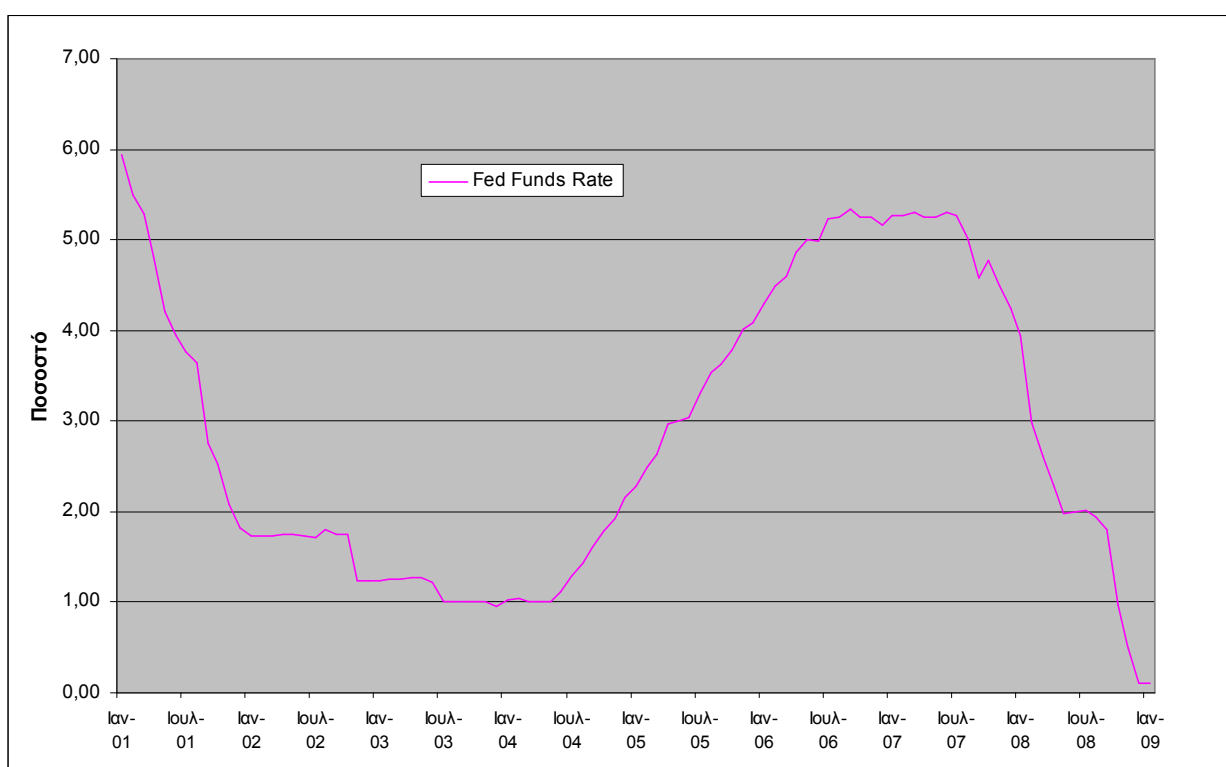


Σχήμα 2-1: Ο Στόχος για το Αμερικανικό Διατραπεζικό Επιτόκιο (Jan. 1988-Jan. 2008)

Πηγή: Για τα δεδομένα EconStat¹

¹ http://econstats.com/r/r_em2.htm

Βάσει των στόχων που έθετε η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ (Fed) κατάφερε να μειώσει, σταδιακά, το επιτόκιο παρέμβασης (Fed Funds Rate) στο 1% (τον Ιούνιο του 2003), το οποίο ήταν το χαμηλότερο επίπεδο όλων των εποχών, μέχρι εκείνη την χρονική στιγμή (Σχήμα 2-2).



Σχήμα 2-2: Το Αμερικανικό Διατραπεζικό Επιτόκιο (Ιαν.2001-Ιαν. 2009)

Πηγή: Για τα δεδομένα EconStat²

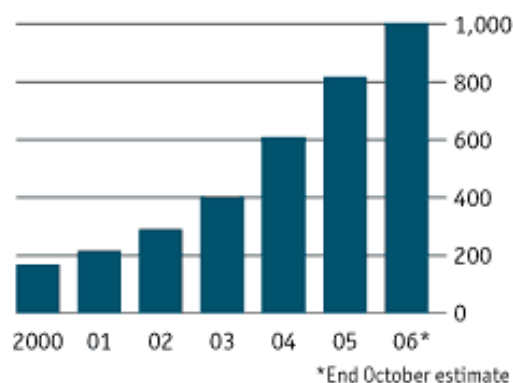
2.1.2 Τα Συναλλαγματικά Διαθέσιμα της Κίνας και Μακροπρόθεσμα Επιτόκια

Τα συναλλαγματικά διαθέσιμα της Κίνας το 2006

είχαν φτάσει στα \$1 τρισεκατομμύρια, δηλαδή

² http://econstats.com/r/r_em2.htm

περισσότερο από το ένα πέμπτο των συνολικών συναλλαγματικών διαθεσίμων στον κόσμο (Σχήμα 2-3).



Σχήμα 2-3: η Εξέλιξη των Συναλλαγματικών Διαθεσίμων της Κίνας (σε \$δισ)

Πηγή: The Economist (2006)

Η συσσώρευση συναλλαγματικών διαθεσίμων ήταν αποτέλεσμα (α) των μεγάλων πλεονασμάτων στον λογαριασμό τρεχουσών συναλλαγών, και (β) των σημαντικών εισροών κεφαλαίων για άμεσες ξένες επενδύσεις και επενδύσεις χαρτοφυλακίου. Θεωρητικά, τα πλεονάσματα στον λογαριασμό τρεχουσών συναλλαγών και οι εισροές επενδυτικών κεφαλαίων στην Κίνα ασκούν ανατιμητικές πιέσεις στο γουάν (καθώς υπάρχει μεγάλη ζήτηση για το Κινεζικό νόμισμα), τις οποίες όμως απορροφά η Κεντρική Τράπεζα της χώρας προσφέροντας το εγχώριο νόμισμα με αντάλλαγμα δολάρια. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα ο ρυθμός αύξησης των συναλλαγματικών αποθεμάτων σε δολάρια να ανέρχεται στα \$16 δισεκατομμύρια μηνιαίως³.

³ The Economist, (2006). Who Wants to be a Trillionaire? *The Economist*, October 26th, p.91.

Αυτή η συσσώρευση συναλλαγματικών αποθεμάτων δημιουργεί υπερβολική ρευστότητα (στην Κινεζική οικονομία), η οποία μπορεί να οδηγήσει σε υψηλότερο πληθωρισμό και σε αύξηση των τιμών των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων, όπως είναι οι μετοχές.

Υπάρχουν δύο τρόποι προκειμένου να σταματήσει η συσσώρευση συναλλαγματικών διαθεσίμων. Πρώτον, οι νομισματικές αρχές της Κίνας έχουν την δυνατότητα αφ' ενός μεν να αφήσουν την συναλλαγματική ισοτιμία του γουάν-δολαρίου να διαμορφωθεί ελεύθερα στην αγορά (και δοθέντος της ισχυρής ζήτησης για γουάν το τελευταίο να ανατιμηθεί) αφ' ετέρου δε να χαλαρώσουν τους περιορισμούς στις εκροές κεφαλαίων επιτρέποντας έτσι στους Κινέζους πολίτες να διακρατούν ξένα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία, όπως είναι οι μετοχές, τα ομόλογα, και οι τραπεζικές καταθέσεις (δηλαδή να επιτρέψουν μια αύξηση της προσφοράς γουαν από τους Κινέζους, η οποία θα αντισταθμίσει την αυξημένη ζήτηση, χωρίς να υπάρξει ανάγκη ανατίμησης του γουάν). Δεύτερον, οι αρχές στην Κίνα θα πρέπει να λάβουν μέτρα προκειμένου να μειωθεί η ογκώδης εθνική αποταμίευση, η οποία δημιουργεί και το πλεόνασμα στο λογαριασμό τρεχουσών συναλλαγών.

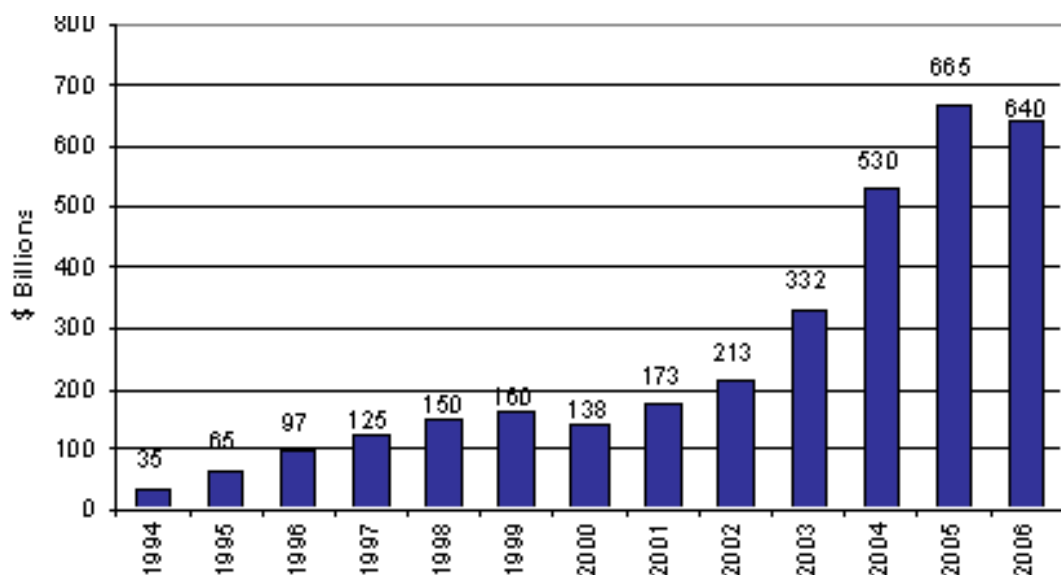
Περίπου 70% των συναλλαγματικών αποθεμάτων της Κίνας επενδύεται σε δολάρια, κυρίως σε τίτλους του αμερικανικού δημοσίου Υπουργείου Οικονομικών⁴.

Ο τρόπος επένδυσης των συναλλαγματικών διαθεσίμων της Κίνας έχει μεγάλη σημασία για την Αμερικανική αλλά και παγκόσμια οικονομία. Συγκεκριμένα, οι επενδύσεις σε τίτλους του αμερικανικού δημοσίου αυξάνουν την ζήτηση και συνακόλουθα την τιμή των Αμερικανικών ομολόγων, δηλαδή οδηγούν σε πτώση των αποδόσεων αυτών των ομολόγων συμβάλλοντας, κατ' αυτόν τον τρόπο, στην παραμονή των Αμερικανικών μακροπρόθεσμων επιτοκίων σε χαμηλά επίπεδα. Ως εκ τούτου, η ζήτηση για στεγαστικά δάνεια είναι ισχυρή.

- Έντοκα Γραμμάτια Δημοσίου
- Ομόλογα Δημοσίου διάρκειας μέχρι ενός έτους
- Πιστοποιητικά Καταθέσεων (τα οποία εκδίδονται από τις εμπορικές τράπεζες και αφορούν κυρίως μεγάλα ποσά)
- Βραχυπρόθεσμα Ομόλογα Εταιριών (Commercial Paper) (τα οποία εκδίδονται από ιδιωτικές επιχειρήσεις συνήθως με μόνη εγγύηση την οικονομική επιφάνεια και φερεγγυότητα του εκδότη).

2.2 Η ΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΕΠΕΚΤΑΣΗ

Λόγω του ανταγωνισμού και της ανόδου των τιμών των ακίνητων, οι αμερικανικές τράπεζες δάνειζαν ακόμη και στους πελάτες χαμηλότερης πιστοληπτικής ικανότητας το 100% της αξίας του ακινήτου χωρίς να ελέγχουν τα εισοδήματά τους. Αυτά λοιπόν τα δάνεια, γνωστά και ως **ενυπόθηκα δάνεια υψηλού κινδύνου** (sub prime loans), αυξήθηκαν και σε απόλυτο αριθμό (Σχήμα 2-4) αλλά ως ποσοστό επί των συνολικών δανείων



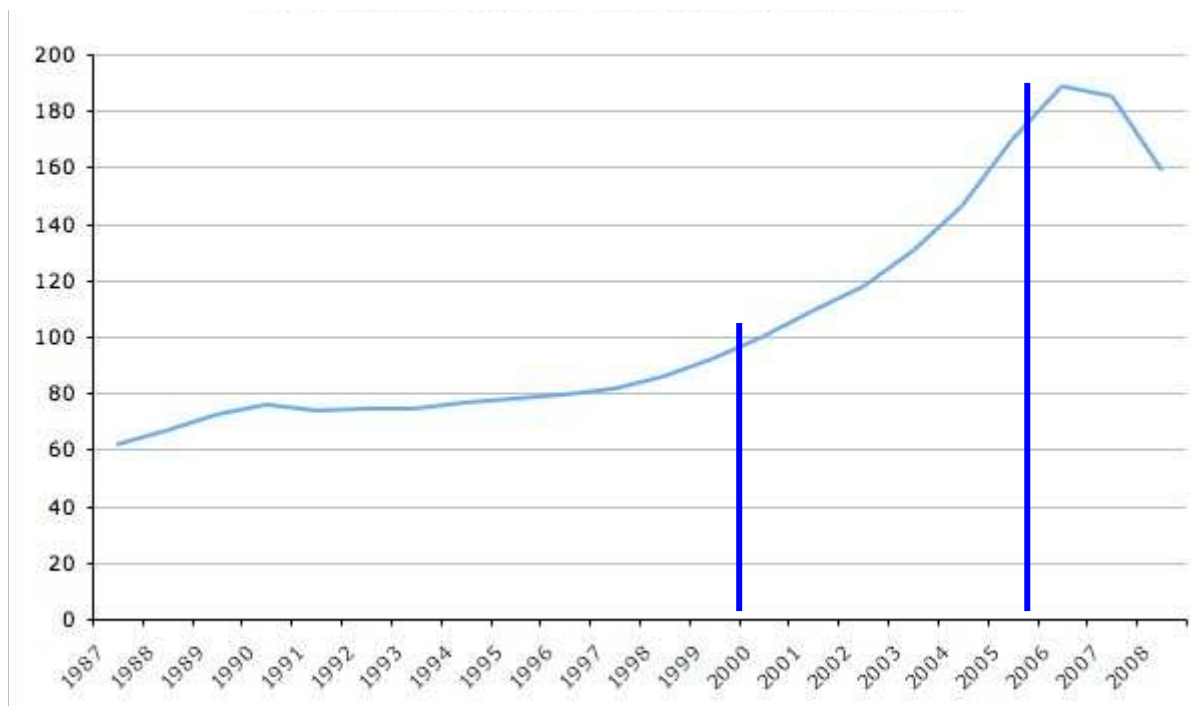
Σχήμα 2-4: Η Αξία των Ενυπόθηκων Δανείων Χαμηλής Πιστοληπτικής Διαβάθμισης (\$δισ)

Πηγή: Petroff (2008)

Όπως βλέπουμε στο παραπάνω σχήμα, η αξία των ενυπόθηκων δανείων χαμηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης εκτινάχθηκε από τα \$173 δισεκατομμύρια

το 2001 στο επίπεδο ρεκόρ των \$665 δισεκατομμυρίων το 2005. Επίσης, το ποσοστό των ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου επί των συνολικών στεγαστικών δανείων αυξήθηκε από 9% το 2003, στο 24% στα μέσα του 2007⁵.

Η πιστωτική επέκταση σε συνδυασμό με την ζήτηση για ακίνητα οδήγησε σε μια πρωτοφανή άνοδο των τιμών των ακινήτων στις ΗΠΑ, κατά την περίοδο 2001-2007. Στο παρακάτω σχήμα βλέπουμε την πορεία του δείκτη τιμών ακινήτων S&P/Case-Shiller για την περίοδο 1997-2008.



Σχήμα 2-5: Ο Δείκτη S&P/Case-Shiller (1987-2008)

Πηγή: Wikipedia

⁵ Χαρδουβέλης, Γ. (2008). “Διεθνής Χρηματοοικονομική Κρίση 2007 και Οικονομικές Επιπτώσεις.”

2.2.1 Τα Δάνεια Βασιζόμενα στην Κατεχόμενη Αξία (Home Equity Loans)

Αναφέρθηκε προηγουμένως ότι οι αμερικανικές τράπεζες δάνειζαν ακόμη και πελάτες με πολύ χαμηλή πιστοληπτική ικανότητα. Αυτό είχε να κάνει με το γεγονός ότι η άνοδος των τιμών των ακινήτων προσέφερε μια ασφάλεια στις τράπεζες μέσω των *home equity loans* τα οποία προσέφεραν στους πελάτες τους με την χαμηλή πιστοληπτική ικανότητα.

Τα δάνεια τύπου **Home Equity (home equity loans, HEL)** είναι δάνεια στα οποία η πιστώτρια τράπεζα χρησιμοποιεί ως εξασφάλιση την **κατεχόμενη αξία ακινήτου** (home equity), δηλαδή την διαφορά μεταξύ της *αγοραίας αξίας* του ακινήτου και του υπολοίπου της αξίας του ενυπόθηκου δανείου, το οποίο χορηγήθηκε για την αγορά αυτού. Για παράδειγμα, εάν κάποιος έχει δαπανήσει για την αγορά μιας κατοικίας το ποσό των €200.000, έχοντας προηγουμένως καταβάλει μια προκαταβολή των €20.000 και έχοντας λάβει δάνειο ύψους €180.000, τότε την ημέρα της αγοράς του ακινήτου, η *κατεχόμενη αξία* του ακινήτου είναι η ίδια με την αξία της προκαταβολής,

$$\begin{aligned} \mathbf{€20.000} &= \mathbf{€200,000} \text{ (η αγοραία αξία του ακινήτου)} - \\ &\mathbf{€180.000} \text{ (το υπόλοιπο του στεγαστικού δανείου)} \end{aligned}$$

Εάν τώρα μετά από 5 έτη, συνεπείων προς τις συμβατικές του υποχρεώσεις, ο δανειολήπτης έχει καλύψει €13.000 από την συνολική αξία του ενυπόθηκου χρέους του (δηλαδή οφείλει το ποσό των €167.000), και λόγω του πληθωρισμού η αγοραία αξία του ακινήτου

έχει διαμορφωθεί στις €300.000, τότε σε αυτή την περίπτωση, η *κατεχόμενη αξία* του ακινήτου θα έχει ανέλθει στις,

$$\begin{aligned} \mathbf{\text{€}133.000} &= \text{€}300,000 \text{ (αγοραία αξία ακινήτου)} - \\ &\text{€}167.000 \text{ (υπόλοιπο στεγαστικού δανείου)} \end{aligned}$$

Έτσι, η θετική κατεχόμενη αξία δίνει την δυνατότητα σε μια τράπεζα να δανείσει και πελάτες με χαμηλή πιστοληπτική ικανότητα, διότι γνωρίζει ότι σε περίπτωση που περιέλθει ο δανειολήπτης σε κατάσταση αδυναμίας καταβολής των πληρωμών, τότε μπορεί να προβεί σε κατάσχεση του ακινήτου, το οποίο θα έχει σαφώς μεγαλύτερη αξία από το οφειλόμενο υπόλοιπο.

Η κατεχόμενη αξία όμως μπορεί να χρησιμοποιηθεί και ως εξασφάλιση για περαιτέρω αύξηση του δανεισμού. Για παράδειγμα, ας εξετάσουμε τον παρακάτω ισολογισμό ενός νοικοκυριού, στην κατοχή του οποίου υπάρχει ακίνητο με αγοραία αξία των €150.000, ενώ, λόγω του ύψους του υφιστάμενου τραπεζικού δανεισμού (δηλαδή το χρεωστικό υπόλοιπο του στεγαστικού δανείου για την αγορά του ακινήτου) της τάξεως των €50.000, η κατεχόμενη αξία (επί του ακινήτου) ανέρχεται στα €100.000 (=€150.000-€50.000).

Πίνακας 2-1: Ισολογισμός ενός Νοικοκυριού

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	ΠΑΘΗΤΙΚΟ ΚΑΙ ΚΑΤΕΧΟΜΕΝΗ ΑΞΙΑ
Κέρματα + Τραπεζογραμμάτια =0	Τραπεζικός Δανεισμός = €50.000
Καταθέσεις Ταμιευτηρίου και Προθεσμίας=0	Κατεχόμενη Αξία = €100.000
Ομόλογα (κρατικά και εταιρικά) και Μετοχές =0	
Ακίνητο = €150.000	

Εάν τώρα μια τράπεζα είναι διατεθειμένη να μας δανείσει μέχρι το 80% της αξίας του ακινήτου, τότε μπορούμε να δανειστούμε συνολικά το ποσό των €120.000 (=0,80x€150.000). Έχοντας όμως ήδη

χρεωστικό υπόλοιπο €50.000, αυτό σημαίνει ότι το μέγιστο ύψος του δανείου βασιζόμενο στην κατεχόμενη αξία θα διαμορφωθεί στα €70.000 (=€120.000 -€50.000). Εάν τώρα αποφασίσουμε να λάβουμε ένα home equity loan των €70.000, τότε ο ισολογισμός του νοικοκυριού μας θα έχει ως εξής.

Πίνακας 2-2: Η Κατεχόμενη Αξία μετά την Λήψη ενός HEL

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	ΠΑΘΗΤΙΚΟ ΚΑΙ ΚΑΤΕΧΟΜΕΝΗ ΑΞΙΑ
Κέρματα + Τραπεζογραμμάτια =0	Τραπεζικός Δανεισμός = €50.000
Καταθέσεις Ταμιευτηρίου και Προθεσμίας= €70.000	Home Equity Loan = €70.000
Ομόλογα (κρατικά και εταιρικά) και Μετοχές =0	Κατεχόμενη Αξία = €100.000
Ακίνητο = €150.000	
ΣΥΝΟΛΟ: €210.000	ΣΥΝΟΛΟ: €210.000

Όπως βλέπουμε από τον παραπάνω πίνακα, η λήψη ενός HEL των €70.000 δεν επηρέασε την κατεχόμενη αξία του νοικοκυριού.

Ένας τρόπος για την αύξηση της κατεχόμενης αξίας, και κατ' επέκταση της δανειοδοτικής ικανότητας αναφορικά με τα HEL, είναι η αποπληρωμή του υφιστάμενου δανείου. Για παράδειγμα, ας υποθέσουμε ότι υπολείπονται 5 έτη για την αποπληρωμή του υφιστάμενου δανεισμού ύψους €50.000. Εάν το επιτόκιο είναι 4%, τότε ο πίνακας αποπληρωμής του δανείου έχει ως εξής:

Πίνακας 2-3: Πίνακας Αποπληρωμής Δανείου

Έτος	Χρεωστικό Υπόλοιπο (στο τέλος της περιόδου)	Δόση	Τόκος	Κεφάλαιο
0	50.000,00 €			
1	40.768,64	11.231,36 €	2.000,00 €	9.231,36 €
2	31.168,03	11.231,36	1.630,75	9.600,61
3	21.183,40	11.231,36	1.246,72	9.984,63
4	10.799,38	11.231,36	847,34	10.384,02
5	0,00	11.231,36	431,98	10.799,38

Εάν λοιπόν η αξία του ακινήτου παραμένει σταθερά, τότε βλέπουμε πως αυξάνεται η κατεχόμενη αξία και μαζί με αυτή η δανειοδοτική ικανότητα αναφορικά με τα δάνεια που στηρίζονται σε αυτή.

Πίνακας 2-4: Η Εξυπηρέτηση ενός Υφιστάμενου Δανείου και η Αύξηση της Δανειοδοτικής Ικανότητας των HEL

Έτος	Αξία Ακινήτου	Χρεωστικό Υπόλοιπο	Κατεχόμενη Αξία	HEL
0	€150.000	€50.000	€100.000	€70.000
1	150.000	40.769	109.231	79.231
2	150.000	31.168	118.832	88.832
3	150.000	21.183	128.817	98.817
4	150.000	10.799	139.201	109.201
5	150.000	0	150.000	120.000

Υπάρχουν δύο είδη δανειοδοτήσεων, οι οποίες στηρίζονται στην *κατεχόμενη αξία* του ακινήτου. Η πρώτη αφορά τα λεγόμενα **Home Equity Loans (HEL)**, δηλαδή τα δάνεια που στηρίζονται στην κατεχόμενη αξία, και η δεύτερη το **Home Equity Line of Credit (HELOC)**, δηλαδή την γραμμή πίστωσης που βασίζεται στην κατεχόμενη αξία.

Μερικές βασικές διαφορές μεταξύ των HELOC και των HEL αναφέρονται στον παρακάτω πίνακα.

Πίνακας 2-5: Βασικές Διαφορές μεταξύ των HELOC και των HEL

Home Equity Line of Credit	Home Equity Loans
Συνήθως Κυμαινόμενο Επιτόκιο	Συνήθως Σταθερό Επιτόκιο
Μπορεί να υπάρχουν ετήσιες εισφορές	Δεν υπάρχουν ετήσιες εισφορές
Υπάρχει ευελιξία	Δεν υπάρχει η δυνατότητα υπεραναλήψεως

Συνήθως η αποπληρωμή αμοφτέρων των HEL και των HELOC λαμβάνει χώρα σε μικρότερη χρονική περίοδο σε σχέση με τα συνηθισμένα στεγαστικά δάνεια. Για

παράδειγμα, ενώ στα συνηθισμένα στεγαστικά δάνειο το χρόνος αποπληρωμής μπορεί να εκτείνεται έως και τα 30 έτη, στα HEL και στα HELOC ο χρόνος αποπληρωμής δεν ξεπερνά τα 15 έτη.

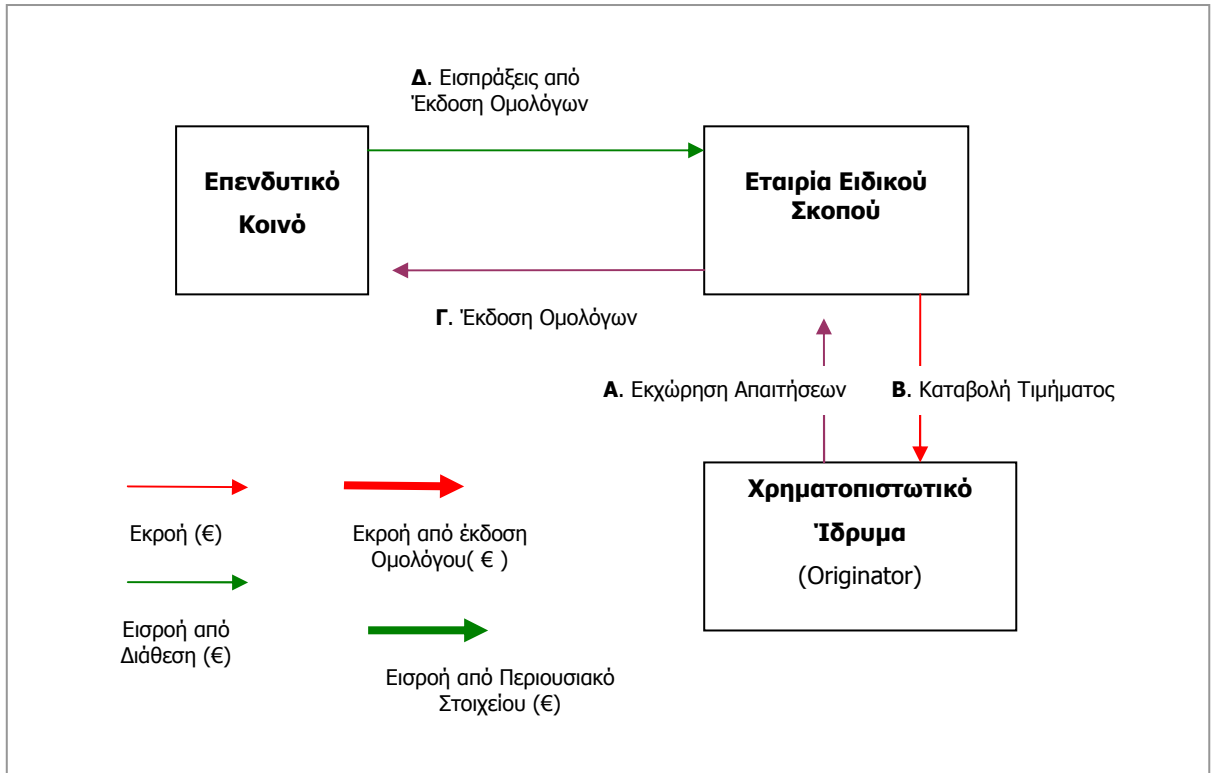
2.3 Η ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙΝΟΤΟΜΙΑ

2.3.1 Η Τιτλοποίηση των Απαιτήσεων

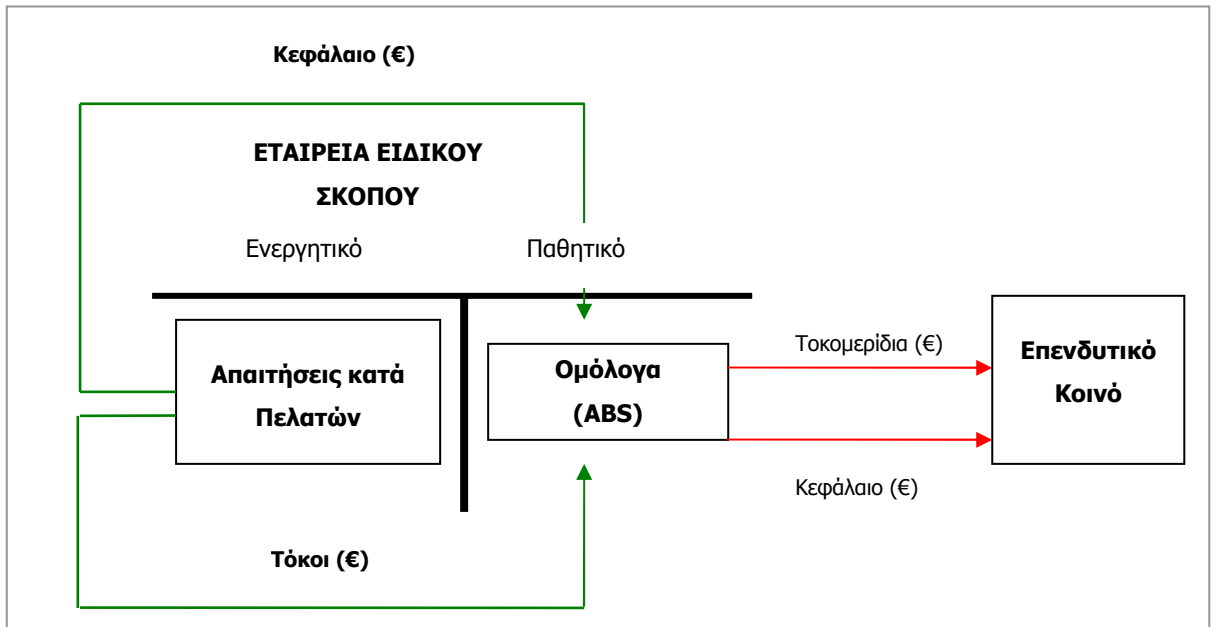
Η τιτλοποίηση απαιτήσεων αφορά στην διαδικασία μετατροπής απαιτήσεων (ή άλλων περιουσιακών στοιχείων) των τραπεζών κατά πελατών σε χρεόγραφα, όπως είναι τα ομόλογα. Με άλλα λόγια, δια της τιτλοποίησης εκδίδονται ομολογίες, οι οποίες χρηματοδοτούνται από τις ταμειακές ροές που δημιουργούν οι προς τιτλοποίηση απαιτήσεις.

Πιο αναλυτικά, η διαδικασία τιτλοποίησης περιλαμβάνει τους ακόλουθους παράγοντες:

- Τον αρχικό χορηγό του δανείου (*originator*),
- ο θεματοφύλακας, δηλαδή ο αγοραστής του δανείου (*SPV*),
- η εταιρεία αξιολόγησης επιχειρήσεων (*rating agency*),
- η εταιρεία ασφάλισης της έκδοσης των τίτλων (*credit enhancer*)
- η εταιρεία αντασφάλισης (*security underwriter*)



Σχήμα 2-6: Η Διαδικασία Τιτλοποίησης Απαιτήσεων κατά Πελατών



Σχήμα 2-7: Η Εξυπηρέτηση των Ομολόγων που Εκδίδει μια Εταιρεία Ειδικού Σκοπού

Η διαδικασία τιτλοποίησης αρχίζει από τον χορηγό του δανείου, συνήθως πρόκειται για ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα, ο οποίος έχει χορηγήσει δάνεια και στη συνέχεια αποφασίζει, αφού πρώτα τα ομαδοποιήσει (βάσει κοινών χαρακτηριστικών ως προς τον χρόνο ωρίμανσης, το επιτόκιο αλλά και το είδος) για λόγους ευκολότερης διαχείρισης αλλά κυρίως για λόγους μείωσης του κόστους, να τα εκχωρήσει στην **εταιρεία ειδικού σκοπού** (Special Purpose Vehicle, SPV) (Σχήμα 2-6). Το τίμημα που καταβάλλει ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα για την εκχώρηση των απαιτήσεων της κατά πελατών αφορά στην διακράτηση μόνο ενός μικρού ποσοστού του χρεωστικού επιτοκίου του δανείου, ενώ το υπόλοιπο διοχετεύεται στην εταιρία (ειδικού σκοπού) που αγοράζει τα δάνεια. Τυπικά η τράπεζα και μετά την πώληση συνεχίζει να εκτελεί τη διαχείριση του δανείου, δηλαδή να επιβλέπει την εξυπηρέτησή του εκ μέρους του αρχικού δανειστή. Επίσης για κάθε πρόβλημα που μπορεί να προκύψει θα πρέπει να επιληφθεί η τράπεζα.

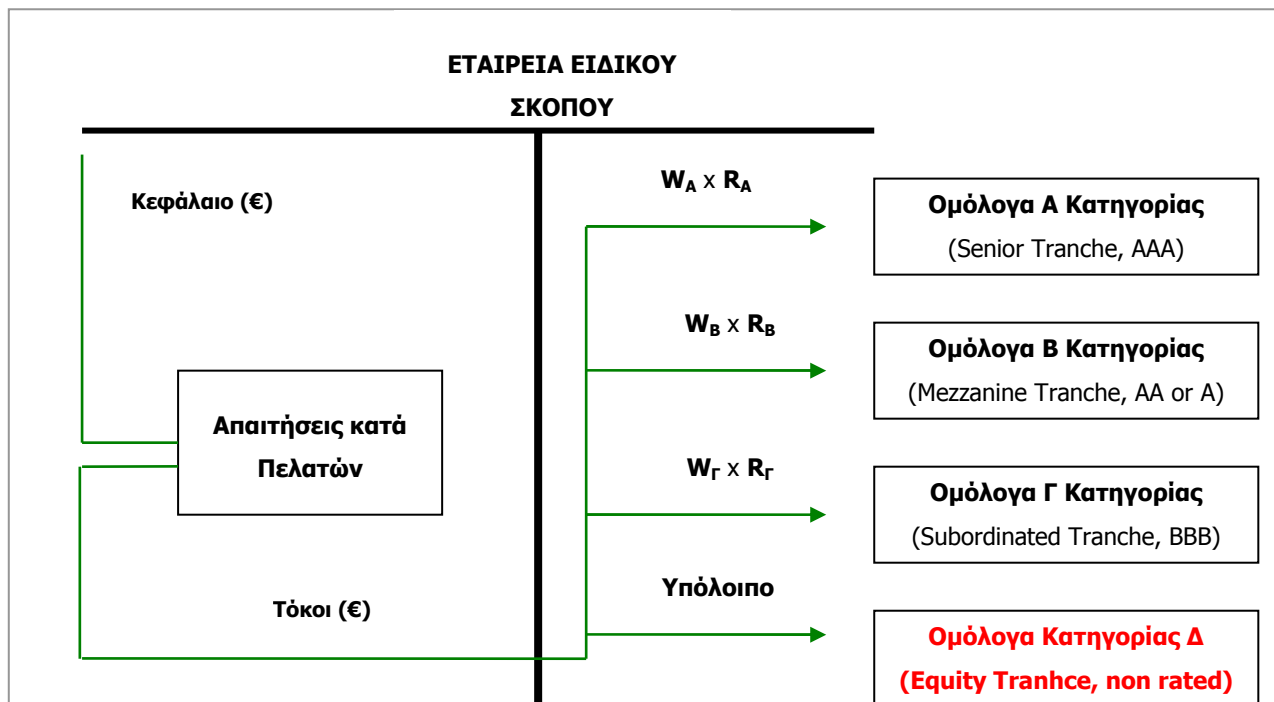
Δια της τιτλοποίησης λοιπόν μεταφέρεται εκτός του ισολογισμού των τραπεζών το μεγαλύτερο μέρος της αξίας αυτών των δανείων, μειώνοντας την ανάγκη διατήρησης εποπτικών κεφαλαίων και ρευστότητας,

ενώ το πιο ριψοκίνδυνο μέρος των δανείων παρακρατείται από τις εμπορικές τράπεζες.

Στην συνέχεια, η εταιρεία ειδικού σκοπού προκειμένου να αγοράσει τα δάνεια εκδίδει διαθέτει, μέσω *ιδιωτικής τοποθέτησης*, ομολογιακά δάνεια, τα οποία προηγουμένως έχουν διαβαθμιστεί από κάποιον οίκο αξιολόγησης. Τα μεταβιβάσιμα αυτά ομόλογα, μεσοπρόθεσμης λήξης, είναι γνωστά ως **asset backed securities (ABSs)**, καθώς η εξόφληση τους, δηλαδή η καταβολή του τοκομεριδίου και της ονομαστικής αξίας της ομολογίας, στηρίζεται στα έσοδα από την τοκοχρεωλυτική δόση των δανείων που απέκτησε η εταιρεία ειδικού σκοπού (Σχήμα 2-7). Ο επενδυτής αγοράζοντας τα ABSs (ή δομημένα ομόλογα) επωφελείται από την χρηματοδοτική δραστηριότητα της τράπεζας χωρίς να συναλλάσσεται με τον οφειλέτη αυτής, ωστόσο αναλαμβάνει τον πιστωτικό κίνδυνο (credit risk) του πελάτη της.

Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να αναφέρουμε ότι η εταιρεία ειδικού σκοπού προβαίνει στην «δόμηση» του παθητικού της εκδίδοντας (προκειμένου να χρηματοδοτήσει την αγορά των δανείων) διαφορετικές κατηγορίες ομολόγων (Σχήμα 2-8). Συνήθως έχουμε τέσσερις κατηγορίες ομολόγων, των οποίων οι

ταμειακές ροές διαφοροποιούνται ανάλογα με τον κίνδυνο.



Σχήμα 2-8: Η Κεφαλαιακή Διάρθρωση μιας Εταιρείας Ειδικού Σκοπού

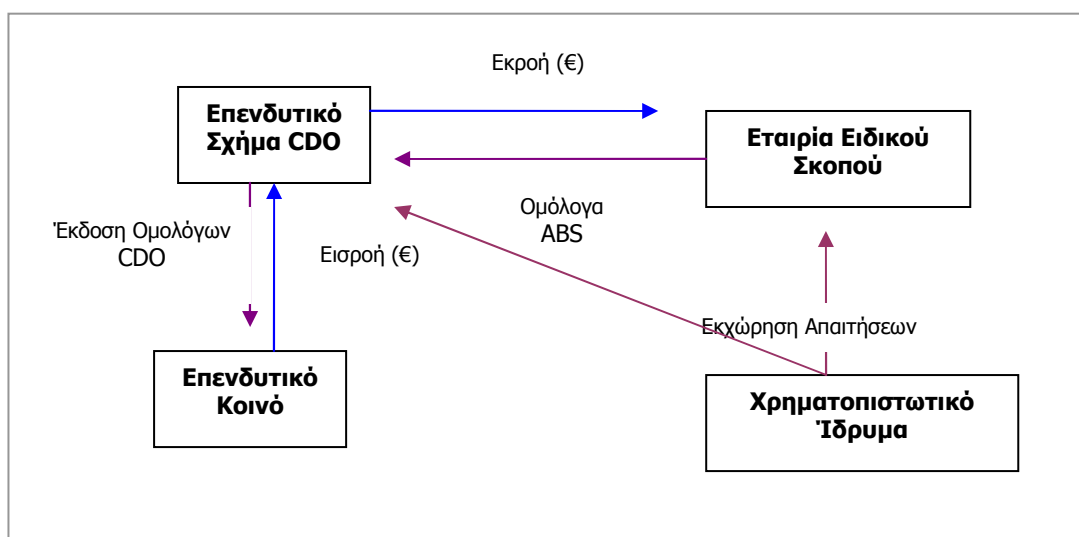
Κάθε κατηγορία ομολόγων τυγχάνει διαφορετικής πιστοληπτικής διαβάθμισης, με τα ομόλογα της χαμηλότερης διαβάθμισης να έχουν και τον μεγαλύτερο κίνδυνο, αλλά και μεγαλύτερη απόδοση. Συνήθως, τα ομόλογα της τελευταίας κατηγορίας (equity tranche) διακρατούνται από το χρηματοπιστωτικό ίδρυμα που δημιούργησε την εταιρεία ειδικού σκοπού.

Σε αρκετές περιπτώσεις επενδυτικές τράπεζες που συστήνουν εταιρίες ειδικού σκοπού για την έκδοση ομολόγων ABS εξαγοράζουν χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που χορηγούν τα στεγαστικά δάνεια. Για

παράδειγμα η Merrill Lynch το 2006 εξαγόρασε έναντι \$1.3δισ την First Franklin, μια από τις μεγαλύτερες τράπεζες στο χώρο ενυπόθηκων δανείων μειωμένης εξασφάλισης⁶.

2.3.2 Τα Ομόλογα CDOs

Ένα **collateralized debt obligation (CDO)** αποτελεί ένα επενδυτικό σχήμα, το οποίο πουλάει και αγοράζει ομόλογα⁷. Συγκεκριμένα, τα ομόλογα που αγοράζει το εν λόγω επενδυτικό σχήμα είναι τα πακεταρισμένα δάνεια (ABS), ενώ τα ομόλογα που εκδίδει είναι γνωστά ως **ομόλογα CDO** (Σχήμα 2-9).

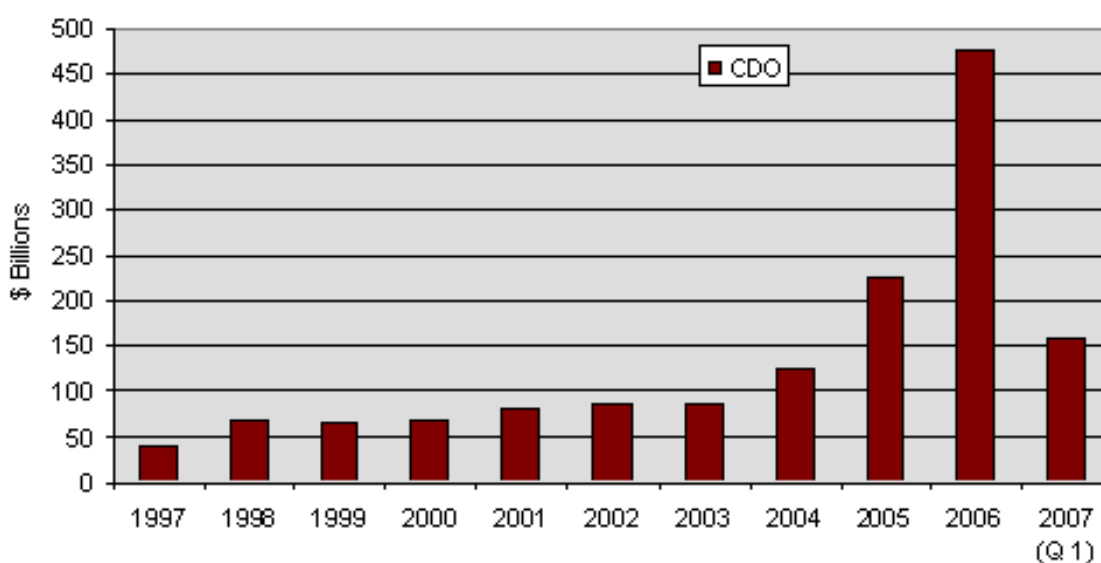


Σχήμα 2-9: Η Λειτουργία ενός CDOs

⁶ Tully, S. (2007). "Wall Street's money Machine Breaks Down." *Fortune*, November 26, European edition, pp.40-46

⁷ Tully, S. (2007). "Wall Street's money Machine Breaks Down." *Fortune*, November 26, European edition, pp.40-46

Κατ'αυτόν τον τρόπο τα CDOs, τα οποία συνήθως διευθύνονται από μεγάλες εταιρίες διαχείρισης όπως είναι οι Cohen & Co., και η Pimco, συμβάλουν στην ζήτηση «τιτλοποιήσεων» και δημιουργούν ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο, το οποίο έχει έκθεση, μέσω των ABS, σε δάνεια διαφόρων κλάδων (στεγαστικά, εταιρικά, καταναλωτικά κλπ), διαφόρων χωρών, και διαφορετικής ποιότητας πελατών, ενώ το κόστος για την δημιουργία αυτού του χαρτοφυλακίου καλύπτεται από την έκδοση ομολόγων CDOs.



Σχήμα 2-10: Η Έκδοση Ομολόγων CDOs σε Παγκόσμια Κλίμακα (\$δισ)

Πηγή: Petroff (2008)

Οι κάτοχοι δε των ομολόγων CDOs δεν έχουν ισότιμη έκθεση στα υποκείμενα δάνεια αλλά διαφορετική ανάλογα με την τάξη (tranche) στην οποία έχουν επενδύσει. Για παράδειγμα ας υποθέσουμε ότι ένα CDO εκδίδει ομολογίες αξίας €100εκ και αγοράζει αντίστοιχης αξίας ABS. Εάν το 10% των δανείων που στηρίζουν τα ABS δεν αποπληρωθεί αυτό θα

“χτυπήσει” το πρώτο 10% τον "ομολογιούχων" και όχι αναλογικά το σύνολο τους. Οι χαμηλού κινδύνου τάξεις αντιπροσωπεύουν συνήθως το top 50-60% της εκδόσεως, δηλαδή προκειμένου να έχουν απώλειες πρέπει να πτωχεύσει περισσότερο από το 40% των υποκείμενων δανείων, οι μεσαίου κινδύνου τάξεις (mezzanine tranches) το 30-40% και τα υπόλοιπα είναι υψηλού κινδύνου (equity tranches).

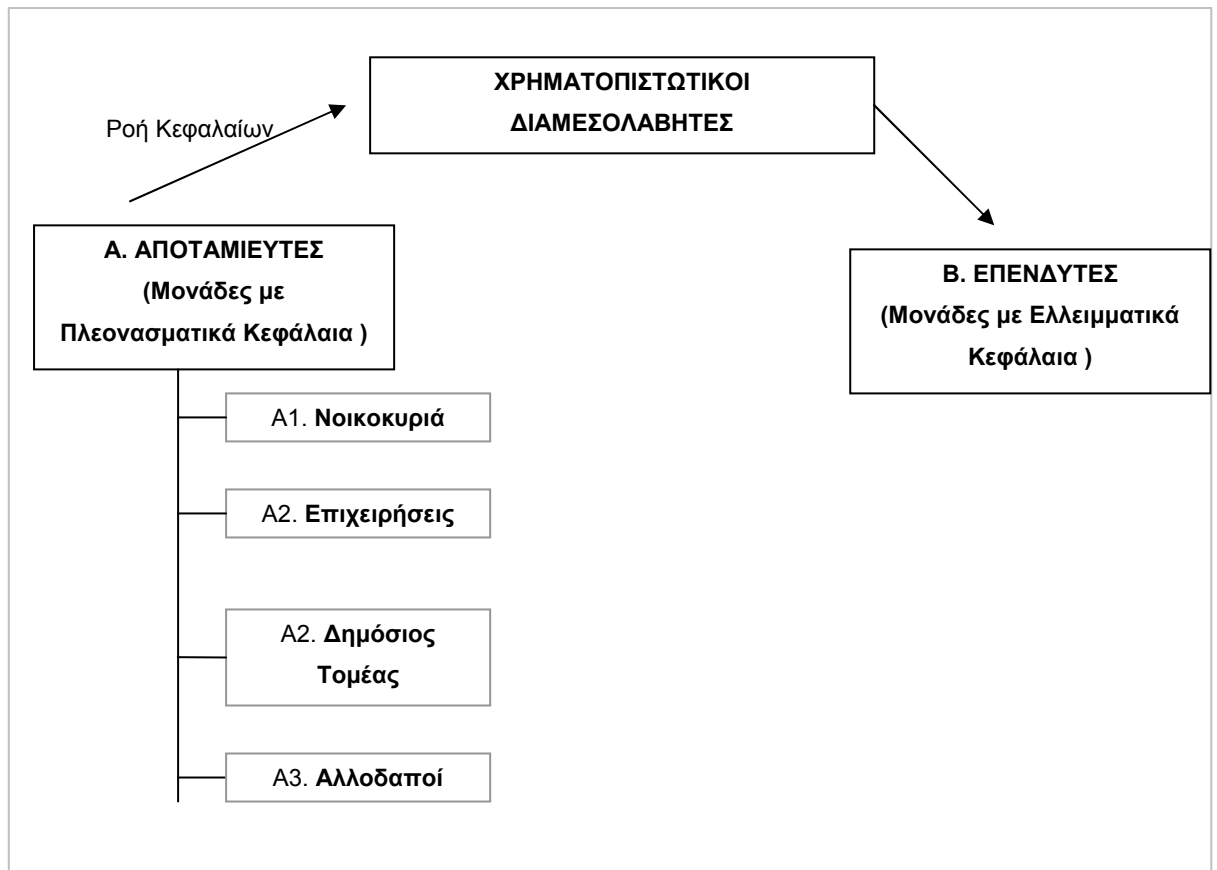
Τα ομόλογα CDOs έχουν πολύ καλές αποδόσεις, διότι λόγω των μεγάλων επιτοκίων που χρεώνουν οι τράπεζες στους δανειολήπτες χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας, τα πακέτα δανείων (ABS) έχουν πολύ καλές χρηματοροές, οι οποίες με την σειρά τους χρηματοδοτούν τις υψηλές αποδόσεις των CDOs. Έτσι ένα CDO χαμηλού κινδύνου έχει πιστωτικό κίνδυνο (όπως αξιολογείται με βάση την πιθανότητα πτώχευσης) αντίστοιχο ενός κρατικού ομολόγου αλλά δίνει πολύ καλύτερο επιτόκιο (+0.3% περίπου στην τρέχουσα αγορά).

3. ΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ

3.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

3.1.1 Το Χρηματοπιστωτικό Σύστημα

Το χρηματοπιστωτικό σύστημα, μιας οικονομίας, αποτελούμενο από θεσμούς φέρνει σε επαφή τους αποταμιευτές (δηλαδή τις μονάδες με πλεονάζοντα κεφάλαια) με τους επενδυτές (δηλαδή τις μονάδες με έλλειμμα κεφαλαίων), με αποτέλεσμα την μεταφορά κεφαλαίων από τους πρώτους προς τους δεύτερους. Οι χρηματοπιστωτικοί θεσμοί περιλαμβάνουν (α) τις χρηματοπιστωτικές αγορές στις οποίες διαπραγματεύονται οι χρηματοπιστωτικοί τίτλοι που εκδίδουν οι επενδυτές, και (β) τους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές, οι οποίοι παρέχουν στους επενδυτές τις απαιτούμενες εξωτερικές πηγές χρηματοδότησης προκειμένου να συμπληρώσουν τα απαιτούμενα κεφάλαια για την χρηματοδότηση των επενδύσεων τους.



Σχήμα 3-1: Η Μεταφορά Πόρων μέσω του Χρηματοπιστωτικού Συστήματος

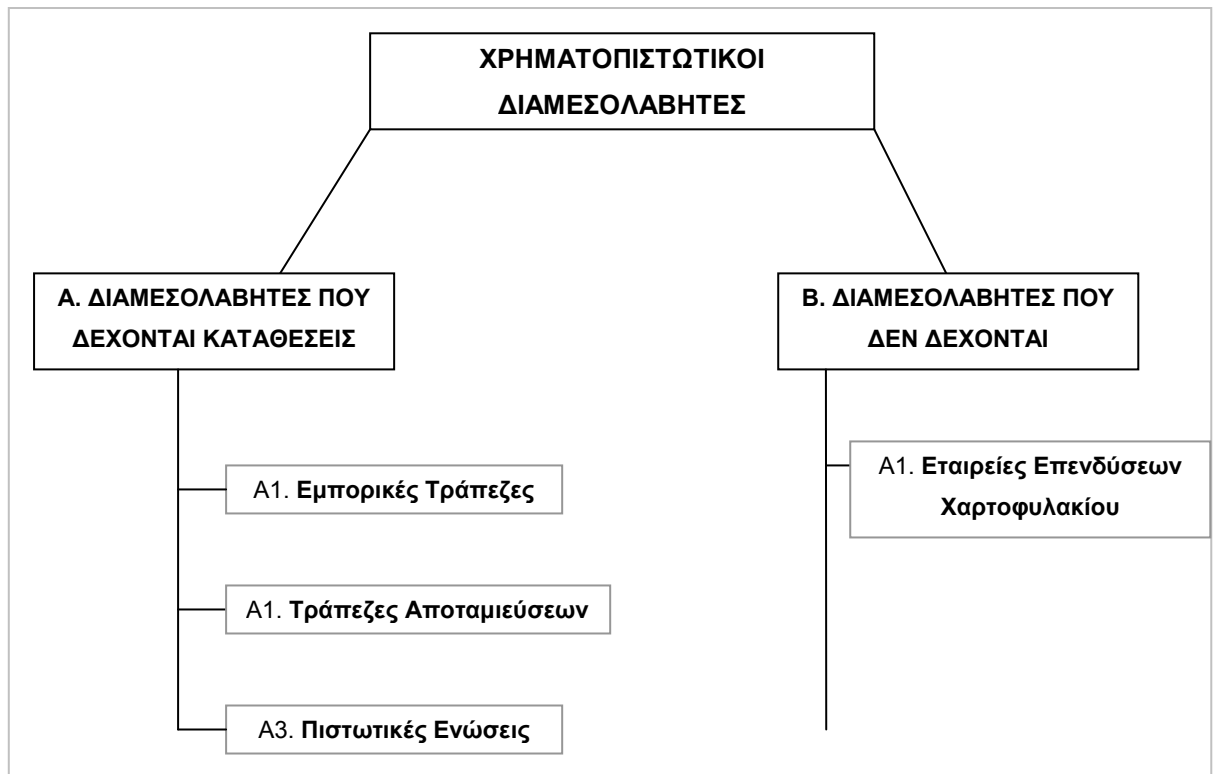
Όταν η μεταφορά κεφαλαίων από τους αποταμιευτές προς τους επενδυτές γίνεται μέσω των *χρηματοπιστωτικών διαμεσολαβητών*, τότε έχουμε έμμεση χρηματοδότηση των ελλειμματικών μονάδων.

Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να επισημάνουμε ότι η εύρυθμη λειτουργία ενός χρηματοπιστωτικού συστήματος δεν επιφέρει μια απλή μεταφορά αποταμιεύσεων από τους αποταμιευτές στους επενδυτές παραγωγή, αλλά μια επιλεκτική διοχέτευση των κεφαλαίων αυτών. Συγκεκριμένα, οι αποταμιευτές προτιμούν τους τίτλους επενδυτών που πείθουν ότι

έχουν καλές προοπτικές, και ως εκ τούτου η προτίμησή τους αυτή, όμως, δίνει την δυνατότητα στις επιχειρήσεις της πιο πάνω κατηγορίας να αντλήσουν με σχετική ευκολία τα κεφάλαια που τους χρειάζονται, πουλώντας νέες μετοχές ή ομολογίες. Με άλλα λόγια, το χρηματοπιστωτικό σύστημα ενισχύει τις επιχειρηματικές προσπάθειες που είναι καλά οργανωμένες και αναπτύσσονται σε δυναμικούς τομείς (αλλιώς δε θα είχαν καλές προοπτικές). Κατά συνέπεια, μέσα από το μηχανισμό αυτό ευνοούνται οι δραστηριότητες που συμβάλλουν στην οικονομική ανάπτυξη.

Υπάρχουν δυο κατηγορίες χρηματοπιστωτικών διαμεσολαβητών: αυτοί που δέχονται καταθέσεις και όσοι δεν δέχονται⁸

⁸ Myer, T., Duesenberry, J, and Aliber, R. (1993). *Money, Banking, and the Economy*. 5th ed. W.W. Norton & Company, p.31



Σχήμα 3-1: Είδη Χρηματοπιστωτικών Διαμεσολαβητών

Στους χρηματοπιστωτικούς διαμεσολαβητές που δέχονται καταθέσεις περιλαμβάνονται

- Οι εμπορικές τράπεζες
- Οι τράπεζες αποταμιεύσεων
- Οι συνεταιριστικές τράπεζες
- Οι πιστωτικές ενώσεις

Στους χρηματοπιστωτικούς διαμεσολαβητές που δεν δέχονται καταθέσεις περιλαμβάνονται

- Οι ασφαλιστικές εταιρίες
- Οι εταιρίες παροχής επενδυτικών υπηρεσιών (ΕΠΕΥ)
- Οι εταιρίες χρηματοδοτικής μίσθωσης
- Οι εταιρίες πρακτόρευσης
- Οι εταιρίες κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών (venture capital),
- Οι εταιρίες επενδύσεων χαρτοφυλακίου

- Τα συνταξιοδοτικά ταμεία,
- Τα αμοιβαία κεφάλαια

Για τις ανάγκες της εργασίας θα περιορίσουμε τον ενδιαφέρον μας στους χρηματοπιστωτικούς διαμεσολαβητές που δέχονται καταθέσεις

3.2 ΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ

3.2.1 Η Δομή της Τραπεζικής Αγοράς

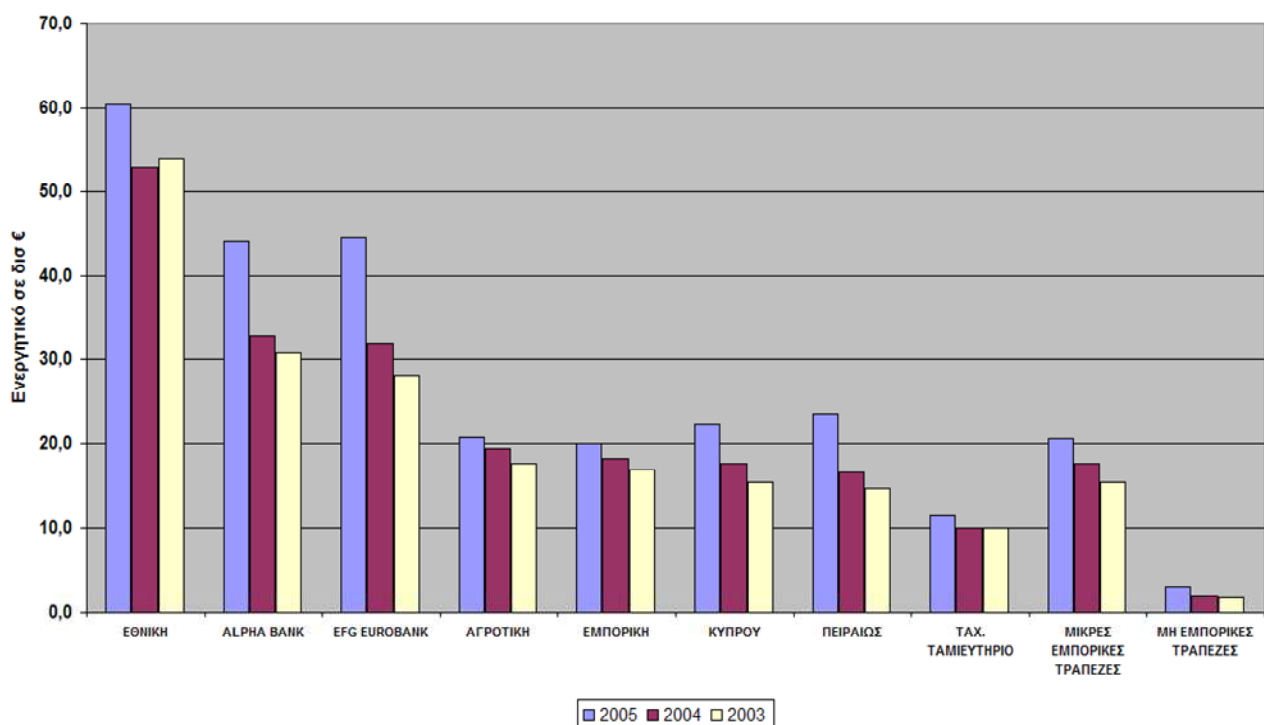
Το 2004, στη Ελλάδα ο τραπεζικός τομέας περιλάμβανε 62 ελληνικά και ξένα πιστωτικά ιδρύματα, συνεταιριστικές τράπεζες και ειδικούς πιστωτικούς οργανισμούς και απασχολούσε περίπου 60.000 εργαζομένους στα 3.400 υποκαταστήματα. Στον παρακάτω πίνακα παρατίθεται η αναλυτική παρουσίαση της διάρθρωσης του εγχωρίου χρηματοπιστωτικού συστήματος:

Πίνακας 3-1: Η Διάρθρωση του Ελληνικού Χρηματοπιστωτικού Συστήματος

	ΑΡΙΘΜΟΣ ΤΡΑΠΕΖΩΝ, ΥΠΟΚΑΤΑΣΤΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΡΟΣΩΠΙΚΟ					
	Αριθμός Τραπεζών		Αριθμός Υποκαταστημάτων		Προσωπικό	
	2003	2004	2003	2004	2003	2004
ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ						
ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ	22	21	2.875	2.953	53.809	51.741
ΤΡΑΠΕΖΕΣ						
ΞΕΝΕΣ ΤΡΑΠΕΖΕΣ	20	23	205	223	4.851	5.133
ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΕΣ						
ΤΡΑΠΕΖΕΣ	15	16	80	87	681	781
ΕΙΔΙΚΟΙ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΙ						
ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΙ	2	2	139	140	1.733	1.682
ΣΥΝΟΛΟ	59	62	3.300	3.403	61.074	59.337

Από τον παραπάνω πίνακα είναι σαφές ότι το 2004 οι τράπεζες είχαν βαρύνουσα σημασία στον ελληνικό χρηματοοικονομικό τομέα, καθώς σε αυτόν υπήρχαν μόνο 2 μη-τραπεζικοί οργανισμοί. Επίσης, βλέπουμε ότι το σύνολο των ελληνικών τραπεζών, 21 τον αριθμό, αποτελούσε μόνο το ένα τρίτο του συνόλου του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Το ελληνικό τραπεζικό σύστημα παρουσιάζει υψηλή συγκέντρωση, καθώς το 2005, οι τρεις μεγαλύτερες τράπεζες με βάση το ενεργητικό κατείχαν το 65% της αγοράς και οι οκτώ μεγαλύτερες το 91% της αγοράς (Σχήμα 3-3)

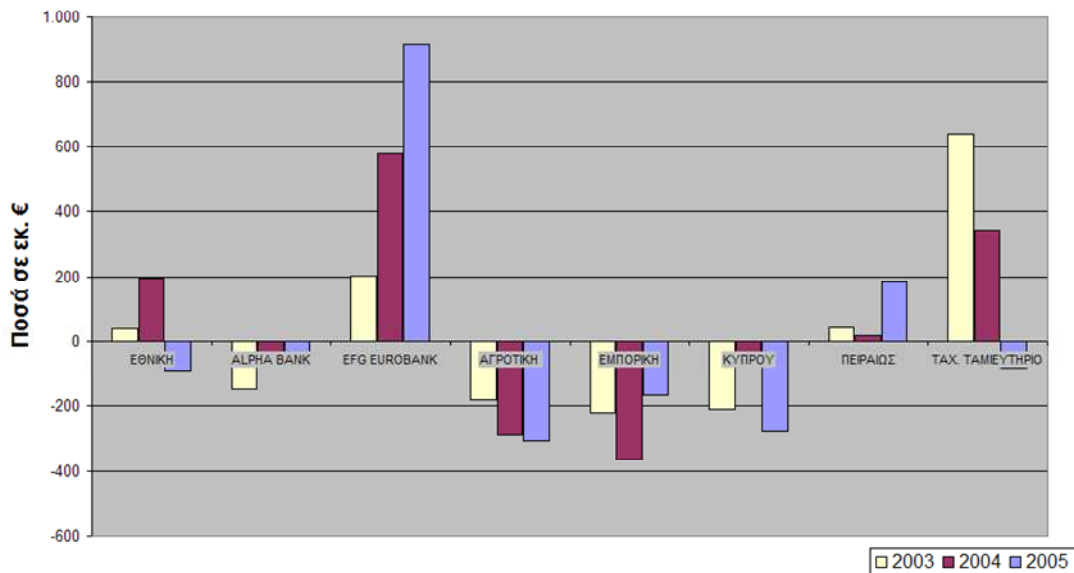


Σχήμα 3-3: Η Εξέλιξη του Ενεργητικού των Τραπεζών (2003-2005)

Πηγή: Kantor Capital (2006)

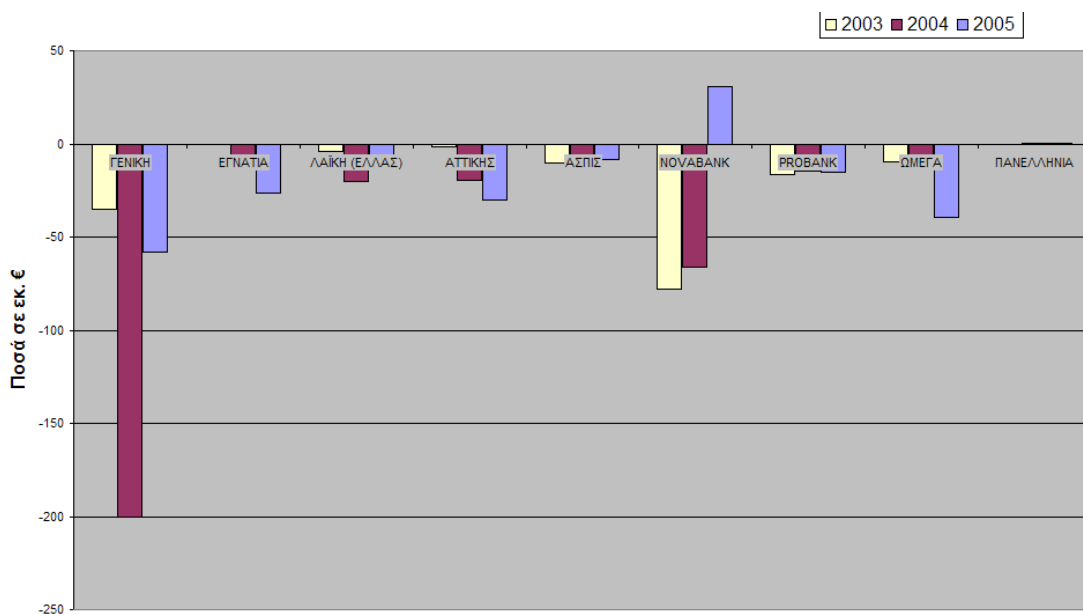
Η προστιθέμενη αξία των μεγάλων τραπεζών παρουσίασε σημαντική μείωση το 2005 κατά 39% (από €50 εκ το 2004 σε €30 εκ το 2005). Την μεγαλύτερη αύξηση σε προστιθέμενη αξία παρουσίασε η EFG Eurobank, της οποίας η χρηματοδότηση του κεφαλαίου

αν και παραμένει υψηλή, τα λειτουργικά κέρδη παρουσίασαν μεγάλη αύξηση. Οι μικρές τράπεζες συνέχισαν να παρουσιάζουν αρνητική προστιθέμενη αξία.



Σχήμα 3-4: Προστιθέμενη Αξία για Μεγάλες Τράπεζες (2003-2005)

Πηγή: Kantor Capital (2006)

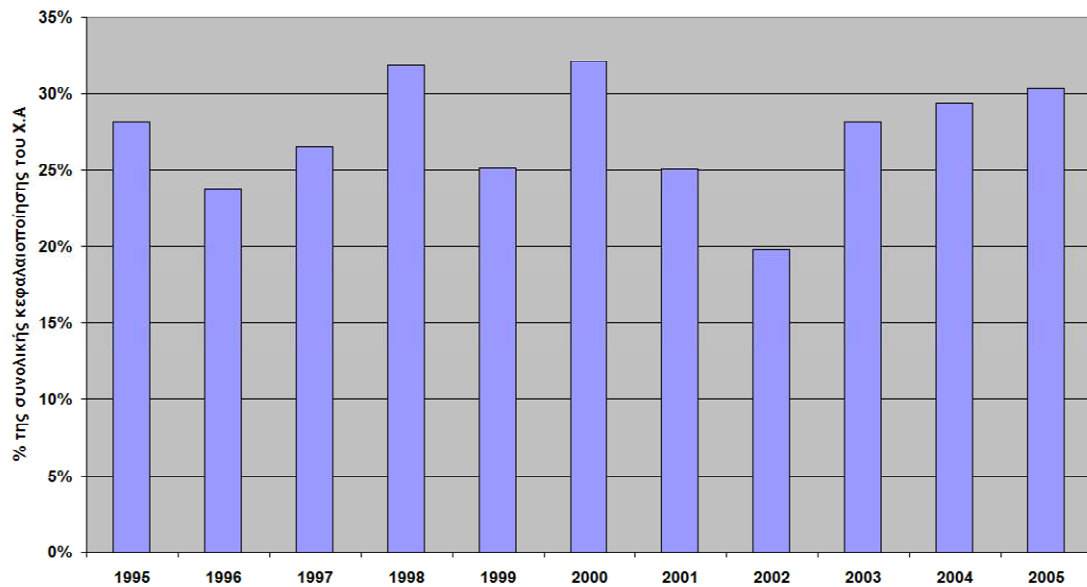


Σχήμα 3-5: Προστιθέμενη Αξία για Μικρές Τράπεζες (2003-2005)

Πηγή: Kantor Capital (2006)

Το 2005 η κεφαλαιοποίηση των τραπεζών αντιπροσώπευσε το 37,3% ολόκληρης της αγοράς του

Χρηματιστηρίου Αθηνών, ποσοστό που βρισκόταν στο 34,5% το 2004. Ο δείκτης τιμών των τραπεζών αυξήθηκε κατά 28,9% κινούμενος στα ίδια επίπεδα αύξησης με τον Γενικό Δείκτη.



Σχήμα 3-6: Κεφαλαιοποίηση Τραπεζών ως Ποσοστό της Συνολικής Κεφαλαιοποίησης του Χ.Α. (1995-2005)

Πηγή: Kantor Capital (2006)

4. ΟΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΣΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ

4.1 ΟΙΝΟΜΕΤΡΙΚΗ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Προκειμένου να εκτιμήσουμε την επίδραση της χρηματοπιστωτικής κρίσης σε λογιστικά στοιχεία των ελληνικών πιστωτικών θα εκτιμήσουμε ένα υπόδειγμα με ψευδομεταβλητές. Συγκεκριμένα, θα εκτιμήσουμε το ακόλουθο οικονομετρικό υπόδειγμα⁹.

$$y_{ij} = \beta_{0,j} + \delta_j d_{ij} + \varepsilon_{ij} \quad 3.1$$

Όπου

y_{ij} : Η τιμή του λογιστικού στοιχείου j (π.χ. το ποσοστό των χορηγήσεων στο συνολικό ενεργητικό) για την εταιρία i ($i=1,\dots,20$) κατά τον μήνα t (για $t=1,\dots,85$).

d_{ij} : Ψευδομεταβλητή, για την οποία ισχύουν τα ακόλουθα

$$d_{ij} = \begin{cases} 0, & \text{εαν η παρατήρηση } t \text{ για το λογιστικό στοιχείο } j \text{ αναφέρεται προ του 2007:09} \\ 1, & \text{εαν η παρατήρηση } t \text{ για το λογιστικό στοιχείο } j \text{ αναφέρεται μετα το 2007:09} \end{cases}$$

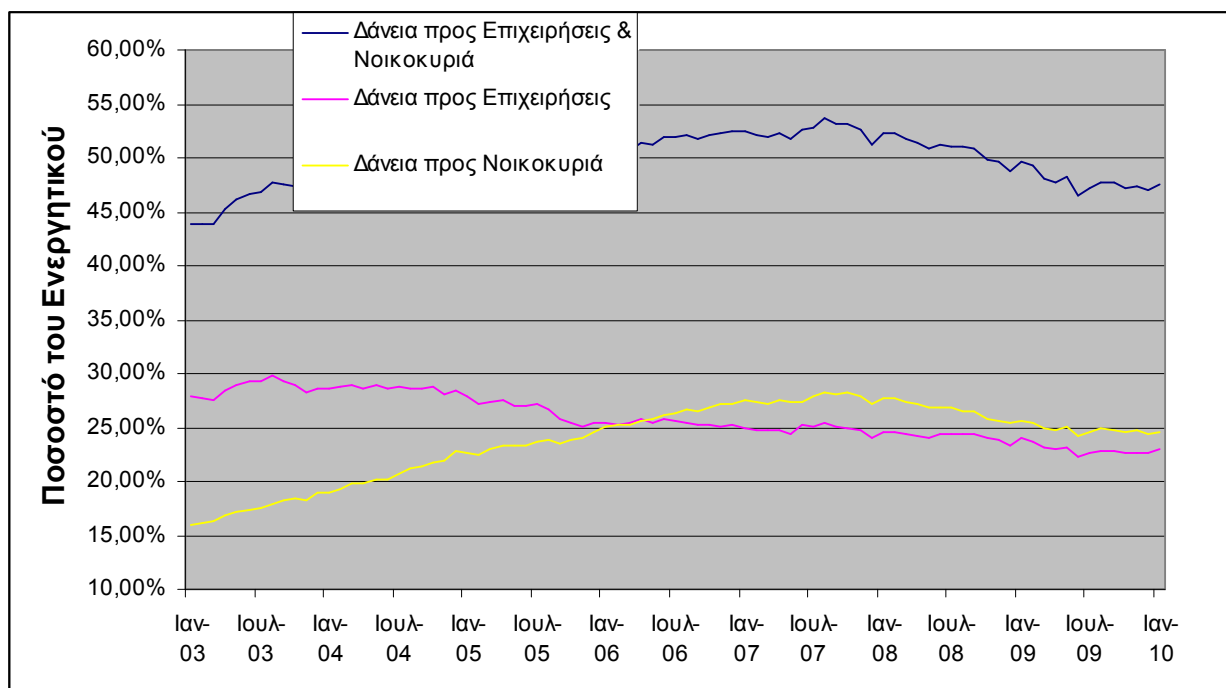
⁹ Για την ανάλυση της προτεινόμενης μεθοδολογίας βλέπε Green, W. (2000). *Econometric Analysis*. 4thed. Prentice Hall International, Inc, pp.316-317

4.2 ΑΜΕΣΕΣ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ

4.2.1 Οι Επιπτώσεις της Κρίσης στην Πιστωτική Επέκταση των Πιστωτικών Ιδρυμάτων

Η κερδοφορία ενός χρηματοπιστωτικού ιδρύματος συνδέεται άμεσα με το μέγεθος (αλλά και την ποιότητα) του χαρτοφυλακίου των χορηγήσεων του, καθώς η τράπεζα «κερδίζει» από τη διαφορά του (μέσου) χρεωστικού και πιστωτικού επιτοκίου της. Συνεπώς, ο **λόγος χορηγήσεις προς το σύνολο του ενεργητικού** είναι ενδεικτικός της πιστωτικής επέκτασης έκαστου χρηματοπιστωτικού ιδρύματος.

Από το 2003 έχει σημειωθεί μια σημαντική αύξηση της δραστηριότητας των ελληνικών τραπεζών, με τις χορηγήσεις τους να αποτελούν σχεδόν το μισό της δραστηριότητάς τους.



Σχήμα 4-1: Δάνεια προς Νοικοκυριά και Επιχειρήσεις από τα Εγχώρια Πιστωτικά Ιδρύματα (2003:01-2010:01)

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος και επεξεργασία των στοιχείων από τον συγγραφέα

Κατά πόσον όμως η πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση επηρέασε την πιστωτική επέκταση των εγχωρίων τραπεζικών ιδρυμάτων. Απάντηση στο παραπάνω ερώτημα θα δώσουμε μέσω της εκτίμησης του οικονομετρικού υποδείγματος (4.1). Τα αποτελέσματα από την εκτίμηση του εν λόγω υποδείγματος παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα.

Πίνακας 4-1: Τα Αποτελέσματα για την Επίδραση της Κρίσης επί της Πιστωτικής Επέκτασης προς Επιχειρήσεις και Νοικοκυριά

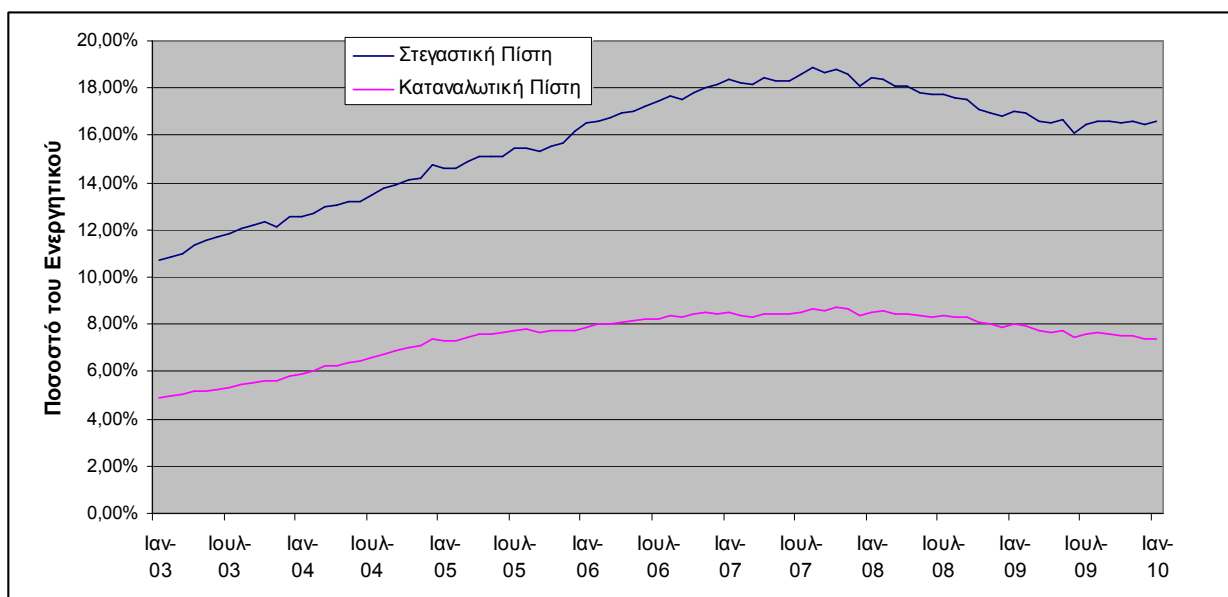
Λογιστικό Στοιχείο	$\beta_{0,j}$	δ_j	$t = \delta_j / s.e.(\delta_j)$
Δάνεια προς Επιχειρήσεις και Νοικοκυριά	49,78	-0,1732	-0,3228
Δάνεια προς Επιχειρήσεις	26,96	-3,28	-9,93
Δάνεια προς Νοικοκυριά	22,82	3,11	4,26

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος και επεξεργασία των στοιχείων από τον συγγραφέα

Τα στοιχεία του παραπάνω πίνακα μας δείχνουν ξεκάθαρα ότι πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση δεν επηρέασε συνολικά την πιστωτική επέκταση προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά, ωστόσο, σε μεμονωμένη βάση, επηρέασε τόσο την πιστωτική επέκταση προς τις επιχειρήσεις, όσο και την πιστωτική επέκταση προς τα νοικοκυριά.

Συγκεκριμένα, πριν από την έναρξη της κρίσης το μέσο ποσοστό των δανείων προς τις επιχειρήσεις ως ποσοστό του συνολικού ενεργητικού των εγχωρίων πιστωτικών ιδρυμάτων ανερχόταν στο 26,96%, ενώ μετά την εκδήλωση της κρίσης το αντίστοιχο ποσοστό μειώθηκε κατά 3,28%. Αντίθετα, στην περίπτωση των νοικοκυριών, πριν από την έναρξη της κρίσης το μέσο ποσοστό των δανείων προς αυτά ανερχόταν στο 22,82% του συνολικού ενεργητικού των πιστωτικών ιδρυμάτων, ενώ μετά την εκδήλωση της κρίσης το αντίστοιχο ποσοστό αυξήθηκε κατά 3,11%.

Πράγματι, η κρίση δεν μείωσε ούτε την στεγαστική πίστη ούτε την καταναλωτική. Το παρακάτω σχήμα μας δείχνει την εξέλιξη της στεγαστικής και καταναλωτικής πίστης ως ποσοστό του ενεργητικού των εγχωρίων πιστωτικών ιδρυμάτων.



Σχήμα 4-2: Στεγαστική και Καταναλωτική Πίστη (2003:01-2010:01)

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος και επεξεργασία των στοιχείων από τον συγγραφέα

Επίσης, από την εκτίμηση του οικονομετρικού υποδείγματος βρίσκουμε ότι το μέσο ύψος της στεγαστικής πίστης και της καταναλωτικής πίστης ως ποσοστά του συνολικού ενεργητικού των εγχωρίων πιστωτικών ιδρυμάτων ανέρχονταν στο 15,06% και 7,14%, αντίστοιχα, ενώ μετά την εκδήλωση της κρίσης τα παραπάνω ποσοστά αυξήθηκαν για την μεν στεγαστική πίστη κατά 2,19%, για την δε καταναλωτική πίστη κατά 0,829%.

Πίνακας 4-2: Τα Αποτελέσματα για την Επίδραση της Κρίσης επί της Στεγαστικής και Καταναλωτικής Πίστης

Λογιστικό Στοιχείο	$\beta_{0,j}$	δ_j	$t = \delta_j / s.e.(\delta_j)$
Στεγαστική Πίστη	15,06	2,19	4,56
Καταναλωτική Πίστη	7,14	0, 829	3,53

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος και επεξεργασία των στοιχείων από τον συγγραφέα

Αυτό που ουσιαστικά δημιούργησε η κρίση ήταν η επιβράδυνση στον (μέσο μηναίο) ρυθμό αύξησης της πιστωτικής επέκτασης.

Πίνακας 4-3: Ο Μηνιαίος Ρυθμός Αύξησης των Πίστης

Περίοδος	ΜΕΣΟΣ ΜΗΝΙΑΙΟΣ ΡΥΘΜΟΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ			
	Στεγαστικά Δάνεια	Καταναλωτικά Δάνεια	Δάνεια προς Επιχειρήσεις	Δάνεια προς Επιχειρήσεις και Νοικοκυριά
Πριν την Κρίση (2003:01 -2007:08)	2,03%	2,04%	0,82%	1,36%
Μετά την Κρίση (2007:09 -2010:01)	0,71%	0,59%	0,81%	0,73%

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος και επεξεργασία των στοιχείων από τον συγγραφέα

4.2.2 Μελέτη Περίπτωσης: Η Επίδραση της Κρίσης στα Μεγαλύτερα Ελληνικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα

Σε αυτό το σημείο της εργασίας θα εξετάσουμε, βάσει ενός δείγματος διαστρωματικών και διαχρονικών στοιχείων, την επίδραση που είχε μέχρι τώρα η πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση στα μεγαλύτερα Ελληνικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Συγκεκριμένα το δείγμα μας περιλαμβάνει 6 διαστρωματικά στοιχεία, καθότι εξετάζουμε 6 ελληνικά τραπεζικά ιδρύματα- Alpha Bank, Emporiki, Eurobank, Τράπεζα Πειραιώς, Εθνική Τράπεζα, και Αγροτική Τράπεζα-, και 5 διαχρονικά στοιχεία, διότι παρακολουθούμε τα εν λόγω ιδρύματα για χρήσεις της περιόδου 2004-2008. Όλα τα στοιχεία της ανάλυσης μας έχουν αντληθεί από την βάση

δεδομένων του Reuters. Συνεπώς για την εκτίμηση του οικονομετρικού υποδείγματος (4.1) έχουμε 30 (= 6 x 5) παρατηρήσεις για κάθε μια τραπεζική μεταβλητή. Οι τραπεζικές μεταβλητές που θα μελετήσουμε κατατάσσονται σε δυο βασικές κατηγορίες: α) στους δείκτες αποδοτικότητας, και β) στους ειδικούς δείκτες αξιολόγησης.

Στον Πίνακα 4-4 παρουσιάζουμε τα στοιχεία αναφορικά ορισμένες μεταβλητές των 6 Ελληνικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων που θα εξετάσουμε.

Πίνακας 4-4: Αποτελέσματα Εκτίμησης του Οικονομετρικού Υποδείγματος για τους Δείκτες Κερδοφορίας

Ποσά σε Έκατ.

		Χρήση	ΚΠΦ	Ίδια Κεφάλαια	ΚΕΤ ¹⁰	Δάνεια	Ενεργητικό	Καταθέσεις
1	ALPHA BANK	2004	575,2	1.986,6	1.055,0	22.377,8	33.236,8	22.240,9
2		2005	634,1	2.224,7	1.218,4	27.356,5	44.007,0	29.773,4
3		2006	800,8	2.739,7	1.417,6	32.223,0	49.799,7	30.260,4
4		2007	985,3	3.370,5	1.605,2	42.072,1	54.684,3	39.102,9
5		2008	625,6	3.020,8	1.798,6	50.704,7	65.270,0	51.510,6
6	ΠΕΙΡΑΙΩΣ	2004	206,1	902,2	441,5	11.705,2	16.846,3	12.555,7
7		2005	304,6	1.378,4	558,7	15.451,1	23.545,5	16.732,3
8		2006	556,5	1.616,2	715,1	20.426,6	30.931,2	21.617,4
9		2007	785,3	3.082,0	917,0	30.288,8	46.427,3	32.773,1
10		2008	385,8	2.876,1	1.159,8	38.312,7	54.889,9	42.502,7
11	ΕΜΠΟΡΙΚΗ	2004	(94,0)	421,9	572,2	13.495,0	18.747,0	15.734,7
12		2005	114,6	1.072,4	609,9	15.632,5	20.017,6	16.209,2
13		2006	(219,4)	832,1	713,1	17.226,2	22.795,9	17.918,6
14		2007	46,2	880,8	751,0	19.577,1	27.324,0	21.580,5
15		2008	(396,2)	227,4	648,7	23.709,8	30.028,6	22.318,8
16	EFG EUROBANK	2004	500,0	2.102,0	1.094,0	21.231,0	33.046,0	13.701,0
17		2005	676,0	2.523,0	1.372,0	26.624,0	44.464,0	20.582,0
18		2006	832,0	2.657,0	1.597,0	34.046,0	53.820,0	22.128,0
19		2007	1.050,0	4.252,0	2.004,0	45.638,0	68.389,0	48.917,0
20		2008	818,0	3.587,0	2.385,0	55.878,0	82.202,0	64.373,0
21	ΕΘΝΙΚΗ	2004	428,4	2.355,7	1.333,8	26.052,8	54.487,4	47.278,9
22		2005	943,1	3.123,8	1.595,8	29.528,2	60.426,6	47.789,7
23		2006	1.268,3	6.597,2	2.131,1	42.624,5	76.569,6	58.830,1
24		2007	1.902,9	6.470,4	3.051,1	54.693,2	90.385,6	70.904,3
25		2008	1.937,0	5.971,6	3.579,5	73.076,5	101.838,6	82.497,0
26	ΑΓΡΟΤΙΚΗ	2004	144,4	(388,8)	554,0	11.988,8	18.646,5	17.258,4
27		2005	188,0	1.171,9	603,3	12.557,5	20.826,0	17.851,5
28		2006	289,5	1.332,5	600,9	13.512,2	21.414,2	18.240,3
29		2007	316,7	1.460,5	614,9	16.744,4	24.273,3	21.480,6
30		2008	15,4	866,7	625,4	20.854,0	28.473,8	25.937,0

Πηγή: Reuters

Στον παρακάτω πίνακα βλέπουμε την εκτίμηση του υποδείγματος (4.4) για την αποδοτικότητα του ενεργητικού και το καθαρό επιτοκιακό περιθώριο. Ο δείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού (ROA) αποτελεί ένα τρόπο καταγραφής της αποτελεσματικότητας της διοίκησης ενός χρηματοπιστωτικού ιδρύματος, καθώς μας δείχνει την ικανότητα της διοίκησης του τραπεζικού

¹⁰ Καθαρά Έσοδα από Τόκους

οργανισμού να μετατρέπει το ενεργητικό σε καθαρά κέρδη. Ο εν λόγω δείκτης υπολογίζεται ως ο λόγος των κερδών προ φόρων προς το συνολικό ενεργητικό. Το **καθαρό περιθώριο επιτοκίου** (net interest margin, NIM) προκύπτει από τη διαίρεση του καθαρού εισοδήματος από τόκους (net interest income, NII) με το συνολικό ενεργητικό του τραπεζικού ιδρύματος:

Πίνακας 4-5: Αποτελέσματα Εκτίμησης του Οικονομετρικού Υποδείγματος για τους Δείκτες Κερδοφορίας

Μεταβλητή	$\hat{\beta}_{0j}$	$t = \frac{\hat{\beta}_{0j}}{\text{s.e.}\hat{\beta}_{0j}}$	$\hat{\delta}_j$	$t = \frac{\hat{\delta}_j}{\text{s.e.}\hat{\delta}_j}$
Καθαρό Επιτοκιακό Περιθώριο	0,0285	31,71	-0,0017	-1,18
ROA	0,0110	5,48	-0,0011	-0,34

Από τον παραπάνω πίνακα βλέπουμε ότι κατά μέσο όρο προ της εκδήλωσης της οικονομικής κρίσεως, δηλαδή κατά την περίοδο 2004-2006, η αποδοτικότητα του συνολικού ενεργητικού στα 6 υπό εξέταση τραπεζικά ιδρύματα ανέρχονταν 1,10%. Η δε εκδήλωση της οικονομικής κρίσεως, δεν βρέθηκε να έχει επηρεάσει την αποδοτικότητα του συνολικού ενεργητικού των τραπεζών (η τιμή της στατιστικής t μικρότερη κατά απόλυτο τιμή του 2).

Εν συνεχεία, στον παρακάτω πίνακα βλέπουμε την εκτίμηση του υποδείγματος για δυο ειδικούς δείκτες αξιολόγησης: τον δείκτη καταθέσεις προς ενεργητικό και τον δείκτη δάνεια προς ενεργητικό

Πίνακας 4-6: Αποτελέσματα Εκτίμησης του Οικονομετρικού Υποδείγματος για τους Ειδικούς Δείκτες Αξιολόγησης

Μεταβλητή	$\hat{\beta}_{0j}$	$t = \frac{\hat{\beta}_{0j}}{\text{s.e.}\hat{\beta}_{0j}}$	$\hat{\delta}_j$	$t = \frac{\hat{\delta}_j}{\text{s.e.}\hat{\delta}_j}$
Καταθέσεις (Έκατ.)	24.816,8	6,38	18.841,3	3,06
Καταθέσεις / Ενεργητικό	0,7163	23,93	0,0676	1,43
Δάνεια (Έκατ.)	21.892,16	7,14	17.403,61	3,59
Δάνεια /Ενεργητικό	0,6380	38,77	0,0699	2,69

Προφανώς, μια επιδιωκόμενη πιστωτική επέκταση δύναται να πραγματοποιηθεί όταν έχει προηγηθεί και μια ανάλογη αύξηση στο ποσοστό των καταθέσεων. Άρα μπορούμε να ισχυριστούμε ότι ο αριθμοδείκτης **καταθέσεις προς ενεργητικό** μας βοηθά να διαβλέψουμε τα όρια μιας επικείμενης πιστοδοτικής επέκτασης, στην οποία ενδεχομένως να στοχεύει η διοίκηση του τραπεζικού ιδρύματος. Επίσης πρέπει να επισημάνουμε ότι το μεγαλύτερο μέρος των στοιχείων του παθητικού ενός χρηματοπιστωτικού ιδρύματος είναι πληρωτέο άμα τη απαιτήσει. Με άλλα λόγια, είναι πιθανόν μία οποιαδήποτε εργάσιμη ημέρα οι καταθέτες ενός χρηματοπιστωτικού ιδρύματος να θελήσουν να προβούν σε μαζικές αναλήψεις των χρημάτων τους. Επομένως, όσο μεγαλύτερο το σύνολο των καταθετών τόσο μικρότερη η πιθανότητα εμφάνισης του φαινομένου της μαζικής μετατροπής καταθέσεων σε μετρητά

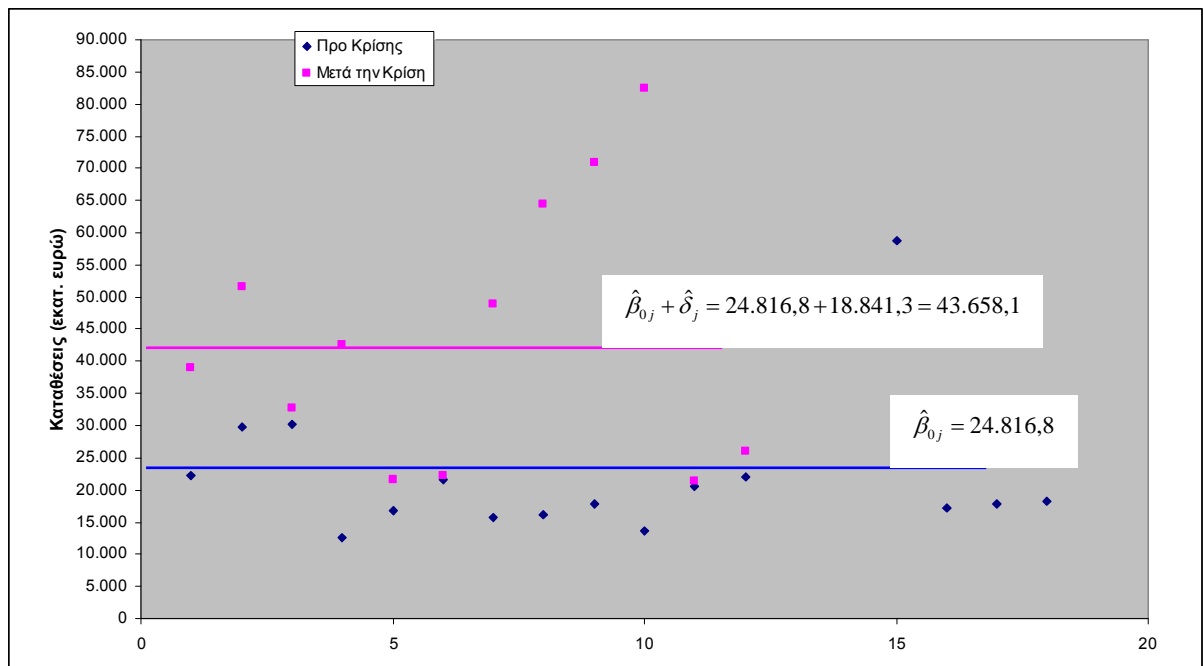
Η κερδοφορία ενός χρηματοπιστωτικού ιδρύματος συνδέεται άμεσα με το μέγεθος (αλλά και την ποιότητα) του χαρτοφυλακίου των χορηγήσεων του, καθώς η τράπεζα «κερδίζει» από τη διαφορά του (μέσου) χρεωστικού και πιστωτικού επιτοκίου της. Συνεπώς, ο **λόγος χορηγήσεις προς το σύνολο του ενεργητικού**

είναι ενδεικτικός της πιστωτικής επέκτασης έκαστου χρηματοπιστωτικού ιδρύματος.

Ωστόσο, αν και η δανειοδότηση αποτελεί τον βασικό τομέα δραστηριοποίησης ενός χρηματοπιστωτικού οργανισμού, τα δάνεια δεν μπορούν να θεωρηθούν ως αξιόπιστη πηγή ρευστότητας για τις τράπεζες. Από την άλλη, ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα διαθέτει ενεργητικό όπου τα βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα κατέχουν μια περίβλεπτη θέση βρίσκεται σε ευνοϊκότερη θέση σε σύγκριση με κάποιο άλλο αντίστοιχο ίδρυμα με ενεργητικό στο οποίο δεσπάζουν οι χορηγήσεις, ακόμη και αν αυτές έχουν δοθεί με τον πιο νουνεχή τρόπο.

Όσοι διαφωνούν με τους παραπάνω συλλογισμούς αντιτείνουν ότι αυτό που έχει σημασία για την έγκριση μίας δανειοδότησης δεν είναι η, ένεκα συνήθως του μακροχρονίου των χορηγήσεων, απολεσθείσα ρευστότητα για το τραπεζικό ίδρυμα, αλλά η οικονομική δυνατότητα του οφειλέτη να εξυπηρετήσει εμπρόθεσμα τις υποχρεώσεις του έναντι του τραπεζικού ιδρύματος.

Από τον Πίνακα (4-6), βλέπουμε ότι κατά μέσο όρο προ της εκδήλωσης της οικονομικής κρίσεως, δηλαδή κατά την περίοδο 2004-2006, οι καταθέσεις στα 6 υπό εξέταση τραπεζικά ιδρύματα ανέρχονταν στα €24,8δισ. Μετά την εκδήλωση της οικονομικής κρίσεως, δηλαδή κατά τις χρήσεις του 2007 και 2008, οι καταθέσεις στα 6 τραπεζικά ιδρύματα αυξήθηκαν κατά €18,8 δισ. Αυτή η αύξηση είναι και στατιστικά σημαντική.



Σχήμα 4-3: Το Οικονομετρικό Υπόδειγμα με τις Ψευδομεταβλητές- Καταθέσεις

Κατά την ίδια λογική βλέπουμε ότι κατά μέσο όρο προ της εκδήλωσης της οικονομικής κρίσεως, τα δάνεια ως ποσοστό του ενεργητικού, στα 6 υπό εξέταση τραπεζικά ιδρύματα, διαμορφώθηκαν στο 71,63%. Μετά την εκδήλωση της οικονομικής κρίσεως, η αύξηση του εν λόγω ποσοστού, κρίνοντας από την τιμή της σχετικής στατιστικής t, δεν είναι στατιστικά σημαντική.

Επίσης, από τον Πίνακα (4-6), βλέπουμε ότι κατά μέσο όρο προ της εκδήλωσης της οικονομικής κρίσεως, δηλαδή κατά την περίοδο 2004-2006, το ύψος των δανειοδοτήσεων στα 6 υπό εξέταση τραπεζικά ιδρύματα ανέρχονταν στα €21,89δισ. Μετά την εκδήλωση της οικονομικής κρίσεως, δηλαδή κατά τις χρήσεις του 2007 και 2008, οι δανειοδοτήσεις στα 6 τραπεζικά ιδρύματα αυξήθηκαν κατά €17,4δισ. Αυτή δε η αύξηση είναι και στατιστικά σημαντική.

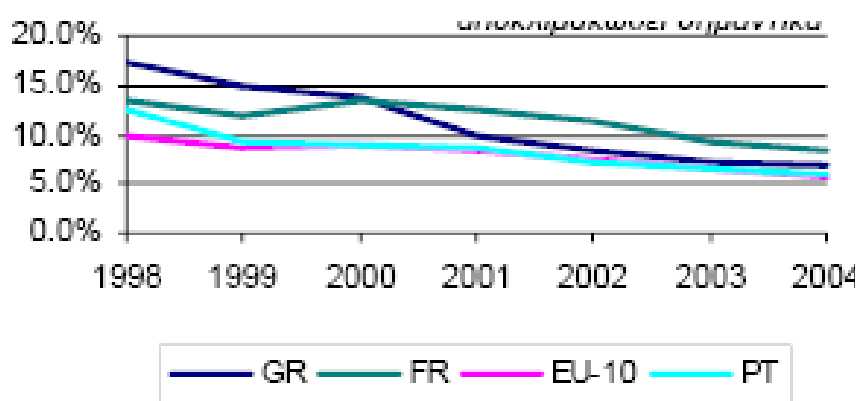
Κατά την ίδια λογική βλέπουμε ότι κατά μέσο όρο προ της εκδήλωσης της οικονομικής κρίσεως, τα δάνεια ως ποσοστό του ενεργητικού, στα 6 υπό εξέταση τραπεζικά

ιδρύματα, διαμορφώθηκαν στο 63,80%. Μετά την εκδήλωση της οικονομικής κρίσεως, η αύξηση του εν λόγω ποσοστού κατά περίπου 7% είναι στατιστικά σημαντική.

4.3 ΕΜΜΕΣΕΣ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ

4.3.1 Οι Επιπτώσεις στα Επιτόκια

Τα εγχώρια επιτόκια, κατά την περίοδο προ της εντάξεως της Ελλάδος στην Ζώνη του Ευρώ, παρουσίασαν μια σταθερά καθοδική πορεία. Στο σχήμα που ακολουθεί βλέπουμε την διαχρονική εξέλιξη, κατά την διάρκεια της περιόδου 1998-2004, του μέσου σταθμικού επιτοκίου χορηγήσεων προς τα νοικοκυριά, στις τρεις χώρες με τα υψηλότερα εν λόγω επιτόκια (Ελλάς, Γαλλία, και Πορτογαλία) καθώς και τον μέσο όρο των EU-10.



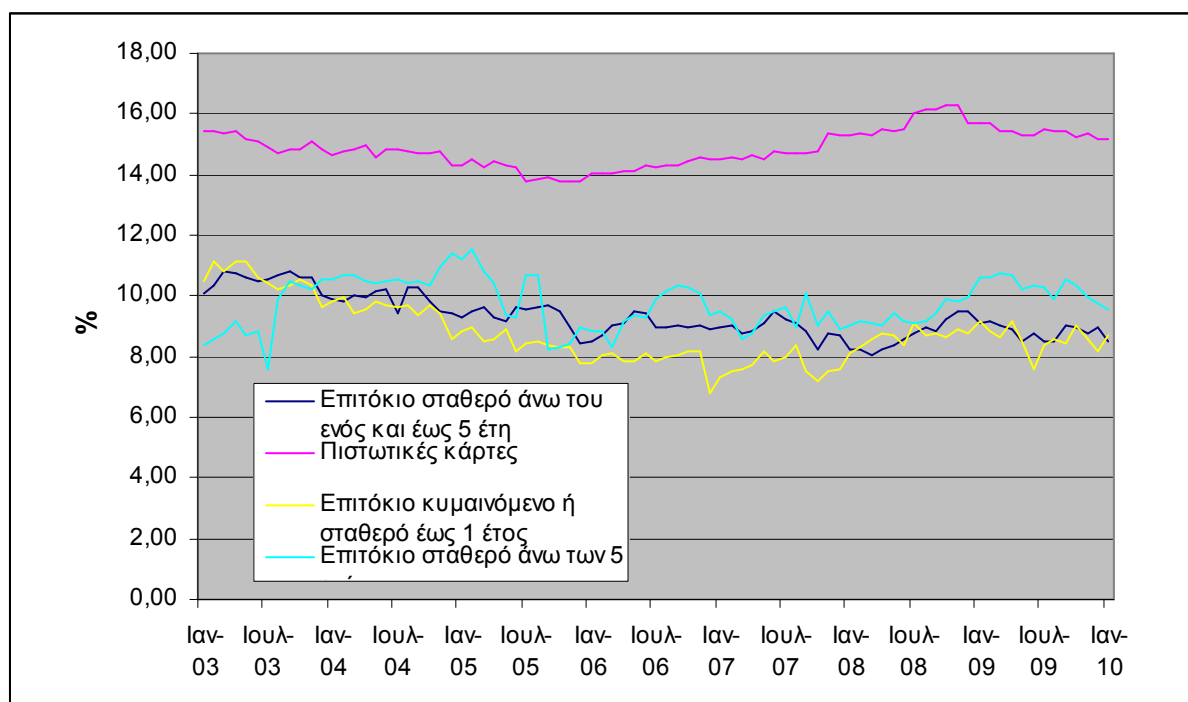
Σχήμα 4-4: Το Μέσο Σταθμικό Επιτόκιο Χορηγήσεων προς τα Νοικοκυριά, 1998-2004

Πηγή: EFG Eurobank (2006)

Όπως βλέπουμε από το παραπάνω σχήμα στην Ελλάδα κατά την περίοδο προ της εντάξεως της χώρας στην Ευρωζώνη, τα επιτόκια χορηγήσεων των τραπεζών ήταν πολύ υψηλότερα (κατά έξι ποσοστιαίες μονάδες περίπου) από τον ευρωπαϊκό μέσο όρο. Κατόπιν η ένταξη της

Ελλάδας στην Ευρωζώνη, το 2001, είχε ως αποτέλεσμα την σημαντική αποκλιμάκωση των επιτοκίων χορηγήσεων, τα οποία στο τέλος του 2004, έφτασαν να είναι περίπου 1.25% υψηλότερα από τον ευρωπαϊκό μέσο όρο.

Το Σχήμα 4-5 μας δείχνει την πορεία την επιτοκίων καταναλωτικής πίστης, από τον Ιανουάριο του 2003 μέχρι τον Ιανουάριο του 2010



Σχήμα 4-5: Επιτόκια Καταναλωτικής Πίστης, 2003:01-2010:01

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος

Προκειμένου να δούμε κατά πόσον, η πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση επηρέασε τα εγχώρια επιτόκια καταναλωτικής πίστης, εκτιμάμε το οικονομετρικό υπόδειγμα, βάσει των δεδομένων του παραπάνω σχήματος.

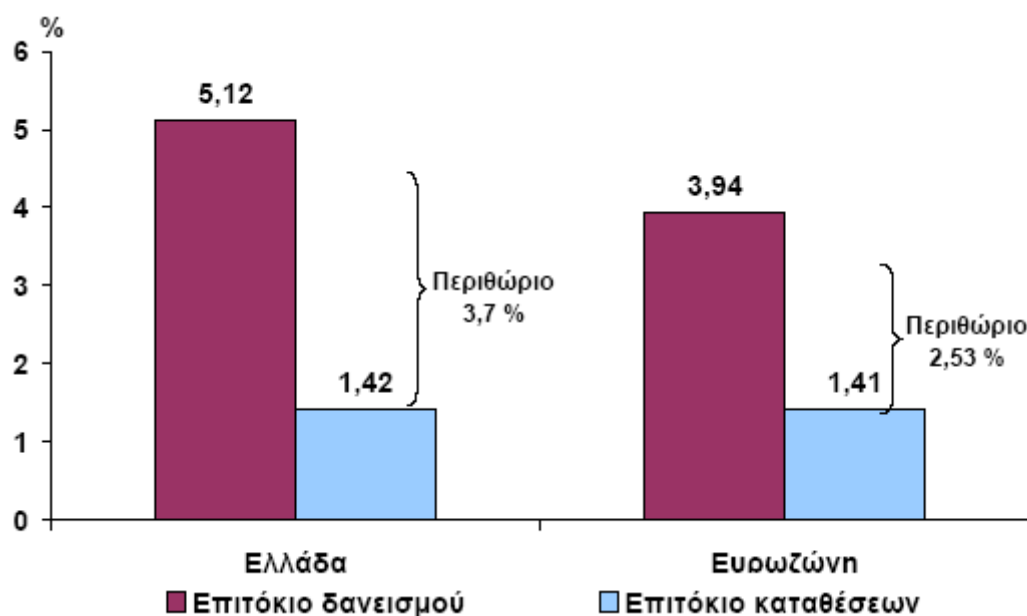
Πίνακας 4-7: Τα Αποτελέσματα για την Επίδραση της Κρίσης στα Εγχώρια Επιτόκια Καταναλωτικής Πίστης

Επιτόκιο Καταναλωτικής Πίστης	$\beta_{0,j}$	δ_j	$t = \delta_j / s.e.(\delta_j)$
Πιστωτικών Καρτών	14,55	0,97	10,27
Δάνειων έως 1 έτος	8,91	-0,41	-1,85
Δανείων 1-5 Ετών	9,59	-0,84	-6,39
Δανείων άνω των 5 ετών	9,72	0,038	0,192

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος και επεξεργασία των στοιχείων από τον συγγραφέα

Τα στοιχεία του παραπάνω πίνακα μας δείχνουν ξεκάθαρα ότι πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση δεν επηρέασε τα επιτόκια της καταναλωτικής πίστης. Μόνο, τα επιτόκια των πιστωτικών καρτών κατέγραψαν μια στατιστικά σημαντική μεν, οριακή δε, άνοδο της τάξεως των 97 μονάδων βάσης.

Έτσι ο Ελληνικός τραπεζικός κλάδος συνεχίζει να στοχεύει στο κέρδος εκμεταλλευόμενος τη μεγάλη διαφορά που υπάρχει ανάμεσα στο χρεωστικό και το πιστωτικό επιτόκιο (Σχήμα 4-6).



Σχήμα 4-6: Περιθώριο Επιτοκίου σε Ελλάδα και Ευρωζώνη, Σεπτέμβριος 2005

Πηγή: Μαλλιάρopoulos (2006)

Όπως παρατηρούμε από το παραπάνω σχήμα, η διαφορά μεταξύ των επιτοκίων δανεισμού και των επιτοκίων καταθέσεων, ήτοι το περιθώριο του επιτοκίου, είναι υψηλότερη στην Ελλάδα από την Ευρωζώνη κατά 1,17%. Κατά τον Μαλλιαρόπουλο¹¹, αυτή η διαφορά στα περιθώρια επιτοκιακού κέρδους δύναται να αποδοθεί στον υψηλότερο πληθωρισμό της Ελλάδος, σε σχέση με τις χώρες της Ευρωζώνης.

4.4 ΟΙ ΕΝΕΡΓΕΙΕΣ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ

Για την αντιμετώπιση της κρίσης, η Ελληνική Κυβέρνηση εκπόνησε ένα σχέδιο, αξίας **28€ δις**, αποτελούμενο από τρία σκέλη.

Το πρώτο σκέλος αφορούσε στην συμμετοχή του Ελληνικού Δημοσίου στο μετοχικό κεφάλαιο των τραπεζών έως το ύψος των 5 δισεκατομμυρίων ευρώ. Η συμμετοχή αυτή υπήρξε η απαραίτητη προϋπόθεση, προκειμένου να εγκριθεί η συμμετοχή των τραπεζών και στα άλλα δύο σκέλη του σχεδίου. Το δεύτερο σκέλος προέβλεπε την παροχή των εγγυήσεων του Δημοσίου για τη σύναψη μεσομακροπρόθεσμων δανείων, από τις συμμετέχουσες τράπεζες, ύψους έως και 15 δισεκατομμύρια ευρώ, ενώ το τρίτο σκέλος περιλάμβανε την έκδοση ειδικών ομολόγων του Δημοσίου διάρκειας 3-5 ετών και ύψους έως 8 δισεκατομμυρίων ευρώ¹².

¹¹ Μαλλιαρόπουλος, Δ. (2006). "Τραπεζικά Επιτόκια και Πληθωρισμός: Χρεώνουν οι Ελληνικές Τράπεζες Υπερβολικά Υψηλά Επιτόκια;" *Οικονομία και Αγορές*, 21 Φεβρουαρίου, σελ.7-21.

¹² Κράλογλου, Σ. και Καραγεώργου, Ε. (2008). Γ. Αλογοσκούφης: Έως 28 δις. ευρώ για την Στήριξη των Τραπεζών. [online].: <http://www.capital.gr/news.asp?details=597536>.

Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να τονίσουμε ότι τα παραπάνω μέτρα που έλαβε η Ελληνική κυβέρνηση για την αντιμετώπιση της κρίσεως δεν ήταν αναγκαία, καθώς στην Ελλάδα τα εγχώρια χρηματοπιστωτικά ιδρύματα δεν είχαν κάποια έκθεση στα δάνεια *sub prime*, ή στα παράγωγα τους, ενώ παράλληλα διέθεταν υψηλή κεφαλαιακή επάρκεια.

4.4.1 Το Πρώτο Σκέλος του Σχεδίου

Το πρώτο σκέλος του σχεδίου για την αντιμετώπιση της χρηματοπιστωτικής κρίσης, προέβλεπε την συμμετοχή του Ελληνικού Δημοσίου στη κεφαλαιακή διάρθρωση των εγχωρίων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων δια της απόκτησης *προνομιούχων μετοχών* των τελευταίων, οι οποίες είχαν απόδοση 10%, και τον διορισμό εκπροσώπων του στο Διοικητικό Συμβούλιο κάθε τράπεζας που θα αποφάσιζε να υπαχθεί στο πρόγραμμα. Ο εκπρόσωπος του Δημοσίου έχει δικαίωμα βέτο στον καθορισμό των αμοιβών και των μόνους των ανωτάτων στελεχών των τραπεζών, καθώς και στην πολιτική διανομής των κερδών.

Για τις τράπεζες που θα συμμετέχουν στο σχέδιο, οι αποδοχές των ανωτάτων στελεχών-του Προέδρου, του Διευθύνοντος Συμβούλου, των Γενικών Διευθυντών, των Αναπληρωτών Γενικών Διευθυντών και των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου- δεν μπορούν να ξεπερνούν το σύνολο των αποδοχών του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος. Τα πάσης φύσεως μόνους καταργούνται κατά τη διάρκεια εφαρμογής του σχεδίου. Όσον αφορά τη διανομή κερδών, για τη διάρκεια εφαρμογής του σχεδίου, καμία από τις συμμετέχουσες τράπεζες δεν θα μπορεί να διανέμει ως μέρισμα στους μετόχους ποσό μεγαλύτερο από 35% των συνολικών κερδών της. Το

35% είναι το ελάχιστο ποσοστό διανεμομένων κερδών που προβλέπει ο νόμος περί Ανωνύμων Εταιρειών.

4.4.2 Το Δεύτερο Σκέλος του Σχεδίου

Η παροχή εγγυήσεων του Δημοσίου για τη σύναψη μεσομακροπρόθεσμων δανείων μέχρι και 15 δισεκατομμυρίων ευρώ είχε ως στόχο την συνέχιση της παροχής ρευστότητας από το πιστωτικό σύστημα στην ελληνική οικονομία για την κάλυψη των αναγκών των επιχειρήσεων, των νοικοκυριών, των δημοσίων έργων που εκτελούνται με Συμπράξεις Δημοσίου και Ιδιωτικού Τομέα.

Συγκεκριμένα, οι τράπεζες με αυτές τις εγγυήσεις θα μπορούσαν, είτε για λόγους άντλησης και ενίσχυσης της ρευστότητας είτε για λόγους χρηματοδότησης παλαιότερου δανεισμού, να συνάψουν μεσομακροπρόθεσμα δάνεια διάρκειας 3-5 ετών ενώ έναντι προμήθειας 100-150 μονάδες βάσης, και αναλόγως του πιστωτικού κινδύνου που φέρει η κάθε τράπεζα.

Η εφαρμογή και αυτού του σκέλους θα εποπτεύεται από το Συμβούλιο Εποπτείας Εφαρμογής.

4.4.3 Το Τρίτο Σκέλος του Σχεδίου

Το τρίτο σκέλος του σχεδίου περιλάμβανε την έκδοση, ύψους έως 8 δισεκατομμυρίων ευρώ, από το Δημόσιο ειδικών ομολόγων, τα οποία αποκτώντας τα οι τράπεζες θα μπορούσαν να τα χρησιμοποιήσουν ως εγγύηση για δανεισμό. Αυτή λοιπόν η πρόσθετη ρευστότητα που θα προέκυπτε για τις τράπεζες θα διοχετευόταν στην χρηματοδότηση μικρομεσαίων επιχειρήσεων και

στεγαστικών δανείων με ανταγωνιστικούς όρους¹³. Το Συμβούλιο Εποπτείας Εφαρμογής θα παρακολουθεί την χορήγηση δανείων αλλά και τους όρους αυτών.

¹³ Σκάι.γρ (2008). Διευκρινίσεις για τα 28 δισ ευρώ [online]: http://www.skai.gr/master_story.php?id=98472

5. ΣΥΝΟΨΗ ΚΑΙ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

5.1 ΣΥΝΟΨΗ

Μια από τις βασικές αιτίες για την εκδήλωση της πρόσφατης χρηματοπιστωτικής κρίσης υπήρξε η αυξανόμενη χρήση της δυνατότητας τιτλοποίησης δανείων, μια πρακτική η οποία είχε ξεκινήσει ήδη από τη δεκαετία του 1980 και η οποία έδωσε την δυνατότητα στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να χαλαρώσουν κατά πολύ τα κριτήρια χρηματοδότησης, καθώς απέκτησαν την δυνατότητα, λόγω της τιτλοποίησης, να μεταθέτουν τον πιστωτικό κίνδυνο που ενέχει η δανειοδότηση πελατών. Βάσει αυτής της διαδικασίας, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα πωλούν απαιτήσεις κατά των πελατών τους (δηλαδή τα δάνεια τους) σε εταιρείες ειδικού σκοπού, οι οποίες εκδίδουν ομόλογα, γνωστά ως *asset backed securities* (ABS), τα οποία στη συνέχεια τα πωλούν στο ευρύ επενδυτικό κοινό.

Ωστόσο η πρακτική της τιτλοποίησης έλαβε, κατά την διάρκεια των τελευταίων ετών, μεγάλες διαστάσεις, με αποτέλεσμα την έκδοση ομολόγων *CDOs*, (*collateralized debt obligations*), τα οποία βασίζονταν στα ομόλογα ABS, δηλαδή στα αρχικά ομόλογα που εκδίδονται βάσει της πρακτικής της τιτλοποίησης. Τα *CDOs* όμως, γνωστά και ως «τοξικά

ομόλογα», δεν αποτελούσαν συνήθως αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε δευτερογενή αγορά, και επομένως, δεν υπήρχαν για αυτά πάντοτε τιμές. Επιπλέον, η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας των εκδοτών των «τοξικών» ομολόγων (δηλαδή των σχημάτων CDOs) δεν ήταν πάντοτε ορθή. Οι αγοραστές είτε των ομολόγων ABS είτε των ομολόγων CDOs εισέπρατταν περιοδικά το τοκομερίδιο, η πληρωμή του οποίου βασιζόταν στις ταμειακές ροές που δημιουργούσαν τα δάνεια που είχαν τιτλοποιηθεί.

Όταν, λοιπόν, στις ΗΠΑ, οι δανειολήπτες των τιτλοποιηθέντων στεγαστικών δανείων άρχισαν να αδυνατούν να εκπληρώσουν τις δανειακές τους υποχρεώσεις, τότε οι αγοραστές των CDOs βρέθηκαν να έχουν στην κατοχή τους ομόλογα με πολύ χαμηλή αποτίμηση. Στους κατόχους αυτών των ομολόγων συμπεριλαμβάνονταν και ορισμένες τράπεζες (όπως και θυγατρικές τους στις οποίες είχαν δώσει εγγυήσεις αγοράς των τίτλων) με αποτέλεσμα οι εν λόγω τράπεζες να βρεθούν εκτεθειμένες σε σοβαρά προβλήματα τόσο φερεγγυότητας (διότι έπρεπε να καταγράψουν ζημίες από τα ομόλογα) όσο και ρευστότητας (που όφειλαν στις θυγατρικές τους). Αυτό δημιούργησε συνθήκες αβεβαιότητας στην αγορά, καθώς δεν ήταν στην αρχή (καλοκαίρι 2007) γνωστό

ποιες τράπεζες είχαν προβλήματα και σε ποια έκταση. Με τη σειρά του, αυτό είχε ως αποτέλεσμα να αρχίσουν να ανεβαίνουν τα επιτόκια στη διατραπεζική αγορά.

Ο ελληνικός τραπεζικός κλάδος άρχισε να απελευθερώνεται σταδιακά από τα τέλη της δεκαετίας '80, όταν η δράση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων στην Ελλάδα άρχισε να απαγκιστρώνεται από τις αποφάσεις της Νομισματικής Επιτροπής της Τραπεζής της Ελλάδος, οι οποίες καθόριζαν με σαφήνεια τις επιτρεπόμενες δράσεις από πλευράς πιστωτικών ιδρυμάτων. Σήμερα, 20 περίπου χρόνια μετά την απορρύθμιση, ένα από τα βασικά χαρακτηριστικά του Ελληνικού τραπεζικού κλάδου είναι η μεγάλη συγκέντρωση του καθώς οι 5 μεγαλύτερες εμπορικές τράπεζες, ήτοι Εθνική Τράπεζα, Alpha Bank, EFG Eurobank, Εμπορική Τράπεζα και Τράπεζα Πειραιώς, ελέγχουν το 70% περίπου της συνολικής τραπεζικής αγοράς¹⁴.

Είδαμε, σε γενικό επίπεδο, ότι η εκδήλωση της χρηματοπιστωτικής κρίσης δεν επηρέασε συνολικά την πιστωτική επέκταση των εγχωρίων πιστωτικών

¹⁴ Γεωργιάδης, Ν. (2005). "Η Πορεία των Οικονομικών Μεγεθών των Μεγάλων Εμπορικών Τραπεζών το Β' Εξάμηνο του 2005." *Investment Research & Analysis Journal*, Σεπτέμβριος.

ιδρυμάτων προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά, ωστόσο, σε μεμονωμένη βάση, η κρίση είχε ως αποτέλεσμα την μείωση των δανείων προς τις επιχειρήσεις ως ποσοστό του συνολικού ενεργητικού των εγχωρίων πιστωτικών ιδρυμάτων κατά 328 μονάδες βάσης, και την αύξηση των δανείων προς τα νοικοκυριά ως ποσοστό του ενεργητικού κατά 311 μονάδες βάσης. Αναφορικά με την αύξηση της δανειοδότησης των νοικοκυριών βρήκαμε ότι το μέσο ύψος της στεγαστικής πίστης ως ποσοστό του συνολικού ενεργητικού των εγχωρίων πιστωτικών ιδρυμάτων αυξήθηκε κατά 2,19%, ενώ μικρότερη αύξηση σημείωσε η καταναλωτική πίστη, η οποία αυξήθηκε από 7,14% κατά 89 μονάδες βάσης.

Εν συνεχεία, εξετάσαμε την επίδραση της πιστωτικής κρίσης στην ανταγωνιστικότητα 6 κορυφαίων ελληνικών χρηματοπιστωτικών οργανισμών: Alpha Bank, Emporiki, Eurobank, Τράπεζα Πειραιώς, Εθνική Τράπεζα, και Αγροτική Τράπεζα.

Συλλέγοντας λοιπόν ένα δείγμα αποτελούμενο από 6 διαστρωματικά στοιχεία (τράπεζες) και 5 διαχρονικά στοιχεία (χρήσεις της περιόδου 2004-2008), εκτιμήσαμε την επίδραση που είχε η οικονομική κρίση είτε α) στους δείκτες αποδοτικότητας, είτε β) σε κάποιος ειδικούς δείκτες αξιολόγησης των τραπεζικών ιδρυμάτων, όπως είναι ο δείκτης καταθέσεων προς το ενεργητικό και ο δείκτης δανείων προς το ενεργητικό. Τα αποτελέσματα της οικονομετρικής ανάλυσης μας έδειξαν ότι η εκδήλωση της κρίσης δεν επηρέασε την αποδοτικότητα

του συνολικού ενεργητικού των υπό εξέταση τραπεζών, καθώς και κατά την περίοδο 2004-2006 (περίοδο δηλαδή προ της εκδήλωσης της κρίσεως) αλλά και κατά την περίοδο 2007-2008 (περίοδο κατά και μετά την εκδήλωση της κρίσεως) η αποδοτικότητα του συνολικού ενεργητικού παρέμεινε αμετάβλητη στο 1,10%.

Εν συνεχεία, είδαμε ότι η εκδήλωση της οικονομικής κρίσεως είχε θετική επίδραση στο ύψος των καταθέσεων, χωρίς όμως να επηρεάσει τον λόγο των καταθέσεων προς το συνολικό ενεργητικό. Τέλος, η κρίση δεν φάνηκε να λειτούργησε συσταλτικά στην δανειοδοτική πολιτική των τραπεζών. Συγκεκριμένα, και το ύψος των δανείων σημείωσε αύξηση κατά €17,4δισ, αλλά και ο λόγος των δανείων ως ποσοστό του ενεργητικού, στα 6 υπό εξέταση τραπεζικά ιδρύματα, κατά 7%, από 63,80% στο %70,80.

5.2 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Από τα αποτελέσματα της ανάλυσής μας προκύπτει το συμπέρασμα ότι η πρόσφατη διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση φαίνεται ότι δεν επηρέασε σημαντικά την κερδοφορία των τραπεζικών ιδρυμάτων, καθώς τα εγχώρια τραπεζικά ιδρύματα δεν διατηρούσαν στο χαρτοφυλάκιό τους (δομημένα) ομόλογα των οποίων οι τιμές, συνεπεία της κρίσης, μειώθηκαν σε μεγάλο βαθμό. Ως εκ τούτου δεν ήταν υποχρεωμένες να καταγράψουν ζημίες από τέτοια ομόλογα. Τα ελληνικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα δεν χρειάστηκε να επενδύσουν σε τέτοιου είδους ομόλογα, καθώς, η ανάπτυξή τους, κατά τη διάρκεια των τελευταίων ετών, βασίστηκε, αφ' ενός μεν, στην επέκταση της δραστηριότητάς τους στη στεγαστική και την καταναλωτική πίστη, η οποία απελευθερώθηκε στην

Ελλάδα την ίδια εποχή που οι ξένες τράπεζες άρχισαν να επενδύουν σε αυτά τα ομόλογα ελλείψει άλλων πηγών κερδοφορίας, αφ' ετέρου δε στη επέκταση των δραστηριοτήτων τους στην βαλκανική αγορά.

Ωστόσο, η χρηματοπιστωτική κρίση έπληξε έμμεσα την ελληνική οικονομία αυξάνοντας το κόστος χρήματος εξαιτίας της διστακτικότητας των Τραπεζών να δανείσει η μία την άλλη. Το κόστος αυτό επηρεάζει το κόστος δανεισμού τόσο των ιδιωτών όσο και των επιχειρήσεων.

Παράρτημα: Πίνακας Πιστωτικής Επέκτασης

		ΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΕΠΕΚΤΑΣΗ Δάνεια προς Επιχειρήσεις & Νοικοκυριά	Δάνεια προς Επιχειρήσεις	Δάνεια προς Νοικοκυριά	Στεγαστική Πίστη	Καταναλωτική Πίστη	Ψευδομεταβλητή
1	Ιαν-03	43,83%	27,89%	15,94%	10,73%	4,92%	0
2	Φεβ-03	43,82%	27,71%	16,11%	10,88%	4,96%	0
3	Μαρ-03	43,83%	27,55%	16,28%	10,97%	5,04%	0
4	Απρ-03	45,22%	28,42%	16,80%	11,33%	5,15%	0
5	Μαϊ-03	46,11%	28,94%	17,17%	11,56%	5,20%	0
6	Ιουν-03	46,61%	29,23%	17,38%	11,71%	5,24%	0
7	Ιουλ-03	46,85%	29,31%	17,54%	11,81%	5,29%	0
8	Αυγ-03	47,75%	29,82%	17,94%	12,05%	5,43%	0
9	Σεπ-03	47,57%	29,31%	18,26%	12,19%	5,50%	0
10	Οκτ-03	47,41%	28,91%	18,51%	12,32%	5,62%	0
11	Νοε-03	46,61%	28,30%	18,31%	12,14%	5,62%	0
12	Δεκ-03	47,58%	28,61%	18,97%	12,56%	5,82%	0
13	Ιαν-04	47,65%	28,65%	18,99%	12,56%	5,87%	0
14	Φεβ-04	47,99%	28,74%	19,25%	12,71%	6,01%	0
15	Μαρ-04	48,73%	28,93%	19,80%	13,00%	6,21%	0
16	Απρ-04	48,43%	28,53%	19,89%	13,03%	6,26%	0
17	Μαϊ-04	49,15%	28,96%	20,18%	13,21%	6,38%	0
18	Ιουν-04	48,80%	28,55%	20,25%	13,22%	6,42%	0
19	Ιουλ-04	49,38%	28,70%	20,67%	13,50%	6,57%	0
20	Αυγ-04	49,84%	28,68%	21,16%	13,78%	6,77%	0
21	Σεπ-04	49,90%	28,55%	21,35%	13,87%	6,86%	0
22	Οκτ-04	50,57%	28,79%	21,78%	14,13%	7,04%	0
23	Νοε-04	49,95%	28,06%	21,89%	14,17%	7,10%	0
24	Δεκ-04	51,26%	28,45%	22,81%	14,78%	7,40%	0
25	Ιαν-05	50,48%	27,92%	22,56%	14,63%	7,31%	0
26	Φεβ-05	49,75%	27,21%	22,54%	14,61%	7,31%	0
27	Μαρ-05	50,39%	27,39%	23,00%	14,91%	7,46%	0
28	Απρ-05	50,87%	27,54%	23,33%	15,09%	7,62%	0
29	Μαϊ-05	50,30%	27,04%	23,26%	15,07%	7,60%	0
30	Ιουν-05	50,28%	26,94%	23,34%	15,13%	7,63%	0
31	Ιουλ-05	50,88%	27,14%	23,74%	15,43%	7,74%	0
32	Αυγ-05	50,50%	26,66%	23,83%	15,48%	7,78%	0
33	Σεπ-05	49,24%	25,70%	23,54%	15,32%	7,64%	0
34	Οκτ-05	49,37%	25,52%	23,85%	15,54%	7,73%	0
35	Νοε-05	49,18%	25,17%	24,01%	15,69%	7,75%	0
36	Δεκ-05	49,87%	25,36%	24,51%	16,16%	7,77%	0
37	Ιαν-06	50,43%	25,41%	25,02%	16,53%	7,88%	0
38	Φεβ-06	50,44%	25,25%	25,20%	16,61%	7,98%	0
39	Μαρ-06	50,75%	25,41%	25,34%	16,73%	8,01%	0
40	Απρ-06	51,43%	25,76%	25,67%	16,97%	8,12%	0
41	Μαϊ-06	51,20%	25,47%	25,73%	16,99%	8,14%	0
42	Ιουν-06	51,89%	25,83%	26,06%	17,23%	8,20%	0
43	Ιουλ-06	51,88%	25,60%	26,29%	17,43%	8,24%	0
44	Αυγ-06	52,04%	25,42%	26,62%	17,65%	8,34%	0
45	Σεπ-06	51,77%	25,30%	26,47%	17,53%	8,30%	0
46	Οκτ-06	52,09%	25,20%	26,90%	17,80%	8,43%	0
47	Νοε-06	52,26%	25,08%	27,18%	17,99%	8,52%	0

48	Δεκ-06	52,49%	25,24%	27,26%	18,14%	8,44%	0
49	Ιαν-07	52,45%	24,92%	27,53%	18,34%	8,51%	0
50	Φεβ-07	52,03%	24,73%	27,30%	18,23%	8,39%	0
51	Μαρ-07	51,88%	24,73%	27,14%	18,17%	8,31%	0
52	Απρ-07	52,27%	24,68%	27,59%	18,46%	8,47%	0
53	Μαϊ-07	51,78%	24,38%	27,41%	18,30%	8,46%	0
54	Ιουν-07	52,67%	25,24%	27,43%	18,31%	8,41%	0
55	Ιουλ-07	52,84%	25,02%	27,82%	18,55%	8,52%	0
56	Αυγ-07	53,67%	25,39%	28,27%	18,83%	8,68%	0
57	Σεπ-07	53,23%	25,13%	28,10%	18,67%	8,60%	0
58	Οκτ-07	53,16%	24,88%	28,28%	18,77%	8,70%	1
59	Νοε-07	52,65%	24,70%	27,95%	18,57%	8,63%	1
60	Δεκ-07	51,26%	24,10%	27,16%	18,10%	8,33%	1
61	Ιαν-08	52,24%	24,55%	27,69%	18,45%	8,51%	1
62	Φεβ-08	52,21%	24,50%	27,72%	18,40%	8,59%	1
63	Μαρ-08	51,73%	24,44%	27,28%	18,12%	8,44%	1
64	Απρ-08	51,43%	24,27%	27,16%	18,06%	8,41%	1
65	Μαϊ-08	50,95%	24,10%	26,85%	17,82%	8,34%	1
66	Ιουν-08	51,16%	24,40%	26,76%	17,76%	8,30%	1
67	Ιουλ-08	51,12%	24,32%	26,80%	17,76%	8,34%	1
68	Αυγ-08	50,99%	24,46%	26,53%	17,56%	8,29%	1
69	Σεπ-08	50,79%	24,33%	26,46%	17,49%	8,29%	1
70	Οκτ-08	49,79%	23,97%	25,82%	17,08%	8,06%	1
71	Νοε-08	49,63%	23,94%	25,69%	16,97%	8,04%	1
72	Δεκ-08	48,71%	23,34%	25,37%	16,82%	7,89%	1
73	Ιαν-09	49,64%	23,96%	25,68%	17,04%	7,98%	1
74	Φεβ-09	49,23%	23,73%	25,49%	16,93%	7,92%	1
75	Μαρ-09	48,01%	23,09%	24,93%	16,58%	7,72%	1
76	Απρ-09	47,78%	23,02%	24,76%	16,50%	7,64%	1
77	Μαϊ-09	48,24%	23,20%	25,04%	16,68%	7,73%	1
78	Ιουν-09	46,48%	22,34%	24,14%	16,11%	7,42%	1
79	Ιουλ-09	47,25%	22,66%	24,60%	16,43%	7,56%	1
80	Αυγ-09	47,74%	22,87%	24,87%	16,61%	7,65%	1
81	Σεπ-09	47,69%	22,88%	24,80%	16,60%	7,59%	1
82	Οκτ-09	47,24%	22,61%	24,63%	16,50%	7,52%	1
83	Νοε-09	47,33%	22,65%	24,68%	16,57%	7,49%	1
84	Δεκ-09	47,01%	22,60%	24,41%	16,44%	7,35%	1
85	Ιαν-10	47,52%	22,92%	24,59%	16,60%	7,38%	1

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνική

1. EFG Eurobank (2006). “Το Περιθώριο Επιτοκίων Χορηγήσεων-Καταθέσεων στην Ελλάδα και την Ευρωζώνη.” *Οικονομία και Αγορές*, 21 Φεβρουαρίου
2. Kantor Capital (2006). Επισκόπηση Τραπεζικού Τομέα 2005.
3. Γεωργιάδης, Ν. (2005). “Η Πορεία των Οικονομικών Μεγεθών των Μεγάλων Εμπορικών Τραπεζών το Β’ Εξάμηνο του 2005. *Investment Research & Analysis Journal*, Σεπτέμβριος.
4. Καραμούζης, Ν. (2008). *Σεμινάρια και Διαλέξεις σε σύγχρονα τραπεζικά θέματα*, Πανεπιστήμιο Πειραιώς, Τμήμα Χρηματοοικονομικής & Τραπεζικής Διοικητικής.
5. Κράλογλου, Σ. και Καραγεώργου, Ε. (2008). *Γ. Αλογοσκούφης: Έως 28 δισ. ευρώ για την Στήριξη των Τραπεζών*. [online]. 15 Οκτωβρίου, Διαθέσιμο από: <http://www.capital.gr/news.asp?details=597536>.
6. Μαλλιαρόπουλος, Δ. (2006). “Τραπεζικά Επιτόκια και Πληθωρισμός: Χρεώνουν οι Ελληνικές Τράπεζες Υπερβολικά Υψηλά Επιτόκια;” *Οικονομία και Αγορές*, 21 Φεβρουαρίου.
7. Σκάι.gr (2008). *Διευκρινίσεις για τα 28 δισ ευρώ*. [online]. 30 Οκτωβρίου. Διαθέσιμο από: http://www.skai.gr/master_story.php?id=98472
8. Χαρδουβέλης, Γ. (2008). “Διεθνής Χρηματοοικονομική Κρίση 2007 και Οικονομικές Επιπτώσεις.”

Ξενόγλωσση

9. Green, W. (2000). *Econometric Analysis*. 4thed. Prentice Hall International, Inc.
10. Myer, T., Duesenberry, J, and Aliber, R. (1993). *Money, Banking, and the Economy*. 5th ed. W.W. Norton & Company.
11. Petroff, E. (2008). *Who is to Blame for the Subprime Crisis?* [online]. Available from:<http://www.investopedia.com/articles/07/subprime-blame.asp>
12. The Economist, (2006). Who Wants to be a Trillionaire? *The Economist*, October 26th.
13. Tully, S. (2007). “Wall Street’s money Machine Breaks Down.” *Fortune*, November 26, European edition.