



ΣΧΟΛΗ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗΝ ΕΦΑΡΜΟΣΜΕΝΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ
ΕΛΕΓΚΤΙΚΗ

Διπλωματική Εργασία

ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗ ΤΡΑΠΕΖΙΚΩΝ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ-ΣΤΕΓΑΣΤΙΚΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ ΩΣ ΚΥΡΙΑΡΧΟΣ
ΠΑΡΑΓΟΝΤΑΣ ΤΗΣ ΠΡΟΣΦΑΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΣΤΙΣ ΗΠΑ

ΤΟΥ

ΓΑΒΑΛΑ ΙΑΣΩΝ

Επιβλέπων Καθηγητής: ΔΗΜΗΤΡΗΣ Λ. ΠΑΠΑΔΟΠΟΥΛΟΣ

Υποβλήθηκε ως απαιτούμενο για την απόκτηση του Μεταπτυχιακού Διπλώματος στην
Εφαρμοσμένη Λογιστική και Ελεγκτική

ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ 2014

Αφιερώνω την εργασία σε όλους τους κοντινούς ανθρώπους μου και ευχαριστώ όσους έδειξαν υπομονή όλο αυτό το χρονικό διάστημα.

Περιεχόμενα

Πρόλογος.	4
Κεφάλαιο 1:Βασικές πτυχές του χρηματοοικονομικού συστήματος.	6
1.1Η δύναμη του παγκόσμιου χρηματοοικονομικού συστήματος.	6
1.2Η πρώτη χρηματιστηριακή «φούσκα» του χρηματοοικονομικού συστήματος.	10
1.3Δομικές αλλαγές.	16
1.4Ομόλογα-Χρέος.	22
1.5Παράγωγα αντιστάθμιση κινδύνου.	26
Κεφάλαιο 2:Η τιτλοποίηση στεγαστικών δανείων και ο ρόλος των τραπεζών στις ΗΠΑ.	34
2.1 Τράπεζες.	34
2.2 Ρόλος της ιδιοκατοίκησης και η μετάβαση στην τιτλοποίηση.	46
2.3 Λειτουργία των συμβάσεων μεταφοράς κινδύνου αθέτησης υποχρεώσεων και συνθετικού εγγυημένου χρεωστικού ομολόγου.	53
2.4 Οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης και ο ρόλος τους στην τιτλοποίηση στεγαστικών δανείων.	64
Κεφάλαιο 3: Η πτώση της αγοράς ενυπόθηκου δανεισμού η διάσωση της και ένας φαύλος κύκλος ρευστότητας στις ΗΠΑ.	72
3.1 Οι πρώτες ρωγμές στην αγορά ενυπόθηκου δανεισμού στις ΗΠΑ.	72
3.2 Η πτώση της αγοράς ενυπόθηκων ομολόγων μειωμένης εξασφάλισης και η διάσωση της στις ΗΠΑ.	78
3.3 Χορήγηση ρευστότητας στις ΗΠΑ.	87
Κεφάλαιο 4: Συμπεράσματα.	92
4.1 Προτάσεις για περαιτέρω διερεύνηση του θέματος.	94
Βιβλιογραφία.	98

Κατάλογος των πινάκων.

Πίνακας 1: Η παγκόσμια οικονομική σφαίρα.....	8
Πίνακας 2: Primary Dealers (Βασικοί διαπραγματευτές).....	35

Κατάλογος των διαγραμμάτων.

Διάγραμμα 1: Συνολικό παγκόσμιο, ιδιωτικό, κρατικό και τραπεζικό χρέος..	25
Διάγραμμα 2 : Κρυφά δάνεια της FED.....	38
Διάγραμμα 3: Βασικοί κάτοχοι αμερικάνικου χρέους.....	39
Διάγραμμα 4: Πραγματική κατά κεφαλήν ανάπτυξη του ΑΕΠ και τραπεζική κρίση.....	44
Διάγραμμα 5: Ανάπτυξη αγοράς CDS από το 1996-2008.....	54
Διάγραμμα 6: Παγκόσμιος όγκος τίτλων σταθερού εισοδήματος με βαθμολογία 3Α	70
Διάγραμμα 7 : Παγκόσμια χρηματιστηριακή κεφαλαιοποίηση σε τρις δολάρια.....	90

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Τα τελευταία χρόνια αντιμετωπίζουμε μια συστημική κρίση σε παγκόσμιο και σε εθνικό επίπεδο η οποία έχει επηρεάσει τις ζωές όλων μας και παρατείνεται, παίρνοντας ολοένα και πιο επικίνδυνες μορφές για την οικονομία του πλανήτη αλλά και για τους πολίτες. Ο κόσμος ζει στην σκιά του χρέους με τις οικονομίες και τις κοινωνίες να μεταβάλλονται καθώς πλήττονται από ένα χρηματοπιστωτικό κύμα που σαρώνει και διαμορφώνει το διεθνές οικονομικό και πολιτικό σκηνικό των επόμενων δεκαετιών.

Τα ερωτήματα που πρέπει να απαντηθούν και να διερευνηθούν είναι αρκετά και πολυδιάστατα. Τα βασικά που θα μας απασχολήσουν στην παρούσα εργασία είναι το πώς η κρίση του 2008 στην ΗΠΑ και κυρίως στον τραπεζικό τομέα έφτασε στο επίπεδο να επηρεάζει τις οικονομίες ολόκληρου του πλανήτη; Πώς η τιτλοποίηση των τραπεζικών απαιτήσεων, δηλαδή των στεγαστικών δανείων και κυρίως των δανείων που έπαιρναν κοινωνικές ομάδες με χαμηλό εισόδημα και με ανεπαρκές πιστοληπτικό ιστορικό αποτέλεσαν το μεγαλύτερο ρήγμα στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Την διαδικασία που τα ακίνητα στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής συνδέονται άμεσα με τα παράγωγα και τον ρόλο που διαδραμάτισαν στην χρηματοπιστωτική αγορά και τον τρόπο που αποτέλεσαν ντόμινο για αυτή την συστημική κρίση;

Πρωταγωνιστικό ρόλο για την μεγαλύτερη φούσκα στην ιστορία του χρηματοπιστωτικού συστήματος έχει η τραπεζική ελίτ η οποία με την δύναμη και τον πλούτο που έχει αποκτήσει τα τελευταία σαράντα χρόνια και τον συστημικό της χαρακτήρα στον οικονομικό και κοινωνικό τομέα είναι πολύ μεγάλη για να καταρρεύσει. Τα κράτη και οι κυβερνήσεις είναι πλέον εκτεθειμένα στην οικονομική ισχύ των μεγάλων τραπεζικών συστημάτων και δεν έχουν άλλες λύσεις εκτός από την διάσωση τους αν κάτι πάει στραβά. Οι φούσκες στην ιστορία του χρηματοπιστωτικού συστήματος εδώ και τρεις αιώνες δείχνουν ότι δεν είχαμε για πρώτη φορά κρίση στον τομέα των στοιχείων των ενεργητικών μιας τράπεζας ή ενός επιχειρηματικού

κολοσσού που επέφεραν γενικευμένη ύφεση στην οικονομία, μάλιστα η πρώτη χρονολογείται από το 1720.

Επίσης θα αναφέρω τον ρόλο που διαδραματίζουν οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης όπως η Moody's και η Standard & Poor's για την αξιολόγηση και την βαθμολόγηση των τιτλοποιημένων παραγώγων που βασίζονται σε στεγαστικά δάνεια και πώς διαμορφώνουν την εμπιστοσύνη στην αγορά. Τον κεντρικό συντελεστή που διαδραμάτισαν στην ανάπτυξη της αγοράς δομημένων προϊόντων, επιτρέποντας μέσω των βαθμολογιών τους την εξίσωση εξαιρετικών πολύπλοκων και αδιαφανών χρεογράφων με τα παραδοσιακά ομόλογα.

Τον ρόλο των κεντρικών τραπεζών και κυρίως της Ομοσπονδιακής τράπεζας της Νέας Υόρκης που με την χρήση χαμηλών επιτοκίων και την χορήγηση ρευστότητας στην αγορά, συντέλεσε στην διόγκωση της χρηματοπιστωτικής φούσκας του 2008 και την ιστορική σχέση που υπάρχει ανάμεσα στην υπερβολική χρήση της ρευστότητας, τις τραπεζικές κρίσεις, τις κρίσεις κατοικίας και τις κρίσεις χρέους.

Η οικονομική και χρηματοπιστωτική κρίση με την κατάρρευση της Lehman Brothers που κλόνισε τον κόσμο το 2008 δεν αποδυνάμωσε την κυριαρχία των κυρίως υπεύθυνων της κρίσης αλλά τις κυβερνήσεις και συνεπώς τους πολίτες. Επίσης το ποίο σημαντικό είναι ότι δεν κλόνισε τις ιδεολογίες που κατευθύνουν τις οικονομικές πολιτικές εδώ και τριάντα χρόνια.

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να μας εισάγει στις βασικές πτυχές του χρηματοοικονομικού συστήματος και τον τρόπο λειτουργία τους. Τον ρόλο που διαδραματίζουν στην παγκόσμια οικονομία και το αντίκτυπο που έχει στην πραγματική οικονομία. Ο βασικός πυλώνας της εργασίας είναι η τιτλοποίηση των στεγαστικών δανείων που διαδραμάτισαν τον κυρίαρχο ρόλο για την κρίση του 2008 στις ΗΠΑ. Μια κρίση που αποτέλεσε έναυσμα για μια συστημική παγκόσμια κρίση και ανέδειξε την λάθος αντιμετώπιση και ιδεολογία που κυριαρχεί στις χρηματοπιστωτικές αγορές και τράπεζες. Επιπλέον τον ρόλο που διαδραματίζουν με τους οίκους αξιολόγησης και τον κίνδυνο που εκθέτουν την οικονομία. Ο τρόπος λειτουργίας του συστήματος χρειάζεται αναθεώρηση. Στην τελευταία ενότητα αναφέρω κάποιες εναλλακτικές προτάσεις για περαιτέρω διερεύνηση του θέματος.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1:

ΒΑΣΙΚΕΣ ΠΤΥΧΕΣ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ

1.1 Η δύναμη του παγκόσμιου χρηματοοικονομικού συστήματος

Ο τρόπος που συναλλασσόμαστε και διαχειριζόμαστε το χρήμα έχει αλλάξει ριζικά τα τελευταία 30 χρόνια, η απόλυτη έλλειψη τριβών με την οποία το χρήμα κινείται ανά τον κόσμο είναι θαυματουργή και τρομακτική συγχρόνως. Η δύναμη του χρηματοπιστωτικού συστήματος σε αξία είναι πλέον τεράστια σε σχέση με το παγκόσμιο ΑΕΠ και αυξάνεται συνεχώς ανεξάρτητα με τις φάσεις της οικονομίας. Με συνέπεια ο πλούτος του πλανήτη να καταλήγει όλο και σε λιγότερα χέρια και η πάλη των τάξεων να γίνεται ακόμα μεγαλύτερη. Τι όμως συντέλεσε σε αυτή την ανάπτυξη και ποιες συνέπειες έχει στον πλούτο των κρατικών οικονομιών και πώς διαμορφώνει την ζωή όλων μας ;

Η ιδεολογία που επικράτησε από το 1970 και μετά ήταν ότι οι αγορές μπορούν από μόνες τους να αυτορυθμίζονται και δεν πρέπει να υπάρχει κρατικός παρεμβατισμός, έτσι στραφήκαμε στην απελευθέρωση των αγορών και στην ιδέα του καθαρού καπιταλισμού και ότι οι αγορές μπορούν να προσαρμόζονται από μόνες τους το λεγόμενο «laissez faire». Τούτες οι μεταλλάξεις δικαιολογήθηκαν θεωρητικά μέσω της παραδοχής ότι οι χρηματοοικονομικές αγορές αξιοποιούν αποτελεσματικά τις πληροφορίες της αγοράς και εφόσον λειτουργούν με την μέγιστη δυνατή ελευθερία συνιστούν αποτελεσματικό μηχανισμό κατανομής κεφαλαίου.

Η πολιτική που ασκείται τα τελευταία 30 χρόνια απορρέει από αυτή την ιδεολογία. Το ζητούμενο ήταν να διαμορφωθεί μια παγκόσμια χρηματοοικονομική αγορά που όλοι οι συντελεστές της όπως οι επιχειρήσεις, τα νοικοκυριά, τα κράτη και οι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί να μπορούν να ανταλλάσσουν κάθε είδος τίτλους (

μετοχές, ομόλογα, παράγωγα, χρέη, συνάλλαγμα) για οποιαδήποτε προθεσμία λήξης τους μακροπρόθεσμα και βραχυπρόθεσμα. Οι χρηματοοικονομικές αγορές άρχισαν να μοιάζουν με την αγορά χωρίς τριβές (την λεγόμενη perfect market) που χρησιμοποιούν τα εγχειρίδια των οικονομικών. Πάνω σε αυτό το δόγμα αρχίσαμε να βλέπουμε την αγορά τέλεια και τα συστήματα ανάλυσης της χρηματαγοράς αλάνθαστα κατασκευάζοντας μια οικονομική ουτοπία που μας έφερε στην χειρότερη κρίση έως τώρα. Δεινός υποστηρικτής αυτής της ιδεολογίας ήταν ο Alan Greenspan που υπήρξε πρόεδρος της Federal Reserve (κεντρικής ομοσπονδιακής τράπεζας) των Ηνωμένων Πολιτειών από το 1987 έως το 2006 και ένθερμος υποστηρικτής για την ανάπτυξη των παραγώγων χωρίς κεντρικό μητρώο και πολλούς ελέγχους.

Η εξέλιξη των αγορών δομημένων προϊόντων, στην οποία ανήκουν και τα παράγωγα προϊόντα αποτέλεσε τον πυρήνα της αυξανόμενης ισχύος των μεγαλύτερων τραπεζών διεθνώς. Που μέσα από την τιτλοποίηση των στοιχείων του ενεργητικού τους καθόρισαν την παραγωγή και την κυκλοφορία των παραγώγων προϊόντων. Οι δραστηριότητες αυτές, αρχικά αποτελούσαν μια λειτουργία αντιστάθμισης κινδύνου που αν χρησιμοποιούνταν διαφορετικά θα συντελούσαν ένα ισχυρό όπλο για κερδοσκοπία. Οι δυνάμεις της κερδοσκοπίας δεν άργησαν να δράσουν, έτσι και αλλιώς είναι εγκαταστημένες στον πυρήνα του νεοφιλελεύθερου χρηματοπιστωτικού συστήματος και με την βοήθεια της μόχλευσης που δημιουργείται από τις πιστώσεις και τις πολλαπλές χορηγήσεις ρευστότητας από την πλευρά των τραπεζών αυξήθηκε η κερδοσκοπική δύναμη.

Η υπερτροφία που παρουσιάζουν τα παράγωγα προϊόντα στον διατραπεζικό κλάδο ήταν μια από τις αιτίες της κρίσης. Τα αίτια που οδήγησαν σε αυτή την κρίση συνοψίζονται κυρίως στην έλλειψη ρυθμιστικού πλαισίου, την δυσλειτουργία των μεθόδων ανάλυσης, την εσφαλμένη παροχή κινήτρων και ότι κάποιοι έκαναν υπερβολές και πήραν υπέρμετρο ρίσκο. Σίγουρα όλοι αυτοί οι παράγοντες διαδραμάτισαν κυρίαρχο ρόλο. Όμως το μέγεθος της απώλειας είναι τόσο μεγάλο που είναι δύσκολο να δικαιολογηθεί στην ανεπάρκεια των ελεγκτικών μηχανισμών, σε απροσεξίες και σε αποκλίνουσες συμπεριφορές. Το ΔΝΤ 3 υπολόγισε τις απώλειες στις 4 χιλιάδες δισεκατομμύρια δολάρια τον Ιούλιο του 2009 (ο αριθμός των αστεριών του γαλαξία μας είναι περίπου 400 δις). Για να κατανοήσουμε καλύτερα το

ιλιγγιώδες ποσό απώλειας ας κάνουμε το εξής νοητικό πείραμα, όπως πρότεινε ο μαθηματικός John Allen Paulos στο βιβλίο του «Innumeracy». Χωρίς να κάνετε μαθηματικές πράξεις μαντέψτε πόσος χρόνος είναι ένα εκατομμύριο δευτερόλεπτα. Τώρα προσπαθήστε να μαντατέψετε το ίδιο και για 4000 δις δευτερόλεπτα. Ένα εκατομμύριο δευτερόλεπτα είναι κάτι λιγότερο από 12 ημέρες, 4000 δις δευτερόλεπτα είναι σχεδόν 128.000 χρόνια τρομακτικό από όποια οπτική γωνία και αν το δούμε. Πώς γίνεται οι απώλειες να είναι τόσο μεγάλες; Πως όμως οι τράπεζες και τα στεγαστικά ταμειυτήρια, που βρίσκονταν εχθές σε χρεοκοπία ή που σήμερα έχουν κλονιστεί και έχουν την συνδρομή των κρατών, καθώς απειλούνται με κατάρρευση είναι μεταξύ των παλαιότερων και συχνά των καλύτερων της αγοράς ;

Δεν πρέπει να εξετάσουμε μόνο τις άμεσες αιτίες αλλά αυτό που βρίσκεται στα θεμέλια του συστήματος, το παράλογο χάσμα που έχει δημιουργηθεί εδώ και 30 χρόνια ανάμεσα στον χρηματοοικονομικό τομέα και στην πραγματική οικονομία. Και γεννήθηκε μέσα από την απελευθέρωση των νομισματικών και χρηματοοικονομικών αγορών.

Ο παρακάτω πίνακας φανερώνει τον όγκο και την αξία του χρηματοοικονομικού συστήματος, οι πηγές προέρχονται από την Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών και από την Παγκόσμια τράπεζα.

Η παγκόσμια οικονομική σφαίρα (μονάδα το τρισεκατομμύριο) Πίνακας 1

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Χρηματοοικονομικός κλάδος							
Οργανωμένη αγορά συναλλάγματος	23,8	220,6	379,5	545,8	714,3	940,6	1015
Άλλες οργανωμένες αγορές παραγώγων	693,1	874,3	1152,3	1406,9	1808	2208	1660
Αγορές παραγώγων μη οργανωμένες (OTC)	385,7	524	545,2	557,8	144,3	147,5	820,4
Χρηματοοικονομικές αγορές (μετοχές, ομόλογα)	38	42,7	53,9	64	84,1	128,1	132,6
<i>Πραγματική οικονομία</i>							
Παγκόσμιο ΑΕΠ	32,3	37	41,6	44,8	48,4	54,3	60,01
Συνολικές συναλλαγές	1172,9	1698,6	2172,5	2619,3	2799,1	3478,5	3688,1

Από τον πίνακα παρατηρούμε την ανισότητα του παγκόσμιου ΑΕΠ με τις συνολικές συναλλαγές σε 1,6% το 2008 ($60,1/3688,1 \cdot 100$) άρα και την ανισότητα

στην πραγματική οικονομία και των διατραπεζικών συναλλαγών παγκοσμίως. Το 67% αποτελείται από τα παράγωγα προϊόντα σε οργανωμένη και μη οργανωμένη αγορά παραγώγων που αφορούν τις κινήσεις αντιστάθμισης στις διακυμάνσεις των τιμών, στις διακυμάνσεις των επιτοκίων, σε αποκλίσεις των χρηματιστηριακών τιμών, των τιμών των πρώτων υλών και ακόμα σε πιστωτικούς κίνδυνους. Το 27,5% την οργανωμένη αγορά συναλλάγματος για την προστασία από τις διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών και ένα 3,6% για τις χρηματοοικονομικές αγορές μετοχών και ομολόγων. Αυτή η τεράστια ανισορροπία των διατραπεζικών συναλλαγών με την πραγματική οικονομία που είναι περίπου πενήντα φορές μικρότερη και οι ασφάλειες των προϊόντων αντιστάθμισης κινδύνων που είναι δυσανάλογα μεγαλύτερες από την χρηματοοικονομική αγορά, τρέφονται από την κερδοσκοπία και από τις υπεραξίες που δημιουργούνται στις αγορές, τις λεγόμενες φούσκες.

1.2Η πρώτη χρηματιστηριακή «φούσκα» του χρηματοοικονομικού συστήματος.

Οι φούσκες στον χρηματοοικονομικό σύστημα δεν είναι λίγες και συχνά επαναλαμβάνονται στην ιστορία. Στην ουσία αποτελούν μια ραγδαία ανάπτυξη και μια υπεραισιοδοξία για την ανάπτυξη των χρηματοοικονομικών συστημάτων που τροφοδοτείται από την απληστία των μετόχων για μεγαλύτερες αποδόσεις και κέρδη, που συνήθως συνοδεύονται από παρατυπίες και λογιστικές απάτες που στο τέλος βγαίνουν στην επιφάνεια ετεροχρονισμένα και η άνοδος των τιμών διακατέχεται από μια μεγάλη πτώση της αξίας των μετοχών (from boom to bust).

Η πρώτη χρηματιστηριακή φούσκα χρονολογείται από το 1719 η λεγόμενη φούσκα του Μισισιπή που συνέβη στην Γαλλία από τον John law του Εδιμβούργου, πρώην υπουργού οικονομικών της Γαλλίας. Η ιστορία του John law του φιλόδοξου Σκοτσέζου έχει μεγάλο ενδιαφέρον γιατί ήταν ο πρώτος άνθρωπος που οραματίστηκε το χρηματιστήριο περίπου όπως το ξέρουμε σήμερα. Ήταν γόνος πλούσιας οικογένειας και περνούσε τον ελεύθερο του χρόνο τζογάροντας, πίνοντας και με παρέα ωραίων γυναικών (δεν υπάρχει μεγάλη διαφορά από τους χρηματιστές του σήμερα), το 1694 αναγκάστηκε να φύγει από το Λονδίνο επειδή σκότωσε κάποιον σε μονομαχία, καταδικάστηκε σε θάνατο αλλά και με κάποιο τρόπο διέφυγε από την φυλακή. Αναγκάστηκε να μετοικήσει στην ηπειρωτική Ευρώπη όπου απέκτησε βαθιά γνώση των τραπεζικών και οικονομικών ζητημάτων. Περνούσε αρκετό χρόνο στην Ολλανδία που εκείνη την στιγμή άκμαζε εμπορικά και οικονομικά και θεωρούταν από πολλούς η πρώτη καπιταλιστική χώρα στην παγκόσμια ιστορία και με το πρώτο οργανωμένο χρηματιστήριο. Μελετώντας το οικονομικό σύστημα της Ολλανδίας οραματίστηκε στο Άμστερνταμ, το έργο του νόμισμα και εμπόριο (Money and Trade, 1705), που περιείχε ένα σχέδιο για την οικονομική εξυγίανση της Σκωτίας η οποία περνούσε τότε σοβαρή οικονομική κρίση. Το σχέδιό του δεν έγινε ευνοϊκά δεκτό στην Σκωτία.

Στην Γαλλία όμως τον περίμενε άλλη τύχη, στο Άμστερνταμ είχαν δημιουργηθεί οι πρώτες εταιρίες. Το λιμάνι αποτελούσε το δρόμο προς τις ανατολικές Ινδίες παρακάμπτοντας το δρόμο του μεταξιού που ήταν αρκετά πιο χρονοβόρος, το

εμπόριο για τα μπαχαρικά αποτέλεσε την ανάγκη για την δημιουργία των πρώτων μεγάλων εταιριών με μετοχική δομή (σημερινή ονομασία είναι Ανώνυμες εταιρίες). Επειδή το ταξίδι είχε μεγάλο κόστος και κίνδυνο το κράτος πρότεινε στους πολίτες να συμμετέχουν επενδύοντας όποιοι μπορούσαν σε αυτό το εγχείρημα με αρχικά κεφάλαια. Οποίος τοποθετούσε τα χρήματα του στην εταιρία Ανατολικών Ινδών λάμβανε ένα actie (action), δηλαδή ένα κομμάτι της επιχειρηματικής δραστηριότητας από ένα μελλοντικό μερίδιο στα κέρδη της εταιρίας. Με αυτό τον τρόπο γεννήθηκε η πρώτη μετοχή στον κόσμο που εκδόθηκε από την πρώτη πολυεθνική εταιρία του κόσμου πριν από τέσσερις αιώνες περίπου. Τρία χρόνια αργότερα οι αρχικοί μέτοχοι δήλωσαν ότι, οποιοσδήποτε ήθελε να ρευστοποιήσει την επένδυση του δεν θα πληρωνόταν από την εταιρία αλλά θα έπρεπε να πουλήσει την μετοχή του σε άλλον επενδυτή. Έτσι γεννήθηκε η αγορά για τις μετοχές της εταιρίας που η τιμή θα διαμορφωνόταν από τον νόμο της προσφοράς και της ζήτησης.

Αυτό που παρατήρησε ο John law από την δομή του συστήματος είναι ότι η αγοροπωλησία αυτών των μετοχών έκανε πάμπλουτους τους αρχικούς επενδυτές. Γοητευμένος από την λειτουργία και της σχέσεις μεταξύ της εταιρίας και της τράπεζας του Άμστερνταμ που γινόντουσαν οι αγοροπωλησίες των μετοχών, ανακάλυψε ότι το σύστημα του χρηματιστηρίου δεν ήταν ολοκληρωμένο. Επειδή υπήρχε ένας περιορισμένος αριθμός των μετοχών της εταιρίας Ανατολικών Ινδιών, εφόσον η ζήτηση αυξανόταν συνεχώς στην αγορά θα έπρεπε να αυξήσουν και την ποσότητα των μετοχών. Επίσης δεν μπορούσε να κατανοήσει το συντηρητισμό της τράπεζας του Άμστερνταμ. Η τράπεζα είχε δημιουργήσει ένα εσωτερικό σύστημα που επέτρεπε στους εμπόρους να τακτοποιούν τους λογαριασμούς τους με μεταφορές πιστώσεων χωρίς χρήματα αλλά δεν είχε προβεί στην έκδοση τραπεζογραμμάτιων προς το κοινό.

Η ιδέα της ριζικής τροποποίησης των θεσμών είχε μόλις ξεπεταχτεί από μέσα του, μόνο αν συνδύαζε τις ιδιότητες μιας μονοπωλιακής εταιρίας και μιας δημόσιας τράπεζας οι δυνατότητες θα ήταν απεριόριστες αρκεί να έβρισκε πρόσχαρο έδαφος σε μια ταλαιπωρημένη οικονομικά χώρα που θα δεχόταν αυτή την καινοτομία, αυτή η χώρα ήταν η Γαλλία.

Η Γαλλία εκείνη την περίοδο βρισκόταν σε βαριά ύφεση και αντιμετώπιζε σοβαρό δημοσιονομικό πρόβλημα. Από τον πόλεμο του Λουδοβίκου του 14^{ου} είχε δημιουργηθεί ένα μεγάλο δημόσιο χρέος για το κράτος. Όταν ο βασιλιάς Ήλιος πέθανε το 1715, ο Δούκας της Ορλεάνης ενεργώντας ως βασιλιάς του ανήλικου βασιλιά Λουδοβίκου 15^{ου} αντιμετώπισε μια επικείμενη χρεωκοπία του κράτους. Ο John Law έγινε υπουργός οικονομικών της Γαλλίας. Και φιλοδοξούσε να αναζωογονήσει την οικονομική κατάσταση της Γαλλίας με την ίδρυση μιας τράπεζας κατά το ολλανδικό μοντέλο, με την διαφορά ότι αυτή η τράπεζα θα εξέδιδε χαρτονομίσματα. Καθώς το χρήμα θα επενδύονταν στην τράπεζα το μεγάλο δημόσιο χρέος θα περιοριζόταν. Και αυτόματα το χάρτινο χρήμα θα αναζωογονούσε το Γαλλικό εμπόριο και συνεπώς την οικονομική ισχύ της Γαλλίας. Το κράτος κέρδιζε διπλά από αυτή την λειτουργία μετατρέποντας το δημόσιο χρέος σε μετοχές της τράπεζας του Λο και ταυτόχρονα έχοντας την δυνατότητα να τυπώνουν όσο χρήμα ήθελαν. Όπως έγραψε ο Λο. στον Λουδοβίκο « Πιστεύω ότι ένας απόλυτος ηγεμόνας που γνωρίζει πώς να κυβερνά μπορεί να διευρύνει τις πηγές χρηματοδότησης του ώστε να βρίσκει τα αναγκαία κεφάλαια με το χαμηλότερο επιτόκιο, από έναν ηγεμόνα με περιορισμένη εξουσία», συνεπώς στα χρηματοοικονομικά θέματα η απόλυτη εξουσία μπορεί να ανήκει σε λίγα άτομα αυτή ήταν η ιδεολογία από την αρχή.

Το 1716, πήρε την άδεια να ιδρύσει ιδιωτική τράπεζα, τη Γενική Τράπεζα (Banque Générale), της οποίας τα χαρτονομίσματα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν για την πληρωμή των φόρων. Η δραστηριότητα της τράπεζας –που το 1718 μετατράπηκε σε Βασιλική Τράπεζα (Banque Royal)– σημείωσε επιτυχία και ο Λ. διεύρυνε το πεδίο των δραστηριοτήτων του, το δεύτερο πλάνο του ήταν να ιδρύσει μια μεγάλη εμπορική εταιρία μονοπωλιακού χαρακτήρα.

Το 1711 ίδρυσε τη Δυτική Εταιρεία (Compagnie d' Occident) για το εμπόριο με τις γαλλικές αποικίες της Αμερικής και αργότερα την Εταιρεία των Ινδιών (Compagnie des Indes) για το εμπόριο με την Αφρική, τις Ινδίες και την Κίνα. Το σχέδιο ήταν ότι εφόσον η Γαλλία είχε στην κατοχή της μια τεράστια έκταση δυτικά του Μισισιπή την Λουιζιάνα, αυτή θα γινόταν αφετηρία για το μονοπωλιακό εμπόριο συναλλαγών της Δυτικής εταιρίας και αργότερα της εταιρίας του Μισισιπή με

διευθυντή τον Λο. Όλοι οι γάλλοι ενθαρρύνονταν να αγοράσουν μετοχές από αυτή την νέα εταιρία που τους υποσχόταν την γη της επαγγελίας στις όχθες του Μισισιπή.

Αυτό που κατάφερε ο John Law σε οικονομικού όρους είναι ότι επιχειρούσε να αναθερμάνει την Γαλλική οικονομία μετατρέποντας το κακώς διαχειριζόμενο δημόσιο χρέος σε μετοχές, σε μια εμπορική εταιρία ιδιωτικοποίησης του δημοσίου χρέους. Επιπλέον με την έκδοση χαρτονομισμάτων έδωσε ώθηση στην αγοραστική δύναμη των καταναλωτών και συνεπώς της Γαλλίας. Δεν ήταν μια υπέροχη ιδέα;

Εφόσον τώρα υπήρχε η ρευστότητα που όλοι επιζητούσαν και ελεγχόταν από τον Λο. ξέσπασε μια μαζική κερδοσκοπική φρενίτιδα προς την εταιρία του Μισισιπή με την τιμή της μετοχής να αυξάνεται από την αρχική τιμή των 500 λιβρών στις 5000 λίβρες μέσα σε ελάχιστο χρόνο και μέσα σε 4 μήνες τις 10000 λίβρες. Όσο περισσότερο αυξανόταν η τιμή τόσο περισσότερη ήθελαν να αγοράσουν, ήταν μια κλασική περίπτωση χρηματιστηριακής ανατροφοδότησης. Εκείνη την περίοδο επινοήθηκε και η λέξη εκατομμυριούχος με τον Λο. να είναι από τους πλουσιότερους και πρώτους εκατομμυριούχους.

Ο Λο. κατείχε τόσο οικονομική εξουσία στα χέρια του όσο κανείς άλλος στην Γαλλική ιστορία. Ως υπουργός της Γαλλικής οικονομίας ήταν υπεύθυνος για την είσπραξη όλων των έμμεσων φόρων, το δημόσιο χρέος, για τα είκοσι έξι νομισματοκοπεία που παρήγαγαν τα χρυσά και ασημένια νομίσματα της χώρας, για την εταιρία των Ινδιών, για το σύνολο των συναλλαγών της Γαλλίας με την Αφρική και την Ασία και για την αποικία της Λουϊζιάνας που κάλυπτε περίπου το ένα τέταρτο των σημερινών ΗΠΑ.

Μέχρι τον Ιανουάριο του 1720 ο Λο. ήταν πολυεκατομμυριούχος και φαινόταν ότι ο θρίαμβος του είχε ολοκληρωθεί. Ένας σκοτσέζος φυγάς και δολοφόνος ήταν πρακτικά ο υπουργός της Γαλλίας εφόσον είχε στην κατοχή του την καρδιά του συστήματος. Το πρόβλημα συνήθως σε αυτές τις περιπτώσεις είναι η απληστία, έτσι ο Λο. ήθελε να τυπώνει όλο και περισσότερο χρήμα το οποίο έλεγχε η δική του τράπεζα για να αυξήσει την τιμή των μετοχών της εταιρίας του. Τόσο η τράπεζα όσο και η εταιρία του Λο. συστεγάζονταν στο ίδιο κτίριο στο παλάτι του Mazarin το οποίο και του άνηκε. Με σημερινούς όρους θα μπορούσαμε να πούμε ότι ο Λο. είχε καταχραστεί πλήρως την έννοια της εσωτερικής πληροφόρησης.

Ουσιαστικά το σύστημα του Λο. είναι αυτό που ονομάζουμε σήμερα σύστημα Ponzi* (πυραμίδα).

Στην περίπτωση του Λο. οι εξαγορές άλλων εταιριών και τα υψηλά μερίσματα που καταβάλλονταν δεν χρηματοδοτούνταν από τα κέρδη της εταιρίας αλλά από την πώληση νέων μετοχών. Όπως όλα τα συστήματα πυραμίδας, έτσι και του Λο. αναπόφευκτα θα δημιουργούσε μια μη διατηρήσιμη φούσκα. Ο Λο. είχε καταφέρει να αναθερμάνει την οικονομία συνδυάζοντας το τύπωμα νέου χρήματος και την εμπιστοσύνη του κοινού. Σύμφωνα με την εκστρατεία του Λο. τα τεράστια κέρδη θα προερχόντουσαν από την Γαλλική αποικία την Λουιζιάνα την οποία περιέγραφε ως ένα πραγματικό κήπο της Εδέμ, με τους ιθαγενείς να είναι πρόθυμοι να ανταλλάξουν τα άφθονα προϊόντα τους. Αυτά θα κατευθύνονταν στη Γαλλία μέσω μιας καινούργια πόλης στις εκβολές του Μισισίπι. Την Νέα Ορλεάνη που ονομάστηκε έτσι για να κολακεύσει τον αντιβασιλέα Δούκα της Ορλεάνης.

Το μόνο που έλειπε από την αποικία ήταν οι άποικοι. Ο Λο. ξεκίνησε μια εκστρατεία για εύρεση αποίκων σε όλη την Γαλλία και την γαλλογερμανική μεθόριο. Αρκετές χιλιάδες αποδέχτηκαν την πρόταση και απέπλευσαν για την Λουιζιάνα, το μέρος που κατέληξαν δεν ήταν το αναμενόμενο με αρκετούς βάλτους και πολλούς κροκόδειλους απείχε πολύ από την γη της Ευαγγελίας που τους είχαν τάξει. Μέσα σε ένα χρόνο το 80% από τους μετανάστες πέθανε από πείνα και τις τροπικές ασθένειες όπως ο κίτρινος πυρετός. Δυστυχώς για τον Λο. το βασικό στοιχείο του ενεργητικού της εταιρίας του, που ήταν η Λουιζιάνα αποδείχτηκε χωρίς αξία.

Για τον Λο. όπως και τις σημερινές αγορές κλειδί για την επιτυχία του συστήματος είναι η εμπιστοσύνη. Όταν τα νέα μαθεύτηκαν στην Γαλλία και άρχισαν να κυκλοφορούν οι πρώτες φήμες ότι δεν πήγαιναν όλα καλά με το επενδυτικό εγχείρημα της Λουιζιάνας, η τιμή της εταιρίας του Μισισιπή άρχισε να υποχωρεί.

*Σύστημα Ponzi : Το σύστημα πείρε το όνομα του από τον θρυλικό Ιταλό αμερικάνο απατεώνα Charles Ponzi. Ο Ponzi υποσχόταν υψηλή απόδοση στους επενδυτές του, προκειμένου να καταβάλει την απόδοση που υποσχόταν στα πρώτα θύματά του έπρεπε να βρει άλλα θύματα και να λάβει περισσότερα χρήματα από αυτούς. Με αυτό τον τρόπο δημιουργούσε ένα επενδυτικό σχήμα πυραμίδας

Σε μια απεγνωσμένη προσπάθεια για την σταθεροποίηση της μετοχής ο Λο. ζήτησε από τον Δούκα της Ορλεάνης να μειώσει την ονομαστική τιμή της μετοχής από 9000 λίβρες σε 5000 λίβρες. Τότε έγιναν για πρώτη φορά εμφανή τα όρια της βασιλικής απολυταρχίας και τα θεμέλια του επενδυτικού σχήματος του Λο. Μέσα σε λίγες εβδομάδες η τιμή της μετοχής βρισκόταν σε ελεύθερη πτώση, οργισμένα τα πλήθη συγκεντρωνόντουσαν έξω από την τράπεζα του Λο. πετάγοντας πέτρες και ζητώντας τα λεφτά τους. Μέσα σε μικρό χρονικό διάστημα η τιμή της μετοχής είχε χάσει πάνω από το 90% της αξίας της.

Η πρώτη χρηματιστηριακή φούσκα είχε δημιουργηθεί με την γέννηση του χρηματιστηρίου και μόλις είχε σκάσει κάνοντας αντιληπτές τις συνέπειες της στους κατοίκους της Γαλλίας. Εκείνη την στιγμή ο Λο. εγκατέλειψε την χώρα κυνηγημένος από το γαλλικό λαό, πέρασε την υπόλοιπη ζωή του στην Βενετία όπου και απεβίωσε το 1729. Όμως στην Γαλλία επέζησε η καταστροφική κληρονομία του, η χρηματιστηριακή φούσκα του Λο. επιδείνωσε το χρέος και την οικονομική κατάσταση της Γαλλίας καθυστερώντας την οικονομική ανάπτυξη, η δημοσιονομική κρίση της γαλλικής μοναρχίας είχε φθάσει στα όρια της επί Λουδοβίκου 15^{ου} και Λουδοβίκου 16^{ου} και αναπόφευκτα η Γαλλία οδηγήθηκε μέσα από την Βασιλική πτώχευση στην Γαλλική επανάσταση.

Η εξαπάτηση του Λο. ήταν η πρώτη χρηματιστηριακή φούσκα στην ιστορία, αλλά όχι και η τελευταία και όχι αρκετά μεγάλη σε σχέση με τις επόμενες. Επόμενες αρκετά μεγάλες φούσκες που ακολούθησαν σε αξία είναι το κραχ του χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης το 1929 που μέσα σε μερικά χρόνια το χρηματιστήριο έχασε το 86% της αξίας του κάνοντας 25 χρόνια για να φτάσει τις τιμές του 1929, επίσης η πτώση των μετοχών του Internet τον Μάρτιο 2000 υποχωρώντας ο δείκτης Nasdaq κατά 80% στις τεχνολογικές μετοχές εξαφανίζοντας 5 τρις και το πιο πρόσφατο το κραχ στις 15 Σεπτεμβρίου του 2008 όταν κατέρρευσε η Lehman Brothers που θα αναλύσουμε στην συνέχεια της εργασίας.

1.3 Δομικές αλλαγές του χρηματοοικονομικού συστήματος.

Οι αλλαγές στο σύστημα όπως το γνωρίζουμε σήμερα έγιναν σταδιακά και η κυριαρχία των αγορών και η πίεση προς τους πολιτικούς και το σύστημα έκαναν φανερά τα βήματα τους εξαρχής. Ένα από τα πρώτα στάδια ήταν η συμφωνία του Μπρέτον Γουντς το 1944 στης ΗΠΑ. Το δολάριο καθιερώθηκε ως διεθνές νόμισμα, για να επιτευχτεί αυτή η προσπάθεια έπρεπε να ανακτηθεί η εμπιστοσύνη στο νόμισμα με την επιστροφή στον κανόνα του χρυσού και το άνοιγμα της εξωτερικής αγοράς των Ηνωμένων Πολιτειών με το σχέδιο Μάρσαλ. Εκμεταλλευόμενοι πλήρως τον παγκόσμιο πόλεμο συγκέντρωναν αποθέματα χρυσού ενώ οι άλλες χώρες δεν διέθεταν σχεδόν καθόλου. (παρόμοια τακτική είχαν εφαρμόσει και τα αδέρφια Rothschild κατά την μάχη του Βατερλό)

Αυτό το τέχνασμα έδωσε συγκριτικό πλεονέκτημα στις Ηνωμένες Πολιτείες να κυριαρχούν στον τομέα της πίστωσης, χρηματοδοτώντας το έλλειμμα τους χάρη στην δύναμη του νομίσματος που έγινε η παγκόσμια αναφορά.

Στις αρχές του 1970 αρχίζουν τα αποθέματα χρυσού να εξαντλούνται, με συνέπεια να αποφασιστεί να σταματήσει η εξάρτηση χρυσού και δολαρίου και στην συνέχεια να καταργήσουν τις σταθερές ισοτιμίες μεγάλων νομισμάτων υπό προεδρίας Ρίτσαρντ Νίξον θέτοντας τα πρώτα θεμέλια κερδοσκοπίας των επόμενων ετών με την βοήθεια της μόχλευσης φυσικά. Αυτό αποτελεί το πρώτο βήμα προς την χρηματοοικονομική παγκοσμιοποίηση που οι διακυμάνσεις των ισοτιμιών πλέον θα καθορίζονται από τον νόμο της προσφοράς και της ζήτησης στις αγορές συναλλάγματος.

Η οικονομική νόρμα που ακολουθήθηκε και η άρση ρυθμιστικών πλαισίων είχε ως αποτέλεσμα την ανάπτυξη μιας αγοράς αντιστάθμισης κινδύνων, στην οποία οι επιχειρηματίες ασφαλιζόνταν έναντι των έντονων διακυμάνσεων των ισοτιμιών. Επιπλέον από την αρχή της δεκαετίας του 80' τα κράτη άρχισαν να εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό από τις αγορές ομολόγων για να χρηματοδοτήσουν τα δημόσια ελλείμματα τους με την έκδοση δανείων. Συνεπώς έπρεπε να υιοθετηθούν περισσότερα μέτρα προς την απελευθέρωση των αγορών, με δεινούς υποστηρικτές

της Ηνωμένες Πολιτείες του Ρόναλντ Ρίγκαν και την Μεγάλη Βρετανία της Μάργκαρετ Θάτσερ.

Επίσης ακολούθησε η μεγάλη απελευθέρωση των βασικών τιμών για τα χρηματοοικονομικά που είναι η απελευθέρωση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων, εφόσον δεν υπήρχε κάποιο ρυθμιστικό πλαίσιο για την πίστωση στην αρχή άρχισαν και αυτά να κυμαίνονται με βάση την προσφορά και την ζήτηση. Αυτές οι απελευθερώσεις δημιουργούν μεγαλύτερες αποδόσεις αλλά και μεγαλύτερο κίνδυνο με συνέπεια να δημιουργηθούν και προϊόντα ώστε να αντισταθμίσουν αυτό τον μελλοντικό κίνδυνο.

Οπότε στα τέλη της δεκαετίας του 80 οδηγούμαστε στην άνθηση της αγοράς παραγώγων για να μπορέσουν οι επενδυτές να προστατευθούν από τις μεταβολές των επιτοκίων. Όμως τα παράγωγα αποτέλεσαν κύρια αιτία για την ανάπτυξη και υιοθέτηση από τις περισσότερες επιχειρήσεις κερδοσκοπικών πρακτικών. Με αυτό τον τρόπο άρχισαν να επεκτείνονται τα παράγωγα προϊόντα πάνω σε υποκείμενους τίτλους όπως τα επιτόκια, οι χρηματιστηριακές τιμές, το πετρέλαιο, τις πρώτες ύλες, τα προϊόντα διατροφής και πάνω στα ενυπόθηκα δάνεια στις Ηνωμένες Πολιτείες. Η φύση αυτών των τίτλων προσδίδει την δυνατότητα στον χρηματοοικονομικό τομέα να επιδρά πάνω στην πραγματική οικονομία.

Η παγκοσμιοποίηση των χρηματοοικονομικών και νομισματικών αγορών μαζί με τις μεταβλητές που αναφέραμε, όπως η απελευθέρωση του χρηματοοικονομικού τομέα, ο μεγάλος όγκος συναλλαγών, οι οργανισμοί που σχετίζονται με αυτές και η ανάγκη κάλυψης του κινδύνου που έχουν αναλάβει πάνω σε μεταβλητές της πραγματικής οικονομίας οδηγούν στην διαμόρφωση μιας ενιαίας και παγκόσμιας οικονομίας.

Η ενιαία οικονομία βασίζεται σε αρχές όπως η απελευθέρωση των κανόνων, αρχές της αποτελεσματικότητας και αυτορρύθμισης της αγοράς χωρίς την κρατική παρέμβαση. Ακόμα και σήμερα το G20* επιμένει στην ιδέα ότι οι χρηματοοικονομικές αγορές με αυτές τις ιδεολογίες είναι ο σωστός δρόμος και μηχανισμός κατανομής του κεφαλαίου. Η πρωτοκαθεδρία και η ακεραιότητα των χρηματοοικονομικών αγορών παραμένουν οι τελικοί στόχοι της νέας χρηματοοικονομικής ρύθμισης. Η κρίση δεν ερμηνεύεται ως το αναπόφευκτο

αποτέλεσμα της αστάθειας που είναι σύμφυτη στις απορρυθμισμένες αγορές, από την αρχή της δημιουργία της, αλλά ως συνέπεια της αναποτελεσματικότητας και της ανευθυνότητας ορισμένων παραγόντων της χρηματοοικονομικής αγοράς, τους οποίους οι δημόσιες αρχές απέτυχαν να θέσουν υπό έλεγχο.

Παρόλο αυτά η κρίση και η ιστορία έδειξε ότι οι αγορές δεν είναι αποτελεσματικές και ότι δεν κατανέμουν το κεφάλαιο με αποτελεσματικό τρόπο. Οι συνέπειες αυτό του γεγονότος ως προς την ρύθμιση και την οικονομική πολιτική είναι ανυπολόγιστες.

Η θεωρία της αποτελεσματικότητας βασίζεται στην αντίληψη ότι η τιμή που διαμορφώνεται σε μια αγορά συνιστά μια σωστή αποτίμηση της αληθινής αξίας των τίτλων και ότι η αποτίμηση αυτή συνοψίζει όλες τις πληροφορίες που απαιτούνται για να προσανατολιστεί η οικονομική δραστηριότητα και κατά συνέπεια η κοινωνική ζωή. Με αυτό τον τρόπο το κεφάλαιο επενδύεται στις πιο κερδοφόρες επενδύσεις παραμερίζοντας όσες είναι αναποτελεσματικές. Σε αυτή την δομή στηρίζεται η κεντρική ιδέα της θεωρίας. Συνεπώς ο χρηματοοικονομικός ανταγωνισμός παράγει σωστές τιμές, που αποτελεί αξιόπιστα μηνύματα για τους επενδυτές ώστε να λαμβάνουν σωστές αποφάσεις.

Η κρίση όμως μας δείχνει άλλα αποτελέσματα, ο χρηματοοικονομικός ανταγωνισμός δεν καταλήγει απαραίτητως σε σωστές τιμές. Σε ορισμένες περιπτώσεις αποτελεί αποσταθεροποιητικό παράγοντα που οδηγεί σε υπερβολικές και ανορθολογικές τιμές και σε χρηματοοικονομικές φούσκες. Το κυρίως σφάλμα της θεωρίας της αποτελεσματικότητας των αγορών συνιστάται στο ότι μεταφέρει την τρέχουσα αξία των καθημερινών αγορών στα χρηματοοικονομικά προϊόντα. Για τα καθημερινά αγαθά ο ανταγωνισμός είναι εν μέρει αυτορρυθμιστικός μέσου του νόμου της προσφοράς και της ζήτησης.

*G20: η ομάδα των 20 πιο ισχυρών υπουργών του πλανήτη και των διοικητικών κεντρικών τραπεζών των 20 μεγαλύτερων οικονομιών. Όπως η Κίνα, Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής, Γαλλία, Γερμανία, Ηνωμένο Βασίλειο, Ρωσία και άλλες.

Ο νόμος της προσφοράς αναφέρει ότι όταν η τιμή ενός αγαθού αυξηθεί οι παραγωγοί θα αυξήσουν την προσφορά και οι αγοραστές δρώντας σαν αυτορρυθμιστικός παράγοντας θα μειώσουν την ζήτηση, με συνέπεια η τιμή του αγαθού να μειωθεί και να επανέλθει κοντά στο επίπεδο ισορροπίας. Δηλαδή όταν αυξάνεται η τιμή ενός προϊόντος δυνάμεις ανάκλασης τείνουν να αναστείλουν ή και να ανατρέψουν τούτη την αύξηση, χάρη στις δυνάμεις του ανταγωνισμού της οικονομίας. Η θεωρία της αποτελεσματικότητας γεννιέται από την άμεση μεταφορά αυτού του μηχανισμού στην χρηματοοικονομική αγορά.

Όστοςο για την χρηματοοικονομική αγορά η κατάσταση είναι ριζικά διαφορετική, όταν η τιμή αυξάνεται παρατηρείται συχνά αύξηση της ζήτησης και όχι μείωση της. Η αύξηση σημαίνει μεγαλύτερα κέρδη για όσους κατέχουν τους συγκεκριμένους τίτλους, με αποτέλεσμα να έλκονται περισσότεροι αγοραστές ενισχύοντας ολοένα και περισσότερο αυτή την αύξηση. Οι ανάγκη για μεγαλύτερες αποδόσεις και οι υποσχέσεις για μόνους ωθούν τους χρηματιστές στην διερεύνηση της κίνησης μέχρι το απρόβλεπτο αλλά αναπόφευκτο σημείο, όπου προκαλείται αναστροφή των προσδοκιών και κραχ. Τέτοιου είδους θετικές αναδράσεις δεν παράγουν σωστές τιμές, παράγουν αντιθέτως μη ικανοποιητικές και μη ρεαλιστικές τιμές. Συνεπώς η επιχειρηματολογία για την θέση που πρέπει να κατέχουν οι χρηματοοικονομικές αγορές είναι επιεικώς καμουφλαρισμένη από την σύγχυση μικροοικονομίας και των χρηματοοικονομικών αγορών και εμπειρικά αποδεικνύεται ότι δεν μπορούν να οδηγηθούν σε καμία αποτελεσματικότητα από μόνες τους.

Ένα θέμα μείζον σημασίας και μια δομική αλλαγή στον τρόπο μεταχείρισης των μακροπρόθεσμων τοποθετήσεων από τα κρατικά λεφτά και τα λεφτά των φορολογούμενων είναι η διαχείριση των συνταξιοδοτικών ταμείων. Η διαχείριση των συνταξιοδοτικών ταμείων άλλαξε ριζικά κατά την δεκαετία του 80, το σύστημα των ταμείων άλλαξε μορφή και από ταμείο με καθορισμένες παροχές DB (defined benefit) άλλαξε σε ένα σύστημα με καθορισμένες εισφορές DC (defined cotisation).

Η αλλαγή που επέφερε ήταν αρκετά σημαντική, στο προηγούμενο σύστημα ταμείου ο συνταξιούχος ήξερε εκ των προτέρων το ποσό σύνταξης που θα λάμβανε καθώς αυτό συνδεόταν πιο άμεσα με τις εισφορές που είχε καταβάλει όλα τα προηγούμενα χρόνια. Ο διαχειριστής του ταμείου που λάμβανε αυτές τις εισφορές

έπρεπε με τις τοποθετήσεις που έκανε στο χρηματιστήριο να εξασφαλίσει το αναμενόμενο ποσό της σύνταξης. Στην ουσία διαχειρίζονταν το κεφάλαιο αρκετά συντηρητικά χωρίς να στοχεύουν σε μεγάλες αποδόσεις, καθώς ήταν εκείνοι που θα αναλάμβαναν τον κίνδυνο που απορρέει από τις χρηματιστηριακές συναλλαγές.

Όλα αυτά άλλαξαν με το καινούργιο σύστημα διαχείρισης των ταμείων το DC. Ο εργαζόμενος γνώριζε το ποσό των μηνιαίων εισφορών του που καταβάλλονταν στο ταμείο όμως δεν γνώριζε εκ των προτέρων την εισοδηματική του απόδοση που θα του καταβαλλόταν όταν θα έβγαινε στην σύνταξη και επιπλέον ο κίνδυνος που απορρέει από τις χρηματιστηριακές συναλλαγές και τοποθετήσεις δεν αναλαμβανόταν από τον διαχειριστή του ταμείου αλλά από τον μέλλοντα συνταξιούχο. Το σύστημα αυτό ήταν εξαρχής ριψοκίνδυνο και δυσμενές για τον μέλλοντα συνταξιούχο αν οι αγορές δεν κυμαινόντουσαν θετικά. Όμως μπόρεσε να εφαρμοστεί χάρη στην προοπτική των μεγαλύτερων αποδόσεων άρα και μεγαλύτερων συντάξεων. Αυτή η ανάγκη για όλο και μεγαλύτερες αποδόσεις είναι ένα κρίσιμο ζήτημα που πρέπει να μας απασχολήσει γιατί αποτελεί την αχίλλειο φτέρνα του οικονομικού οικοδομήματος μας, σύμφωνα με την δική μου ταπεινή άποψη.

Να αναφέρουμε τον τρόπο λειτουργίας του συστήματος DC. Οι εισφορές που καταβάλλονταν από τους μισθωτούς συγκεντρώνονταν σε ένα αποταμειωτικό λογαριασμό (trust fund) , οι διαχειριστές δεν έχουν το δικαίωμα να διαχειρίζονται τα ποσά που συγκεντρώνει ο λογαριασμός. Όμως έχουν την δυνατότητα να επιλέγουν τους διαχειριστές, οι οποίοι θα διαχειριστούν τον αποταμειωτικό λογαριασμό. Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα παρουσιάζουν τα προϊόντα τους στα ταμεία, τα οποία με την σειρά τους διαλέγουν τον κατάλληλο διαχειριστή. Το βασικό κριτήριο επιλογής ίσως αποτελέσει η μεγαλύτερη χρηματοοικονομική απόδοση του κεφαλαίου. Με αυτό τον τρόπο δημιουργούμε μια ανταγωνιστική αγορά στην διαχείριση προϊόντων μακροχρόνιας αποταμίευσης, με αποτέλεσμα οι διαχειριστές που θέλουν να αποκτήσουν την διαχείριση των ταμείων τύπου DC να γίνονται όλο και πιο επιθετικοί επιδιώκοντας την μεγαλύτερη απόδοση ώστε να είναι πιο ανταγωνιστική.

Η νέα αυτή διαχείριση των ταμείων έχει επίσης συνέπειες στην σύνθεση των επενδυτικών χαρτοφυλακίων, τα χαρτοφυλάκια για να πετύχουν μεγαλύτερες

αποδόσεις στρέφονται προς μια κυρίαρχη μετοχή προκειμένου να επωφεληθούν από το πριμ* της αγοράς. Ο συνδυασμός κίνδυνος με αποδοτικότητα γίνεται μεγαλύτερος, η πολιτική που ακολουθούν είναι πιο επιθετική με στόχο τις μέγιστες αποδόσεις. Από τα μέσα της δεκαετίας του 90 το ποσό των κεφαλαίων του τύπου DC υπερτερεί σε μεγάλο βαθμό από τα διαχειριστικά κεφάλαια DB. Επιπρόσθετα οι επενδύσεις που πρέπει να τοποθετούνται τα κεφάλαια από τα συνταξιοδοτικά ταμεία, πρέπει να έχουν την μέγιστη βαθμολόγηση από τους οίκους αξιολόγησης γιατί με αυτό τον τρόπο θεωρούνται πιο αξιόπιστες και φερέγγυες. Η αξιοπιστία είναι το κλειδί των αγορών και θα διαδραματίσει καταλυτικό παράγοντα για την μετέπειτα εξέλιξη των πραγμάτων.

Η νέα αυτή διαχείριση των κεφαλαίων των θεσμικών επενδυτών, μας φανερώνει ένα διπλό μηχανισμό μεταφοράς κινδύνων στους ισολογισμούς των θεσμικών επενδυτών. Από την άποψη του παθητικού, τα ποσά που συγκεντρώνονται ως αποταμίευση-σύνταξη δεν περιέχουν κανένα κίνδυνο, αφού αυτός μεταφέρεται στους μέλλοντες συνταξιούχους και από την πλευρά του ενεργητικού οι τίτλοι στους οποίους τοποθετούνται παύουν να είναι παρακινδυνευμένοι σύμφωνα με τον μηχανισμό της αγοράς.

*πριμ της αγοράς: Η ύπαρξη του πριμ της αγοράς δίνει την δυνατότητα στις μετοχές, ιστορικά να προσφέρουν μια απόδοση πολύ ψηλότερη από το σύνολο των άλλων τύπων χρηματοοικονομικής τοποθέτησης, ακόμα και αν το πραγματικό ποσοστό που προκύπτει σε βάθος δεκαετίας δεν ξεπερνά το 5%-8% κατά μέσο όρο.

1.4 Ομόλογα-Χρέος

Το χρέος αποτελεί το πιο σημαντικό συστατικό για την λειτουργία των επιχειρήσεων και των κρατών, συνεπώς αποτελεί ένα θεμελιώδες γεγονός για την λειτουργία του κεφαλαίου. Τα πάντα λειτουργούν πλέον με χρέος στον επιχειρηματικό κόσμο και χωρίς την πίστωση ο τρόπος λειτουργίας των επιχειρήσεων αλλά και του κράτους θα ήταν τελείως διαφορετικός. Ο τρόπος που δανείζεται και αξιοποιείται το κεφάλαιο είναι ζωτικής σημασίας για το σύστημα και χωρίς αυτή την λειτουργία δεν θα είχαμε την ανάπτυξη που υπάρχει σήμερα, όμως υπάρχουν και συνέπειες.

Στον επιχειρηματικό κόσμο συχνά οι εταιρίες έχουν ανάγκη από μεγαλύτερη ρευστότητα για επενδύσεις και επέκταση των επιχειρηματικών σκοπών τους. Οπότε χρειάζονται να μαζεύουν κεφάλαια, για να αξιοποιήσουν καλύτερα την επιχειρηματική δυναμικότητα τους, χτίζοντας νέα εργοστάσια, να επεκταθούν σε άλλες αγορές, να κάνουν μια εξαγορά, να προβληθούν μέσα από την διαφήμιση και για άλλους λόγους. Οι κύριοι τρόποι λειτουργίας για τον δανεισμό κεφαλαίου είναι οι τρεις.

Ο πρώτος είναι να δανειστούν λεφτά από μια τράπεζα αλλά σε περιόδους που δεν υπάρχει ρευστότητα και τα επιτόκια είναι υψηλά είναι δύσκολο, ο δεύτερος είναι να πωλήσουν ένα μέρος από την καθαρή τους θέση, δηλαδή μετοχές εισάγοντας την επιχείρησή τους εφόσον ικανοποιεί κάποια κριτήρια στο χρηματιστήριο. Όμως το αρνητικό με αυτή την διαδικασία είναι ότι κάποιοι επιχειρηματίες δεν αντιλαμβάνονται ότι αυτοί που αποκτάν ιδιοκτησία στα ίδια κεφάλαια, έχουν και ιδιοκτησία και επιρροή στην επιχείρηση. Χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι ο Conrad Black πρώην ιδιοκτήτης των εφημερίδων Telegraph που σήμερα βρίσκεται στην φυλακή στην Φλόριντα, ο οποίος είχε αναφέρει ότι η πραγματική του πρόθεση όταν έμπαινε στο χρηματιστήριο ήταν να μπορέσει να κάνει μια φθηνή χρήση των κεφαλαίων των άλλων. Και ο τρίτος τρόπος που συχνά οι εταιρίες προτιμούν όταν έχουν κεφαλαιακές ανάγκες είναι η έκδοση και πώληση ομολόγων, δηλαδή να δανειστούν λεφτά από τις αγορές.

Συνεπώς το χρέος αποτελεί ένα θεμελιώδες γεγονός για την λειτουργία του κεφαλαίου. Μπορεί στην προσωπική μας ζωή να θεωρούμε το χρέος κάτι το επιζήμιο και να προσπαθούμε να είμαστε συνετοί και να μην χρωστάμε, αλλά στο κόσμο των επιχειρήσεων το χρέος είναι χρήσιμο εργαλείο. Ας δούμε ένα παράδειγμα, υποθέτουμε ότι έχουμε μια επιχείρηση που φτιάχνει ρολόγια. Το αρχικό κεφάλαιο μας είναι 50.000 και βγάζουμε καθαρά κέρδη το χρόνο της τάξεως 10% δηλαδή 5000, δεν λαμβάνουμε υπόψη μας την φορολογία για απλούστευση του παραδείγματος. Αυτό σημαίνει ότι εκμεταλλευτήκαμε το κεφάλαιο μας και βγάλαμε επιπλέον 5000. Τι συμβαίνει αν αποφασίσουμε να δανειστούμε και τα επενδύσουμε στην επιχείρηση μας. Δανειζόμαστε 100.000 με ετήσιο επιτόκιο 4%, οπότε τώρα έχουμε αρχικό κεφάλαιο για την επιχείρηση 150.000 (50.000 ίδιο και 100.000 ξένο). Η απόδοση υιοθετούμε ότι είναι πάλι 10% , άρα έχουμε μικτό κέρδος 15.000. Πληρώνουμε το τόκο στην τράπεζα κόστους 4000 ($100.000 \cdot 0,04$) και έχουμε καθαρά κέρδη 11.000, οπότε με την βοήθεια του δανεισμού αυξήσαμε τα κέρδη μας από 5000 στις 11000 μια απόδοση της τάξεως 120% χάρις την δύναμη του χρέους.

Το κρατικό χρέος διαφέρει από το επιχειρηματικό και μοιάζει περισσότερο με το ατομικό, ας πούμε ότι τα έσοδα είναι 10.000 το χρόνο και τα έξοδα 9.990 τώρα για το κράτος είναι μεγάλη χαρά γιατί έχουμε κρατικό πλεόνασμα όμως αν τα έξοδα είναι 10.100 έχουμε έλλειμμα και πρέπει να το καλύψουμε με δανεισμό αλλιώς η πτώχευση. Στην ουσία δανειζόμαστε από τα μελλοντικά κέρδη για να ξοδέψουμε σήμερα, τι θα γίνει όμως αν δεν έχουμε μελλοντικά κέρδη για πολλά χρόνια και συνεχώς δανειζόμαστε όλο και περισσότερα λεφτά; Και με τι επιτόκιο δανειζόμαστε εμείς και με τι άλλες χώρες; Πως και με ποιες διαδικασίες διαμορφώνονται αυτά τα επιτόκια;

Ο κύριος τρόπος που δανείζονται τα κράτη είναι τα ομόλογα, η συνολική αγορά ομολόγων είναι τρομακτικά μεγάλη, πρόκειται για ένα τεράστιο κομμάτι της παγκόσμιας οικονομίας απολύτως κομβικό για την λειτουργία της. Η συνολική αξία της παγκόσμιας οικονομίας ομολόγων είναι της τάξης των 50 τρις. Η διαδικασία είναι σχετικά απλή, ένα κράτος εκδίδει ένα ομόλογο το οποίο θα το επαναγοράσει στην ονομαστική του αξία μετά την πάροδο ενός συγκεκριμένου χρόνου, που μπορεί να είναι 5 χρόνια, 10 χρόνια ή 20 χρόνια. Ένα ομόλογο πληρώνει συμφωνημένους

τόκους μέχρι να ωριμάσει και όλες οι παράμετροι είναι επακριβώς προσδιορισμένες όπως η τιμή του ομολόγου, το επιτόκιο και η ημερομηνία λήξης του. Το επιτόκιο είναι στην μορφή κουπονιού ο κάτοχος προσδίδει το κουπόνι κάθε χρόνο και λαμβάνει τον αντίστοιχο τόκο.

Το τι επιτόκιο θα πληρώσει το κάθε κράτος εξαρτάται από την εμπιστοσύνη που αποπνέει στις διεθνείς αγορές ομολόγων. Αν η αγορά αισθάνεται ασφαλής και σίγουρη ότι θα αποπληρωθεί όλο το ποσό που δανείζει το επιτόκιο θα είναι χαμηλό, αν υπάρχουν αμφιβολίες το επιτόκιο θα αυξάνεται γιατί αυξάνεται και ο κίνδυνος για την μη τήρηση της δανειακής υποχρέωσης. Οπότε μεγαλύτερος κίνδυνος άρα και ρίσκο συνεπώς μεγαλύτερη απόδοση. Επιπρόσθετα η ασφάλεια ή μη ασφάλεια του χρέους αξιολογείται από διάφορους οίκους αξιολόγησης που διαδραματίζουν τον ρόλο του ρυθμιστή για την λειτουργία των πιστωτικών αγορών και αποτελούν το κλειδί για την εμπιστοσύνη των αγορών. Οι μεγαλύτεροι οίκοι αξιολόγησης είναι η Moodys και η Standar&Poors στους οποίους θα αναφερθώ διεξοδικά μετέπειτα.

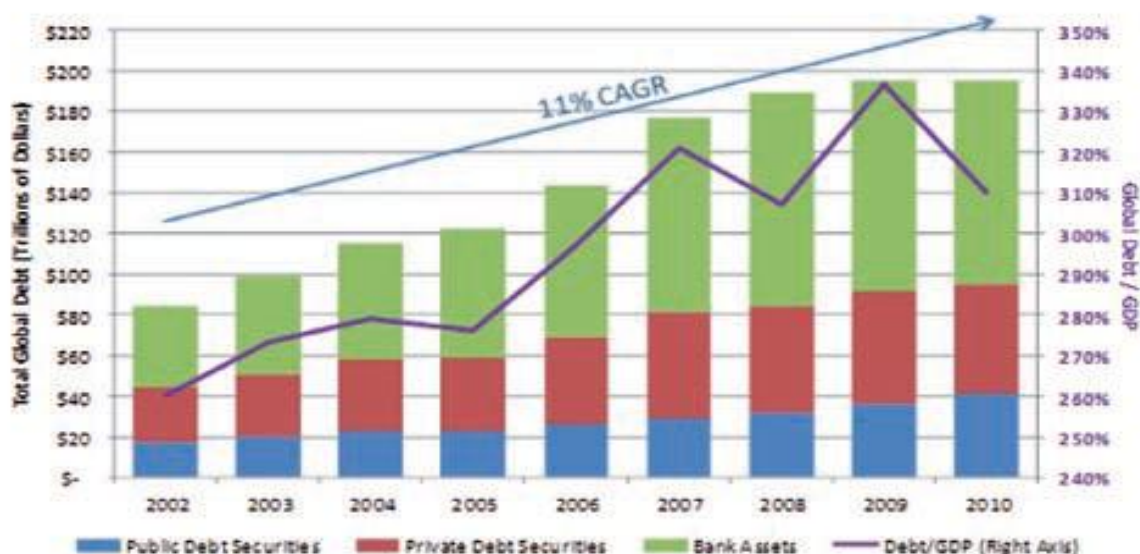
Τι γίνεται όμως με το συνολικό χρέος όλων των χωρών; Μήπως δανειζόμασταν όλα τα κράτη πολλά περισσότερο από αυτό που θα χαρακτηρίζαμε ορθολογικό δανεισμό; Το σημερινό ύψος του παγκόσμιου δημοσίου χρέους και ακόμα περισσότερο, η εντυπωσιακή ταχύτητα με την οποία αυξάνεται πρέπει να μας γεμίσουν ανησυχία για το μέλλον. Τα μέτρα που λαμβάνουν οι κυβερνήσεις για να αντιμετωπίσουν αυτή την αύξηση και την οικονομική και χρηματοπιστωτική κρίση που έχει προκύψει δεν ανταποκρίνονται στην βαρύτητα του προβλήματος. Ο αντίκτυπος της αναπόφευκτης εκτροπής των δημοσίων οικονομικών βρίσκεται σχεδόν μπροστά μας. Η έξοδος από την κρίση διαφαίνεται ότι θα είναι εκρηκτική σε πολιτικό, κοινωνικό και ηθικό επίπεδο, εξαιτίας και του προϋπολογισμού λιτότητας που εφαρμόζεται σε πολλές χώρες.

Το πιο επικίνδυνο όμως είναι ότι η πολιτική λιτότητας και η ενεργοποίηση του μηχανισμού αποκατάστασης των δημοσίων οικονομιών μπορεί να οδηγήσει σε μια νέα παγκόσμια κατάρρευση. Σύμφωνα με μια διαδικτυακή έρευνα του περιοδικού the economist υπολογίστηκε ότι το παγκόσμιο δημόσιο χρέος το 2010 ήταν 41.000 δις δολάρια. Το παρακάτω διάγραμμα φανερώνει το συνολικό ιδιωτικό, κρατικό και τραπεζικό χρέος, το οποίο ανέρχεται στο 310% του παγκόσμιου ΑΕΠ

συμπεριλαμβανόμενων και των περιουσιακών στοιχείων των τραπεζών, με ένα σημαντικό τμήμα τους να είναι πλέον τοξικό και χωρίς να περιλαμβάνονται οι υποχρεώσεις των κρατών προς τα ασφαλιστικά ταμεία που μόνο για της ΗΠΑ ξεπερνούν τα 70 τρις δολάρια.

Συνολικό παγκόσμιο, ιδιωτικό, κρατικό και τραπεζικό χρέος Διάγραμμα 1

Total Global Debt (Left Axis) and Global Debt/GDP (Right Axis)
(*\$ in Trillions*)



Με το μπλε χρώμα φαίνεται το παγκόσμιο δημόσιο χρέος, με το κόκκινο το ιδιωτικό χρέος σε χρεόγραφα και με το πράσινο τα περιουσιακά στοιχεία των τραπεζών. Τα ποσά αυτά είναι τρομακτικά και αυτό που προκαλεί εντύπωση είναι η ραγδαία αύξηση τους. Επίσης οι ενδείξεις δείχνουν ότι το παγκόσμιο δημόσιο χρέος θα αυξηθεί εκθετικά εξαιτίας των αυξανόμενων επιβαρύνσεων με τις οποίες πιέζονται τα δημοσιονομικά όλων των κρατών. Ο πλανήτης έχει μετατραπεί σε μια ωρολογιακή βόμβα χρέους και πιστεύω ότι δεν θα αργήσει να σκάσει.

1.5 Παράγωγα-αντιστάθμιση κινδύνου

Γενικά σαν ανθρώπινα όντα προτιμάμε το ρίσκο από την αβεβαιότητα, εκφράζοντας μια δυσανεξία στην αμφιβολία. Ας δούμε ένα μικρό πείραμα, παίρνουμε δύο δοχεία. Το Α δοχείο έχει 50 άσπρες μπίλιες και 50 μαύρες μπίλιες. Το δοχείο Β περιέχει 100 μπίλιες κάποιες άσπρες και κάποιες μαύρες, αλλά δεν γνωρίζουμε ακριβώς την κατανομή. Πρέπει να βυθίσουμε το χέρι μας σε ένα δοχείο χωρίς να βλέπουμε και να τραβήξουμε μια άσπρη μπίλια. Ποιο δοχείο θα διαλέγατε και γιατί; Η πλειοψηφία διαλέγει το Α δοχείο.

Ας ξαναδοκιμάσουμε με τα ίδια στοιχεία και δοχεία αλλά αυτή την φορά θέλω να διαλέξω μια μαύρη μπίλια. Ποιο δοχείο διαλέγω και γιατί; Οι περισσότεροι απαντούν πάλι το Α, όμως αυτό δεν είναι παράλογο; Την πρώτη φορά κάναμε την υπόθεση ότι το δοχείο Β περιέχει λιγότερες από 50 άσπρες μπίλιες, δηλαδή περισσότερες μαύρες άρα με αυτή την συλλογιστική πορεία θα έπρεπε να διαλέξουμε το δοχείο Β. Αυτή η γνωστική πλάνη ονομάζεται το παράδοξο του Έλσμπεργκ από τον ψυχολόγο Ντάνιελ Έλσμπεργκ ψυχολόγο του πανεπιστημίου του Χάρβαρντ.

Αυτή η εμπειρική διαπίστωση μας φανερώνει ότι προτιμάμε τις γνωστές πιθανότητες από τις άγνωστες, δηλαδή μια δυσανεξία στην αμφιβολία. Για αυτό τον λόγο πρέπει να κάνουμε μια διάκριση στο μυαλό μας ανάμεσα στο ρίσκο και την αβεβαιότητα, ιδίως όσοι ασχολούνται επαγγελματικά με το χρηματοπιστωτικό σύστημα. Στην περίπτωση του ρίσκου οι πιθανότητες είναι γνωστές, συνεπώς έχουμε την δυνατότητα να αποφασίσουμε αν το ρίσκο είναι υπερβολικά μεγάλο και δεχόμαστε να το αναλάβουμε ή όχι. Όμως δεν μπορούμε να κάνουμε το ίδιο με την αβεβαιότητα, οι δύο έννοιες συγχέονται συχνά δημιουργώντας προβλήματα και αν μιλάμε για τον χρηματοοικονομικό κόσμο οι συνέπειες είναι μεγάλες.

Κατά μια έννοια μπορούμε να προβλέψουμε το ρίσκο αλλά όχι την αβεβαιότητα, η επιστήμη του ρίσκου και των πιθανοτήτων είναι η στατιστική και έχει ηλικία τριών αιώνων, από την άλλη δεν υπάρχει κανένα επιστημονικό εγχειρίδιο για την αβεβαιότητα. Αυτό που προσπαθούμε να κάνουμε με την στατιστική είναι να εντάξουμε την αβεβαιότητα στην κατηγορία του ρίσκου και να δημιουργήσουμε ένα

προβλεπόμενο οικονομικό και σταθερό σύστημα. Αυτή η σύγχυση αβεβαιότητας και ρίσκου ώθησε τον χρηματοοικονομικό κόσμο στην δημιουργία παραγώγων και τις συμβάσεις ανταλλαγής κινδύνου αθέτησης (credit default swap).

Τα παράγωγα είναι μια προσπάθεια να μειώσουμε τον κίνδυνο του μέλλοντος και μια προσπάθεια να βγάλουμε χρήματα από τον κίνδυνο. Η μελέτη του κινδύνου είναι ένα ανθρώπινο σχέδιο, μια απόπειρα να εξαλειφθεί η ιδέα ενός ακατανόητου πεπρωμένου και να αντικατασταθεί με την ορθολογική ποσοτικοποιήσιμη μελέτη της τύχης. Η ονομασία των παραγώγων προκύπτει από το γεγονός ότι η αξία ενός παραγώγου συνεπάγεται με τα υποκείμενα προϊόντα που συνδέεται.

Μια απλή μορφή των παραγώγων θα ήταν, ότι ένα αγρότης θέλει να προστατεύσει την επόμενη σοδειά του από μια κακοκαιρία, έτσι αγοράζει ένα δικαίωμα προαίρεσης να πουλήσει την σοδειά του σε μια συγκεκριμένη τιμή σε ένα εύλογο χρονικό διάστημα στο μέλλον, αν η σοδειά καταστρεφόταν λόγω κακοκαιρίας ο αγρότης θα ασκούσε το δικαίωμα και θα πουλούσε την σοδειά στην τιμή που είχε συμφωνηθεί στο δικαίωμα, με αυτό τον τρόπο προστατεύεται από τον κίνδυνο. Τα δικαιώματα κοστίζουν ο αντισυμβαλλόμενος που συνάπτει αυτή την συμφωνία θα ζητήσει το λεγόμενο ασφάλιστρο, που σε περίπτωση που τα πράγματα κυλούσαν ευνοϊκά για τον αγρότη η μόνη απώλεια θα ήταν το ασφάλιστρο, γιατί προφανώς δεν θα ασκούσε το δικαίωμα του.

Τα παράγωγα εξελίχθηκαν στα συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης (options): που δίνει σε κάποιον το δικαίωμα, όταν το αγοράζει ή την υποχρέωση όταν το πουλά να αγοράσει ή να πωλήσει έναν υποκείμενο τίτλο σε μια καθορισμένη εκ των προτέρων τιμή για ένα δεδομένο χρονικό διάστημα για μια καθορισμένη ημερομηνία, υπό την οπτική της ασφάλισης ή της κερδοσκοπίας*.

Και τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (futures): Ένα συμβόλαιο future είναι μια αυστηρή δέσμευση για την αγορά ή πώληση μιας συμφωνημένης ποσότητας ενός περιουσιακού στοιχείου σε μια συμφωνημένη τιμή και σε μια συμφωνημένη μελλοντική ημερομηνία, τα συμβόλαια είναι τυποποιημένα προϊόντα και εισηγμένα στο χρηματιστήριο που στηρίζονται σε τίτλους αναφοράς με ένα καθορισμένο ποσό και με καθορισμένες ημερομηνίες. Τα futures μπορούν να μετατραπούν σε χρήσιμα

και επικερδή εργαλεία και με το μαγικό εργαλείο της μόχλευσης μπορούμε να αποκομίσουμε μεγάλα κέρδη αλλά υπάρχουν και κίνδυνοι για μεγάλες ζημιές.

Μόχλευση είναι τα ξένα κεφάλαια που ενσωματώνονται πάνω στο δικό σου αρχικό κεφάλαιο, είναι η δυνατότητα που σου προσφέρεται από ορισμένα προϊόντα ή ορισμένες χρηματοοικονομικές διαδικασίες να πολλαπλασιάσεις τα κέρδη σου ή τις απώλειες από την ίδια την αρχική επένδυση. Στην ουσία αγοράζεις έναν τίτλο κατέχοντας μόνο ένα μέρος του ποσού και μετά τον πουλάς σε υψηλότερη τιμή, οπότε είναι η σχέση ανάμεσα στην υπεράξια που προκύπτει με αυτό τον τρόπο και στο ποσό εκκίνησης. Η μόχλευση, δηλαδή τα δανειακά κεφάλαια που σου προσφέρουν οι prime brokers δηλαδή οι τράπεζες και τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα κυμαίνεται μεταξύ 100 και 500, οπότε ένα αρχικό κεφαλαίο 1000 € με δυνατότητα μόχλευσης μπορεί να επενδυθεί με αρχική αξία 100,000-500,000 €, με αυτό τον τρόπο μια μεταβολή στις ισοτιμίες συναλλάγματος ένα της 1% μπορεί να μεταφραστεί από 1000-5000 € κέρδη ή ζημιές.

Τα δικαιώματα προαίρεσης και τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης υπήρξαν εξαιρετικής σπουδαιότητας για την ιστορία των χρηματοοικονομικών και δεν είναι τυχαίο ότι τα παράγωγα αναπτύχθηκαν στις αγορές εμπορευμάτων και ιδίως στην Εμπορική χρηματαγορά του Σικάγου (Chicago Mercantile Exchange).

Η αγορά των παραγώγων απέκτησε δύναμη όταν έγινε κατανοητό ότι υπάρχει μια τεράστια προοπτική και δύναμη της αγοράς όχι στην αξία των παραγώγων που προέρχονταν από πρώτες ύλες όπως σιτάρι, αυγά ή βούτυρο αλλά από μετοχές. Το πρόβλημα ήταν ότι δεν υπήρχε τρόπος προσδιορισμού της αξίας των παραγώγων που να ενσωματώνει τον κίνδυνο, τον χρόνο, την κίνηση των επιτοκίων και της ρευστότητας αλλά και αυτό γρήγορα επιλύθηκε με την βοήθεια των μαθηματικών.

**να παραθέσω έναν ορισμό για τους κερδοσκόπους γιατί συνήθως οι έννοια που αντιλαμβανόμαστε είναι αρνητική. Κερδοσκόπος είναι ένα πρόσωπο που είναι διατεθειμένο να δεχτεί τους υπολογισμένους κινδύνους της αγοράς για ένα βραχυπρόθεσμο ή μεσοπρόθεσμο κέρδος για κεφάλαια, αναζητώντας την ανάληψη μιας παρακινδυνευμένης θέσης πάνω σε ένα χρηματοοικονομικό προϊόν, στοιχηματίζοντας στην μελλοντική εξέλιξη του. Κάποιες φορές αυτές οι πρακτικές συμβάλουν στην εξισορρόπηση της αγοράς σε συγκεκριμένες τιμές.*

Η ανάπτυξη των παράγωγων προϊόντων που στηρίζονται σε υποκείμενους τίτλους όπως τα επιτόκια, οι χρηματιστηριακές τιμές και τα ενυπόθηκα δάνεια στις Ηνωμένες πολιτείες τα περίφημα subprimes δάνεια και η φύση των υποκείμενων τίτλων έδωσαν την δυνατότητα στον χρηματοοικονομικό τομέα να επιδρά στην πραγματική οικονομία. Η αύξηση των παραγώγων και η απελευθέρωση των τιμών οδήγησε στην ανάγκη προστασίας των έντονων διακυμάνσεων.

Οι χρηματοοικονομικές εταιρίες, οι επιχειρήσεις και οι επενδυτές προσπαθούν να μειώσουν τον κίνδυνο που είναι εκτεθειμένοι με την διαδικασία της αντιστάθμισης κινδύνου (hedging). Παραδείγματος χάρη έχουμε την πεποίθηση ότι μια ορισμένη μετοχή θα αυξηθεί 50% σε ένα χρόνο, οπότε επενδύουμε 50.000 και αγοράζουμε μετοχές. Αν ανεβεί η τιμή της μετοχής και υποθέσαμε σωστά το 50%, έχουμε κέρδος 25.000, αν όμως δεν ανεβεί και πέσει 50% ή και περισσότερο θα έχουμε μια μεγάλη ζημία. Συνεπώς για να αντισταθμίσουμε αυτό τον κίνδυνο πρέπει να κάνουμε μια εξασφάλιση. Η εξασφάλιση πετυχαίνεται αγοράζοντας μια όψιον για την πώληση μετοχών κοντά στην τιμή που αγόρασα αξίας 3000. Αν η τιμή ανεβεί οι 3000 χάνονται γιατί δεν θα ασκήσω το δικαίωμα της όψιον, όμως θα έχω αποκομίσει κέρδος από την αρχική μου επένδυση των 50.000. Αν οι μετοχές πέσουν ασκώ το δικαίωμα προαίρεσης στην πώληση μετοχών που μου στοίχισε 3000 και μειώνω σε μεγάλο μέρος τις απώλειες μου.

Τι γίνεται στις περιπτώσεις που αυτή η διαδικασία δεν χρησιμοποιείται για την αντιστάθμιση κινδύνου αλλά για την κερδοσκοπία, βάζοντας μεγάλα στοιχήματα προς την άνοδο και κυρίως προς την πτώση της αγοράς; Και πώς αυτή η διαδικασία οδηγεί σε μεγαλύτερες φούσκες και πιο οδυνηρές;

Στο παραπάνω παράδειγμα αντί να αντισταθμίσω τον κίνδυνο τον διογκώνω γιατί είμαι σίγουρος για την έκβαση της αγοράς, οπότε αγοράζω μια όψιον αγοράς της τάξης των 50.000 αν η αγορά ανεβεί 50% θα κερδίσω 250.000 ασκώντας το δικαίωμα μου. Με αυτό τον τρόπο μεγεθύνω την θέση μου στην αγορά. Οι traders που έχουν χάσει αρκετά δις στοιχηματίζοντας στην αγορά παραγώγων είναι αρκετοί. Μια από τις κλασικές περιπτώσεις είναι του Lesson, ο Lesson εργαζόμενος στην εμπορική τράπεζα Barings το 1995 έκανε μια τεράστια μη εξουσιοδοτημένη τοποθέτηση σε συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης πάνω στον δείκτη Nikkey 225,

το βασικό χρηματιστηριακό δείκτη της Ιαπωνίας. Διπλασιάζοντας συνεχώς τα στοιχεία του με την ελπίδα ότι ο δείκτης θα ανέβαινε και κρύβοντας την ανοιχτή του θέση σε ένα τεράστιο μυστικό λογαριασμό. Όταν ο δείκτης κατέρρευσε οι απώλειες έφτασαν τα 880 εκατομμύρια στερλίνες ικανές να καταστρέψουν ολόκληρη την τράπεζα.

Το 1981 εμφανίστηκαν στην αγορά και τα συμβόλαια ανταλλαγής (swaps), τα οποία ξεκίνησαν ως ανταλλασσόμενες πηγές εσόδων σε διάφορους τύπους ομολόγων. Οι εταιρίες αντάλλαξαν μεταξύ τους ομόλογα και ισοδύναμα προϊόντα αποκτώντας πρόσβαση σε άλλους τύπους επιχειρηματικής δραστηριότητας χωρίς να αποκλίνουν από τον δικό τους επιχειρηματικό μοντέλο. Η πιο αναμεμειγμένη τράπεζα στην αγορά συμβολαίων ανταλλαγής ήταν η J.P. Morgan, η αγορά είχε γνωρίσει τεράστια άνοδο το 1990 μέχρι το 1994 και οι περισσότεροι στην αγορά εκτελούσαν συμβόλαια ανταλλαγής κάτι που μείωνε τα περιθώρια κέρδους.

Από ένα πρόβλημα στην εταιρία Exxon προήλθε ένα κερδοφόρο χρηματοοικονομικό εργαλείο για τις τράπεζες. Η πετρελαϊκή εταιρία Exxon πελάτης της J.P. Morgan είχε πρόβλημα εξαιτίας της πετρελαιοκηλίδας που είχε προκαλέσει το ναυάγιο το 1989. Για αυτό το λόγο χρειαζόταν να συγκεντρώσει μεγάλη πίστωση ώστε να μπορέσει να καλύψει τις ενδεχόμενες κυρώσεις και ζημίες που προβλέπονταν στα 5 δις. Η τράπεζα δεν ήθελε να την χάσει από πελάτη επομένως θα έπρεπε να της χορηγήσει αυτή την μεγάλη πίστωση. Όμως υπήρχε ένα πρόβλημα, οι τράπεζες έπρεπε να κρατούν ένα συγκεκριμένο κεφάλαιο ανά πάσα στιγμή στην κατοχή τους σε περίπτωση που κάποια δάνεια θα ήταν επισφαλής (δηλαδή δεν θα πληρωνόντουσαν). Αυτοί είναι οι λεγόμενοι κανόνες της Βασιλείας που αποτελούν το διεθνές αποδεκτό κώδικα πρακτικής στις τραπεζικές εργασίες. Το κεφάλαιο που έπρεπε οι τράπεζες να κρατούν ως αποθεματικό για τον κίνδυνο εκκρεμών δανείων ήταν 8% των κεφαλαίων τους. Άρα περιοριζόταν το ποσό των δανείων που μπορούσαν να χορηγήσουν.

Τα 5 δις που χρειαζόταν η Exxon ήταν αρκετά μεγάλο ποσό και από αυτά θα έπρεπε ένα 8% να κρατηθεί ως αποθεματικό, το οποίο δεν θα μπορούσε να διοχετευτεί στην αγορά μειώνοντας την απόδοση του κεφαλαίου της τράπεζας. Η ιδέα ήταν να μεταθέσουν τον κίνδυνο, πουλώντας το πιστωτικό όριο στην Ευρωπαϊκή

Τράπεζα Ανοικοδόμησης και Ανάπτυξης (ΕΤΑΑ) σε αντάλλαγμα ενός ασφαλιστρου. Η Εχχον θα έπαιρνε την πίστωση από την τράπεζα και εκείνη θα διατηρούσε τα αποθεματικά άθικτα γιατί θα είχε μεταβιβάσει τον κίνδυνο στην ΕΤΑΑ έναντι μιας αμοιβής. Η συμφωνία τελικά εγκρίθηκε αλλά χρειάστηκε αρκετός χρόνος προεργασίας και διαδικασιών και μετά από δύο χρόνια το πρώτο εμπορικό συμβόλαιο ανταλλαγής εγκρίθηκε ύστερα από συνεννόηση της IBM και της παγκόσμιας τράπεζας. Η αρμόδια ρυθμιστική αρχή έκανε δεκτή αυτή την ιδέα γιατί μια πώληση τέτοιου είδους διέσπειρε τον κίνδυνο στο ευρύτερο χρηματοπιστωτικό σύστημα αντί να τον συγκεντρώνει σε ένα σημείο. Η διαδικασία καθιερώθηκε να λέγεται συμβόλαιο αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου (CDS credit default swap). Από την άλλη μεριά υπάρχει ένα ερώτημα, εφόσον ο κίνδυνος των δανείων μπορούσε να πουληθεί, οπότε τα δάνεια δεν είχαν άμεσο κίνδυνο και άρα το κεφάλαιο μπορούσε ξανά να δανειστεί και να δανειστεί χωρίς να τηρείται ο κανόνας της Βασιλείας για το αποθεματικό συνεπώς η τράπεζα δεν είχε το ρίσκο του δανείου. Στην ουσία με αυτό τον τρόπο δεν έμεναν κεφάλαια που δεν επενδύονταν, στοχεύοντας συνεχώς στις μεγαλύτερες αποδόσεις. Αυτή η αρχική διαδικασία άνοιξε το δρόμο για την τελειοποίηση της ιδέας της τιτλοποίησης.

Η δύναμη της αξίας των παραγώγων στην αγορά και η ικανότητα να αντισταθμίζουν τον κίνδυνο και να τον μεγεθύνουν είναι ένα από τα βασικά και ανησυχητικά χαρακτηριστικά της. Όμως η πολυπλοκότητα και η λάθος αντιμετώπιση έπαιξαν πρωτεύοντα ρόλο στην φούσκα του 2008. Στον χώρο των χρηματοοικονομικών στις αρχές του 1990 άρχισαν να κάνουν καριέρα αναρίθμητοι κάτοχοι διδακτορικών στα μαθηματικά και στην στατιστική. Τα παράγωγα που διακινούνταν άρχισαν να γίνονται τόσο περίπλοκα και σχεδιασμένα με τέτοιο τρόπο ώστε να αποκρύβουν και το περιεχόμενό τους. Τα παράγωγα δεν μέρδευαν μόνο τους μη ειδικούς της αγοράς αλλά και μερικές φορές και αυτούς που τα πουλούσαν.

Η συνολική αγορά των παραγώγων σήμερα μετριέται σε εκατομμύρια τρισεκατομμύρια δολάρια, ένας προβληματισμός που δημιουργείται είναι η διαφορά που προκύπτει ανάμεσα στην υποκειμενική αξία των προϊόντων και τις ονομαστικές αξίες που ενσωματώνονται στα παράγωγα.

Η μαθηματικοποίηση της αγοράς γνώρισε το μεγαλείο της όταν ο Myron Scholes και ο Robert Merton δυο περιβόητοι μαθηματικοί και οικονομολόγοι ή αλλιώς «quants» ποσοτικοί αναλυτές δημιούργησαν ένα επενδυτικό χαρτοφυλάκιο αντιστάθμισης κινδύνου με την ονομασία Long Term Capital Management (L.T.C.M.). Η ιδέα ήταν ότι χρησιμοποιώντας ανώτατα μαθηματικά και την λειτουργία των δικαιωμάτων προαίρεσης (options) θα δημιουργούσαν ένα χαρτοφυλάκιο εξαιρετικά κερδοφόρα με υψηλή μόχλευση και σχεδόν με μηδενικό κίνδυνο, εφαρμόζοντας πολύ μεγάλη διασπορά των τοποθετήσεων τους.

Η μαθηματική φόρμουλα που εφαρμόσαν προσδιόριζε την τιμή που θα αγόραζαν οι επενδυτές τα δικαιώματα τους, δηλαδή πως θα τιμολογούσαν το ασφάλιστρο. Ας υποθέσουμε ότι μια μετοχή κοστίζει σήμερα 50 € και εμείς πιστεύουμε ότι σε 6 μήνες θα αυξηθεί η τιμή αγοράζοντας το option αγοράς σε μια τιμή των 5 € (το ασφάλιστρο) ώστε να μπορέσουμε να αγοράσουμε την μετοχή στην τιμή των 50 €. Αν η τιμή της μετοχής σε έξι μήνες φτάσει τα 75 €, ασκώντας το δικαίωμα αγοράς αγοράζουμε την μετοχή 50€ και την πουλάμε 75€ αποκομίζοντας ένα καλό κέρδος, αν η τιμή παραμείνει σταθερή η πέσει δεν ασκούμε το δικαίωμα μας και το μόνο που χάνουμε είναι το ασφάλιστρο.

Ο μαθηματικός τύπος υπολόγιζε την τιμή του δικαιώματος για την αγορά ή πώληση μιας μετοχής σε μια συγκεκριμένη ημερομηνία στο μέλλον, λαμβάνοντας υπόψη την απρόβλεπτη κίνηση της μετοχής στο ενδιάμεσο διάστημα. Τα πρώτα 4 χρόνια λειτουργίας η LTCM τετραπλασίασε την αξία της, από δικαιώματα που δεν ασκήθηκαν ποτέ από τους επενδυτές γιατί είχαν προβλέψει λάθος. Επιπρόσθετα η εταιρία κέρδιζε πολλά αγοράζοντας τίτλους που θεωρούσε υποτιμημένους. Το 1997 το ίδρυμα είχε καθαρή θέση 4,72 δις. και με την βοήθεια της μόχλευσης είχε επεκταθεί σε παράγωγα σε αξίας 1,25 τρις. Τον Οκτώβριο του 1997 ο Myron Scholes και ο Robert Merton βραβεύτηκαν με το Νόμπελ οικονομικών. Η LTCM συναλλασσόταν με αγορές σε παγκόσμια κλίμακα, αλλά τα περισσότερα δικαιώματα τα ασκούσε στην αμερικανική και ευρωπαϊκή χρηματοπιστωτική αγορά. Τον Αύγουστο του 1998 το Ρωσικό οικονομικό σύστημα κατέρρευσε κηρύσσοντας στάση πληρωμών, προκαλώντας την αστάθεια στο παγκόσμιο χρηματοοικονομικό σύστημα με συνέπεια την απότομη πτώση των χρηματιστηρίων. Η LTCM ήταν

κερδοφόρα εφόσον τα περισσότερα δικαιώματα δεν θα ασκούνταν με συνέπεια να στοχεύει στην σταθερότητα της αγοράς και όχι τις ακραίες μεταβολές των τιμών προς τα κάτω ή προς τα πάνω, σύμφωνα με τις μετρήσεις που έκανε η μεταβλητότητα των αγορών θα μειωνόταν οπότε συσσωρεύε δικαιώματα και τα πουλούσε φτηνά παίρνοντας μεγάλα ρίσκα.

Η αθέτηση των υποχρεώσεων της Ρωσίας σε ξένο νόμισμα και η πτώση των χρηματιστηρίων είχαν σαν συνέπεια στις 21 Αυγούστου να χάσουν 550 εκατομμύρια σχεδόν το 15% του κεφαλαίο τους και μέχρι το τέλος του μήνα είχαν πτώση της τάξεως 45%. Οι πιθανότητες χρεωκοπίας που είχαν υπολογίσει σύμφωνα με το μοντέλο τους ήταν $(1/10)^{24}$ δηλαδή σχεδόν μηδενική και ήταν απίθανο να χάσουν πάνω από 35 εκατομμύρια σε μια μέρα. Η πτώση της LTCM θα προκαλούσε γενικευμένη αναταραχή στις αγορές και μια ενδεχόμενη συστημική κατάρρευση, οπότε η Ομοσπονδιακή τράπεζα της Αμερικής (FED) έσπευσε να προσφέρει πολλά δισεκατομμύρια δολάρια για την διάσωση της.

Τα ποσοτικά μοντέλα των αναλυτών πήραν κάποιες αβέβαιες πιθανότητες τις ποσοτικοποίησαν και τις ανήγαγαν σε πιθανότητες ρίσκου κάνοντας τον χρηματοπιστωτικό κόσμο να φαίνεται πιο σταθερός από ποτέ εξαφανίζοντας το ενδεχόμενο, ότι μια εκρηκτική άνοδος συνδυάζεται και κάποιες φορές από θεαματική πτώση. Μετέπειτα πολλές εταιρίες και χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ακολούθησαν μια τεράστια άνοδο αλλά και μια παταγωδώς πτώση που έκρυβαν πολλές απάτες και μια λάθος αντιμετώπιση του ρίσκου και της πραγματικότητας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Η ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗ ΤΩΝ ΣΤΕΓΑΣΤΙΚΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ ΚΑΙ Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΣΤΙΣ ΗΠΑ.

2.1 Τράπεζες

Οι τράπεζες διαδραματίζουν τον κεντρικό ρόλο για την λειτουργία, την ανάπτυξη και την ανοικοδόμηση ενός κράτους. Δανείζοντας λεφτά στο κράτος, στις επιχειρήσεις για την ανάπτυξή τους και μετέπειτα στους πολίτες με την λήψη στεγαστικών δανείων ή ότι άλλων δανείων προστάζει η αγορά. Σε απλοϊκή μορφή εφαρμόζαν ένα κανόνα των 3%-6%, που σημαίνει ότι τα πιστωτικά ιδρύματα προσφέρουν 3% στους αποταμιευτές και δανείζουν με 6% στους υπόλοιπους διαμορφώνοντας το κέρδος τους. Το 1933 μετά την μεγάλη ύφεση είχε ψηφιστεί ο νόμος Glass Steagall Act, ο οποίος ανάγκαζε τις τράπεζες να διαχωρίσουν το εμπορικό κομμάτι από το επενδυτικό. Δηλαδή να διαχωριστούν οι λειτουργίες της τράπεζας από το επενδυτικό κομμάτι που έχει να κάνει με την έκδοση χρηματοοικονομικών εργαλείων και αξιόγραφων και την συμμετοχή στις οργανωμένες κεφαλαιαγορές.

Το 1999 ο νόμος καταργήθηκε με το επιχείρημα ότι οι τράπεζες έχουν να ανταγωνίζονται πολλούς χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς που δεν διέπονται από τους ίδιους νόμους, οπότε χρειάζεται απελευθέρωση της νομοθεσίας και άρση των περισσότερων κανόνων ώστε να ανταγωνίζονται επί ίσους όρους με τους χρηματοπιστωτικούς μεσάζοντες. Ο γερουσιαστής Byron Dorgan που είχε ψηφίσει κατά είχε δηλώσει τότε ότι « Αυτό το νομοσχέδιο κατά την κρίση μου θα αυξήσει τις πιθανότητες μελλοντικών πακέτων διάσωσης με τα λεφτά των φορολογούμενων»

Στην πράξη οι τράπεζες δεν έχουν ως στόχο πάντα την οικονομική ανάπτυξη, γιατί κάποιες εμφανίζονται αρκετά πιο ανεπτυγμένες από τα κράτη. Το αθροιστικό ύψος των περιουσιακών στοιχείων των τραπεζών σε όλα σχεδόν τα αναπτυγμένα κράτη είναι πολλαπλάσιο τόσο του ΑΕΠ, όσο και του κρατικού χρέους. Με το μέγεθος των τραπεζών δυσανάλογα μεγάλο σε σχέση με τις οικονομίες των κρατών

και με την θέση που κατέχουν στο σύγχρονο χρηματοπιστωτικό σύστημα αποτελούν καταλύτη για την πορεία των λαών ανάλογα με τις ορέξεις τους και τα συμφέροντα τους. Η κρίση του 2008 οφείλεται εν μέρει στην συγκέντρωση της χρηματοοικονομικής αγοράς στα χέρια ορισμένων ιδρυμάτων, τόσο ισχυρών ώστε να είναι σε θέση να επιβάλλουν την γνώμη τους στην ρυθμιστική αρχή, επιπλέον όμως η κρίση αυτή διόγκωσε ακόμα περισσότερο την συγκέντρωση και την δύναμη στα χέρια των ιδρυμάτων.

Οι διεθνής τραπεζικές δυνάμεις απέκτησαν μεγάλη δύναμη από τα παράγωγα προϊόντα και με την χρήση καινοτομιών στην αγορά των swaps, δηλαδή των συμβολαίων αντιστάθμισής κινδύνου. Επιπλέον οι τράπεζες στις αρχές της δεκαετίας του 2000 πήραν στον έλεγχο τους, τις περισσότερες εταιρίες που διαχειρίζονται επενδυτικά κεφάλαια για λογαριασμό τρίτων. Αυξάνοντας με αυτό τον τρόπο την δύναμη τους και δείχνοντας την μονοπωλιακή θέση που κατέχουν σε διεθνή κλίμακα.

Το ολιγοπώλιο δεν υπόκειται σε πολιτικό έλεγχο και προφανώς δεν υπόκειται σε κοινωνικό έλεγχο, τα μοναδικά εμπόδια είναι κάποιες προληπτικές ρυθμίσεις και κανόνες όχι τόσο μεγάλης εμβέλειας όσο θα έπρεπε. Οι περισσότερες ρυθμίσεις δημιουργήθηκαν μετά την κρίση και μετά την διαπίστωση των ολέθριων συνεπειών. Οι τράπεζες που συναλλάσσονται στον κόσμο είναι 45.000* περίπου, μεταξύ αυτών μπορούμε να εντοπίσουμε τους τραπεζικούς ομίλους που βρίσκονται στον πυρήνα του συστήματος και αποτελούν τους κυρίους διαπραγματευτές των τραπεζών στην χρηματαγορά (primary dealers). Οι μεγάλες τράπεζες είναι συστηματικά παρούσες στην αμερικάνικη αγορά και έχουν κατά αποκλειστικότητα το δικαίωμα να συμμετέχουν στις καθημερινές δημοπρασίες χρεογράφων της Κεντρικής Τράπεζας των ΗΠΑ (FED). Το αμερικάνικο υπουργείο Οικονομικών και η Κεντρική τράπεζα τις συμβουλεύονται για την κατάσταση και την εξέλιξη της ζήτησης των χρεογράφων προκειμένου να ανταποκριθούν κατά τον βέλτιστο τρόπο στην ανάγκη χρηματοδότησης του ελλείμματος του αμερικάνικου προϋπολογισμού και της νομισματικής πολιτικής που έχουν στόχο να εφαρμόσουν.

Primary Dealers, 2010 (πηγή FED) Πίνακας 2

BNP Paribas Securities Corp.

Bank of America Securities LLC
Barclays Capital Inc.
Citigroup Global Markets Inc
Cantor Fitzgerald & Co.
Credit Suisse Securities LLC
Daiwa Capital Markets America Inc
Deutsch Bank Securities
Goldman Sachs & Co
HSBC Securities Inc
Jefferies & Company, Inc
JP Morgan Securities Inc
Mizuho Securities Inc
Morgan Stanley & Co. Incorporated
Nomura Securities International Inc
RBC Capital Markets Corporation RBC
RBS Securities Inc
UBS Securities LLC

*Ο αριθμός προέρχεται από πηγές στις αρχές της δεκαετίας του 2000 από ένα ερωτηματολόγιο της BRI, British Banking Association και της Building Societies Association.

Η FED θεωρείται από τις αγορές το σημαντικότερο και ισχυρότερο θεσμικό χρηματοοικονομικό ίδρυμα στον κόσμο. Η λέξη FED αναφέρεται στο Ομοσπονδιακό σύστημα Κεντρικών τραπεζών των ΗΠΑ και συνήθως εννοεί την ομοσπονδιακή τράπεζα της Νέας Υόρκης. Σύμφωνα με το αμερικάνικο Σύνταγμα το Κογκρέσο πρέπει να έχει την δύναμη να δημιουργεί χρήμα και να ρυθμίζει στην συνέχεια την αξία του. Ωστόσο μετά από αρκετές προσπάθειες και μερικές δεκαετίες η δύναμη μεταφέρθηκε στα χέρια ιδιωτών, οι οποίοι μέσα από τον έλεγχο μεγάλων τραπεζών έγιναν οι μέτοχοι του Κεντρικού Τραπεζικού συστήματος των ΗΠΑ.

Πολλές φορές στην ιστορία της Αμερικής προσπάθησαν οι ιδιώτες να πάρουν τον έλεγχο της κεντρικής τράπεζας, χαρακτηριστική περίπτωση εναντίωσης αυτής της προσπάθειας ήταν του Τόμας Τζέφερσον το 1792 και μετέπειτα έγινε 3^ο πρόεδρος

των ΗΠΑ. Ο Τζέφερσον είχε πει: « Αν ο αμερικάνικος λαός επιτρέψει σε ιδιωτικές τράπεζες να ελέγχουν το χρήμα, τότε πρώτα με την δημιουργία πληθωρισμού και μετά με την δημιουργία αντιπληθωρισμού οι τράπεζες και οι οργανισμοί που αναπτύσσονται γύρω τους θα στερήσουν από τον λαό όλη την περιουσία του, ώσπου τα παιδιά τους να ξυπνήσουν άστεγα στη γη που κατέκτησαν οι πατεράδες τους».

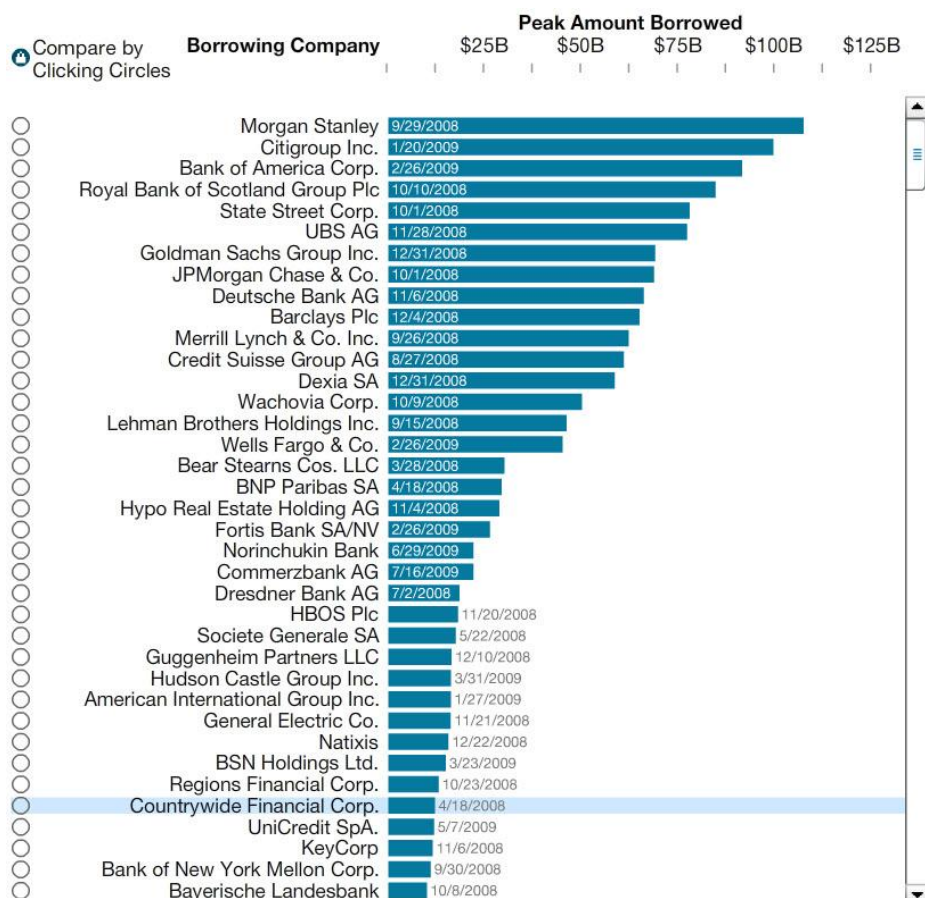
Πλέον οι τράπεζες που συμμετέχουν στο Ομοσπονδιακό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών των ΗΠΑ είναι ιδιωτικές και όχι κρατικές. Αυτά είναι το πόρισμα του Ομοσπονδιακού εφετείου των ΗΠΑ πάνω σε μια υπόθεση προς την Ομοσπονδιακή Τράπεζα. Δηλαδή η νομισματική πολιτική των ΗΠΑ καθώς και ο έλεγχος της παραγωγής και της αξίας του δολαρίου, που επηρεάζουν ολόκληρο τον πλανήτη ασκούνται σε ένα βαθμό από ιδιωτικές τράπεζες. Η Κεντρική τράπεζα δανείζει κάθε δολάριο στις ΗΠΑ, έτσι ώστε κάθε δολάριο να αποτελεί στην πραγματικότητα χρέος και να μην υφίσταται χρήμα χωρίς χρέος τελικά. Το 1933 ο Louis McFadden πρόεδρος της νομισματικής Επιτροπής των ΗΠΑ επί σειρά ετών και έχοντας άμεση επαφή με την FED, δήλωσε ενώπιον του κογκρέσου ότι η Κεντρική Τραπεζική της Νέας Υόρκης αποτελεί ένα διεφθαρμένο μονοπώλιο ιδιωτικών τραπεζών.

Το οξύμωρο με αυτή την κατάσταση είναι ότι η FED θεωρείται από τις χρηματαγορές το σημαντικότερο θεσμικό χρηματοοικονομικό ίδρυμα στον κόσμο. Όχι από την διαφάνεια, την αντικειμενικότητα και την αποτελεσματικότητα που την κατέχει αλλά από την δύναμη να ορίζει τις εξελίξεις του χρηματοοικονομικού παιχνιδιού. Οι ομιλίες και οι ανακοινώσεις της FED αναμένονται από το επενδυτικό κοινό με μεγαλύτερη αγωνία και ενδιαφέρον από ότι αυτές των Αμερικάνικων Προέδρων. Επιπρόσθετα οι διοικητές της FED συνδέονται μεταξύ τους, αλλά και με την τραπεζική ελίτ. Μερικά χαρακτηριστικά παραδείγματα είναι του Paul Adolph Volcker οικονομικός σύμβουλος του προέδρου Ομπάμα μέχρι το 2011, ο οποίος διετέλεσε διοικητής FED από το 1979 μέχρι το 1987. Όταν αποχώρησε έγινε πρόεδρος της επενδυτικής τράπεζας J. Rothschild Wolfensohn & Co. Επίσης ο Άλαν Γκρίνσπαν ο οποίος ήταν πρόεδρος από το 1987 μέχρι το 2006 ο οποίος ήταν μαθητής του Άρθουρ Μπερνς που διετέλεσε διοικητής από το 1970 μέχρι το 1978. Ο Γκρίνσπαν κατείχε διευθυντική θέση στην JP Morgan.

Επιπρόσθετα σημείο αναφοράς είναι ότι δεν υπάρχει βιβλιογραφία σχετικά με τις τράπεζες που αποτελούν τους βασικούς μετόχους της. Οπότε είναι αδύνατο να γνωρίζουμε με ακρίβεια ποιοι είναι οι βασικοί μέτοχοι της FED και ποιές τράπεζες. Ο συνδυασμός διαφόρων στοιχείων και αρκετές ομιλίες προέδρων συνθέτη ένα μοτίβο, υποδεικνύοντας ένα μεγάλο ποσοστό αγγλικών συμφερόντων και συμμετοχή της JP Morgan, Goldman Sachs και της τραπεζικής δυναστείας Rothschild.

Επίσης ήρθε στην δημοσιότητα ένα αρχείο μυστικών δανείων που παρείχε η FED σε μια σειρά τραπεζών μεταξύ του Αυγούστου του 2007 και Απριλίου 2010. Τα δάνεια ήταν ύψους 1,2 τρις. δολαρίων και ένα αρχείο με είκοσι εννέα χιλιάδες μυστικά έγγραφα και είκοσι μια χιλιάδες μυστικά δάνεια. Με τις πρώτες θέσεις να έχουν η *Morgan Stanley με 110 δις. δολάρια και μετέπειτα την Citigroup, Bank of America, Royal Bank of Scotland Group, UBS, Goldman Sachs, JP Morgan και άλλες οι οποίες φαίνεται να κατέχουν και μετοχική θέση.

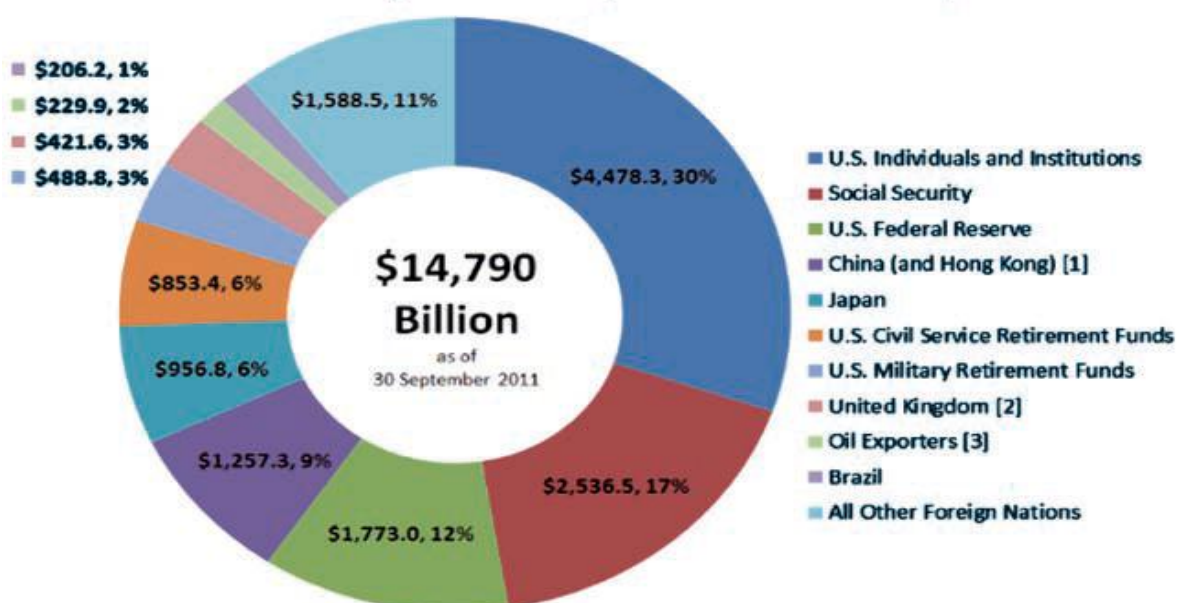
Κρυφά δάνεια της FED(πηγή Bloomberg secret FED loans) Διάγραμμα 2



Και όλως τυχαία αποτελούν και τους κυρίους διαπραγματευτές των τραπεζών στην χρηματαγορά. Η FED όπως θα αναφέρθη παρακάτω στην εργασία, αποτέλεσε τον μεγαλύτερο δανειστή της Αμερικής για την αγορά των επισφαλών subprime ομολόγων με άριστη βαθμολογία, καθιστώντας την από τους μεγαλύτερους δανειστές του κράτους ξεπερνώντας σε αξία και τον δανεισμό της Κίνας προς την Αμερική.

Βασικοί κάτοχοι αμερικάνικου χρέους. Διάγραμμα 3

Preliminary Major Holders of U.S. Government-Issued Debt as of 30 September 2011 (End of Fiscal Year 2011)



Sources: U.S. Treasury Department, U.S. Federal Reserve

© Political Calculations 2011

Το γεγονός πως η FED έχει στα χέρια της για περισσότερο από εκατό χρόνια την λειτουργία της νομισματικής πολιτικής και την παραγωγή χρήματος της μεγαλύτερης οικονομίας στον πλανήτη και θεωρείται από πολλούς η μηχανή του τραπεζικού και χρηματοπιστωτικού συστήματος, με την δυνατότητα να ελέγχει τις τράπεζες με την ρευστότητα και τα κράτη. Την καθιστούν τον μαέστρο του τραπεζικού και χρηματοπιστωτικού συστήματος με την μόνη διαφορά ότι δεν γεννάει ωραίες μουσικές μελωδίες αλλά χρέος προς όλους τους πολίτες.

Όπως αναφέραμε τα ομόλογα αποτελούν το πιο συνηθισμένο τρόπο πίστωσης των κρατών. Σημαντική επιρροή πάνω τους διαμορφώνει το κρατικό καθοριζόμενο επιτόκιο. Το επιτόκιο αυτό είναι το επιτόκιο που το κράτος είναι διατεθειμένο να δανείσει χρήματα στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα για να κρατήσουν σε λειτουργία την οικονομία. Το επιτόκιο αυτό ορίζεται από την ομοσπονδιακή τράπεζα της Αμερικής (FED) και πρόκειται για το επιτόκιο που με τη σειρά του καθορίζει το επιτόκιο με το οποίο δανείζουν οι τράπεζες ή μια στην άλλη, στις επιχειρήσεις και στους πολίτες. Συνεπώς ο κεντρικός τραπεζίτης καθορίζει το επιτόκιο με το οποίο θα δανειστούν οι υπόλοιποι και την αξία του χρήματος.

Για να δώσουμε ένα παράδειγμα πως το επιτόκιο επηρεάζει των πληθωρισμό, στις αρχές τις δεκαετίας του 80 στην Αμερική το επιτόκιο είχε φτάσει κοντά στο 20%, αυτό συνεπάγεται ότι το χρήμα είναι ακριβό και η οικονομία τείνει να επιβαρυνθεί, η ανεργία αυξάνεται, η κατανάλωση πέφτει και είναι πολύ δύσκολο για τις επιχειρήσεις να μαζέψουν κεφάλαια. Σκεφτείτε ότι οι επιχειρήσεις δεν μπορούν να δανειστούν πλέον από την τράπεζα με τόσο υψηλό επιτόκιο και εκδίδουν ομόλογα. Όμως και πάλι τι επιτόκια θα πρέπει να δώσουν για να κάνουν τα ομολογά τους προσελκύσαμε όταν τα ομόλογα του Αμερικάνου Δημοσίου δίνουν 20% απόδοση χωρίς κίνδυνο. Με αυτή την διαδικασία το χρήμα αποκτά περισσότερη αξία γιατί γίνεται πιο ακριβό και ο πληθωρισμός δέχεται πίεση προς τα κάτω από το γεγονός ότι το χρήμα επί του παρόντος είναι πιο ακριβό. Αντίστροφα όταν τα επιτόκια είναι χαμηλά το χρήμα έχει μεγαλύτερη ροή και όλοι δανείζονται χρήματα. Οι εταιρίες βρίσκουν πιο εύκολα ρευστότητα από τις τράπεζες, οι θέσεις εργασίας αυξάνονται, η οικονομία αναζωογονείται το ίδιο και η κατανάλωση. Επίσης οι εταιρίες θα εκδίδουν νέα ομόλογα με πιο υψηλά επιτόκια τα οποία θα προσφέρουν καλύτερες αποδόσεις άρα η αγορά ομολόγων θα αυξάνεται και στο χρηματιστήριο θα παρατηρούνται διαχρονικά ανοδικές τάσεις. Όμως ο πληθωρισμός θα αυξάνεται γιατί το χρήμα χάνει την αξία του με την πάροδο του χρόνου. Οπότε παρατηρούμε μια αντιστρόφως ανάλογη πορεία και μια κατάσταση που αυτοδιορθώνεται και προς τις δύο κατευθύνσεις.

Το καθοριζόμενο επιτόκιο για μεγάλο χρονικό διάστημα μετά το 2000 κυμαινόταν σε ιστορικά μικρά επίπεδα για μεγάλο χρονικό διάστημα διοχετεύοντας την αγορά με ρευστότητα. Το επιτόκιο ήταν στο 1% το 2003 για μεγάλο χρονικό

διάστημα υπό την επίβλεψη του Greenspan (πρόεδρος της FED) όμως το οξύμωρο ήταν ότι δεν παρατηρούνταν αυτή η αυτορυθμιζόμενη κατάσταση που ανέφερα στην προηγούμενη παράγραφο. Με κάποιον τρόπο η αγορά μπορούσε να απορροφά όλη την προσφορά ρευστότητας χωρίς να αυτοδιορθώνεται.

Ένας από τους λόγους για αυτή την κατάσταση είναι η Κίνα, η Κίνα παρουσίαζε τεράστιο εμπορικό πλεόνασμα το οποίο το επένδυε αγοράζοντας τα Αμερικάνικα ομόλογα του Δημοσίου. Στην ουσία η Κίνα χρηματοδοτούσε το Αμερικάνικο έλλειμμα με το δικό της πλεόνασμα. Η Κίνα αγόρασε 699 δις \$ αμερικανικά ομόλογα Δημοσίου και έκανε επενδύσεις πολλών δισεκατομμυρίων για να συνεχιστεί ο τεράστιος όγκος εξαγωγών εμπορευμάτων από την Κίνα προς την Αμερική. Η κινέζικη παραγωγή διατήρησε σε χαμηλά επίπεδα το ύψος του πληθωρισμού της Αμερικής, διατηρώντας φτηνά αγαθά σε μια εποχή που κανονικά οι τιμές θα έπρεπε να ανεβαίνουν και ο δανεισμός να γίνεται πιο ακριβός. Τα Αμερικάνικα Ομόλογα θα έπρεπε να είχαν προκαλέσει την αδιαφορία των επενδυτών εφόσον είχαν χαμηλές αποδόσεις, όμως έγινε το αντίθετο εφόσον η Κίνα αγόραζε ξανά και ξανά προκαλώντας την άνοδο των αποδόσεων. Με αυτό τον τρόπο η κυβέρνηση ήταν σε θέση να δανείζεται φτηνό χρήμα και να ξοδεύει στην συνέχεια περισσότερα ενώ στην ουσία ο δανεισμός θα έπρεπε να μειωνόταν επειδή θα γινόταν πιο ακριβός, διογκώνοντας έτσι τις υπεραξίες σε ορισμένα στοιχεία αξίων ενεργητικού.

Από την άλλη πλευρά αυτή η κατάσταση με τα χαμηλά επιτόκια και την ευκολία που είχε η αγορά να δανείζεται και να καταναλώνει μπορούσε εύκολα να αλλάξει, αν ο Γκρίνσπαν ο διοικητής της FED αύξανε το επιτόκιο κάτι για το οποίο κατηγορήθηκε μετέπειτα. Όμως οι τράπεζες που βρίσκονται πίσω από την αγορά των παραγώγων και των συμβολαίων, που τους επιτρέπεται η δυνατότητα ανταλλαγής ενός μεταβαλλόμενου επιτοκίου παρακινδυνευμένου εκ φύσεως με ένα σταθερό επιτόκιο το επιτόκιο swap, συμβάλλοντας και επηρεάζοντας την διαμόρφωση των επιτοκίων. Πριν από την απελευθέρωση της αγοράς οι συναλλαγματικές ισοτιμίες ρυθμιζόνταν από τα κράτη, με την απελευθέρωση τα επιτόκια μπόρεσαν έμμεσα να ρυθμίζονται από τις μεγάλες κεντρικές τράπεζες. Εφόσον ιδιωτικές δυνάμεις

ελέγχουν την μεγαλύτερη κεντρική τράπεζα, εκείνες είναι που ελέγχουν και ορίζουν την εξέλιξη των επιτοκίων με γνώμονα τα δικά τους συμφέροντα.

Οι τραπεζικές κρίσεις αποτελούν πλέον φόβο και τρόμο για τα κράτη και την λειτουργία τους, εφόσον οι συνέπειες μιας τραπεζικής κρίσης μπορούν να αποδειχτούν καταστροφικές για το σύνολο της οικονομίας. Στο δίλλημα πλέον που τίθεται, αφήνουμε τις τράπεζες να πληρώσουν για τα λάθη τους και να πτωχεύσουν ή της διασώζουμε με κρατικό κόστος επιβαρύνοντας τους πολίτες και τους φορολογούμενους αποδείχτηκε περίτρανα ότι τα περισσότερα κράτη διαλέγουν την δάσωση.

Ο συστημικός χαρακτήρας μια ελίτ ομάδας κεντρικών τραπεζικών ιδρυμάτων που έχουν εισχωρήσει σε όλα τα πεδία του οικονομικού συστήματος με την ανοχή των κυβερνήσεων βέβαια, δίνει το δικαίωμα στα ιδρύματα να αποκτούν πρωτεύοντα ρόλο στην λειτουργία της οικονομίας ώστε η ανάπτυξη της οικονομίας να περνάει μέσα από αυτούς τους οργανισμούς. Επίσης έχουν αποκτήσει τόσο ισχυρή δομή και οικονομική επιρροή ώστε η ύπαρξη του ενός να εξαρτάται από την ύπαρξη του άλλου.

Η έρευνα που δημοσιεύτηκε στο επιστημονικό περιοδικό Scientist από το Ινστιτούτο Τεχνολογία της Ζυρίχης, επιχείρησε να προσεγγίσει το παγκόσμιο χρηματοοικονομικό σύστημα με την βοήθεια της σύγχρονης τεχνολογίας. Συνδυάζοντας τα μαθηματικά που χρησιμοποιούνται για την προσομοίωση συστημάτων που συναντιούνται στην φύση, με τα δεδομένα για 37 εκατομμύρια εταιρίες από όλο τον κόσμο δημιούργησε ένα παγκόσμιο οικονομικό χάρτη της κεφαλαιαγοράς.

Το πόρισμα έδειξε ότι μια μικρή ομάδα τραπεζών ελέγχουν ένα μεγάλο κομμάτι της παγκόσμιας οικονομίας. Μια ομάδα 1318 εταιριών οι οποίες μέσω των μετοχικών δομών τους, συνδέονται μεταξύ τους ως προς το ιδιοκτησιακό καθεστώς. Ενώ αυτές οι εταιρίες εμφανίζονται να αντιπροσωπεύουν το 20% των παγκόσμιων λειτουργικών εσόδων. Στην πραγματικότητα μέσω της κατοχής μετοχών στις μεγαλύτερες εταιρίες του κόσμου κατέχουν 60% των παγκόσμιων εσόδων της οικονομίας. Η μελέτη των στοιχείων έδειξε κάτι πιο ανησυχητικό ότι μια ομάδα 147 εταιριών πολύ στενά συνδεδεμένων μεταξύ τους ελέγχουν το 40% του συνολικού

πλούτου της οικονομίας. Ο James Glattfelder ένας από τους τρεις επιστήμονες του δικτύου αναφέρει ότι λιγότερο από 1% των εταιριών του δικτύου καταφέρνει να ελέγχει το 40% ολόκληρου του δικτύου.

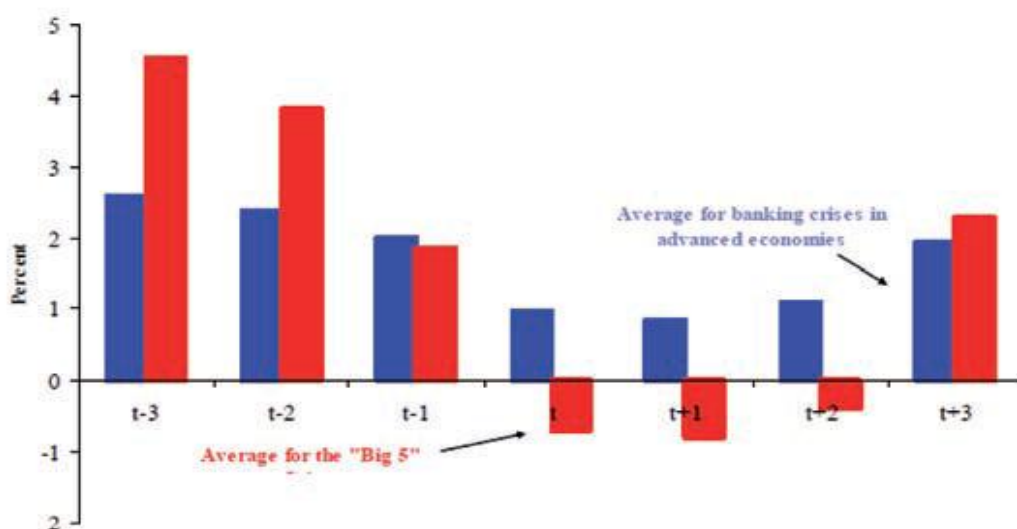
Η πλειονότητα αυτών των εταιριών ανήκουν στον χρηματοοικονομικό κλάδο. Οι πενήντα πρώτες από τις εκατόν σαράντα επτά εταιρίες κατέχουν ένα μεγάλο κομμάτι της πίτας του παγκόσμιου πλούτου και κατά μεγάλη σύμπτωση αποτελούν τους 13 από τους 18 κύριους διαπραγματευτές τραπεζών στην αγορά (primary dealers) που αναφέρομαι στην σελίδα 35. Θα αναφερθώ σε μερικές από αυτές για συντομία χρόνου: BNP Paribas Securities Corp, Bank of America Securities LLC, Barclays Capital Inc, Credit Suisse Securities LLC, Deutsch Bank Securities, Goldman Sachs & Co, HSBC Securities Inc, JP Morgan Securities Inc, Morgan Stanley & Co. Incorporated, Nomura Securities International Inc, RBC Capital Markets Corporation RBC, RBS Securities Inc, UBS Securities LLC. Επίσης πολύ μεγάλες είναι η AXA, Merrill Lynch & Co Inc, Deutsche Bank AG, Credit Suisse Group και άλλες.

Οι πλειονότητα του των πενήντα εταιριών στην καρδιά του συστήματος είναι τράπεζες και καθώς ξεκινάει από αυτές ο μεγαλύτερος και ισχυρότερος αριθμός διασυνδέσεων με τις εταιρίες του υπόλοιπου συστήματος είναι εύλογο ότι αν κάποια από τις συγκεκριμένες τράπεζες καταρρεύσει θα συμπαρασύρει και τις υπόλοιπες με τις οποίες έχει διασυνδέσεις. Με αυτό τον τρόπο η κατάρρευση μιας μεγάλης τράπεζας έχει συστημικό χαρακτήρα με το σύνολο των επιχειρήσεων και με την οικονομία, συνδέοντας την βιωσιμότητα τους και την κυριαρχία τους με την μοίρα της παγκόσμιας οικονομίας.

Με αυτό τον τρόπο οι τράπεζες κρατάνε δέσμιους τους πολιτικούς και της κυβερνήσεις. Συνήθως οι διασώσεις των τραπεζών γίνονται μέσω της αγοράς των προβληματικών περιουσιακών στοιχείων τους, είτε μέσω των συγχωνεύσεων των «κακών» τραπεζών δηλαδή των τραπεζών με ελλειμματικούς ισολογισμούς οι οποίοι περιέχουν στοιχεία τα οποία καθιστούν την τράπεζα αφερέγγυα συγχωνεύοντας την με πιο υγιή τραπεζικά ιδρύματα, ή με την κρατικοποίηση των τραπεζών, ή με ένα συνδυασμό όλων των παραπάνω.

Με αυτή την τακτική οι κυβερνήσεις οδηγούνται στην μείωση των κρατικών εσόδων, στην αύξηση των ελλειμμάτων και του χρέους και στην επιδείνωση της δημοσιονομικής κατάστασης των κρατών. Σύμφωνα με μια μελέτη του Πανεπιστημίου Χάρβαρντ για τον ρυθμό ανάπτυξης των οικονομιών όλων των ανεπτυγμένων κρατών, αλλά και ξεχωριστά των πέντε μεγαλύτερων οικονομιών του κόσμου (Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής, η Ρωσική Ομοσπονδία, η Λαϊκή Δημοκρατία της Κίνας, το Ηνωμένο Βασίλειο και η Γαλλική Δημοκρατία). Αυτό που συμβαίνει κατά κανόνα είναι ότι τρία χρόνια πριν από το ξέσπασμα μιας τραπεζικής κρίσης, οι ρυθμοί οικονομικής ανάπτυξης του ΑΕΠ φτάνουν στο μέγιστο σημείο τους, ενώ μετά την τραπεζική κρίση ακολουθεί περίοδος ύφεσης τριών ετών για να επανέλθει η οικονομία σε επίπεδο ισορροπίας και θετικών τιμών του ΑΕΠ. Το παρακάτω διάγραμμα απεικονίζει την πραγματική κατά κεφαλήν ανάπτυξη του ΑΕΠ και την τραπεζική κρίση. Οι κόκκινες στήλες δείχνουν το ΑΕΠ ανά μέσο όρο στις πέντε αναπτυγμένες χώρες και οι μπλε στήλες την κατά μέσο όρο τραπεζική κρίση.

*Real GDP Growth per Capita and Banking Crises
(PPP basis)*



Sources: Maddison (2003), Total Economy Database (2008), IMF *World Economic Outlook* (2008), and author's calculations.

Notes: Banking crisis episodes are listed in Appendix II.

Πραγματική κατά κεφαλήν ανάπτυξη του ΑΕΠ και τραπεζική κρίση. Διάγραμμα 4

Σύμφωνα με τα στοιχεία της έκθεσης οι τραπεζικές κρίσεις είναι η αρχή και η βασική αιτία πρόκλησης κρατικών κρίσεων χρέους και πτώχευσης. Μέσα σε λίγα χρόνια από μια περίοδο που η οικονομική κατάσταση μοιάζει καλή ξαφνικά τα κράτη έρχονται αντιμέτωπα με μια μεγάλη κρίση στον τραπεζικό τομέα, με μια κρίση στον κλάδο κατοικίας και με οικονομική ύφεση. Ο κλάδος κατοικίας παρουσιάζει μια στενή σχέση με την αύξηση των τραπεζών στις ΗΠΑ. Όσο οι τιμές των κατοικιών αυξάνονται με την βοήθεια της ρευστότητας που υπάρχει στην αγορά, αυξάνονται και τα υποκαταστήματα των τραπεζών καθώς μεγαλώνει ο ανταγωνισμός στην αγορά δανείων. Οι τράπεζες διευκολύνουν την πίστωση και ωθούν τους καταναλωτές στην χορήγηση δανείων. Δημιουργώντας μια υπεραξία στην αγορά ακινήτων και μαζί με το πλεόνασμα ρευστότητας δημιουργείται μια οικονομική ανάπτυξη, οι τιμές αυξάνονται τόσο ώστε να δημιουργηθεί μια κατάσταση φούσκας. Επίσης και η αγορά των μετοχών κινείται ανοδικά μέχρι το σκάσιμο της φούσκας.

Την δεκαετία του 1920 το κραχ της αγοράς των μετοχών διαδραματίστηκε τρία με τέσσερα χρόνια αφότου κορυφώθηκαν οι τιμές της αγοράς κατοικίας. Παρόμοια ήταν και η εξέλιξη το 2000 με τις τιμές των κατοικιών να κορυφώνονται το 2005 και το κραχ να επέρχεται το 2008. Και στις δύο περιπτώσεις ξέσπασε τραπεζική κρίση που οδήγησε σε οικονομική ύφεση και κρίση κρατικού χρέους. Η εξάρτηση της οικονομίας από τις τράπεζες του χρηματοπιστωτικού συστήματος και η άμεση επιρροή των τραπεζικών κρίσεων στα κρατικά έσοδα κατά την διάρκεια των τριών χρόνων από την εκδήλωση της τραπεζικής κρίσης, έχει σαν συνέπεια την δημιουργία και την αύξηση του κρατικού χρέους.

2.2 Ρόλος της ιδιοκατοίκησης και η άμεση μετάβαση προς την τιτλοποίηση.

Η ιδιοκατοίκηση για ορισμένες χώρες τον τελευταίο αιώνα αποτέλεσε σχεδόν θεμελιώδες δικαίωμα. Το να έχεις στην κυριότητα σου το σπίτι σου αποτελεί μια ασφάλεια για το μέλλον, στην ουσία αποτελεί ένα ψυχικό αντιστάθμισμα για την αβεβαιότητα που νιώθεις. Το περιβάλλον γίνεται ολοένα και πιο ανταγωνιστικό και οι υψηλές αμειβόμενες θέσεις εργασίες όλο και λιγοστεύουν στο σύγχρονο καπιταλιστικό κόσμο. Τα κράτη εκμεταλλεύτηκαν αυτή την τάση για ιδιοκατοίκηση και εφάρμοσαν κατάλληλες πολιτικές για να το καταστήσουν επιτεύξιμο για τους περισσότερους πολίτες ιδίως στην Αμερική και την Μεγάλη Βρετανία. Η πολιτική αντιμετώπιση αρχικά ήταν, ότι ένας πολίτης που έχει το δικό του σπίτι έχει πιο εποικοδομητικό στόχο στην ζωή, εργάζεται πιο σκληρά, περνάει τις ελεύθερες ώρες με την οικογένεια του και κυρίως προωθείται το προφίλ του καλού οικογενειάρχη στην κοινωνία.

Τον Οκτώβριο του 2002 ο Bush ξεκίνησε μια εκστρατεία ώστε όλοι να μπορούν να έχουν το δικό τους σπίτι χωρίς διακρίσεις στις μειονότητες. Η εκστρατεία επικυρώθηκε με την υπογραφή μιας νομοθεσίας που όριζε, στην ουσία εξανάγκαζε τα ιδρύματα Fannie Mae και Freddie Mac να εξασφαλίσουν ότι το 30% των δανείων τους θα πήγαινε σε δανειολήπτες με χαμηλά και μεσαία εισοδήματα. Τα δυο αυτά ιδρύματα είχαν δημιουργηθεί μετά την μεγάλη ύφεση με σκοπό να υποβοηθήσουν το τραπεζικό σύστημα να φέρει τον κίνδυνο του δανεισμού με σταθερό επιτόκιο. Τα ιδρύματα αυτά όριζαν κανόνες για το ποίος θα μπορούσε να πάρει δάνειο, τα στεγαστικά που συμμορφώνονταν με αυτούς τους κανόνες λέγονταν συμμορφούμενα. Τα ιδρύματα δεν δάνειζαν απευθείας το κοινό αλλά τα άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα τα οποία στην πράξη είχαν στην κατοχή τους τα στεγαστικά δάνεια. Με την εύκολη δανειοδότηση δημιουργήθηκε μια αυξανόμενη τάση στα στοιχεία του ενεργητικού που αποτελούν τα περιουσιακά στοιχεία « asset

price inflation». Η εύκολη ρευστότητα έδωσε ώθηση στην αγορά ακινήτων με αποτέλεσμα την τεράστια αύξηση των τιμών τους.

Από αυτό το σημείο και μετά η αγορά ενυπόθηκων ομολόγων επεκτεινόταν στους λιγότερο πιστοληπτικά αξιόπιστους πολίτες, ανακαλύπτοντας μια πηγή τροφοδοσίας στα χρέη του λιγότερου φερέγγυου πληθυσμού. Το ενυπόθηκο ομόλογο έχει σημαντικές διαφορές από τα κρατικά και τα εταιρικά ομόλογα, δεν αποτελούσε ένα μεγάλο ενιαίο δάνειο με καθορισμένη διάρκεια αλλά αποτελούσε μια απαίτηση πάνω στις ταμειακές ροές ενός πακέτου από μικρά και διάσπαρτα ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια. Οι ταμιακές ροές ήταν συνήθως προβληματικές επειδή οι δανειολήπτες είχαν το δικαίωμα να εξοφλούν το δάνειο όποτε ήθελαν και για αυτό το λόγο η αγορά σε ενυπόθηκα ομόλογα ήταν διστακτική. Όποιος επένδυε σε στεγαστικά δάνεια δεν ήξερε πόσο θα κρατούσε η επένδυση του αλλά μόνο ότι θα έπαιρνε πίσω τα λεφτά του την στιγμή που θα τα αποπλήρωναν οι λήπτες των στεγαστικών δανείων.

Για να περιοριστεί αυτή η αβεβαιότητα στην αγορά των ενυπόθηκων ομολόγων δημιουργήθηκε η λύση της τμηματοποίησης. Στην ουσία έπαιρναν τεράστια πακέτα με χιλιάδες στεγαστικά δάνεια και χώριζαν τις πληρωμές που πραγματοποιούσαν οι ιδιοκτήτες κατοικιών σε κομμάτια τα οποία τα οποία τα ονόμαζαν «tranches». Ο επενδυτής που αγόραζε το πρώτο τμήμα, ήταν σαν τον ιδιοκτήτη ισογείου πολυώροφης πολυκατοικίας σε σεισμογενή περιοχή. Αντιμετώπιζε πρώτος τις αποπληρωμές δανείων και σε περίπτωση κατάρρευσης δεν είχε πιθανότητες να επιζήσει. Για αντάλλαγμα για το ρίσκο που έπαιρνε, είχε αρκετά υψηλό επιτόκιο. Στο πρώτο όροφο του κτιρίου το επιτόκιο ήταν μικρότερο αλλά υπήρχε και μεγαλύτερη διαβεβαίωση ότι η επένδυση ήταν πιο ασφαλής.

Το 1980 όσοι επένδυαν σε ενυπόθηκα ομόλογα είχαν σαν φόβο ότι θα τους εξοφλούσαν πολύ γρήγορα και όχι ότι δεν θα τους εξοφλούσαν καθόλου. Τα πακέτα των δανείων που αποτελούσαν την εγγύηση του ενυπόθηκου ομολόγου ήταν εγγυημένα από το δημόσιο. Για αυτό το λόγο συμμορφώνονταν σε ότι αφορούσε το ύψος τους και την ποιότητα των δανειοληπτών, με τις προδιαγραφές που έθεταν κρατικοί φορείς όπως ο Freddie Mac και η Fannie May. Αν τα δάνεια ήταν έγκυρα πληρώνοντας τις προδιαγραφές και οι ιδιοκτήτες των κατοικιών δεν εξοφλούσαν τις

οφειλές τους , θα τις εξοφλούσε το δημόσιο. Σκοπός όμως της νέας εξειδικευμένης αγοράς ήταν να χρησιμοποιηθεί το ενυπόθηκο ομόλογο για την χορήγηση νέων δανείων που δεν κάλυπταν πλήρως τις προδιαγραφές της κρατικής εγγύησης. Στόχος ήταν να χορηγηθούν πιστώσεις σε ολοένα και λιγότερο φερέγγυους ιδιοκτήτες κατοικιών όχι για να αγοράσουν σπίτι αλλά για να μπορούν να εισπράξουν μετρητά έναντι της όποιας πραγματικής αξίας εξακολουθούσε να έχει το σπίτι που είδη είχαν στην κατοχή τους, δηλαδή την διαφορά ανάμεσα στην τρέχουσα εμπορική αξία και στην πρώτη υποθήκη του σπιτιού.

Με τα ενυπόθηκα ομόλογα που δημιουργήθηκαν από τα στεγαστικά δάνεια μειωμένης εξασφάλισης (subprime home loans), ο επενδυτής του ισογείου διέτρεχε μεγάλο κίνδυνο γιατί δεν θα ήταν εκτεθειμένος απλώς σε πρόωρες εξοφλήσεις αλλά σε πραγματικές ζημιές. Θα τον χτυπούσαν οι πρώτες ζημιές ώσπου να εκμηδενιστεί η επένδυση του και με την σειρά οι ζημιές θα χτυπούσαν τον ένοικο του πρώτου ορόφου και θα συνεχιζόταν μέχρι και τους άλλους ορόφους.

Οι συνέπειες που δημιουργούσε η μετατροπή των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων σε ομόλογα ήταν πάρα πολλές, η υποχρέωση του ενός ήταν ανέκαθεν στοιχείο ενεργητικού για κάποιον άλλον, αλλά τώρα όλο και περισσότερες υποχρεώσεις μπορούσαν να μετατραπούν σε μικρά τμήματα και να πωληθούν σε οποιονδήποτε. Πολύ γρήγορα άρχιζαν να γεννιούνται νέες μικρές αγορές ομολόγων που χρηματοδοτούνταν από υπόλοιπα πιστωτικών καρτών, λίζινγκ αυτοκινήτων και αεροσκαφών, δάνεια καταναλωτικά και διάφορες οφειλές. Για να δημιουργηθεί μια νέα αγορά αρκούσε κανείς να βρει ένα καινούργιο στοιχείο του ενεργητικού προς ενεχυρίαση.

Το μεγαλύτερο στοιχείο ενεργητικού για ενεχυρίαση είναι η κατοικία, όσοι είχαν γράψει μια μόνο υποθήκη είχαν τεράστιες ποσότητες πραγματικής αξίας ανεκμετάλλευτες, γιατί να μην τιτλοποιηθεί και αυτή η ανεκμετάλλευτη αξία. Το σκεπτικό της αγοράς των ενυπόθηκων ομολόγων που έβγαζαν στους δανειολήπτες ήταν ότι όποιος είχε γράψει δεύτερη υποθήκη στο σπίτι του ήταν κοινωνικά στιγματισμένος και αυτό δεν θα έπρεπε να ισχύει. Αν η πιστοληπτική σου βαθμολογία ήταν λίγο χειρότερη πλήρως πολλά περισσότερα από αυτό που πραγματικά θα έπρεπε να πληρώνεις. Οπότε αν υπήρχε μια μαζική διάθεση στην

αγορά των ομολόγων μπορούσε να μειωθεί το κόστος για τους δανειολήπτες, οι οποίοι θα μπορούσαν να αντικαταστήσουν τα υψηλά επιτόκια των πιστωτικών καρτών με τα χαμηλότερα επιτόκια των ενυπόθηκων δανείων.

Μετά το 2002 η αγορά των ακινήτων ήταν το επίκεντρο του χρηματοοικονομικού συστήματος όλο και περισσότερες τράπεζες ήθελαν να προσφέρουν δάνεια, η πολιτική του κράτους ήταν στραμμένη σε αυτή την λογική. Οι τράπεζες ιδίως οι μικρές ήθελαν να δίνουν δάνεια σε περιοχές μόνο σαν το Detroit. Όλοι θέλανε να αγοράσουν σπίτια, τα επιτόκια ήταν σχετικά χαμηλά τα ακίνητα αποκτούσαν όλο και περισσότερη αξία, άρα ήταν μια λογική επένδυση για το μέλλον. Και το κράτος θα βοηθούσε όσο μπορούσε να μοιραστούν όλοι οι πολίτες το όνειρο της ασφάλειας και της ευημερίας και της ένταξης στην κοινότητα που αντιπροσωπεύει η ιδιοκατοίκηση, ο στόχος ήταν να υπάρχουν 5,5 εκατομμύρια νέοι ιδιοκτήτες μέχρι το τέλος της δεκαετίας.

Το περίεργο είναι ότι σε περιοχές σαν το Ντητρόιτ, το Μέριλαντ και την Βαλτιμόρη πολλοί από τους δανειολήπτες δεν είχαν πιστοληπτικό ιστορικό για να αξιολογηθεί από τις τράπεζες και εξαρχής κάποια δάνεια θεωρήθηκαν αρκετά αφερέγγυα, αν κρίνω από την ονομασία που είχαν δώσει σε ορισμένα N.I.J.A . που σημαίνει όχι εισόδημα (no income), όχι δουλεία (no job) και όχι περιουσιακά στοιχεία (no assets). Όμως από την άλλη αυτό σημαίνει και μεγαλύτερα επιτόκια προς τους δανειολήπτες και μεγαλύτερη απόδοση αφού το χρέος είναι πιο ριψοκίνδυνο. Σε μια εποχή που όλες οι υπόλοιπες αποδόσεις είναι αρκετά χαμηλές με την κρίση στις μετοχές του ιντερνέτ και τα χαμηλά επίπεδα αποδόσεων στα κρατικά ομόλογα, έκανε το σκηνικό να μοιάζει ελκυστικά ελπιδοφόρο και κερδοφόρο. Τα δάνεια σε λιγότερο φερέγγυους δανειολήπτες αποτελούσαν μια νέα αγορά δανεισμού πιο ριψοκίνδυνη και πιο κερδοφόρα. Τα δάνεια αυτά ονομάστηκαν subprime (υψηλού κινδύνου) τα οποία έδιναν μεγαλύτερο επιτόκιο από τα prime (φερέγγυα).

Στα μέσα της δεκαετίας του 1990 ένας ετήσιο τζίρος των 30 δις εκατομμυρίων δολαρίων θεωρούταν αρκετά υψηλός για την αγορά των subprime δανείων. Όμως το 2000 είχαν χορηγηθεί περίπου subprime ενυπόθηκα δάνεια αξίας 130 δις εκατομμυρίων και τα 55 δις από αυτά είχαν μετατραπεί σε ενυπόθηκα ομόλογα. Το 2005 τα subprime δάνεια θα έφταναν τα 625 δις εκατομμύρια δολάρια και τα 507 δις

θα είχαν μετατραπεί σε ενυπόθηκα ομόλογα, δηλαδή δάνεια μειωμένης εξασφάλισης με κάλυμμα ενυπόθηκα δάνεια. Η πορεία των ενυπόθηκων ομολόγων ήταν ανεξέλεγκτη και η διοχέτευση στην αγορά τρομακτική ακόμα και τα δάνεια που το 1996 αποτελούνταν από subprime δάνεια με σταθερό επιτόκιο, το 2005 το 75% των δανείων ήταν κάποιας μορφής κυμαινόμενου επιτοκίου, συνήθως σταθερό για τα 2 πρώτα χρόνια ώστε να προσελκύσει περισσότερους δανειολήπτες αλλά κυμαινόμενο μετά που έκανε την αποπληρωμή του δανειζόμενου ακόμα πιο δύσκολη.

Η τιτλοποίηση έκανε εφικτή αυτή την εκρηκτική άνοδο της αγοράς, με την τιτλοποίηση μπορούσες να μεταβιβάσεις επιχειρηματικές απαιτήσεις λόγο πώλησης με σύμβασης, που καταρτίζεται εγγράφως μεταξύ μεταβιβάζοντος και αποκτώντος σε συνδυασμό με την έκδοση και διάθεση, με ιδιωτική τοποθέτηση ομολογιών οποιουδήποτε είδους η μορφής, ή εξόφληση των οποίων πραγματοποιείται: από το προϊόν είσπραξης των επιχειρηματικών απαιτήσεων που μεταβιβάζονται, ή από δάνεια, πιστώσεις και συμβάσεις παράγωγων χρηματοοικονομικών μέσων.

Με πιο απλά λόγια οι τράπεζες είχαν την δυνατότητα να τιτλοποιούν τις απαιτήσεις τους δηλαδή τα δάνεια που χορηγούσαν στους πελάτες τους και να τα διοχετεύουν στην αγορά. Οπότε χορηγούσαν όσο περισσότερο δάνεια μπορούσαν, έπειτα τα μεταπωλούσαν στα τμήματα σταθερού εισοδήματος της Γουόλ Στριτ, που με την σειρά τους τα έκαναν πακέτα τα μετέτρεπαν σε ομόλογα και τα πουλούσαν σε επενδυτές σε όλο τον κόσμο. Με αυτή την λειτουργία ιδρύθηκαν και νέες εταιρίες οι οποίες δεν έκαναν τίποτα άλλα από το να χορηγούν δάνεια και να τα πουλάνε όπως η B&C mortgage η οποία εξαγοράστηκε από την Lehman Brothers, μέχρι της αρχές του 2005 όλες οι μεγάλες εταιρίες της Γουόλ Στριτ είχαν διεισδύσει βαθιά σε αυτή την αγορά όπως η Bear Stearns, η Merrill Lynch, η Morgan Stanley και η Goldman Sachs.

Η τιτλοποίηση συντέλεσε ώστε να φτιάχνονται πακέτα δανείων από αφερέγγυους δανειολήπτες χωρίς προηγούμενο ιστορικό πιστοληπτικής ικανότητας και ύστερα να επαφίεται στην κρίση και στην ασφάλεια που προσφέρουν οι αριθμοί και ο νόμος των μέσων όρων. Η λογική ήταν ότι ακόμη και αν κάποια δάνεια καθιστούν αφερέγγυα τα υπόλοιπα θα εξελιχθούν ομαλά και θα διατηρήσουν σταθερή ροή των εσόδων τους, άρα ο κίνδυνος της αθέτησης θα διασπαρθεί και θα

ελαχιστοποιηθεί. Επίσης αποτελούν και δύο πηγές εσόδων και αντίστοιχα δύο ασφάλιστρα για τις τράπεζες. Ένα από την πώληση των δανείων και ένα άλλο από την σταθερή ροή των καταβαλλόμενων δόσεων. Επιπλέον αυτές οι ασφάλειες θα μπορούσαν να διαιρεθούν και σε διαφορετικά επίπεδα κινδύνου και να πουληθούν αναλόγως σε κλίμακες, περισσότερο επικίνδυνες και λιγότερο επικίνδυνες που πληρώνουν διαφορετικά επιτόκια για διαφορετικά ύψη κινδύνου.

Οι επενδυτές μπορούσαν να βρουν τις ροές εσόδων που προτιμήσουν ανάλογα με τον κίνδυνο που αναλάμβαναν, για ορισμένα κλιμάκια θεωρούνταν ελάχιστος από τους οίκους αξιολογήσεις και συνεπώς από τις αγορές χρήματος. Με αυτό τον τρόπο η J.P. Morgan και οι άλλοι κολοσσοί της Γουόλ Στριτ συνδύαζαν τιλοποιημένα πακέτα ασφάλιστρων πιστωτικού κινδύνου, δηλαδή πακέτα ασφάλισης πιστωτικής αθέτησης τα οποία και τα πουλούσαν σε επενδυτές. Οι επενδυτές αναλάμβαναν τον πιστωτικό κίνδυνο και πληρώνονταν ένα ασφάλιστρο από την τράπεζα και η τράπεζα θα ασφαλιζόταν έναντι των δανείων της και θα έπαιρνε και ένα ποσοστό ως αυτή που θα έκλεινε την συμφωνία.

Στο παράδειγμα με την J.P. Morgan (σελ30) η εταιρία ειδικού σκοπού (ΕΕΣ) η οποία θα διαδραματιζόταν από τον ρόλο της ΕΤΑΑ ευρωπαϊκή τράπεζα ανοικοδόμησης και ανάπτυξης στο πρώτο χρονικά συμβόλαιο ανταλλαγής πιστωτικής αθέτησης. Θα αναλάμβανε κίνδυνο 9,7 δις. με ένα ασφάλιστρο 700 εκατομμυρίων, τόσο ασφαλή θεωρήθηκαν τα δάνεια της J.P. Morgan. Οι εταιρίες ειδικού σκοπού που ιδρύονταν από τους χρηματοπιστωτικούς κολοσσούς της Γουόλ Στριτ έπαιζαν τον ρόλο εταιριών βιτρίνας που αναλάμβαναν τον πιστωτικό κίνδυνο αθέτησης το συσκεύαζαν σε ευρύ φάσμα τίτλων και μετέπειτα το πουλούσαν στους επενδυτές. Ο λόγος ύπαρξης των ΕΕΣ ήταν να αποκρύψουν οι τράπεζες την σύμβαση ανταλλαγής από τον ισολογισμό τους ώστε να μειώσουν την μόχλευση, όσα περισσότερα στοιχεία ενεργητικού έχει μια τράπεζα στον ισολογισμό αναλογικά με την καθαρή θέση τόσο μεγαλύτερη μόχλευση εμφανίζει.

Οι τράπεζες λίγο πριν από την χρηματιστηριακή κρίση του 2008 εμφάνιζαν πρωτοφανή ψηλά επίπεδα μόχλευσης π.χ. η μόχλευση της Bear Stearns είχε πάει στο 40 προς 1(η μόχλευση εδώ εμφανίζεται ως το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων προς την καθαρή θέση της, δηλαδή αν κατά μέσο όρο το 1/40 των στοιχείων

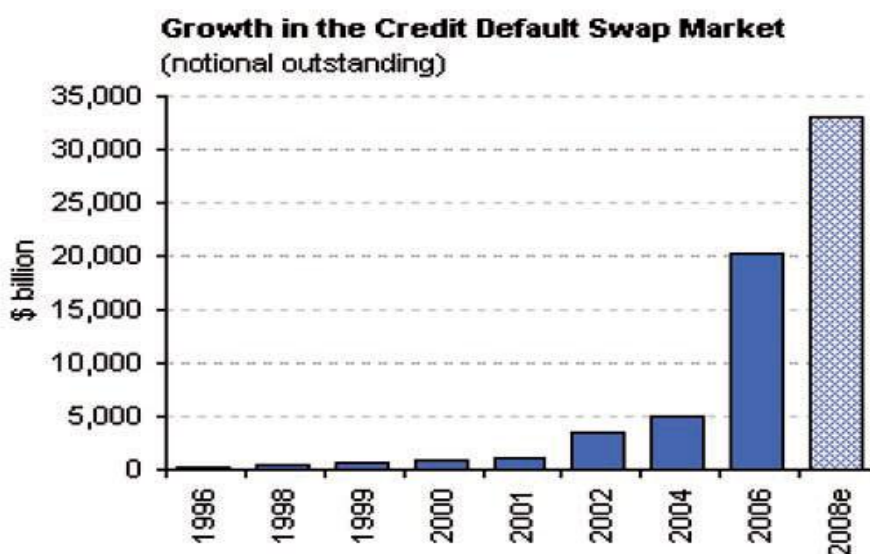
ενεργητικού της τράπεζας είναι προβληματικό τότε υπάρχει σοβαρό ενδεχόμενο πτώχευσης) της Merrill Lunch 32προς1, της Morgan Stanley 33προς1, Citigroup 35προς1 και την Goldman Sachs 25προς1 αλλά και την λογιστική ικανότητα να κουκουλώνει τον πραγματικό βαθμό μόχλευση της. Επίσης και οι Ευρωπαϊκές τράπεζες δεν πήγαιναν πίσω εμφανίζοντας μόχλευση η UBS 46προς1, η ING Group 48προς1, η HSBC Holding 20προς1, η Deutsche Bank 52προς1, η Barclays Bank 61προς1, η Fortis 33προς1, η Lloyds TBS 34προς1 και η Credit Suisse 33προς1.

Αν τα περιουσιακά στοιχεία δεν εμφανίζονταν στον ισολογισμό μιας τράπεζας η τράπεζα θα έδειχνε πιο φερέγγυα γιατί θα φαινόταν ότι είχε αναλάβει μικρότερους κινδύνους στην αγορά οπότε θα έδειχνε και πιο ασφαλής. Όμως αρκετές εταιρίες κρατούσαν ένα ποσοστό των δανείων που χορηγούσαν γιατί τους επιτρεπόταν να παρουσιάζουν την προσδοκώμενη μέλλουσα αξία αυτών των δανείων ως κέρδος στα λογιστικά βιβλία τους, γιατί θεωρούνταν δεδομένο ότι κάποια από τα δάνεια που είχαν τιτλοποιηθεί θα αποπληρωνόντουσαν. Επιπλέον με τις εταιρίες ειδικού σκοπού που ήταν παράκτιες δηλαδή είχαν την έδρα τους σε μέρη όπως η Μπαχάμες, τα νησιά Κάιμαν, οι Παρθένοι Νήσοι, η Αυστρία και άλλοι φορολογικοί παράδεισοι που τους εξασφάλιζαν πολλά προνόμια φοροδιαφυγής και ανωνυμίας.

2.3 Λειτουργία των συμβάσεων μεταφοράς κινδύνου αθέτησης υποχρεώσεων και συνθετικού εγγυημένου χρεωστικού ομολόγου.

Η διαδικασία της τιτλοποίησης γινόταν και μέσω των συμβάσεων μεταφοράς κινδύνου αθέτησης υποχρεώσεων CDS (credit default swaps). Οι συμβάσεις αυτές αποτέλεσαν μια μετεξέλιξη των συμβολαίων ανταλλαγής ή μεταφοράς (swaps) αλλά διαδραμάτισαν έναν άλλον ρόλο. Στην ουσία αποτελούσαν ασφαλιστήρια συμβόλαια τα οποία κατά κανόνα αφορούσαν εταιρικά ομόλογα με ετήσιες ή εξαμηνιαίες πληρωμές ασφαλιστρών καθορισμένης διάρκειας. Όμως για ορισμένους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς αποτέλεσαν το έναυσμα για αποκάλυπτα στοιχήματα για την πτώση της αγοράς δανείων και ορισμένων εταιριών. Παραδείγματος χάρη αν πίστευες ότι η Goldman Sachs θα βρισκόταν σε αδυναμία να εξοφλήσει το χρέος που αναλάμβανε αγοράζεις ένα CDS της εταιρίας, δηλαδή μια δεκαετή σύμβαση μεταφοράς κινδύνου αθέτησης υποχρέωσης επί ομολόγου της Goldman Sachs ύψους 100 εκατομμυρίων δολαρίων. Η σύμβαση αυτή σου κόστιζε ένα καθορισμένο ποσό το χρόνο της τάξεως 100,000 το χρόνο για δέκα χρόνια, άρα 1 εκατομμύριο (100.000 το χρόνο επί 10 χρόνια). Αν η εταιρία περιεχόταν σε αδυναμία να εξοφλήσει το χρέος της μέσα στα επόμενα δέκα χρόνια έπρεπε να πληρώσει στον κάτοχο του CDS 100 εκατομμύρια δολάρια. Για τους κερδοσκόπους που πίστευαν ότι τα δάνεια που έχουν διοχετευτεί στην αγορά θα καθίστανται αφερέγγυα, τα συμβόλαια CDS που είχαν συνδεθεί με αυτά ήταν ένα προσοδοφόρο στοιχείο γιατί ρίσκαρες 1 εκατομμύριο για να πάρεις 100 εκατομμύρια. Επίσης έλυναν το πρόβλημα του ανοιχτού κινδύνου γιατί η ζημία ήταν καθορισμένη και το κέρδος που θα μπορούσαν να είχαν ήταν κατά πολύ υπερπολλαπλάσιο της.

Η αγορά των ασφαλιστρών χρέους από το 1996 που πρωτοχρησιμοποιήθηκαν από την J.P. Morgan μέχρι το 2008 έφτασε περίπου τα 35 τρις δολάρια.



Ανάπτυξη αγοράς CDS από το 1996-2008 Διάγραμμα 5

Για να διασφαλιστεί η αγορά και κυρίως οι αγοραστές των CDS επί ενυπόθηκων ομολόγων έπρεπε να υπάρχει ένας διεθνής οργανισμός που θα διασφάλιζε και θα επισημοποιήσου αυτές τις αγοροπωλησίες. Ο οργανισμός λεγόταν Διεθνής Ένωση Συμβάσεων Ανταλλαγής και Παράγωγων προϊόντων ISDA (International Swaps and Derivatives). Ο οργανισμός θέσπιζε ένα σύνολο κανόνων που ρύθμιζαν τα CDS επί ενυπόθηκα ομόλογα. Αν κάποια εταιρία καθίσταται σε αθέτηση των υποχρεώσεων της ή στάση πληρωμών, δηλαδή αδυνατούσε να καταβάλει μια δόση τόκων έπρεπε να γίνει διακανονισμός. Παραδείγματος χάρη ο κάτοχος του ασφαλιστηρίου CDS μπορεί να μην εισέπραττε στο 100% της οφειλής του και ο ομολογιούχος να μην έχανε το 100% της δέσμευσής του για κάθε δολάριο ονομαστικής αξίας. Ο διακανονισμός μπορούσε να γίνει από κάποιον ανεξάρτητο δικαστή ο οποίος μπορούσε να αποφασίσει με τρόπο δίκαιο και ικανοποιητικό για τις δύο μεριές τα ποσοστά που θα εισέπρατταν. Αν οι ομολογιούχοι εισέπρατταν το 30 σεντς ανά δολάριο οφειλής εκείνος που είχε αγοράσει το CDS εισέπραττε 70 σεντς ανά δολάριο οφειλής.

Για την ασφάλιση της αγοράς των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων οι πωλητές των CDS με πρωτοπόρους την Goldman Sachs και την Deutsche Bank

βρήκαν το CDS προοδευτικής πληρωμής. Επειδή τα δάνεια που αποτελούσαν το πακέτο δεν θα έπαυαν να εξυπηρετούνται ταυτοχρόνως ο κάτοχος της ασφάλισης CDS δεν θα πληρωνόταν κατευθείαν αν όλο το πακέτο καθίσταται αφερέγγυο, αλλά θα πληρωνόταν προοδευτικά καθώς οι επιμέρους ιδιοκτήτες κατοικιών θα αθετούσαν τις υποχρεώσεις τους.

Συχνά οι χρηματοοικονομικές καταρρεύσεις συνδέονται με την υπέρ το άρτιο συγκέντρωση κινδύνου σε ένα συγκεκριμένο χρηματοοικονομικό προϊόν, όταν σε ένα σημείο μπαίνουν υπερβολικά μεγάλα στοιχήματα δημιουργείται υπερδιόγκωση της αγοράς στο τέλος επέρχεται το σκάσιμο της φούσκας αφήνοντας πίσω μαύρες τρύπες χρέους.

Η αγορά των CDS προσέλκυε όλο και περισσότερους επενδυτές και η αγορά συμβάσεων μεταφοράς κινδύνου αθέτησης υποχρεώσεων δεν ήταν αρκετή, έτσι στην πορεία η Goldman Sachs δημιούργησε ένα χρεόγραφο το οποίο ήταν τόσο διαφανές και περίπλοκο το οποίο αποτέλεσε την αχίλλειο πτέρνα και για τις ίδιες τις εταιρίες. Το χρεόγραφο ονομάστηκε συνθετικό εγγυημένο χρεωστικό ομόλογο CDO (collateralized debt obligation) ο σκοπός του ήταν να αναδιανείμει τον κίνδυνο αθέτησης υποχρεώσεων που προέκυπταν από τα εταιρικά και τα κρατικά ομόλογα. Και αναπροσαρμοζόταν με τέτοιο τρόπο ώστε να καλύπτει τον κίνδυνο από τα υψηλού κινδύνου (subprime) ενυπόθηκα δάνεια. Ο τρόπος λειτουργίας ήταν σχεδόν παρόμοιος με τα αρχικά ενυπόθηκα ομόλογα, στην περίπτωση των ενυπόθηκων ομολόγων συγκέντρωνες χιλιάδες στεγαστικά και θεωρώντας σαν δεδομένο ότι είναι εξαιρετικά απίθανο να πάνουν να εξυπηρετούνται όλα ταυτόχρονα δημιουργούσες πυραμίδες από ομόλογα που τόσο ο κίνδυνος όσο και η απόδοση μειωνόταν όσο ανέβαινες.

Τώρα στην περίπτωση των CDO συγκέντρωνες διαφορετικά ενυπόθηκα ομόλογα από τους χαμηλότερους ορόφους των πυραμίδων χρέους που είχες δημιουργήσει, δηλαδή τους ορόφους με τον μεγαλύτερο κίνδυνο και την μεγαλύτερη απόδοση και τα χρησιμοποιούσες για να δημιουργήσεις μια νέα πυραμίδα αποτελούμενη από τα χειρότερα ενυπόθηκα ομόλογα. Οι νέες πυραμίδες χρέους δημιουργήθηκαν γιατί οι εταιρίες δυσκολευόντουσαν να πουλήσουν τους αρχικούς ορόφους των πυραμίδων χρέους με βαθμολογία BBB που θεωρούταν αρκετά

επικίνδυνη. Τα ομόλογα ενυπόθηκων δανείων που ήταν προσοδοφόρα αποτελούσαν τους πιο ψηλούς ορόφους της πυραμίδας με βαθμολογία AAA και πουλιόντουσαν πολύ πιο εύκολα.

Με τα νέα CDO και την βοήθεια των οίκων αξιολόγησης μπορούσες να μετατρέψεις τους κάτω ορόφους των δομημένων ομολόγων με βαθμολογία 3B σε νέες πυραμίδες CDO με βαθμολογία 3A, τόσο φερέγγυο σαν το ομόλογο του Αμερικάνικου Δημοσίου. Με αυτόν τον τρόπο οι εταιρίες της Γουόλ Στριτ είχαν την δυνατότητα να βγάλουν πάρα πολλά λεφτά καταφέροντας να μετατρέπουν τα subprime ενυπόθηκα δάνεια των πολιτών με μικρά εισοδήματα και ανεπαρκείς πιστοληπτικό ιστορικό σε πυραμίδες χρέους με βαθμολογία 3A μειώνοντας τεχνητά τον αντιληπτό κίνδυνο.

Συγκεντρώνοντας 100 αρχικούς ορόφους από 100 διαφορετικές πυραμίδες ενυπόθηκων ομολόγων με βαθμολογία 3B, μετέπειτα έπειθαν τους οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης ότι παρά τα φαινόμενα δεν ήταν ακριβώς τα ίδια αλλά αποτελούσαν ένα ακόμα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο από στοιχεία ενεργητικού. Οι οίκοι πληρωνόντουσαν για την κάθε αξιολόγηση ξεχωριστά με μεγάλες προμήθειες από τις εταιρίες. Για αυτό τον λόγο είχαν συμφέρον να κρατήσουν σαν πελάτες τους, της εταιρίες της Γουόλ Στριτ και αυτές με την σειρά τους έδωσαν βαθμολογία 3A στο 80% των νέων πύργων από χρέη που είχαν δημιουργηθεί από το τίποτα. Ένα σύγχρονο χρυσό χέρι του Μίδα είχε γεννηθεί από την Goldman Sachs και μετέπειτα από όλους τους υπόλοιπους.

Η αγορά των subprime ενυπόθηκων δανείων με τις νέες καινοτομίες παρήγαγε κάθε χρόνο νέες χορηγήσεις αξίας μισού τρισεκατομμυρίου δολαρίων. Οι πωλητές των CDS όπως η Goldman Sachs δεν βρίσκονταν στην απέναντι πλευρά της συναλλαγής όταν πουλούσαν τα νέα αυτά χρεόγραφα, διαδραμάτιζαν τον ρόλο του μεσάζοντα. Δεν θα κρατούσαν ποτέ μια πιλοτική θέση αξίας δισεκατομμυρίων δολαρίων χωρίς κάλυψη στο ότι εκατομμύρια αφερέγγυοι αμερικάνοι θα εξοφλούσαν τα στεγαστικά τους δάνεια. Έπρεπε να βρουν ένα νομικό πρόσωπο με πιστοληπτική αξιολόγηση 3A και τεράστιο ισολογισμό το οποίο θα αναλάμβανε την άλλη πλευρά του στοιχήματος στα ενυπόθηκα ομόλογα.

Αυτή η εταιρία θα έπρεπε να ήταν αρκετά φερέγγυα με όσο το δυνατόν υψηλότερη πιστοληπτική αξιολόγηση η οποία θα αναλάμβανε να διαμεσολαβήσει στις ανταλλαγές CDS και τις άλλες μακροχρόνιες χρηματοοικονομικές καινοτομίες που δημιουργούσαν κινδύνους. Αυτή η εταιρία έπρεπε να μην είναι τράπεζα για να μην υπόκειται στο ρυθμιστικό πλαίσιο των τραπεζών και να αποφεύγει τους τραπεζικούς κανόνες της Βασιλείας για την διακράτηση συγκεκριμένου αποθεματικού κεφαλαίου έναντι των στοιχείων του ενεργητικού. Επίσης έπρεπε να αναλαμβάνει τεράστιους κινδύνους χωρίς να ζητά χρήματα μπροστά και να είναι ικανή να αποκρύψει ασυνήθιστους κινδύνους στον ισολογισμό της, χωρίς να είναι υποχρεωμένη να το αναφέρει σε οποιαδήποτε χρηματοπιστωτική ελεγκτική αρχή. Το νομικό πρόσωπο ήταν η ασφαλιστική εταιρία American International Group, Inc – AIG και ιδιαίτερα μια μονάδα της η AIG FP.

Η AIG Financial Products είχε συστηθεί το 1987 για την μοντελοποίηση, την διαπραγμάτευση και την αποτίμηση των συμβάσεων ανταλλαγής επιτοκίων (interest rate swaps). Στις ανταλλαγές επιτοκίου η μία εταιρία ανταλλάσσει ένα κυμαινόμενο επιτόκιο με ένα σταθερό επιτόκιο της άλλης εταιρίας. Το χρηματοπιστωτικό σύστημα δημιουργούσε νέους και περίπλοκους κινδύνους για αυτό υπήρχε η ανάγκη μια εταιρία να διασφαλίζει την φερεγγυότητα της αγοράς. Αρχικά υπήρχε η πεποίθηση από την AIG ότι ασφάλιζε και πληρωνόταν για γεγονότα που ήταν σχεδόν απίθανο να συμβούν. Τα πρώτα δεκαπέντε χρόνια η εταιρία παρουσίαζε συνεχής και εντυπωσιακή κερδοφορία, δεν υπήρχε η υπόνοια ότι μια μέρα αυτό το τμήμα της επιχείρησης θα έφερνε σε κατάσταση πτώχευσης όλη την εταιρία. Η AIG FP αποτελούσε υπόδειγμα και τις υπόλοιπες εταιρίες που ιδρύθηκαν για αυτό τον σκοπό όπως η Swiss Re FP, η Credit Suisse FP και η Zurich Re FP.

Από το 1998 και μετά που η AIG FP πουλούσε στις τράπεζες ασφάλιση ενάντια στον κίνδυνο αθέτησης υποχρεώσεων που είχαν αναλάβει για μεγάλο βαθμό εισηγμένων επενδυτικών εταιριών, δηλαδή είχε μπει για τα καλά στην αγορά εταιρικών CDS και παρουσίαζε κερδοφορία της τάξεως των 300 εκατομμυρίων ετησίως, περίπου το 15% των κερδών ολόκληρης της AIG. Μετά το 2002 οι τράπεζες που χρησιμοποιούσαν την AIG για να ασφαλίζουν τα δάνεια ξεκίνησαν να ζητάν να τους ασφαλίσουν και πιο περίπλοκα χρέη όπως υπόλοιπα πιστωτικών καρτών,

φοιτητικά δάνεια, δάνεια για την αγορά αυτοκινήτων και οτιδήποτε παρήγαγε ροές εισοδήματος. Με την λογική ότι υπήρχαν πολλοί διαφορετικοί τύποι δανείων από διαφορετικούς ανθρώπους και ήταν απίθανο να πάνε όλοι οι δανειολήπτες να εξυπηρετούν το χρέος τους ταυτόχρονα.

Μετά από δύο χρόνια όλα τα άλλα δάνεια άρχισαν να αντικαθίστανται από ενυπόθηκα δάνεια μειωμένης εξασφάλισης (subprime δάνεια) και να ασφαίζονται ακριβώς με τον ίδιο τρόπο όπως με τις υπόλοιπες στοιβές από χρέη. Μέσα από τα CDO η AIG μετά από μερικούς μήνες είχε ασφαλίσει ενυπόθηκα ομόλογα βαθμολογίας 3B που η αξία τους ανερχόταν σε 50 δισεκατομμύρια δολάρια, ασφαίζοντας κατά το ενδεχόμενο αθέτησης υποχρέωσης τους, καθιστώντας την στην ουσία την μεγαλύτερη εταιρία κατοχής ενυπόθηκων ομολόγων μειωμένης εξασφάλισης.

Η ίδια λογική που εμφανιζόταν στα εταιρικά δάνεια εφαρμοζόταν και τώρα, η AIG πωλούσε CDS επί subprime ενυπόθηκα δάνεια με βαθμολογία 3A έναντι 0,12% της αξίας τους το χρόνο, τόσο μικρή θεωρούνταν ότι ήταν η πιθανότητα αθέτησης υποχρεώσεων ολόκληρων των πυραμίδων από χρέη που ασφάλιζαν. Οι εταιρίες της Γουόλ Στριτ και ιδίως η Goldman Sachs είχαν πείσει την AIG να αναλάβει την ευθύνη για όλες τις μελλοντικές ζημιές δισεκατομμυρίων που θα μπορούσαν να προκύψουν από τα subprime ενυπόθηκα ομόλογα έναντι μιας πολύ μικρής ασφάλισης τον χρόνο. Επειδή υπήρχε εμπιστοσύνη στην AIG FP οι συμφωνίες εγκρίνονταν αυτομάτως από το εσωτερικό της τμήμα και μετέπειτα έφταναν στα ανώτερα στελέχη. Οι διαπραγματευτές ομολόγων των εταιριών της Γουόλ Στριτ έπαιρναν τεράστια ποσά για τις υπηρεσίες τους, όπως οι διαπραγματευτές της Goldman Sachs που είχαν καταγράψει κέρδη της τάξης των 3 δις εκατομμυρίων δολαρίων, ποσό αρκετά μεγάλο ακόμα και για τα δεδομένα της αγοράς ομολόγων.

Η AIG ήταν ο μεγαλύτερος αγοραστής CDO με βαθμολογία 3A, δηλαδή subprime ενυπόθηκα ομόλογα 3B που είχαν τιτλοποιηθεί ξανά για να σχηματίσουν τα CDO. Μετά το 2005 το εσωτερικό τμήμα της AIG FP άρχισε να παρατηρεί ότι τα εσωτερικά ενυπόθηκα δάνεια μειωμένης ασφάλισης που κάλυπταν μέσα από τα CDO είχαν ανέλθει σε πολύ μεγαλύτερο ποσοστό από ότι θα μπορούσαν να ανταπεξέλθουν. Αν οι αμερικάνοι πολίτες άρχισαν να καθυστερούν τις οφειλές τους

σε μεγαλύτερο ρυθμό από ότι είχαν υπολογίσει η AIG δεν θα είχε τα απαιτούμενα κεφάλαια ούτε στο ελάχιστο για να καλύψει τις ζημιές που ασφάλιζε. Το υπόδειγμα που χρησιμοποιούσε ο επικεφαλής της AIG FP Τζο Κασάνο, έδειχνε ότι οι στοίβες από χρέη που ασφάλιζαν δεν περιελάμβαναν subprime δάνεια σε ποσοστό μεγαλύτερο από 10% στα CDO που αγόραζαν, μετέπειτα υπολόγισαν ότι το ποσοστό κυμαινόταν στο 20%, όμως η αλήθεια είναι ότι το ποσοστό έφτανε περίπου το 95% αλλά εκείνη την στιγμή αυτή που το γνώριζαν ήταν λίγοι.

Με αυτή την διαδικασία η AIG είχε ασφαλίσει 50 δις εκατομμύρια δολάρια σε subprime ενυπόθηκα ομόλογα βαθμολογίας 3B που ήταν τιτλοποιημένα και μεταμφιεσμένα σε πακέτα δανείων βαθμολογίας 3A. Στις αρχές του 2006 που είχαν κυκλοφορήσει τα άσχημα νέα από την αγορά ακινήτων και μέσα από αναλύσεις η AIG κατάλαβε ότι είχε αγοραστική θέση δισεκατομμυρίων σε ένα στοίχημα ότι οι τιμές των κατοικιών δεν θα έπεφταν καθόλου την επόμενη δεκαετία ώστε να μπορεί να ανατροφοδοτείται η αγορά και να μην χρειαστεί να πληρώσει τις ασφάλειες. Εκείνη την στιγμή αποφάσισαν να σταματήσουν να ασφαλίζουν τις ακόλουθες νέες πράξεις, αν και θα έπρεπε να συνεχίσουν να ασφαλίζουν όσα είχαν ήδη ασφαλίσει. Το ερώτημα που τίθεται είναι γιατί η AIG εφόσον κατάλαβε το λάθος της δεν προσπάθησε να αντισταθμίσει τα 50 δις δολάρια που είχε ήδη ασφαλίσει;

Το αξιοπερίεργο είναι ότι οι μεγάλες εταιρίες και η αγορά δεν σταμάτησαν να παράγουν CDO αν και ο μεγαλύτερος αγοραστής είχε αποσυρθεί από το παιχνίδι. Οι εταιρίες που διοχέτευαν την αγορά με CDO είχαν ένα πρόβλημα, ότι παρόλο τις προσπάθειες των τραπεζών να διοχετεύουν ενυπόθηκα δάνεια στον οποιονδήποτε, τις ψεύτικες αιτήσεις που έκαναν οι δανειολήπτες με τα παραπλανητικά στοιχεία που δήλωναν, της πίεσης του κράτους για ιδιοκατοίκηση και ελάφρυνση των ορίων και όλης της προσπάθειας γενικώς των ανθρώπων που εργάζονταν στην αγορά ακινήτων. Τα subprime δάνεια δεν ήταν αρκετά ώστε να καλύψουν την ζήτηση για τα CDO ενυπόθηκων ομολόγων μειωμένης ασφάλισης. Μια πυραμίδα χρέους από στεγαστικά δάνεια ύψους ενός δισεκατομμυρίου, περιελάμβανε 20 εκατομμύρια δολάρια στεγαστικών δανείων με βαθμολογία 3B. Με αυτή την διαδικασία για να μπορέσει μια τράπεζα να δημιουργήσει ένα CDO ενός δισεκατομμυρίου δολαρίου που να αποτελείται αποκλειστικά από ενυπόθηκα ομόλογα μειωμένης εξασφάλισης με

βαθμολογία 3B, έπρεπε να δανείσει στην αγορά ακινήτων 50 δις δολάρια και αυτό απαιτούσε αρκετό χρόνο και αρκετό κόπο.

Ο συνδυασμός με την αγορά των CDS έλυσε το πρόβλημα και κυρίως με αυτούς που ήθελαν να στοιχηματίσουν στην κατάρρευση της αγοράς. Παραδείγματος χάρη είμαστε ένας επενδυτής που πιστεύει ότι η αγορά θα πέσει και οι εταιρίες δεν θα μπορούν να ανταποκριθούν στις υποχρεώσεις τους. Συνάπτουμε ένα ασφαλιστήριο συμβόλαιο στην αγορά των CDS αξίας ενός δις δολαρίων πάνω στα ενυπόθηκα ομόλογα με βαθμολογία 3B. Στην ουσία ασφαλιζόμαστε πάνω στην αθέτηση πληρωμών ομολόγων αξίας ενός δις δολαρίων πληρώνοντας κάθε μήνα ένα ασφάλιστρο για ορισμένο χρονικό διάστημα. Χωρίς όμως να έχουμε στην κατοχή μας ενυπόθηκα ομόλογα βαθμολογίας 3B. Οπότε είτε δεν θα εισπράτταμε τίποτα εφόσον τα ομόλογα που είχαμε ασφαλίσει θα εξοφλούνταν κανονικά είτε θα εισπράτταμε ένα δις δολάρια αν το συγκεκριμένο ομόλογο έχανε ολοκληρωτικά την αξία του. Όμως εμείς δεν έχουμε στην κατοχή μας το ομόλογο και προφανώς ευελπιστούσαμε κάνοντας αυτή την ασφάλεια το ομόλογο να χάσει την αξία του για να κερδίσουμε το ένα δις της ασφάλειας. Έτσι είναι σαν να ασφαλίζουμε ένα σπορ διθέσιο κάμπριο αμάξι στην χειρότερη γειτονία της Αθήνας, χωρίς να έχουμε στην κατοχή μας αυτό το πανάκριβο αμάξι με ένα ελάχιστο ασφάλιστρο της τάξεως 2,5% της ονομαστικής αξίας του αμαξιού ετησίως και να περιμένουμε να το κλέψουν για να πληρωθούμε από την ασφάλεια.

Οι ροές εισοδήματος των αγοραστών των CDS αναπαρήγαγαν τις ροές του εισοδήματος του ενυπόθηκου ομολόγου με βαθμολογία 3B ενάντια σε εκείνο στο οποίο στοιχημάτιζαν. Τα ασφάλιστρα της τάξεως 2,5% που πλήρωνε ο αγοραστής πλησίαζαν στην αρχή το περιθώριο επί του LIBOR δηλαδή το επιτόκιο που οι τράπεζες δανείζουν χρήματα η μία στην άλλη και θεωρούνταν λίγο πολύ μηδενικού κινδύνου. Όταν κάποιος αγόραζε ένα CDS βασισμένο σε ομόλογο που περιείχε subprime ενυπόθηκα δάνεια μίας τράπεζας, η οποία συνεργαζόταν με χρηματοπιστωτικές εταιρίες τις Γουόλ Στριτ όπως την Goldman Sachs έδινε σε αυτήν την δυνατότητα να δημιουργήσει ένα δεύτερο πανομοιότυπο ομόλογο με το πρωτότυπο με την ειδοποιός διαφορά ότι δεν υπήρχαν πραγματικά στεγαστικά δάνεια ούτε πραγματικές κατοικίες μόνο οι αντισυμβαλλόμενοι των συμβολαίων που

δημιουργούσαν τα κέρδη ή τις ζημίες από τα στοιχήματα των ομολόγων. Με αυτό τον τρόπο δεν χρειάζονταν να δανείσουν ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια αξίας 50 δις δολαρίων για την δημιουργία CDS 1 δις δολαρίων με δάνεια βαθμολογίας 3B αλλά να βρουν κάποιον που ήθελε να αναλάβει την άλλη πλευρά του στοιχήματος.

Με τα συνθετικά CDO δηλαδή τα CDO που αποτελούνται μόνο από CDS είχες την δυνατότητα να διαλέξεις από 100 διαφορετικά ομόλογα με βαθμολογία 3B και να αγοράσεις για το καθένα συμβάσεις μεταφοράς κινδύνου αθέτησης υποχρέωσης αξίας 20 εκατομμυρίων δολαρίων για δυνητικές ζημίες ενός δισεκατομμυρίου δολαρίου για έναν πραγματικό κάτοχο ομολόγου. Ανάμεσα στους αγοραστές των συνθετικών CDO και την AIG ή οποιασδήποτε άλλης εταιρίας που αναλάμβανε την ασφάλιση παρεμβαλλότανε η Goldman Sachs ή και άλλοι χρηματοπιστωτική κολοσσοί οι οποίοι δίνανε το CDO στους οίκους αξιολόγησης και αυτοί με την σειρά τους το μετέτρεπαν το 80% σε επενδυτικό ομόλογο άριστης πιστοληπτικής ικανότητας 3A και το 20% το διοχέτευαν σε άλλες στοίβες χρέους. Η ασφαλιστική κάλυψη των αγοραστών των CDS που αναλάμβαναν την αντίθετη πλευρά του στοιχήματος πάνω στο συνθετικό ομόλογο μειωμένης εξασφάλισης, πλήρωναν 2,5% μονάδες βάσης της ονομαστικής αξίας του συνθετικού ομολόγου το χρόνο στην Goldman Sachs. Και αυτή με την σειρά τους το ενσωμάτωναν σε ένα συνθετικό CDO που ασφαλιζονταν με 0,12% μονάδες βάσης από την AIG ή από οποιοδήποτε ασφαλιστικό ταμείο πάνω ακριβώς στα ίδια ομόλογα των πιο επικίνδυνων που υπήρχαν με βαθμολογία 3B. Με αυτό τον τρόπο η Goldman Sachs ή οποιαδήποτε άλλη εταιρία εξασφάλιζε περίπου 2,3 % της αξίας της συναλλαγής χωρίς τις προμήθειες των διαχειριστών των συναλλαγών χωρίς να αναλαμβάνει τον παραμικρό κίνδυνο και καταγράφοντας όλα τα κέρδη προκαταβολικά στους ισολογισμούς. Η Goldman Sachs έβγαζε πάνω από 300 εκατομμύρια δολάρια κέρδη τον χρόνο χωρίς κανένα κίνδυνο και μέχρι την λήξη των ομολόγων που είχαν διάρκεια ζωής τα έξι έτη οι διαπραγματευτές της Goldman Sachs έβγαζαν περίπου κέρδος 2,4 δις για λογαριασμό της εταιρίας.

Οι άλλες εταιρίες αισθάνθηκαν προσβλητικά που η Goldman Sachs είχε τόσα κέρδη ώστε άρχισαν όλο και περισσότερο να εισέρχονται στην διαπραγμάτευση ενυπόθηκων ομολόγων μειωμένης εξασφάλισης, ο πιο μεγάλος διαπραγματευτής για

την Ευρώπη ήταν η Deutsche Bank που διοχέτευσε πολλά τιτλοποιημένα παράγωγα στο Ντίσελντορφ της Γερμανίας αλλά και στην υπόλοιπη Ευρώπη. Εφόσον η ζήτηση για τιτλοποιημένα CDO με βαθμολογία 3A, δηλαδή subprime ενυπόθηκα ομόλογα καμουφλαρισμένα με βαθμολογία 3B αυξανόταν, το μόνο πρόβλημα που αντιμετώπιζαν οι προμηθευτές ήταν ότι θα έπρεπε να βρουν περισσότερους αγοραστές για να στοιχηματίσουν στην κατάρρευση της αγοράς για να μπορέσει η μηχανή της τιτλοποίησης να γεννήσει όλο και περισσότερα subprime ενυπόθηκα ομόλογα ώστε να ανταποκριθούν στην ζήτηση. Μέχρι που και οι ίδιες εταιρίες άρχιζαν να βρίσκονται στην άλλη πλευρά του στοιχήματος και να ποντάρουν στην κατάρρευση με πρωτοπόρο την Goldman Sachs και την Deutsche Bank.

Είναι ειρωνικό που ολόκληρη η χρηματοπιστωτική αγορά βασιζόταν στην δυνατότητα των μικρομεσαίων αμερικάνων να εξοφλήσουν τα χρέη τους που επίτηδες τους είχε δοθεί η δυνατότητα να διογκωθούν σε τέτοιο βαθμό ώστε να καθίσταται πρακτικά αδύνατον να τα εξοφλήσουν. Και όλα αυτά βασισμένοι στην παραδοχή ότι μια στοίβα από ενυπόθηκα δάνεια τα οποία είχαν τιτλοποιηθεί και αποτελούσαν δάνεια από πολλές περιοχές της Αμερικής όπως το Ιλινόις, η Φλόριδα, η Καλιφόρνια, το Σικάγο και άλλες περιοχές, υπόκεινταν σε διαφορετικές δυνάμεις και δεν υπήρχαν πολλές πιθανότητες για μια σωρευτική καθυστέρηση πληρωμών. Οι μηχανικοί του συστήματος δημιούργησαν την ψευδαίσθηση της ασφάλειας και τα ασφαλιστικά ταμεία και νομικά πρόσωπα όπως η AIG δέχτηκαν την ψευδαίσθηση ως πραγματικότητα.

Η αποτίμηση των χρεογράφων στις χρηματοπιστωτικές αγορές γίνεται από τους αντισυμβαλλόμενους των συμβολαίων προβάλλοντας εκατέρωθεν τα απαραίτητα επιχειρήματα. Καταλαβαίνουμε ότι όσο λιγότερο διαφανής είναι μια αγορά και όσο πιο περίπλοκα είναι τα χρεόγραφα τόσο περισσότερα χρήματα μπορούν να βγουν από τα τμήματα διαπραγμάτευσης των μεγάλων εταιριών της Γουόλ Στριτ από τα επιχειρήματα που ανταλλάσσονται σχετικά με την αξία τους. Οι διαφωνίες σχετικά με την αξία των CDO και των CDS πάνω στα ενυπόθηκα ομόλογα μειωμένης εξασφάλισης ήταν πόλος έντονος διαπραγμάτευσης και αρκετά κερδοφόρος κλάδος για τις εταιρίες που κατανοούσαν το σύστημα καλύτερα. Το σύστημα γινόταν όλο και πιο περίπλοκο εφόσον μιλάμε για περίπλοκους τίτλους που

η αξία τους προέκυπτε από την αξία άλλων πιο περίπλοκων τίτλων. Η δόμηση αυτών των τίτλων έδωσε την δυνατότητα στις εταιρίες να προβούν σε λογιστικές απάτες σχετικά με την αξία τους, π.χ. η Goldman Sachs αγόραζε το 3A τμήμα κάποιου CDO το συνδύαζε με CDS με τα οποία ασφαλιζόταν το τμήμα αυτό με κόστος αρκετά πάνω από την απόδοση του τμήματος και τα οποία πουλούσε η AIG ή οποιοδήποτε νομικό πρόσωπο που είχε την δυνατότητα στην Goldman Sachs και αυτή με την σειρά της δήλωνε ότι όλο το πακέτο ήταν μηδενικού κινδύνου και το περνούσε στα εκτός ισολογισμού στοιχεία. Όμως η παγίδα ήταν ότι η συναλλαγή προφανώς δεν ήταν μηδενικού κινδύνου και αν η AIG χρεοκοπούσε ή οποιοσδήποτε άλλος ασφαλιστής, η ασφάλεια που είχαν συνάψει θα ήταν εντελώς άχρηστη και η Goldman Sachs θα πτώχευε, όμως και εδώ υπήρχε το κράτος που θα έβαζε το χεράκι του ώστε να εξασφαλιστεί η λειτουργία και η βιωσιμότητα των εταιριών μεταθέτοντας το χρέος στους φορολογούμενους.

2.4 Οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης και ο ρόλος τους στην τιτλοποίηση στεγαστικών δανείων.

Η χρηματοπιστωτική αγορά για να λειτουργήσει βασίζεται στην εμπιστοσύνη, η εμπιστοσύνη εν μέρει στην αγορά πάνω στα χρηματοπιστωτικά προϊόντα που γίνονται οι αγοροπωλησίες όπως τα ομόλογα και τα παράγωγα εδραιώνεται από την βαθμολογία των οίκων αξιολόγησης. Οι μεγαλύτερη οίκοι αξιολόγησης είναι η Standard & Poors, η Fitch και η Moody's που είναι υπεύθυνες για την φερεγγυότητα και την αξιολόγηση των ομολόγων. Ο αμερικάνος δημοσιογράφος Τόμας Φρίντμαν είχε αναφέρει ότι « υπάρχουν δυο υπερδυνάμεις στον κόσμο του σήμερα η ΗΠΑ και η υπηρεσία πιστοληπτικής αξιολόγησης ομολόγων της Moody's, η ΗΠΑ μπορούν να σε καταστρέψουν με βόμβες και η Moody's μπορεί να σε καταστρέψει υποβαθμίζοντας τα ομολογά σου. Και πιστέψτε με, δεν είναι ξεκάθαρο πάντα ποια είναι η πιο δυνατή από τις δύο».

Στο οικονομικό σύστημα οι χώρες και οι εταιρίες βασίζουν την επιβίωση τους στην δυνατότητα προσέλκυσης κεφαλαίων όταν τα χρειάζονται. Τα δανειακά κεφάλαια μεταφέρονται μέσω της έκδοσης ομολόγων, τα οποία αποτελούν ομολογία χρέους του δανειζόμενου προς τον δανειστή. Οι εταιρίες πιστοληπτικής αξιολόγησης έχουν διαμορφώσει ένα σύστημα βαθμολογίας των ομολόγων ανάλογα με την φερεγγυότητα τους και τον βαθμό κινδύνου που εμφανίζουν. Η λογική είναι αρκετά απλή, όσο καλύτερη βαθμολογία εμφανίζουν τα ομόλογα τόσο χαμηλότερο το κόστος δανεισμού και όσο χειρότερη βαθμολογία τόσο μεγαλύτερο το κόστος.

Η ανώτερη βαθμολογία χρέους είναι το AAA, στο οποίο τιμολογούνται οι τίτλοι του Αμερικάνικου Δημοσίου και θεωρείται το πιο ασφαλές χρέος στην χρηματοπιστωτική αγορά. Οι κατώτερες αξιολογήσεις είναι το AA, A, BBB, BB, CCC και μετά το R (το σύστημα βαθμολόγησης που αναφέρεται χρησιμοποιείται από την Standar&Poors, οι υπόλοιποι οίκοι χρησιμοποιούν μια παρεμφερές βαθμολογία με μικρές διαβαθμίσεις). Οποιοδήποτε χρέος με αξιολόγηση BBB και κάτω θεωρείται αρκετά επισφαλές και τα ονομάζουν «ομόλογα σκουπίδια» και αποτελούν μια επικίνδυνη μορφή χρηματοδότησης, αλλά με μεγαλύτερες ανταμοιβές.

Οι οίκοι αξιολόγησης διαδραματίζουν σπουδαίο ρόλο στην χρηματοπιστωτική αγορά και αποτέλεσαν τον δομικό κρίκο για την πτώχευση της αγοράς το 2008, βαθμολογώντας με AAA τα επισφαλή ομόλογα από πιστωτικές κάρτες, δάνεια για την αγορά αυτοκινήτων και τα ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια τα οποία είχαν τιτλοποιηθεί από τις εταιρίες της Γουόλ Στρίτ και πωλούνταν σε επενδυτικές εταιρίες, ασφαλιστικά ταμεία και σε ιδιώτες σε ολόκληρο τον κόσμο. Μεταφέροντας τον επικείμενο ρίσκο της κατάρρευσης της αξίας των προϊόντων σε επενδυτές σε ολόκληρη την υφήλιο που έκαναν το λάθος να εμπιστευτούν την βαθμολογία των οίκων αξιολόγησης.

Χωρίς τους οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης (Moody's, Standard & Poor's) και τις βαθμολογίες τους δεν θα ήταν δυνατόν να λειτουργήσει η διαδικασία της τιτλοποίησης σε τέτοιο βαθμό ώστε εταιρίες της Γουόλ Στρίτ να κερδίσουν δισεκατομμύρια από το εμπόριο τοξικών ομολόγων τα οποία βαθμολογούνταν με την υψηλότερη βαθμολογία και αποτελούσαν τις πιο φερέγγυες και ακίνδυνες επενδύσεις εν μέσω κρίσης, εξαπατώντας τους επενδυτές και τις εταιρίες που εμπιστεύονταν τις γνωματεύσεις τους.

Τα μοντέλα που χρησιμοποιούσαν και καθόριζαν τις τιμές στα ομόλογα με ενυπόθηκα δάνεια από τους οίκους αξιολόγησης ισχυριζόντουσαν ότι αποτελούσαν μυστικό. Όμως η περιπλοκότητα των CDO είχε καταστήσει τα μοντέλα τους αδύναμα στην αξιολόγηση, εργαζόμενοι από την Moody's ανέφεραν ότι οι τράπεζες τους έστελναν τα δικά τους μοντέλα για να τους βοηθήσουν. Το μόνο που αξιολογούσαν τα μοντέλα τους ήταν τα γενικά χαρακτηριστικά του κάθε πακέτου των δανείων. Η χειραγώγηση γινόταν στον τρόπο με τον οποίο διαχειρίζονταν οι τράπεζες την βαθμολογία FICO, η εταιρία που είχε επινοήσει αυτή την βαθμολογία είναι η Fair Isaac Corporation. Οι βαθμολογίες FICO μετρούν την φερεγγυότητα των δανειοληπτών, οι υψηλότερες βαθμολογίες κυμαίνονται στα 850 και οι χαμηλότερες στα 300, η ενδιάμεση τιμή για της Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής κυμαινόταν στο 723. Οι βαθμολογίες FICO ήταν αρκετά απλές και δεν λάμβαναν υπόψη το εισόδημα του δανειολήπτη αλλά την δυνατότητα αποπληρωμής των χρεών που είχες δανειστεί μέχρι τότε. Μπορούσες εύκολα να ανεβάσεις την βαθμολογία αν έπαιρνες ένα ποσό μέσω τις πιστωτικής σου κάρτας και το εξοφλούσες αμέσως. Η κακή χρησιμοποίηση

των βαθμολογιών έκανε την διαδικασία αξιολόγησης ακόμη χειρότερη από τους οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης, που ζητούσαν από όσους τιτλοποιούσαν τα δάνεια να τους δίνουν λίστες με την μέση βαθμολογία FICO του πακέτου. Για να πληρούνται οι προδιαγραφές και να μπορούν να βαθμολογούν τα ομόλογα με βαθμολογία 3A, ζητούσαν η μέση τιμή FICO που απάρτιζε το πακέτο των δανείων να κυμαίνεται από δανειολήπτες με βαθμολογία γύρω στο 615 κατά μέσο όρο.

Πάνω σε αυτό το σημείο μπορούσαν και οι τράπεζες να χειραγωγήσουν το μοντέλο. Π.χ. εάν ένα πακέτο δανείων απαρτιζόταν από δανειολήπτες μόνο από βαθμολογίες κοντά στο 615 τότε υπήρχε μικρή πιθανότητα το πακέτο των δανείων να υποστεί μεγάλες ζημιές εφόσον αυτή οι δανειολήπτες θεωρούνται αρκετά φερέγγυοι από την βαθμολογία FICO. Αν όμως ένα πακέτο δανείων αποτελούταν από δανειολήπτες που οι μισοί θα είχαν βαθμολογίες FICO κοντά στο 680 και οι άλλοι μισοί βαθμολογίες κοντά στο 550, συνεπώς η μέση βαθμολογία ήταν κοντά στο 615 όμως η μεγάλη διαφορά ήταν ότι ένα άτομο με βαθμολογία FICO κοντά στο 550 δεν θα είχε την δυνατότητα να αποπληρώσει ποτέ το χρέος του καθιστώντας τον αφερέγγυο. Οι τράπεζες δεν θα έπρεπε ποτέ να δανείζουν χρήματα σε ανθρώπους με βαθμολογία FICO 550 γιατί ήξεραν ότι δεν θα πάρουν τα λεφτά τους όμως με την διαδικασία της τιτλοποίησης δεν είχε σημασία εφόσον τα έκαναν ομόλογα τα οποία μπορούσαν να τα ασφαλίσουν πολύ φτηνά.

Η εύρεση ατόμων με βαθμολογία 550 προϋποθέτει και την εύρεση ατόμων με βαθμολογία 680 ώστε να αντισταθμιστή ο μέσος όρος της βαθμολογίας. Σε αυτό το σημείο οι διαπραγματευτές της Γουόλ Στριτ εκμεταλλεύτηκαν άλλο ένα πρόβλημα στα μοντέλα αξιολόγησης. Η υψηλή βαθμολογία των ατόμων προερχόταν κυρίως από δανειολήπτες με σύντομο σε διάρκεια πιστοληπτικό ιστορικό που είχαν ξεπληρώσει ένα μικρό δάνειο καταναλωτικής πίστωσης, τα υπόλοιπα των πιστωτικών καρτών τους και ακόμα από ανθρώπους οι οποίοι δεν είχαν αναλάβει ποτέ δάνειο, όλοι αυτοί είχαν αρκετά υψηλές βαθμολογίες FICO κάτι το οποίο εκμεταλλεύτηκαν οι εταιρίες στο έπακρο ώστε να βελτιώσουν φαινομενικά τουλάχιστον την ποιότητα των πακέτων των δανείων που τιτλοποιούσαν.

Επίσης υπήρχαν και άλλα που μπορούσες να ανακαλύψεις και να εκμεταλλευτή σαν διαπραγματευτής ομολόγων της Γουόλ Στριτ πάνω στο μοντέλο

τιμολόγησης. Οι οίκοι αξιολόγησης προτιμούσαν τα ενυπόθηκα δάνεια κυμαινόμενου επιτοκίου με χαμηλό επιτόκιο κράχτη τα δύο πρώτα χρόνια από τα δάνεια σταθερού επιτοκίου τα οποία ήταν πιο ασφαλή, επιπλέον δεν έδιναν και μεγάλη σημασία αν το δάνειο είχε χορηγηθεί σε μια ακμάζουσα ή σε μια σταθερή αγορά ακινήτων. Τα μοντέλα δεν μπορούσαν να έχουν επίγνωση ότι πολλά δάνεια δίνονταν παρακάμπτοντας και πλαστογραφώντας τα απαραίτητα δικαιολογητικά που χρειάζονταν και ότι τα σπίτια είχαν υποθηκευτεί δύο φορές καθιστώντας την αποπληρωμή αδύνατη και ουσιαστικά δεν άφηναν στον ιδιοκτήτη καμία κυριότητα πάνω στο σπίτι άρα και κανένα κίνητρο για να αποπληρώσει το δάνειο και να μην δηλώσει πτώχευση και να φύγει. Για όσο καιρό οι παραλήψεις των μοντέλων δεν είχαν γίνει αντιληπτές κάποιες εταιρίες της Γουόλ Στριτ καρπωνόντουσαν τα πλεονεκτήματα μέχρι ενός σημείου που τα κενά στα μοντέλα φανερώθηκαν το 2006 και άρχιζαν να ανεβαίνουν οι τιμές της ασφάλισης στην αγορά.

Η μόνη δικαιολογία για τους οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης είναι η πειθώ και η πίεση που μπορούν να ασκήσουν οι εταιρίες της Γουόλ Στριτ σε αυτές ώστε να αποδέχονται τις περίπλοκες ονομασίες που είχαν δώσει στα ενυπόθηκα ομόλογα, για να μπορούν να δίνουν την εντύπωση ενός διαφοροποιημένου συνόλου από στοιχεία ενεργητικού και όχι την πραγματική εικόνα. Ένα ομόλογο εξολοκλήρου καλυπτόμενο από ενυπόθηκα δάνεια μειωμένης πιστοληπτικής φερεγγυότητας δεν ονομαζόταν subprime ενυπόθηκο ομόλογο αλλά ABS, δηλαδή χρεόγραφο με κάλυμμα στοιχεία ενεργητικού. Τα στοιχεία ενεργητικού που κάλυπταν τα ABS καμουφλαρίζονταν με ονομασίες όπως RMBS, HEL, HELOC, ALT-A. Το RBMS (residential mortgage backed security) σήμαινε χρεόγραφο με κάλυμμα ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια, το HEL (home equity loan) ήταν ενυπόθηκο καταναλωτικό δάνειο, το HELOC (home equity line of credit) σήμαινε ενυπόθηκο πιστωτικό όριο. Με την ονομασία ALT-A αποκαλούσαν τα χειρότερα ποιοτικά ενυπόθηκα δάνεια τα οποία δεν συγκέντρωναν ούτε τα απαιτούμενα δικαιολογητικά, ο χαρακτηρισμός «Α» δινόταν στους πλέον φερέγγυους δανειολήπτες και ο όρος ALT-A σήμαινε Alternative A-paper και υποδήλωνε τον εναλλακτικό του πλέον φερέγγυου της κατηγορίας Α. Οι όροφοι των χρεών των ενυπόθηκων ομολόγων δεν ονομάζονταν όροφοι αλλά τμήματα, το πιο επικίνδυνο τμήμα δηλαδή το ισόγειο από την πυραμίδα χρέους που είχαν

δημιουργήσει δεν ονομαζόταν ισόγειο αλλά ενδιάμεσο (mezzanine). Τα CDO που αποτελούνταν αποκλειστικά από τα πλέον επικίνδυνα και αφερέγγυα «ενδιάμεσα» στρώμα των ενυπόθηκων δανείων δεν λεγόταν CDO με κάλυμμα subprime δάνεια αλλά CDO δομημένης χρηματοδότησης. Η κατηγορία πιστώσεων ήταν midprime και υποδήλωνε ενδιάμεση πιστοληπτική ικανότητα και όχι subprime που ήταν το αληθές, όμως αφηνόταν να εννοηθεί ότι δεν ήταν το ίδιο. Η αγορά ομολόγων δεν ήθελε και δεν την συνέφερε να είναι ξεκάθαρη.

Πραγματικά οι οίκοι αξιολόγησης εθελουφλούσαν σε όλη αυτή την διαδικασία ; Και αν το έκαναν ποια ήταν τα οφέλη τους; Οι οίκοι αξιολόγησης είναι αυτόνομα νομικά πρόσωπα που σαν βασική λειτουργική διαδικασία έχουν την αξιολόγηση των χρεογράφων της αγοράς και της πιστοληπτικής αξιολόγησης του οποιαδήποτε χρέους. Έχοντας την δυνατότητα να καθορίσουν το πόσο εύκολη θα είναι η δανειοδότηση μια εταιρίας ή ενός ολόκληρου έθνους και ποσό θα στοιχίσει στην αγορά, εφόσον από την βαθμολόγηση εξαρτάται και το επιτόκιο που θα πληρώσεις.

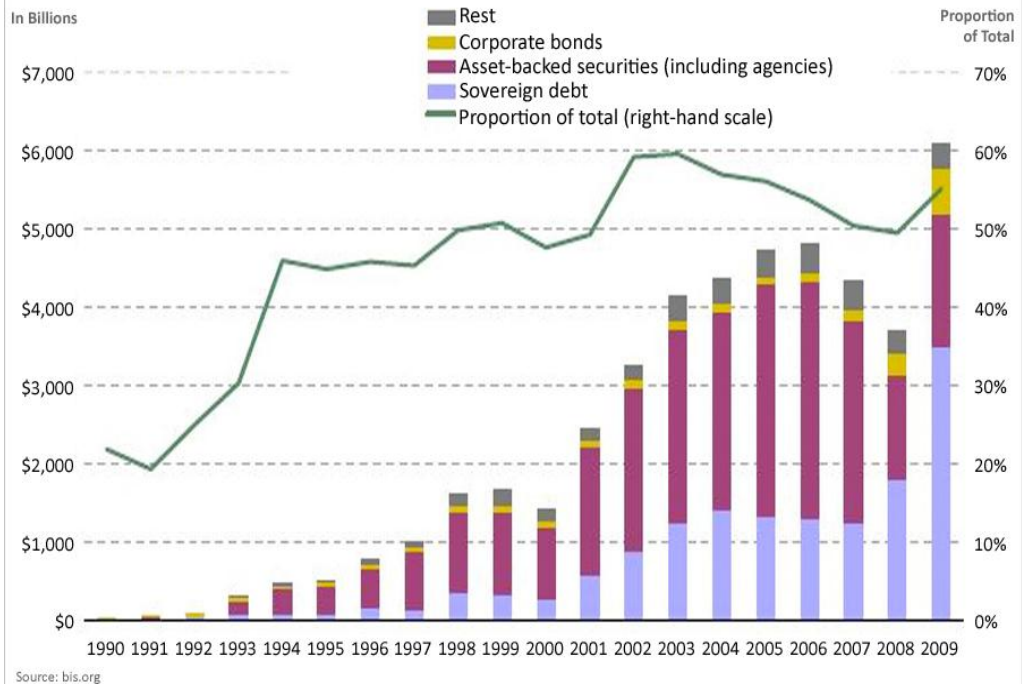
Στην ουσία καθιστούν ένα ισχυρό μονοπώλιο που δρα για την ικανοποίηση των μετόχων τους, και φανερώνουν την δύναμη τους σε αυτούς που δεν δέχονται να ενταχτούν στο σύστημα αξιολόγησης τους. Η Moody's είχε κατηγορηθεί για εκβιασμό έναντι της ασφαλιστικής εταιρίας Hannover Re που είχε αρνηθεί να ενταχθεί στο σύστημα αξιολόγησης της, πληρώνοντας το ανάλογο αντίτιμο φυσικά. Η Moody's άρχισε να δημοσιεύει δωρεάν αξιολογήσεις της εταιρίας με ολοένα και χαμηλότερες βαθμολογίες, υποβαθμίζοντας τα ομολογά της στην χειρότερη κατηγορία καθιστώντας αδύνατη την διαδικασία δανειοδότησης της εταιρίας από την αγορά. Ο οίκος σε όλη αυτή την διαδικασία επικοινωνούσε μαζί τους ώστε να τους εξαναγκάσει να αγοράσουν της υπηρεσίες τους. Ο εκβιασμός της Moody's με την υποβάθμιση των ομολόγων της εταιρίας στην χαμηλότερη βαθμίδα «junk» στοίχησαν στην εταιρία 175 εκατομμύρια δολάρια από την πτώση της μετοχής της εταιρίας μέσα σε λίγες ώρες.

Η δύναμη που έχουν οι οίκοι αξιολόγησης στην αγορά είναι μεγάλη και μπορούν να καθορίσουν ακόμα και την επιβίωση ενός κράτος. Για αυτό τον λόγο θα πίστευε κανείς ότι υπάρχουν αυστηροί κανόνες που οριοθετούν την συμπεριφορά

τους, τις αποφάσεις που λαμβάνουν και τις επιρροές που μπορεί να δέχονται. Όμως δεν είναι έτσι, η σχέση που έχουν οι οίκοι με την αγορά είναι πελατειακή και οι μεγαλύτερη πελάτες είναι οι τράπεζες και οι επενδυτικοί κολοσσοί της Γουόλ Στριτ όπως η Goldman Sachs, η Morgan Stanley και άλλοι. Τα ομόλογα πάνω σε ενυπόθηκα subprime δάνεια απέφεραν στους οίκους τα τριπλάσια από ότι ένα συνηθισμένο εταιρικό ομόλογο. Επίσης οι οίκοι αξιολόγησης πληρώνονταν βάση όγκου οπότε όση περισσότερη δουλειά είχαν τόσα περισσότερα κέρδιζαν και η κάνουλα της τιτλοποίησης πάνω σε δάνεια είχε μόλις ανοίξει. Η Moody's μεταξύ 2002 και 2006 διπλασίαζε τα έσοδα της και η τιμή της μετοχής της είχε τριπλασιαστεί.

Οι εκδότριες εταιρίες των τιτλοποιημένων στεγαστικών δανείων πλήρωναν αρκετά ώστε οι οίκοι αξιολόγησης να βαθμολογήσουν με 3A τα subprime στεγαστικά δάνεια υψηλού κινδύνου καμουφλαρισμένα στα CDO, καθιστώντας το ασφαλέστερο χρέος στον κόσμο που θεωρητικά αποτελεί μια επένδυση μηδενικού κινδύνου. Το 90% των CDO πάνω σε στεγαστικά δάνεια αξιολογήθηκε σε επένδυση 3A, μικρό ποσοστό εταιρικών χρεών αξιολογούταν σε επένδυση 3A στο παρελθόν. Σύμφωνα με τα στοιχεία της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών και το παρακάτω διάγραμμα τα δομημένα ομόλογα που απέσπασαν βαθμολογία 3A (άριστη βαθμολογία) τετραπλασιάστηκαν από το 2000 μέχρι το 2006. Τα προϊόντα που εκδόθηκαν με 3A βαθμολογία μεταξύ του 2001-2002 ήταν περισσότερα από όλη την περίοδο του 1990 μέχρι το 2000 και επίσης η αγορά δομημένων ομολόγων που εκδόθηκε μεταξύ 2001-2007 ξεπέρασε σε ποσότητα όσα είχαν εκδοθεί τις προηγούμενες δύο δεκαετίες. Τα τιτλοποιημένα ενυπόθηκα δάνεια που εκδόθηκαν από το 2001 μέχρι το 2008 με βαθμολογία 3A ξεπέρασαν κατά πολύ τα κρατικά ομόλογα με βαθμολογία 3A με την αξία τους να κυμαίνεται στα 20 τρις δολάρια περίπου.

World Issue Of AAA Fixed-Income



Παγκόσμιος όγκος τίτλων σταθερού εισοδήματος με βαθμολογία 3Α Διαγρ.6

Τα ομόλογα που καλύπτονταν από ενυπόθηκα δάνεια κυμαινόμενου επιτοκίου λάμβαναν υψηλότερες βαθμολογίες από τα ομόλογα που καλύπτονταν από δάνεια σταθερού επιτοκίου. Το ποσοστό των ενυπόθηκων με κυμαινόμενο επιτόκιο είχε αυξηθεί από 40% σε 80% από το 2002 και μετά. Στην πραγματική οικονομία αυτό είχε σαν συνέπεια ο ιδιοκτήτης ενός δανείου να πληρώνει ένα επιτόκιο κράτη ας πούμε 6% τα πρώτα δύο χρόνια και μετά από δύο χρόνια το επιτόκιο να κυμαίνεται κοντά στο 10% και πιο ψηλά. Πολλές εταιρίες χορήγησης δανείων προτιμούσαν τέτοιου είδους δάνεια γιατί μετά από δύο χρόνια οι δανειολήπτες κήρυσσαν αδυναμία πληρωμής του δανείου ή αν η αξία του σπιτιού τους είχε ανεβεί προέβαιναν σε αναχρηματοδότηση του δανείου που συνεπάγεται επιπλέον προμήθειες για τους δανειστές οι οποίοι δεν ενδιαφέρονταν και για την έκβαση των δανείων τους εφόσον δεν διατηρήσουν κανένα μέρος του κινδύνου του δανείου. Το θέμα είναι, πραγματικά οι οίκοι αξιολόγησης πίστευαν ότι οι δανειολήπτες μπορούσαν με την ίδια ευκολία να πληρώνουν τις δόσεις όταν το επιτόκιο κυμαινόταν στο 10% όπως και στο 6%. Όπως

μετέπειτα οι ίδιες ισχυρίστηκαν; Ή τα συμφέροντα ήταν τόσο μεγάλα που δεν ήθελαν να αλλάξουν τις απόψεις τους γιατί τα subprime ομόλογα θα έπιαναν πάτο. Το πόρισμα είναι ότι με αυτή την στάση τους διατήρησαν τα subprime ομόλογα αμετάβλητα για μεγάλο χρονικό διάστημα χειροτερεύοντας την επικείμενη έκρηξη της φούσκας της αγοράς.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Η ΠΤΩΣΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΕΝΥΠΟΘΗΚΟΥ ΔΑΝΕΙΣΜΟΥ Η ΔΙΑΣΩΣΗ ΤΗΣ ΚΑΙ ΕΝΑΣ ΦΑΥΛΟΣ ΚΥΚΛΟΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ ΣΤΙΣ ΗΠΑ.

3.1 Οι πρώτες ρωγμές στην αγορά ενυπόθηκου δανεισμού στις ΗΠΑ

Τον Ιανουάριο του 2007 μία έρευνα από το κέντρο υπεύθυνου δανεισμού (center for responsible lending) προέβλεπε ότι 2,2 εκατομμύρια δανειολήπτες θα έχαναν τα σπίτια τους το 2007, ενώ ένα στα πέντε subprime ενυπόθηκα δάνεια που είχαν χορηγηθεί το 2005 και το 2006 θα περιεχόταν σε καθεστώς οριακής καθυστέρησης.

Η αγορά ξαφνικά δημιούργησε ένα πλασματικό κόσμο ασφάλειας που αρκετή δέχτηκαν σαν πραγματικότητα. Τα ομόλογα με κάλυμμα στεγαστικά ενυπόθηκα δάνεια μειωμένης φερεγγυότητας τα οποία βασίζονταν σε μια ανθούσα αγορά που θα έδινε την δυνατότητα στους πολίτες με χαμηλά εισοδήματα να πληρώσουν τις στεγαστικές τους δόσεις, μεταμορφώθηκε στο πιο ασφαλή χρηματοπιστωτικό εργαλείο ίδιας φερεγγυότητας ίδιο με τα κρατικά ομόλογα των ΗΠΑ και της Γερμανίας. Οι οίκοι αξιολόγησης με την έμμεση προτροπή των μεγάλων εταιριών της Γουόλ Στριτ βγάλανε πολλά δισεκατομμύρια την τελευταία δεκαετία στις πλάτες ανυποψίαστων επενδυτών σε ολόκληρο τον πλανήτη που τους εμπιστεύτηκαν και κυρίως η μεγάλη ζημία έγινε σε ασφαλιστικά ταμεία και ρυθμιζόμενους κρατικούς φορείς που δεν επιτρέπεται να επενδύσουν σε οτιδήποτε αξιολογείται σε κατώτερη βαθμίδα από 3Α. Μπορεί αρκετή από εμάς να μην έχουμε άμεση σχέση με την χρηματοπιστωτική αγορά αλλά αρκετά λεφτά από τα ασφαλιστικά ταμεία της Ευρώπης που παράχθηκαν με τον κόπο των φορολογούμενων επενδύθηκαν πάνω σε αυτά τα συγκεκριμένα ομόλογα και χάθηκαν στην κρίση που ξέσπασε το 2008, η παγκοσμιοποίηση και η λειτουργία της χρηματοπιστωτικής αγοράς πλέον μας αφορά όλους ανεξάρτητα αν ασχολούμαστε ή όχι με την αγορά γιατί μας αγγίζει όλους.

Στα μέσα του 2006 οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης είχαν ανακοινώσει ότι θα άλλαζαν το μοντέλο τιμολόγησης που χρησιμοποιούσαν, η χρηματοπιστωτική

αγορά άρχιζε να αποτιμούσε τα CDS σε υψηλότερες τιμές βάσης, η AIG είχε παύσει να ασφαλίζει πλέον τα CDS, τα δάνεια άρχιζαν να καθίστανται αφερέγγυα και αρκετοί δανειολήπτες έχαναν πλέον τα σπίτια τους. Η αγορά των ακινήτων έπεφτε και χανόταν το πλεονέκτημα χρησιμοποίησης των σπιτιών σαν μηχανές ανάληψης μετρητών για τους ιδιοκτήτες οι οποίοι μπορούσαν να παίρνουν νέα χρέη για να ξεπληρώνουν τα προηγούμενα βασιζόμενοι στην αυξητική πορεία των ακινήτων τους. Είχε δοθεί η δυνατότητα σε ανθρώπους με εισόδημα 20.000 δολάρια να έχουν στην κατοχή τους ακίνητα που κοστολογούνταν πάνω από ένα εκατομμύριο. Οι τράπεζες τους είχαν ανάγκη για να φτιάχνουν τα subprime ενυπόθηκα ομόλογα οπότε όταν ανέβαινε η αξία των πρώτων ακινήτων τους έπαιρναν τηλέφωνο και τους ειδοποιούσαν ότι η αξία του σπιτιού ανέβηκε και μπορούν να χρηματοδοτηθούν με ακόμα 200.000 δολάρια που με αυτά αγόραζαν νέα ακίνητα.

Τα προμηνύματα στην αγορά ήταν πολλά οπότε κάπου εκεί πίστευαν όσοι είχαν προλάβει να ποντάρουν στην κατάρρευση της αγοράς ότι το παιχνίδι θα άλλαζε ρότα και η αγορά θα λάμβανε υπόψη της, το τι συμβαίνει και θα τιμολογούσαν τα CDS πάνω στα CDO σε πολύ υψηλότερες τιμές. Όμως κάτι τέτοιο δεν έγινε η αγορά αντέδρασε εντελώς ανορθολογικά και μη αποτελεσματικά με καμία διάθεση για αναδιάρθρωση προς την ισορροπία της όπως υποστηριζόταν στις θεωρίες. Είχε φτάσει σε ένα σημείο που παρά πολύ εμπλεκόντουσαν σε αυτή την αγορά και έβγαζαν αρκετά εκατομμύρια ο καθένας.

Οι εταιρίες της Γουόλ Στριτ κατάλαβαν ότι αργά η γρήγορα η διαδικασία της τιτλοποίησης και η ασφάλιση αυτών των δανείων θα σταμάταγε και η ανοδική πορεία της αγοράς θα αντικαθιστούταν από μεγάλη πτώση, έτσι άρχισαν αρκετές από αυτές να ποντάρουν στην πτώση της αγοράς μέσω των CDS αλλά και επίσης εξακολουθούσαν να ασφαλίζουν σε άλλους επενδυτές τα CDO που στοιχημάτιζαν ότι θα καταρρεύσουν όπως έκανε η Goldman Sachs και άλλες εταιρίες. Ένας από τους μεγαλύτερους διαπραγματευτές παραγωγών επί ενυπόθηκων δανείων ήταν η Deutsche Bank και ήταν η πρώτη που θα στοιχημάτιζε απροκάλυπτα στην πτώση της αγοράς.

Ο Γκρεγκ Λίμπαν ήταν αρμόδιος για τις αγοροπωλησίες subprime ενυπόθηκων ομολόγων της Deutsche Bank και κατά επέκταση υπεύθυνος για τις

συμβάσεις μεταφοράς κινδύνου αθέτησης υποχρεώσεων πάνω σε ομόλογα αυτού του τύπου. Μαζί με την επενδυτική του ομάδα μελέτησαν τα στοιχεία που απεικόνιζαν τα ποσοστά αθέτησης υποχρεώσεων στις τιμές των κατοικιών και σχημάτισαν διαγράμματα με βάση διάφορα σενάρια στις τιμές των κατοικιών, που είτε θα έπεφταν θα ανέβαιναν ή θα έμεναν στάσιμα. Τα δεδομένα ήταν αρκετά τρομακτικά και μη αναμενόμενα, αυτό που ανακάλυψαν ήταν ότι δεν ήταν απαραίτητο οι τιμές των ακινήτων να πέσουν κατακόρυφα για να καθιστούν τα συμβόλαια πληρωτέα, αλλά αρκούσε να πάνε να αυξάνονται με γρήγορους ρυθμούς οι τιμές των ακινήτων. Οι τιμές των κατοικιών εξακολουθούσαν να ανεβαίνουν και παρόλο αυτά τα ποσοστά αθέτησης υποχρεώσεων είχαν φτάσει το 4%, αν το ποσοστό αθέτησης υποχρεώσεων έφτανε πάνω από 7% τότε τα ομόλογα του χαμηλότερου επενδυτικού βαθμού 3B- θα έπεφταν στο μηδέν, αν ξεπερνούσε το 8% ο επόμενος όροφος ομολόγων με βαθμολογία 3B θα έχανε την αξία του. Ήταν ο πρώτος όροφος χρεών από τις πυραμίδες από χρέη που είχαν κατασκευάσει με βαθμολογία 3B, όμως στην ουσία και τα CDO είχαν κατασκευαστεί από πυραμίδες χρεών με βαθμολογία 3B και είχαν μετατραπεί σε επενδύσεις σχεδόν μηδενικού κινδύνου 3A. Δεν χρειαζόταν οι ιδιοκτήτες να αθετήσουν όλοι τις υποχρεώσεις τους, αλλά ένα ποσοστό κοντά στο 10% για να πατώσει ολόκληρη η χρηματοπιστωτική αγορά ενυπόθηκων ομολόγων.

Ο Γκρεγκ Λίμπαν και η επενδυτική ομάδα της Deutsche Bank άρχιζαν να «σορτάρουν» την αγορά (ποντάρουν στην πτώχευση όσον ασφάλιζαν ενυπόθηκα ομόλογα 3B) όμως για να διατηρήσουν την πιλοτική τους θέση στην αγορά έπρεπε να βρουν και άλλους επενδυτές που θα ποντάρουν στην πτώση της αγοράς, ώστε να υπάρχει μεγάλος όγκος επενδυτών για να γίνονται άμεσα οι εκκαθαρίσεις των CDS (δηλαδή να υπάρχουν αρκετή επενδυτές στην αγορά ώστε όταν κάποιος θα ήθελε να ρευστοποιήσει την θέση του να υπήρχε ο επενδυτής που θα ήταν πρόθυμος να την αναλάβει). Σαν καλός διαπραγματευτής ομολόγων προσπαθούσε να πείσει και άλλους θεσμικούς επενδυτές να επενδύσουν στα ομόλογα με κάλυμμα στοιχεία ενεργητικού που είχε σορτάρει. Προφανώς χρέωνε μεγάλες προμήθειες τους επενδυτές που έπειθε για κάθε συναλλαγή με CDS στην οποία έκλεινε, όμως θα αποδεικνύονταν ασήμαντες μπροστά στις περιουσίες που έβγαλαν μετέπειτα, το 2006 η πιλοτική θέση που κατείχε ξεπερνούσε κατά πολύ το ένα δισεκατομμύριο δολάρια. Μετά τον Λίμπαν

ακολούθησαν και άλλες εταιρίες και θεσμικοί επενδυτές της Γουόλ Στριτ να αναλαμβάνουν την πλευρά του στοιχήματος για την κατάρρευση των συγκεκριμένων εταιριών που ασφάλιζαν τα CDS.

Στα τέλη του 2006 σύμφωνα με την μελέτη του Per Trac Hedge Fund Database υπήρχαν 13.675 hedge fund που επιτρεπόταν να επενδύσουν σε συμβάσεις μεταφοράς κινδύνου αθέτησης υποχρέωσης, τα λεγόμενα CDS. Όμως οι περισσότεροι από αυτούς δεν πόνταραν απροκάλυπτα στην κατάρρευση της αγοράς αλλά τα αγόραζαν για να ασφαλίσουν τα subprime ενυπόθηκα ομόλογα που είχαν στην κατοχή τους πραγματοποιώντας μια πραγματική αντιστάθμιση του χαρτοφυλακίου τους. Η πτώση εν μέρει ήταν πλέον προβλέψιμη όμως λίγοι ήταν αυτή που πόνταραν ενάντια σε όλη την αγορά ενυπόθηκων δανείων μειωμένης ασφάλισης και κατά προέκταση στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Ο Γκρεγκ Λίπμαν διαπραγματευτής της Deutsche Bank έπεισε κάποια hedge fund να ποντάρουν στην πτώση της αγοράς και η ιδέα του εξαπλώθηκε σαν ιός μέσα στην αγορά και αυτός αποτέλεσε τον πρώτο φορέα της νόσου που θα τον καθιστούσε ζάπλουτο.

Εφόσον το 2006 η AIG είχε σταματήσει να ασφαλίζει τα CDO ποιοι ήταν οι κύριοι αγοραστές subprime ενυπόθηκων ομολόγων CDO με βαθμολογία 3A; Αυτοί που κρατούσαν την κάνουλα ανοικτή ήταν οι διαχειριστές CDO όπως η Harding Advisory που είχαν διαπραγματευτική θέση πάνω από 15 δισεκατομμύρια δολάρια σε CDO, η ζήτηση αυτή οδηγούσε αυτόματα στην προσφορά νέων στεγαστικών δανείων που αποτελούσαν την πρώτη ύλη για τα ομόλογα εν μέσω του 2006 που η αγορά των CDO θα έπρεπε είδη να κινείται πτωτικά, υπερδιογκώνοντας την φούσκα που ήταν έτοιμη να σκάσει. Η δουλεία των διαχειριστών CDO ήταν να επιλέγουν την εταιρία της Γουόλ Στριτ που θα τους εφοδίαζε τα ομόλογα που ήθελαν τα οποία τα χρησιμοποιούσαν σαν κάλυμμα για όσους επένδυαν στα CDO και έπειτα να εξετάζουν προσεκτικά τα ίδια τα ομόλογα.

Έπρεπε να εξετάσουν και να παρακολουθούν τα επιμέρους ομόλογα που περιελάμβανε ένα CDO και να κρίνουν την φερεγγυότητα τους και να αντικαθιστούν τα χειρότερης ποιότητας ομόλογα με καλύτερα προτού χάσουν αυτά την αξία τους. Οι διαχειριστές CDO είχαν επενδυτές από όλο τον κόσμο που τους εμπιστεύονταν τα

λεφτά τους γιατί πίστευαν ότι νοιάζονταν για τα συμφέροντα τους. Αυτοί οι επενδυτές ήταν αρκετά νομικά πρόσωπα που λίγο πολύ ήταν υποχρεωμένα να επενδύουν σε ομόλογα με βαθμολογία 3A επειδή υποτίθεται ότι ήταν ασφαλέστερα. Έτσι τα CDO με βαθμολογία 3A αγοράζονταν από γερμανικές τράπεζες και από τράπεζες από όλη την Ευρώπη, ασφαλιστικές εταιρίες, αγροτικούς συνεταιρισμούς και από συνταξιοδοτικά ταμεία από το Ταιβάν μέχρι και την Ελλάδα.

Για να διαβεβαιώσει ο διαχειριστής τους επενδυτές που τον εμπιστεύονταν, διατηρούσε στην κατοχή του το λεγόμενο αρχικό κεφάλαιο ή τμήμα πρώτης ζημίας του CDO, δηλαδή το κομμάτι που έχανε πρώτο την αξία του μόλις έπαυαν να εξυπηρετούνται τα δάνεια μειωμένης εξασφάλισης. Όμως αρχικά ο διαχειριστής εισέπραττε εξ αρχής μια προμήθεια της τάξεως 0,01% καθώς και μια δεύτερη προμήθεια μετά από την εκκαθάριση όταν οι επενδυτές έπαιρναν πίσω τα λεφτά τους. Μπορεί να μην φαίνονται πολλά αλλά όταν διαχειρίζεσαι αρκετά δισεκατομμύρια με μικρό κόστος, το ποσό είναι αρκετά σημαντικό. Ο Γουίνγκ Τσάου διαχειριζόμενος ένα χαρτοφυλάκιο της New York Life Insurance Company έβγαζε 140.000 το χρόνο, ενώ σαν διαχειριστής CDO της Harding Advisory έβγαλε σε ένα χρόνο 26.000.000 δολάρια. Η Harding Advisory ήταν από τις μεγαλύτερες εταιρίες στην διαχείριση CDO subprime ενυπόθηκων ομολόγων μέχρι την κατάρρευση της αγοράς και ήταν ο βασικός αγοραστής CDO από την Merrill Lynch.

Οι εταιρίες χρησιμοποιούσαν ανθρώπους σαν τον Γουίνγκ Τσάου σαν ένα είδος βιτρίνας που φαινόταν ότι εκπροσωπούσε τα συμφέροντα των επενδυτών ενώ ουσιαστικά εκπροσωπούσε τα συμφέροντα των εταιριών διαπραγμάτευσης ομολόγων της Γουόλ Στριτ. Οι επενδυτές ένιωθαν καλύτερα αγοράζοντας ένα CDO από έναν «ανεξάρτητο» επενδυτή που δεν φαινόταν ότι διαχειριζόταν η Merrill Lynch παρά να το αγόραζαν απευθείας από την ίδια την εταιρία. Όσες λιγότερες ερωτήσεις έκαναν οι διαπραγματευτές για τα βαθμολογούμενα CDO με 3A ομόλογα από ενυπόθηκα δάνεια που απορροφούσαν, τόσο καλύτεροι πελάτες των εταιριών της Γουόλ Στριτ γινόντουσαν και αποκόμιζαν και αρκετά εκατομμύρια βραχυπρόθεσμα. Ένας διαπραγματευτής ομολόγων που θα τους πίεζε και θα τους έκανε δύσκολες ερωτήσεις για την πραγματική υπόσταση των CDO δεν είχε θέση σε αυτή την αγορά. Ο σκοπός επί το πλείστον των CDO ήταν να ξεπλύνει κάμποσο από τον κίνδυνο της

αγοράς των subprime ενυπόθηκων δανείων που οι εταιρίες δεν είχαν καταφέρει να τοποθετήσουν και να αντιμετωπίσουν με ευθείς τρόπους. Η δογματική πίστη της ορθολογικής αγοράς που ρυθμίζεται από μόνη της και οι βαθμολογίες 3Α από τους οίκους πιστωτικής αξιολόγησης πρόσφεραν σε όλους μια δικαιολογία για να κοιμούνται ήσυχοι τα βράδια χωρίς να αναλογίζονται τους κίνδυνους που είχαν αναλάβει.

3.2 Η πτώση της αγοράς ενυπόθηκων ομολόγων μειωμένης εξασφάλισης και η διάσωση της στις ΗΠΑ.

Στις 31 Ιανουαρίου του 2007 τα πρώτα σημάδια πτώσης της αγοράς έκαναν την εμφάνιση τους στους εισηγμένους δείκτες. Ο δείκτης ABX αναφερόταν στα subprime ενυπόθηκα ομόλογα βαθμολογίας 3B, στην ουσία φανέρωνε την τάση των CDO. Ο δείκτης εκείνη την ημέρα σημείωσε για πρώτη φορά πτώση 1,05% ημερησίως από τις 93,03 στις 91,98 μονάδες βάσης, τους προηγούμενους μήνες είχε ολισθήσει από τις 100 μονάδες στις 93 αλλά σε τόσο μικρές μεταβολές που η μεταβλητότητα δεν το καθιστούσε επικίνδυνο ώστε να προκληθεί φόβος στην αγορά. Στα τέλη του Ιανουαρίου του 2007 η τιμή του δείκτη ABX άρχισε να πέφτει και μέχρι τις αρχές Ιουνίου ο δείκτης ομολόγων με ενυπόθηκα δάνεια έκλεινε στις 65 μονάδες βάσης, που συνεπάγεται ότι τα ομόλογα είχαν χάσει κοντά στο 35% της αρχική τους αξίας. Το λογικό ήταν να καταρρεύσουν και τα CDO που είχαν δημιουργηθεί από αυτά ακριβώς τα ομόλογα, όμως μόνο ορθολογική δεν αντέδρασε η αγορά και το αόρατο χέρι της ισορροπίας φαινόταν να μην έχει δύναμη.

Από τον Φεβρουάριο μέχρι τον Ιούνιο του 2007 οι μεγάλες εταιρίες της Γουόλ Στριτ και με πρωτοπόρα την Merrill Lynch δημιούργησαν και πούλησαν νέα CDO αξίας 50 δισεκατομμυρίων δολαρίων, φαινόταν ότι όλα επανέρχονται στα φυσιολογικά επίπεδα ενώ οι δείκτες έδειχναν το αντίθετο. Ήταν λες και είχαν συνειδητοποιήσει τι γινόταν αλλά δεν είχαν την δύναμη και την πολυτέλεια να αλλάξουν γνώμη, γιατί τα στοιχήματα είχαν γίνει τόσα πολλά που είχαν ξεφύγει από τον έλεγχο τους και οι εμπλεκόμενοι πλέον ήταν πάρα πολύ. Η Lehman Brothers εξακολουθούσε να δημοσιεύει έρευνες οι οποίες επανεπιβεβαίωναν την καλή κατάσταση και ακεραιότητα της αγοράς ομολόγων. Στον ιστοσελίδα της Bear Stearns είχαν ανεβεί διάφορες έρευνες σχετικά με την αγορά ομολόγων ακόμα και μια παρουσίαση με τίτλο «Πώς να σορτάρετε ένα CDO» η οποία όμως αφαιρέθηκε πολύ γρήγορα. Η Γουόλ Στριτ στήριζε την τιμή των CDO ώστε να είναι σε θέση να βγάλει ακόμα μερικά δισεκατομμύρια και να φορτώσει τις ζημιές στους ανυποψίαστους πελάτες που τους εμπιστεύονταν ακόμα.

Μετάπειτα τα προβλήματα στην αγορά δεν άργησαν να φανούν στις 14 Ιουνίου του 2007 η Bear Stearns Asset Management μια εταιρία διαχειριστής των CDO, ανακοίνωσε ότι είχε υποστεί ζημίες από τις επενδύσεις της από subprime ενυπόθηκα ομόλογα και ότι θα υποχρεωνόταν να ξεφορτωθεί 3,8 δισεκατομμύρια δολάρια από τις επενδύσεις της προτού προβεί σε εκκαθάριση του κεφαλαίου της. Την επόμενη μεγάλη έκπληξη την έκανε η HSBC στις 8 Φεβρουάριου του 2007 η οποία ήταν η Τρίτη σε μέγεθος τράπεζα του κόσμου και ανακοίνωσε ότι είχε υποστεί μια μεγάλη ζημία στο χαρτοφυλάκιο ομολόγων ενυπόθηκων δανείων μειωμένης εξασφάλισης.

Ο πρόεδρος της FED Ben Bernanke είχε δηλώσει στις 7 Μαρτίου του 2007 «Ότι ο αντίκτυπος των προβλημάτων στις subprimes αγορές πάνω στην ευρύτερη οικονομία και τις χρηματοπιστωτικές αγορές μπορεί να περιοριστεί». Οι περισσότεροι προσπαθούσαν να καθησυχάσουν την αγορά και φανέρωναν ακόμα και τα αρνητικά γεγονότα σαν θετικά, ενώ ο φόβος της κατάρρευσης είχε γίνει πλέον αντιληπτός. Από κοινωνική και οικονομική άποψη της πραγματικής οικονομίας η κατάρρευση της αμερικάνικης αγοράς ομολόγων με τζίρο πολλών τρισεκατομμυρίων δολαρίων αποτελούσε μια ολοκληρωτική καταστροφή της οικονομίας και της επικρατούσας ιδεολογίας της αποτελεσματικότητας πάνω στις ελεύθερες αγορές. Από την άποψη όμως των hedge Fund που είχαν ακούσει τον Γκρεγκ Λίμμαν όπως της εταιρίας Front Point Partners αποτελούσε θείο δώρο γιατί με ένα κεφάλαιο 60 εκατομμυρίων δολαρίων το οποίο το είχαν επενδύσει στο σορτάρισμα διαφόρων χρεογράφων που συνδέονταν με την αγορά subprime ενυπόθηκων ομολόγων θα τους απέφερε 600 εκατομμύρια δολάρια.

Στις 15 Ιουλίου του 2007 το hedge fund της Bear Stearns ενημέρωσε τους επενδυτές ότι τα βαθμολογούμενα με 3A CDO τους με κάλυμμα subprime ομόλογα αξίας 1,6 δισεκατομμυρίων δολαρίων είχαν χάσει σχεδόν όλο το μέρος της αξίας τους. Πλέον ήταν φανερό ότι οι ίδιες εταιρίες της Γουόλ Στριτ δεν κατανοούσαν οι ίδιες τα ρίσκα που είχαν αναλάβει. Σε πολλούς τραπεζικούς κολοσσούς η μόχλευση είχε αυξηθεί υπερβολικά μέσα σε λίγα χρόνια. Και ενώ διαφαινόταν ότι διακρατούσαν πολλά επισφαλής στοιχεία ενεργητικού με δανεικό χρήμα, δεν ήταν καθόλου εύκολο να διακριθεί στους ισολογισμούς η φύση των στοιχείων του

ενεργητικού τους που διακρατούσαν. Ήταν όντως εταιρικά ομόλογα με βαθμολογία 3A ή ήταν CDO με subprime ενυπόθηκα ομόλογα 3A ; Η πορεία έδειξε ότι όντως πολλές εταιρίες έπεσαν στην φάκα στην οποία έστηναν γιατί είτε δεν κατανοούσαν σε βάθος τους κινδύνους των CDO, είτε δεν περίμεναν μια τόση μεγάλη ολίσθηση της αγοράς.

Όσοι είχαν ποντάρει στην πτώση της αγοράς των subprime ενυπόθηκων ομολόγων μέσω τον CDS βάσιζαν λίγο πολύ την μοίρα τους στο αν θα πληρωθούν από τις μεγάλες εταιρίες της αγοράς. Στο τέλος κάθε μέρας γινόταν μια μικρή εκκαθάριση της αγοράς subprime ομολόγων, αν η αγορά είχε πέσει έπρεπε να εμβάζουν χρήματα στους κατόχους των CDS αν είχε ενισχυθεί έπρεπε αυτή να τους εμβάζουν χρήματα. Βραχυπρόθεσμα όμως αυτό δεν εξαρτιόταν από μία διάφανη και ελεύθερη αγορά, προσδιοριζόταν από την Goldman Sachs την Bank of America και την Morgan Stanley που σαν μεγαλύτερη διαπραγματευτές έκριναν καθημερινά αν τα CDS είχαν κερδίσει ή χάσει χρήματα. Κατά την διάρκεια του 2006 και του 2007 ενώ πολλά δάνεια άρχιζαν να περιέχονται σε καθεστώς οριστικής καθυστέρησης οι μεγάλες εταιρίες αρνιούνταν να περάσουν της ζημίες στην εκκαθάριση των CDS.

Μετά τις 14 Ιουνίου όπου έκλεισαν δύο hedge fund της Bear Stearns ο εισηγμένος δείκτης για τα ενυπόθηκα ομόλογα ABX έχασε 20%. Οι εταιρίες της Γουόλ Στριτ όπως η Goldman Sachs ήταν σε πολύ δύσκολη θέση, γιατί υπήρχε η ανάγκη να προσδιορίσουν την εκκαθάριση των CDS με τους αντισυμβαλλόμενους και ήξεραν ότι έπρεπε να προβούν σε μεγάλες επιπλέον εξασφαλίσεις προς τους κάτοχους των CDS. Μετά τις 29 Ιουνίου οι μεγάλες εταιρίες όπως η Morgan Stanley και η Goldman Sachs άρχιζαν να αποτιμούν της αξίες της εκκαθάρισης των CDS σε εύλογες τιμές. Γιατί τόσο ξαφνική μεταστροφή των εταιριών εφόσον ήταν στην απέναντι πλευρά του στοιχήματος; Η αγορά αποδεχόταν την μοίρα της και η λύση των μεγάλων εταιριών ήταν να βγάλουν και άλλα λεφτά και να περισώσουν όσα μπορούσαν ακόμη, ποντάροντας και αυτή στην πτώση της αγοράς μέσω των CDS η Goldman Sachs στράφηκε από τα στοιχήματα υπέρ της αγοράς subprime ενυπόθηκων δανείων στα στοιχήματα εναντίον της.

Η J.P. Morgan, η Deutsche Bank και η Goldman Sachs είχαν κάνει πλήρη στροφή και πόνταραν πολλά στην πτώση της αγοράς ενυπόθηκων δανείων, το τέλος

της αγοράς όπως την ήξεραν δεν θα αργούσε να έρθει. Ακόμα και μέχρι τον Ιούλιο υπήρχαν αγοραστές που έκλειναν συμφωνίες μερικών δισεκατομμυρίων δολαρίων για τα βαθμολογούμενα με 3A CDO ενυπόθηκων δανείων όπως η UBS που αγόρασε ωρολογιακή βόμβα 2 δισεκατομμυρίων δολαρίων λίγο πριν σκάσει. Την 1 Αυγούστου του 2007 όσοι αγόραζαν σταμάτησαν να αγοράζουν και η πρώτη αγωγή κατά της Bear Stearns τέθηκε από μερικούς τους μετόχους της για την κατάρρευση των subprime κεφαλαίων και για το χαρτοφυλάκιο αντιστάθμισης κινδύνου που χρησιμοποιούσαν.

Στις 14 Μαρτίου του 2008 Bear Stearns είχε λάβει δάνειο από την J.P. Morgan. Εκείνη την ημέρα υπήρχε ομιλία από τους επενδυτές για την ισχυροποίηση της ρευστότητας της τράπεζας και γιατί θα έπρεπε να αγοράσει κανείς τις μετοχές της. Την προηγούμενη μέρα η μετοχή της Bear Stearns έκλεισε στα 53 δολάρια, με το που άνοιξε το χρηματιστήριο η μετοχή έπεσε στα 47 δολάρια, μέχρι της 10:02 η μετοχή είχε πέσει στα 29 δολάρια η κατάρρευση της Bear Stearns θα χαρακτηριζόταν μαζική και ήταν από τις πρώτες φορές που μία κολοσσιαία τράπεζα θα κατέρρεε για λόγους άσχετους με απάτη. Η πιθανότητα πτώχευσης της Bear Stearns τον Μάρτιο του 2007 δινόταν από την αγορά στο 0.03%, αν κάποιος αγόραζε ασφάλιση για το ενδεχόμενο πτώχευσης της τράπεζας αξίας 200.000\$ θα έβγαζε 70.000.000\$ και κάποιος το είχαν κάνει και με περισσότερα λεφτά. Στις 16 Μαρτίου του 2008 η επενδυτική τράπεζα ξέμεινε από ρευστότητα και αγοράστηκε από την J.P.Morgan έναντι 2 δολαρίων ανά μετοχή και μέχρι πριν δύο μέρες η μετοχή εκτιμούνταν από την αγορά στα 53 δολάρια.

Για να διασφαλιστεί η συμφωνία, η ομοσπονδιακή τράπεζα της Αμερικής έδωσε έκτακτες εγγυήσεις ύψους 30 δις δολάρια. Στις 7 Σεπτεμβρίου του 2008 η Fannie Mae και η Freddie Mac εξαγοράστηκαν από την ομοσπονδιακή τράπεζα, τα ιδρύματα αυτά ήταν οι μεγαλύτεροι δανειστές για τα ενυπόθηκα δάνεια και είχαν ιδρυθεί για να στηρίξουν την διαδικασία του δανεισμού. Δύο μέρες αργότερα η Lemans Brothers ανακοίνωσε απώλειες 3,2 δις δολάρια με την μετοχή της να καταρρέει σε μία μέρα. Στις 12 Σεπτεμβρίου η Lemans Brothers κατέρρευσε. Στο χείλος του γκρεμού βρισκόταν επίσης και η Merrill Lynch που ανακοίνωσε ζημίες 55,2 δισεκατομμυρίων από τα CDO με κάλυμμα subprime ομόλογα και αγοράστηκε

από την Bank of America. Μια από τις κολώνες του συστήματος είχε καταρρεύσει προκαλώντας αντιδράσεις σε όλο το οικονομικό σύστημα διαγράφοντας σε μια μέρα τα χρέη από εκατομμύρια επενδυτές που έμειναν με άδειους λογαριασμούς επίσης η αγορά χρεογράφων κατέρρευσε προκαλώντας προβλήματα στην οικονομία γιατί πολλές τράπεζες βασιζόντουσαν εκεί για την τακτοποίηση εξόδων όπως η μισθοδοσία.

Η αγορά μετοχών των ΗΠΑ κατέγραφε τις μεγαλύτερες απώλειες σε ιστορική βάση, μετά την κατάρρευση της Lehman που απλώς της επιτράπηκε να πτωχεύσει, η κατάσταση στην αγορά έγινε όλο και πιο περίπλοκη στην αρχή το Υπουργείο οικονομικών δήλωσε ότι άφησαν την Lehman να πτωχεύσει για να στείλουν ένα μήνυμα ότι η απερίσκεπτη διαχείριση των εταιρών δεν θα είχε πάντα την κρατική υποστήριξη, ενώ με το που η αγορά πάγωσε δήλωσαν ότι δεν ήταν νομικά αρμόδιοι για την διάσωση της. Η AIG ήταν το επόμενο κομμάτι στο ντόμινο που είχε αρχίσει να πέφτει, το χειρότερο ήταν ότι η AIG είχε αποτιμήσει τα περιουσιακά στοιχεία σε επισφάλειες σε μεγαλύτερες τιμές από την Lehman, με συνέπεια η πιστωτική αξιολόγηση της εταιρίας να καταποντιστεί. Με αυτό τον τρόπο έπρεπε να διαθέσει περισσότερες εγγυήσεις για να καλύψει το δικό της μερίδιο κινδύνου. Η AIG αποτελούσε άλλα μια κολώνα του οικονομικού συστήματος που δεν γινόταν να καταρρεύσει γιατί οι επιπτώσεις θα ήταν καταστροφικές.

Χωρίς την παρέμβαση του κράτους με τα δισεκατομμύρια που δανείστηκαν από την FED για την διάσωση του οικονομικού οικοδομήματος των ΗΠΑ, τα οποία τα λεφτά θα κληθούν να τα πληρώσουν οι φορολογούμενοι με άμεσο και έμμεσο τρόπο, το χρηματιστήριο θα βούλιαζε ο βιομηχανικός Dow Jones είχε χάσει 449 μονάδες πέφτοντας στα χαμηλότερα επίπεδα τετραετίας και οι μόνες κινήσεις που κινούσαν την αγορά προέρχονταν από κρατικούς φορείς. Οι μετοχές όλων των εταιριών είχαν πάρει την κάτω βόλτα, μια μαύρη τρύπα ρουφούσε τα πάντα στο χρηματιστήριο, η θεωρία των αγελάδων που βρίσκονται σε πανικό ήταν σε πλήρη υπόσταση. Οι περισσότερες εταιρίες ήταν εμπλεκόμενες στο συνθετικό CDO και τις ασφάλειες των CDS, οι μεγάλες εταιρίες χρωστούσαν στις άλλες αρκετά δις και οι ρευστότητες τους δεν ήταν επαρκής. Η Merrill Lunch ανακοίνωσε ζημίες 50 δισεκατομμυρίων, η Citigroup ανακοίνωσε ζημίες 60 δισεκατομμυρίων εντέλει

φάνηκε ότι δεν είχαν ξεπουλήσει όλα τα CDO με βαθμολογία 3A και τώρα οι ωρολογιακές βόμβες της απληστίας που είχαν δημιουργήσει έσκαγαν πάνω τους.

Στις 16 Σεπτεμβρίου η κυβέρνηση των ΗΠΑ έπρεπε να παρέμβει με ένα πακέτο διάσωσης 85 δις σε αντάλλαγμα του 79,9% της εταιρίας AIG, προκειμένου αυτή να μπορέσει να εξοφλήσει τις ζημιές από τα CDS στις τράπεζες της Γουόλ Στριτ που τα είχε ασφαλίσει. Τα 13,9 δισεκατομμύρια έπρεπε να δοθούν από την AIG στην Goldman Sachs και επίσης δόθηκαν άλλα 8,4 δισεκατομμύρια για τις πρόσθετες εξασφαλίσεις των CDS, οπότε η Goldman Sachs είχε μεταβιβάσει μόνο στην AIG κινδύνους από subprime ενυπόθηκα ομόλογα αξίας 22,3 δις δολαρίων. Στις 9 Οκτωβρίου δόθηκαν άλλα 37,8 δις, στις 10 Νοεμβρίου άλλα 40 δις, την 1 Μαρτίου δόθηκαν άλλα 30 δις. Η δήλωση του υπουργού οικονομικών των ΗΠΑ με την οποία συνόδευε το τέταρτο πακέτο διάσωσης ήταν:

« Δεδομένου του συστηματικού κινδύνου που εξακολουθεί να αποτελεί η AIG και του εύθραυστου χαρακτήρα των αγορών σήμερα, το δυνάμει κόστος της κυβερνητικής απραξίας για την οικονομία και τον φορολογούμενο θα είναι εξαιρετικά υψηλό. Για να σταθεροποιηθεί η AIG θα χρειαστεί χρόνος και ενδεχομένως περαιτέρω κυβερνητικές ενισχύσεις»⁹ Το σύνολο ενίσχυσης προς την AIG έφτασε τα 173.000.000.000 \$. Και άλλες τράπεζες χρειαζόντουσαν ρευστότητα ο υπουργός οικονομικών της ΗΠΑ στις 18 Σεπτεμβρίου του 2008 είχε ζητήσει από το κογκρέσο 700 δις \$ για να αγοράσει από τις τράπεζες τα subprime ενυπόθηκα στοιχεία ενεργητικού που είχαν καταστεί επισφαλή. Για αυτό τον λόγο δημιούργησαν το TRAP (troubled asset relief program) πρόγραμμα απαλλαγής από τα προβληματικά στοιχεία ενεργητικού.

Ο Υπουργός οικονομικών Χένρυ Πόλσον με το που πήρε τα λεφτά, άρχισε να τα μοιράζει στις μεγάλες εταιρίες στην Morgan Stanley, την Citigroup, την Goldman Sachs και οποιαδήποτε μεγάλη εταιρία είχε εμπλακεί στην αγορά των subprime ενυπόθηκων CDO. Το μεγαλύτερο δώρο του αμερικάνικου δημοσίου ήταν ότι τα CDS που είχαν μπει πάνω στην μοίρα των υποβαθμισμένων CDO πληρώθηκαν στα 100 σεντς ανά δολάριο ονομαστικής αξίας, δηλαδή οι ασφάλειες που είχαν δημιουργήσει οι εταιρίες πάνω στις στοιβές από χρέη του αμερικανού δανειστή που, ήξεραν ότι δεν ήταν σε θέση να πληρώσουν και τα ασφάλιζαν σε εταιρίες και στο

τέλος πόνταραν στην κατάρρευση τους αγοράζοντας τις ασφάλειες των CDS, πληρώθηκαν στο 100% της αρχικής υπέρ τιμολογημένης αξίας τους από τον φορολογούμενο πολίτη. Αυτά τα δώρα του κράτους μαζί με την έμμεση εγγύηση που τα συνόδευε απέτρεψαν την κατάρρευση των εταιριών και τις απάλλαξαν από την υποχρέωση να αναγνωρίσουν τις ζημίες των subprime ενυπόθηκων ομολογιών στα χαρτοφυλάκια τους.

Η Citigroup πήρε στην αρχή 25 δις\$ και στις 24 Νοεμβρίου ξαναπήρε άλλα 20 δις\$ από το TRAP που υποσχέθηκε εγγυήσεις στους επενδυτές για τα στοιχεία ενεργητικού της ύψους 306 δις δολαρίων. Οποιοσδήποτε ξένος θεσμικός επενδυτής που θα έδινε τόσα χρήματα σε μια εταιρία θα ζητούσε τουλάχιστον συμμετοχή στα κέρδη της εταιρίας ή διοικητικές αλλαγές, το κράτος ζήτησε προνομιούχες μετοχές μόνο και δικαιώματα μελλοντικής αγοράς με αρνητική αξία. Και όλα αυτά ως αντίδραση «στην πτώση της τιμής της μετοχής της Citigroup» θα δήλωνε το υπουργείο.

Στις αρχές Οκτωβρίου του 2008 και αφού η κυβέρνηση των ΗΠΑ είχε παρέμβει δηλώνοντας ότι ουσιαστικά θα απορροφούσε όλες τις απώλειες του χρηματοπιστωτικού συστήματος και θα απέτρεπε την κατάρρευση του αποτρέποντας την πτώχευση οποιασδήποτε μεγάλης εταιρίας της Γουόλ Στριτ, η αγορά προσπαθούσε να βρει πάλι τις ισορροπίες της. Επειδή όμως κάτι τέτοιο δεν συνέβαινε η ομοσπονδιακή τράπεζα αποφάσισε να αγοράσει όλα τα επισφαλή στοιχεία που είχαν σχέση με τα subprime ενυπόθηκα ομόλογα απευθείας από τις τράπεζες. Μέχρι τις αρχές του 2009 οι κίνδυνοι και οι ζημίες που σχετίζονταν με επισφαλή στοιχεία αξίας περίπου ενός τρισεκατομμυρίου δολαρίων είχαν μεταβιβαστεί από τις μεγάλες εταιρίες της Γουόλ Στριτ στις πλάτες των φορολογούμενων.

Το πρόβλημα δεν ήταν ότι οι τράπεζες ήταν αυτές καθαυτές, ζωτικής σημασίας για την ευημερία της αμερικάνικης και παγκόσμιας οικονομίας. Αλλά ότι η αξία των συμβάσεων μεταφοράς κινδύνου αθέτησης υποχρεώσεων που είχαν αγοραστεί και πουληθεί για κάθε μια από αυτές ανερχόταν σε ένα τεράστιο και άγνωστο ύψος. Ο κίνδυνος που είχαν διοχετεύσει στην παγκόσμια αγορά δεν είχε όρια, π.χ. για μια τράπεζα με χρηματιστηριακή αξία ενός δισεκατομμυρίου δολαρίων μπορεί να υπήρχαν εκκρεμή CDS αξίας ενός τρισεκατομμυρίου. Δεν υπήρχε μια

δομημένη ελεγκτική αρχή για να ελέγχει τον όγκο των στοιχημάτων, η πτώχευση μιας εταιρίας σαν την Citigroup μπορεί να ήταν οικονομικά ανεκτή για τους μετόχους, της ομολογιούχους και τους υπαλλήλους της. Όμως η πτώχευση της θα αποτελούσε το έναυσμα για την εξόφληση ενός τεράστιου στοιχήματος αγνώστων διαστάσεων από τους ανθρώπους που είχαν πουλήσει συμβάσεις μεταφοράς αθέτησης κινδύνου υποχρεώσεων, δηλαδή CDS της Citigroup σε εκείνους που τα είχαν αγοράσει και πόνταραν στην κατάρρευση της. Δεν ήταν η οικονομική και η κοινωνική σπουδαιότητα που καθιστούσαν τις επενδυτικές τραπεζικές εταιρίες πολύ μεγάλες για να πτωχεύσουν αλλά το πλήθος των στοιχημάτων που είχαν μπει για την μοίρα τους.

Η ομοσπονδιακή τράπεζα της Νέας Υόρκης η FED που να υπενθυμίσω είναι ιδιωτική μέχρι τον Μάρτιο του 2009 είχε αγοράσει τιτλοποιημένα ενυπόθηκα subprime δάνεια με μορφή ομολόγων αξίας 1,7 τρις δολαρίων και μέχρι τον Ιούνιο του 2010 το ποσό αυτό είχε εκτιναχθεί στα 2,1 τρις δολάρια. Η Αμερική δανειζόταν τρισεκατομμύρια για να διασώσει το τραπεζικό τους σύστημα επιβαρύνοντας το κράτος και τους φορολογούμενους.

Παράλληλα και η Ευρώπη έπρεπε να ενισχύσει το δικό της τραπεζικό σύστημα το οποίο είχε επιβαρυνθεί και αυτό από τις εξελίξεις. Η Αγγλία αγόρασε τιτλοποιημένους τίτλους αξίας 390 δισεκατομμυρίων στερλινών, ενώ η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα αγόρασε subprime ομόλογα αξίας 60 δισεκατομμυρίων από τις τράπεζες της Ευρώπης και εγγυήθηκε εκατοντάδες δισεκατομμύρια κρατικών κονδυλίων ως εγγύηση για τις κεντρικές τράπεζες της Ευρωζώνης. Η Ελλάδα παρείχε πακέτο στήριξης προς τις τράπεζες της ύψους 28 δις ευρώ, ποσοστό στήριξης μεγαλύτερο του 10% του ΑΕΠ της, και θεωρήθηκε ευνοϊκός παράγοντας γιατί οι ελληνικές τράπεζες δεν είχαν κάνει μεγάλα ανοίγματα σε αυτή την αγορά. Παράλληλα η κεντρική τράπεζα της Ιαπωνίας στήριξε τις τράπεζες της με 300 δις δολάρια.

Όπως παρατηρούμε μετά το 2008 τα κράτη διεθνώς μαζί με της ΗΠΑ άρχισαν να διασώζουν τις τράπεζες τους με την έκδοση κρατικών ομολόγων, αυξάνοντας το κρατικό χρέος για τους φορολογούμενους. Οι αντικειμενικοί οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης άρχισαν να βαθμολογούν με άριστα (AAA) τα ομόλογα των κρατών για να ρίξουν τα επιτόκια δανεισμού παρά την κρίση που επικρατούσε στις αγορές, για να

μπορέσουν τα κράτη να δανειστούν πιο πολλά, για να διευκολυνθεί η διάσωση των τραπεζών. Το 2009 τα κρατικά ομόλογα με βαθμολογία 3Α ξεπέρασαν σε ποσότητα και τα τιτλοποιημένα CDO με βαθμολογία 3Α καθώς οι κυβερνήσεις σε ολόκληρο τον κόσμο είχαν πειστεί ότι έπρεπε να συνεχίσουν την διάσωση των τραπεζών με τα κρατικά χρήματα ειδάλλως θα καταστρεφόταν ολόκληρη η παγκόσμια οικονομία, ολοκληρώνοντας ιστορικά το μεγαλύτερο πείραμα μετατροπής του ιδιωτικού χρέους σε δημοσίου. Ένα πείραμα που στέφθηκε με απόλυτη επιτυχία κατά την γνώμη αν κρίνω το σήμερα και τις αλλαγές που έχουν γίνει σε οικονομικό επίπεδο αλλά και σε φιλοσοφικό. Η νέα αυτή αντιμετώπιση της οικονομικής κατάστασης οδήγησε σε αύξηση του κρατικού χρέους σε ολόκληρο τον πλανήτη και αποτέλεσε το έναυσμα της ευρωπαϊκής κρίσης.

Τα ερωτήματα που πηγάζουν από αυτή την κατάσταση είναι πολλά. Είναι δημοκρατικό να αφήνουμε τις μεγάλες εταιρίες να μεγαλώνουν τόσο πολύ ώστε η πτώχευση τους να ισούται με κατάργηση του οικονομικού οικοδομήματος και της ελεύθερης αγοράς; Πραγματικά οι συνέπειες θα ήταν τόσο έντονες όπως προδίκαζαν τα ΜΜΕ και το κράτος των ΗΠΑ; Η ρευστότητα των τραπεζών δεν μπορούσε να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις που είχαν δημιουργήσει οι ίδιοι; Είναι γόνιμο για την συνοχή ενός κράτους να δημιουργεί τόσο στενές σχέσεις με ιδιωτικές εταιρίες που να ελέγχουν την οικονομία; Γίνονται αλλαγές σε βάθος ώστε να απαλειφθούν ξανά τα ίδια φαινόμενα; Που μας έχουν οδηγήσει οι θεωρίες της ελεύθερης αγοράς (που μόνο ελεύθερη δεν είναι) και οι θεωρίες του αντικειμενισμού της Άνν Ράντ και του ατομικισμού της δυτικής φιλοσοφίας; Υπάρχει εντέλει ηθική στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και στην οικονομία; Ποια είναι εν τέλει η ηθική στην οικονομία στην οποία όλοι σχεδόν μπορούμε να συμφωνήσουμε; Μερικά από τα ερωτήματα που θέλουν περαιτέρω διερεύνηση.

3.3 Χορήγηση ρευστότητας στις ΗΠΑ.

Μετά τη κρίση του 2008, κάποιες από τις μεγάλες χρηματοπιστωτικές εταιρίες όπως η Citigroup εμφάνιζαν κέρδη μετά την χρηματοδότηση του κράτους και συνέχιζαν να μοιράζουν τεράστια μπόνους στα στελέχη τους σαν να μην είχε προηγηθεί τίποτα. Αυτή η κερδοσκοπία των εταιριών ενισχύεται από την συνεχόμενη χορήγηση ρευστότητας του οικονομικού συστήματος. Οι τράπεζες απέκτησαν την ρευστότητα που χρειάζονταν με την κρατική βοήθεια, ώστε να μπορέσουν να εξυγιάνουν τους ισολογισμούς τους. Τα hedge funds εφόσον είχαν παρασύρει το χρηματιστήριο σε πτώση το 2008 πουλώνοντας μαζικά τίτλους για να αποκτήσουν ρευστότητα, ξαναγόραζαν τώρα τίτλους που είχαν χαμηλές τιμές διοχετεύοντας ξανά την αγορά με μεγάλη ρευστότητα. Επιπλέον η FED έχοντας προσαρμόσει το κρατικό επιτόκιο ομολόγου μεταξύ του 0,1-0,25% από τον Δεκέμβριο του 2008 και η Ευρωπαϊκή κεντρική τράπεζα στο 1% από της 7 Μαΐου του 2009, ενισχύοντας με χορηγήσεις ρευστότητας τις τράπεζες και μετέπειτα τις χρηματοοικονομικές αγορές προκαλούν ξαφνικά ένα τεράστιο πλεόνασμα ρευστότητας το οποίο διοχετεύεται άνισα με την πραγματική οικονομία.

Η διόγκωση της παγκόσμιας ρευστότητας είναι εκείνη που διογκώνει το χρέος και προκαλεί τις φούσκες στις αγορές. Οι φούσκες που δημιουργούνται από το πλεόνασμα τροφοδοτούνται η μία από την άλλη και μεταφέρουν την διόγκωση τιμών σε πρώτες ύλες και σε είδη διατροφής. Με το που ξεκίνησε η FED να αγοράζει κρατικά ομόλογα και τα τοξικά περιουσιακά στοιχεία των τραπεζών τυπώνοντας χρήμα από την κεντρική τράπεζα των ΗΠΑ και μέχρι την λήξη του πακέτου τόνωσης των τραπεζών η χρηματιστηριακή κεφαλαιοποίηση παγκοσμίως είχε ανεβεί από τα 31,5 τρις δολάρια στα 48 τρις δολάρια. Όμως αυτά τα 16,5 τρις ρευστότητας δεν αφομοιώθηκαν ποτέ από την πραγματική οικονομία αλλά ενίσχυσαν τις τράπεζες και τις επενδυτικές εταιρίες εδραιώνοντας ακόμα περισσότερο το χάσμα που υπάρχει.

Η χρηματιστηριακή κεφαλαιοποίηση αυξήθηκε γιατί οι χρηματιστηριακή κολοσσοί προχωρούσαν στην αγορά μετοχών που ήταν υπό τιμολογημένες μετά την κρίση και στην πώληση ομολόγων που ήταν ακριβά. Με αυτό τον τρόπο η

ρευστότητα ενίσχυσε τα χρηματιστήρια και την παγκόσμια κεφαλαιοποίηση. Με το που έληξαν τα πακέτα στήριξης των αμερικάνικων τραπεζών τον Ιούνιο του 2010 οι επενδυτές απέσυραν τα κεφάλαια τους από το χρηματιστήριο και επέστρεψαν στην αγορά ομολόγων, προκαλώντας μείωση της χρηματιστηριακής κεφαλαιοποίησης από τα 48 τρις δολάρια στα 40 τρις δολάρια μέσα σε ενάμιση μήνα. Που διοχετεύτηκαν τα 8 τρις δολάρια σε ενάμιση μήνα;

Στις μεγάλες επενδυτικές τράπεζες και στα hedge funds που με την κρατική βοήθεια της Αμερικής αλλά και της Ευρώπης προχώρησαν στην διάσωση τους με την αύξηση του κρατικού χρέους και μετέπειτα καρπώθηκαν και τις απολαβές. Οι επαναγορές των τοξικών τίτλων με την βοήθεια των κρατικών ομολόγων, είχαν σαν συνέπεια να πλημμυρίσει η παγκόσμια οικονομία με ρευστότητα και να καρπωθούν τις απολαβές οι κύριοι υπαίτιοι της κρίσης. Με αυτόν τον τρόπο δημιουργείται ένας φαύλος κύκλος επαναχρηματοδότησης των μεγάλων επενδυτικών εταιριών που δεν επιτρέπει στο σύστημα να ξαναβρεί την ισορροπία του. Επιπλέον έχει και άλλες επιπτώσεις στην πραγματική οικονομία, όπως τις αυξήσεις στις τιμές των τροφίμων και του πετρελαίου. Η τιμή του πετρελαίου εκείνο το διάστημα αυξήθηκε κατακόρυφα και σχεδόν διπλασιάστηκε προκαλώντας πίεση προς τα πάνω στις τιμές των προϊόντων και μετατρέποντας όλους τους πολίτες των χωρών ακόμα φτωχότερους και σε μια φάση κρίσης που μείωνε το κατά κεφαλήν εισόδημα.

Η άνοδος των τιμών του πετρελαίου και η αύξηση των τιμών των τροφίμων δυσκόλεψαν την κατάσταση για τους πολίτες, που εκτός αυτού αναλάμβαναν και ένα τεράστιο χρέος στις πλάτες τους για την διάσωση των τραπεζών. Μια έρευνα της Morgan Stanley μελέτησε την συσχέτιση της απόδοσης του αμερικάνικου δείκτη χρηματιστηρίου S&P με την απόδοση των επενδυτικών τραπεζών. Και κατέδειξε μια πλήρη συσχέτιση μεταξύ τους, οι οποίοι κατά την διάρκεια που αυξανόταν η ρευστότητα τους με την κρατική βοήθεια αγόραζαν μεγάλο όγκο μετοχών και λίγο πριν την λήξη των πακέτων στήριξης μετέφεραν τα κέρδη τους και τα τοποθετούσαν σε ομόλογα. Οι έρευνες έδειξαν ότι οι τιμές στα διεθνή χρηματιστήρια ανέβαιναν μόνο όσο η FED χρηματοδοτούσε την αγορά με τις αγορές ομολόγων και έφεταν όταν σταματούσε την αγορά. Παραδείγματος χάρη μια αύξηση κατά 20 δις δολάρια

στο ενεργητικό της FED οδηγεί αναλόγως σε αύξηση κατά 0,60% μονάδες βάσης στην εβδομαδιαία απόδοση του S&P 500.

Επομένως το οικονομικό σύστημα σε περιόδους κρίσης και ιδίως τραπεζικών κρίσεων όσο γεμίζει με ρευστότητα, τόσο ο δείκτης εμπορευμάτων αυξάνεται μετατρέποντας την ζωή των πολιτών ακόμα πιο δύσκολη γιατί αυξάνεται το κόστος διαβίωσης. Το επενδυτικό τραπεζικό ολιγοπώλιο αυξάνει την δύναμη του, το χρέος για τα κράτη αυξάνεται και σε ορισμένα κράτη μετέπειτα τίθεται το θέμα λιτότητας ώστε να αντισταθμίσουν το διογκωμένο κρατικό χρέος ρίχνοντας την πραγματική οικονομία σε μια ύφεση και στασιμότητα για μεγάλο χρονικό διάστημα.

Τα επίπεδα φτώχειας αυξήθηκαν πάρα πολύ τα τελευταία τέσσερα χρόνια σχεδόν σε όλες τις ευρωπαϊκές και δυτικές χώρες και σε ένα μεγάλο ποσοστό του αναπτυσσόμενου κόσμου. Η ανεργία αυξήθηκε και ειδικά για τους νέους ανθρώπους, σε ορισμένες χώρες έφτασε σε πρωτοφανή επίπεδα όπως στην χώρα μας. Οι τιμές των τροφίμων εκτινάχτηκαν στα ύψη και η βασική διαβίωση των περισσότερων πολιτών έγινε ένας καθημερινός αγώνας πάλης. Και το αποτέλεσμα είναι, μετά την παγκόσμια κρίση του 2008 να αυξηθεί η χρηματιστηριακή παγκόσμια κεφαλαιοποίηση περίπου κατά 33 τρις δολάρια, (παρακάτω διάγραμμα) χρήματα που μόνο στην πραγματική οικονομία δεν πήγαν γιατί κατέληξαν στα επενδυτικά χαρτοφυλάκια των μεγάλων τραπεζών.

Τα περισσότερα κράτη τα τελευταία χρόνια βρέθηκαν μπροστά σε ένα μεγάλο δίλλημα και μια σημαντική απόφαση. Το δίλλημα που τέθηκε αφορούσε την ενίσχυση των τραπεζών με οποιοδήποτε κόστος κυρίως οικονομικό και κοινωνικό ή μία αυστηρότερη νομισματική πολιτική κατά των τραπεζών. Η επιλογή ήταν ξεκάθαρη πιστεύω με τις κινήσεις που έκαναν και με επιχειρηματολογία ότι το αντίθετο θα σταματούσε την ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας. Το θέμα που τίθεται με την πολιτική που ακολουθούνε και την υπέρμετρη χορήγηση ρευστότητας είναι, ότι αναδημιουργούν φούσκες σε οικονομίες προτού προλάβει να έρθει η ανάπτυξη στην πραγματική οικονομία και οδηγούμαστε από την ρευστότητα στην κερδοσκοπία των επενδυτικών εταιριών χωρίς κανένα κοινωνικό όφελος.

Παγκόσμια χρηματιστηριακή κεφαλαιοποίηση σε τρις δολάρια. Διάγραμμα 7



Η απληστία των ανθρώπων που εργάζονται στην Γουόλ Στριτ είναι δεδομένη, το σύστημα κινήτρων που διοχετεύουν την απληστία, που είναι το σύστημα των μπόνους στις επενδυτικές εταιρίες δεν έχει μεταβληθεί σχεδόν καθόλου μετά την κρίση. Και το ειρωνικό της υπόθεσης είναι ότι στην κρίση του 2008 στην Αμερική όλοι οι μεγάλοι επενδυτές και από τις δύο πλευρές του στοιχήματος βγήκαν κερδισμένοι. Όσοι είχαν ποντάρει στην πτώση της αγοράς, προφανώς και έγιναν αρκετά εκατομμύρια πλουσιότεροι όμως και οι διαπραγματευτές των CDS όπως ο Χάουι Χάμπλερ που προκάλεσε την μεγαλύτερη ζημία ιστορικά σαν διαπραγματευτής ομολόγων, του επιτράπηκε να κρατήσει τα εκατομμύρια που είχε βγάλει. Οι διευθύνοντες των μεγάλων επενδυτικών τραπεζών που οδήγησαν τις εταιρίες τους στην επικείμενη χρεοκοπία αλλά σώθηκαν από το κράτος συνέχισαν να βγάζουν εκατομμύρια μέσα από τα μπόνους. Οι επενδυτικές εταιρίες μετά τον Ιούλιο του 2009 σημείωναν αποδόσεις ρεκόρ, οι ασφάλειες πληρωνόντουσαν από το κράτος και ο ανταγωνισμός είχε μικρύνει εφόσον αρκετές τράπεζες συγχωνεύονταν ή εξαγοράζονταν. Η JP Morgan, η Deutsche Bank, η Morgan Stanley, η Barclays και

Credit Suisse εμφάνισαν κέρδη ρεκόρ. Η Goldman Sachs που έλαβε και αυτή κρατική βοήθεια, τον Ιούλιο του 2009 δήλωσε κέρδη ρεκόρ για την εταιρία και μοίρασε τεράστια μπόνους. Ο πρόεδρος της τον Αύγουστο του 2009 ισχυρίστηκε δημοσίως ότι η τράπεζα του ποτέ δεν είχε πραγματική ανάγκη την κρατική βοήθεια, μιας και η Goldman Sachs ήταν αρκετά δυνατή για να αντέξει κάθε πανικό στην αγορά. Η υπεροψία των διευθυνόντων των μεγάλων τραπεζών είχε προκαλέσει την πτώση τους μέσα από την κοινωνική επανάσταση στο παρελθόν, θα δούμε αν η ιστορία θα ξανά επαναληφθεί.

Κεφάλαιο 4: Συμπεράσματα

Το χρέος ολόκληρου του πλανήτη ολοένα και αυξάνεται, ορισμένα κράτη και ιδίως τα δυτικά δείχνουν ανήμπορα να αντιμετωπίσουν το θέμα μακροπρόθεσμα και αποτελεσματικά. Οι επενδυτικές τραπεζικές εταιρίες που ήταν και οι κύριοι υπαίτιοι για την χρηματοοικονομική κρίση του 2008 όχι απλώς δεν πλήρωσαν το τίμημα που τους αναλογούσε αλλά αρκετές από αυτές βρέθηκαν κερδισμένες κιόλας κατά αρκετά δισεκατομμύρια. Το χρέος μετατράπηκε από ιδιωτικό σε δημόσιο και η ατζέντα για τα μέτρα λιτότητας και για τις περικοπές στους μισθούς έγινε καθημερινό φαινόμενο. Πιο αναλυτικά το συνολικό ιδιωτικό, κρατικό και τραπεζικό χρέος ανέρχεται περίπου στο 310% του παγκόσμιου ΑΕΠ.

Οι τιμές κατοικίας που είναι στενά συνδεδεμένες με την τραπεζική κρίση παραμένουν στις περισσότερες χώρες σε μια καθοδική τάση, το χρέος των αναπτυγμένων κρατών απογειώνεται σε ιστορικά επίπεδα και η αναχρηματοδότηση από τις περικοπές και την αύξηση των φόρων δυσκολεύουν την διαβίωση των πολιτών. Η οικονομική ανάπτυξη δίνει την θέση της στην οικονομική επιβράδυνση η παραγωγή μειώνεται, η κατανάλωση μειώνεται και οι προσδοκώμενοι αγοραστές που θα ξαναφέρουν την ανάπτυξη στην αγορά απλά δεν μπορούν να ανταπεξέλθουν στην προσφορά. Η ανεργία έχει μετατραπεί σε θέμα μείζον σημασίας για το πολιτικό και οικονομικό γίνεσθαι και αποτελεί σοβαρό κοινωνικό πρόβλημα. Η αύξηση των ανέργων αλλά και των φτωχών στις ισχυρές οικονομίες του κόσμου μετριέται πλέον σε αρκετά εκατομμύρια. Και επιπλέον το μεγαλύτερο πείραμα μετατροπής χρέους με την παρέμβαση των κεντρικών τραπεζών στην παροχή τρισεκατομμυρίων σε πακέτα στήριξης προς τις επενδυτικές και τραπεζικές εταιρίες, απέτυχε να δώσει λύσεις αλλά και ουσιαστική ώθηση στην οικονομία εμβαθύνοντας το χάσμα που υπάρχει ανάμεσα στην κοινωνία και την τραπεζική ελίτ.

Οι κυβερνήσεις εξακολουθούν να χρησιμοποιούν την αγορά κατοικίας ως μηχανισμό παραγωγής ανάπτυξης, αύξησης της ρευστότητας, μείωσης της ανεργίας, αύξησης των φορολογικών εσόδων, αύξησης της κατανάλωσης και ως διαδικασία εξασφάλισης ψήφων. Την αγορά κατοικίας και ιδίως στην Αμερική την

εκμεταλλεύτηκαν πλήρως και οι τράπεζες που με την βοήθεια των οίκων αξιολόγησης μετέτρεψαν τα subprime δάνεια από δανειολήπτες χωρίς πιστοληπτικό ιστορικό σε χρυσάφι. Σαν σύγχρονοι αλχημιστές εφεύραν την συνταγή που τους έκανε πλούσιους και με τα συνθετικά CDO με βαθμολογία 3A και τα CDS που τα ασφάλιζαν δημιούργησαν την ψευδαίσθηση της ισορροπίας σε ένα τεντωμένο σχοινί πάνω από μια μαύρη τρύπα. Εντέλει τίποτα δεν διαρκεί για πάντα και η φύσκα δεν άργησε να σκάσει δημιουργώντας τεράστια οικονομικά προβλήματα σε πολλούς που ήταν αναμειγμένη στην συγκεκριμένη αγορά. Όμως οι κύριοι υπαίτιοι του προβλήματος μπόρεσαν να μεταθέσουν της ζημίες στο κράτος και τους φορολογούμενους και να καρπωθούν όλες τις απολαβές.

Η ισχύς και η επιρροή των τραπεζικών κολοσσών μεγαλώνει, το χρηματοοικονομικό σύστημα γίνεται όλο και πιο περίπλοκο με χρηματοοικονομικά εργαλεία δομημένα έτσι ώστε να είναι πολύ δύσκολο να τα κατανοήσεις σε βάθος και να τα παρακολουθήσεις ώστε να μπορούν κάποιοι να κερδίζουν από αυτά σε βάρος άλλων. Συνθέτοντας ένα εκρηκτικό μείγμα που αποτέλεσε την αχίλλειο πτέρνα του ίδιου του συστήματος. Οι κανόνες του παιχνιδιού δεν έχουν αλλάξει σε βάθος για να μας διασφαλίσουν ότι κάτι παρόμοιο δεν θα ξανασυμβεί, η φύση των σύγχρονων αγορών ευνοεί τις λεγόμενες φούσκες γιατί μέσα από αυτές δημιουργούνται τεράστιες κερδοσκοπικές δυνάμεις και ευκαιρίες για κέρδος, η απληστία είναι ο οδηγός και πλέον έχει μετατραπεί και σε ηθική φιλοσοφία της ατομικότητας.

Το ερώτημα που τίθεται είναι αφήσαμε την κρίση να πάει χαμένη; Φοβάμαι πως ναι, την αφήσαμε να πάει χαμένη σε πολιτικό και οικονομικό επίπεδο. Οι αλλαγές στην νομοθεσία και οι προσπάθειες που γίνονται δεν στοχεύουν στην ρίζα του οικονομικού οικοδομήματος. Οι κίνδυνοι που θέτει ο χρηματοπιστωτικός τομέας στην οικονομία και στην κοινωνία δεν έχουν αλλάξει δομικά και είναι αρκετά πιθανόν τα επόμενα χρόνια να οδηγηθούμε σε άλλη μια μεγάλη συστημική κρίση που δεν ξέρω αν θα είμαστε έτοιμοι να την αντιμετωπίσουμε σε οικονομικό και κοινωνικό επίπεδο. Αλλά τουλάχιστον ας μην αφήσουμε αυτοί την κρίση να πάει χαμένη σε κοινωνικό επίπεδο και να ετοιμαστούμε με τα εφόδια της γνώσης λειτουργίας του συστήματος και του χρηματοπιστωτικού παρελθόντος, η ιστορία επαναλαμβάνεται ας είμαστε έτοιμοι.

4.1 Προτάσεις για περαιτέρω διερεύνηση του θέματος.

Πρέπει να γίνει μια εκτεταμένη προσπάθεια για διερεύνηση εναλλακτικών προτάσεων και πολιτικών που θα συγκροτήσουν την εξουσία των χρηματοοικονομικών αγορών και θα συμβάλουν στην εναρμόνιση του οικονομικού και κοινωνικού συστήματος.

Η λειτουργία των κεφαλαιαγορών είναι παγκόσμια ενώ τα νομοθετικά καθεστώτα που προσπαθούν να την ελέγξουν είναι τοπικά. Κάθε δράση και αντιμετώπιση των προβλημάτων της χρηματαγοράς πρέπει να είναι σε παγκόσμια κλίμακα. Οι δράσεις ακόμα και σε εθνική κλίμακα όπως της Ευρωπαϊκής Ένωσης δεν μπορούν να είναι επαρκής. Κάθε δράση με στόχο τις τράπεζες θα πρέπει να είναι συντονισμένη και παγκόσμια αλλιώς θα είναι ανώφελη. Οι κυβερνήσεις θα πρέπει να έχουν τον ρόλο του διαιτητή και να παρεμβαίνουν στον έλεγχο της αγοράς όταν χρειάζεται και να προστατεύουν το συμφέρον της κοινωνίας, οι αγορές δεν πρέπει να δρουν ελεύθερα και ανεξέλεγκτα, αν και εδώ καταλαβαίνουμε ότι το σημείο ισορροπίας ανάμεσα στην ελευθερία και την παρεμβατικότητα είναι πολύ λεπτό και δύσκολο. Πρέπει να μπουν μέτρα ώστε ο συστημικός κίνδυνος των τραπεζών να μην είναι σύμφυτος με τον κοινωνικό, δεν γίνεται το 1% του δικτύου ανάμεσα σε 37 εκατομμύρια εταιρίες να καταφέρνει να ελέγχει το 40% ολόκληρου του δικτύου. Για να μειωθεί η εξάρτηση των επιχειρήσεων από τις χρηματοοικονομικές αγορές είναι ανάγκη να αναπτυχτεί μια κεντρική και δημόσια πιστωτική πολιτική με ευνοϊκά επιτόκια και στήριξη για δραστηριότητες με κοινωνικό και περιβαλλοντικό ενδιαφέρον. Πρέπει να λάβουμε μέτρα ώστε οι εταιρίες να μην έχουν οροφή τον ουρανό αλλά ένα ενδιάμεσο σημείο.

Μεγάλο ζήτημα είναι ο διαχωρισμός της εμπορικής και της επενδυτικής τράπεζας κατά τρόπο βιώσιμο. Ο νόμος Glass Steagall στις ΗΠΑ που χώριζε την επενδυτική από την εμπορική τράπεζα και καταργήθηκε το 1999 πρέπει να ξανά ισχύσει ή τουλάχιστον να έρθει σε ισχύει κάποιος παρόμοιος. Το τραπεζικό σύστημα θα πρέπει να εξυπηρετεί την επιχειρηματικότητα και όχι το αντίστροφο. Η σύνδεση χρηματαγορών και οικονομίας έχει χαθεί, τα παράγωγα ενώ στην αρχή

εξυπηρετούσαν την σύνδεση της πραγματικής οικονομίας με την αγορά, με την πορεία έγιναν ανεξέλεγκτα και ρυθμιζόντουσαν μόνο από τους κανόνες της κερδοσκοπίας. Είναι εύλογο ότι θα πρέπει να υπάρχουν κανόνες ώστε να μην σε αφήνουν να αγοράσεις ασφάλειες πάνω σε τίτλους που δεν κατέχεις, όπως έγινε με τα CDS (credit default swap) και την αγορά ενυπόθηκων subprime ομολόγων σε CDO, γιατί σε αυτό το κομμάτι δεν αντισταθμίζεις κινδύνους αλλά τους διογκώνεις. Για αυτό τον λόγο πρέπει να περιοριστούν οι χρηματοπιστωτικές συναλλαγές σε όσες είναι απαραίτητες για τις ανάγκες της πραγματικής οικονομίας, περιορίζοντας τις συμφωνίες επαναγοράς πιστωτικού κινδύνου CDS μόνο για όσους έχουν ασφαλείς τίτλους και χρησιμοποιούν την διαδικασία των CDS για αντιστάθμιση και όχι για κερδοσκοπία.

Οι κανόνες που διέπουν το τραπεζικό σύστημα θα πρέπει να είναι αυστηρότεροι ιδίως όσοι αφορούν τις απαιτήσεις για το ύψος των αποθεματικών. Δεν θα πρέπει το ύψος της μόχλευσης να κυμαίνεται σε πολύ υψηλά επίπεδα όπως πριν την κρίση του 2008, ίσως θα έπρεπε να μπαίνει ένα πλαφόν ώστε να μην ξεπερνούν το δείκτη μόχλευσης 1 προς 20 (αν κρίνω από τις τράπεζες του Καναδά που με μέσο όρο μόχλευσης 1 προς 18 και ήταν η μόνη χώρα του G8 που δεν έδωσε πακέτο διάσωσης σε τράπεζα). Επίσης να υπάρχει ένα ανώτερο όριο για τα μπόνους των στελεχών με οποιαδήποτε μορφή και αν τα παίρνουν. Επιπλέον να εξισορροπηθεί η εξουσία των διευθυντών των επιχειρήσεων μέσα στις επιχειρήσεις έτσι ώστε να αναγκαστούν να λάβουν υπόψη τους και τα συμφέροντα όλων των ενδιαφερόμενων μερών. Για να μπορούν να εφαρμοστούν κάποιοι κανόνες πρέπει να είναι σε παγκόσμιο επίπεδο αλλιώς οι τράπεζες και οι εταιρίες θα έχουν την δυνατότητα να μεταφέρουν αλλού την δραστηριότητα τους, στους λεγόμενους φορολογικούς παραδείσους και οπότε δεν θα υπάρχει και καμία ουσιαστική αλλαγή.

Οι οίκοι αξιολόγησης διαδραμάτισαν καθοριστικό ρόλο στην φούσκα των subprime ομολόγων το 2008 με τις βαθμολογήσεις που έδιναν, και όταν κλήθηκαν από το κογκρέσο σε ομολογία το μόνο που είπαν είναι, ότι αυτή ήταν η γνώμη τους για τους τίτλους. Οι οίκοι αξιολόγησης διαμορφώνουν την εμπιστοσύνη στην αγορά για αυτό τον λόγο θα πρέπει να είναι αντικειμενικοί και ακέραιοι στο έπακρο. Δεν πρέπει να επιτρέπεται στους οίκους αξιολόγησης να επηρεάζουν αυθαίρετως τα

επιτόκια των αγορών ομολόγων μέσα από την δύναμη της αξιολόγησης που έχουν, για τις διαδικασίες αυτές θα πρέπει να απαιτείται απόλυτη διαφάνεια και αξιοκρατία. Αλλά εφόσον διατηρούνται πελατειακές σχέσεις με τις τράπεζες και τις εταιρίες αυτό δεν γίνεται. Θα ήταν εύλογο να υπάρχει μια κεντρική εταιρία αξιολόγησης των χρηματοοικονομικών τίτλων από το κράτος ή να υπάρχει ένα ενιαίο ταμείο για τους οίκους αξιολόγησης το οποίο θα πληρώνετε μηνιαίως από τις εταιρίες που εκδίδουν και διαπραγματεύονται τίτλους στο χρηματιστήριο. Οι εταιρίες που θα εντάσσονται στο χρηματιστήριο, θα τροφοδοτούν το ταμείο και αυτό με την σειρά του θα τροφοδοτεί τους οίκους, ανάλογα με τον όγκο της δουλειάς που θα έχουν κάνει. Στην ουσία το κεντρικό ταμείο θα παίζει τον ρόλο του ρυθμιστή και του οργανωτή στο να αποστέλλει και να μοιράζει την δουλειά ισομερώς και αντικειμενικός στους οίκους αξιολόγησης.

Το γεγονός ότι η ομοσπονδιακή κεντρική τράπεζα της Νέας Υόρκης (FED) είναι εν μέρη ιδιωτική και καθορίζει το κεντρικό επιτόκιο δανεισμού, ελέγχει την παραγωγή χρήματος της μεγαλύτερης οικονομίας στον πλανήτη, έχοντας την δυνατότητα στην ουσία να ελέγχει την ρευστότητα του κράτους και το χρέος, την καθιστούν ένα θέμα για πολύ μεγάλη συζήτηση. Μία λύση θα μπορούσε να ήταν ένα διεθνές νόμισμα σαν και αυτό που είχε προτείνει ο Τζων Κένυς στην σύσκεψη στο Μπρέτον Γουντς το 1944 το λεγόμενο *bancor*. Στην ουσία δεν αποκλείει τα άλλα νομίσματα αλλά προτείνει μια μονάδα μέτρησης για τα εθνικά νομίσματα με μια σταθερή ισοτιμία μεταξύ αυτών και του *bancor*. Οι συναλλαγές μεταξύ των νομισμάτων θα ρυθμιζόνταν από ένα γραφείο συμψηφισμού, το οποίο περιορίζει τις ενέργειες ρύθμισης μεταξύ δύο χωρών στο υπόλοιπο των συναλλαγών. Με αυτό τον τρόπο υπάρχει η δυνατότητα να ισοσκελιστούν τα εμπορικά πλεονάσματα και ελλείμματα της κάθε χώρας και να γίνουν οι ρυθμίσεις τους προς την μία ή προς την άλλη κατεύθυνση. Η αρχή συμμετρίας δίνει ίσα δικαιώματα και υποχρέωσης προς τους οφειλότες και τους δανειστές.

Σε περίπτωση που υπάρχει ανισορροπία των συναλλαγών μεταξύ των χωρών, η ισορροπία θα επανέρχεται με την μεταβολή των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Μια χώρα με πλεόνασμα θα πρέπει να επανεκτιμήσει το νόμισμα της ή να τονώσει την εσωτερική της ζήτηση. Για τους πιστωτές καθώς και για τα ανεξόφλητα χρέη οι

χώρες θα πρέπει να πληρώνουν ένα επιτόκιο, ώστε να μην δημιουργούνται δυνάμεις για έντονες ανισοροπίες μεταξύ των χωρών που δημιουργούν κερδοσκοπικές ευκαιρίες. Ένα παγκόσμιο νόμισμα που θα εξαφάνιζε τις κυμαινόμενες ισοτιμίες όμως προϋποθέτει πολλά στάδια για ένα γενικευμένο σύστημα σταθερών επιτοκίων. Μπορεί αυτό να ήταν η αρχή για ένα σύστημα που δεν θα χρειάζονται τα παράγωγα προϊόντα του χρηματιστηρίου και κυρίως αυτά που έχουν να κάνουν με υποκείμενους τίτλους για συναλλαγματικές ισοτιμίες, επιτόκια, δάνεια κρατών, τιτλοποιημένα ομόλογα και CDS.

Όλοι έχουμε ευθύνη για το τι συμβαίνει στο οικονομικό σύστημα, μπορεί να μην είναι ισομερώς κατανομημένη αλλά όλοι πρέπει να αναλογιστούμε το μερίδιο ευθύνης που μας βαραίνει. Η κοινωνία και η οικονομία βρίσκονται σε ένα σημείο πριν τον βρασμό, σε αυτό το σημείο η τυχαία κίνηση ελάχιστων μορίων θα προδιαγράψει αν θα βράση ή όχι το νερό. Έτσι και εμείς ως τα μόρια της ύλης οικονομίας σε αυτή την μεταβαλλόμενη κατάσταση μπορούμε να καθορήσουμε την μοίρα την δίκια μας, των παιδιών μας και ίσως της κοινωνίας και την τροπή που θέλουμε να πάρει η οικονομία, ελάχιστα μόρια χρειάζονται για την αλλαγή.

Βιβλιογραφία.

Πάνος Παναγιώτου (2012), “Το ταγκό των αγορών και το μεγάλο κόλπο”, εκδόσεις Α.Α. Λιβάνι σελ. 13-15, 27-35, 69-70, 77-80, 116-117.

Michael Lewis (2010), “Το μεγάλο σορτάρισμα ποντάροντας στην οικονομική καταστροφή”, εκδόσεις Παπαδόπουλος, σελ 48-49, 56-58, 104-109, 115-117, 143-145, 177-179, 197-199, 228-229, 273-275, 306-308, 334-344.

Francois Morin (2011), “Ένας κόσμος χωρίς την Wall Street; Προτάσεις για ένα νέο παγκόσμιο οικονομικό σύστημα”, εκδόσεις Μεταίχμιο, σελ 31-35, 39-46,49,57-58, 60-67,93-94, 167-169.

John Lanchester (2010), “WOOPS!”, εκδόσεις Anubis Publications σελ 53-55, 70- 78, 87-88, 94-96, 119-121,139-140, 210-213, 239-243,264-265.

Philippe Askenazy, Thomas Coutrot, Andre Orlean and Henri Sterdyniak (2011), “Μανιφέστο Των Ανήσυχων Οικονομολόγων”, εκδόσεις Πόλις Αιολού, σελ 11-15, 23-24, 27-29, 39-41.

Ahamed Liaquat (2009), “Lords of Finance: The Bankers who broke the world, penguin press New York”, pp55-65.

Bitner Richard (2008), “Confession of a Subprime Lender: An insider’s tale of greed, fraud and ignorance”, New York pp43-49.

Ferguson Nail (2008), “The Ascent of Money: A Financial History of the word”, penguin press London, pp22-28.

Keynes, John Maynard (2008). “The General Theory of Employment, Interest and Money”, Cambridge university press.

Committee of European Securities Regulators, (February 2008) “The role of credit rating agencies in structured finance”, consultation paper.

Paul Krugman (Αύγουστος 2009), “All the Presidents Zombies”, New York Times.

Ben Funnell (Ιούλιος 2009), Financial Times, στοιχεία από την έρευνα Societe Generale.

Φιλίππος Δραγούμης (2013), “Η Ηθική Πίσω από την Κρίση,” εκδόσεις άγρα, σελ 14-15, 35-37.

Dan Borge (2008), “The Book of Risk”, εκδόσεις Παπαζήση

Michael Lewis and David Einhorn (Ιανουαρίος 2009), “The end of the financial world as we know it”, New York Times.

Peter Koeing (Οκτώβριος 2008) “AIG Trail Leads to London Casino”, The Daily Telegraph.

Buffett, Warren. (1998) The Essays of Warren Buffet: Lessons for Corporate America.

Akerlof, George and Shiller Robert (2009). Animal Spirits: “How human psychology drives the economy, and why it matters for global capitalism”. Princeton

Cohan , William D (2009). House of Cards: “How wall street gamblers broke capitalism”. Doubleday, New York.

Arrighi Giovanni (1994). The long twentieth century: “Money Power and the Origins of our Times”. London

Raj Patel (2009). The Value of Nothing : “How to reshape market society and redefine democracy”.

Madura, Jeff, (2001). “Financial Markets and Instructions”. South western College Publishing fifth Edition, Ohio.

Haugen R (2008). “Modern Investment theory” 5th Edition, Prentice Hall.

Elton E.J. ,Gruber M.J. , Brown Stephen J. and Goetzmann William N. (2006) “Modern Portfolio Theory and Investment Analysis”. 7th edition John Wiley and Sons.

Taleb , Nassim Nicolas (2004). Fooled by Randomness: “The Hidden Role of Change in Life and the Markets” Penguin London .