



Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών στη Φορολογική και
Χρηματοοικονομική Διοίκηση Στρατηγικών Αποφάσεων

Τμήμα Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων

Διπλωματική Εργασία
The 2008 US Crisis

του
ΣΟΥΡΜΕΛΙΔΗ ΓΕΩΡΓΙΟΥ

Επιβλέπων καθηγητής: Ταμπακούδης Ιωάννης

Υποβλήθηκε ως απαιτούμενο για την απόκτηση του Μεταπτυχιακού
Διπλώματος στη Φορολογική και Χρηματοοικονομική Διοίκηση
Στρατηγικών Αποφάσεων

ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΣ 2021

Ευχαριστίες - Αφιερώσεις

Με την παρούσα διπλωματική εργασία ολοκληρώνονται οι σπουδές μου στο μεταπτυχιακό πρόγραμμα σπουδών στη Φορολογική και Χρηματοοικονομική Διοίκηση Στρατηγικών Αποφάσεων του Πανεπιστημίου Μακεδονίας. Θα ήθελα να ευχαριστήσω ιδιαίτερα τον επιβλέποντα καθηγητή μου κ. Ιωάννη Ταμπακούδη για τη βοήθεια και κατανόηση που μου παρείχε κατά την εκπόνηση της διπλωματικής εργασίας. Ακόμη, θα ήθελα να ευχαριστήσω και τους υπόλοιπους καθηγητές που είχα την τιμή να γνωρίσω καθώς μου δίδαξαν πολύ ενδιαφέροντα πράγματα κατά τη διάρκεια του μεταπτυχιακού και πήρα γνώσεις που θα με βοηθήσουν στην μετέπειτα επαγγελματική μου πορεία. Παρά τις αντιξοότητες που βιώνουμε τους τελευταίους μήνες λόγω της πανδημίας το μεταπτυχιακό κύλησε ομαλά με πολύ όρεξη, ενδιαφέρον και το επίπεδο της διδασκαλίας παρέμεινε πολύ υψηλό.

Πίνακας Περιεχομένων

Ευχαριστίες - Αφιερώσεις.....	2
Περίληψη	4
Abstract.....	5
Κεφάλαιο 1 ^ο Εννοιολογικό πλαίσιο.....	6
1.1. Εισαγωγή.....	6
Κεφάλαιο 2 ^ο Ανασκόπηση Βιβλιογραφίας.....	8
2.1 Αιτίες της κρίσης.....	8
Ενυπόθηκα Στεγαστικά Δάνεια	8
Τιτλοποίηση.....	14
Οίκοι Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας	21
2.2 Συνέπειες.....	25
2.3 Κυβερνητική ανταπόκριση.....	27
Κεφάλαιο 3 ^ο Προσέγγιση Θέματος.....	33
3.1 Lehman Brothers	33
3.2 American International Group -AIG	39
AIG Financial Products Corporation	39
3.3 Fannie Mae και Freddie Mac	44
Κεφάλαιο 4 ^ο Μαθήματα, Προτάσεις από την Κρίση και Πολιτικές που υιοθετήθηκαν	48
4.1 Μαθήματα και Προτάσεις από την κρίση του 2008	48
Η οικονομική κρίση 2008-09 σε αριθμούς.....	48
4.2 Πολιτικές που Υιοθετήθηκαν.....	50
Κεφάλαιο 5 ^ο Συμπεράσματα.....	55
Βιβλιογραφία	57

Περίληψη

Η παρούσα εργασία παρέχει μια ιστορική αναδρομή στην περίοδο που οδηγεί στην κρίση αλλά και πληροφορίες σχετικά με τα γεγονότα που περιβάλλουν την κρίση του 2008. Ειδικότερα, γίνεται μια ενδελεχής ανάλυση των αιτίων, συνεπειών και πολιτικών απαντήσεων των κυβερνήσεων στην παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση που έλαβε χώρα το 2008 στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής.

Η συνοπτική περιγραφή αυτών των ζητημάτων υπογραμμίζει τη σοβαρότητα της κρίσης, την ποικιλομορφία της και τον αντίκτυπό της τόσο στις προηγμένες όσο και στις αναπτυσσόμενες οικονομίες. Η συγκεκριμένη κρίση παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον καθώς όπως αναφέρουν πολλοί συγγραφείς ήταν “made in the USA”. Ήταν μια σημαντική περίοδος η οποία συγκλόνισε την ανθρωπότητα και έδειξε πόσο εύθραυστη είναι η παγκόσμια οικονομία. Μας έδειξε πως γεγονότα που συμβαίνουν στην άλλη άκρη του πλανήτη μπορούν να επηρεάσουν την ζωή μας στην Ελλάδα. Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσίασε η έρευνα για την κατάρρευση της Lehman Brothers αλλά και η διάσωσή της AIG, εταιριών που ακόμα και σήμερα, 12 χρόνια μετά, ακούμε από καταξιωμένους επαγγελματίες του κλάδου να φέρνουν σαν παραδείγματα ως κερδοφόρες επιχειρήσεις που καταστράφηκαν από λάθος διαχείριση. Στην παρούσα εργασία γίνεται και μια λεπτομερής ανάλυση στις κινήσεις που οδήγησαν στην χρεοκοπία της Lehman Brothers αλλά και πως η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ οδηγήθηκε στο να διασώσει την AIG και τις Fannie May και Freddie Mac με κρατικά χρήματα.

Abstract

This paper provides a historical overview of the period leading up to the crisis as well as information on the events surrounding the 2008 crisis. In particular, a thorough analysis of the causes, consequences and political responses of governments to the global financial crisis that took place in 2008 in the United States of America.

A brief description of these issues underscores the severity of the crisis, its diversity and its impact on both advanced and developing economies. This crisis is of particular interest as many authors report it was "made in the USA". It was an important period that shocked humanity and showed how fragile the world economy is. He showed us that events that happen on the other side of the planet can affect our lives in Greece.

Of particular interest was the investigation into the collapse of Lehman Brothers and the rescue of AIG, companies that even today, 12 years later, we hear from well-known professionals cite as examples as profitable companies destroyed by mismanagement. The present paper also provides a detailed analysis of the moves that led to the bankruptcy of Lehman Brothers and how the US Federal Reserve was led to rescue AIG and Fannie May and Freddie Mac with government money.

Κεφάλαιο 1^ο Εννοιολογικό πλαίσιο

1.1. Εισαγωγή

Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση που ξεκίνησε το 2007 και κορυφώθηκε το 2008 προκάλεσε τη μεγαλύτερη αναταραχή στην παγκόσμια οικονομία μετά τη «Μεγάλη Ύφεση» του 1930 και καθόρισε την οικονομική τύχη πολλών χωρών (Rampell, 2009). Αυτό που ξεκίνησε ως φαινομενικά μια απλή αναταραχή στην αμερικανική αγορά κατοικιών μετατράπηκε πολύ γρήγορα σε πλήρη ύφεση μέχρι τα τέλη του 2008. Μετά από μια πενταετία (2002-2007) ανάπτυξης το 2009 είναι η πρώτη χρονιά που ο όλος πλανήτης βρίσκεται σε ύφεση από τον Δεύτερο Παγκόσμιο Πόλεμο. Η μεταφορά ότι ο πλανήτης «φτερνίζεται» όταν οι ΗΠΑ «κρυώνουν» δείχνει να επιβεβαιώνεται καθώς σημαντικές οικονομίες της Ευρωπαϊκής Ένωσης αλλά και στην Ασία, όπως η Ιαπωνία, βρέθηκαν σε ύφεση μέχρι τα μέσα του 2008. (Sher Verick, 2010)

Το πρόβλημα δεν ήταν μόνο η κρίση αλλά και το γεγονός ότι ήρθε ξαφνικά και αναπάντεχα για πολλούς και κυρίως για υπεύθυνους χάραξης πολιτικής, οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, ακαδημαϊκούς και επενδυτές. Έτσι, το επάγγελμα του οικονομολόγου δέχθηκε μεγάλη κριτική από κορυφαίους μελετητές. Ο Krugman (Krugman, September 2009) αναφέρεται επικριτικά προς τους συναδέλφους του οικονομολόγους για την «τύφλωση στην πιθανότητα καταστροφικών αποτυχιών σε μια οικονομία της αγοράς» όπως αυτή του ενυπόθηκου δανεισμού. Έτσι, δεν προκαλεί έκπληξη το γεγονός ότι για τους πρώτους μήνες του 2008, η σοβαρότητα της παγκόσμιας οικονομικής ύφεσης ήταν υποτιμημένη, και καθώς η κρίση εντατικοποιήθηκε, σημαντικοί οργανισμοί πρόβλεψης, συμπεριλαμβανομένου του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου και της Παγκόσμιας Τράπεζας, πραγματοποίησαν μια σειρά αναθεωρήσεων στις προβλέψεις ανάπτυξής τους για τα έτη 2008 και 2009. (International Monetary Fund, 2009)

Φυσικά, από πολλούς υπήρξαν προειδοποιήσεις για αναταραχές, αλλά δεν ήταν αρκετές για να αφυπνίσουν πολλούς ανθρώπους, οι οποίοι έπεσαν σε εφησυχασμό τα χρόνια πριν από την κρίση. Ορισμένους εκπλήσσει το γεγονός ότι η παγκόσμια οικονομία φαίνεται να εξερράγη ξαφνικά και επισημαίνουν με βεβαιότητα ότι κανείς δεν θα μπορούσε να προβλέψει αυτήν την κρίση. (Sher Verick, 2010) Ωστόσο, υπήρχαν προειδοποιητικά σημάδια όπως τα μεγάλα ελλείμματα στις ΗΠΑ, το Ηνωμένο Βασίλειο και σε άλλες προηγμένες οικονομίες, η χαλαρή νομισματική πολιτική, η

εσφαλμένη αντίληψη του κινδύνου και η χαλαρή δημοσιονομική ρύθμιση. Μετά τα γεγονότα του 2008, ειδικά μετά την κατάρρευση των Lehman Brothers τον Σεπτέμβριο, οι τράπεζες και οι επενδυτές που έπαιρναν ρίσκο και αναλάμβαναν τους κινδύνους ανακάλεσαν γρήγορα τις απόψεις τους. (Sher Verick, 2010)

Λόγω της πολυπλοκότητας των ενυπόθηκων δανείων, δεν μπορούσε να γίνει γνωστή η πραγματική έκταση των υποχρεώσεων που σχετίζονται με τον ταχέως επιδεινούμενο στεγαστικό τομέα των ΗΠΑ. Η ρευστότητα μειώθηκε γρήγορα και το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα ήταν σχεδόν στα πρόθυρα της κατάρρευσης. Ορισμένοι σχολιαστές έκαναν λόγο ότι «καπιταλισμός αμερικανικού τύπου είχε χτυπηθεί θανάσιμα» (Bezemer, 2009). Οι κυβερνήσεις, ως υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής, προκειμένου να αποφύγουν τα λάθη που έκαναν σε προηγούμενες κρίσεις, τόσο στις προηγμένες όσο και στις αναπτυσσόμενες χώρες αντέδρασαν επιθετικά διαθέτοντας τεράστια ποσά στις χρηματοπιστωτικές αγορές και εθνικοποιώντας τράπεζες, μειώνοντας τα επιτόκια και αυξάνοντας τις δαπάνες μέσω πακέτων δημοσιονομικών κινήτρων. Αυτό βοήθησε στην αποφυγή της καταστροφής σε πολλές χώρες, αν και η αποτελεσματικότητα των πολιτικών αυτών ποικίλλει ανάλογα με το μέγεθος της ανταπόκρισης και την κατάσταση της εγχώριας οικονομίας.

Παρά τις παρεμβάσεις αυτές, η χρηματοπιστωτική κρίση που προκλήθηκε κατέστρεψε την πραγματική οικονομία, οι εμπορικές ροές χρημάτων κατέρρευσαν και η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση γρήγορα μετατράπηκε σε παγκόσμια οικονομική κρίση. Τα ποσοστά ανεργίας στις χώρες του ΟΟΣΑ αυξήθηκαν και σε χώρες χωρίς συστήματα κοινωνικής ασφάλισης, η απειλή της οικονομικής ύφεσης οδήγησε να βυθιστούν εκατομμύρια άνθρωποι στη φτώχεια. Μέχρι το τέλος του 2008, πολλές αναδυόμενες οικονομίες αισθάνθηκαν τις καταστροφικές συνέπειες της ύφεσης των ΗΠΑ. Το αποτέλεσμα ήταν επιβράδυνση της ανάπτυξης (που κυμαίνεται από ήπια έως μεγάλη) σε πολλά μέρη του αναπτυσσόμενου κόσμου, αλλά και περιπτώσεις ύφεσης. (Sher Verick, 2010)

Κεφάλαιο 2^ο Ανασκόπηση Βιβλιογραφίας

Σε αυτό το κεφάλαιο γίνεται ανάλυση της βιβλιογραφίας και προσπαθούν να απαντηθούν οι εξής ερωτήσεις: Πόσο όμοια είναι όσα συνέβησαν το 2008 με το 1929; Ποιες ήταν οι συνθήκες που οδήγησαν στην φαινομενικά ξαφνική εμφάνιση μιας ακόμα χρηματοπιστωτικής κρίσης; Τι συνέπειες είχε στο βιοτικό επίπεδο των πολιτών; Σε ποιο βαθμό ήταν υπεύθυνα τα σφάλματα πολιτικής από για την κρίση; Πώς ανταποκρίθηκαν οι υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής σε μια τέτοια οικονομική αστάθεια;

2.1 Αιτίες της κρίσης

Μέσα από την ανάλυση της βιβλιογραφίας, η οποία διερευνά τις αιτίες που οδήγησαν στη χρηματοπιστωτική κρίση του 2008, εντοπίστηκαν πολλοί και διάφοροι λόγοι για τους οποίους συνέβη η συγκεκριμένη κρίση. Ειδικότερα:

1. τα ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια,
2. η τιτλοποίηση,
3. οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας,

είναι μεταξύ των πιο σημαντικών αιτιών που εντοπίστηκαν και θα αναλυθούν στην παρούσα εργασία για να αποδειχθεί ότι η κάθε μια δεν είναι η κύρια αιτία της χρηματοπιστωτικής κρίσης αλλά όλες μαζί δημιούργησαν την κρίση η οποία δεν επηρέασε μόνο τις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής αλλά απλώθηκε σε όλο τον πλανήτη.

Ενυπόθηκα Στεγαστικά Δάνεια

Ξεκινώντας από την πρώτη αιτία, τα στεγαστικά δάνεια προς δανειολήπτες μειωμένης φερεγγυότητας έπαιξαν πολύ σημαντικό ρόλο στην οικονομική κρίση του 2008 και πυροδότησαν την έκρηξή της. Η βιβλιογραφία επικεντρώνεται στις αλλαγές στα στεγαστικά δάνεια και στον τρόπο με τον οποίο οι καινοτόμες αυτές αλλαγές οδηγούν στην δημιουργία προβλημάτων στον χρηματοπιστωτικό τομέα. Τα στεγαστικά δάνεια αυτά ήταν ενυπόθηκα δάνεια που δόθηκαν σε δανειολήπτες οι οποίοι «δεν πληρούσαν τις προϋποθέσεις για υποθήκες υπό τυπικούς πιστωτικούς όρους» (Mills, 2009). Ως καινοτομίες αναφερόμαστε σε ειδικούς όρους ενυπόθηκων δανείων που καθορίστηκαν για τους δανειολήπτες που «δεν ήταν πιθανό να έχουν το εισόδημα για να πληρώσουν τους συνήθεις τόκους και το κεφάλαιο των χρεών τους» (Mills, 2009)

Ο Joseph E. Stiglitz (2010) δηλώνει ότι «τα προβλήματα στον χρηματοπιστωτικό τομέα προήλθαν από στεγαστικά δάνεια». Τα προβλήματα αυτά ξεκίνησαν με τον ρόλο και

τη συμπεριφορά των τραπεζών. Όπως είναι ευρέως γνωστό οι τράπεζες συνήθιζαν να κερδίζουν από τα επιτόκια που λαμβάνονται από τους δανειολήπτες μείον τα επιτόκια που έπρεπε να πληρώσουν στους καταθέτες. Το συγκεκριμένο σύστημα απέδιδε κέρδος μακροπρόθεσμα αλλά όχι μεγάλο, έτσι οι τράπεζες εκμεταλλεύτηκαν χαλαρούς κανονισμούς για να αναζητήσουν νέους τρόπους να δημιουργήσουν βραχυπρόθεσμα κέρδη, βγάζοντας κέρδος από προμήθειες (Stiglitz, 2010). «Η καινοτομία εισακούει στα κίνητρα» και οι τράπεζες είχαν το κίνητρο της δημιουργίας υψηλότερων κερδών για να παρακινήσουν τα στελέχη τους να «καινοτομήσουν» (Stiglitz, 2010).

Οι τράπεζες καινοτόμησαν και κατάφεραν να βρουν νέα προϊόντα ενυπόθηκων δανείων, που όμως δεν βοηθούσαν τους δανειολήπτες τους να διαχειριστούν τον κίνδυνο (Stiglitz, 2010). Τα καινοτόμα αυτά προϊόντα ενυπόθηκων δανείων, αντ' αυτού, σχεδιάστηκαν για να απομακρύνουν τον κίνδυνο μακριά από τις τράπεζες, και να παράγουν όσο το δυνατόν περισσότερες προμήθειες, και παράλληλα να ξεπεραστούν κανονιστικοί περιορισμοί που θα μπορούσαν να περιορίσουν τη λήψη κινδύνων και τον δανεισμό (Stiglitz, 2010). Οι νέες αυτές καινοτομίες είχαν τη δυνατότητα να αυξήσουν τον κίνδυνο αντί να τον μειώσουν (Stiglitz, 2010).

Πολλά καινοτόμα στεγαστικά δάνεια έδωσαν οι τράπεζες κατά τη διάρκεια της αυξημένης ζήτησης στην αγορά των κατοικιών (Stiglitz, 2010). Παράδειγμα τέτοιων καινοτομιών, είναι το δάνειο 100% όπου οι τράπεζες δανείζουν «100%, ή περισσότερο, της αξίας του σπιτιού» (Stiglitz, 2010). Το πρόβλημα με τα δάνεια αυτά εγγυάται στο δικαίωμα προαίρεσης που είχαν και αυτό σημαίνει ότι ο οφειλέτης λαμβάνει κέρδος εάν η τιμή του σπιτιού ανεβαίνει και έχει την επιλογή να απομακρυνθεί εάν η τιμή μειωθεί (Stiglitz, 2010). Αποτέλεσμα αυτής της τακτικής ήταν οι ιδιοκτήτες κατοικιών να αγοράζουν σπίτια ακριβότερα από όσο αντέχει η τσέπη τους καθώς όσο μεγαλύτερο ήταν το σπίτι τόσο μεγαλύτερα τα δυνητικά κέρδη που θα αποκομίσει ο δανειστής. Εάν ο οφειλέτης αδυνατούσε να καλύψει την πληρωμή των ενυπόθηκων δανείων, θα μπορούσε να αποχωρήσει και να αφήσει την τράπεζα να κρατάει τόσο την υποθήκη όσο και το σπίτι, και ο οφειλέτης δεν έχανε τίποτα.

Οι δανειστές παρείχαν στεγαστικά δάνεια κυμαινόμενου επιτοκίου για να κάνουν τα σπίτια να φαίνονται προσιτά και να έθεσαν μεγαλύτερο κίνδυνο στον αγοραστή σπιτιού κατά τη διάρκεια της αύξησης των τιμών των κατοικιών (Soros, 2008). Ένα στεγαστικό δάνειο κυμαινόμενου επιτοκίου είναι «ένα στεγαστικό δάνειο του οποίου το επιτόκιο

αλλάζει περιοδικά με την πάροδο του χρόνου» (Financial Crisis Inquiry Commission , 2011). Η καινοτομία που πραγματοποιήθηκε είναι ότι δόθηκαν δάνεια με χαμηλά επιτόκια στην αρχή της λήψης τους που όμως εκτινάσσονταν στα ύψη μετά από μερικά χρόνια.(Stiglitz, 2010). Τα στεγαστικά δάνεια είχαν προσωρινά χαμηλά επιτόκια και αυξήθηκαν δραματικά μετά από λίγα χρόνια, οι δανειζόμενοι επωφελήθηκαν από τα χαμηλά επιτόκια στην αρχή, αλλά τα δάνεια έπρεπε να αναχρηματοδοτηθούν όταν αυξήθηκαν τα επιτόκια (Stiglitz,2010).

Τα καινοτόμα αυτά δάνεια απαιτούσαν από τον οφειλέτη να κάνει μόνο «την πληρωμή τόκων για 10 χρόνια, αλλά στη συνέχεια πρέπει να πληρώσει ένα τεράστιο ποσό δηλαδή την πληρωμή των δόσεων» κατά τη λήξη (Friedman, 2011). Αναγκάζοντας έτσι τον οφειλέτη να επαναλάβει επανειλημμένα σε αναχρηματοδοτήσεις στις υποθήκες του, οι δανειστές επωφελήθηκαν καθώς κάθε αναχρηματοδότηση απαιτούσε από τον οφειλέτη να πληρώσει ένα νέο σύνολο προμηθειών για την απόκτηση νέου δανείου (Stiglitz, 2010). Όταν η περίοδος του χαμηλού κυμαινόμενου επιτοκίου τελείωσε οι οικογένειες δυσκολευτήκαν να ανταποκριθούν στις πληρωμές τους. Αυτός ο κύκλος θα συνεχιζόταν ξανά και ξανά. Οι δανειστές τους διαβεβαίωναν να μην ανησυχούν γι' αυτό, διότι η τιμή του σπιτιού τους θα αυξανόταν και θα τους επέτρεπε να αναχρηματοδοτήσουν εύκολα και μάλιστα να τους απομείνουν χρήματα για επιπλέον καταναλωτικές δαπάνες όπως για διακοπές ή αυτοκίνητο (Stiglitz, 2010). Οι δανειστές ενθάρρυναν τους δανειολήπτες να δανειστούν ξανά, να αναχρηματοδοτήσουν το δάνειο τους και να αυξήσουν το χρέος τους γιατί οι δανειστές θα κέρδιζαν περισσότερες προμήθειες βραχυπρόθεσμα, ανεξάρτητα από το πώς αυτή η συμπεριφορά επηρέασε τους οφειλέτες μακροπρόθεσμα. Οι δανειστές έτσι είχαν κίνητρο να δημιουργήσουν κι άλλα ενυπόθηκα δάνεια για να τα πουλήσουν, και όταν είχαν πωληθεί, οι δανειστές δεν ασχολήθηκαν με το πώς επηρεάστηκαν οι δανειολήπτες από το αυξανόμενο χρέος τους.

Τα στεγαστικά δάνεια με αρνητικό χρεολύσιο είναι ακόμη μια καινοτομία των εταιριών χορήγησης ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων. Οι δανειστές χρησιμοποίησαν αυτά τα «ενυπόθηκα δάνεια που επέτρεψαν στον δανειολήπτη να επιλέξει το ποσό που πλήρωσε πίσω» και δεν υπήρχε καν η απαίτηση «να πληρώσει το πλήρες ποσό των τόκων που οφείλει κάθε μήνα» (Stiglitz, 2010). Μέχρι το τέλος του έτους, ο οφειλέτης κατέληξε να οφείλει περισσότερα από ό, τι στην αρχή, αλλά οι δανειστές έπεισαν τους δανειολήπτες χρησιμοποιώντας τις αυξανόμενες τιμές αποτίμησης της αντικειμενικής

αξίας της κατοικίας ως δικαιολογία για να τους πείσουν να προβούν σε περαιτέρω δανεισμό (Stiglitz, 2010). Οι ρυθμιστικοί αρχές και οι θεσμικοί επενδυτές θα έπρεπε να είχαν υποψιαστεί όλα από αυτά τα νέα «στεγαστικά δάνεια που άφησαν τον οφειλέτη όλο και περισσότερο εκτεθειμένο στο χρέος και τον ανάγκαζαν να αναχρηματοδοτεί και να αναχρηματοδοτεί ξανά και ξανά» (Stiglitz, 2010).

Τα δάνεια αυτά «ήταν τα πιο ιδιόμορφα ανάμεσα στα νέα προϊόντα» επειδή πολλοί δανειολήπτες ενθαρρύνθηκαν να υπερβάλλουν ως προς τα εισοδήματά που δηλώνουν στην αίτηση παροχής δανείου καθώς κανείς τους δεν υποχρεούταν να αποδείξει το εισόδημα του προκειμένου να λάβει κάποιο δάνειο. Υπήρχαν επίσης στιγμές που οι υπεύθυνοι χορήγησης του δανείου δήλωναν ψεύδη στοιχεία οι ίδιοι για το εισόδημα του δανειολήπτη (Stiglitz, 2010). Οι δανειστές επέτρεψαν να γίνουν αυτές οι καινοτόμες στις υποθήκες επειδή το μόνο πράγμα που είχαν στο μυαλό τους ήταν ότι οι μεγαλύτερες υποθήκες θα τους έδιναν υψηλότερα τέλη (Stiglitz, 2010). Οι δανειστές θα λάβουν προμήθειες από τον δανειολήπτη σε κάθε αναχρηματοδότηση του δανείου του. Η προμήθεια που χρεώνει ο δανειστής σε κάθε λήψη δανείου ήταν ανάλογη του ύψους του δανείου, οπότε όσο μεγαλύτερο το δάνειο τόσο περισσότερο το κέρδος από τις προμήθειες. Οι δανειστές σκέφτηκαν μόνο το κέρδος τους βραχυπρόθεσμα και όχι τα προβλήματα που προκαλούσαν στο μέλλον (Stiglitz, 2010).

Ο Ben S .Bernanke (2013) υποστήριξε ότι η αύξηση των τιμών των κατοικιών και η ευκολία χορήγησης των στεγαστικών δανείων είναι δύο βασικά γεγονότα που πυροδότησαν την οικονομική κρίση του 2008 (Bernanke, 2013). Οι τιμές των κατοικιών αυξήθηκαν ως αιτία της αυξημένης ζήτησης γεγονός που τροφοδότησε τη φούσκα, ενώ όπως αναφέρθηκε παραπάνω τα κριτήρια αναδοχής στεγαστικών δανείων έγιναν πιο ελαστικά (Bernanke, 2013). Πριν από τη δεκαετία του 2000, οι δανειολήπτες έπρεπε να παρέχουν λεπτομερή έγγραφα των οικονομικών τους στοιχείων για να πείσουν την τράπεζα να τους δώσει ένα δάνειο, αλλά καθώς οι τιμές των κατοικιών αυξήθηκαν, οι δανειστές άρχισαν να παρέχουν στεγαστικά δάνεια σε δανειολήπτες που ήταν λιγότερο ικανοί για να τα αποπληρώσουν (Bernanke, 2013). Αυτά τα στεγαστικά δάνεια ονομάζονται «δάνεια προς δανειολήπτες μειωμένης φερεγγυότητας» με υποθήκη επειδή ήταν δάνεια που δεν ανταποκρίνονταν στο παραδοσιακό πρότυπο και «συχνά απαιτούσαν ελάχιστη ή καθόλου προκαταβολή και λίγη ή καθόλου τεκμηρίωση» (Bernanke,2013). Η ποιότητα των στεγαστικών δανείων μειώθηκε επειδή

οι δανειστές «δανείζουν σε όλο και περισσότερους ανθρώπους των οποίων η ικανότητα αποπληρωμής τους ήταν περιορισμένη» (Bernanke, 2013).

Το πρόβλημα που δημιούργησαν αυτά τα ενυπόθηκα δάνεια μπορεί να φανεί το 2007, όπου το 60% όλων των δανείων είχαν ελάχιστη ή καθόλου τεκμηρίωση για την πιστοληπτική ικανότητα του δανειολήπτη (Bernanke, 2013). Η αλλαγή των προτύπων για την παροχή στεγαστικών δανείων έγινε πρόβλημα καθώς οι τιμές των κατοικιών άρχισαν να μειώνονται. Όσο οι τιμές των κατοικιών αυξάνονταν, «το μερίδιο των εισοδημάτων των δανειοληπτών που δαπανήθηκε στις μηνιαίες πληρωμές στεγαστικών δανείων τους αυξήθηκε» και το αυξανόμενο κόστος της ιδιοκτησίας σπιτιού μείωσε τη ζήτηση για καινούργια σπίτια (Bernanke, 2013). Η αύξηση των τιμών των κατοικιών προκάλεσε αύξηση της προσφοράς κατοικιών. Επομένως, «η φούσκα έσκασε και οι τιμές των κατοικιών μειώθηκαν» (Bernanke, 2013). Ο Bernanke (2013) υποστηρίζει ότι «η πτώση των τιμών των κατοικιών και οι απώλειες στεγαστικών δανείων ήταν έναυσμα» και «πυροδότησαν» τα «προβλήματα στην οικονομία και στο χρηματοπιστωτικό σύστημα» (Bernanke, 2013). Οι δανειολήπτες και οι δανειστές στον ιδιωτικό τομέα «ανέλαβαν πάρα πολύ χρέος, πάρα πολύ μόχλευση» και οι τράπεζες και άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα δεν μπόρεσαν να παρακολουθήσουν τον κίνδυνο των καινοτόμων και σύνθετων συναλλαγών (Bernanke, 2013). Οι χρηματοοικονομικές εταιρείες βασίζονταν «σε μεγάλο βαθμό στη βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση όπως τα εμπορικά χρεόγραφα» (Bernanke, 2013).

Τα τρωτά σημεία του δημόσιου τομέα περιλαμβάνουν μια ξεπερασμένη κανονιστική δομή που «δεν συμβαδίζει με τις αλλαγές στη δομή του χρηματοπιστωτικού συστήματος» (Bernanke, 2013). Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ δημιούργησε επίσης τρωτά σημεία στην οικονομία παρέχοντας ελλείψεις εποπτείας των τραπεζών και δείχνοντας αδυναμία στην προστασία των καταναλωτών, επειδή «η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ έχει την εξουσία να παρέχει προστασία σε ενυπόθηκους δανειολήπτες που, εάν χρησιμοποιηθούν αποτελεσματικά, θα είχαν μειώσει τουλάχιστον ένα μέρος του κακού δανεισμού» (Bernanke, 2013, 51). Ο Bernanke (2013) επισημαίνει ότι η δομή του ρυθμιστικού συστήματος προκάλεσε δυσλειτουργίες επειδή δεν δόθηκε μεγάλη προσοχή σε προβλήματα που επηρεάζουν ολόκληρο το σύστημα. Ο Bernanke υποστηρίζει ότι οι αλλαγές στα μέτρα παροχής στεγαστικών δανείων σε συνδυασμό με τη μείωση των τιμών των κατοικιών εκθέτουν τις ευπαθείς

ομάδες τόσο στον ιδιωτικό όσο και στον δημόσιο τομέα, οδηγώντας στην οικονομική κρίση του 2008.

Ο Alan S. Blinder (2013) διατυπώνει τον ισχυρισμό ότι ευθύνονται οι ρυθμιστικές αρχές, οι τράπεζες, οι μη τραπεζικοί δανειστές και οι τιτλοποιητές που οδήγησαν τη χώρα στο χάος της οικονομικής κρίσης του 2008. Πιστεύει επίσης ότι το πρόβλημα οφείλεται στο μεγάλο ποσό των επικίνδυνων ενυπόθηκων δανείων που δεν θα έπρεπε ποτέ να είχαν δοθεί. Το ποσό των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων αυξήθηκε από 35 δισεκατομμύρια δολάρια (5 τοις εκατό όλων των δανειοδοτήσεων) το 1994 σε 625 δισεκατομμύρια δολάρια (20 τοις εκατό όλων των δανειοδοτήσεων) το 2005 (Blinder, 2013).

Οι άνθρωποι αγόρασαν προηγούμενως σπίτια με προκαταβολή 20 τοις εκατό, αλλά αυτό άλλαξε λόγω της έκρηξης στην προσφορά δανείων για αγορά ακινήτων που οδήγησε στην αύξηση της ακίνητης περιουσίας (Blinder, 2013,47). Υποθήκες που απαιτούσαν μόνο 5 τοις εκατό ή και λιγότερη προκαταβολή έγινε σύνηθες και υπήρχαν στιγμές που δανείζονταν ακόμη και το ύψος της προκαταβολής για το σπίτι (Blinder, 2013, 47).

Οι τράπεζες έκαναν επικίνδυνα τα ενυπόθηκα δάνεια και τα μεταβίβασαν γρήγορα προτού να επωμιστούν τις συνέπειες (Blinder, 2013). Συγκεκριμένες υποθήκες δανείων προς δανειολήπτες μειωμένης φερεγγυότητας χαρακτηρίζονται όπως υποθήκες «χαμηλής τεκμηρίωσης», υποθήκες «χωρίς έγγραφα», «δάνεια ψεύτη», «παράγωγα κυμαινόμενου επιτοκίου» και «υποθήκες αρνητικής απόσβεσης» (Blinder, 2013). Οι υποθήκες «χαμηλής τεκμηρίωσης» και υποθήκες «χωρίς έγγραφα», ήταν περίπου το ένα τρίτο του συνόλου όλων των ενυπόθηκων δανείων προς δανειολήπτες μειωμένης φερεγγυότητας (Blinder, 2013, 70). Τα «δάνεια του ψεύτη» ήταν δάνεια «που χορηγήθηκαν σε άτομα χωρίς εισόδημα, χωρίς θέσεις εργασίας και χωρίς περιουσιακά στοιχεία» και «κανείς δεν φαίνεται να ξέρει πόσα τέτοια δάνεια χορηγήθηκαν πραγματικά» (Blinder, 2013, 70). Όλα αυτά τα «επικίνδυνα στεγαστικά δάνεια δεν θα έπρεπε να είχαν δημιουργηθεί ποτέ» (Blinder, 2013, 68). Η επιλογή προσαρμοσμένου κυμαινόμενου επιτοκίου έδωσε στον οφειλέτη μια επιλογή κάθε μήνα εάν θα πληρώσει τη συμβατική πληρωμή, τον τόκο ή θα πληρώσει λιγότερο από τον τόκο και θα προσθέσει το υπόλοιπο στο αρχικό κεφάλαιο που θα αποπληρώσει στο τέλος (Blinder, 2013,71).

Είναι, ωστόσο, σημαντικό να σημειωθεί ότι αυτές οι επικίνδυνες υποθήκες ήταν μόνο ριψοκίνδυνες εξαιτίας των ατόμων στα οποία προσφέρονταν (Blinder, 2013). Τα στεγαστικά δάνεια προς δανειολήπτες μειωμένης φερεγγυότητας μπορεί να είναι ωφέλιμα για τα άτομα που μπορούν να τα αποπληρώσουν με τα χρήματά τους, το πρόβλημα στη συγκεκριμένη κατάσταση είναι ότι οι τράπεζες προσέφεραν αυτές τις υποθήκες σε άτομα που δεν μπορούσαν να αντέξουν οικονομικά την αποπληρωμή τους (Blinder, 2013). Υπάρχει μια σαφής διαφορά μεταξύ αυτών που μπορούσαν να ανταποκριθούν και στους σχεδόν ικανούς δανειζόμενους που θα ήθελαν να κατέχουν σπίτια, οι τράπεζες όμως δεν ασχολήθηκαν με το πως θα αποπληρωθούν τα σπίτι αλλά αναζητούσαν οποιονδήποτε θα υπογράψει τη λήψη ενός ενυπόθηκου δανείου (Blinder, 2013).

Οι τράπεζες δεν θα έπρεπε να προσφέρουν δάνεια που είχαν χαρακτηριστεί ως «αδυναμία πληρωμής» σε «μη εξελιγμένους δανειολήπτες», επειδή «παραβιάζει την αρχή της χρηστής τραπεζικής» (Blinder, 2013,71). Ο Blinder επισημαίνει ότι «τα στεγαστικά δάνεια που είχαν χαρακτηριστεί ως «αδυναμία πληρωμής» δεν θα μπορούσαν να ήταν η κύρια αιτία της κρίσης, επειδή και «τα ενυπόθηκα δάνεια που σαφώς δεν είχαν χαρακτηριστεί ως «αδυναμία πληρωμής» απέτυχαν συχνά» (Blinder, 2013,71).

Τα στεγαστικά δάνεια προς δανειολήπτες μειωμένης φερεγγυότητας δεν αποτελούν την κύρια αιτία της οικονομικής κρίσης του 2008. Χρησιμοποιώντας τα στεγαστικά δάνεια προς δανειολήπτες μειωμένης φερεγγυότητας ως ρίζα του προβλήματος αγνοούμε παράγοντες που αποτελούν τη ρίζα του προβλήματος. Για παράδειγμα, ο Μπερνάνκι υποστηρίζει ότι «οι απώλειες των ενυπόθηκων δανείων δεν ήταν σαφώς αρκετά μεγάλες από μόνες τους για να εξηγήσουν το μέγεθος της κρίσης» (Financial Crisis Inquiry Commission , 2011). Ο ισχυρισμός ότι τα στεγαστικά δάνεια προς δανειολήπτες μειωμένης φερεγγυότητας ήταν η κύρια αιτία της κρίσης αγνοεί ότι τα ενυπόθηκα δάνεια ήταν «μόνο μία μορφή εξασφάλισης υποχρεώσεων χρέους, που αποτελούν κεντρικό χαρακτηριστικό της κρίσης» (Mills, 2009)

Τιτλοποίηση

Η τιτλοποίηση είναι και αυτή μια από τις αιτίες της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008. Η βιβλιογραφία αναφέρει ότι η τιτλοποίηση άλλαξε τον τραπεζικό κλάδο και οδήγησε στην κρίση κάνοντας απρόσωπη τη διαδικασία δανεισμού, επιτρέποντας στις

τράπεζες να μεταφέρουν τον πιστωτικό κίνδυνο και αυξάνοντας την πολυπλοκότητα στη διαδικασία των επενδύσεων. Με την τιτλοποίηση μια ομάδα ενυπόθηκων δανείων γίνονταν πακέτο και πωλούνταν σε επενδυτές οι οποίοι μπορεί να βρίσκονταν οπουδήποτε στον κόσμο.

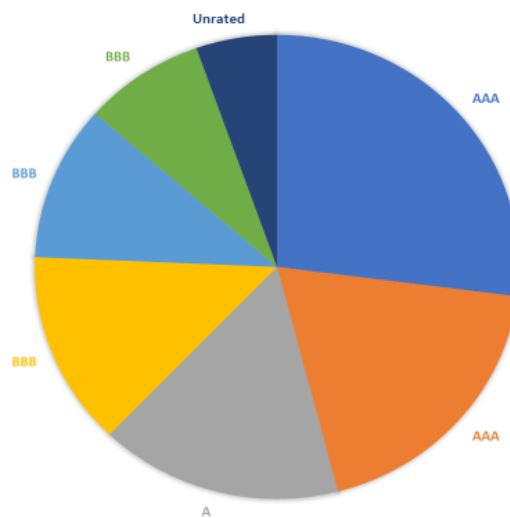
Η αρχή πίσω από τους τίτλους που υποστηρίζονται από τα ενυπόθηκα δάνεια είναι αρκετά απλή. Μια τράπεζα ή άλλο παρόμοιο ίδρυμα πουλάει ένα ή περισσότερα στεγαστικά δάνεια σε κυβερνητικό ίδρυμα ή σε μια τράπεζα επενδύσεων. Στις αρχές του 21ου αιώνα πολλοί τίτλοι με εγγύηση απαιτήσεων υποθήκης αγοράστηκαν από επενδυτικές τράπεζες, οι οποίες δημιούργησαν μεγάλη ζήτηση για περισσότερα στεγαστικά δάνεια για να δημιουργήσουν πακέτα επενδύσεων. (Chen, 2020). Η πληρωμή που έλαβε ένας επενδυτής από το τιτλοποιημένο στεγαστικό δάνειο εξαρτάται από το επίπεδο αυτών των δόσεων. Ορισμένες από τις ανώτερες δόσεις αποτελούσαν ασφαλή και αξιόπιστα στεγαστικά δάνεια με βαθμολογία AAA από τους οργανισμούς αξιολόγησης. (Kagan, 2020).



Οι τράπεζες είχαν την ευκαιρία να κατατάξουν σε τμήματα τις δόσεις των στεγαστικών δανείων. Η τιτλοποίηση έγινε ακόμη πιο περίπλοκη με την τμηματοποίηση των δόσεων, και η αλλαγή αυτή έγινε προκειμένου να μειωθεί ο κίνδυνος των δόσεων και να επιτευχθεί υψηλότερη αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας. (Blinder, 2013). Για να γίνει αυτό, η τράπεζα χώρισε το δάνειο σε διαφορετικά τμήματα. Για παράδειγμα, θα υπήρχαν τρεις διαφορετικές δόσεις: η δόση B και BB, η BBB και A δόση και η AA και AAA δόση (Blinder, 2013, 74). Μια δέσμη δόσεων αποτελεί ένα χρηματοοικονομικό προϊόν λεγόμενο ως τίτλο με εγγύηση απαιτήσεων υποθήκης (MBS) και τα περισσότερα τέτοιου είδους προϊόντα είχαν επτά ή οκτώ δόσεις (Blinder,

2013). Οι δόσεις BB και B ήταν οι κατώτερες δόσεις όσο αναφορά την πιθανότητα αθέτησης της υποχρέωσης από μέρος του δανειστή και θα απορροφούσαν το πρώτο ποσοστό απωλειών στο χαρτοφυλάκιο (Blinder, 2013, 74). Οι δόσεις BBB και A ήταν η μεσαία κατηγορία δόσεων και θα απορροφούσαν το επόμενο ποσοστό ζημιών και οι δόσεις AA και AAA ήταν οι κορυφαίες κατηγορίες δόσεων και ήταν ευάλωτες μόνο σε απώλειες πάνω από τα συνδυασμένα ποσοστά των άλλων δόσεων (Blinder, 2013, 74). Στην εικόνα παρακάτω δίνεται ένα παράδειγμα σχετικά με το πως οι δόσεις μπορούν να κατανεμηθούν σε έναν τίτλο με εγγύηση απαιτήσεις υποθήκης:

ΤΙΤΛΟΣ ΜΕ ΕΓΓΥΗΣΗ ΑΠΑΙΤΗΣΩΝ ΥΠΟΘΗΚΗΣ



Μια δέσμη δόσεων δανείων αποτελεί ένα χρηματοοικονομικό προϊόν λεγόμενο ως υποχρέωση εξασφάλισης χρέους (CDO) το οποίο είναι παρόμοιο με ένα MBS από την άποψη ότι και τα δύο παράγωγα αποτελούνται από δάνεια. Διαφέρουν στο γεγονός ότι ένα CDO αποτελείται από κάθε τύπο δανείων, μερικές φορές συμπεριλαμβανομένων υποθηκών που δεν πουλήθηκαν ως MBS, ενώ το MBS αποτελείται μόνο από (διαφορετικό τύπο ως προς την αξιολόγηση) δόσεις στεγαστικών δανείων με εγγύηση υποθήκη. (Choudry, 2006)

Μια υποχρέωση εξασφάλισης χρέους, συχνά συντομευμένη CDO, ήταν ένας από τους κύριους πυλώνες στους οποίους βασίστηκε το η πυροδότηση της κρίσης του 2008. Σε γενικές γραμμές, ένα CDO λειτούργησε ως εξής: Μια τράπεζα παρέχει διαφορετικούς τύπους στεγαστικών δανείων, δάνεια πιστωτικών καρτών, δάνεια αυτοκινήτων κ.λπ. Όλα αυτά τα διαφορετικά είδη δανείων ανάγκασαν την τράπεζα να δεσμεύσει πόρους και κεφάλαια για μεγάλο χρονικό διάστημα, κάτι που έμμεσα περιορίσε το ποσό των

νέων επιχειρήσεων που θα μπορούσε να αναλάβει η τράπεζα να δανειοδοτήσει. Αυτό είναι όταν οι τράπεζες επενδύσεων μπήκαν στην εικόνα. Όταν εργάζονταν με CDO, η τράπεζα που εξέδωσε το δάνειο θα μπορούσε να το πουλήσει σε μια επενδυτική τράπεζα που αγόρασε διάφορους τύπους δανείων από διάφορες τράπεζες. Όλα αυτά στη συνέχεια συνδυάστηκαν σε αυτό που είναι γνωστό ως εξασφαλισμένη υποχρέωση χρέους (CDO) και στη συνέχεια πωλήθηκαν σε επενδυτές, όπως συνταξιοδοτικά ταμεία και μεγάλες εταιρείες. Όταν το άτομο που αρχικά δανείστηκε χρήματα πληρώνει τους μηνιαίους τόκους, τα χρήματα τόκων στη συνέχεια πήγαν στους επενδυτές και όχι στον εκδότη του δανείου ή της τράπεζας επενδύσεων. Αντ' αυτού οι τράπεζες επενδύσεων πήραν αμοιβές κατά τη δημιουργία, πώληση και διαχείριση των CDO. (Choudry, 2006). Η επόμενη εικόνα δείχνει πως τα λεφτά πηγαινούν από στεγαστικά δάνεια σε επενδυτές μέσω τίτλων με CDO.



Δυστυχώς, η πολυπλοκότητα της τιτλοποίησης δεν τελειώνει μόνο με τα CDO. Η διαδικασία τιτλοποίησης έγινε εξαιρετικά περίπλοκη. Κάθε σύνδεσμος στην αλυσίδα αυτής της διαδικασίας πρόσθεσε κίνδυνο, πολυπλοκότητα και σύγχυση (Blinder, 2013,76). «Οι εντολοδόχοι ενυπόθηκων δανείων γνώριζαν κάτι για τις τοπικές αγορές τους και την πιστοληπτική ικανότητα των δανειστών τους», και «οι τράπεζες επενδύσεων που έκαναν την τιτλοποίηση γνώριζαν λιγότερα» από τους πάροχους ενυπόθηκων δανείων (Blinder, 2013, 76). Εκείνοι «που δημιούργησαν τα CDOs έκαναν μαθηματικές ασκήσεις με περίπλοκες αξίες, δεν είχαν καμία ιδέα για το και μικρό ενδιαφέρον για το τι ήταν μέσα » (Blinder, 2013,76).«Οι επενδυτές, που κυμαίνονται από εξελεγμένους διαχειριστές χαρτοφυλακίου έως ταμίες μικρών πόλεων στη Νορβηγία, ήταν ουσιαστικά ανίδεοι» (Blinder, 2013,76).

Κάποιοι μπορεί να μην είχαν καν επισκεφτεί τις κοινωνίες και τις χώρες όπου βρίσκονταν τα ακίνητα (Stieglitz, 89). Η τιτλοποίηση αρχικά «προοριζόταν να μειώσει τους κινδύνους μέσω της διαβάθμισης κινδύνων και της γεωγραφικής διαφοροποίησης» και να αυξήσει τη ρευστότητα (Soros, 2008, xvii). Πρόσφερε έτσι δύο σημαντικά πλεονεκτήματα, τη διαφοροποίηση και τον καταμερισμό του κινδύνου. Με την τιτλοποίηση οι επενδυτές μπορούσαν να αγοράσουν μερίδια σε πακέτα ενυπόθηκων δανείων, ενώ οι τράπεζες επενδύσεων μπορούσαν ακόμα και να συνδυάσουν πολλά πακέτα δανείων μαζί καθιστώντας ακόμη ευκολότερη τη διαφοροποίηση για λογαριασμό του επενδυτή.

Κοντά στα «τέλη του 2002, καθώς οι πιστωτικές αγορές άρχισαν να ανακάμπτουν από την προηγούμενη ύφεση, οι επενδυτικές τράπεζες επέκτειναν το μοντέλο τιτλοποίησης των στεγαστικών δανείων» σε διαφορετικές «κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων με κίνδυνο» (Acharya & Richardson, 2009). Μέσω της «τιτλοποίησης, η χρηματοδότηση της στέγασης μέσω ενυπόθηκων δανείων επεκτείνεται σε ολόκληρη την κεφαλαιαγορά» (Acharya and Richardson, 2009, 187). Η τιτλοποίηση, στην αρχή, «έμοιαζε με μεγάλη πρόοδο για τον ενυπόθηκο δανεισμό» επειδή επέτρεπε στις τράπεζες να πουλήσουν στεγαστικά δάνεια και να χρησιμοποιήσουν τα χρήματα για να δώσουν περισσότερα στεγαστικά δάνεια ή «δάνεια για άλλους σκοπούς» (Mills, 2009). Η διαδικασία της τιτλοποίησης άλλαξε τη σχέση μεταξύ του δανειστή και του δανειολήπτη και δημιούργησε πολλά προβλήματα από ασυμμετρίες πληροφόρησης (Stiglitz, 2010, 14).

Στο παρελθόν, οι τράπεζες παρείχαν δάνεια και τα κρατούσαν, οπότε είχαν ένα κίνητρο να διασφαλίσουν ότι ο δανειολήπτης είχε τα μέσα και την ικανότητα για την αποπληρωμή του δανείου με την πάροδο του χρόνου. Θα επωμίζονταν τις συνέπειες της χρεοκοπίας του οφειλέτη, επειδή κάθε υποθήκη που πραγματοποίησαν οι τράπεζες ήταν στην κατοχή τους (Stiglitz, 2010). Η διατήρηση των δανείων ανάγκασε τις τράπεζες να λογοδοτήσουν για τις αποφάσεις δανεισμού τους, οπότε έπρεπε να βεβαιωθούν ότι το δάνειο δύναται να αποπληρωθεί. Στο παρελθόν πριν από την τιτλοποίηση ο δανεισμός ήταν μια προσωπική διαδικασία και η τράπεζα θα ήξερε πότε άξιζε να επεκτείνει την πίστωση και να βοηθήσει έναν οφειλέτη που είχε πρόβλημα να πληρώσει επειδή οι τραπεζίτες είχαν την ευκαιρία να γνωρίσουν τους δανειολήπτες (Stiglitz, 2010). Ο αποκλεισμός ενός δανειολήπτη συνέβη μόνο όταν ήταν απολύτως

απαραίτητο και οι τράπεζες μπορούσαν να κρίνουν αυτήν την κατάσταση επειδή είχαν πιο προσωπική σχέση με τον οφειλέτη (Stiglitz, 2010). Η τιτλοποίηση έθεσε απόσταση μεταξύ του δανειστή και του δανειολήπτη επειδή ο δανειστής έγινε επενδυτής που ήταν εντελώς διαχωρισμένος από τον δανειολήπτη (Stiglitz, 2010). Η στροφή προς τους δανειστές να γίνουν επενδυτές θέτει τους δανειολήπτες σε μειονεκτική θέση, επειδή οι επενδυτές θα μπορούσαν ενδεχομένως να απομακρυνθούν πολύ από την κοινότητα και να κατανοήσουν λιγότερο τις δυσκολίες. Οι επενδυτές συχνά θέτουν περιορισμούς στα δάνεια και δυσκολεύουν τον δανειολήπτη να αναχρηματοδοτήσει εάν προκύψουν προβλήματα (Stiglitz, 2010). Ο φιλικός τραπεζίτης που κατανοεί δεν υπήρχε πλέον λόγω της νέας απόστασης μεταξύ του δανειστή και του δανειολήπτη της τιτλοποίησης (Stiglitz, 2010, 96).

Η τιτλοποίηση δεν ξεκίνησε ως μια επικίνδυνη καινοτομία, αλλά εξελίχθηκε σε μια. «Ο νόμιμος και άξιος σκοπός της τιτλοποίησης είναι ο καταμερισμός και μείωση του κινδύνου» (Acharya and Richardson, 2009, 184). Η τιτλοποίηση επέτρεψε στις τράπεζες να παράγουν επιβλαβή ενυπόθηκα δάνεια και στη συνέχεια να τα μεταβιβάσουν το συντομότερο δυνατό (Stiglitz, 2010). Η καινοτομία ανταποκρίνεται σε κίνητρα και τα κίνητρα υπαγορεύαν τη δημιουργία προϊόντων που παράγουν περισσότερες προμήθειες τώρα και όχι τη δημιουργία προϊόντων που διαχειρίζονταν τους κινδύνους αποτελεσματικότερα.

Ένα ενυπόθηκο στεγαστικό δάνειο που χαρακτηρίζεται ως ελλαττωματικό είναι γιατί παρέχεται σε ένα άτομο που δεν έχει το εισόδημα για να αποπληρώσει το δάνειο του, ή γιατί οι όροι του δανείου είναι πολύ επικίνδυνοι για τον οφειλέτη. Από την άλλη Ένα ενυπόθηκο στεγαστικό δάνειο που χαρακτηρίζεται ως αξιόπιστο είναι αυτό που παρέχεται σε ένα άτομο που έχει το εισόδημα για την αποπληρωμή του δανείου και που μπορεί να αντέξει τον κίνδυνο που ενέχει.

Η διαδικασία τιτλοποίησης έκανε τις τράπεζες να δίνουν δάνεια κυμαινόμενου επιτοκίου και έσπευδαν να βρουν έναν αγοραστή για αυτούς τους τίτλους άμεσα όσο ακόμα ο κίνδυνος για αθέτηση της υποχρέωσης από μέρος του δανειστή ήταν μικρός (Blinder, 2013, 72). Οι τράπεζες επενδύσεων αγόρασαν αυτά τα ενυπόθηκα δάνεια από εμπορικές τράπεζες, τα ανάμιξαν με ενυπόθηκα δάνεια από όλη τη χώρα, τα πακετάρησαν σε «καλά διαφοροποιημένα χρεόγραφα με εγγύηση υποθήκης» και τα πούλησαν σε επενδυτές σε όλο τον κόσμο (Blinder, 2013, 73). Τα ενυπόθηκα δάνεια

αντιμετωπίστηκαν σαν αμοιβαία κεφάλαια και, ως εκ τούτου, θεωρήθηκαν λιγότερο επικίνδυνα επειδή η επένδυση δεν ήταν πλέον σε ατομική υποθήκη (Blinder, 2013, 73-74).

Υπάρχει διαφωνία μεταξύ των συγγραφέων στη βιβλιογραφία σχετικά με το ποιο είναι το πιο σημαντικό πρόβλημα που προκάλεσε η τιτλοποίηση. Ο Alan S. Blinder (2013) επικεντρώνεται στην πολυπλοκότητα και τη σύγχυση που προέρχεται από την τιτλοποίηση, αλλά παραδέχεται ότι υπήρχε επίσης υπερβολικός κίνδυνος. Θεωρητικά, η «χρηματοοικονομική τεχνική» των τίτλων που υποστηρίζονται από ενυπόθηκα δάνεια είναι καλή ιδέα, επειδή ο κίνδυνος κατανέμεται σε πολλούς επενδυτές (Blinder, 2013). Ωστόσο, η πολυπλοκότητα και η σύγχυση έγινε πρόβλημα για όσους δεν καταλαβαίνουν τους τίτλους που θα αξιοποιηθούν (Blinder, 2013). Ο Stiglitz δηλώνει ότι η διαδικασία τιτλοποίησης «εξαρτάται από τη θεωρία του ανόητου» (Stiglitz, 2010). Έπρεπε να υπάρχουν ανόητοι που θα αγόραζαν «τις τοξικές υποθήκες και τα επικίνδυνα κομμάτια χαρτιού που βασίζονταν σε αυτά» (Stiglitz, 2010). Η πολυπλοκότητα και η σύγχυση στην τιτλοποίηση επέτρεψε την μείωση του ανταγωνισμού στην αγορά κινητών αξιών, διότι δυσκολεύτηκε να συγκρίνει διαφορετικές τιμές πριν επενδύσει (Blinder, 2013). Οι επενδυτικές τράπεζες που πακετάρησαν τα χρεόγραφα και τα πούλησαν ήταν, επομένως, σε θέση να κάνουν υψηλότερο κέρδος συγχέοντας αυτούς που αγοράζουν με πολυπλοκότητα (Blinder, 2013).

Ο Taylor υποστηρίζει ότι ο κίνδυνος σχετικά με την τιτλοποίηση ήταν στον πυρήνα της κρίσης και ότι η πολυπλοκότητα δεν ήταν το μόνο πρόβλημα που συνδέθηκε με την τιτλοποίηση (Taylor, 2009) Οι τραπεζίτες «υποεκτίμησαν την έκταση της συσχέτισης μεταξύ των επιτοκίων σε διαφορετικά μέρη της χώρας» (Stiglitz, 2009). Οι τραπεζίτες δεν συνειδητοποίησαν ότι η αύξηση του επιτοκίου ή του ποσοστού ανεργίας θα μπορούσε να έχει επιπτώσεις σε πολλά μέρη του πλανήτη (Stiglitz, 2009). Οι τράπεζες δεν κατάφεραν να αξιολογήσουν τους κινδύνους που σχετίζονται με τα νέα χρηματοοικονομικά προϊόντα, όπως τα δάνεια χαμηλής τεκμηρίωσης που ήταν τα δάνεια για πολλά από τα ενυπόθηκα χρεόγραφα (Stiglitz, 2009). Οι τραπεζίτες επίσης δεν προέβλεψαν σωστά τον κίνδυνο μείωσης της τιμής των ακινήτων ή την επίδραση που θα είχε η μείωση σε πολλά μέρη της χώρας (Stiglitz, 2009).

Η πολυπλοκότητα και ο κίνδυνος που προήλθε από την τιτλοποίηση συνδυάστηκαν για να συμβάλουν στην πυροδότηση της οικονομικής κρίσης του 2008. Τα προβλήματα ενισχύθηκαν λόγω της πολυπλοκότητας και του υποτιμημένου κινδύνου των δανείων με εγγύηση υποθήκης (Taylor, 2009,159). Καθώς οι τιμές των κατοικιών μειώθηκαν και τα ποσοστά κατασχέσεων και παραβατικότητας αυξήθηκαν, υπήρχε το πρόβλημα ότι κανείς δεν ήξερε πραγματικά τις αξίες. Όλα τα χρεόγραφα που δημιουργήθηκαν είχαν «προβλήματα αποτίμησης» (Mills, 2009,77). Το πρόβλημα ότι «οι τίτλοι δεν άξιζαν αυτό που είχαν θεωρηθεί ότι αξίζουν» οδήγησε τις τράπεζες να υπερτιμούνται ως προς την αξία τους επειδή είχαν τίτλους στην κατοχή τους ως εγγυήσεις (Mills, 2009,78).

Η εστίαση της κύριας αιτίας της κρίσης στην τιτλοποίηση παραβλέπει τη νομοθεσία που εγκρίθηκε για να επιτρέψει στις τράπεζες να εμπλακούν στην τιτλοποίηση. Για παράδειγμα, η έγκριση του νόμου Gramm-Leach-Bliley επέτρεψε τη σύγκρουση συμφερόντων που προκάλεσε η τιτλοποίηση (Stiglitz, 2009,143). Η Gramm - Leach-Bliley Act «μεταβίβασε την κουλτούρα ανάληψης κινδύνων των επενδυτικών τραπεζών σε εμπορικές τράπεζες» (Stiglitz, 2009,143) κάνοντας έτσι την τιτλοποίηση από μόνη της να μην είναι η κύρια αιτία της κρίσης.

Οίκοι Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας

Ο ρόλος των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας στην οικονομική κρίση του 2008 ήταν καθοριστικός. Οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης έπρεπε να έχουν αναγνωρίσει τους κινδύνους που έκρυβαν τα προϊόντα την ασφάλεια των οποίων καλούνται να πιστοποιήσουν. Οι διάφορες αλλαγές που υπέστησαν οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας με την πάροδο του χρόνου και το πώς αυτές οι αλλαγές επηρέασαν τις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας είναι ζωτικής σημασίας για την κατανόηση του ρόλου τους στην κρίση.

Το αρχικό μοντέλο σχετικά με τον τρόπο λειτουργίας της εταιρείας αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας ήταν ότι ο «επενδυτής πληρώνει» για την αξιολόγηση της δυνητικής τους επένδυση, στη δεκαετία του 1970 όμως, οι εταιρείες μετατράπηκαν το μοντέλο σε ο «εκδότης πληρώνει» (White L. J., 2009) . Αυτό το νέο μοντέλο έχει τον εκδότη του ομολόγου να πληρώνει τον οργανισμό αξιολόγησης για την αξιολόγηση του χρηματοοικονομικού προϊόντος (White, 2009).

Οι ρυθμιστικές αρχές των τραπεζών, το 1936, επέτρεπαν στις τράπεζες να επενδύουν μόνο σε ασφαλή ομόλογα και τους απαγόρευσαν να επενδύσουν σε « κερδοσκοπικές επενδύσεις σε τίτλους » (White, 2009). Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αποφάσισε, το 1975, ότι οι αξιολογήσεις μόνο από έναν «εθνικώς αναγνωρισμένο οργανισμό στατιστικής αξιολόγησης» (NRSRO) θα ήταν αποδεκτές. Οι τράπεζες μπορούσαν να αγοράσουν μόνο τίτλους που είχαν βαθμολογία BBB ή υψηλότερη από τα αναγνωρισμένα πρακτορεία αξιολόγησης: Moody's, Standard & Poors και Fitch. (White, 2009). Αυτό επέτρεψε στους τρεις οργανισμούς αξιολόγησης, Moody's, Standard and Poors και Fitch, να σχηματίσουν ένα ολιγοπώλιο (Friedman, 2011). Επομένως, δεν έδωσαν την προσοχή τους στην ικανότητά τους να παράγουν ακριβείς αξιολογήσεις αλλά στην οικονομική τους ευημερία (Friedman, 2011). Η απόφαση της Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς να επιτρέψει στους τρεις οργανισμούς αξιολόγησης να δημιουργήσουν ένα ολιγοπώλιο και μείωσε τη λογοδοσία.

Η κατηγορία NRSRO επέτρεπε τον ανταγωνισμό αυστηρά μεταξύ των τριών πρακτορείων, δημιουργώντας ένα πιθανώς εμπόδιο στην είσοδο νέων ανταγωνιστών (White, 2009). Οι νέοι οργανισμοί αξιολόγησης ομολόγων θα αγνοούνταν από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και τους εκδότες ομολόγων (White, 2009) . Η μετατροπή από το μοντέλο "ο επενδυτής πληρώνει" στο μοντέλο "ο εκδότης πληρώνει" μπόρεσε να δημιουργήσει σύγκρουση συμφερόντων. (Bentley, 2015)

Αυτή η αλλαγή δημιούργησε ένα σύστημα κινήτρων με σαφή ζητήματα, δηλαδή οι εταιρείες πληρώνουν για τους βαθμούς τους και οι οργανισμοί πιστοληπτικής αξιολόγησης έχουν την επιθυμία να ευχαριστούν τους πελάτες τους. Εάν ένας οργανισμός αξιολόγησης δεν έδινε στην τράπεζα επενδύσεων το βαθμό που ήθελαν, η τράπεζα θα μπορούσε να πάει σε άλλο πρακτορείο για αυτό. (Bentley, 2015) Ένας οργανισμός αξιολόγησης είχε επίσης κίνητρο να ανακοινώσει μια καλή βαθμολογία για να εμποδίσει τον εκδότη να μεταφέρει την επιχείρησή του σε διαφορετικό οργανισμό αξιολόγησης (White, 2009,231). Έτσι οι τράπεζες επενδύσεων θα μπορούσαν να συμμετάσχουν σε αξιολογήσεις αγορών (Blinder, 2013). Το εμπόδιο στην είσοδο προκάλεσε ανθυγιεινό ανταγωνισμό μεταξύ των οίκων αξιολόγησης της επένδυσης (Blinder, 2013,80). Το μοντέλο ο εκδότης πληρώνει και ο ανταγωνισμός μεταξύ των πρακτορείων παραμόρφωσαν τα κίνητρα για τους οργανισμούς αξιολόγησης και

οδήγησαν σε ζητήματα που θα μπορούσαν επίσης να στρεβλώσουν τις βαθμολογίες που δόθηκαν. (Bentley, 2015)

Η ικανότητα των επενδυτικών τραπεζών να μπορούν να επιλέγουν τον οργανισμό που θα πραγματοποιήσει τις αξιολογήσεις τους είναι ένα παράδειγμα του ανταγωνισμού μεταξύ των τριών πρακτορείων αξιολόγησης NRSRO που ξεκίνησαν με την καθιέρωση της κατηγορίας οργανισμών αξιολόγησης NRSRO. Οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας έκαναν λάθη που οδήγησαν στην κρίση καθώς εκμεταλλεύτηκαν την επιθυμία για υψηλές βαθμολογίες αλλά και το κύρος που του έδωσε η επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των ΗΠΑ καθιερώνοντας τα ως εθνικώς αναγνωρισμένους φορείς πιστοληπτικής αξιολόγησης. (Bentley, 2015) Ένας τρόπος με τον οποίο οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας επωφελήθηκαν από την κατάστασή ήταν η παροχή συμβουλευτικών υπηρεσιών για το πώς οι τράπεζες επενδύσεων θα μπορούσαν να λάβουν καλύτερες βαθμολογίες (Stiglitz, 2010,93). Έβγαζαν χρήματα λέγοντας στους επενδυτικούς οίκους πως να εξασφαλίσουν καλές πιστοληπτικές αξιολογήσεις, και έβγαζαν περισσότερα χρήματα δίνοντας τις βαθμολογίες (Stiglitz,2010,93). Οι τράπεζες επενδύσεων άρχισαν να διαπραγματεύονται τις αξιολογήσεις (Blinder, 2013,80). Το σύστημα επαναδιαπραγμάτευσης επέτρεψε στην ομάδα που αναζητούσε την αξιολόγηση να ρωτήσει τι θα μπορούσε να κάνει για να έχει την αξιολόγηση AAA και να υποβάλει ξανά αίτηση για την αξιολόγηση μετά (Blinder, 2013, 80). Η επαναδιαπραγμάτευση βελτίωσε τα προϊόντα, αλλά οδήγησε επίσης σε πολλά ύποπτα αξιολογημένα χαρτιά AAA (Blinder, 2013,80).

Οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας όχι μόνο λειτουργούσαν με γνώμονα την αύξηση των κερδών τους, αλλά αξιολογούσαν επίσης τον κίνδυνο των ομολόγων χρησιμοποιώντας ελαττωματικά και παλιά μοντέλα. (Bentley, 2015) Για παράδειγμα, οι αξιολογήσεις AAA δόθηκαν σε τίτλους ενυπόθηκων δανείων που τελικά ήταν ευάλωτοι στις μεταβολές των τιμών της αγοράς ακινήτων, επειδή οι οργανισμοί αξιολόγησης δεν πίστευαν ότι η φούσκα κατοικιών θα εκραγεί και δεν πρόκειται να μειώναν τις αξιολογήσεις με βάση τη θεωρία ότι η φούσκα θα εκραγεί (Shiller R. J., 2008, pp. 50-51). Ο Blinder (2013) υποστηρίζει ότι οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας απέτυχαν στα καθήκοντά τους. Χρησιμοποίησαν τα ίδια κακά μοντέλα που έκαναν οι επενδυτικές τράπεζες για να

εκτιμήσουν τον κίνδυνο και υπέθεσαν ότι οι τιμές των κατοικιών θα συνεχίσουν να αυξάνονται παντού και για πάντα (Stiglitz, 2010,93).

Ο λόγος για την δημιουργία τιτλοποιημένων τίτλων είναι η διαφοροποίηση του κινδύνου, αλλά η διαφοροποίηση λειτουργεί μόνο εάν τα υποκείμενα δάνεια των τίτλων δεν συσχετίζονται (Stiglitz, 2010,93). Η σκέψη τους αγνόησε τα χαμηλά επιτόκια, τους χαλαρούς κανονισμούς και το αυξανόμενο εισόδημα που τροφοδοτούσαν την αγορά ακινήτων (Stiglitz, 2010,93). Οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας παραμέλησαν να λάβουν υπόψη την πιθανότητα αλυσιδωτής αντίδρασης από οποιονδήποτε από αυτούς τους παράγοντες, επειδή δεν υπήρχαν κίνητρα για να το κάνουν, αλλά είχαν κίνητρο να χρησιμοποιήσουν το παλιό μοντέλο και να μην αμφισβητήσουν αμφιλεγόμενες υποθέσεις (Stiglitz, 2010,94). Η οικονομία είχε αλλάξει με τη χρήση νέων χρηματοοικονομικών προϊόντων και οι οργανισμοί αξιολόγησης δεν έλαβαν υπόψη τις αλλαγές στα μοντέλα αξιολόγησης (Stiglitz, 2010,95).

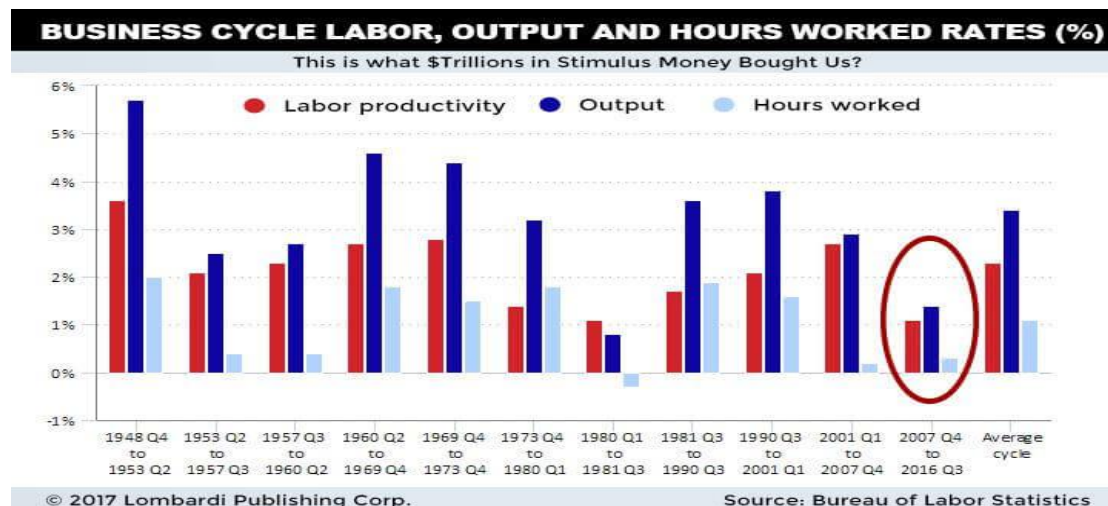
Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα διαδραμάτισαν σημαντικό ρόλο στην αποτυχία των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας με την υπερβολική εξάρτηση από τις αξιολογήσεις τους. Οι «επενδυτές, ρυθμιστές και αναλυτές βασίστηκαν σχεδόν αποκλειστικά στις απόψεις της εταιρείας αξιολόγησης χωρίς να δώσουν τη δική τους δέουσα επιμέλεια» (Blinder, 2013, 81). Οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης είναι η μόνη επιλογή για τους απλούς επενδυτές, επειδή δεν έχουν πολλούς πόρους για ανάλυση με άλλα χρηματοοικονομικά μέσα (Blinder, 2013, 81). Ωστόσο, δεν υπάρχει δικαιολογία για τους «γιγάντιους διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων, τους ρυθμιστές και τους επαγγελματίες της αγοράς» που θα έπρεπε να κάνουν πιο διεξοδική έρευνα καθώς είχαν τους πόρους για να το πραγματοποιήσουν (Blinder,2013,81). Όσο η τιτλοποίηση γινόταν πιο περίπλοκη, οι επενδυτές βασίστηκαν σε μεγάλο βαθμό στους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας για να αξιολογήσουν τους τίτλους (FCIC, 2011,146). Αυτοί οι επενδυτικοί φορείς έχουν ευθύνη απέναντι στους ανθρώπους που τοποθετούν τα χρήματά τους και οι ρυθμιστικές αρχές είναι υπεύθυνες για να διασφαλίσουν ότι οι τράπεζες δεν έχουν αναλάβει υπερβολικό κίνδυνο (Stiglitz, 2010,94). Και τα δύο μέρη ανέθεσαν την ευθύνη τους στους οργανισμούς αξιολόγησης αντί να κάνουν τις δικές τους εργασίες έρευνας (Stiglitz, 2010,94).

2.2 Συνέπειες

Οι μεγαλύτερες επιπτώσεις είναι αυτές που επηρέασαν τον ιδιωτικό τομέα ως αποτέλεσμα της σημαντικής μείωσης της οικονομικής δραστηριότητας που ακολούθησε την κρίση. Αυτά υπολογίζονται βλέποντας τον αντίκτυπο της οικονομικής κρίσης του Σεπτεμβρίου 2008 στην παραγωγή, στην απασχόληση, στους μισθούς και στο βιοτικό επίπεδο.

Η οικονομία των ΗΠΑ ήταν ήδη επιβαρυνμένη το πρώτο εξάμηνο του 2008, καθώς οι υψηλές τιμές του πετρελαίου πρόσθεσαν μια άλλη πρόκληση το 2008. (Rooney & Goldman, 2008) Ήταν σαφές ότι η ανάπτυξη θα παρέμενε χαμηλή ακόμη και υπό τις καλύτερες συνθήκες, ενώ η οικονομία των ΗΠΑ αντιμετώπισε τις προκλήσεις των αγορών κατοικιών, πίστωσης και ενέργειας. Τα γεγονότα του Σεπτεμβρίου του 2008 αλλά και ότι ακολούθησε ήταν ένα σοβαρό αρνητικό σοκ στην εμπιστοσύνη στην αμερικανική οικονομία και στην ικανότητα της κυβέρνησής και του πολιτικού συστήματος να αντιμετωπίσει την κρίση. (Bartmann, 2017)

Το 2007, όταν η αγορά κατοικιών των ΗΠΑ άρχισε να καταρρέει και οι τιμές μειώθηκαν σημαντικά, οι συνέπειες τόσο για την οικονομία όσο και για τους πολίτες των ΗΠΑ ήταν σοβαρές (Shiller R. J., 2007) Ανίκανοι να εξυπηρετήσουν τις πληρωμές των δόσεων για τις υποθήκες τους, οι άνθρωποι έπρεπε να εγκαταλείψουν τα σπίτια τους και να τα διαθέσουν προς πώληση. Η οικοδομική βιομηχανία και ο τομέας των πωλήσεων ακινήτων αντιμετώπιζαν δύσκολες στιγμές, καθώς δεν υπήρχε πλέον αρκετή ζήτηση μετά την έκρηξη της φούσκας. Σύντομα οι πρώτες εταιρείες ενυπόθηκου δανεισμού οδηγήθηκαν σε πτώχευση και η κρίση ενυπόθηκου στεγαστικού δανείου μετατράπηκε σε οικονομική κρίση. (Bartmann, 2017)



Αμέσως, οι οικογένειες και οι επιχειρήσεις σε όλες τις Ηνωμένες Πολιτείες βίωσαν την κρίση και σταμάτησαν τις δαπάνες ακόμη και εκείνοι που δεν είχαν ακόμη επηρεαστεί άμεσα. Τα νοικοκυριά σταμάτησαν να ξοδεύουν, ενώ οι εταιρείες σταμάτησαν να προσλαμβάνουν και πάγωσαν τα επενδυτικά τους έργα. Ως αποτέλεσμα, η οικονομία υποχώρησε, με το ΑΕΠ να πέφτει κατά 5,4% και 6,4% (σε ετήσιους ρυθμούς) το τελευταίο τρίμηνο του 2008 και το πρώτο τρίμηνο του 2009 αντίστοιχα. (Bartmann, 2017) Οι αγορές αντέδρασαν έντονα στη συνεχιζόμενη ύφεση της αγοράς κατοικιών. Καθώς οι αξίες των σπιτιών μειωνόντουσαν έπρεπε να προσαρμοστούν οι εταιρείες επενδύσεων οι οποίες δημιουργούσαν μέρα με τη μέρα τεράστιες απώλειες.

Το σκάσιμο της φούσκας των κατοικιών είχε ως συνέπεια οι τράπεζες να χάσουν την ικανότητα τους να δανείζουν. Όταν τόσοι πολλοί δανειολήπτες αδυνατούν ή δεν ήθελαν να εξασφαλίσουν τα δάνεια τους οι τράπεζες έρχονται αντιμέτωπες με μαζικές αθετήσεις υποχρεώσεων, η εμπιστοσύνη τους σε αυτές κλονίζεται, τα ταμειακά τους διαθέσιμα μειώνονται και καθιστάτε ανεπαρκής στην χορήγηση επιπλέον δανείων.

Το 2008 δύο κορυφαίοι δανειστές ενυπόθηκων δανείων, η Fannie Mae και ο Freddie Mac, εξαγοράστηκαν από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ λόγω ρευστότητας. (Ellis, 2008) Σύντομα οι πρώτες τράπεζες επενδύσεων άρχισαν να εξαγοράζονται επίσης. Η First Bear Stearns εξαγοράστηκε από τον J.P Morgan αργότερα, (CNBC, 2008) η διάσημη επενδυτική τράπεζα Lehman Brothers (ανάλυση της οποίας γίνεται λεπτομερώς στο επόμενο κεφάλαιο) αντιμετώπισε για πρώτη φορά μια τεράστια πτώση της χρηματιστηριακής τιμής, αργότερα έμεινε από μετρητά για να εξυπηρετήσει τους πελάτες τους και υπέβαλε αίτηση πτώχευσης. Ολόκληρος ο τραπεζικός κλάδος επηρεάστηκε και η ανασφάλεια που προήλθε ως λογικό επακόλουθο της κατάστασης προκάλεσε ακόμη περισσότερα προβλήματα. Φοβούμενοι ότι τα δάνεια δεν μπορούσαν να εξοφληθούν, η δυσπιστία μεταξύ των τραπεζών τις ανάγκασε να σταματήσουν να δίνουν πια δάνεια και οι τράπεζες αναζητούν απεγνωσμένα τους δανειολήπτες ώστε να αποπληρώσουν τα δάνεια που τους βαραίνανε. (Bartmann, 2017) Στην περίπτωση της AIG, η μεγαλύτερη ασφαλιστική εταιρεία στον κόσμο (η οποία αναλύεται διεξοδικά στο επόμενο κεφάλαιο) έπρεπε να βοηθηθεί από την κυβέρνηση καθώς είχε τεράστιες απώλειες. (AIG facts, 2008)

Καθώς η οικονομική ύφεση στις ΗΠΑ συνεχιζόταν, η ύφεση άρχισε να εξαπλώνεται παγκοσμίως. Η παγκόσμια οικονομία συνδέεται όλο και πιο άμεσα ώστε οι

αλληλεπιδράσεις μεταξύ εταιρειών, επενδυτών και τραπεζών αυξήθηκαν σημαντικά τις τελευταίες δεκαετίες. Στα τέλη του 2008, το παγκόσμιο χρηματιστήριο αντιδρά στην κρίση με τεράστια πτώση. Στην Ευρώπη αρκετές θυγατρικές και γραφεία των τραπεζικών εταιρειών έπρεπε να κλείσουν και τράπεζες στη Γερμανία, για παράδειγμα, έπρεπε να διασωθούν από την κυβέρνηση, καθώς είχαν επενδύσει σε μεγάλο βαθμό σε αμερικανικά ακίνητα (Hodson & Quaglia, 2009). Οι καταναλωτές σε όλο τον κόσμο καταναλώνουν λιγότερα και ξοδεύουν λιγότερα επειδή είτε έχασαν χρήματα είτε φοβόταν ότι θα χάσουν τη δουλειά τους σε μια ανασφαλή περίοδο.

Πιθανώς τις πιο σοβαρές συνέπειες της κατάρρευσης της στεγαστικής αγοράς και της χρηματοπιστωτικής κρίσης έπρεπε να αντιμετωπίσουν οι επενδυτές. Όχι μόνο οι εταιρείες επενδύσεων έκαναν τεράστιες απώλειες όταν οι χρεωστικές υποχρεώσεις τους και τα χρεόγραφα με υποθήκη χρεοκόπησαν, αλλά υπήρχαν επίσης μικρότερα ιδρύματα και ιδιώτες επενδυτές που τοποθέτησαν τα χρήματά τους σε CDO για να επωφεληθούν από τα κέρδη από τόκους. Ειδικά τα συνταξιοδοτικά ταμεία και οι συντάξεις δημοσίων υπαλλήλων, οι οποίοι επένδυσαν στην πιο ασφαλή δόση ενός CDO, έχασαν σχεδόν όλα τα χρήματά τους. (Bartmann, 2017)

Μια σημαντική συνέπεια της κρίσης που δείχνει και την εξάρτηση των οικονομιών παγκοσμίως είναι οι εξαγωγές, οι οποίες επηρεάστηκαν σημαντικά ιδίως στις ΗΠΑ όπου κατέρρευσαν, επηρεάζοντας προμηθευτές από την Κίνα και την Ιαπωνία. (Fu, 2012) Εξαρτώμενοι από την αγορά των ΗΠΑ, οι κινέζοι κατασκευαστές αντιμετώπισαν προβλήματα καθώς οι μεγάλες αγορές τους σταμάτησαν να επενδύουν και μείωσαν τη ζήτηση. Μόνο στην Κίνα περισσότεροι από 10 εκατομμύρια μετανάστες εργαζόμενοι έχασαν τη δουλειά τους (Ferguson, 2012). Εν τω μεταξύ, τα ποσοστά ανεργίας στις ΗΠΑ αυξήθηκαν στο 7,2% το Δεκέμβριο από το 4,4% το Μάρτιο του 2007 (Havelmann, 2010). Η ύφεση είχε φτάσει σχεδόν σε όλους τους τομείς της παγκόσμιας οικονομίας. Ακόμη και κορυφαίες εταιρείες παγκοσμίως, όπως η G.M. και η Chrysler, οι οποίες απασχολούν περισσότερους από 280.000 ανθρώπους, αντιμετώπιζαν πτώχευση και έπρεπε επίσης να σωθούν από κρατικά κεφάλαια. (Gutierrez, 2008)

2.3 Κυβερνητική ανταπόκριση

Πλήθος κυβερνητικών παρεμβάσεων που κυμαίνονται από δάνεια από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ έως την άμεση εισροή δημόσιου κεφαλαίου σε τράπεζες μέσω του Προγράμματος Ανακούφισης Προβληματικών Χρεογράφων του

Υπουργείου Οικονομικών (TARP) στόχευσαν στη σταθεροποίηση τραπεζών και άλλων εταιρειών του χρηματοπιστωτικού τομέα.

Σύμφωνα με τον Phillip L. Swage το άμεσο δημοσιονομικό κόστος της κρίσης θεωρείται ίσο με τις αναμενόμενες καθαρές απώλειες αυτών των προγραμμάτων. (Swage, 2010) Ο δημοσιονομικός αντίκτυπος της κρίσης που εξετάζεται εδώ δεν περιλαμβάνει τα χαμηλά έσοδα και τις αυξημένες κρατικές δαπάνες. Αντίθετα, το επίκεντρο είναι το κόστος των παρεμβάσεων που πραγματοποιούνται σαν άμεση αντίδραση στην οξεία φάση της κρίσης που ξεκίνησε τον Σεπτέμβριο του 2008, ιδίως το κόστος του TARP και των σχετικών προγραμμάτων για την εγγύηση των τραπεζικών υποχρεώσεων που τέθηκαν σε εφαρμογή από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ (Fed) και τον Ομοσπονδιακό Οργανισμό Ασφάλισης Καταθέσεων (FDIC).

Για την καταπολέμηση της κρίσης, η κυβέρνηση των Ηνωμένων Πολιτειών έπρεπε να αναλάβει άμεση δράση. Οι πιο βασικοί τρόποι παρέμβασης της κυβέρνησης ήταν μέσω πακέτων οικονομικής βοήθειας που παραδίδονται σε τράπεζες για να διατηρηθούν ρευστά διαθέσιμα. Το πρόγραμμα TARP ήταν ένα πρόγραμμα που έδωσε εισφορές κεφαλαίου σε μεγάλες τράπεζες και εταιρείες, ώστε να μπορούν να συνεχίσουν να δανείζουν χρήματα, να παγώνουν την πίστωση και να συνεχίζουν τις καθημερινές τους δραστηριότητες (Sorkin, 2009, p. 337)

Το πρόγραμμα TARP ήταν μέρος του νόμου περί οικονομικής σταθεροποίησης έκτακτης ανάγκης του 2008 (EESA) που θεσπίστηκε στις 3 Οκτωβρίου 2008. Αυτό χρησιμοποιήθηκε από το Υπουργείο Οικονομικών για διάφορους σκοπούς, όπως εισφορές κεφαλαίου σε τράπεζες, εγγυήσεις για περιουσιακά στοιχεία ορισμένων τραπεζών, υποστήριξη για την ασφαλιστική εταιρεία AIG και επιδοτήσεις για την αποφυγή κατασχέσεων.

Τα κόστη αναγράφονται στον Πίνακα 1 παρακάτω. Αυτές οι εκτιμήσεις κόστους προέρχονται από την εκτίμηση του Γραφείου Προϋπολογισμού του Κογκρέσου (CBO) τον Ιανουαρίου 2010 για τις δεσμεύσεις του προγράμματος TARP και τις αναμενόμενες απώλειες, και την εκτίμηση του Φεβρουαρίου 2010 για τη δέσμευση της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ σε διάφορα προγράμματα που εκτελούνται από κοινού από το Υπουργείο Οικονομικών και την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ (ο πίνακας παρέχει αναφορές στις πηγές).

ΠΙΝΑΚΑΣ 1			
ΚΟΣΤΟΣ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΟΣ ΑΝΑ ΕΤΑΙΡΙΑ-ΟΡΓΑΝΙΣΜΟ ΣΕ ΔΙΣΕΚΑΤΟΜΜΗΡΙΑ ΔΟΛΑΡΙΑ			
ΕΤΑΙΡΙΑ	ΔΙΑΝΟΜΗ ΑΠΟ ΤΟ ΥΠΟΥΡΓΕΙΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ	ΚΑΘΑΡΟ ΚΟΣΤΟΣ	ΣΥΝΕΙΣΦΟΡΑ ΟΜΟΣΠΟΝΔΙΑΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΤΩΝ ΗΠΑ
CPP (Capital Bank)	205	-3	
CitiGroup	25	-2	
Bank of America	20	-2	
AIG	70	9	68
Autos	81	47	
TALF	20	1	18
PIIP	30	3	
HALM	50	20	
ΣΥΝΟΛΟ	501	73	86

(Congressional Budget Office, 2010) (TARP Congressional Oversight Panel, 2010)

Όπως φαίνεται στον Πίνακα 1, το πρόγραμμα χρησιμοποιήθηκε για την υποστήριξη ενός φάσματος δραστηριοτήτων, συμπεριλαμβανομένης της αγοράς μεριδίων σε τράπεζες στο πλαίσιο του προγράμματος αγοράς κεφαλαίου (CPP), ειδική βοήθεια στην Citigroup, την Bank of America και την AIG, υποστήριξη σε εταιρείες αυτοκινητοβιομηχανίας, υποστήριξη για προγράμματα για την ενίσχυση της τιτλοποίησης νέων δανείων μέσω του Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF) που λειτουργούν από κοινού με την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ, τις Συμπράξεις Δημοσίων Ιδιωτικών Επενδύσεων (PPIP) για την αντιμετώπιση μη ρευστών περιουσιακών στοιχείων όπως τίτλοι με υποθήκη ενυπόθηκων δανείων και το πρόγραμμα στο με στόχο τη μείωση του αριθμού των κατασχέσεων. Η μεγαλύτερη πληρωμή της εκταμίευσης TARP ήταν 130 δισεκατομμύρια δολάρια στην αγορά ιδίων κεφαλαίων. Αυτό περιελάμβανε τις πληρωμές της Bank of America: 20 δισεκατομμύρια δολάρια. Citigroup: 25 δισεκατομμύρια δολάρια. Goldman Sachs: 10 δισεκατομμύρια δολάρια JP Morgan: 25 δισεκατομμύρια δολάρια. Morgan Stanley: 10 δισεκατομμύρια δολάρια. State Street: 10 δισεκατομμύρια δολάρια. Wells Fargo 25 δισεκατομμύρια δολάρια (Sorkin 337).

Επιπλέον, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ δανείστηκε 248 δισεκατομμύρια δολάρια ως μέρος των προγραμμάτων που σχετίζονται με το πρόγραμμα για τη στήριξη της AIG και την προώθηση της τιτλοποίησης μέσω του TALF. (TARP Congressional

Oversight Panel, 2010) Αυτά τα δάνεια ήταν γενικά καλά εξασφαλισμένα, και αυτά που σχετίζεται με την AIG έχουν πλέον εξασφαλιστεί (το TARP αντικατέστησε την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ στην επικίνδυνη πτυχή της συναλλαγής AIG) - αλλά οδήγησαν μελλοντικές απώλειες και συνεπώς περαιτέρω κόστος. (TARP Congressional Oversight Panel, 2010)

Ορισμένες άμεσες δημοσιονομικές δαπάνες που σχετίζονται με την κρίση που ξεκίνησε πριν από τον Σεπτέμβριο του 2008, ιδίως τον δανεισμό της Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ σχετικά με την κατάρρευση της Bear Stearns (Falkenstein, 2009) τον Μάρτιο του 2008 και το κόστος για το Υπουργείο Οικονομικών για την υποστήριξη των δύο GSEs που σχετίζονται με τη στέγαση, Fannie Mae και Freddie Mac. Η οικονομική διάσωση των Fannie Mae και Freddie Mac κόστισε 91 δισεκατομμύρια δολάρια στους φορολογούμενους το 2009 (Οκτώβριος 2008 έως Σεπτέμβριος 2009), σύμφωνα με το Γραφείο Προϋπολογισμού του Κογκρέσου και η CBO προβλέπει ότι το συνολικό κόστος για τους φορολογούμενους ήταν 157 δισεκατομμυρίων δολαρίων έως το 2015. (Congressional Budget Office, 2010) Αυτά τα κόστη σχετίζονται με την ευρύτερη χρηματοπιστωτική κρίση, καθώς οι δραστηριότητες των δύο εταιρειών στήριξαν τμήματα της στεγαστικής αγοράς που ήταν και η ρίζα της κρίσης.

Ο τότε υπουργός Οικονομικών Hank Paulson είχε συγχωνεύσει εμπορικές και επενδυτικές τράπεζες προκειμένου να χρησιμοποιήσουν τις εμπορικές καταθέσεις της τράπεζας για να πληρώσουν τους τόκους που απαιτούνται από τις τράπεζες επενδύσεων. Το αποτέλεσμα ήταν ότι η Bank of America εξαγόρασε τη Merrill Lynch για περίπου 50 δισεκατομμύρια δολάρια (Graeme, Teather, & Treanor, 2008) η Mitsubishi πήρε μερίδιο 20% στη Morgan Stanley για 9 δισεκατομμύρια δολάρια (Sorkin 311) και η Berkshire Hathaway με 10% στο Goldman Sachs για περίπου 5 δισεκατομμύρια δολάρια (Craig, Karnitschnig, & Lucchetti, 2008)

Με το πρόγραμμα TARP, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ θέσπισε μια πολιτική που ονομάζεται ποσοτική χαλάρωση. Η ποσοτική χαλάρωση είναι όταν η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ αγοράζει πίσω ομόλογα από τις μεγαλύτερες τράπεζες του χρηματοπιστωτικού τομέα (McLean, 2011). Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ μείωσε το επιτόκιο των κεφαλαίων από 5,25% σε 2% κατά τη διάρκεια της κρίσης του 2008. Η θεωρία πίσω από την ποσοτική χαλάρωση είναι ότι σε μια αγορά περιουσιακών στοιχείων μεγάλης κλίμακας, οι αξίες ορισμένων τίτλων αυξάνονται,

λόγω της έλλειψής τους. Καθώς η αξία των χρεογράφων ανεβαίνει, τα επιτόκια πέφτουν. Αυτό σημαίνει ότι οι επιχειρήσεις μπορούν να δανείζονται φθηνότερα, επηρεάζοντας έτσι τη δημιουργία θέσεων εργασίας και την οικονομική δραστηριότητα. Και τον Μάρτιο του 2009, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ αγόρασε 1,25 τρισεκατομμύρια δολάρια σε τίτλους ενυπόθηκων δανείων, 200 δισεκατομμύρια δολάρια χρέους των Fannie Mae και Freddie Mac και 300 δισεκατομμύρια δολάρια σε χρεόγραφα (Ricketts, 2011). Τα αποθεματικά κεφαλαίου των τραπεζών αντιπροσωπεύουν μεγάλο μέρος της προσφοράς χρήματος. Αν οι τράπεζες δανείζουν περισσότερα, λόγω της διαθεσιμότητας φθηνού κεφαλαίου, τότε θα υπάρξει τόσο μεγάλη αύξηση της προσφοράς χρήματος, συνεχίζοντας το ρυθμό της πληθωριστικής επιτάχυνσης.

Η μεγαλύτερη αλλαγή στον χρηματοπιστωτικό κλάδο ήταν μέσω νομικών αλλαγών στον χρηματοπιστωτικό τομέα από τη Γερουσία. Αφού η χειρότερη κρίση έπληξε την οικονομία, άμεση ανταπόκριση ήρθε από τη δικαιοσύνη με νέο νόμο στον τραπεζικό κλάδο. Οι γερουσιαστές Chris Dodd και Barney Frank πρότειναν και παρουσίασαν τον Dodd-Frank Νόμο. Σύμφωνα με αυτόν το νόμο υπήρξαν πολλοί νέοι κανονισμοί και προσθήκες στις τρέχουσες πολιτικές πρακτικές. Μια μελέτη το 2010 από την δικηγορική εταιρεία Morrison & Foerser ανάλυσε το νομοσχέδιο του Dodd-Frank και συνοψίζει για το τι πραγματικά θα άλλαζε ο νόμος. Η μελέτη ξεκίνησε εξηγώντας ότι το νομοσχέδιο Dodd-Frank δημιούργησε το Συμβούλιο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας και Παρακολούθησης του οποίου σκοπός ήταν να εντοπίσει τυχόν κίνδυνο για το χρηματοοικονομικό σύστημα των ΗΠΑ λόγω της διασύνδεσης των χρηματοοικονομικών εταιρειών (Morrison & Foerster, 2012). Αυτό θα χρησιμεύσει επίσης ως μέσο συζήτησης και ανάλυσης των εξελίξεων στις αναδυόμενες αγορές, παρέχοντας ετήσιες εκθέσεις στο συμβούλιο για να δει την πρόοδό τους. Ένα σημαντικό μέρος αυτού του νέου συμβουλίου είναι ότι θα αναγνωρίσει διαφορετικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και θα τα υποβάλει σε νέα πρότυπα που ορίζονται από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα, συμπεριλαμβανομένων των υπηρεσιών κοινής ωφέλειας, των δραστηριοτήτων εκκαθάρισης και διακανονισμού (Morrison & Foerser, 2012). Με αυτόν τον νέο νόμο, μπορούν πλέον να δημιουργήσουν και να επιβάλουν οποιονδήποτε κανόνα κρίνουν απαραίτητο για τη διατήρηση της σταθερότητας στην αγορά (Morrison & Foerser, 2012).

Σε απάντηση στην «πολύ μεγάλη για να αποτύχει» πτυχή του τραπεζικού κλάδου, το νομοσχέδιο εξετάζει πώς απαγορεύεται στις τράπεζες και στις εταιρείες χαρτοφυλακίου ιδιωτικές συναλλαγές και προτείνει να μην επενδύουν σε αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου και ιδιωτικά κεφάλαια. Επιπλέον, τα μεγάλα τραπεζικά ιδρύματα πρέπει να υποβάλλουν «πιστοποιητικά διαβίωσης» και αυτά να ενημερώνονται τακτικά (Morrison & Foerster, 2012). Ένα «πιστοποιητικό διαβίωσης» είναι ένα έγγραφο που οι τράπεζες χρησιμοποιούν ως σχέδιο σε μια κατάσταση όπου ενδέχεται να προκύψει τραπεζική αποτυχία. Η κατάσταση σχετικά με την αποτυχία της Lehman Brothers που θα αναλυθεί παρακάτω αιωρείται γύρω από την αδυναμία του Διευθύνοντος Συμβούλου να αξιοποιήσει συμφωνίες που θα μπορούσαν να είχαν σώσει χιλιάδες θέσεις εργασίας στην τράπεζα και να διατηρήσουν τη σταθερότητα στην αγορά. Οι τράπεζες χαρτογραφούν τώρα ένα προκαθορισμένο και δεσμευτικό σχέδιο που επιτρέπει στην κυβέρνηση να εκκαθαρίσει την εταιρεία εάν δεν θεωρείται πλέον αξιόπιστη.

Ο νόμος Dodd-Frank ασχολείται επίσης με τη μεταρρύθμιση της τιτλοποίησης για την καταπολέμηση του ζητήματος της δημιουργίας οποιουδήποτε τύπου ασφάλειας που βλέπει μια τράπεζα ως κερδοφόρα. Το νομοσχέδιο απαιτεί από τον τιτλοποιητή (που θα μπορούσε να είναι τράπεζα ή χρηματοπιστωτικό ίδρυμα) να κατέχει τουλάχιστον το 5% της αξίας ως ασφάλεια (Morrison & Foerster, 2012). Κατά τη συναλλαγή με τράπεζες, οι μέτοχοι πρέπει να εγκρίνουν την αποζημίωση των εκτελεστικών υπαλλήλων (Morrison & Foerster, 2012). Αυτή η ενότητα του νομοσχεδίου φέρει την ευθύνη στους δημιουργούς των τίτλων που υποστηρίζονται από περιουσιακά στοιχεία κάνοντας τους να αποκαλύψουν τις πρακτικές τους σχετικά με τον κίνδυνο και τις λεπτομέρειες του περιουσιακού στοιχείου (Morrison & Foerster, 2012). Αυτή η ενότητα κάνει λόγο και για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Η εμπλοκή τους στην κρίση ήταν κυρίως η κακή αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας. Τώρα θα πρέπει να υποβάλλουν τακτική έκθεση σχετικά με τις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας, τις δηλώσεις και τις εγγυήσεις και πώς είναι παρόμοιες με αυτές τις ίδιες αξιολογήσεις σε παρόμοιους εκδότες. (Morrison & Foerster, 2012)

Κεφάλαιο 3^ο Προσέγγιση Θέματος

Στην προσπάθεια να γίνει η ανάλυση και η κατανόηση των αιτιών και συνεπειών που παρουσιάστηκαν παραπάνω ήταν αναγκαίο να γίνει έρευνα σχετικά με τον αντίκτυπο που είχε η συγκεκριμένη κρίση σε εταιρίες κολοσσούς για την περίοδο εκείνη. Για αυτό λοιπόν μελετήθηκαν οι περιπτώσεις της Lehman Brothers, των Fannie May και Freddie Mac αλλά και της AIG όπου κάθε μια ξεχωριστά παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον καθώς στην περίπτωση της πρώτης αναφερόμαστε σε μια από τις μεγαλύτερες τράπεζες στις ΗΠΑ που η ιστορία της ξεκινάει από τον 18^ο αιώνα αλλά και για τις υπόλοιπες που αναγκάστηκαν να διασωθούν με κρατικά κονδύλια γεγονός που είναι πολύ δύσκολο να συμβεί, έως αδύνατο, σε μια χώρα όπως οι Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής.

3.1 Lehman Brothers

Η Lehman Brothers Holdings Incorporated (Lehman Brothers) ήταν μια παγκόσμια εταιρεία χρηματοοικονομικών υπηρεσιών. Πριν κηρύξει πτώχευση το 2008, η Lehman Brothers ήταν η τέταρτη μεγαλύτερη επενδυτική τράπεζα στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής μετά τις Goldman Sachs, Morgan Stanley και Merrill Lynch (Gakro, 2012). Οι βασικές δραστηριότητες της Lehman Brothers περιλάμβαναν επενδυτική τραπεζική, πωλήσεις ιδίων κεφαλαίων, αγοροπωλησίες μετοχών, έρευνα αγοράς, διαχείριση επενδύσεων και ιδιωτικές τραπεζικές εργασίες (McCracken & Spector, 2009).

Στις 29 Ιανουαρίου 2008 τα υποτιθέμενα έσοδα της Lehman Brothers ήταν σχεδόν 60 δισεκατομμύρια δολάρια, υπερβολικά μεγάλο ποσό σε σύγκριση με τα κέρδη άνω των 4 δισεκατομμυρίων δολαρίων στις 30 Νοεμβρίου 2007 (Bruno, 2008). Κατά την ίδια περίοδο, τον Ιανουάριο του 2008, στο χρηματιστήριο η μετοχή της Lehman Brothers διαπραγματεύτηκε έως και 65,73 \$ ανά μετοχή και η αξία κεφαλαιοποίησης ήταν άνω των 30 δισεκατομμυρίων δολαρίων. Η μετοχή της Lehman Brothers έκλεισε στις 12 Σεπτεμβρίου 2008 με τιμή κάτω από 4 \$, μια πτώση σχεδόν 95% σε σύγκριση με τα κέρδη για τον Ιανουάριο του 2008 (Robinson P. , 2009).

Η θέση της κυβέρνησης των ΗΠΑ ήταν ξεκάθαρη ως έλλειψη νομικής εξουσίας για την πραγματοποίηση άμεσων κεφαλαίων επένδυσης στη Lehman Brothers , της οποίας τα περιουσιακά στοιχεία ήταν ανεπαρκή για να υποστηρίξουν ένα αρκετά μεγάλο δάνειο για να αποφύγει την κατάρρευση (Fuld R., 2008) (Turner, 2009) Έτσι, στις 15 Σεπτεμβρίου 2008, η Lehman Brothers καταθέτει αίτηση πτώχευσης, τη μεγαλύτερη που έχει κατατεθεί ποτέ στις ΗΠΑ (Dash, 2008). Η κατάρρευση της Lehman Brothers

ήταν κολοσσιαία και πυροδότησε 75 ξεχωριστές διαδικασίες πτώχευσης (Robinson, 2009) . Η κατάρρευση έγινε πρωτοσέλιδο σε διάφορες εφημερίδες και περιοδικά σε ολόκληρο τον πλανήτη. Για μέρες το συγκριμένο θέμα αναλυόταν σε δελτία ειδήσεων παγκοσμίως. Αρκετοί συγγραφείς και επαγγελματίες του κλάδου έχουν πραγματοποιήσει μακρά έρευνα για να εξακριβώσουν τι πυροδότησε και οδήγησε την αποτυχία των Lehman Brothers (Gakro, 2012). Αυτή η ενότητα αναλύει τα γεγονότα και τα ζητήματα που σχετίζονται με το τι προκάλεσε την αποτυχία της Lehman Brothers καθώς για κάθε εταιρική αποτυχία, υπάρχει μια πιθανή αιτία.

Στην βιβλιογραφία μια από τις πιθανές αιτίες για την κατάρρευση της Lehman Brothers είναι οι στρατηγικές μόχλευσης της που την έθεσαν σε επισφαλή θέση, καθιστώντας την αποτυχία της αναπόφευκτη. Η διοίκηση της εταιρείας εξακολουθούσε να δανείζεται απευθείας από την αγορά συνάπτοντας συμφωνίες επαναγοράς για να διατηρεί τις καθημερινές χρηματοοικονομικές της δραστηριότητες. Με τις εν λόγω συμφωνίες μεταφέρονται περιουσιακά στοιχεία ενεργητικού (κυρίως απαιτήσεις πελατών) σε ένα δανειστή, ως εγγύηση για βραχυπρόθεσμο δάνειο σε μετρητά. Η εταιρία δεσμεύεται να επιστρέψει τα χρήματα μαζί και κάποιο συμφωνηθέν ποσό ως τόκο και τότε ο δανειστής επιστρέφει τα περιουσιακά στοιχεία, που είχε λάβει ως ενέχυρο. Η χρηματοοικονομική μόχλευση, ορίζεται ως η χρησιμοποίηση δανειακών κεφαλαίων με σκοπό την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων (Horne, 1971). Υψηλή μόχλευση σημαίνει λίγα ίδια κεφάλαια και υψηλά ξένα κεφάλαια, δηλαδή δανεισμός, συγκριτικά με το ενεργητικό. Γενικά, η συνιστάμενη μόχλευση που ενδείκνυται να έχει ένα επενδυτικό ίδρυμα είναι 10:1 (Simpson, 2016). Αυτό σημαίνει ότι για κάθε 1 εκατομμύριο δολάρια που έχει το ίδρυμα είτε ως προς ίδια κεφάλαια είτε ως πάγιο ενεργητικό η εταιρία υποτίθεται ότι δανείζει στους δανειολήπτες της το πολύ 10 εκατομμύρια δολάρια (Superintendent of Documents, 2010). Οι επενδυτές χρησιμοποιούν στρατηγικές μόχλευσης προκειμένου να αποκομίσουν μεγαλύτερες αποδόσεις στα επενδύσιμα κεφάλαια. Μέχρι τη στιγμή της κατάρρευσης του Lehman Brothers, η μόχλευση της ήταν 44:1. (Simpson, 2016) Αυτό σήμαινε ότι τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας καθώς και η κεφαλαιακή της επάρκεια ανερχόταν στα 18 δισ. δολάρια σε σύγκριση με τα 800 δισεκατομμύρια δολάρια που ήταν η καθαρή αξία των δανείων της εταιρείας προς τους δανειολήπτες (Tebogo, 2012). Όταν η φούσκα έσκασε και οι δανειολήπτες δεν μπορούσαν να εξυπηρετήσουν τα δάνεια τους η εταιρεία

κατέστη αδύνατη να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις της και να καλύψει τις συμφωνίες επαναγοράς που είχε συνάψει.

Μια ακόμα αιτία για την πτώχευση της εταιρίας είναι και η παραβίαση του κλασικού κανόνα τραπεζών ο κανόνας ήταν ότι τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που ειδικεύονται στη βιομηχανία ακινήτων χρησιμοποιούν τις καταθέσεις που λαμβάνουν από τους επενδυτές τους για να δανείσουν στους αγοραστές σπιτιού με τη μορφή αυτού που συνήθως αναφέρεται ως υποθήκη (Cassim, Rivera, Rebib, Reuber, & Wannaprara, 2009) Οι Lehman Brothers απέτυχαν επειδή παραβίασαν αυτό τον κλασικό κανόνα τραπεζών (Allen & Moessner, 2011). Έπρεπε να υπάρχει μεγάλη προσοχή για να διασφαλιστεί ότι τόσο το ακίνητο που πρόκειται να αγοραστεί όσο και ο δανειολήπτης αξιολογούνται σωστά. Το ακίνητο αξιολογείται από το δανειστικό ίδρυμα για να βεβαιωθεί ότι η αξία που αναφέρεται από τον ιδιοκτήτη δεν είναι διογκωμένη και υπερβολική, ενώ ο δανειολήπτης αξιολογείται για να εξασφαλίσει ότι είναι αξιόπιστος και μπορεί να ανταποκριθεί στην κάλυψη των υποχρεώσεων του (Brits, 2010). Για να επαληθευτεί με ακρίβεια η πιστοληπτική ικανότητα ενός δανειολήπτη, ένα δανειστικό ίδρυμα πρέπει να αξιολογήσει αντικειμενικά τη φύση της απασχόλησης του δανειολήπτη, το πιστωτικό ιστορικό του, τα εισοδήματα του και τη φύση της χρηματοοικονομικής δέσμευσης που αναλαμβάνει. Αυτή η αξιολόγηση είναι που καθορίζει εάν ο οφειλέτης θα είναι σε θέση να εξυπηρετήσει τις πληρωμές του δανείου του ή όχι.

Οι Lehman Brothers παραβίασαν αυτόν τον κλασικό τραπεζικό κανόνα με δύο βασικούς τρόπους. Πρώτον, αντί να δανείζει κεφάλαια που είχαν εξασφαλιστεί από καταθέσεις από άλλους πελάτες τους, η Lehman Brothers επέλεξε να δανειστεί βραχυπρόθεσμα απευθείας από τη δευτερογενή αγορά με ανταλλαγή συμφωνιών επαναγοράς. Αυτό σήμαινε ότι δανείστηκε με υψηλά επιτόκια σε βραχυπρόθεσμη βάση και δάνεισε στους δανειολήπτες της σε μακροπρόθεσμη βάση με σχετικά χαμηλά επιτόκια. Αυτή η στρατηγική λειτούργησε καλά για τη Lehman Brothers έως ότου τα επιτόκια άρχισαν να αυξάνονται στα πρώτα χρόνια της οικονομικής κρίσης (Connerty, 2010) Δεύτερον, η εταιρεία δεν εξέτασε προσεκτικά τους δανειολήπτες της και έτσι κατέληξε να δανείζει τα χρήματά της σε άτομα με επίβουλα πιστωτικά αρχεία. (Tebogo, 2012). Αυτό κατέστη σαφές ότι η πιθανότητα αθέτησης των υποχρεώσεων από τους δανειολήπτες της Lehman Brothers ήταν μεγάλη.

Ο Joseph E. Stiglitz στην ανάλυση του σχετικά με τη Lehman Brothers κάνει λόγο για σημαντική επίπτωση στην κατάρρευση της Lehman από τα «Δάνεια του ψεύτη» (χωρίς εισόδημα, χωρίς δουλειά, χωρίς περιουσιακά στοιχεία). Βασικά, τα δάνεια αυτά μπορούν να περιγράψουν ως δάνεια που προσφέρονται στους δανειολήπτες χωρίς καμία μορφή εξασφάλισης, (Bris, 2010) αυτό σημαίνει ότι αυτά τα δάνεια στοχεύουν στους δανειολήπτες που δεν έχουν θέσεις εργασίας, κανένα εισόδημα και κανένα περιουσιακό στοιχείο για χρήση ως ασφάλεια και παράλληλα είναι υποθήκες χαμηλής τεκμηρίωσης ή μη τεκμηρίωσης (Bris, 2010). Τα δάνεια αυτά έπαιξαν καθοριστικό ρόλο στην αποτυχία που βίωσε η Lehman Brothers (PwC, 2009; Tebogo, 2012). Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι τέτοια δάνεια είναι γνωστά στους οικονομικούς κύκλους για το ότι αποτελούν ανήθικη συμπεριφορά (Simpson, 2016). Αυτά τα δάνεια απαγορεύτηκαν στο Ηνωμένο Βασίλειο λόγω του κεντρικού ρόλου που έπαιξαν στην παγκόσμια οικονομική ύφεση που ακολούθησε το προηγούμενο έτος του 2007 (Tebogo, 2012)

Η Lehman Brothers έγινε ένα χρηματοοικονομικό ίδρυμα υψηλού κινδύνου με εξειδίκευση στις υποθήκες δανείων προς δανειολήπτες μειωμένης φερεγγυότητας. Από αυτήν την άποψη, είναι πλέον σαφές ότι ένας από τους λόγους για τους οποίους απέτυχαν τα μέτρα παρέμβασης που αποσκοπούσαν στη διάσωση της Lehman Brothers οφείλεται κυρίως στην οικονομική και λογιστική απάτη που εδραιώθηκε βαθιά στη δομή της εταιρείας ((PwC), 2009).

Ένας άλλος πιθανός λόγος για τον οποίο κατέρρευσε η Lehman Brothers είναι το γεγονός ότι με το δανεισμό απευθείας από τη δευτερογενή αγορά. Μέχρι εκείνη τη στιγμή, η εξάρτηση της Lehman από την αγορά βραχυπρόθεσμου δανεισμού είχε επίσης αυξηθεί δραματικά και ήταν σχεδόν το 26% των υποχρεώσεών της και διπλάσια από τις αντίστοιχες τράπεζες (Valukas, 2010). Η εταιρεία εκτέθηκε σε τιτλοποίηση. (Superintendent of Documents, 2010) Αυτή η πρακτική κατευθύνεται στη μεταβίβαση υποχρεώσεων και ζημιών από το δανειοδοτικό ίδρυμα σε επενδυτικά ιδρύματα σε μια κίνηση που συνήθως αναφέρεται ως «τεμαχισμός» (Superintendent of Documents, 2010). Η εταιρεία χρησιμοποίησε χρηματοοικονομικά παράγωγα για να διαμοιράσει τον κίνδυνο. Τα παράγωγα σχεδιάστηκαν με τέτοιο τρόπο ώστε δεκάδες χιλιάδες στεγαστικά δάνεια τοποθετήθηκαν σε ομάδες και στη συνέχεια χωρίστηκαν σε κομμάτια, γνωστά ως δόσεις, με βάση την ποιότητα. Το μειονέκτημα αυτής της

ρύθμισης είναι ότι αυτά τα προϊόντα τιτλοποίησης εξακολουθούν να υποστηρίζονται από τα δάνεια προς δανειολήπτες μειωμένης φερεγγυότητας (Connerty, 2010). Όποτε κάποιος δανειολήπτες μειωμένης φερεγγυότητας αδυνατούσε να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του, όπως συνέβη με πολλούς το 2007 και το 2008, τότε τα επενδυτικά ιδρύματα όπως η Lehman Brothers που βασίζονταν σε μεγάλο βαθμό στα στεγαστικά δάνεια δεν είχαν άλλη επιλογή από το να αντιμετωπίσουν προβλήματα ρευστότητας. (Tebogo, 2012).

Σύμφωνα με τον Winkler (2010) η ανεπαρκής και δυσλειτουργική ρύθμιση των χρηματοπιστωτικών αγορών στις ΗΠΑ συνέβαλαν σε μεγάλο βαθμό στις κρίσεις των χρηματοπιστωτικών αγορών. Ο τραπεζικός τομέας που αφορά τις εμπορικές τράπεζες ρυθμίζεται αυστηρά και παρακολουθείται, ο επενδυτικός όμως τραπεζικός τομέας είναι λιγότερο ρυθμιζόμενος. (Winkler, 2010) Αυτό συνεπάγεται ότι ήταν εύκολο για επενδυτικά ιδρύματα όπως η Lehman Brothers να αποφύγουν κινδύνους του συστήματος που σχετίζονται με το τραπεζικό σύστημα (Duffie, 2010). Η έλλειψη αυστηρών ρυθμιστικών μέτρων ακολουθείτε από την έλλειψη κινήτρων εκ μέρους της κυβέρνησης να παρέμβει όποτε χρηματοπιστωτικά ιδρύματα όπως το Lehman Brothers αντιμετώπιζαν προβλήματα ρευστότητας. (Simpson, 2016) Στην πραγματικότητα πριν από την κατάρρευση της Lehman Brothers, οι εμπορικές τράπεζες ρυθμίζονται από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα, ενώ οι επενδυτικές τράπεζες όχι (Wallison, 2009). Επομένως, είναι σαφές ότι οι εμπορικές τράπεζες πρέπει να τηρούν τη μόχλευση 10: 1 ενώ οι επενδυτικές τράπεζες δεν έχουν κανένα όριο όσον αφορά τη μόχλευση.

Όταν η κρίση στην παροχή ενυπόθηκων δανείων έγινε πιο έντονη, η Lehman Brothers άργησε να αναγνωρίσει την κρίση και πολλαπλασίασε την επίδραση στα εμπορικά ακίνητα και στον χρηματοπιστωτικό κλάδο γενικότερα. Η Lehman Brothers ακολούθησε μια καταστροφική αναπτυξιακή στρατηγική καθώς ανέλαβε σημαντικό κίνδυνο και αύξησε σημαντικά τη μόχλευση της (Geithner, 2008). Τα στελέχη της Lehman Brothers υποστηρίζαν ότι τα προβλήματα της αγοράς ενυπόθηκων δανείων προς δανειολήπτες μειωμένης φερεγγυότητας έδωσαν στην εταιρεία την ευκαιρία να προωθήσει επιθετικά τη στρατηγική της και να δώσει νέα δάνεια. Ενώ άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα αποσύρθηκαν εντελώς, η Lehman Brothers πήρε τη συνειδητή απόφαση να αυξήσει τις προσπάθειές της, ελπίζοντας να επωφεληθεί από

μια αντικυκλική στρατηγική χρησιμοποιώντας το δικό της κεφάλαιο για να επεκταθεί σε εμπορικά ακίνητα, ιδιωτικά κεφάλαια και μοχλευμένους δανεισμούς (Duffie, 2010).

Τα ανώτερα στελέχη της δεν ανησυχούσαν για τα προειδοποιητικά σημάδια των ενδεχόμενων καταστροφών στην αγορά ενυπόθηκων δανείων. Η Lehman Brothers ξεπέρασε σημαντικά και επανειλημμένα τα δικά της όρια κινδύνου και ελέγχους στην επιδίωξη για μια νέα επιθετική επιχειρηματική στρατηγική (Robinson, 2009). Όταν όμως η κρίση προχώρησε αρκετά και η φούσκα στην αγορά ακινήτων έσκασε η Lehman Brothers ξεκίνησε μια σειρά από στρατηγικές για την αποφυγή της κατάρρευσης, συμπεριλαμβανομένης της απουσίας ρευστότητας. Αυτή η στρατηγική ευθύνεται κυρίως για τις προκλήσεις ρευστότητας της Lehman Brothers, καθώς και για τις απώλειες που ξεκίνησε η εταιρεία από τον Ιούνιο του 2007 (Simpson, 2016). Η υπερβολική εξάρτηση της τράπεζας από τη δευτερογενή αγορά για τη χρηματοδότηση των καθημερινών δραστηριοτήτων της είχε αυξηθεί στο 26% του συνόλου των υποχρεώσεών της ((PwC), 2009). Σύμφωνα με αυτό η πτώση της Lehman Brothers είχε να κάνει με τη δραματική αλλαγή της επιχειρηματικής στρατηγικής της (Cassidy, 2008).

3.2 American International Group -AIG

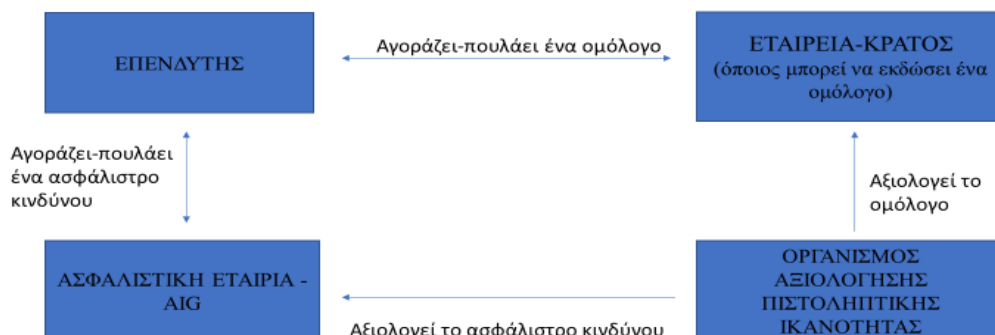
Το American International Group, πιο γνωστή και ως AIG είναι μια παγκόσμια ασφαλιστική εταιρεία που ιδρύθηκε το 1919 στη Σαγκάη από τον Cornelius Vander Starr. Έκτοτε, η AIG έχει επεκτείνει τις δραστηριότητές της σε όλο τον κόσμο και ήταν δεκαετίες πριν από την οικονομική κρίση του 2008 η μεγαλύτερη εταιρεία ασφαλίσεων στον κόσμο. (Gethard, 2020) Η AIG προσφέρει μια σειρά διαφορετικών ασφαλίσεων που είχαν σκοπό να βοηθήσουν τους πελάτες της, οι οποίοι δεν είναι μόνο ιδιώτες αλλά και εταιρείες, να προστατεύσουν τα περιουσιακά τους στοιχεία, να διαχειριστούν κινδύνους και να ελέγχουν τις αποταμιεύσεις της συνταξιοδότησης τους. (Reuters, n.d.) Όπως κάθε άλλη ασφαλιστική εταιρεία, η AIG δημιουργεί τα κέρδη της από τον πελάτη που πληρώνει τα ασφάλιστρά του. Για να προσφέρουν ασφάλειες, εταιρείες όπως η AIG θεωρούν συνήθως ότι υπάρχουν πολλοί κίνδυνοι και ότι οι κίνδυνοι είναι ανεξάρτητοι μεταξύ τους. (Strömberg & Gunnarson, 2017) Εκτός από τις πιο κοινές ασφάλειες, η AIG παρείχε επίσης στην αγορά πιο περίπλοκα παράγωγα για ασφάλιση επενδύσεων για μεγάλο χρονικό διάστημα λίγο πριν την οικονομική κρίση το 2008. Το έκαναν αυτό μέσω μιας από τις πολλές θυγατρικές της εταιρείας, την AIG Financial Products Corporation.

AIG Financial Products Corporation

Η AIGFP ιδρύθηκε το 1987 με σκοπό να επικεντρωθεί σε αυτά τα πιο περίπλοκα παράγωγα που μόλις αναφέρθηκαν (TPM, 2009). Ανακάλυψαν μια νέα τακτική για να κερδίσουν χρήματα βάσει της πιστοληπτικής ικανότητας της AIG. Ένα από τα προϊόντα της AIGFP, η σύμβαση ανταλλαγής κινδύνου αθέτησης (Credit Default Swaps -CDS), πουλήθηκε για πρώτη φορά το 1998 (American International Group, 2008). Αυτό το πακέτο CDS ήταν μια ασφάλεια για τα διάφορα εταιρικά χρέη της JP Morgan. Θεωρήθηκε τότε ότι είχε κίνδυνο αποτυχίας 0,15%, το οποίο σύμφωνα με την AIGFP θα συνέβαινε μόνο εάν η οικονομία πήγε σε απόλυτη ύφεση. (TPM, 2009) Αυτά τα CDS αργότερα θα ήταν η βόμβα που το 2008 έφερε την AIGFP στο πρόθυρα της κατάρρευσης. Τα CDS εξηγήθηκαν με περισσότερες λεπτομέρειες παρακάτω. Πριν από την κατάρρευση, το 2007, η AIG είχε έσοδα 110 δισεκατομμυρίων δολαρίων και 116.000 υπαλλήλους παγκοσμίως. (AIG facts, 2008) Ένα χρόνο αργότερα, τον Φεβρουάριο του 2008, η AIG ανακοίνωσε εκτιμώμενες απώλειες ύψους 11,5

δισεκατομμυρίων δολαρίων και η αμερικανική κυβέρνηση έπρεπε να διασώσει την AIG για να αποτρέψει την κατάρρευση της εταιρείας. (TPM, 2009).

Για να κατανοήσουμε την σύνθεση των χρηματοοικονομικών προϊόντων της AIG πρέπει πρώτα να καταλάβουμε τι πουλούσε η εταιρεία. Εκτός από τις συνηθισμένες χρηματοοικονομικές υπηρεσίες, όπως η εταιρική χρηματοδότηση και η διαχείριση κινδύνων, η AIG είχε τη δυνατότητα να ασφαλίσει διάφορα ομόλογα. Η ασφάλιση σε ένα ομόλογο ονομάζεται σύμβαση ανταλλαγής κινδύνου αθέτησης (CDS) ή πιο απλά ασφάλιστρο κινδύνου. Το CDS είναι μια διμερής σύμβαση μεταξύ δύο μερών που δίνει στον αγοραστή την προστασία στην ονομαστική αξία ενός υποκείμενου ομολόγου. Με απλά λόγια, ο αγοραστής πληρώνει μια περιοδική σταθερή αμοιβή και σε αντάλλαγμα ο πωλητής θα πληρώσει την ονομαστική αξία του υποκείμενου περιουσιακού στοιχείου σε περίπτωση αθέτησης της υποχρέωσης πληρωμής. Αυτό επιτρέπει στον αγοραστή να μεταφέρει τον κίνδυνο στον πωλητή (Choudry, 2006). Αυτό είναι ακόμα ένα σημείο όπου το σύστημα απέτυχε και οδήγησε στην χρηματοπιστωτική κρίση. Η AIG (η οποία αντιπροσωπεύει την ασφαλιστική οντότητα) δεν πούλησε μόνο CDS σε έναν επενδυτή, αλλά πραγματοποίησε ασφάλιση σε MBS και CDO αξίας περίπου 230 δισεκατομμυρίων δολαρίων (Paulson & McDonalds, 2014). Ο επενδυτής δανείζει τα χρήματά του σήμερα, αλλά αυτός που ασφαρίζει τον επενδυτή διαθέτει ένα πολύ μικρότερο χρηματικό ποσό. Κατά συνέπεια, η AIG μπορεί να συνεχίσει να πωλάει CDS, δημιουργώντας έτσι όλο και περισσότερες ροές εσόδων. Αυτό ήταν και αποτέλεσμα της καθολικής πίστης στους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Δεδομένου ότι η AIG είχε αρχικά βαθμολογία AAA, θα μπορούσαν να ασφαλίσουν μεγάλα χρηματικά ποσά και να αφήσουν μόνο μια μικρή εγγύηση. Στην παρακάτω εικόνα απεικονίζεται η κυκλοφορία των CDS και των ομολόγων.



Οι οργανισμοί πιστοληπτικής αξιολόγησης αξιολογούσαν το ομόλογο, έστω ότι δίνουν μια αξιολόγηση με βαθμό A. Η εταιρία πουλούσε το ομόλογο σε πιθανούς επενδυτές. Ο επενδυτής για να διασφαλίσει την αποπληρωμή του ομολόγου του αγόραζε μια ασφάλεια. Το κέρδος του επενδυτή θα ήταν η αξία του ομολόγου που θα έπαιρνε στη λήξη μείον τα χρήματα που έδωσε στην αρχή μείον το ασφάλιστρο κινδύνου που αγόραζε. Φυσικά ένας επενδυτής αγόραζε ομόλογο αλλά και ασφάλεια όταν είχε κέρδος. Η εταιρία πιστοληπτικής αξιολόγησης αντιμετώπιση το ασφάλιστρο κινδύνου σαν χρηματοοικονομικό προϊόν δηλαδή το αξιολογούσε δίνοντας έστω μια βαθμολογία AAA για το ομόλογο με βαθμό A. Το πρόβλημα ξεκίνησε όταν οι επενδυτές μπορούν να αγοράζουν και να πωλούν ασφάλεια χωρίς να έχουν στη διάθεση του το ομόλογο. Αυτά τα συμβόλαια ανταλλαγής επιτρέπουν στους εμπόρους να κερδοσκοπούν βασισμένη στην πιστοληπτική ικανότητα της οντότητας. (Sirti, 2008). Αν μια εταιρία αδυνατούσε να αποπληρώσει το ομόλογο της ο επενδυτής μπορούσε να κερδίσει από την ασφάλεια, άρα κάποιος επενδυτής που δεν είχε το ομόλογο αλλά είχε αγοράσει το ασφάλιστρο είχε όφελος μόνο αν η αποπληρωμή του ομολόγου δεν πραγματοποιούνταν. Το τμήμα χρηματοοικονομικών προϊόντων της AIG ασφάλιζε CDOs για δισεκατομμύρια δολάρια κατά τη διάρκεια των ετών, μέχρι την πτώση του 2008. Η AIGFP είχε εκδώσει σημαντικό αριθμό CDS που είχε υπερδιπλασιάσει τα έσοδα των τμημάτων, από 737 εκατομμύρια δολάρια 2003 σε περισσότερα από 3 δισεκατομμύρια δολάρια το 2008. Η ασφαλιστική αγορά χρηματοοικονομικών παραγώγων θεωρήθηκε ασφαλή και ως εκ τούτου η AIGFP δεν είχε λάβει υπόψη της ποιες θα ήταν οι συνέπειες αν όλα αρχίσουν να καταρρέουν ταυτόχρονα. Όταν οι κατασχέσεις αυξήθηκαν κατά τη διάρκεια του 2007, η AIG έπρεπε να τηρήσει όλες τις διαφορετικές ασφαλιστικές συμβάσεις που είχε σύμφωνήσει και μόνο το τμήμα ασφαλίσεων χρηματοοικονομικών προϊόντων έχασε πάνω από 25 δισεκατομμύρια δολάρια. Το παρακάτω γράφημα δείχνει την τιμή της μετοχής της AIG αλλά και την αξιολόγηση της πιστοληπτικής της ικανότητας κατά τη διάρκεια της οικονομικής κρίσης.



Date	Rating Firm	Rating
Pre 3/15/2005	All	AAA/Aaa
3/30/2005	S&P	AA+
6/03/2005	S&P	AA
5/08/2008	S&P	AA-
9/15/2008	S&P	A-
3/31/2005	Moodys	Aa1
5/02/2005	Moodys	Aa2
5/22/2008	Moodys	Aa3
9/15/2008	Moodys	A2
3/15/2005	Fitch	AA+
5/02/2005	Fitch	AA
5/08/2008	Fitch	AA-
9/15/2008	Fitch	A

Source: Bloomberg.

Notes: Prior to March 15, 2005 AIG was rated AAA by all three ratings agencies.

Table 1 – AIG Credit Ratings 2005 to 2008, source: Bloomberg

Η AIG έπρεπε να προσφέρει περισσότερη ασφάλεια όταν οι οργανισμοί αξιολόγησης άρχισαν να υποβαθμίζουν τα CDOs και τα MBSs που η AIG είχε ασφαλίσει (με CDS). Επιπλέον, αυτό οδήγησε τους οργανισμούς αξιολόγησης να υποβαθμίσουν επίσης και την AIG, η οποία αναγκάστηκε έτσι να προσφέρει ακόμη περισσότερη ασφάλεια όταν οι αντισυμβαλλόμενοι ζήτησαν. (Kwak, 2008)

Όταν η πιστοληπτική ικανότητα της AIG άρχισε να κινείται σε χαμηλά επίπεδα, προκάλεσε ακόμη μεγαλύτερη ανασφάλεια στην αγορά. Καθώς ο κίνδυνος αφερεγγυότητας βρισκόταν υψηλά για της δραστηριότητες της AIG, η ομοσπονδιακή κυβέρνηση αποφάσισε να παρέμβει με ένα πακέτο διάσωσης. Η AIG ήταν στα μάτια της κυβέρνησης πολύ μεγάλη για να αποτύχει (Gethard, 2020).

Στις 16 Σεπτεμβρίου 2008, μόλις μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers η Ομοσπονδιακή Τράπεζα και το Υπουργείο Οικονομικών έσωσαν την AIG από την πτώχευση. (Paulson & McDonalds, 2014) Η AIG είχε μέχρι εκείνη τη στιγμή συνολικές απώλειες 50 δισεκατομμυρίων δολαρίων που συνδέονται με τις δραστηριότητές της σχετικά με τα CDS και άλλα χρηματοοικονομικά μέσα. Η διάσωση από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα θα ξεκινούσε με 85 δισεκατομμύρια δολάρια και αγόρασαν MBS με 52,5 δισεκατομμύρια δολάρια. (The Guardian, 2008) Το Υπουργείο Οικονομικών αγόρασε τις προτιμώμενες μετοχές της AIG για 40 δισεκατομμύρια δολάρια. (Balance, 2017) Νωρίτερα, με την έννοια ότι η διοίκηση της εταιρίας θα μπορούσε να χρησιμοποιήσει αυτά τα χρήματα για να αποπληρώσει υποχρεώσεις (Kwak, 2008). Στο τέλος, οι φορολογούμενοι πλήρωσαν περισσότερα από 170 δισεκατομμύρια δολάρια στην AIG (Times, 2009). Μετά τη διάσωση, η αμερικανική κυβέρνηση έλεγχε σχεδόν το 80% των ιδίων κεφαλαίων της AIG. Αργότερα, αυτή η επένδυση αποδείχθηκε μια σημαντική επένδυση για την κυβέρνηση η οποία το 2014 είχε κέρδος από 22,7 δισεκατομμύρια δολάρια μόνο στο AIG (Time, 2014).

Αυτή η διάσωση έχει επικριθεί ευρέως στο γεγονός ότι οι φορολογούμενοι έπρεπε να βοηθήσουν τους πλούσιους θεσμούς που από μόνοι τους προκάλεσαν την κρίση. Η κριτική κλιμακώθηκε όταν έγινε γνωστό ότι η AIG επρόκειτο να πληρώσει 165 εκατομμύρια δολάρια σε μπόνους μόλις ένα χρόνο μετά τη διάσωση (Times, 2009).

3.3 Fannie Mae και Freddie Mac

Στις αρχές του 20ού αιώνα, η ιδιοκτησία σπιτιού ήταν απρόσιτη για πολλούς ανθρώπους στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής. Προκειμένου να βρεθεί μια λύση και να δοθεί η δυνατότητα σε πολλούς να αγοράσουν το δικό τους σπίτι το Κογκρέσο ίδρυσε το 1938 την Ομοσπονδιακή Εθνική Ένωση Στεγαστικών Δανείων (FNMA), γνωστή ως Fannie Mae, για να παρέχει μια αξιόπιστη και σταθερή πηγή χρηματοδότησης για τη στέγαση. Έφερε, έτσι, έναν νέο τύπο υποθήκης στην αγορά: το μακροπρόθεσμο δάνειο σταθερού επιτοκίου με δυνατότητα αναχρηματοδότησης ανά πάσα στιγμή. (fanniema, χ.χ.)

Για δεκαετίες, η Fannie Mae ήταν ο κυρίαρχος αγοραστής και πωλητής στεγαστικών δανείων από στο κράτος. Το Κογκρέσο για να ενισχύσει τον ανταγωνισμό στη δευτερογενή αγορά ενυπόθηκων δανείων ιδιωτικοποίησε τη Fannie Mae το 1968, καθιστώντας την εταιρεία μετόχων που χρηματοδοτείται εξ ολοκλήρου με ιδιωτικό κεφάλαιο και δημιούργησε τον Freddie Mac το 1970.

Freddie Mac είναι το ανεπίσημο όνομα της Federal Home Loan Mortgage Corporation. Ιδρύθηκε το 1970 βάσει του «Home Finance Act» για να επεκτείνει τη δευτερογενή αγορά ενυπόθηκων δανείων και να μειώσει τον κίνδυνο επιτοκίου για τις τράπεζες. Το 1989, αναδιοργανώθηκε και μετατράπηκε σε εταιρεία που ανήκει στους μετόχους ως μέρος του νόμου για τη μεταρρύθμιση, την ανάκτηση και την επιβολή των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων (FIRREA).

Σε αντίθεση με τη Fannie Mae, η οποία αγοράζει στεγαστικά δάνεια από μεγάλες λιανικές και εμπορικές τράπεζες, η Freddie Mac αγοράζει τα δάνειά του από μικρότερες τράπεζες που εστιάζουν στην παροχή τραπεζικών υπηρεσιών σε κοινότητες. Οι Fannie Mae και Freddie Mac "καθιερώνουν εγκαταστάσεις δευτερογενούς αγοράς για στεγαστικά δάνεια [και] προβλέπουν ότι οι πράξεις τους θα χρηματοδοτούνται από το ιδιωτικό κεφάλαιο στο μέγιστο δυνατό βαθμό." (Federal National Mortgage Association Charter Act, n.d.) Και οι δύο οντότητες έχουν την υποχρέωση να (Act, Federal Home Loan Mortgage Corporation, χ.χ.) διατηρούν την σταθερότητα στη δευτερογενή αγορά για στεγαστικά δάνεια.

Αυξάνοντας τη ρευστότητα των επενδύσεων ενυπόθηκων δανείων και διαθέτοντας περισσότερα χρήματα διαθέσιμα για χρηματοδότηση στεγαστικών δανείων,

προσφέρετε συνεχή υποστήριξη στη δευτερογενή αγορά στεγαστικών ενυπόθηκων δανείων και προωθείτε η πρόσβαση στην ενυπόθηκη πίστωση.

Πιο συγκεκριμένα, οι Fannie Mae και Freddie Mac δημιουργήθηκαν για να παρέχουν μια δεύτερη αγορά ενυπόθηκων δανείων, ώστε οι αρχικοί δανειστές να μπορούν να ελευθερώσουν τα χρήματά τους για νέα δάνεια.

Ο στόχος της κυβέρνησης για τη δημιουργία της Fannie Mae ήταν να διαθέσει περισσότερα χρήματα για οικογένειες με χαμηλότερο εισόδημα και λιγότερες πιστώσεις. Η Fannie Mae και ο Freddie Mac είχαν απομακρυνθεί πολύ από τη δομή που δημιουργήθηκε το 1938. Έγιναν οι κύριοι παίκτες στην εγχώρια αγορά πίστωσης.

Η συζήτηση σχετικά με την ιδιωτικοποίηση συχνά επικεντρώνεται στον αντίκτυπο των Freddie Mac και Fannie Mae ως GSEs (εφεξής "GSE"- Government-Sponsored Enterprise) στην ιδιοκτησία κατοικίας και τη διαθεσιμότητα ενυπόθηκων πιστώσεων, ιδίως για εκείνες με χαμηλό και μέτριο εισόδημα.

Οι Fannie Mae και Freddie Mac έλαβαν μονοπώλιο χρηματοδοτούμενης από την κυβέρνηση σε ένα μεγάλο τμήμα της δευτερεύουσας αγοράς ενυπόθηκων δανείων των ΗΠΑ. Αυτό το μονοπώλιο, σε συνδυασμό με την σιωπηρή εγγύηση της κυβέρνησης για τη διατήρηση αυτών των εταιρειών, θα συμβάλει αργότερα στην κατάρρευση της αγοράς ενυπόθηκων δανείων.

Υποστηρίζοντας την ιδιωτικοποίηση των GSE, πολλοί σχολιαστές ισχυρίστηκαν ότι η σιωπηρή κρατική εγγύηση προς τις GSE είχε ως αποτέλεσμα η GSE να είναι σε θέση να δανείζεται με επιτόκια πιο ευνοϊκά από αυτά των εταιρειών με βαθμολογία AAA, όταν χωρίς την σιωπηρή εγγύηση, οι GSE θα έχουν το υψηλότερο κόστος δανεισμού εταιρειών με αξιολόγηση AA. Αυτή η σιωπηρή εγγύηση είχε μειώσει το κόστος δανεισμού της GSE μεταξύ 30 και 45 μονάδων βάσης (White L. , 2005). Επιπλέον, τα ενυπόθηκα δάνεια των GSE γίνονται χωρίς κυρώσεις προπληρωμής. Ως αποτέλεσμα, ο δανειολήπτης είναι σε θέση να μεταφέρει όλους τους κινδύνους τόκων που σχετίζονται με την προπληρωμή στον δανειστή, παρόλο που είναι πιθανό ότι η έλλειψη ποινής προπληρωμής μπορεί να αντικατοπτρίζεται σε υψηλότερα επιτόκια στεγαστικών δανείων σε σχέση με τα επιτόκια που θα επικρατούσαν με ρητή προπληρωμή ποινικής ρήτρας.

Οι ευνοϊκοί όροι δανεισμού που προσφέρονται από τα GSE συνεπάγονται υψηλότερη ιδιοκτησία κατοικίας. Σύμφωνα με τον Bernanke, είναι πιθανό η GSE να ενισχύσει τη ρευστότητα και να μειώσει το κόστος των ενυπόθηκων δανείων σε αγοραστές σπιτιού χαμηλότερου και μεσαίου εισοδήματος (Bernanke, 2007). Ωστόσο, το μέγεθος των GSE μπορεί να ενέχει σημαντικό συστημικό κίνδυνο καθώς η οικονομική δυσχέρεια των GSE μπορεί να επηρεάσει γρήγορα τον υπόλοιπο χρηματοπιστωτικό τομέα. Ο Bernanke δηλώνει ότι ο συστημικός χρηματοοικονομικός κίνδυνος έχει δύο κύριες πηγές:

1. ότι τα συγκεκριμένα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα είναι πολύ μεγάλα
2. δεν έχουν την πειθαρχία που επιβάλλουν οι δυνάμεις της αγοράς σε ιδρύματα

Οι δύο GSE εκπλήρωσαν και τις δύο προϋποθέσεις, ήταν πράγματι πολύ μεγάλες και μαζί είχαν περισσότερα από 5 τρισεκατομμύρια δολάρια σε χρέος το 2007 και δεν είχαν πειθαρχία που επέβαλλε η αγορά επειδή οι πιστωτές πίστευαν στην έμμεση κρατική εγγύηση του χρέους των GSE. Στο βαθμό που οι GSE διατρέχουν υπερβολικό κίνδυνο, οι αγορές δεν ανταποκρίθηκαν ζητώντας από τους GSE καλύτερους όρους ή καλύτερη ασφάλεια. (Muhammad Islam, 2013)

Η πρόταση για ιδιωτικοποίηση των GSE βασιζόταν στην υπόθεση ότι ο συστηματικός κίνδυνος που υπάρχει στα GSE υπό το τρέχον ρυθμιστικό περιβάλλον θα βελτιωθεί επειδή οι ιδιωτικοποιημένες GSE θα πρέπει να περιορίσουν την υπερβολική ανάληψη κινδύνων λόγω των απαιτήσεων της αγοράς που τίθενται στα ιδιωτικοποιημένα ιδρύματα. Οι GSE είχαν κάθε κίνητρο να αναπτυχθούν γρηγορότερα από την αγορά ενυπόθηκων δανείων (William, 2007). Συνδυασμός χαμηλών κεφαλαιακών απαιτήσεων και η δυνατότητα που είχαν σε δανεισμό σε χαμηλά επιτόκια οδήγησε σε υψηλά περιθώρια κέρδους, παρέχοντας στα GSE κίνητρο για ανάπτυξη.

Υπήρξε ανησυχία ότι η ιδιωτικοποίηση θα έχει σημαντικές αρνητικές επιπτώσεις στην αγορά ενυπόθηκων δανείων και στην ικανότητα αγοράς σπιτιών. Δημιουργήθηκε η πεποίθηση ότι χωρίς την σιωπηρή κρατική εγγύηση, η δομή της αγοράς ενυπόθηκων δανείων θα άλλαζε. Η 30χρονη τότε αγορά ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων βρέθηκε σε κρίση όταν οι ιδιοκτήτες σπιτιών που είχαν πενταετή υποθήκη δεν μπόρεσαν να αναχρηματοδοτήσουν τα στεγαστικά τους δάνεια, επειδή οι αξίες των σπιτιών είχαν πέσει κάτω από τα χρήματα που οφείλονταν στις υποθήκες (Charles & Kenneth, 2010) Ορισμένες εκτιμήσεις έδειχναν ότι η διαθεσιμότητα στεγαστικών υποθηκών χωρίς την

σιωπηρή κρατική εγγύηση θα μειώσει την ιδιοκτησία μεταξύ 10 και 20 τοις εκατό (Zandi and deRitis, 2011). Η αγορά ενυπόθηκων δανείων μπορεί να γίνει αγορά μικρότερης διάρκειας παρόμοια με αυτή που επικρατεί στις ευρωπαϊκές χώρες και η ιδιοκτησία κατοικίας θα μπορούσε επίσης να μειωθεί. Επιπλέον, οι ιδιωτικές αγορές θα έπρεπε να χρεώνουν υψηλότερα επιτόκια, έως και 140 μονάδες βάσης (Zandi & deRitis, 2011) λόγω του κινδύνου αποπληρωμής που σχετίζεται με στεγαστικά δάνεια σταθερού επιτοκίου μεγαλύτερης διάρκειας.

Με ένα ισχυρό πλεονέκτημα χρηματοδότησης έναντι των αντιπάλων τους στη Wall Street, οι Fannie Mae και Freddie Mac κέρδισαν αρκετά χρήματα για περισσότερες από δύο δεκαετίες κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990 και στις αρχές της δεκαετίας του 2000. Κατά τη διάρκεια αυτής της χρονικής περιόδου, υπήρχε συχνή συζήτηση για την Fannie και την Freddie μεταξύ οικονομολόγων, επαγγελματιών της χρηματοπιστωτικής αγοράς και κυβερνητικών αξιωματούχων. Μήπως η σιωπηρή κυβερνητική υποστήριξη των Fannie και Freddie ωφέλησε πραγματικά τους ιδιοκτήτες σπιτιού των ΗΠΑ; Ή μήπως η κυβέρνηση βοήθουσε απλώς τις εταιρείες και τους επενδυτές τους δημιουργώντας παράλληλα έναν ηθικό κίνδυνο;

Το 2007, οι Fannie Mae και Freddie Mac άρχισαν να αντιμετωπίζουν μεγάλες απώλειες στα χαρτοφυλάκια τους που διατηρούσαν (DiVenti, 2008) . Το 2008, το τεράστιο μέγεθος των χαρτοφυλακίων τους και οι εγγυήσεις ενυπόθηκων δανείων οδήγησαν τις Fannie Mae και Freddie Mac να θεωρούνται αφερέγγυες αναγκάζοντας τις ομοσπονδιακές ρυθμιστικές αρχές να δώσουν στις δύο εταιρείες 200 δισεκατομμυρίων δολαρίων με την ελπίδα σταθεροποίησης της οικονομίας. Από τότε έχουν αποπληρώσει περισσότερα από 300 δισεκατομμύρια δολάρια στο Υπουργείο Οικονομικών των ΗΠΑ.

Όπως αναλύθηκε σε προηγούμενο κεφάλαιο, ένας μακρύς κατάλογος λαθών οδήγησε στη Μεγάλη Ύφεση. Ωστόσο, οι επικριτές λένε ότι οι Fannie Mae και Freddie Mac δημιούργησαν ένα τεράστιο ποσό εγγυήσεων χρέους και πιστώσεων κατά τα έτη έως το 2007, και ότι το Κογκρέσο έπρεπε να έχει αναγνωρίσει τους συστηματικούς κινδύνους που έθεσαν αυτές οι εταιρείες για το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα. (Folger, 2020)

Κεφάλαιο 4^ο Μαθήματα, Προτάσεις από την Κρίση και Πολιτικές που υιοθετήθηκαν

4.1 Μαθήματα και Προτάσεις από την κρίση του 2008

Παρόλο που έχει περάσει πάνω από μια δεκαετία από την οικονομική κρίση 2008-09, υπάρχουν πολλά μαθήματα που πρέπει να αντληθούν καθώς κάθε κρίση μπορεί να διδάξει πράγματα και αξίζει να μελετηθεί ώστε τα ίδια λάθη να μην επαναληφθούν. Ας δούμε πρώτα μερικές από τις συγκλονιστικές στατιστικές και, στη συνέχεια, μπορούμε να αναλύσουμε τα μαθήματα από την κρίση.

Η οικονομική κρίση 2008-09 σε αριθμούς. (Silver, 2020)

1. Χάθηκαν 8,8 εκατομμύρια θέσεις εργασίας
2. Η ανεργία αυξήθηκε στο 10% έως τον Οκτώβριο του 2009
3. Οι κατασχέσεις σπιτιών ανήλθαν σε 8 εκατομμύρια
4. Χάθηκε 19,2 τρισεκατομμύρια δολάρια πλούτος από νοικοκυριά
5. Η τιμή των κατοικιών μειώθηκε κατά μέσο όρο 40%
6. Το S&P 500 μειώθηκε κατά 38,5% το 2008
7. Η απώλεια σε αποθέματα από το 2008-09 κατά μέσο όρο ήταν 7,4 τρισεκατομμυρίων δολαρίων ή 66.200 δολάρια ανά νοικοκυριό
8. Το υπόλοιπο του λογαριασμού ταμειυτηρίου ή συνταξιοδότησης που χρηματοδοτήθηκε από εργαζόμενους μειώθηκε κατά 27% το 2008

οι υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής έλαβαν κρίσιμες αποφάσεις στην έκρηξη της κρίσης και τελικά οδήγησαν σε μια πορεία προς την ανάκαμψη και εν συνεχεία σε ανάπτυξη. Αν δεν είχαν ληφθεί με την πεποίθηση και την ταχύτητα εκείνη τη στιγμή, τα αποτελέσματα θα ήταν πιθανώς καταστροφικά.

Η σχεδόν κατάρρευση του χρηματοοικονομικού συστήματος των ΗΠΑ υπογραμμίζει τρία κρίσιμα μαθήματα: (Dudley, 2017)

Πρώτον, ο χρηματοπιστωτικός τομέας δεν είναι μόνο ένα πολύ περίπλοκο σύστημα, αλλά και ένα σύστημα που μπορεί να παρουσιάσει έντονες αστάθειες. Αυτό συμβαίνει ιδιαίτερα όταν λαμβάνει χώρα μια σημαντική καινοτομία και οι συμμετέχοντες στην αγορά δεν εκτιμούν πλήρως τους κινδύνους που μπορεί να δημιουργεί αυτή η καινοτομία. Οι ρυθμιστικές αρχές, πρέπει να αξιολογούν συνεχώς το χρηματοπιστωτικό σύστημα και να παρακολουθούν το τοπίο για νέες εξελίξεις και

καινοτομίες που θα μπορούσαν να θέσουν το σύστημα σε κίνδυνο. Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα πρέπει να έχουν αρκετά κεφάλαια για να θεωρηθούν ικανά ακόμη και μετά από σημαντικές απώλειες, να μπορούν να διατηρήσουν την πρόσβαση στην αγορά. Χρειάζονται επίσης επαρκή αποθέματα ρευστότητας ώστε να μπορούν να ανταποκριθούν σε αναπάντεχες κρίσεις χωρίς να πρέπει να πουλήσουν ρευστά στοιχεία ενεργητικού. Η αναγκαστική πώληση ρευστών περιουσιακών στοιχείων μπορεί να ωθήσει τις εκτιμήσεις περιουσιακών στοιχείων πολύ κάτω από την αξία τους, γεγονός που μπορεί να αυξήσει τον κίνδυνο αφερεγγυότητας. Είναι σημαντικό να μην εξαρτώνται υπερβολικά από τη βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση, η οποία μπορεί να γίνει τροχοπέδη σε περιόδους οικονομικής αστάθειας. (Dudley, 2017)

Δεύτερον, όταν υπάρχουν πιθανές υπερβολές που θα μπορούσαν να απειλήσουν τη χρηματοοικονομική σταθερότητα, πρέπει να προσπαθήσουμε να τις μετριάσουμε. Για παράδειγμα, πριν από τη χρηματοπιστωτική κρίση, μακροπροληπτικά εργαλεία, όπως η απαίτηση μεγαλύτερων προκαταβολών ή η πιο προσεκτική αξιολόγηση των εισοδημάτων των δανειστών, θα μπορούσαν να είχαν εφαρμοστεί για τον περιορισμό της ζήτησης στέγασης. Εάν μια τέτοια προσέγγιση ήταν επιτυχής, οι τιμές των κατοικιών δεν θα είχαν αυξηθεί τόσο δραματικά. Μια άλλη προσέγγιση θα απαιτούσε από τους ενδιάμεσους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς να δημιουργήσουν ισχυρότερα αποθέματα κεφαλαίων και ρευστότητας ως προστασία ενάντια στην οικονομική ύφεση. (Dudley, 2017)

Τρίτον, πρέπει να παρακολουθείτε προσεκτικά τα κίνητρα που διέπουν τη συμπεριφορά των δανειστών, των αποταμιευτών και των χρηματοπιστωτικών διαμεσολαβητών. Κατά τη διάρκεια της κρίσης, μερικά παραδείγματα κακών κινήτρων που στήριξαν την άνθηση περιλάμβαναν:

1. Πρακτικές αποζημίωσης σε χρηματοοικονομικές εταιρείες που ανταμείβουν τον όγκο και τις βραχυπρόθεσμες επιδόσεις σε μακροπρόθεσμες, βιώσιμες αποδόσεις.
2. Η σύγκρουση συμφερόντων που ενυπάρχει στην προθυμία των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας να ορίσουν δόσεις υποθηκών σε αντάλλαγμα προμήθειες.

3. Η ικανότητα των Fannie Mae και Freddie Mac να χρησιμοποιούν την σιωπηρή κυβερνητική τους υποστήριξη για να αναλαμβάνουν μεγάλα ποσά ενυπόθηκων κινδύνων με πολύ μικρή κεφαλαιακή υποστήριξη.
4. Η ικανότητα της AIG να χρησιμοποιεί την τριπλή αξιολόγησή της για την παροχή πιστωτικής προστασίας σε τράπεζες και εταιρείες κινητών αξιών έναντι σύνθετων υποχρεώσεων στεγαστικών δανείων με μικρή άμεση υποστήριξη κεφαλαίου ή επαρκή ρευστότητα.

πρέπει να υπάρχει ένα βιώσιμο και προβλέψιμο καθεστώς επίλυσης. Είναι ωφέλιμο οι αρμόδιοι φορείς να μπορούν να ελέγχουν τις δραστηριότητες μιας μεγάλης, συστημικά σημαντική τράπεζας ή εταιρείας κινητών αξιών με τρόπο που να περιορίζουν τη μετάδοση τυχόν προβλημάτων στο υπόλοιπο χρηματοπιστωτικό σύστημα, ενώ ταυτόχρονα να προστατεύουν τον φορολογούμενο από ζημιές. Τα αξιόπιστα καθεστώτα εξυγίανσης για τις μεγάλες τράπεζες και τις εταιρείες κινητών αξιών και τα αξιόπιστα καθεστώτα ανάκαμψης για τους κεντρικούς αντισυμβαλλομένους και άλλες κρίσιμες επιχειρήσεις χρηματοπιστωτικής αγοράς θα πρέπει να βοηθήσουν στην υποστήριξη της εμπιστοσύνης σε περιόδους άγχους.

Αυτά τα μέτρα θα κάνουν το χρηματοπιστωτικό σύστημα λιγότερο επιρρεπές σε εκρήξεις και αποτυχίες. Οι ενδιάμεσοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί θα είναι πιο ισχυροί σε περιόδους οικονομικής ανασφάλειας όταν αναπόφευκτα προκύψουν αποτυχίες και η μετάδοση στο ευρύτερο σύστημα θα μειώνονται όταν μια συστημικά σημαντική εταιρεία αποτύχει. Τέτοιες αλλαγές θα πρέπει να μειώσουν την πιθανότητα αποτυχίας μιας μεγάλης, συστημικά σημαντικής εταιρείας και τις αρνητικές συνέπειες μιας τέτοιας αποτυχίας στο ευρύτερο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Αυτά τα βήματα θα βοηθήσουν να διασφαλιστεί ότι οι πιστωτικές ροές μπορούν να διατηρηθούν καθ' όλη τη διάρκεια του επιχειρηματικού κύκλου.

4.2 Πολιτικές που Υιοθετήθηκαν

Η σοβαρότητα, η έκταση και η ένταση της κρίσης της περιόδου 2007-2009 οδήγησε σε πρωτοβουλίες για αλλαγές στο σύστημα λειτουργίας τόσο των εθνικών χρηματοπιστωτικών συστημάτων όσο και του διεθνούς συστήματος. Παρακάτω θα αναλυθούν ορισμένα από αυτά τα μέτρα που πάρθηκαν και επιδίωξαν να καλύψουν τα κενά των ρυθμιστικών πλαισίων που προϋπήρχαν και την ίδια στιγμή επιδιώκουν να δώσουν μεγαλύτερη έμφαση στις μακροοικονομικές αιτίες και επιπτώσεις των

προβλημάτων που απορρέουν από τη λειτουργία των τραπεζών. (Melitz, Krugman, & Obstfeld, 2015)

Ξεκινώντας με τη Βασιλεία III όπου είναι ένα από τα μέτρα που πάρθηκε από την επιτροπή της Βασιλείας για την καλύτερη λειτουργία των τραπεζών και την αντιμετώπιση προβλημάτων. Η χρηματοπιστωτική κρίση κατέδειξε τις αδυναμίες και τα κενά του ρυθμιστικού πλαισίου της Βασιλείας II. Έτσι, το 2010 η επιτροπή της βασιλείας πρότεινε ένα πιο αυστηρό σύνολο προτύπων κεφαλαιακής επάρκειας και ρυθμιστικών κανόνων, τη βασιλεία III. Σχετικά με την κεφαλαιακή επάρκεια, το νέο πλαίσιο της Βασιλείας καθιστά πιο δύσκολη την παράκαμψη των κεφαλαιακών απαιτήσεων από τις τράπεζες (για παράδειγμα, αντιμετωπίζει με μεγαλύτερη ευρύτητα τους κινδύνους που αναλαμβάνουν οι τράπεζες, περιλαμβανομένων των εκτός ισολογισμού στοιχείων, και επίσης απαιτεί οι τράπεζες να διασφαλίζονται έναντι πιο απαισιόδοξων σεναρίων σε σχέση με το παρελθόν). Μια ακόμα διαφοροποίηση του νέου πλαισίου σε σχέση με το προηγούμενο είναι ότι η βασιλεία III αξιολογεί διαφορετικά τον κίνδυνο των διαφόρων περιουσιακών στοιχείων, καθώς τα περιουσιακά στοιχεία που κρίνεται ότι ενέχουν μικρότερο κίνδυνο απαιτούν λιγότερα ίδια κεφάλαια.

Το νέο πλαίσιο προτείνει τη σταδιακή υιοθέτηση και εφαρμογή ενός δείκτη κάλυψης ρευστότητας (LCR) με βάση τον οποίο οι τράπεζες θα είναι αναγκασμένες να διαθέτουν αρκετά μετρητά ή ομόλογα με υψηλή ρευστότητα για να είναι σε θέση να καλύψουν τριάντα ημέρες ταμειακών εκροών σε προκαθορισμένες συνθήκες κρίσης. Επιπλέον, εισήχθη ένας ακόμη δείκτης καθαρής σταθερής χρηματοδότησης (NSFR) με σκοπό τον περιορισμό της εξάρτησης των τραπεζών από τον βραχυπρόθεσμο δανεισμό χονδρικής (σε αντίθεση με τις καταθέσεις λιανικής). Αξίζει να σημειωθεί ότι μέχρι το τέλος Μαρτίου του 2013, μόνο 11 χώρες (μη περιλαμβανομένων των Η.Π.Α. και τις Ε.Ε.) είχαν υλοποιήσει πλήρως της Βασιλεία III, αλλά πολλές περισσότερες βρίσκονταν στη διαδικασία υιοθέτησης των κανόνων της. Το Δεκέμβριο του 2011, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των Ηνωμένων Πολιτειών Αμερικής ανακοίνωσε την πρόθεσή της να εφαρμόσει τους κανόνες της Βασιλείας III όχι μόνο στις τράπεζες, αλλά και σε άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα με ενεργητικό άνω των 50 δισεκατομμυρίων δολαρίων. (Basel Committee, 2011)

Ένα ακόμη μέτρο που υιοθετήθηκε είναι οι ριζικές αλλαγές στον τρόπο λειτουργίας του Συμβουλίου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας. Το 1999, οι φορείς πολιτικής κάποιων βιομηχανικών χωρών ίδρυσαν το Φόρουμ Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, με έδρα (όπως και η επιτροπή της βασιλιάς) την Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών. Σκοπός του φόρουμ ήταν να ενισχύσει τον διεθνή συντονισμό για την χρηματοπιστωτική σταθερότητα σε περισσότερα θέματα (όπως το ρυθμιστικό Πλαίσιο του τραπεζικού συστήματος) με τη συμμετοχή περισσότερων φορέων μακροοικονομικής πολιτικής. Τον Απρίλιο του 2009, στην κορύφωση της παγκόσμιας κρίσης, το φόρουμ χρηματοπιστωτικής σταθερότητας μετατράπηκε σε συμβούλιο χρηματοπιστωτικής σταθερότητας με διευρυμένη συμμετοχή (περιλαμβανομένων αρκετών αναδυόμενων οικονομιών της αγοράς) και αυξημένο μόνιμο προσωπικό. Η ευθύνη του είναι να παρακολουθεί το διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα και να διαμορφώνει προτάσεις για το διεθνή συντονισμό των εφαρμοζόμενων πολιτικών και τις αναγκαίες μεταρρυθμίσεις, ορισμένες φορές σε συνεργασία με άλλους διεθνείς οργανισμούς, όπως το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο.

Ο νόμος Dodd-Frank δημιούργησε το συμβούλιο εποπτείας χρηματοπιστωτικής σταθερότητας στο οποίο συμμετέχουν ο επικεφαλής της κεντρικής Τράπεζας και ο Υπουργός Οικονομικών για την παρακολούθηση των μακροοικονομικών διαστάσεων της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, όπως οι κίνδυνοι από το σκιώδες τραπεζικό σύστημα. Το συμβούλιο έχει τη δυνατότητα να χαρακτηρίζει μεμονωμένα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ως συστημικά και να τα θέτει υπό αυξημένη επιτήρηση. Επίσης μπορεί να εισηγηθεί τη διάσπαση ιδρυμάτων που είναι πολύ μεγάλα ή διασυνδεδεμένα και αποτελούν απειλή για την οικονομία. Ωστόσο, τα μεγάλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα είναι αν μη τι άλλο, ακόμη μεγαλύτερα μετά τη χρηματοπιστωτική κρίση και πολλοί παρατηρητές εξακολουθούν να ανησυχούν ότι οι ΗΠΑ και οι άλλες χώρες έχουν κάνει πολύ λίγα για να λύσουν το πρόβλημα των «πολύ μεγάλων για να πτωχεύσουν» και να περιορίσουν τον ηθικό κίνδυνο στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Έχοντας δει τις επιπτώσεις από την χρεοκοπία της Lehman, οι φορείς πολιτικής εξακολουθούν να φοβούνται πολύ τη μετάδοση των επιπτώσεων αν επιτρέψουν τη χρεοκοπία μιας μεγάλης Διεθνούς Τράπεζας

Οι μεμονωμένες χώρες δεν έχουν περιοριστεί μόνο στην υλοποίηση των υποδείξεων της Βασιλείας III. Οι εθνικές μεταρρυθμίσεις ήταν αναγκαίες προκειμένου να

προφυλαχτούν από αντίστοιχα μελλοντικά φαινόμενα. Σε αρκετές περιπτώσεις, περιλαμβανομένων της Ευρωζώνης, του Ηνωμένου Βασιλείου και των ΗΠΑ, οι χώρες έχουν προχωρήσει σε πολύ ευρύτερες μεταρρυθμίσεις των εγχώριων τραπεζικών Συστημάτων τους. Το 2010, το Αμερικανικό Κογκρέσο ψήφισε το νόμο Dodd- Frank, ο οποίος δίνει την δυνατότητα στην κυβέρνηση να ρυθμίζει τα μη τραπεζικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που θεωρούνται «συστημικά σημαντικά» (όπως η Lehman ή η AIG) και επίσης επιτρέπει στην κυβέρνηση να αναλαμβάνει τον έλεγχο αυτών των επιχειρήσεων ώστε να αναδιαρθρώνει τις χρεοκοπημένες τράπεζες.

Ένα σημαντικό μάθημα από την παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση είναι ότι δεν αρκούν οι ρυθμιστικές αρχές του χρηματοπιστωτικού συστήματος από μόνες τους να διασφαλίσουν ότι κάθε μεμονωμένο χρηματοπιστωτικό ίδρυμα είναι υγιές και λειτουργεί με το βέλτιστο τρόπο. Αυτό δεν διασφαλίζει από μόνο του ότι το πιστωτικό σύστημα ως σύνολο και όχι μεμονωμένα είναι υγιές και, στην πραγματικότητα, μέτρα που μπορεί να ενισχύουν την προσαρμοστικότητα ενός μεμονωμένου Ιδρύματος μπορεί να θέσουν το ευρύτερο σύστημα σε κίνδυνο αν υλοποιηθούν ταυτόχρονα από όλα τα ιδρύματα. Η μεροληπτική προοπτική παίρνοντας μακροπροληπτικά μέτρα προσπαθεί να αποφύγει αυτά τα σφάλματα σύνθεσης σε συνολικό επίπεδο. (Brunnermeier, 2009)

Προκειμένου να γίνει περισσότερο αντιληπτό ας πάρουμε για παράδειγμα τα πρότυπα κεφαλαιακής επάρκειας της Βασιλείας, που αξιολογούν διαφορετικά τον κίνδυνο διάφορων περιουσιακών στοιχείων, ώστε να προσδιορίσουν τις κεφαλαιακές ανάγκες των τραπεζών. Έστω ότι έχουμε δυο περιουσιακά στοιχεία, το A και το B, με παραπλήσιες αποδόσεις, μόνο που το περιουσιακό στοιχείο B έχει μικρότερο συντελεστή στάθμισης κινδύνου. Σύμφωνα με όσα υποδεικνύονται από τα πρότυπα της Βασιλείας, όλες οι τράπεζες θα προτιμούν να διακρατούν το περιουσιακό στοιχείο B σε σχέση με το περιουσιακό στοιχείο A. Σε αυτήν την περίπτωση, το σύστημα ως σύνολο θα είναι πιο ευάλωτο σε μια πτώση της τιμής του περιουσιακού στοιχείου B, απ' ότι θα συνέβαινε αν οι τράπεζες είχαν μεγαλύτερη διαφοροποίηση ανάμεσα στα δυο περιουσιακά στοιχεία. Αυτό έγινε και το 2007, οι αμερικανικές και ευρωπαϊκές τράπεζες είχαν αναλάβει μεγάλες επενδυτικές θέσεις σε χρεόγραφα που συνδέονται με την αμερικανική αγορά ακινήτων και έτσι ήταν όλες ευάλωτες σε μια αναστροφή της ανοδικής πορείας της αμερικανικής κτηματαγοράς. Μια σημαντική ανησυχία για τους

νέους κανόνες της Βασιλείας είναι ότι δεν κάνουν αρκετά για να διορθώσουν αυτό το πρόβλημα που αφορά το σύστημα ως ένα ενιαίο σύνολο. Σε άλλα, όμως, ζητήματα οι προτάσεις της Βασιλείας III αναγνωρίζουν το μακροοικονομικό πρόβλημα αποτροπής αναταραχών και προσπαθούν να δώσουν λύσεις. Μια από αυτές είναι για παράδειγμα, ότι η επιτροπή της Βασιλείας έχει προτείνει στις τράπεζες να αυξάνουν τους κεφαλαιακούς τους δείκτες όταν οι πιστώσεις βρίσκονται σε άνοδο, προκειμένου να ενισχύσουν την ευελιξία του συστήματος στις αναστροφές της ανοδικής πορείας, όπου οι κεφαλαιακές απαιτήσεις θα χαλαρώνουν. (Melitz, Krugman, & Obstfeld, 2015) Αυτό το σχέδιο των «αντικυκλικών κεφαλαιακών αποθεμάτων ασφαλείας» είναι χρήσιμο γιατί αν όλες οι τράπεζες πωλούσαν ταυτόχρονα περιουσιακά στοιχεία για να ενισχύσουν τα κεφάλαιά τους σε μία χρηματοπιστωτική κρίση το αποτέλεσμα θα ήταν οι βεβιασμένες πωλήσεις να συμπιέσουν τις τιμές των χρεογράφων και η φερεγγυότητα του συστήματος ως συνόλου να τεθεί σε κίνδυνο. (Melitz, Krugman, & Obstfeld, 2015)

Οι εθνικές ρυθμιστικές αρχές συχνά έρχονται αντιμέτωπες με έντονες πολιτικές πιέσεις από εγχώρια χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που ισχυρίζονται ότι οι αυστηρότεροι κανόνες θα τα φέρουν σε μειονεκτική θέση έναντι των ξένων ανταγωνιστών τους. Οι προτάσεις της Βασιλείας III έχουν πολύ σημαντικό ρόλο καθώς επιτρέπουν στις κυβερνήσεις να υπερβούν τις εγχώριες πολιτικές πιέσεις που αντιτίθεται στην επαρκή εποπτεία και τον έλεγχο του χρηματοπιστωτικού τομέα. Η διαδικασία διευκολύνει να περιοριστεί κάπως η Εθνική κυριαρχία των χωρών ως προς την χρηματοπιστωτική πολιτική. Ωστόσο, υπάρχουν και περιορισμοί που εξακολουθούν να είναι σημαντικοί. Για παράδειγμα, μία χώρα που θέλει να ελέγξει μία έκρηξη της εγχώριας κτηματαγοράς μπορεί να απαγορεύσει στις τράπεζες της να δανείζουν πολλά στους επίδοξους αγοραστές ακινήτων αλλά μπορεί να μην έχει την δυνατότητα να εφαρμόσει τους ίδιους κανόνες και στις ξένες τράπεζες δημιουργώντας έτσι αθέμητο ανταγωνισμό. Σε αυτήν την περίπτωση, εμφανίζεται το πρόβλημα της επιλογής μεταξύ χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης. Έτσι, οι χώρες μπορεί να αντιδράσουν περιορίζοντας την Ελεύθερη κίνηση κεφαλαίων ή επιβάλλοντας άλλα μέτρα που απομονώνουν τις εγχώριες χρηματοπιστωτικές αγορές. Αν οι κυβερνήσεις δεν μπορούν να τιθασεύσουν με επιτυχία τους κινδύνους που θέτουν οι χρηματοπιστωτικές αγορές, φαίνεται απίθανο να συνεχιστεί η Διεθνής χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση με το ρυθμό των τελευταίων δεκαετιών.

Κεφάλαιο 5^ο Συμπεράσματα

Από τα μέσα του 2007, η έκρηξη της φούσκας στέγασης στις ΗΠΑ μετατράπηκε γρήγορα σε παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση και ίσως μια από τις χειρότερες κρίσεις που έχει βιώσει ο κόσμος. Μελετώντας όλα τα γεγονότα που συνέβησαν και οδήγησαν στην παγκόσμια Χρηματοοικονομική κρίση του 2008, 12 χρόνια αργότερα τώρα που οι οικονομίες δείχνουν να τη έχουν ξεπεράσει αλλά παράλληλα να βυθίζονται αργά σε μια νέα οικονομική κρίση λόγω της πανδημίας κατάλαβα καλύτερα πόσο συνδεδεμένη είναι η οικονομία, πως δηλαδή η συμπεριφορά και λειτουργία ενός κλάδου μπορεί να οδηγήσει στην κατάρρευση κάποιου άλλου τομέα της οικονομίας. Είναι σημαντικό το γεγονός της αλληλεξάρτησης που υπάρχει και που κάθε μέρα γίνεται και πιο έντονη. Η κρίση δεν αποκάλυψε μόνο ελαττώματα και αδυναμίες της οικονομίας αλλά και της κοινωνίας ολόκληρης. Έδειξε πως πάρα πολλοί άνθρωποι εκμεταλλευτήκαν άλλους κλονίζοντας την εμπιστοσύνη των πρώτων και θυσιάζοντας τα πάντα στο βωμό του προσωπικού συμφέροντος για τους δεύτερους. Ιστορίες αθέμιτης συμπεριφοράς ανθρώπων έβγαιναν κάθε μέρα στο φως με πολλούς να χάνουν περιουσίες, κόπους ζωής και άλλους να οδηγούνται στην αυτοκτονία βλέποντας ένα μέλλον μετέωρο. Μέσα από μια εις βάθος ανασκόπηση της βιβλιογραφίας όσον αναφορά τις αιτίες, τις συνέπειες, τις πολιτικές αντιδράσεις αλλά και τη μελέτη εταιριών που επλήγησαν και πυροδότησαν με τη συμπεριφορά τους την κρίση αυτή η εργασία εντοπίζει τέσσερα βασικά συμπεράσματα.

Αρχικά, καθίσταται σαφές ότι η παγκόσμια οικονομία δεν ήταν καθόλου σταθερή αλλά αρκετά ευάλωτη και εύθραυστη, ενώ ταυτόχρονα η πλειοψηφία των φτωχών του κόσμου δεν είχε ωφεληθεί επαρκώς από την οικονομική ανάπτυξη. Ακόμη, υπήρχαν περίπλοκοι και αλληλένδετοι παράγοντες πίσω από την εμφάνιση της κρίσης το 2007, δηλαδή χαλαρή νομισματική πολιτική, παγκόσμιες ανισορροπίες, εσφαλμένη αξιολόγηση του κινδύνου και χαλαρή ρύθμιση. Επιπλέον, πέρα από τη συνολική εικόνα της οικονομικής κατάρρευσης και της αυξανόμενης ανεργίας, ο αντίκτυπος της κρίσης αντικατοπτρίζεται στις συνθήκες, τα μέσα μετάδοσης και τα τρωτά σημεία των οικονομιών, καθώς και τον ρόλο της κυβερνητικής πολιτικής στην άμβλυση της ύφεσης. Καταλήγοντας, ενώ έχουν περάσει 12 χρόνια από την κατάρρευση της Lehman Brothers και τη διάσωση της AIG υπάρχουν πολλά που μπορούμε να διδαχθούμε από τη μελέτη αυτών των δύο γεγονότων για αποτροπή παρόμοιων περιστατικών στο μέλλον.

Ένα από τα πράγματα που έφερε στο φως αυτή η κρίση (όπως και κατά την προσωπική μου άποψη φέρνει η κάθε κρίση) είναι ότι υπάρχει ανάγκη για συλλογική δράση. Επιτράπηκε στις αγορές να διαμορφώσουν την οικονομία αλλά και να καθοδηγήσουν συμπεριφορές ανθρώπων. Ο Stiglitz (2010) αναφέρει ότι «η ανένδοτη επιδίωξη του κέρδους και η ανάδειξη της επιδίωξης του προσωπικού συμφέροντος μπορεί να μην απέφεραν την προσδοκώμενη ευημερία αλλά συνέβαλαν στη δημιουργία ηθικού ελλείμματος.» Οι τράπεζες και οι τραπεζίτες δεν τήρησαν τους ηθικούς κανόνες σε ότι αφορούσε την εκμετάλλευση του απλού δανειστή. Οι χρηματοπιστωτικές εταιρίες από την άλλη υποστηρίζουν ότι δεν είναι δική τους δουλειά να αποφασίζουν τι είναι σωστό και τι όχι, αλλά αρμοδιότητα του κράτους. «Η οικονομική επιστήμη έθρεψε άθελα της αυτή την ηθική ανευθυνότητα.» (Stiglitz, 2010) Είναι ουτοπία να πιστεύομαι ότι ένα κράτος μπορεί να παρεμβαίνει και να λύνει συνέχεια τα προβλήματα, μπορούμε όμως να πιστεύουμε ότι είναι ικανό να θεσπίσει νόμους και κανονισμούς για να αποφεύγονται φαινόμενα εκμετάλλευσης και αισχροκέρδειας πριν οι συνέπειες γίνουν καταστροφικές για όλο τον πλανήτη. Με καλύτερα συστήματα εποπτείας, αξιολόγησης, παροχής κινήτρων, ελέγχου είναι πιθανό ότι κρίσης μπορούν να αποφευχθούν, όχι όλες, αλλά αυτές που έχουν παρόμοια χαρακτηριστικά με τη συγκεκριμένη.

Η οικονομική κρίση του 2008 είναι αδιαμφισβήτητα ένα παράδειγμα του τι μπορεί να συμβεί αν για μεγάλο χρονικό διάστημα επικρατεί μια λανθασμένη εκτίμηση. Η κατάρρευση της αγοράς ακινήτων που πυροδότησε τη μετέπειτα κατάρρευση του τραπεζικού συστήματος οφείλονταν σε αποφάσεις που πάρθηκαν από τις τράπεζες στηριγμένες σε μεθόδους χειραγώγησης. Οι εργαζόμενοι χειραγωγήθηκαν με μπόνους και κίνητρα για επίτευξη βραχυπρόθεσμων στόχων. Η δημόσια απαξίωση όποιου προσπαθούσε να πει δημόσια την άποψή του και να αναλύσει τους κινδύνους που επικρατούσαν αποθάρρυνε τα άτομα να τολμήσουν να διαφωνήσουν. Η ελεύθερη ροή δανείων από τις τράπεζες ενθάρρυνε τα φυσικά πρόσωπα να αγοράσουν και να ξοδέψουν περισσότερα από όσα μπορούσαν οικονομικά να στηρίξουν. (Sinek, 2009)

Βιβλιογραφία

1. Federal National Mortgage Association Charter Act. (χ.χ.). *Fannie Mae*. Ανάκτηση από <https://capmrkt.fanniemae.com/resources/file/aboutus/pdf/fm-amended-charter.pdf>
2. (PwC), P. (2009). *Lehman Brothers“ bankruptcy: Informational presentation for our clients*. New York: PricewaterhouseCoopers: Financial Services Institute (FSI).
3. Acharya, V. V., & Richardson, M. P. (2009). *How securitization concentrated risk in the financial sector*. Philadelphia: University of Pennsylvania Press.
4. Act, Federal Home Loan Mortgage Corporation. (χ.χ.). *FHFA.gov*. Ανάκτηση από https://www.fhfa.gov/SupervisionRegulation/FannieMaeandFreddieMac/Documents/Freddie_Mac_charter_Act_N508.pdf
5. *AIG facts*. (2008, 09 16). Ανάκτηση από Daily News: <https://www.tribpub.com/gdpr/nydailynews.com/>
6. Allen, W. A., & Moessner, R. (2011). *The international propagation of the financial crisis of 2008 and a comparison with 1931*. BIS Working Papers 348, 1-31.
7. American International Group. (2008). *2008 Annual Report*. New York: American International Group, Inc.
8. Balance, T. (2017, April). *AIG Bailout: Cost, Timeline, Bonuses, Causes, Effects*. Ανάκτηση από The Balance: www.thebalance.com,
9. Bartmann, R. (2017). *Causes and effects of 2008*. HFU Business School, Internationale Betriebswirtschaft.
10. Basel Committee. (2011). *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*. <https://www.bis.org/publ/bcbs189.htm>: Basel Committee on Banking Supervision.
11. Bentley, K. (2015). *The 2008 Financial Crisis: How Deregulation Led to the Crisis*. Lake Forest College.

12. Bernanke, B. S. (2013). *The federal reserve and the financial crisis*. . Princeton: Princeton University Press.
13. Bezemer. (2009, September 7). Why some economists could see the crisis coming. *Financial Times*.
14. Blinder, A. (2013). *After the music stopped: the financial crisis, the response, and the work ahead*. New York: The Penguin Group.
15. Bris, P. A. (2010). *The Lehman Brothers Case: A corporate governance failure, not a failure of financial markets*. . Lausanne: IMD International.
16. Brunnermeier, M. K. (2009). *the fundamental principles of financial regulation*. London: International Center for Monetary and Banking Studies Centre for Economic Policy Research.
17. Bruno, J. (2008). Lehman shares slip on plans to auction off unit, consider sale of company,. *The Seattle Times*.
18. Cassidy, J. (2008). Anatomy of a meltdown: Ben Bernanke and the financial meltdown. *New Yorker* 1, 49-63.
19. Cassim, F., Rivera, R. K., Rebib, R., Reuber, T., & Wannaprapa, K. (2009). *The Bankruptcy of Lehman Brothers and its acquisition by Nomura*. Zurich: Swiss Federal Institute of Technology.
20. Charles, C., & Kenneth, S. (2010). *“Repairing a mortgage crisis: HOLC lending and its impact on local housing markets*. NBER Working Paper.
21. Chen, J. (2020, 07 22). *Investopedia*. Ανάκτηση από Tranches: <https://www.investopedia.com/terms/t/tranches.asp>
22. Choudry, M. (2006). *The Credit Default Swap Basis*. New York: Bloomberg.
23. CNBC. (2008, 03 14). *Bear Stearns Gets Bailout From the Federal Reserve*. Ανάκτηση από CNBC.com: <https://www.cnbc.com/id/23630235>
24. Congressional Budget Office. (2010). *"The Budget and Economic OutlookQ Fiscal Years 2010 to 2020"*.

25. Connerty, A. (2010). *The credit crunch: the collapse of Lehman Brothers – and a Hong Kong scheme to handle Lehman claims*. *Amicus Curia*, 83, 1-8.
26. Craig, S., Karnitschnig, M., & Lucchetti, A. (2008). Buffett to Invest \$5 Billion in Goldman. *Wall Street Journal* .
27. Dash, E. (2008). Struggling Lehman plans to lay off 1,500. *The New York Times*.
28. DiVenti, T. R. (2008). *Fannie Mae and Freddie Mac: Past, Present, and Future*. U.S. Department of Housing and Urban Development.
29. Dudley, W. C. (2017, 11 06). *Lessons from the Financial Crisis*. Ανάκτηση από <https://www.newyorkfed.org/newsevents/speeches/2017/dud171106>
30. Duffie, D. (2010). The failure mechanics of dealer banks. . *Journal of Economic Perspective*, , 51-72.
31. Ellis, D. (2008, 09 07). *U.S. seizes Fannie and Freddie*. Ανάκτηση από CNNMoney.com:
https://money.cnn.com/2008/09/07/news/companies/fannie_freddie/
32. Falkenstein, E. (2009, 05 18). *The Bear Stearns Books Still Don't Answer The Interesting Questions*. Ανάκτηση από Business Insider:
<https://www.businessinsider.com/the-bear-stearns-books-still-dont-answer-the-most-interesting-questions-2009-5>
33. *fanniemaе*. (χ.χ.). Ανάκτηση από www.fanniemaе.com:
<https://www.fanniemaе.com/about-us/who-we-are/history>
34. Ferguson, C. (Σκηνοθέτης). (2012). *Inside Job* [Ταινία].
35. Financial Crisis Inquiry Commission . (2011). *The financial crisis inquiry report: final report of the national commission on the causes of the financial and economic crisis in the united states*. New York: Public Affairs.
36. Folger, J. (2020, 9 2). *Investopedia*. Ανάκτηση από
<https://www.investopedia.com/articles/economics/08/fannie-mae-freddie-mac-credit-crisis.asp#citation-15>

37. Friedman, J. (2011). *Capitalism and the Crisis: Bankers, Bonuses, Ideology, and Ignorance*. In J. Friedman (Ed.). *What caused the financial crisis*. Philadelphia, : University of Pennsylvania Press.
38. Fu, X. (2012). *China's role in Global Economic Recovery*. New York: Routledge.
39. Fuld R., Statement of Richard S. Fuld, Jr. 2008 hearings on Causes and effects of the Lehman Brothers Bankruptcy by the Committee on Oversight and Government Reform of the House of Representatives, (Congress of the United States October 06, 2008).
40. Gakpo, M. (2012). *The Fall of Lehman*.
41. Geithner, T. (2008). *Reducing systemic risk in a dynamic financial system*. New York City: Federal Reserve Bank of New York.
42. Gethard, G. (2020, 03 20). *Investopedia*. Ανάκτηση από Falling Giant: A Case Study of AIG: <https://www.investopedia.com/articles/economics/09/american-investment-group-aig-bailout.asp#:~:text=Key%20Takeaways,massive%20debt%20to%20U.S.%20taxpayers>.
43. Graeme, W., Teather, D., & Treanor, J. (2008, 09 15). Banking crisis: Lehman Brothers files for bankruptcy protection. *Guardian*.
44. Gutierrez, C. (2008, 12 20). *GM And Chrysler Covered By TARP*. Ανάκτηση από Forbes.com: https://www.forbes.com/2008/12/20/auto-bailout-update-markets-equity-cx_cg_1219markets29.html?sh=625049401cbc
45. Havelmann, J. (2010). *The Great Recession of 2008-09: Year in Review 2009*. Encyclopedia Britannica.
46. Hodson, D., & Quaglia, L. (2009). European perspectives on the global financial crisis Introduction. *Journal of Common Market Studies*.
47. Horne, J. C. (1971). *Financial Management and Policy*. Standford University. Ανάκτηση από <https://el.wikipedia.org/wiki/%CE%A7%CF%81%CE%B7%CE%BC%CE%>

B1%CF%84%CE%BF%CE%BF%CE%B9%CE%BA%CE%BF%CE%BD%
CE%BF%CE%BC%CE%B9%CE%BA%CE%AE_%CE%BC%CF%8C%CF
%87%CE%BB%CE%B5%CF%85%CF%83%CE%B7

48. International Monetary Fund. (2009). *Review of recent crisis programs*. Strategy, Policy and Review Department.
49. Kagan, J. (2020, 02 25). *Investopedia*. Ανάκτηση από Mortgage-Backed Security (MBS): <https://www.investopedia.com/terms/m/mbs.asp>
50. Krugman, P. (September 2009). 'How Did Economists Get It So Wrong'? . *New York Times*.
51. Kwak, J. (2008). *AIG, Credit Default Swaps, and Risk Management*. Ανάκτηση από The Baseline Scenario: www.baselinescenario.com
52. McCracken, J., & Spector, M. (2009). Fed draws court's eyes in Lehman bankruptcy. *Wall Street Journal*.
53. McLean, B. (2011, 6 7). QE2 Winners and Losers. *Slate Group*.
54. Melitz, M., Krugman, P. R., & Obstfeld, M. (2015). *International Economics: Theory and Policy*. Pearson.
55. Mills, D. (2009). *The world financial crisis of 2008--2010: what happened, who is to blame, and how to protect your money*. Cambridge: Harvard University.
56. Mishkin, F. S. (2010). Over the cliff: from the subprime to the global financial crisis. *Noveber Working Paper Series, 16609*, 1-23.
57. Morison, & Foerster. (2012, 12 9). *The Dodd-Frank Act*. Ανάκτηση από mofo.com.:
www.mofo.com/files/Uploads/Images/SummaryDoddFrankAct.pdf
58. Muhammad Islam, N. S. (2013, 05 03). Fannie Mae and Freddie Mac: a case study in the politics of financial reform. *Journal of Financial Crime*.
59. Paulson, A., & McDonalds, R. (2014). *AIG in Hindsight*. Chicago: Federal Reserve Bank of Chicago.

60. Rampell. (2009). Ανάκτηση από <https://economix.blogs.nytimes.com/2010/09/20/the-recession-has-officially-ended/>
61. Reuters. (χ.χ.). Ανάκτηση από American International Group IncAIG.N: <https://www.reuters.com/companies/AIG.N>
62. Ricketts, L. R. (2011). *Quantitative Easing Explained*. Federal Reserve Bank of St. Louis.
63. Robinson. (2009). *A colossal failure of common sense: The inside story of the collapse of Lehman Brothers*. New York: Crown Business.
64. Robinson, P. (2009). *A colossal failure of common sense: The inside story of the collapse of Lehman Brothers*. New York: Crown Business.
65. Rooney, B., & Goldman, D. (2008, 06 27). *Oil settles at record high above \$140*. Ανάκτηση από CNNMoney.com: <https://money.cnn.com/2008/06/27/markets/oil/>
66. Sher Verick, I. I. (2010). *The Great Recession of 2008-2009: Causes, Consequences and Policy Responses*. Bonn: Institute for the Study of Labor.
67. Shiller, R. J. (2007, 09 17). *Bubble Trouble*. Ανάκτηση από Project Syndicate: <https://www.project-syndicate.org/commentary/bubble-trouble?barrier=accesspaylog>
68. Shiller, R. J. (2008). *The subprime solution: how today's global crisis happened, and what to do about it*. Princeton: Princeton University Press.
69. Silver, C. (2020, 08 17). *10+ Years Later, Lessons from the 2008 Financial Crisis*. Ανάκτηση 12 10, 2020, από <https://www.investopedia.com/news/10-years-later-lessons-financial-crisis/>
70. Simpson, C. K. (2016). *What Caused the Failure of Lehman Brothers? Could it have been prevented? How? Recommendations for going forward*. Swiss Management Center University.
71. Sinek, S. (2009). *Start With Why*. New York: Penguin Publishing Group.

72. Sirri, E. (2008, 10 15). *Testimony Concerning Credit Default Swaps*.
Ανάκτηση από U.S. Securities and Exchange Commission:
<https://www.sec.gov/news/testimony/2008/ts101508ers.htm>
73. Sorkin, R. (2009). *Too Big to Fail: the inside story of how wall street and washington fought to save*. New York: Viking Press.
74. Soros, G. (2008). *The new paradigm for financial markets: the credit crisis of 2008 and what it means*. New York: Public Affairs.
75. Stiglitz, J. (2010). *Freefall: america, free markets, and the sinking of the world economy*. New York: W.W.Norton&Company.
76. Strömberg, M., & Gunnarson, R. (2017). *Riskhantering ur ett försäkringsperspektiv*. Gothenburg University.
77. Superintendent of Documents. (2010). *The Causes and Effects of the Lehman Brothers Bankruptcy*. Washington DC: Government Printing Office.
78. Superintendent of Documents. (2010). *The Causes and Effects of the Lehman Brothers Bankruptcy*. Washington DC: U.S. Government Printing Office.
79. Swage, P. L. (2010). *The Cost of the Financial Crisis: The Impact of the September 2008 Economic Collapse*. Pew Financial Reform Project.
80. TARP Congressional Oversight Panel. (2010). *"February Oversight Report"*.
81. Taylor, J. B. (2009). *Monetary policy, economic policy, and the financial crisis: an empirical analysis of what went wrong*. Philadelphia: University of Pennsylvania Press.
82. Tebogo, B. (2012). *The failure and collapse of the Lehman Brothers*. The Learning Village(Pty)Ltd. Ανάκτηση από
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2060758
83. The Guardian. (2008, December). Three weeks that changed the world. *The Guardian*.
84. Time. (2014, September). *The Real Truth About the Wall Street Bailouts*.
Ανάκτηση από www.time.com

85. Times, T. N. (2009, March). *A.I.G Planning Huge Bonuses After \$170 Billion Bailout*. Ανάκτηση από The New York Times: www.nytimes.com
86. TPM. (2009, 03 20). *The Rise And Fall Of AIG's Financial Products Unit*. Ανάκτηση από TalkingPointsMemo: <https://talkingpointsmemo.com/muckraker/the-rise-and-fall-of-aig-s-financial-products-unit>
87. Turner, A. (2009). *A regulatory response to the global banking crisis*. London: Financial Service Authority.
88. Valukas, A. R. (2010). *Lehman Brothers Examiner's Report*. Jenner & Block.
89. Wallison, P. J. (2009). Government housing policy and the financial crisis. *Cato Journal*, 397-405.
90. White, L. (2005). *On Truly Privatizing Fannie Mae and Freddie Mac: Why It's Important, and How to Do It*. New York: New York University.
91. White, L. J. (2009). *The credit-rating agencies and the subprime debacle*. Philadelphia: University of Pennsylvania Press.
92. William, P. (2007). *"The GSE's: where do we stand*. Federal Reserve Bank of St. Louis Review.
93. Winkler, A. (2010). *The financial crisis: A wake-up call for strengthening regional monitoring of financial markets and regional coordination of financial sector policies?* ADBI working paper series.
94. Zandi, M., & deRitis, C. (2011). *"The future of the mortgage finance system"*. Moody's Analytics Special Report.