

Παγκόσμια Χρηματοπιστωτική Κρίση: Αίτια και Επιπτώσεις

Καθηγητής Νικόλαος Γ. Τραυλός

Κάτοχος της Επώνυμης Ακαδημαϊκής Έδρας στη Χρηματοοικονομική
«Καίτη Κυριακοπούλου»

Πρύτανης, ALBA Graduate Business School

ntravlos@alba.edu.gr, www.alba.edu.gr

20/11/2008

Περιεχόμενα Παρουσίασης



- 1. Εισαγωγή**
- 2. Αίτια**
- 3. Επιπτώσεις**
- 4. Συμπεράσματα**

1. Εισαγωγή

1.1 Μέγεθος Κρίσης

1.2 Χαρακτηριστικά της κρίσης

1.1 Μέγεθος κρίσης



- Χαρακτηρίζεται ως η **χειρότερη κρίση** στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα **μετά το Μεγάλο Κραχ του 1929** στις ΗΠΑ
- **Ορατή:** Σεπτέμβριος 2008. Κατάρρευση, συγχωνεύσεις, κρατικοποιήσεις χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων μεγάλου μεγέθους και μακράς ιστορίας (Lehman Brothers; Wachovia Bank; Merrill Lynch; Bear Sterns; Fannie Mae; Freddie Mac)
- **Σημάδια** της επερχόμενης κρίσης υπήρχαν από το **2006**

1.2 Χαρακτηριστικά της κρίσης



- **Ξεκίνησε** με το **σπάσιμο της Φούσκας Ακινήτων** (καλοκαίρι 2006) που **οδήγησε** σε μεγάλο ρυθμό **χρεοκοπιών στεγαστικών δανείων κυμαινόμενου επιτοκίου (ARM)** και **μεταφέρθηκε** στην αγορά των στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης "subprime" mortgage debt"
- Στις ΗΠΑ: Η αγορά στεγαστικών δανείων ανέρχεται σε \$12 τρις
- Τον Αύγουστο 2008: 9.2% των δανείων βρισκόταν σε καθυστέρηση πληρωμών ή σε διαδικασία πλειστηριασμού
- Κατά την διάρκεια του 2007, 1.3 εκατ. ακίνητα ήταν σε διαδικασία πλειστηριασμού, **79% αύξηση έναντι του 2006**
- 936.439 οικίες πάρθηκαν από τους ιδιοκτήτες τους μέσω πλειστηριασμού την περίοδο Αύγουστος-Νοέμβριος 2008
- Από 1/1/2008 μέχρι 15/11/2008 οι μετοχές εισηγμένων εταιρειών στα χρηματιστήρια των ΗΠΑ έχουν μειωθεί κατά \$ 8 τρις από \$ 20 τρις σε \$ 12 τρις **(40%)**
- Σε άλλες χώρες ανάλογες μειώσεις
- Μείωση 22% σε μια εβδομάδα (6-10/10/2008) στο NYSE, **μεγαλύτερη εβδομαδιαία μείωση σε 118 χρόνια**

2. Αίτια



- 2.1 Αλόγιστη χρήση τιτλοποίησης στεγαστικών δανείων (Securitization)**
- 2.2 Υπερβολική χρήση Δανειακών Κεφαλαίων (Leverage)**
- 2.3 Πλημμελής διαβάθμιση πιστοληπτικού κινδύνου (Bond Ratings)**
- 2.4 Αμοιβές στελεχών στον χρηματοπιστωτικό τομέα (Bonus)**
- 2.5 Κανονιστικό Πλαίσιο**

2.1 Αλόγιστη χρήση τιτλοποίησης στεγαστικών δανείων



2.1.1 Παραδοσιακή Στεγαστική Τράπεζα

Ενεργητικό	Παθητικό
Στεγαστικά Δάνεια: 100 <hr/> 100	Υποχρεώσεις: 90 Ιδια Κεφάλαια: 10 <hr/> 100
	Υποχρεώσεις προς Ιδ. Κεφ.: 9 προς 1

Κίνητρο: Σωστή αξιολόγηση **πιστοληπτικού κινδύνου**. Η αδυναμία αποπληρωμής του δανείου θα «έτρωγε» τα ίδια κεφάλαια, οδηγώντας σε χρεοκοπία.

2.1.2 Στεγαστική Τράπεζα κάνοντας χρήση τιτλοποίησης δανείων



Ενεργητικό		Παθητικό	
1^η φάση			
Στεγαστικά Δάνεια	100	Υποχρεώσεις	90
		Ιδία Κεφάλαια	10
	100		100
2^η φάση			
Μετρητά	100	Υποχρεώσεις	90
Στεγαστικά Δάνεια	0	Ιδία Κεφάλαια	10
	100		100
3^η φάση			
Στεγαστικά Δάνεια	100	Υποχρεώσεις	90
Μετρητά	0	Ιδία Κεφάλαια	10
	100		100

Κίνητρο: Ο πιστωτικός κίνδυνος μεταφέρεται στα πιστωτικά ιδρύματα (π.χ. Bear Sterns) που τιτλοποιούν τα στεγαστικά δάνεια των στεγαστικών τραπεζών και αγοράζουν πακέτα τιτλοποιημένων δανείων.

Δηλαδή: Οι στεγαστικές τράπεζες **αποβάλλουν το παραδοσιακό τους ρόλο:** Ανάλυση πιστωτικού κινδύνου/παροχή δανείων.

2.1.3 Πως χρηματοδοτούσαν οι πιστωτικοί οργανισμοί τα τιτλοποιημένα δάνεια?



Εκδίδοντας εταιρικά ομόλογα (Mortgage Bucket Securities: MBS)

Τυπική Εταιρία Αγοράς Τιτλοποιημένων Δανείων			
Ενεργητικό		Παθητικό	
Τιτλοποιημένα Δάνεια:	1,000	Ομόλογα	950
	<hr/>	Ιδία Κεφάλαια:	<hr/>
	1,000		50
			<hr/>
			1000
		Υποχρεώσεις προς Ιδ. Κεφ.: 19 προς 1	

- Προσοχή: (1) **Ο πιστωτικός κίνδυνος έχει μεταφερθεί** από τις Στεγαστικές Τράπεζες στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα αγοράς τιτλοποιημένων δανείων
(2) Υποχρεώσεις προς Ιδ. Κεφάλαια: **19 προς 1**

2.1.4 Ποιος αγοράζει τα εταιρικά ομόλογα (MBS)



- Αμοιβαία Κεφάλαια
- Συνταξιοδοτικά Ταμεία
- Ασφαλιστικά Ταμεία
- Τράπεζες
- Επενδυτικές Τράπεζες (Lehman Brothers)
- Ασφαλιστικές Εταιρείες (AIG)
- Hedge Funds
- Στις ΗΠΑ αλλά και διεθνώς
- Κυρίως θεσμικοί επενδυτές αν και κάποια αγοράστηκαν από επενδυτές (ιδιώτες) της ΛΑΡΙΣΑΣ

2.1.5 Μέγεθος MBS



- \$ 7.3 τρις σε ΗΠΑ το 2007
- Τιτλοποιημένα Δάνεια: 75% της αγοράς στεγαστικών δανείων το 2006
- **CDS (Credit default swaps):** Ασφαλιστικά συμβόλαια που προστατεύουν τους κατόχους MBS έναντι κινδύνου χρεοκοπίας των στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης

2.1.6 Είδος εκτός ισολογισμού



- Πολλά τραπεζικά ιδρύματα είχαν δημιουργήσει **μονάδες εκτός ισολογισμού** (off-balance sheet) γνωστές ως Special Purpose Entities (SPE) ή Structured Investment Vehicles (SIV) για να αποκρύψουν τα τοξικά προϊόντα (MBS) και έτσι να ξεπερνούν τους περιορισμούς κεφαλαιακής επάρκειας των εποπτικών αρχών (Κεντρικής Τράπεζας)

2.1.7 Η διαδρομή της καταστροφής



- **Η μείωση της αξίας των οικιών** (λόγω υπερπροσφοράς) δημιούργησε **αρνητική καθαρή θέση** στους ιδιοκτήτες κατοικίας.
- Τον Μάρτιο του 2008 το 11% των κατόχων στεγαστικών δανείων (8.8 εκατ. Ιδιοκτήτες) είχαν μηδενική ή αρνητική θέση, έχοντας **κίνητρο να παύσουν να αποπληρώνουν το δάνειο, εγκαταλείποντας το ακίνητο στην τράπεζα.**
- Τον Μαΐο του 2008 τα **ακίνητα στις ΗΠΑ έχασαν 18.4% της αξίας τους** σε σχέση με το δεύτερο τρίμηνο του 2006.
- Επίσης, **η αύξηση των επιτοκίων (AMR)** μετά την αρχική περίοδο χάριτος χαμηλών επιτοκίων δυσχέραινε τη διατήρηση του ακινήτου στα χέρια του αρχικού επενδυτού, οδηγώντας σε μαζικές πωλήσεις σε χαμηλές τιμές.
- Οι κάτοχοι των τιτλοποιημένων δανείων δεν εισέπρατταν τις ταμειακές ροές που ανέμεναν (τόκους και κεφάλαιο) με αποτέλεσμα τα εταιρικά ομόλογα (MBS) που είχαν χρηματοδοτήσει τα τιτλοποιημένα δάνεια να υποστούν **σημαντική μείωση της βαθμολογίας τους, σημαντική αύξηση των απαιτούμενων επιτοκίων τους και υποτίμηση της αξίας τους** → **κατάρρευση οργανισμών**
- **Σπάσιμο του κρίκου εμπιστοσύνης** μεταξύ των ενδιαφερομένων μερών στην διαπραγματική αγορά. Κλείσιμο της στρόφιγγας μετρητών → **κρίση ρευστότητας**

2.2 Υπερβολική Χρήση Δανειακών Κεφαλαίων



Ο δείκτης Δανειακών προς Ιδία Κεφάλαια από **9:1** σε τραπεζικά ιδρύματα έφθασε σε **19:1** ακόμη και **30:1** σε ενδιάμεσα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, εκθέτοντας τα τελευταία σε υπερβολικό χρηματοδοτικό κίνδυνο (Financial Leverage Risk).

2.3 Bond Ratings (Διαβάθμιση Πιστωτικού Κινδύνου)



- Οι επενδυτικές τράπεζες που εξέδωσαν τα εταιρικά ομόλογα κατόρθωσαν να πείσουν τις εταιρείες Διαβάθμισης (Bond Rating agencies) να βαθμολογήσουν πολύ υψηλά (AAA, AA, κλπ) τα ομόλογα που είχαν ως αντίκρισμα τα τιτλοποιημένα δάνεια μειωμένης εξασφάλισης.
 - **MORAL HAZARD:** Οι εταιρείες διαβάθμισης πληρώνονται από τις επενδυτικές τράπεζες που είναι ανάδοχοι των ομολόγων.
- “Rating agencies continue to create an even bigger monster – the CDO market. Let’s hope we are all wealthy and retired by the time this house of cards falters” (από ανταλλαγή email το 2006 μεταξύ συναδέλφων στη Standard & Poors).

2.4 Bonus (Αμοιβές Στελεχών)



- Το 2006, τα “Golden Boys” της Wall Street πήραν \$23.9 δις υπό μορφή ετήσιας επιβράβευσης (Bonus)
- Ανάλογες υπερβολές σημειώθηκαν και στην Ευρώπη
- Πρόβλημα: Η δομή των (υπερ)αμοιβών των στελεχών έδινε ιδιαίτερη σημασία σε **βραχυπρόθεσμη κερδοφορία** σε βάρος της **μακροπρόθεσμης εταιρικής κερδοφορίας**.
- Επίσης, τα στελέχη ελάμβαναν υπόψη μόνο τους βραχυπρόθεσμους κινδύνους αδιαφορώντας για τις μακροχρόνιες επιπτώσεις τους στην εταιρεία.
- Κίνητρα για **αλόγιστη χορήγηση** στεγαστικών δανείων, ανεξάρτητα από τον πιστοληπτικό κίνδυνο των δανειοληπτών (**NINJA Δάνεια**: No-Income, No-Job, No-Assets).
- Στεγαστικά δάνεια για αγορά κατοικίας χωρίς συμμετοχή δανειολήπτη, κλπ

2.5 Κανονιστικό Πλαίσιο



- **Αυτορρύθμιση** Επενδυτικών Τραπεζών (κατάργηση του Νόμου Glass-Steagall, το 1999)
- Μετακίνηση Σχετικών Δραστηριοτήτων **εκτός Ισολογισμού**
- Η διάσωση του Long-Term Capital Management (LTC) το 1998 δημιούργησε **προσδοκίες** πως η Κεντρική Τράπεζα **δεν θα άφηνε πιστωτικά ιδρύματα να καταρρεύσουν**

3. Επιπτώσεις



3.1 Γενικές επιπτώσεις στο Παγκόσμιο Οικονομικό Σύστημα

- Έλλειψη εμπιστοσύνης ανάμεσα σε ενδιαφερόμενα μέρη στο χρηματοπιστωτικό σύστημα (-)
- Διακοπή των διατραπεζικών δανείων (-)
- Κρίση ρευστότητας (κλίνουν οι κρουνοί χρηματοδότησης) (-)
Δυσκολία παροχής δανείων (-)
Αύξηση επιτοκίων, βραχυπρόθεσμα (-)
- Μείωση επενδυτικής δραστηριότητας και περιορισμός καταναλωτικής πίστης (-)
Μείωση παραγωγής / μείωση κατανάλωσης / μείωση εθνικού εισοδήματος (-)
Αύξηση ανεργίας (-)
Μείωση των χρηματιστηριακών δεικτών (-)
- Αυξημένη αποστροφή κινδύνου (High Risk Aversion): Οι επενδυτές απομακρύνονται παροδικά από το Χρηματιστήριο και από εταιρικά ομόλογα. Τα Hedge Funds απομακρύνονται από περιφερειακές αγορές (-)

3. Επιπτώσεις (συν.)



3.1 Γενικές επιπτώσεις στο Παγκόσμιο Οικονομικό Σύστημα (συν.)

- Αυξάνει το SPREAD δανεισμού περιφερειακών χωρών κάνοντας τον δανεισμό πολύ επαχθή σε περιφερειακές χώρες, π.χ. Ελλάδα. Αρνητικές επιπτώσεις σε κρατικούς προϋπολογισμούς περιφερειακών χωρών (-)
- Περιορισμός Εξαγωγών, Μείωση Τουριστικού Συναλλάγματος, Μείωση Ναυτιλιακών Ναύλων (-)
- Περιορισμός Τιτλοποίησης (+)
- Βελτίωση Διαφάνειας (+)
- Αυστηρότερο Κανονιστικό Πλαίσιο (+/-)
- Βελτίωση Υποδειγμάτων Αξιολόγησης Κινδύνων (Ιδιαίτερα Πιστωτικού) (+)
- Αναδιάρθρωση Κεφαλαιακής Σύνθεσης εταιρειών (+)
- Συγχωνεύσεις και Εξαγορές (M&A) στον ορίζοντα (+)

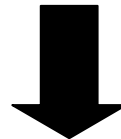
3. Επιπτώσεις (συν.)



3.2 Επιπτώσεις στην Ελληνική Οικονομία

3.2.1 Γενικά

- Καθαροί ισολογισμοί Τραπεζών και Θεσμικών Επενδυτών (+)
- Περιορισμένη Έκθεση σε τιτλοποιημένα δάνεια (εξωτερικού) μειωμένης εξασφάλισης (+)
- Εποπτεία Τραπεζών και Επενδυτικών Τραπεζικών δραστηριοτήτων (+)
- Σχετικά σταθερή αγορά ακινήτων (+)
- Συνεκτική κοινωνία (+)
- Περιορισμένη χρήση δανειοδότησης (+)



Υγιές Τραπεζικό Περιβάλλον

3. Επιπτώσεις (συν.)

3.2.2 Επιπτώσεις στην Ελληνική Οικονομία από τις επιπτώσεις της κρίσης στο Ελληνικό Χρηματοπιστωτικό σύστημα

- Κόστος χρήματος στην Ευρωπαϊκή Διατραπεζική Αγορά \uparrow **Επενδύσεις** \downarrow
 - Περιορισμός ρευστότητας στο χρηματοπιστωτικό σύστημα (έλλειψη εμπιστοσύνης μεταξύ των τραπεζών στην Ελλάδα και στο εξωτερικό)
Δάνεια \downarrow
 - Επιτόκια καταθέσεων \uparrow \longrightarrow **Κερδοφορία τραπεζών** \downarrow
 - Έκδοση Εταιρικών ομολόγων \downarrow
 - Αύξηση Default Spreads ($K_b - R_f$) \uparrow
 - Αύξηση Default spreads Κρατικών ομολόγων \uparrow
 - Περιορισμός καταναλωτικής πίστης \longrightarrow **Κατανάλωση** \downarrow
 - Περιορισμός στεγαστικής πίστης \longrightarrow **Επενδύσεις** \downarrow
 - Περιορισμός επιχειρηματικής πίστης \longrightarrow **Εμπόριο** \downarrow
- \downarrow
- ΑΕΠ** \downarrow **επιβράδυνση ή ύφεση**

3. Επιπτώσεις (συν.)



3.2.3 Επιπτώσεις στην Ελληνική Οικονομία από τη μείωση (ή ύφεση) της Παγκόσμιας Οικονομίας

- Μείωση εξαγωγών
- Μείωση τουρισμού
- Μείωση Διεθνούς Εμπορίου / Μείωση δραστηριοτήτων του Ναυτιλιακού τομέα



ΑΕΠ ↓ επιβράδυνση ή ύφεση

3. Επιπτώσεις (συν.)



3.2.4 Επιπτώσεις στον Ελληνικό τραπεζικό κλάδο από τη διεθνή οικονομική δραστηριότητα

- Μείωση οικονομικής δραστηριότητας σε Βαλκανικές χώρες και στις χώρες της Νότιο-Ανατολικής Ευρώπης



Κάποια επιχειρηματικά δάνεια δεν θα αποπληρωθούν



Μείωση κερδοφορίας τραπεζικού κλάδου

**Εάν υπάρξουν προβλήματα στον τραπεζικό κλάδο,
θα εκδηλωθούν εδώ**

4. Συμπεράσματα



- Βαθιά παγκόσμια οικονομική κρίση.
- Άγνωστο ακόμη το βάθος και η ακριβής διάρκεια της.
- **Δεν έφτασε το τέλος του κόσμου.** Είναι μια ακόμη διορθωτική κρίση.
- Η πτώση των διεθνών χρηματιστηριακών δεικτών είναι πολύ μεγάλη (40%-60%), μια πολύ σπάνια πτώση σε διάρκεια 90 ετών. **Η πιθανότητα να έχουμε φθάσει στον «πάτο του πηγαδιού» είναι πολύ μεγάλη.**
- Η παγκόσμια οικονομική κρίση είναι **δημιούργημα της κρίσης στο διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα.** Άρα, **μπορεί να αντιμετωπισθεί.**
- **Το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα** συγκριτικά με άλλες χώρες βρίσκεται **σε καλύτερη θέση.**
- **Οι επιπτώσεις στην ελληνική οικονομία** θα είναι κυρίως **έμμεσες** και θα οφείλονται στην κάμψη της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας (ύφεση ή επιβράδυνση).
- Η παγκόσμια οικονομία θα ξεπεράσει και αυτή την πρόκληση και μετά από **2-3 χρόνια θα ξαναμπει σε ανοδική πορεία.**
- **Απαιτείται υπομονή και ψυχραιμία.**

Ευχαριστώ