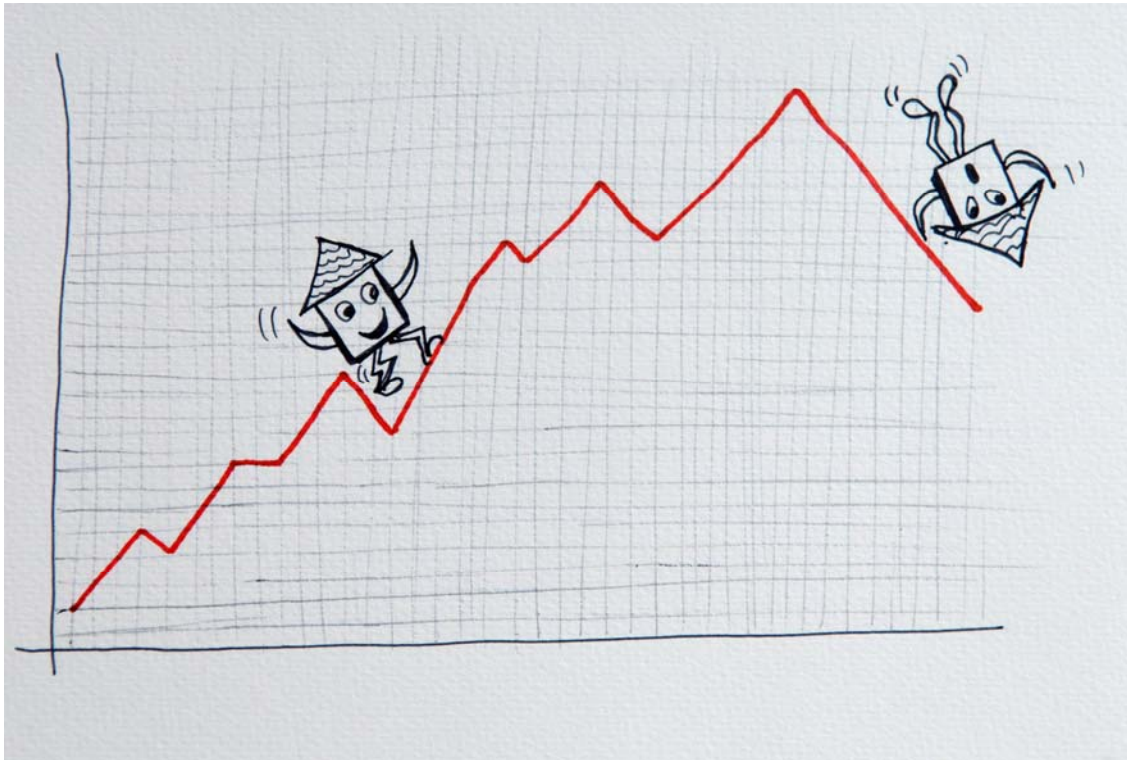


Μεταπτυχιακή Εργασία

Βεζύρογλου Κών/νος

Ενυπόθηκα Δάνεια Υψηλού Κινδύνου : οι Αιτίες και οι Επιπτώσεις της Πρόσφατης Κρίσης



Εποπτεύων Καθηγητής : Αχιλλέας Ζαπράνης

**ΠΜΣ ΣΤΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ & ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ & ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ**

Θεσσαλονίκη, Οκτώβριος 2007

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

- 1. THE YIELD CURVE (ΚΑΜΠΥΛΗ ΑΠΟΔΟΣΗΣ)**
- 2. ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ**
- 3. ΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΤΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΤΟΥΣ**
- 4. ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΩΝ ΑΓΟΡΩΝ**
- 5. ΟΙ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ**
- 6. ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ**
- 7. ΠΑΓΚΟΣΜΙΟΠΟΙΗΣΗ ΤΩΝ ΑΓΟΡΩΝ**
- 8. ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙΝΟΤΟΜΙΑ**
- 9. Η 19Η ΟΚΤΩΒΡΙΟΥ ΤΟΥ 1987**
- 10. ΆΛΛΕΣ ΜΕΓΑΛΕΣ ΚΡΙΣΕΙΣ**
- 11. SUB-PRIME LOANS (ΔΑΝΕΙΑ ΥΨΗΛΟΥ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ)**
- 12. ΓΕΓΟΝΟΤΑ ΚΑΙ ΟΔΗΓΙΕΣ ΠΟΥ ΠΡΟΕΤΟΙΜΑΣΑΝ ΤΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΤΩΝ SUB-PRIME LOANS**
- 13. ΠΩΣ ΞΕΚΙΝΗΣΕ**
- 14. ΤΟ ΠΑΚΕΤΑΡΙΣΜΑ ΤΩΝ SUB PRIME ΔΑΝΕΙΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ ΔΟΜΗΜΕΝΩΝ ΟΜΟΛΟΓΩΝ (FRANKEN-LOANS)**
- 15. ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗΝ ΠΟΡΕΙΑ ΤΩΝ SUB PRIME ΔΑΝΕΙΩΝ-ΑΚΑΛΗΜΑΪΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**
- 16. ΤΑ ΠΡΩΤΑ ΣΗΜΑΔΙΑ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ**
- 17. Η ΚΡΙΣΗ ΤΩΝ SUB PRIME**
- 18. ΠΟΣΟ ΜΕΓΑΛΟ ΑΝΤΙΚΤΥΠΟ ΑΝΑΜΕΝΕΤΑΙ ΝΑ ΈΧΕΙ ΑΥΤΗ Η ΚΡΙΣΗ ΣΤΗΝ ΑΜΕΡΙΚΗ ΚΑΙ ΠΑΓΚΟΣΜΙΩΣ**
- 19. ΤΙ ΜΕΛΕΙ ΓΕΝΕΣΘΑΙ**
- 20. ΕΠΙΛΟΓΟΣ**
- 21. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

Πρόλογος

Η παρούσα εργασία εκπονήθηκε στα πλαίσια του προγράμματος σπουδών του μεταπτυχιακού προγράμματος στην Λογιστική και Χρηματοοικονομική του τμήματος Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής του Πανεπιστημίου Μακεδονίας στο οποίο φοίτησα κατά το ημερολογιακό έτος 2006-2007.

Κύριος σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η παρουσίαση και εξέταση της κρίσης των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου (sub primes). Στην αρχή έχουμε παραθέσει τα απαραίτητα βασικά στοιχεία που αφορούν τον τομέα των χρηματοοικονομικών αγορών και την συνοπτική εξέταση κάποιων σοβαρών κρίσεων που εμφανίστηκαν σε αυτές.

Έτσι η εργασία αυτή είναι δομημένη σε δύο μέρη, στο πρώτο ασχολούμαστε με την συνοπτική παρουσίαση των απαραίτητων εννοιών και γεγονότων που προετοιμάζουν τον αναγνώστη για την εξέταση της κρίσεως των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου (sub primes), και στο δεύτερο μέρος στο οποίο ασχολούμαστε αποκλειστικά με την κρίση αυτή.

Αρχικά παραθέτουμε έννοια της καμπύλης απόδοσης (yield curve), κάποια βασικά στοιχεία που την αφορούν, όπως ο ορισμός και οι κύριες θεωρίες που προσπαθούν να εξηγήσουν την κλίση που αυτή εμφανίζει. Την έννοια της ρευστότητας, τον σημαντικό ρόλο που εμφανίζει στην εξέταση των χρηματοοικονομικών αγορών και τους σημαντικότερους τρόπους μέτρησής της.

Στην συνέχεια ασχολούμαστε με τις χρηματοοικονομικές αγορές και τους κύριους τύπους τους. Αναφερόμαστε στις χρηματοοικονομικές αγορές, τα προϊόντα τους και τις κύριες ιδιότητες τους, στα κύρια χαρακτηριστικά που πρέπει να φέρουν οι κεφαλαιαγορές δηλαδή, η εντιμότητα των εμπλεκομένων μερών (fairness), η αποτελεσματικότητα της αγοράς (market efficiency) και το απαιτούμενο βάθος της (market depth). Στην συνέχεια γίνεται μια συνοπτική παρουσίαση των συναλλαγματικών αγορών και των χρηματιστηρίων παραγώγων, αναφερόμαστε στις κύριες ιδιότητες τους στον τύπο τους

(οργανωμένες ή formal και μη οργανωμένες ή over the counter) στις κύριες λειτουργίες που επιτελούν και στον τρόπο λειτουργίας τους, στους βασικούς συμμετέχοντες, και στα κύρια προϊόντα που διαπραγματεύονται σε αυτές. Ακόμη αναφερόμαστε στην έννοια της παγκοσμιοποίησης των αγορών, τους κυριότερους παράγοντες που οδήγησαν και οδηγούν προς την κατεύθυνση αυτή και στους ορισμούς των εγχώριων και της παγκόσμιας κεφαλαιαγοράς. Έπειτα αναλύουμε την χρηματοοικονομική καινοτομία τους κυριότερους λόγους που οδήγησαν σε αυτή, τις κατηγορίες των χρηματοοικονομικών προϊόντων-εργαλείων (χρηματοοικονομικής καινοτομίας) και τα πλέον πρόσφατα δεδομένα.

Στην συνέχεια παρουσιάζονται συνοπτικά κάποιες σημαντικές χρηματοοικονομικές κρίσεις. Ξεκινώντας από την κρίση της 19^{ης} Οκτωβρίου του 1987 (την Μαύρη Δευτέρα όπως αναφέρεται συνήθως), για την οποία παρουσιάζουμε τον τρόπο με τον οποίο εκδηλώθηκε, τους λόγους που οδήγησαν σε αυτή την κρίση, και επικεντρωνόμαστε στο ρόλο που διαδραμάτισαν τα προθεσμιακά συμβόλαια επί δεικτών στην δημιουργία και την έκταση της κρίσης αυτής. Τέλος στην τελευταία ενότητα του πρώτου μέρους γίνεται μια σύντομη αναφορά στις κρίσεις του 1929 και 1946, παρουσιάζονται οι κρίσεις στην Ρωσία (τον Αύγουστο του 1998) και την Ασία (1997) και κάποια γενικά συμπεράσματα επί των χρηματοοικονομικών κρίσεων.

Στο δεύτερο μέρος όπως προαναφέρθηκε ασχολούμαστε με την κρίση των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου (sub primes). Αρχικά αναλύεται η δομή και οι χρήσεις των sub primes οι κάποιες θετικές επιδράσεις τους όπως και οι διαφορές τους με τα παραδοσιακά στεγαστικά δάνεια. Οι ειδικοί όροι τους όπως τα balloon payments και τα ARM και οι ρυθμοί ανάπτυξης τους. Στην συνέχεια αναφέρονται τα σημαντικότερα γεγονότα και οδηγίες που προετοίμασαν το έδαφος για την δημιουργία και την ανάπτυξη των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου. Οι κύριοι λόγοι για τους οποίους ξεκίνησε η μεγάλη άνθιση των δανείων αυτών (τα πολύ χαμηλά επιτόκια και η μεγάλη ζήτηση για νέες κατοικίες κλπ).

Έπειτα αναλύεται η διαδικασία του πακεταρίσματος των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων υψηλού επιχειρηματικού κινδύνου με σκοπό την δημιουργία δομημένων ομολόγων τα οποία περνούν στα χέρια των επενδυτών μέσω των δευτερογενών αγορών. Αναλύονται τα ABS (Asset Backed Securities), τα CDO's (Collateralized Debt Obligations), τα RMBS (Residual Mortgage Backed Securities) και οι τρόποι δημιουργίας τους καθώς και η σύνθεσή τους και οι αξιολογήσεις τους από τους διεθνείς οίκους.

Στην συνέχεια παραθέτονται οι κύριοι παράγοντες που επηρεάζουν την πορεία και κατάληξη των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων υψηλού επιχειρηματικού κινδύνου σύμφωνα με την πλέον πρόσφατη ακαδημαϊκή βιβλιογραφία όπως και οι κύριοι παράγοντες που επηρεάζουν την πιθανότητα αθέτησης.

Τα πρώτα σημάδια εμφάνισης της κρίσης των sub prime δανείων που εμφανίστηκαν κατά το μέσο (περίπου) του 2006. Η αλλαγή του προφίλ κινδύνου των επενδυτών (που έγιναν αρκετά πιο συντηρητικοί) και οι μεγάλες εισροές κεφαλαίων στα τριμηνιαία έντοκα γραμμάτια του Αμερικανικού Δημοσίου (Treasury Bills). Σε τέτοιο βαθμό ήταν η στροφή προς αυτά ώστε οι αποδόσεις τους έφτασαν να μειωθούν μέσα σε λίγες μόνο μέρες (λόγω της μεγάλης ζήτησης), κατά 1,5%!).

Ακόμη εξετάζεται ο αναμενόμενος αντίκτυπος αυτής της κρίσης στην Αμερική και παγκοσμίως σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία και τα πιθανά ενδεχόμενα. Οι αναμενόμενοι περιορισμοί και δικλείδες ασφαλείας που αναμένεται να εφαρμοστούν για την καλύτερευση του φαινομένου και οι επιπτώσεις που πιθανόν θα φέρουν τα μέτρα αυτά, η συνοπτική παρουσίαση των επιδόσεων του Dow Jones Industrial Average μετά τις εννέα σημαντικότερες κρίσεις που ακολούθησαν τον παγκόσμιο πόλεμο (μέχρι το 2001).

Τέλος παραθέτουμε τα συμπεράσματα μας από την κρίση των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων υψηλού επιχειρηματικού κινδύνου στον επίλογο της παρούσας εργασίας.

Μέρος 1^ο

**Συνοπτική Παρουσίαση Των Απαραίτητων Εννοιών Και
Γεγονότων Που Προετοιμάζουν Των Αναγνώστη Για Την
Εξέταση Της Κρίσεως Των Ενυπόθηκων Στεγαστικών
Δανείων Υψηλού Κινδύνου (Sub Primes)**

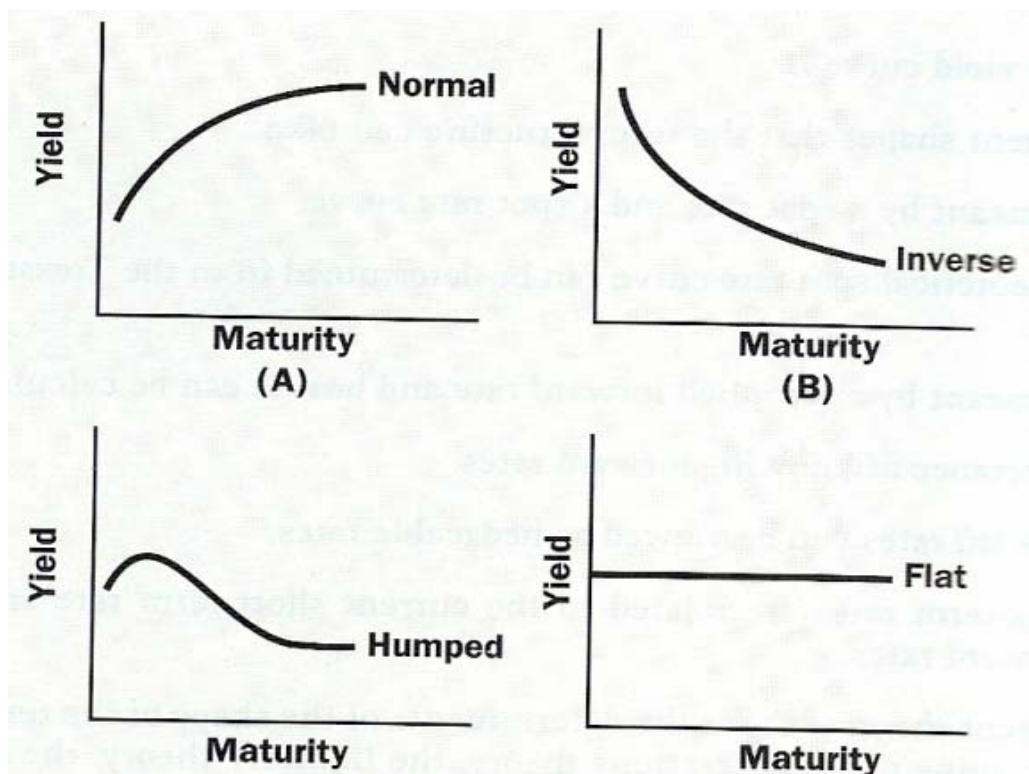
1. THE YIELD CURVE (ΚΑΜΠΥΛΗ ΑΠΟΔΟΣΗΣ)

Η καμπύλη απόδοσης αποτελεί την διαγραμματική απεικόνιση της σχέσης των επιτοκίων (ομοίων χρεογράφων της ίδιας τάξης κινδύνου και όλων των άλλων στοιχείων, αλλά με διαφορετική ληκτότητα) σε σχέση με τη ληκτότητά τους, όπως διαμορφώνονται μια συγκεκριμένη χρονική στιγμή στην αγορά.

Την κατασκευάζουμε συνήθως κάνοντας χρήση της μεθόδου bootstrapping, σύμφωνα με την οποία αποσυνθέτουμε ένα ομόλογο με τοκομερίδιο ώστε να το εμφανίσουμε ως ένα σύνολο ομολόγων χωρίς τοκομερίδιο (zero-coupon).¹

Ο λόγος για τον οποίο χρησιμοποιείται η παραπάνω μέθοδος συνίσταται στο ότι τα ομόλογα που φέρουν τοκομερίδια και έχουν την ίδια ληκτότητα μπορεί να έχουν διαφορετική απόδοση στη λήξη λόγω των διαφορετικών τοκομεριδίων που παρέχουν.

Οι τέσσερις δυνατοί υποθετικοί τύποι της Καμπύλης Απόδοσης²



¹ Capital Markets Institutions and Instruments F. Fabozzi F. Modigliani (1996) chapter 18 p.448

² Όπως δίνονται στο Capital Markets Institutions and Instruments F. Fabozzi F. Modigliani (1996)

Θεωρίες Που Προσπαθούν Να Εξηγήσουν Την Κλίση Της Καμπύλης Απόδοσης

1. Θεωρία Προσδοκιών (Expectations Theory)

Σύμφωνα με τη θεωρία προσδοκιών όταν οι επενδυτές προβλέπουν (αναμένουν) μελλοντικές αυξήσεις επιτοκίων, απαιτούν μεγαλύτερες αποδόσεις στα χρεόγραφα όσο μεγαλύτερη ληκτότητα αυτά φέρουν. Διότι θα δείχνουν την προτίμηση να επενδύουν σε χρεόγραφα μικρότερης ληκτότητας, καθότι γνωρίζουν πως θα χάσουν μικρότερο μέρος της αξίας τους από ότι τα χρεόγραφα με μεγαλύτερη διάρκεια (σε ενδεχόμενη αύξηση επιτοκίων). Ο γενικός κανόνας είναι ότι τα χρεόγραφα σταθερού επιτοκίου υφίστανται μια μείωση της αξίας τους όταν υπάρχουν αυξήσεις επιτοκίων, και η μείωσή τους αυτή θα είναι μεγαλύτερη όσο μεγαλύτερη η ληκτότητα φέρουν. Έτσι θα μπορούσαμε να συμπεράνουμε ότι σύμφωνα με τη συγκεκριμένη θεωρία τα προθεσμιακά επιτόκια φέρουν την δυνατότητα να 'δείχνουν' τα αναμενόμενα (μελλοντικά) επιτόκια.

2. Θεωρία-Υπόθεση Ρευστότητας (Liquidity Theory)

Σύμφωνα με τη θεωρία ρευστότητας ο κίνδυνος που φέρουν τα χρεόγραφα σταθερού εισοδήματος (όπως εκφράζεται με την μεταβλητότητα των τιμών τους) είναι όπως προαναφέρθηκε ανάλογος με την ληκτότητά τους. Έτσι οι επενδυτές θα πρέπει να απαιτούν κάποια επιπλέον απόδοση (πριμ κινδύνου) προκειμένου να επενδύσουν σε ομόλογα με μεγαλύτερη ληκτότητα (και άρα με μεγαλύτερο κίνδυνο).

Για αυτό το λόγο θα πρέπει, σύμφωνα πάντα με την υπόθεση ρευστότητας, να υπάρχει μια ροπή η καμπύλη απόδοσης να έχει θετική κλίση, ανεξάρτητα από τις προσδοκίες των συμμετεχόντων στην αγορά.

Δηλαδή σύμφωνα με την θεωρία αυτή, τα προθεσμιακά επιτόκια δεν δείχνουν τα μελλοντικά (αναμενόμενα), διότι τα πρώτα συμπεριλαμβάνουν και το πριμ ρευστότητας.

3. Θεωρία Κατάτμησης Της Αγοράς (Market Segmentation Theory)

Σύμφωνα με την θεωρία κατάτμησης της αγοράς η καμπύλη απόδοσης επηρεάζεται από τα επενδυτικά προφίλ (σε σχέση με τη ληκτότητα) των συμμετεχόντων στην αγορά. Δηλαδή υποθέτει πως ενώ κάποιες ομάδες επενδυτών επιθυμούν να επενδύουν βραχυχρόνια επιζητώντας ρευστότητα, αντιθέτως κάποιες άλλες ομάδες επιθυμούν να επενδύουν μακροχρόνια (μπορεί να επιδιώκουν την κάλυψη κάποιων μακροπρόθεσμων οφειλών τους). Έτσι αυτή η θεωρία καταλήγει, στο συμπέρασμα ότι ανάλογα με την πλευρά των συμμετεχόντων στην αγορά υπερτερεί η καμπύλη απόδοσης παίρνει την ανάλογη κλίση.

Ακόμη κρίνουμε απαραίτητο να αναφέρουμε ότι η καμπύλη απόδοσης ενός νομίσματος δεν είναι αναγκαίο να ταυτίζεται με οποιουδήποτε άλλου, εφόσον όπως γνωρίζουμε η καμπύλη απόδοσης εξαρτάται (όπως προαναφέρθηκε) από τις συνθήκες που επικρατούν σε μια συγκεκριμένη αγορά μια συγκεκριμένη χρονική στιγμή.

Τέλος πολλοί υποστηρίζουν ότι η καμπύλη απόδοσης μπορεί να προβλέπει με σχετική ακρίβεια τις αλλαγές στα στάδια του οικονομικού κύκλου, σύμφωνα με τον Harvey³ η καμπύλη απόδοσης σαν ένδειξη (μέσω της αναστροφής της – inversion) προηγήθηκε των 5 τελευταίων φάσεων ύφεσης στις ΗΠΑ πριν το 1991.

³ Harvey (1991)

2. ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ

Παρόλο που η Ρευστότητα είναι πολύ σημαντική και σαν όρος είναι ευρέως χρησιμοποιούμενος, θα μπορούσαμε να ισχυριστούμε ότι η διεθνής βιβλιογραφία δεν υιοθετεί (ακόμα) έναν κοινά αποδεκτό ορισμό της.

Γενικά όταν αναφερόμαστε στον όρο ρευστότητα σκεφτόμαστε συνειρμικά την ιδιότητα ενός κεφαλαιακού στοιχείου να μπορεί να ρευστοποιείται σχετικά γρήγορα, με μικρές σχετικά απώλειες, κατά την διάρκεια λειτουργίας της αγοράς στην οποία διαπραγματεύεται.

Παρακάτω παραθέτουμε δύο ορισμούς οι οποίοι μας κέντρισαν το ενδιαφέρον, και για αυτό και κρίναμε σκόπιμο να τους αναφέρουμε.

Σύμφωνα με τον Tobin⁴, η ρευστότητα μας δείχνει πόσο είναι διατεθειμένοι οι πωλητές να ζημιωθούν από το να πωλήσουν άμεσα χωρίς να έχουν προβεί σε μια κοστοβόρα και χρονοβόρα έρευνα της αγοράς.

Ο Harris⁵ υποστηρίζει ότι σε μια ιδανική αγορά από άποψη ρευστότητας υπάρχει η δυνατότητα οποιαδήποτε ποσότητα ενός χρεογράφου να μπορεί να ρευστοποιηθεί και να αγοραστεί εκ νέου, άμεσα χωρίς κανένα κόστος. Σε ένα κόσμο όμως που δεν είναι τέλειος (ιδανικός), σε μια αγορά που χαρακτηρίζεται από ρευστότητα, οι προμήθειες που θα επιβάρυναν την παραπάνω ενέργεια θα έπρεπε να ήταν οι κατά το δυνατό ελάχιστες (να ελαχιστοποιούνται).

Οι μέθοδοι που χρησιμοποιούνται για την μέτρηση της ρευστότητας θα μπορούσαν να χωριστούν σε δύο κατηγορίες (γενικά). Η πρώτη κατηγορία περιλαμβάνει τις μεθόδους με βάση τις συναλλαγές (trade-based measures), και περιλαμβάνει την αξιοποίηση παρελθοντικών δεδομένων, όπως οι τιμές των συναλλαγών-πράξεων, ο όγκος των συναλλαγών, ο αριθμός και η συχνότητα των πράξεων όπως και την εμπορευσιμότητα που εμφανίζει κάποιο κεφαλαιουχικό στοιχείο. Η δεύτερη κατηγορία περιλαμβάνει τις μεθόδους με βάση τις εντολές που καταχωρούνται στο σύστημα (order-based measures), όπως η διαφορά (spread) μεταξύ καλύτερης τιμής αγοράς και πώλησης, ο αντίκτυπος που έχει μια

⁴ Tobin 'Properties of Assets' (1998)

⁵ Harris 1990

συναλλαγή στην διαμόρφωση της τιμής του κεφαλαιακού στοιχείου (δείχνει το βάθος της αγοράς) και τα κόστη ευκαιρίας που συνεπάγεται η αγοραπωλησία (trading)⁶.

Όπως καταλαβαίνουμε η ρευστότητα αποτελεί ένα πολύ σημαντικό χαρακτηριστικό (ιδιότητα) ενός κεφαλαιακού στοιχείου ή μιας αγοράς το οποίο κρίνεται ιδιαίτερα επιθυμητό από τους συμμετέχοντες στην αγορά, έτσι όπως αναφέρεται στην διεθνή βιβλιογραφία (και είναι εύκολα κατανοητό) το χαρακτηριστικό αυτό πρέπει να συνυπολογίζεται κατά την τιμολόγηση κάθε κεφαλαιουχικού στοιχείου, με αποτέλεσμα να μιλάμε για το επονομαζόμενο πριμ ρευστότητας το οποίο γίνεται εύκολα κατανοητό μέσα από το παρακάτω πολύ χαρακτηριστικό παράδειγμα⁷.

Έστω ότι έχουμε δύο πανομοιότυπα κεφαλαιουχικά στοιχεία τα οποία όμως έχουν διαφορετικό κόστος ρευστοποίησης, δηλαδή ότι για το ένα από αυτά το κόστος ρευστοποίησης το είναι 1% περισσότερο (σε σχέση με την αξία του). Όπως απέδειξαν οι Amihud και Menderson, το κεφαλαιουχικό στοιχείο με το μεγαλύτερο κόστος ρευστοποίησης θα έπρεπε (θα απαιτούσαν οι επενδυτές) να παρέχει μια επιπλέον μηνιαία απόδοση της τάξης του 0,21% για να επενδύσουν οι επενδυτές σε αυτό (να είναι αδιάφοροι ανάμεσα στην επένδυση στο ένα ή στο άλλο). Αυτό το γεγονός θα μπορούσε να αιτιολογηθεί αν υιοθετούσαμε την άποψη ότι η τιμή ενός κεφαλαιακού στοιχείου ενσωματώνει όλα τα μελλοντικά κόστη συναλλαγών του και όχι μόνο το κόστος μιας μεμονωμένης συναλλαγής.

⁶ περισσότερες πληροφορίες, Michael Aitkena, Carole Comerton-Fordeb, (2003)

⁷Amihud and Menderson (1988)

3. ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΩΝ ΑΓΟΡΩΝ

Για να είναι σε θέση η κεφαλαιαγορές να επιτελέσουν τον κύριο σκοπό τους (που προαναφέραμε) πρέπει να επιδεικνύουν ορισμένα χαρακτηριστικά. Τα τρία κυριότερα χαρακτηριστικά σύμφωνα με την διεθνή βιβλιογραφία είναι να κυριαρχεί στην αγορά η εντιμότητα των εμπλεκομένων μερών (fairness), αποτελεσματικότητα της αγοράς (market efficiency) και το απαιτούμενο βάθος της αγοράς (market depth).

Εντιμότητα Των Εμπλεκομένων Μερών (Fairness)

Στις μέρες μας οι συναλλαγές στις κεφαλαιαγορές πραγματοποιούνται με μεγάλη ταχύτητα (ακόμα και όταν αφορούν μεγάλο όγκο), και εντολές για μεγάλα ποσά μπορούν να δίνονται ακόμη και προφορικά. Έτσι η ειλικρίνεια και η αξιοπιστία όλων των συμμετεχόντων στην αγορά κρίνεται απαραίτητη για την εύρυθμη λειτουργία τους. Θα μπορούσαμε λοιπόν να ισχυριστούμε ότι σε ένα βαθμό στηρίζονται στην εντιμότητα των εμπλεκομένων μερών.

Μια από τις πιο συνήθεις παραβιάσεις που παρατηρείται είναι η εκμετάλλευση των πληροφοριών ενός πελάτη μιας χρηματιστηριακής εταιρείας (έστω και αν η πληροφόρηση αυτή εμπεριέχεται στην εντολή του πελάτη) προς όφελος των υπαλλήλων της χρηματιστηριακής ή κάποιων άλλων πελατών της (το λεγόμενο front running). Μια άλλη παραβίαση που μοιάζει αλλά διαφοροποιείται από το front running είναι η διαρροή πληροφοριών (information leakage). Κατά την οποία υπάρχει διαρροή πληροφοριών κατά την προσπάθεια του χρηματιστηριακού υπαλλήλου να εκτελέσει μια εντολή για ένα μεγάλο πακέτο (αγοράς ή πώλησης). Συγκεκριμένα, κάποιοι από τους δυνητικούς αντισυμβαλλόμενους του πακέτου (αγοράς ή πώλησης) με τους οποίους έχει επικοινωνήσει ο χρηματιστής χρησιμοποιούν την πληροφόρηση που παρέχει ή εντολή για ίδιο όφελος. Ακόμη κρίνουμε σκόπιμο να αναφέρουμε και το φαινόμενο του churning, όταν δηλαδή οι χρηματιστές κάνουν πολλές πράξεις

για λογαριασμό των πελατών τους με σκοπό την δημιουργία μεγάλων προμηθειών (που αποτελούν έσοδα για τις χρηματιστηριακές).

Αποτελεσματικότητα Της Αγοράς (Market Efficiency)

Μπορούμε να διακρίνουμε την αποτελεσματικότητα της αγοράς σε λειτουργική ή εσωτερική αποτελεσματικότητα (Operational Efficiency) και σε εξωτερική ή αποτελεσματικότητα τιμής (Pricing Efficiency).

Λειτουργική Αποτελεσματικότητα (Operational Efficiency)

Όταν μια αγορά εμφανίζει λειτουργική αποτελεσματικότητα τότε μπορούν οι εμπλεκόμενοι επενδυτές να απολαμβάνουν την επιβολή των μικρότερων δυνατών προμηθειών επί των συναλλαγών (να έχουν την ελάχιστη δυνατή επιβάρυνση).

Αποτελεσματικότητα Αγοράς (Τιμής) (Pricing Efficiency)

Μια αγορά στην οποία οι τιμές των χρηματοοικονομικών προϊόντων αντικατοπτρίζουν τη διαθέσιμη πληροφόρηση που αφορά το κάθε χρεόγραφο, υπό την έννοια της γρήγορης ενσωμάτωσης των νέων ειδήσεων στην τρέχουσα τιμή. Διακρίνουμε τρεις τύπους αποτελεσματικότητας των αγορών σύμφωνα με τον Eugene F. Fama,⁸ τους οποίους παραθέτουμε παρακάτω.

Αδύναμη ή Ασθενής Μορφή Αποτελεσματικότητας (Weak Efficiency)

Η τρέχουσα τιμή ενός χρεογράφου ενσωματώνει την διαθέσιμη πληροφόρηση που αφορά τις ιστορικές τιμές του και την ιστορική πορεία τις διαπραγμάτευσης του (όγκος πράξεων, αγοράς ή πώλησης κλπ).

⁸ Eugene F. Fama, 'Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work' Journal of Finance May 1970 p383-417

Μέτρια ή Μέσης Ισχύος Μορφή Αποτελεσματικότητας (Semi-Strong Efficiency)

Η τρέχουσα τιμή ενός χρεογράφου ενσωματώνει όλη την πληροφόρηση που το αφορά και είναι δημόσια διαθέσιμη.

Ισχυρή Μορφή Αποτελεσματικότητας (Strong Efficiency)

Η τρέχουσα τιμή ενός χρεογράφου ενσωματώνει όλη την πληροφόρηση που το αφορά και είναι ή δεν είναι δημόσια διαθέσιμη (εσωτερική πληροφόρηση κλπ).

Όπως έχει παρατηρηθεί οι επενδυτές που δραστηριοποιούνται σε αγορές που θεωρούνται αποτελεσματικές (σύμφωνα με παρελθοντικά δεδομένα) τείνουν να μην υιοθετούν ενεργές επενδυτικές στρατηγικές αλλά προσπαθούν μέσω του index tracking (δημιουργία χαρτοφυλακίων που προσπαθούν να επιτύχουν τις αποδόσεις κάποιων δεικτών). Διότι τα οφέλη της ενεργητικής διαχείρισης είναι πολύ μικρότερα σε αποτελεσματικές αγορές μέσης και δυνατής μορφής⁹.

⁹ Capital Markets Institutions and Instruments F. Fabozzi F. Modigliani (1996) chapter 7 p.155

4. ΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΤΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΤΟΥΣ

Ο ρόλος των χρηματοοικονομικών αγορών (ιδιαίτερα στις μέρες μας) είναι πολύ σπουδαίος κάτι που αποτυπώνεται και στον παρακάτω ορισμό: Financial markets are the set of institutional arrangements that facilitate the transfer of funds among investors¹⁰, που με μια ελεύθερη απόδοση θα μπορούσαμε να χαρακτηρίσουμε τις χρηματοοικονομικές αγορές ως ένα θεσμικό διασυνδεδεμένο σύστημα μέσω του οποίου επιτυγχάνεται η μεταφορά κεφαλαίων (υπό την έννοια της χρηματοδότησης και επένδυσης) εκ μέρους των συμμετεχόντων.

Η κύρια λειτουργία των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων είναι το γεγονός ότι διευκολύνουν την credit transformation process (διαδικασία χρηματοδότησης και μετατροπής του χρέους) μέσω της παροχής δανεισμού και έκδοσης χρεογράφων. Μέσω της διαδικασίας αυτής ουσιαστικά επιτυγχάνεται η χρηματοδότηση των ελλειμματικών οικονομικών μονάδων και οι παροχή επενδυτικών τοποθετήσεων εκ μέρους των πλεονασματικών οικονομικών μονάδων.

Παρακάτω στον πίνακα 1 παραθέτονται οι 10 κύριες ιδιότητες των κεφαλαιουχικών στοιχείων

¹⁰ Ορισμός των χρηματοοικονομικών αγορών από τους F. Fabozzi και F. Modigliani (1996)

Πίνακας 1 Οι 10 Κύριες Ιδιότητες Των Κεφαλαιουχικών Στοιχείων¹¹

1. Moneyness: Το πόσο εύκολα μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως μέσο πληρωμών (έστω και μέσω της μετατροπής τους σε μετρητά).
2. Divisibility and Denomination: Το ελάχιστο μέγεθος το οποίο μπορεί να ρευστοποιηθεί και η ονομαστική αξία (του ενός κεφαλαιακού στοιχείου).
3. Reversibility: Το κόστος ρευστοποίησης και επανεπένδυσης που υφίσταται το κάθε κεφαλαιουχικό στοιχείο.
4. Term to Maturity: Ο χρόνος που απομένει μέχρι τη λήξη τους.
5. Liquidity: Η ρευστότητα που διακρίνει το κάθε κεφαλαιουχικό στοιχείο.
6. Convertibility: Το πόσο εύκολα μετατρέπεται σε άλλου είδους κεφαλαιακό στοιχείο.
7. Currency: Σε ποιο νόμισμα είναι εκφρασμένα.
8. Cash Flow and Return Probability: Ο βαθμός αβεβαιότητας που διακρίνει τις ταμειακές ροές και την απόδοση του κεφαλαιακού στοιχείου.
9. Complexity: Περιπλοκότητα που τα διακρίνει υπό την έννοια πως κάποια κεφαλαιουχικά στοιχεία είναι συνθετικά, διότι προέρχονται από τον συνδυασμό δύο ή περισσότερων κεφαλαιουχικών στοιχείων (π.χ. τα δικαιώματα προαίρεσης επί ΣΜΕ συναλλαγματικών ισοτιμιών).
10. Tax Status: Φορολογική αντιμετώπισή τους.

¹¹ Capital Markets Institutions and Instruments F. Fabozzi F. Modigliani (1996) chapter 1 page 7

Οι 4 Κυριότεροι Τύποι Χρηματοοικονομικών Προϊόντων

1. Μετοχικοί Τίτλοι

Οι μετοχικοί τίτλοι είναι χρεόγραφα που εκδίδονται με σκοπό να αντιπροσωπεύουν τα κεφάλαια που παρείχαν οι επενδυτές-μέτοχοι και τα οποία η επιχείρηση δεν έχει υποχρέωση από το νόμο να επιστρέψει σε καθορισμένη στιγμή.

Οι κύριοι τύποι μετοχικών τίτλων είναι οι κοινές μετοχές, οι προνομιούχες μετοχές και τα δικαιώματα αγοράς μετοχών.

Οι κοινές μετοχές αποτελούν ουσιαστικά ένα δικαίωμα ιδιοκτησίας των ιδιοκτητών τους (μετόχων). Στους κοινούς μετόχους παρέχεται μέρος των ετήσιων (συνήθως) κερδών που είχαν απομείνει μετά την πληρωμή όλων των υποχρεώσεων της εταιρείας. Η κύρια διαφορά μεταξύ των κοινών και προνομιούχων μετοχών είναι ότι οι κάτοχοι των προνομιούχων μετοχών παίρνουν το μέρος των κερδών που τους αντιστοιχεί ακριβώς πριν από τους κατόχους των κοινών. Σε κάποιες περιπτώσεις το μέρος που λαμβάνουν οι κάτοχοι των προνομιούχων μετοχών μπορεί να έχει συμφωνηθεί να είναι σταθερό ως ποσοστό.

Τα δικαιώματα αγοράς νέων (η μη) μετοχών μιας εταιρείας σε τιμή μικρότερη¹² από την τρέχουσα για συγκεκριμένη περίοδο και συγκεκριμένη ημερομηνία μετατροπής.

2. Χρεόγραφα Σταθερού Επιτοκίου

Το κύριο χαρακτηριστικό των χρεογράφων σταθερού επιτοκίου είναι η προκαθορισμένη παροχή συγκεκριμένων χρηματορροών σε προκαθορισμένες ημερομηνίες. Έτσι αν μια προνομιούχα μετοχή έχει εκδοθεί με συγκεκριμένη μερισματική απόδοση μπορεί να ενταχθεί και στην κατηγορία των χρεογράφων σταθερού επιτοκίου. Οι δύο κύριες κατηγορίες χρεογράφων σταθερού επιτοκίου είναι τα ομόλογα και τα

¹² Αν και δε μπορεί να αποκλειστεί το ενδεχόμενο κατά την ημερομηνία μετατροπής να μην υπερβαίνει η τρέχουσα τιμή την συμφωνημένη.

εργαλεία της χρηματαγοράς. Τα ομόλογα αντιπροσωπεύουν το χρέος μιας επιχείρησης ή ακόμα και χώρας, και προϋποθέτουν την παροχή μιας ή παραπάνω πληρωμών στον κάτοχο-κομιστή. Τα εργαλεία της χρηματαγοράς αντιπροσωπεύουν την ύπαρξη κάποιου χρέους με διάρκεια μικρότερη του ενός έτους¹³.

3. Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα

Ένα παράγωγο χρηματοοικονομικό προϊόν αποτελεί ουσιαστικά ένα συμβόλαιο-συμφωνία ανάμεσα σε δύο μέρη, σύμφωνα με το οποίο μεταφέρουν κεφαλαιουχικά στοιχεία (κατά την διάρκεια του). Κύριο χαρακτηριστικό αποτελεί η αβεβαιότητα κάποιου μέρους του μεγέθους που θα μεταφερθεί, παρόλο που ο τρόπος είναι προκαθορισμένος. Ανάλογα με τον τύπο τους μπορούν να διαπραγματεύονται σε οργανωμένες ή μη οργανωμένες (over the counter) αγορές.

Οι τέσσερις κύριοι τύποι παραγώγων είναι α) τα δικαιώματα (options), β) συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (futures), γ) τα προθεσμιακά συμβόλαια (forwards) και δ) οι συμφωνίες ανταλλαγής χρηματορροών (swaps).

4. Χρήμα Και Συνάλλαγμα

Όπως γνωρίζουμε χρήμα θεωρείται οτιδήποτε το οποίο χρησιμοποιείται ως μέσο πληρωμής συναλλαγών. Οι τρεις κύριοι τύποι χρήματος στις μέρες μας, είναι τα κέρματα και τραπεζογραμμάτια που χρησιμοποιούμε για να διακανονίσουμε τις καθημερινές μας συναλλαγές, το συνάλλαγμα και οι τραπεζικές καταθέσεις (διότι τις χρησιμοποιούμε ως μέσο πληρωμών), οι οποίες αποτελούν ουσιαστικά την απόδειξη χρέους κάποιου χρηματοοικονομικού ιδρύματος.

¹³ Ενώ τα εργαλεία της κεφαλαιαγοράς έχουν διάρκεια πάνω από ένα έτος.

5. ΟΙ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ

Στις συναλλαγματικές αγορές γίνονται συναλλαγές με αντικείμενο την μετατροπή μιας ποσότητας ενός νομίσματος σε ένα άλλο, για αυτό το λόγο είναι ιδιαίτερα σημαντικές για το διεθνές εμπόριο.

Αποτελούν μη οργανωμένες αγορές (OTC, Over The Counter), διότι δεν υπάρχει μια επίσημη χρηματιστηριακή αγορά στην οποία να διαπραγματεύονται οι συναλλαγματικές ισοτιμίες.

Υπάρχουν δύο τύποι αγορών συναλλαγματικών ισοτιμιών, η τρέχουσα (spot) και η προθεσμιακή (forward) αγορά. Στην τρέχουσα αγορά η παράδοση γίνεται μέσα σε μία με δύο μέρες ανάλογα με τα εμπλεκόμενα νομίσματα. Ενώ συναλλαγές κατά τις οποίες έχει συμφωνηθεί παράδοση μετά από περισσότερες μέρες θεωρούνται προθεσμιακές (ανήκουν στην προθεσμιακή αγορά).

Οι συναλλαγματικές αγορές κυριαρχούνται από μεγάλα τραπεζικά ιδρύματα τα οποία λειτουργούν και ως ειδικοί διαπραγματευτές δηλαδή δίνουν μία τιμή αγοράς και μία τιμή πώλησης στις οποίες είναι υποχρεωμένα να κάνουν έπειτα τις ανάλογες συναλλαγές (αγοράς ή πώλησης). Αυτό το κυρίαρχο μέρος της αγοράς (που αποτελεί αγορά 'χονδρικής', wholesale) τα μέλη του οποίου δραστηριοποιούνται συνεχώς, συνηθίζεται να καλείται διατραπεζική αγορά (Interbank market) και παρέχει τεράστια ρευστότητα στο σύστημα.

Μια συναλλαγματική ισοτιμία (exchange rate) μας δίνει την τιμή μίας μονάδας ενός νομίσματος σε όρους κάποιου άλλου νομίσματος, την ποσότητα ενός νομίσματος που μπορεί να ανταλλαχθεί με την ποσότητα ενός άλλου. Μια άμεση συναλλαγματική ισοτιμία (direct) μας δίνει την τιμή μίας μονάδας ξένου νομίσματος σε όρους του εγχώριου (και η μη άμεση το αντίστροφο).

Οι προθεσμιακές συναλλαγματικές ισοτιμίες καθορίζονται από τις διαφορές στην καμπύλη απόδοσης των διαφορετικών νομισμάτων. Οι συναλλαγματικές ισοτιμίες που μπορούμε να βρούμε στις σελίδες του οικονομικού τύπου προέρχονται ουσιαστικά από το μέσο των αντίστοιχων εντολών που υπήρχαν στην αγορά μια δεδομένη χρονική στιγμή (π.χ. 12 π.μ.).

Cross Rates, (διασταυρούμενες) ισοτιμίες, καλούνται οι συναλλαγματικές ισοτιμίες δύο νομισμάτων (με την προϋπόθεση ότι κανένα από τα δύο δεν είναι το αμερικανικό δολάριο) οι οποίες εκφράζονται σε όρους κάποιου τρίτου νομίσματος (συνήθως του \$).

6. ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ

Τα χρηματιστήρια παραγώγων μπορούν να χρησιμοποιηθούν (γενικά) για να αντισταθμίσουν τους κινδύνους στους οποίους είναι εκτεθειμένα τα εμπλεκόμενα μέρη (hedging), για κερδοσκοπικούς λόγους μέσω της δημιουργίας θέσεων ανάλογα με τις εκτιμήσεις μας για το μέλλον (speculating) και της πρακτικής της εξισορροπητικής κερδοσκοπίας¹⁴ (arbitrage).

Τα χρηματιστήρια παραγώγων χωρίζονται σε δύο κατηγορίες τα οργανωμένα (formal) και τα μη οργανωμένα (OTC, Over The Counter). Οι κύριες διαφορές των οποίων είναι ότι τα πρώτα έχουν φυσική υπόσταση (όπως τα CBOT, CME κλπ) και κάθε συναλλαγή εκκαθαρίζεται από την αρμόδια εταιρεία εκκαθάρισης επί παραγώγων, ενώ στα μη οργανωμένα (OTC) δεν υπάρχει φυσική ύπαρξη της αγοράς, η οποία συνίσταται ως ένα δίκτυο επικοινωνίας μεταξύ των συμμετεχόντων στην αγορά και όλες οι συναλλαγές έχουν τη μορφή διμερών συμβάσεων (δεν υπάρχει εταιρεία εκκαθάρισης).

Ανάλογα με τη δομή και τη φύση τους τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα μπορούν να χωριστούν σε δύο γενικές κατηγορίες στα προθεσμιακά συμβόλαια (forwards) τα οποία αποτελούνται από εργαλεία που μας επιτρέπουν να 'κλείνουμε' μια τιμή στην οποία θα κάνουμε συναλλαγή στο μέλλον και τα δικαιώματα (options) τα οποία περιλαμβάνουν εργαλεία που επιτρέπουν στον κάτοχό τους (αγοραστή) να αποφασίσει εάν θα τα εκτελέσει χρησιμοποιώντας την προκαθορισμένη τιμή εκτέλεσης του συμβολαίου (ανάλογα με το αν είναι συμφέρουσα).

¹⁴ σύμφωνα με την οποία ο επενδυτής μπορεί και ανακαλύπτει (στιγμιαία) φαινόμενα κατά τα οποία κάποιο κεφαλαιουχικό στοιχείο διαπραγματεύεται με διαφορετική τιμή σε διαφορετικές αγορές και έτσι παίρνοντας τις κατάλληλες θέσεις αποκομίζει κέρδος χωρίς ουσιαστικά να αναλαμβάνει ρίσκο.

Προθεσμιακές Συμφωνίες

Δικαιώματα

Μη
Οργανωμένες
Αγορές (OTC)

Οργανωμένες
Αγορές

<ul style="list-style-type: none"># Συμφωνίες επιτοκίων# Προθεσμιακές Συμφωνίες Συναλλάγματος# Συμφωνίες ανταλλαγής Χρηματοροών (SWAPS)	<ul style="list-style-type: none"># δικαιώματα επιτοκίου μέγιστης και ελάχιστης αξίας (caps, floors, collars)# Δικαιώματα επί Συναλλάγματος# Δικαιώματα επί SWAPS και άλλα υβριδικά δικαιώματα
Συμβόλαιο Μελλοντικής Εκπλήρωσης επί : <ul style="list-style-type: none"># Μετοχών, ομολόγων, πιστοποιητικών καταθέσεων, δεικτών κλπ# Συναλλάγματος	Δικαιώματα Προαίρεσης επί : <ul style="list-style-type: none"># Μετοχών, ομολόγων, πιστοποιητικών καταθέσεων, δεικτών κλπ# Συναλλάγματος

Οι κύριοι συμμετέχοντες στα χρηματιστήρια παραγώγων είναι:

1. Ασφαλιστικές εταιρείες (Insurance companies)
2. Εμπορικές τράπεζες (Commercial Banks)
3. Επενδυτικές τράπεζες (Investment Banks)
4. Εταιρείες Επενδύσεων (Securities Firms)
5. Αμοιβαία Κεφάλαια (Mutual Funds)
6. Άλλοι Θεσμικοί επενδυτές

Παράγωγα που διαπραγματεύονται
σε οργανωμένες αγορές

Παράγωγα που διαπραγματεύονται
σε μη οργανωμένες αγορές

<ul style="list-style-type: none"># Τα σύμβολα φέρουν τυποποιημένα και συγκεκριμένα χαρακτηριστικά# Αφορούν τα κυριότερα χρηματοοικονομικά στοιχεία και πρώτες ύλες# Προκαθορισμένες διάρκειες και ημερομηνίες λήξης# Σχετικά μικρές ληκτότητες# Η διαπραγματεύσή τους παρακολουθείται μέσω των χρηματιστηρίων# Πολύ εύκολα ρευστοποιήσιμα# Μικρός κίνδυνος αθέτησης (λόγω της ύπαρξης εταιριών εκκαθάρισης)	<ul style="list-style-type: none"># Τα σύμβολα καθορίζονται ανάλογα με τις ανάγκες (μη τυποποιημένα)# Αφορούν κάποια χρηματοοικονομικά στοιχεία και# Μεγάλη ευελιξία όσον αφορά την ημερομηνία λήξης# Μεσαίες και μικρότερες ληκτότητες# Διμερείς συμβάσεις για τις οποίες δεν υπάρχουν πολλά δημόσια διαθέσιμα στοιχεία# Μικρότερη ρευστότητα και αρκετά μικρή στα υβριδικά εργαλεία# Υφίσταται κίνδυνος αθέτησης
--	--

7. ΠΑΓΚΟΣΜΙΟΠΟΙΗΣΗ ΤΩΝ ΑΓΟΡΩΝ

Η έννοια της παγκοσμιοποίησης των κεφαλαιαγορών συνίσταται ουσιαστικά στην συνεχιζόμενη διαδικασία ενοποίησης τους με απώτερο σκοπό την δημιουργία μιας ενιαίας παγκόσμιας κεφαλαιαγοράς. Ως αποτέλεσμα αυτού του φαινομένου οι εταιρίες οι οποίες θέλουν να αντλήσουν κεφάλαια μέσω των κεφαλαιαγορών, όπως και οι επενδυτές που θέλουν να επενδύσουν σε χρηματοοικονομικά στοιχεία δεν είναι πλέον αναγκασμένοι να περιορίζονται στα όρια των εγχώριων αγορών, αλλά μπορούν να στραφούν και στην παγκόσμια αγορά (σε μεγάλο πλέον βαθμό).

Οι Κυριότεροι Παράγοντες Που Οδηγούν Στην Παγκοσμιοποίηση Των Αγορών.

1. Η φιλελευθεροποίηση (deregulation) των αγορών (μέσω της κατάργησης των περιορισμών της ελεύθερης κίνησης των κεφαλαίων) και οι πρωτοβουλίες-καινοτομίες των συμμετεχόντων στις σημαντικότερες κεφαλαιαγορές, οι οποίες προκλήθηκαν κυρίως από την πίεση του παγκόσμιου ανταγωνισμού και την προσπάθεια να καταστούν οι χρηματοοικονομικές τους εταιρίες περισσότερο ανταγωνιστικές παγκοσμίως. Παραδείγματα τέτοιων ενεργειών αποτελούν η δημιουργία της ONE (ενιαίο νόμισμα στις περισσότερες χώρες μέλη της Ε.Ε. το 2000), η NAFTA (North American Free Trade Agreement, ελεύθερη κίνηση κεφαλαίων ανάμεσα στις ΗΠΑ τον Καναδά και το Μεξικό), η Andean Community (στην Νότια Αμερική) και η Asian Economic Cooperation (ανάμεσα στις χώρες τις νοτιοανατολικής Ασίας).
2. Η τεχνολογική πρόοδος και οι τεχνολογικές καινοτομίες, οι οποίες αύξησαν την αποτελεσματικότητα και βοήθησαν την πορεία της ενοποίησης των κεφαλαιαγορών. Οι πρόσφατες εξελίξεις στον χώρο των τηλεπικοινωνιών και της επιστήμης των ηλεκτρονικών υπολογιστών, καθιστούν εφικτή την άμεση εκτέλεση και

παρακολούθηση εντολών, την άμεση ροή πληροφόρησης πραγματικού χρόνου (real time) και την δυνατότητα δημιουργίας χρηματοοικονομικών αναλύσεων, παγκοσμίως.

3. Την τάση που επικρατεί να ‘κυριαρχούν’ οι θεσμικοί επενδυτές έναντι των ιδιωτών με όλα τα οφέλη που αυτή συνεπάγεται. Διότι ενώ παλαιότερα κυριαρχούσαν (μεγαλύτερο μερίδιο της αγοράς) οι ιδιώτες επενδυτές, ολοένα και περισσότερο σημαντικό ρόλο παίζουν πλέον οι θεσμικοί επενδυτές. Με απόρροια αυτού του γεγονότος την αυξημένη ροή κεφαλαίων προς ξένες αγορές παγκοσμίως, κάτι που οφείλεται κυρίως στην προσπάθεια των θεσμικών επενδυτών να επιλέγουν καλύτερες επενδύσεις (με καλύτερη σχέση κινδύνου απόδοσης), οι οποίες μπορεί να βρίσκονται και εκτός των συνόρων των εγχώριων αγορών.

Εγχώριες Και Παγκόσμια Κεφαλαιαγορά¹⁵

Οι εθνικές κεφαλαιαγορές μπορούν να διαχωριστούν στις εγχώριες κεφαλαιαγορές στις οποίες είναι εισηγμένες μόνο εγχώριες εταιρείες και τις εξωτερικές αγορές στις οποίες είναι εισηγμένες ξένες εταιρείες (όπως το ‘Yankee market’ στις ΗΠΑ, το ‘Samurai market’ στην Ιαπωνία το ‘Bulldog market’ στο Ηνωμένο Βασίλειο και άλλες).

Στην παγκόσμια κεφαλαιαγορά διαπραγματεύονται χρεόγραφα τα οποία εκδίδονται ταυτοχρόνως σε πολλές κεφαλαιαγορές και δεν υπάγονται στη νομοθεσία κανενός συγκεκριμένου κράτους. Συνήθως αναφερόμαστε στην παγκόσμια κεφαλαιαγορά με τους όρους offshore market ή συχνότερα Euromarket (διότι αν και δεν περιορίζεται μόνο στις χώρες της ΟΝΕ, από εκεί ξεκίνησε η δημιουργία και η έννοια της παγκόσμιας κεφαλαιαγοράς).

¹⁵ Capital Markets Institutions and Instruments F. Fabozzi F. Modigliani (1996)
chapter 1 p.14

8. ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙΝΟΤΟΜΙΑ

Μετά τη δεκαετία του 1960 και ιδιαίτερα από το 1970 (μετά την κατάρρευση του συστήματος των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών) έχουν επιτευχθεί πολυάριθμες σημαντικές χρηματοοικονομικές καινοτομίες. Στην διεθνή βιβλιογραφία έχουν προταθεί διαφορετικές κατηγοριοποιήσεις των χρηματοοικονομικών καινοτομιών. Σύμφωνα με το οικονομικό συμβούλιο του Καναδά¹⁶ (Economic Council of Canada) υπάρχουν τέσσερις κατηγορίες χρηματοοικονομικών προϊόντων εργαλείων.

Στην πρώτη κατηγορία εντάσσονται τα εργαλεία τα οποία εξασφαλίζουν περισσότερη ρευστότητα και αύξηση των επενδυμένων κεφαλαίων στο σύστημα, διότι προκαλούν την είσοδο νέων κεφαλαίων και παρέχουν νέους τρόπους άντλησης κεφαλαίων (market-broadening instruments). Στην δεύτερη κατηγορία περιλαμβάνονται τα χρηματοοικονομικά εργαλεία που στοχεύουν στην μεταφορά χρηματοοικονομικών κινδύνων σε ιδρύματα τα οποία μπορούν να τους διαχειριστούν καλύτερα, επειδή είτε αποστρέφονται λιγότερο τον κίνδυνο, είτε με την υιοθέτηση αυτών των κινδύνων μειώνουν τον συνολικό κίνδυνο στον οποίο είναι εκτεθειμένα (offsetting exposure) λόγω της αλληλεπίδρασης μεταξύ τους (risk management instruments). Τέλος στην τρίτη κατηγορία κατατάσσονται τα εργαλεία και οι διαδικασίες που σχετίζονται με την πρακτική της εξισοροποιητικής κερδοσκοπίας (arbitraging instruments and processes).

¹⁶ Globalization and Canada's Financial Markets (Ottawa, Canada: Supply and Services, Canada 1989) p.32)

Λόγοι Που Οδήγησαν Στην Χρηματοοικονομική Καινοτομία

Σύμφωνα με τον Ian Cooper¹⁷ υπάρχουν δύο ακραίες απόψεις σύμφωνα με τον λόγο άνθισης της χρηματοοικονομικής καινοτομίας. Η πρώτη υποστηρίζει ότι ο κύριος άξονας είναι η διάθεση εκ μέρους των συμμετεχόντων στην αγορά να παρακάμψουν την νομοθεσία και να ανακαλύψουν τρόπους, μέσω κενών της φορολογικής νομοθεσίας να αποφύγουν κάποιους φόρους. Ενώ κατά την άλλη θεώρηση ο κύριος λόγος άνθισης είναι η εύρεση νέων καινοτόμων χρηματοοικονομικών εργαλείων που θα μπορούν αποτελεσματικότερα να επιτυγχάνουν την μεταφορά κινδύνου μεταξύ των συμμετεχόντων στην αγορά. Οι κυριότεροι παράγοντες που οδήγησαν και συνεχίζουν να οδηγούν στην ανακάλυψη νέων χρηματοοικονομικών προϊόντων¹⁸

1. Η αυξημένη μεταβλητότητα του ύψους των επιτοκίων, των τιμών των μετοχών και των συναλλαγματικών ισοτιμιών.
2. Η τεχνολογική πρόοδος στην επιστήμη των ηλεκτρονικών υπολογιστών και των τηλεπικοινωνιών
3. Η μεγαλύτερη εξειδίκευση και η καλύτερη εκπαίδευση στους κόλπους των επαγγελματιών της αγοράς.
4. Ο ολοένα εντεινόμενος ανταγωνισμός στο πεδίο της παροχής υπηρεσιών χρηματοοικονομικής διαμεσολάβησης.
5. Η διάθεση παράκαμψης περιοριστικών νομοθεσιών και η πληρωμή μικρότερων φόρων.¹⁹
6. Η αλλαγή του τρόπου κατανομής του πλούτου (changing global patterns of financial wealth).

Η ικανότητα της διάσπασης ενός χρηματοοικονομικού ή εμπορικού προϊόντος στις διάφορες χρηματορροές και τις εκθέσεις του στους κίνδυνους, οδήγησαν

¹⁷ Ian Cooper, 'Financial Innovations : New Market Instruments', Oxford Review of Economic Policy (Nov 1986)

¹⁸ Ian Cooper, 'Financial Innovations : New Market Instruments', Oxford Review of Economic Policy (Nov 1986) πίνακας 9

¹⁹ Taxes and Regulations as Impulses to Innovation (p 5) Περισσότερα στο: Financial Innovations & Market Volatility, Merton H. Miller (1991)

στον διαχωρισμό των μεμονωμένων αυτών στοιχείων και την αγοραπωλησία τους (trade) ως strips (πχ την ξεχωριστή αγοραπωλησία των τοκομεριδίων και ενός ομολόγου χωρίς τοκομερίδιο, ενώ αρχικά ήταν τα στοιχεία που αποτελούσαν ένα ομόλογο με τοκομερίδιο) και χρηματοοικονομικά παράγωγα ή ακόμα και το ‘πακετάρισμά’ τους με σκοπό τη δημιουργία νέων δομημένων χρηματοοικονομικών προϊόντων που κατασκευάζονται για να ικανοποιούν συγκεκριμένες ανάγκες.

Όσο ο παγκόσμιος πλούτος συνεχίζει να αυξάνεται (κατά την τελευταία 20 ετία), η ζήτηση χρηματοοικονομικών προϊόντων και υπηρεσιών έχει αυξηθεί προκαλώντας και την πρακτική της τιτλοποίησης (securitization)²⁰

Η αύξηση του μέσου όρου ηλικίας στις αναπτυγμένες οικονομίες (χώρες) και τα προβλήματα που εμφανίζονται στον κλάδο των συνταξιοδοτικών ταμείων ευνοούν την τάση να προγραμματίσουν για το μέλλον τους περισσότεροι μέσω ατομικών επενδυτικών προγραμμάτων.

Η ενοποίηση των εργασιών διαφορετικών τύπων εταιρειών του χρηματοοικονομικού τομέα έχει υλοποιηθεί κατά κύριο λόγο, λόγω της ύπαρξης μιας πληθώρας χρηματοοικονομικών προϊόντων με διαφορετικές προδιαγραφές και σκοπούς (shades and colors).

Τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα παρέχουν την δυνατότητα της μετατροπής των κεφαλαιουχικών στοιχείων και υποχρεώσεων με σκοπό την καλύτερευση των ιδιοτήτων (κινδύνου απόδοσης) των χαρτοφυλακίων και της καθαρής θέσης των χρηματοοικονομικών και εμπορικών εταιρειών.

Επίσης σύμφωνα με τα πλέον πρόσφατα δεδομένα²¹ φαίνεται ότι οι μικρότερες εταιρείες δημιουργούν μεγάλο μέρος των συνολικών καινοτομιών. Ενώ οι λιγότερο επικερδείς επιχειρήσεις είναι περισσότερο καινοτόμες, (κάτι που

²⁰ διαδικασία μέσω της οποίας αντικαθίστανται τα δάνεια με τίτλους οι οποίοι αγοράζονται από επενδυτές (Τράπεζες ή χρηματοδοτικούς Οργανισμούς), εμφανίζεται με δύο μορφές 1) άμεση έκδοση των τίτλων και 2) με το “πακετάρισμα” των δανείων (από τις Τράπεζες ή από τους χρηματοδοτικούς Οργανισμούς)

²¹The new financial thing: The origins of financial innovations, Josh Lerner
Journal of Financial Economics 79 (2006) 223–255

οφείλεται στις μεγάλες δαπάνες για έρευνα και ανάπτυξη που απαιτούνται), αλλά μετά την αξιοποίηση των καινοτομιών τους η κερδοφορία τους βελτιώνεται σημαντικά. Τέλος οι παλαιότερες επιχειρήσεις, που χαρακτηρίζονται από μικρή μόχλευση και δραστηριοποιούνται σε περιοχές που εμφανίζονται αυξημένη καινοτόμο δραστηριότητα, τείνουν να καινοτομούν περισσότερο.

Το συνολικό μέγεθος των παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων στα χαρτοφυλάκια των τραπεζικών ιδρυμάτων και οργανισμών αυξάνεται λόγω των χρηματοοικονομικών καινοτομιών. Ακόμη η αυξημένη ρευστότητα (που προκαλεί η χρήση των καινοτόμων αυτών προϊόντων) ωθεί τα τραπεζικά ιδρύματα στην παροχή δανείων υψηλότερου κινδύνου (όπως venture capital κλπ) χωρίς ωστόσο να μπορούμε να ισχυριστούμε ότι ο συνολικός κίνδυνος που υφίστανται αυτά τα ιδρύματα αυξάνεται ή μειώνεται λόγω αυτής της τάσης²².

²²The new financial thing: The origins of financial innovations
Josh Lerner, *Journal of Financial Economics* 79 (2006) 223–255

9. Η 19^Η ΟΚΤΩΒΡΙΟΥ ΤΟΥ 1987

Η αγορά των Ηνωμένων Πολιτειών από τον Ιανουάριο μέχρι τον Αύγουστο του 1987 ‘κατέγραψε’ μια άνοδο της τάξης του 30% (ή αύξηση της κεφαλαιοποίησης κατά 600 δις δολάρια). Επικράτησαν συνθήκες πανικού την 19^η Οκτωβρίου του 1987 ακόμα και σε χώρες όπου δε γινόταν χρήση της ασφάλισης χαρτοφυλακίου (portfolio insurance) μέσω πράξεων επί προθεσμιακών συμβολαίων επί δεικτών (index futures).

Την 19^η Οκτωβρίου του 1987 συνέβη η μεγαλύτερη ημερήσια πτώση όλων των εποχών (508 μονάδες ή 22%) τα άσχημα νέα που προηγήθηκαν ήταν αρκετά²³ αλλά στην παρούσα εργασία θα επικεντρωθούμε στο ρόλο που έπαιξε η χρήση των προθεσμιακών συμβολαίων επί δεικτών.

Ο Alan Greenspan (Board Chairman of Federal Reserve στις 2 Φεβρουαρίου 1988²⁴) είχε διατυπώσει την άποψη ότι εφόσον τα παράγωγα προϊόντα στο βαθμό που μας βοηθούν να επιτυγχάνουμε καλύτερη κατανομή κινδύνου, μπορούν να καταστήσουν ελκυστικότερες τις επενδύσεις σε μετοχικούς τίτλους (σε επενδυτές που είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν κάποιον κίνδυνο), ενθαρρύνοντας τους και ωθώντας τους στο να διατηρούν μεγαλύτερες θέσεις σε μετοχικούς τίτλους.

Για αυτό το λόγο, κάποιοι διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων αύξησαν τις θέσεις τους σε μετοχικούς τίτλους σε σχέση με τις θέσεις σε τίτλους σταθερού εισοδήματος, αναλαμβάνοντας ταυτόχρονα κάποιες θέσεις στα παράγωγα για ασφάλιση-αντιστάθμιση χαρτοφυλακίου (αν και αυτή η αύξηση ακόμα και αν είχε λάβει μέρος ολόκληρη μόνο το 1987 θα αντιπροσώπευε ποσοστό μικρότερο από το 5% τις συνολικής ετήσιας αύξησης).

²³ Για την απαρίθμηση τους βλέπε ‘Money, Greed, And Risk: Why Financial Crises and Crashes Happen’ Charles R. Morris, Times Business chapter 3, p 146-147

²⁴ Testimony Before the Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs

Ο Ρόλος Των Προθεσμιακών Συμβολαίων Επί Δεικτών Στο Κραχ Του 1987 (19-20 Οκτωβρίου)²⁵

Παρόλο που πολλοί εκείνη την εποχή πίστευαν ότι το κραχ της 19^{ης} Οκτωβρίου ξεκίνησε από την αγορά του Σικάγο και έπειτα έπληξε και την spot (τρέχουσα) αγορά της Νέας Υόρκης (NYSE) λόγω της εξισοροποιητικής κερδοσκοπίας στους δείκτες, (η οποία γινόταν μέσω συστημάτων αυτόματων συναλλαγών), κάτι τέτοιο δεν ισχύει καθότι μια λεπτομερέστερη εξέταση των δεδομένων καταδεικνύει ότι το κύμα πωλήσεων έπληξε τις δύο αγορές ταυτοχρόνως.

Ο κύριος λόγος για τον οποίο υπήρχε αυτή η λανθασμένη αντίληψη είναι ότι στην αγορά της Νέας Υόρκης, ο μεγάλος όγκος εντολών πωλήσεων που είχε δοθεί πριν να ανοίξει η αγορά την Μαύρη Δευτέρα το πρωί είχε ως αποτέλεσμα την καθυστέρηση της έναρξης διαπραγμάτευσης πολλών μετοχών του δείκτη SP 500. Έτσι ο υπολογισμός του δείκτη την Δευτέρα το πρωί έγινε με τις τελευταίες διαθέσιμες τιμές των μετοχών που ήταν αναγκαστικά αυτές του κλεισίματος της Παρασκευής! Ενώ οι τιμές του χρηματιστηρίου του Σικάγο ενσωμάτωναν τα νέα δεδομένα.

Επίσης μια επίσημη έρευνα που έγινε από το CME (υπό την μορφή της στατιστικής ανάλυσης του βαθμού συσχέτισης) μεταξύ των συναλλαγών των συνταξιοδοτικών ταμείων, των χρηματιστών (brokers/dealers) και τις μεταβολές των τιμών κατά την 19^η και 20^η Οκτωβρίου, έδειξε ότι δεν υπάρχει στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ τους, έχοντας χρησιμοποιήσει χρονικές περιόδους 50 λεπτών.

Ένα άλλο σημαντικό στοιχείο είναι ότι κατά την Μαύρη Δευτέρα η αγορά παραγώγων του Σικάγο (CME) απορρόφησε ένα μεγάλο μέρος της πτωτικής τάσης που επέφερε ο τεράστιος όγκος των πωλήσεων. Διότι ενώ κάποια πίεση όντως προήλθε από την πώληση προθεσμιακών συμβολαίων κυρίως για ασφάλιση-αντιστάθμιση χαρτοφυλακίων και εξισοροποιητική κερδοσκοπία

²⁵ Final Report of the Committee of Inquiry Appointed by the Chicago Mercantile Exchange to Examine the Events Surrounding October 19, 1987
Merton Miller, Burton Malkiel, Myron Scholes and John D. Hawke.

στον SP 500 πίεσε μερικώς το NYSE. Ένας μεγάλος όγκος αντίστοιχος των 85 εκατομμυρίων μετοχών που αντιστοιχούσε στο 14% του ημερήσιου τζίρου του NYSE και στο 57% του ημερήσιου τζίρου των ΣΜΕ στον SP 500 στην αγορά του Σικάγου (CME), απορροφήθηκε από τους ειδικούς διαπραγματευτές (market makers), λοιπούς μεσολαβητές (day traders), τραπεζικά ιδρύματα τα οποία αντισταθμίζουν το κόστος των προσδοκώμενων δανείων με το 'κλείδωμα' των τρεχουσών επιτοκίων (anticipatory hedgers) και από κερδοσκόπους.

Τέλος οι κύριοι παράγοντες που οδήγησαν στην σημαντική ανάκαμψη της αγοράς της Νέας Υόρκης το απόγευμα της επομένης μέρας πιστεύεται ότι είναι οι ανακοινώσεις για μεγάλες αγορές ιδίων μετοχών από πολλές εισιγμένες και οι ενέσεις ρευστότητας που είχε εξαγγείλει η Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ (FED) με σκοπό την παροχή της απαραίτητης ρευστότητας προς τα τραπεζικά ιδρύματα, και όχι οι χειρισμοί που αφορούσαν την αγορά των παραγώγων του Σικάγο²⁶. Κάτι που υποστηρίζουν και τα ευρήματα της έκθεση της CFTC (Commodity Futures Trading Commission) αναφέρει ότι κατά την περίοδο που ακολούθησε το κράχ η μεταβλητότητα ήταν εξαιρετικά έντονη ενώ τα αυτοματοποιημένα συστήματα συναλλαγών ουσιαστικά ήταν εκτός λειτουργίας.²⁷

Αξιοσημείωτο είναι το γεγονός ότι ο Οκτώβριος του 1987 μόνος μήνας (στην ιστορία των κεφαλαιαγορών) κατά τον οποίο όλες οι χρηματιστηριακές αγορές του κόσμου κινήθηκαν με τον ίδιο τρόπο (to the same direction)²⁸

²⁶ Όπως η 40λεπτη διακοπή διαπραγμάτευσης και οι διάφορες ρυθμίσεις (περιορισμοί) που τέθηκαν.

²⁷ CFTC report, pp 107-136 και περισσότερα στο Report on Program Trading : An Analysis of Inter day Relationships Sanford Grossman

²⁸ Roll, Richard W. 'The International Crash of October 1987' in Black Monday and the Future of Financial Markets, R. W. Kamhais, R. C Kormendi, and J. H. Watson (eds), Chicago Dow Jones Irwin 1988.

10. ΆΛΛΕΣ ΜΕΓΑΛΕΣ ΚΡΙΣΕΙΣ

Λίγα Λόγια Για Τις Κρίσεις Του 1929 Και 1946

Την Μαύρη Τρίτη 24 Οκτωβρίου του 1929 το χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης (NYSE) έπεσε 39 μονάδες ή 9% ημερησίως σε μια συνεδρίαση που κυριαρχούνταν από πανικό και μεγάλο όγκο εντολών πωλήσεων.

Γενικά οι αποτιμήσεις στην αγορά δεν ήταν υπερβολικά υψηλές εκείνο το διάστημα και το επιχειρηματικό περιβάλλον θα μπορούσε να χαρακτηριστεί ευνοϊκό. Όμως αυτό που φαίνεται να οδήγησε την αγορά στο φαινόμενο της 24^{ης} Οκτωβρίου 1929 ήταν ότι οι εταιρείες του δημοσίου τομέα ήταν υπερτιμημένες και εμφάνιζαν και υψηλή μόχλευση) σε συνδυασμό με τις συνεχείς αναφορές του τύπου και των κυβερνώντων (governmental officials) ότι στην αγορά επικρατούσαν κερδοσκοπικά παιχνίδια.²⁹

Ένας από τους κύριους λόγους που αναφέρεται ότι οδήγησαν στην πτώση του 1946 (Τρίτη 3 Σεπτεμβρίου 1946) φαίνεται πως ήταν η Dow Theory (θεωρία με βάση την οποία όταν ο DJIA, ο DJTA και ο DJUA ταυτοχρόνως έπεφταν κάτω από τις τιμές στις οποίες εμφάνιζαν αντίσταση, έδιναν σήμα εκκίνησης μιας πτωτικής αγοράς (bear market). Φαινόμενο το οποίο είχε εμφανισθεί την Παρασκευή 29 Αυγούστου 1946 που ήταν η τελευταία μέρα διαπραγμάτευσης πριν την Τρίτη 3 (διότι η Δευτέρα ήταν αργία).

²⁹ 'The Causes of the 1929 Stock Market Crash : A Speculative Orgy or a New Era?'
Harold Bierman, Jr
Contributions in Economics and Economic History, Number 195 Greenwood Press

Η Κρίση Στην Ρωσία (Αύγουστος 1998)

Η χρηματοοικονομική κρίση στην Ρωσία (17 Αυγούστου 1998) είχε προκληθεί (exacerbated) σε ένα βαθμό από την παγκόσμια ύφεση που επικρατούσε εκείνη την εποχή, η οποία ξεκίνησε από την κρίση στην Ασία (Ιούλιος 1997). Ο κύριος παράγοντας που ουσιαστικά οδήγησε στην κρίση της Ρωσίας σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία ήταν η μη πληρωμή των φορολογικών υποχρεώσεων των εταιρειών του κλάδου της ενέργειας και παραγωγής και όχι από μόνο του το γεγονός της πτώσης της τιμής του μαύρου χρυσού. Επιπρόσθετα το περιβάλλον την εποχή πριν από την κρίση δεν ήταν το καλύτερο. (πίνακας 1).

Πίνακας 2 Συνθήκες Που Επικρατούσαν Και Γεγονότα Που Συνέβησαν Πριν Την Κρίση

1. Η ολοένα και μειούμενη παραγωγικότητα.
2. Η διατήρηση σταθερής ισοτιμίας με τα ξένα νομίσματα, η οποία ήταν πολλή υψηλή σε σχέση με τις επικρατούσες συνθήκες.
3. Τα χρόνια δημοσιονομικά ελλείμματα που εμφάνιζε η χώρα.
4. Μια πολιτική κρίση, που ξέσπασε από την αντικατάσταση του πρωθυπουργού και όλου το υπουργικού συμβουλίου (από τον πρόεδρο Boris Yeltsin)
5. Ο καλπάζων πληθωρισμός που επικρατούσε στη χώρα (από 0,2% τον Ιούλιο σε 15% τον Αύγουστο του 1998).

Πρέπει να σημειωθεί ότι τελικά ο πληθωρισμός έφτασε το 84% μέσα στο 1998 και ότι το γεγονός που έδωσε το έναυσμα θα λέγαμε για την εκδήλωση της συγκεκριμένης κρίσης ήταν η ανακοίνωση εκ στόματος του πρωθυπουργού Kirilenko ότι το ρούβλι θα αφηνόταν να υποτιμηθεί κατά 34% μέχρι το τέλος του έτους. Στη συνέχεια και συγκεκριμένα στις 26 Αυγούστου του 1998 η κεντρική τράπεζα της Ρωσίας ανακοίνωσε ότι αδυνατούσε να στηρίξει

περαιτέρω το ρούβλι το οποίο σε λιγότερο από ένα μήνα βρέθηκε να έχει υποτιμηθεί κατά 300% περίπου!

Η Ασιατική Κρίση Του 1997 & Γενικά Συμπεράσματα Επι Των Χρηματοοικονομικών Κρίσεων

Η Ασιατική κρίση του 1997 οδήγησε ολόκληρη την ασιατική ήπειρο σε μια παρατεταμένη πορεία νομισματικών υποτιμήσεων και πτώσεως των χρηματιστηριακών αγορών, με αποτέλεσμα ολέθριες συνέπειες για την πραγματική οικονομία. Η κρίση ξέσπασε αρχικά μέσω της υποτίμησης του baht (το νόμισμα της Ταϊλάνδης). Συγκεκριμένα στις 2 Ιουλίου του 1997 η κεντρική τράπεζα της Ταϊλάνδης λόγω έλλειψης συναλλαγματικών διαθεσίμων άφησε την συναλλαγματική ισοτιμία του εγχώριου νομίσματος να κινηθεί ελεύθερα. Έτσι οι υπόλοιπες ασιατικές οικονομίες που δεν είχαν ακόμα πληγεί (όπως Μαλαισία, Κορέα κλπ) ίσως να είχαν την ευκαιρία να πάρουν κάποια μέτρα πρόληψης ενάντια σε μια επικείμενη υποτίμηση των νομισμάτων τους, όμως θα έπρεπε να λάβουμε υπόψη μας ότι μια γενικευμένη κρίση σε ολόκληρη την Ασία δεν θα έπρεπε εκ των υστέρων να θεωρείται αναμενόμενη. Σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία ο κύριος παράγοντας που οδήγησε στην κρίση του 1997 ήταν το dump bank lending (δηλαδή ο δανεισμός σε πρόσωπα με μειωμένη πιστοληπτική ικανότητα που κυριολεκτικά δεν φαινόταν ικανά να ανταποκριθούν στις δανειακές υποχρεώσεις τους)³⁰.

Εξαιρετικής σημασίας φαντάζει η εξερεύνηση του ρόλου γεγονότων όπως, ο αυξανόμενος αριθμός εμφάνισης extreme events στην Ασιατική ήπειρο και η αυξημένη μεταβλητότητα των χρηματιστηριακών αγορών θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν επιτυχώς (και σε ποιο βαθμό) ως σήματα-ενδείξεις εκδήλωσης και άλλων ακραίων υποτιμήσεων των ασιατικών νομισμάτων.

Σύμφωνα με το άρθρο 'Linkages between extreme stock market and currency returns' των Phornchanok Cumperayot et al,³¹ μια ακραία (extreme) πτώση στις χρηματιστηριακές αναδυόμενες αγορές ευνοεί την εμφάνιση μιας ακραίας

³⁰ Φαινόμενο στο οποίο έχουν αναφερθεί πολλοί (συμπεριλαμβανομένου και του Warren Buffet) τον τελευταίο καιρό ότι προκάλεσε το φαινόμενο των sub prime loans μια ανάλυση για το οποίο παραθέτουμε σε παρακάτω ενότητα

³¹ 'Linkages between extreme stock market and currency returns'
Phornchanok Cumperayot, Tjeert Keijzer, Roy Kouwenberg
Journal of International Money and Finance 25 (2006) 528-550

(extreme) υποτίμησης του εγχώριου νομίσματος, κατά την ίδια μέρα. Γεγονός που μάλλον οφείλεται στις αυξημένες ροές κεφαλαίων, από την ημεδαπή στην αλλοδαπή (λόγω των ρευστοποιήσεων στις χρηματιστηριακές αγορές, από τους ξένους κυρίως επενδυτές), και στην αναμφισβήτητη ικανότητα που έχουν οι χρηματιστηριακές αγορές να ενσωματώνουν τις μελλοντικές εκτιμήσεις (στην περίπτωση που εξετάζουμε την υποτίμηση του νομίσματος) πριν αυτές συμβούν. Το αντίστροφο, δηλαδή μια (extreme) υποτίμηση ενός νομίσματος να προκαλεί μια χρηματιστηριακή (extreme) πτώση δεν μπορεί να στηριχθεί καθαρά από τα δεδομένα. Οι κύριοι λόγοι για τους οποίους υποθέτουμε πως συμβαίνει αυτό είναι ότι μέσω μιας (extreme) υποτίμησης εγχώριου νομίσματος ουσιαστικά θα υπήρχε μια τάση μείωσης των πιθανοτήτων εμφάνισης μιας χρηματιστηριακής πτώσης, λόγω των θετικών επιπτώσεων που προκαλεί η υποτίμηση στην εξαγωγική δραστηριότητα και στην ανάπτυξη μιας χώρας. Ακόμη στην αγορά συναλλάγματος φαίνεται πως υπάρχει εξάπλωση των extreme events ανάμεσα στις χώρες τις ίδιας ηπείρου αλλά περιορισμένες συνέπειες σε χώρες εκτός της (αρχικά) πληγείσας ηπείρου, ενώ τα extreme events (κραχ) στα χρηματιστήρια έχουν μεγάλες επιπτώσεις και εκτός της (αρχικά) πληγείσας ηπείρου, με τα extreme events που συμβαίνουν στην Αμερική να έχουν την ισχυρότερη επίπτωση παγκόσμια (αν και όπως πολλοί πλέον υποστηρίζουν ο κεντρικός ρόλος της Αμερικής, που οφείλεται αυτό, είναι ουσιαστικά ολόένα και μειούμενος).

1. Τα κόστη-ζημιές που προκαλούνται από τα extreme events συνήθως είναι κυριολεκτικά καταστροφικά, πρόσφατα φαιινά παραδείγματα αποτελούν η Tequila crisis το 1994 και η Asian crisis που επέφεραν ολέθριες συνέπειες στις οικονομίες των χωρών τους³²
2. Συνήθως συμβαίνουν τόσο ξαφνικά και εξαπλώνονται με τέτοια ταχύτητα που οι ιθύνοντες θα πρέπει να προσπαθούν να προλαμβάνουν

³² Mussa, M. (1999). Policies to avoid or ameliorate financial crises. *Journal of Policy Modeling*, 21(3), 341–347.

(anticipate) τα φαινόμενα αυτά (τις κρίσεις) ώστε να είναι σε θέση να τα αποτρέψουν, διότι μοιάζει αδύνατο να μπορέσουν τα φαινόμενα αυτά να αντιμετωπιστούν επιτυχώς με μέτρα που θα παρθούν μετά την εμφάνιση των πρώτων συνεπειών τους.

3. Εμφανίζουν μια μικρή ανεξάρτητη (unconditional)πιθανότητα εμφάνισης στοιχείο το οποίο είναι μεν θεμιτό (συμβαίνουν σπάνια), αλλά ταυτοχρόνως δυσκολεύει την διαδικασία πρόληψης τους (θεσπίζοντας τα κατάλληλα μέτρα), διότι δεν θεωρούνται πολύ πιθανά να συμβούν.
- # Ακόμη, όπως μπορούμε να καταλάβουμε από τα 2 και 3, σε περίπτωση εμφάνισης κάποιου extreme event οι ιθύνοντες είναι πολύ πιθανό να κατηγορηθούν ότι δεν πήραν τα κατάλληλα μέτρα για να τα αποτρέψουν. Όμως, αν αποφευχθεί κάποιο extreme event λόγω των κατάλληλων μέτρων που πάρθηκαν, οι ιθύνοντες πάλι μπορεί να κατηγορηθούν, λόγω του ότι τα μέτρα αυτά μπορεί να θεωρηθούν ότι δεν ήταν απαραίτητα (για υπερβάλλον ζήλο).
4. Τέλος τα διαθέσιμα μέτρα πρόληψης των extreme events που έχουν οι ιθύνοντες όπως αναδιάρθρωση του χρηματοοικονομικού συστήματος και διεθνής δανεισμός, αποτελούν από τη φύση τους πολύ κοστοβόρα μέτρα.

Υπάρχουν κάποια μοντέλα που χρησιμοποιούνται για την πρόβλεψη και πρόληψη των extreme events, τα οποία αναφέρονται στην διεθνή βιβλιογραφία ως EWS (Early Warning Systems), και έχουν σκοπό να δίνουν σήματα-ενδείξεις τα οποία αντλούν από την εξέταση των θεμελιωδών (fundamentals) σε συνδυασμό (ή και χωρίς) με κάποιους market indicators που σχετίζονται με την πιθανότητα εμφάνισης μιας χρηματοοικονομικής κρίσης για ένα καθορισμένο μελλοντικό χρονικό διάστημα.

Οι τρεις κυριότεροι παράμετροι που πρέπει να καθοριστούν για τη δημιουργία ενός EWS (Early Warning Systems) παραθέτονται παρακάτω,

1. Το προφίλ κινδύνου και η αντιμετώπιση του ενδεχομένου να μην προβλεφθεί μια κρίση (extreme event).
2. Το χρονικό διάστημα για το οποίο θέλουμε να διενεργήσουμε την πρόβλεψη με τη χρήση του μοντέλου.
3. και το probability threshold που θα χρησιμοποιήσουμε.

Όσο περισσότεροι σίγουροι θέλουμε να είμαστε (ότι δεν αποτύχουμε να προβλέψουμε μια επερχόμενη κρίση), τόσο μεγαλώνει το χρονικό διάστημα και μικραίνει το probability threshold. Ενώ όσο μεγαλώνει ο χρονικός ορίζοντας τόσο μεγαλύτερο probability threshold απαιτείται (ceteris paribus).

Μέρος 2^ο

Εξέταση Της Κρίσεως Των Ενυπόθηκων Στεγαστικών Δανείων Υψηλού Κινδύνου (Sub Primes)

11. SUB-PRIME LOANS (ΕΝΥΠΟΘΗΚΑ ΣΤΕΓΑΣΤΙΚΑ ΔΑΝΕΙΑ ΥΨΗΛΟΥ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ)

Τα Sub-Prime loans (δάνεια υψηλού επιχειρηματικού κινδύνου) ουσιαστικά αποτελούν ένα είδος δανείου το οποίο φέρει μεγαλύτερα έξοδα (δανείου) και επιτόκιο από τα συνηθισμένα δάνεια και απευθύνεται (συνήθως) σε άτομα τα οποία δεν μπορούν να κάνουν χρήση των παραδοσιακών τύπων δανείων. Τα δάνεια αυτά δινόταν είτε από δανειστές που δεν ασχολούνταν με άλλης κατηγορίας δάνεια, είτε από κάποια μεγάλα πιστωτικά ιδρύματα τα οποία παρείχαν και άλλες κατηγορίες δανείων³³.

Τα επιτόκια των Sub-Prime loans είναι μεγαλύτερα από των συνηθισμένων δανείων κατά κάποιο ποσοστό το οποίο αντικατοπτρίζει τον επιπλέον κίνδυνο που αυτά φέρουν (μεγαλύτερος κίνδυνος καθυστερήσεων πληρωμών αθέτησης και κατάσχεσης)³⁴. Όμως ο επιπλέον αυτός κίνδυνος που πηγάζει από το χαμηλό credit rating (αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας), χαμηλό εισόδημα ή μικρή ακίνητη περιουσία (σε σχέση με το ύψος του δανείου) ή και από άλλους παράγοντες που θέτουν θέμα μη ικανότητας πληρωμής του δανείου εκ μέρους του δανειζόμενου, δεν μετριέται απαραίτητα με τον ίδιο τρόπο από διαφορετικούς sub-prime lenders, καθιστώντας έτσι κρίσιμη (απαραίτητη) την έρευνα αγοράς για τους υποψήφιους sub-prime borrowers (δανειολήπτες).

Τα Sub-Prime loans (δάνεια υψηλού επιχειρηματικού κινδύνου) συνήθως χρησιμοποιούνται ως (με τη μορφή) στεγαστικά δάνεια με υποθήκη του ακινήτου που αγοράζεται. Ακόμη συνήθως περιλαμβάνουν ποινές προεξόφλησης έτσι ώστε η αντικατάστασή τους με άλλα (πιο ευνοϊκά, φθηνότερα) δάνεια ή πρόωρη προεξόφλησή τους να γίνεται αρκετά κοστοβόρα και δύσκολη. Σε κάποια από αυτά απαιτείται μια δυσανάλογα μεγάλη

³³ Αν και σύμφωνα με τους Nichols, Pennington-Cross και Yezer (2005) οι δανειστές τείνουν είτε να παρέχουν αποκλειστικά sub prime δάνεια είτε να μην τα παρέχουν καθόλου (λόγω των αυξημένων κοστών).

³⁴ Σύμφωνα με το MBA (Mortgage Bankers Association) το τρίτο τρίμηνο του 2002 τα sub primes ήταν κατά 5.5 φορές (14,25% αντί 2,54%) πιο πιθανό να εμφανίσουν καθυστερήσεις, και πάνω από 10 φορές (2,08% αντί 0,2%) πιθανότερο να καταλήξουν σε κατάσχεση σε σχέση με τα συνηθισμένα στεγαστικά.

τελευταία δόση (balloon maturities). Ακόμη οι δανειστές των sub-prime δανείων στην προσπάθεια τους να τα καταστήσουν πιο ελκυστικά έθεταν χαμηλά σταθερά επιτόκια τα οποία φαινόταν πολύ ελκυστικά όμως μετά από ένα ή δυο συνήθως χρόνια αυξάνονταν σημαντικά, και εξισωνόταν με την τιμή κάποιου δείκτη συν μια σταθερή προσαύξηση (τα λεγόμενα ARM, Adjustable Rate Mortgages)³⁵ ή παρείχαν δάνεια για την αποπληρωμή των οποίων τα πρώτα χρόνια ο δανειολήπτης ήταν υποχρεωμένος να πληρώνει μόνο τους τόκους (όχι το κεφάλαιο).

Από το 1994 μέχρι το 2003 η χρήση των sub-prime δανείων μεγάλωνε με ετήσιο ρυθμό αύξησης 25% (περίπου κατά 8 φορές συνολικά), κατά τη διάρκεια του 2006 το 13,5% των συνολικών κεφαλαίων ης αγοράς ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων που συνάφθηκαν (νέα δάνεια) χαρακτηρίζονται ως sub-prime και κατά το τέλος του 2006 τα sub-prime δάνεια αποτελούσαν συνολικά το 20% των συνολικών στεγαστικών (600 δισεκατομμύρια στα 3τρισεκατομμύρια δολάρια)³⁶ αποτελώντας, το ταχύτερα αναπτυσσόμενο τμήμα (είδος) της αγοράς ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων.

³⁵ Τα οποία ακόμα και αν τα επιτόκια στην αγορά παρέμεναν σταθερά, στο δεύτερο στάδιο του δανείου αυξανόταν κατά πολύ.

³⁶ Σύμφωνα με το Inside Mortgage Finance (<http://www.imfpubs.com>)

Θετικές Επιδράσεις Των Sub-Prime Loans

Έκαναν την αγορά κατοικίας περισσότερο προσιτή για πολλούς ανθρώπους (από τους οποίους περισσότεροι από τους μισούς εντάσσονται σε μειονότητες) κάποιιοι από τους οποίους χωρίς την ύπαρξη των sub-prime δανείων δεν θα μπορούσαν ποτέ να αποκτήσουν διαφορετικά δικό τους σπίτι. Έτσι πάνω από 9,000 σπίτια αποκτήθηκαν μέσα σε διάστημα δέκα χρόνων (1994-2004)³⁷. Όμως όπως αναφέρουν οι Bocian, D. G., Ernst, K. S., & Li, W.(2007)³⁸ η φυλή-εθνικότητα των δανειοληπτών εμφανίζει στατιστικά σημαντική επίδραση στο κόστος των στεγαστικών ενυπόθηκων δανείων, και ότι η ανισότητα αυτή είναι μεγαλύτερη στα δάνεια με σταθερό επιτόκιο. Συγκεκριμένα κατέληξαν ότι οι Αφροαμερικάνοι και οι Λατινοαμερικάνοι φαίνεται να πλήττονται περισσότερο κάτι στο οποίο συμφωνούν και οι Jackson and Berry³⁹

Μια άλλη σημαντική προέκταση της χρήσης των sub-prime δανείων είναι ότι κάποιος είχε τη δυνατότητα να λάβει ένα sub-prime δάνειο με σκοπό να αποπληρώσει κάποια χρέη του που έφεραν μεγαλύτερους τόκους (όπως χρέη πιστωτικών καρτών κλπ), μη έχοντας άλλη εναλλακτική λύση εξόφλησης τους, αποτελώντας μια πρακτική που θα του επιφέρει σημαντικές μειώσεις του κόστους χρηματοδότησης του και θα τον έβγαζε από τη δύσκολη θέση (πρόβλημα αναχρηματοδότησης του χρέους του).

³⁷ Federal Reserve Board 2004

³⁸ Bocian, D. G., Ernst, K. S., & Li, W., Race, Ethnicity and Subprime Home Loan Pricing, *Journal of Economics and Business* (2007),

³⁹ Jackson, H., Berry, J. and Burlingame, L. (2002) Kickbacks or Compensation: The Case of Yield Spread, Premiums. University of Iowa, College of Law.

12. ΓΕΓΟΝΟΤΑ ΚΑΙ ΟΔΗΓΙΕΣ ΠΟΥ ΠΡΟΕΤΟΙΜΑΣΑΝ ΤΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΤΩΝ SUB-PRIME LOANS

Τα κύρια γεγονότα και οδηγίες που προετοίμασαν το έδαφος για την ανάπτυξη των sub prime δανείων εμφανίζονται παρακάτω στον πίνακα 1

Πίνακας 3 (Γεγονότα Και Οδηγίες Που Ετοίμασαν Το Έδαφος Για Την Ανάπτυξη Των Sub Prime)

<p>1. Η Community Reinvestment Act του 1977 και η μετέπειτα φιλελευθεροποίηση των νομοθετικών κανονισμών θα μπορούσαμε να ισχυριστούμε ότι ουσιαστικά επέδρασαν σαν ένα αρκετά ισχυρό κίνητρο, για τους δανειστές να παρέχουν δάνεια σε υποψήφιους δανειολήπτες χαμηλού εισοδήματος.</p>
<p>2. Η Deregulation and Monetary Control Act (οδηγία που αφορούσε την φιλελευθεροποίηση και τον Νομισματικό έλεγχο) του 1980, επέτρεψε στους δανειστές να ζητούν υψηλότερα επιτόκια από τους δανειολήπτες με χαμηλή πιστοληπτική δυνατότητα (credit score).</p>
<p>3. Μέσω της οδηγίας Alternative Mortgage Transaction Parity Act του 1982, επιτράπηκε η σύναψη δανείων με κυμαινόμενο επιτόκιο και balloon payments.⁴⁰</p>
<p>4. Τέλος με την Tax Reform Act (Φορολογική Μεταρρύθμιση) του 1986 σταμάτησαν να εκπίπτουν φορολογικά οι πληρωμές τόκων καταναλωτικών δανείων ενώ συνέχισαν να εκπίπτουν οι πληρωμές των τόκων στεγαστικών δανείων από το φορολογητέο εισόδημα των δανειοληπτών.</p>

⁴⁰ Δάνειο στο οποίο η τελευταία δόση είναι ασύμμετρα μεγαλύτερη από τις προηγούμενες.

13. ΠΩΣ ΞΕΚΙΝΗΣΕ

Το 2001 η Federal Reserve (Fed, Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ) ξεκίνησε να μειώνει σε μεγάλο βαθμό τα επιτόκια, σε σημείο που το επιτόκιο των χορηγήσεων της έφτασε το 1% το 2003 (ποσοστό το οποίο θεωρείται ουσιαστικά μηδενικό). Ο λόγος για τον οποίο ακολούθησε αυτήν την πολιτική είναι ότι με αυτό τον τρόπο προσδοκούσε να τονώσει την ανάπτυξη μέσω της αύξησης που θα επιτυγχάνονταν στην κατανάλωση και στις επενδύσεις, λόγω των πολύ χαμηλών επιτοκίων.

Εκείνη την περίοδο τα επιτόκια ήταν τόσο χαμηλά που ο τόκος ενός ενυπόθηκου τριακονταετής διάρκειας δανείου σταθερού επιτοκίου ήταν ο χαμηλότερος των τελευταίων 40 ετών, κάτι που έκανε τον κόσμο να πιστεύει ότι είχε ανακαλύψει την φθηνότερη επιλογή χρηματοδότησής του, ευνοώντας σε μεγάλο βαθμό την αγορά των ακινήτων, οι τιμές των οποίων επιδόθηκαν σε ράλι (κυρίως κατά τις αρχές του 2002). Μέσα σε πέντε χρόνια οι τιμές των κατοικιών σε μερικές περιοχές πραγματικά διπλασιάστηκαν, και όλοι όσοι δεν είχαν αγοράσει κάποιο σπίτι ή δεν είχαν αναχρηματοδοτηθεί με τα νέα δεδομένα προσπαθούσαν να μουν και οι ίδιοι στο ξέφρενο παιχνίδι κερδοσκοπίας που είχε ξεσπάσει. Οι μετοχές των κατασκευαστών κατοικιών ενισχύθηκαν σημαντικά, καθώς η ζήτηση για νέες κατοικίες ήταν τόσο μεγάλη που κυριολεκτικά δεν μπορούσε να καλυφθεί⁴¹.

Όμως αρκετά συχνά τα sub-prime δάνεια χρησιμοποιούνται από ανθρώπους που μπορεί μεν να μην έχουν άλλη διαθέσιμη εναλλακτική επιλογή χρηματοδότησης αλλά δεν είναι σε θέση να κατανοήσουν την δομή και τις υποχρεώσεις των δανείων αυτών.

Κάποιες φορές οι δανειολήπτες δεν καταλαβαίνουν ότι το δάνειο το οποίο τους προτείνουν αποτελεί ένα sub-prime δάνειο (με ότι αυτό συνεπάγεται), διότι όπως είναι φυσικό οι sub-prime δανειστές σπάνια αναφέρουν τα δάνειά τους που πωλούν ως sub-prime... Ενώ σε άλλες περιπτώσεις λανθασμένα

⁴¹ Όπως ανέφερε και ο διευθύνων σύμβουλος της Toll Brothers 'όσα σπίτια και αν χτίζαμε όσο και να ανεβάζαμε τις τιμές πάντα βρίσκαμε πολύ πρόθυμους αγοραστές.'

δανείζονταν με sub prime δάνεια ενώ θα μπορούσαν να δανειστούν με χρήση prime (τα συνήθη στεγαστικά) δανείων (διότι πληρούσαν τις απαραίτητες προϋποθέσεις των prime δανειστών). Διότι είτε τους παρουσιάστηκαν αρχικά προσφορές για sub prime δάνεια και δεν ερεύνησαν αν θα μπορούσαν να προσφύγουν σε κανονικό δανεισμό, είτε διότι, επειδή είχαν απορριφθεί από κάποιο χρηματοπιστωτικό ίδρυμα για να αντλήσουν prime δάνεια και λανθασμένα δεν ερεύνησαν αν πληρούσαν τις προϋποθέσεις κάποιου άλλου (ενώ πληρούσαν τις προϋποθέσεις για έναν ή περισσότερους prime δανειστές). Ακόμη μετά από ένα σημείο οι τράπεζες άρχισαν να χαλαρώνουν την πολιτική παροχής στεγαστικών δανείων, λόγω του ότι σκόπευαν να τα πουλήσουν και να καρπωθούν τα κέρδη από τις υπηρεσίες είσπραξης που θα εκτελούσαν για λογαριασμό των επενδυτών που θα τα αγόραζαν υπό την μορφή των δομημένων ομολόγων (τα οποία κάποιοι αναφέρουν και ως Franken-loans). Οι sub-prime δανειστές κάποιες φορές παρέχουν δάνεια χωρίς καν να απαιτούν από τους δανειολήπτες να τους προσκομίσουν τα απαραίτητα δικαιολογητικά που αφορούν το εισόδημά τους, και χωρίς ουσιαστικά να έχουν εξετάσει τι επιπτώσεις που θα υπήρχαν σε περίπτωση αύξησης των επιτοκίων. Επιπροσθέτως σε κάποιες περιπτώσεις παρείχαν δάνεια για το 125% του ακινήτου για το οποίο συνάπτονταν το δάνειο, με τη λογική (δικαιολογία) ότι οι τιμές των ακινήτων αυξάνονταν γοργά εκείνη την εποχή (με μια μέση ετήσια αύξηση της τάξης του 14% ετησίως μέχρι το 2005). Ο Jack M. Guttentag⁴² ιδρυτής της GHR Systems Inc (mortgage technology εταιρείας) είχε αναφερθεί χαρακτηριστικά στους κύριους λόγους (ανθρώπινη απληστία και απερισκεψία) που ώθησαν την κρίση που εξετάζουμε, ως ‘payment myopia’ και ‘disaster myopia’ εκ μέρους των συμμετεχόντων στο φαινόμενο sub prime crisis. Ενώ η Laurie Della Villa Miller (PRG Realty, New Paltz) είχε αναφέρει ότι ‘Οι τράπεζες, δυστυχώς, είχαν δανείσει χρήματα σε ανθρώπους δεν είχαν την δυνατότητα να αντεπεξέλθουν’.

⁴² Prof of Finance Emeritus, Wharton School, University of Pennsylvania

14. ΤΟ ΠΑΚΕΤΑΡΙΣΜΑ ΤΩΝ SUB PRIME ΔΑΝΕΙΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ ΔΟΜΗΜΕΝΩΝ ΟΜΟΛΟΓΩΝ (FRANKEN-LOANS)

Διάφοροι επενδυτικοί οίκοι ανακάλυψαν ότι μπορούσαν να πακετάρουν τα δάνεια αυτά (μαζί με άλλα δάνεια, συνήθως) και να τα πουλήσουν στη δευτερογενή αγορά της Wall Street. Τα χρεόγραφα αυτά έδιναν την δυνατότητα στους αγοραστές τους να κερδίζουν από τις διαφορές των επιτοκίων με τα οποία δανειζόταν (μέσω yen carry trade⁴³ ή κάποιων άλλων σχετικά φθηνών επιλογών δανεισμού) και πληρωνόταν με επιτόκια (κατά μέσο όρο 7-8%) ουσιαστικά έπαιρναν τον ρόλο της τράπεζας. Ακόμη τα χρεόγραφα αυτά παρέχουν την δυνατότητα σε κάποια χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που ήθελαν να αποκτήσουν πρόσβαση στην αγορά κάποιας πολιτείας της Αμερικής, να μπορούν πλέον να αγοράζουν δομημένα χρεόγραφα που περιείχαν δάνεια της περιοχής αυτής (χωρίς να χρειάζεται να ανοίξει δικά της καταστήματα), έτσι τα ομόλογα αυτά μπορούσαν να βρεθούν στα χέρια επενδυτών από όλο τον κόσμο..

Συγκεκριμένα τα mortgage backed χρεόγραφα ουσιαστικά αποτελούν τύπο χρεογράφων που έχει σαν πληρωμές μέρη των εισροών που απορρέουν από κάποιο πάγιο, και εγγύηση το πάγιο (για το οποίο συνάφθηκε το δάνειο). Τα χρεόγραφα αυτού του τύπου πρωτοεμφανίστηκαν πριν από μια εικοσαετία και θεωρούνταν αρκετά ασφαλή λόγω της εγγύησης του παγίου που προσφέρουν. Στη συνέχεια οι διεθνείς οίκοι αξιολόγησης που αναλύουν την πιστοληπτική ικανότητα όπως οι οίκοι Moody's και Standard & Poor's αξιολογούσαν ως 'AAA ή A+' πολλά από τα ABS (Asset Backed Securities), εμφανίζοντάς τα ως μια αρκετά ασφαλή επένδυση, λαμβάνοντας υπέρογκα ποσά για τις υπηρεσίες τους. Συγκεκριμένα με την άνθιση του κλάδου των ακινήτων δημιουργήθηκαν ABS χρεόγραφα τα οποία είχαν αντικείμενο sub prime δάνεια σε συνδυασμό με δάνεια που είχαν επισυναφθεί με σχετικά επισφαλείς πελάτες (less-than-stellar credit). Κατά την δημιουργία ABS χρεογράφων με

⁴³ Το να δανείζεται κανείς σε yen με πολύ χαμηλά επιτόκια (περίπου 1%)

αντικείμενο sub prime δάνεια, τα οποία χωρίζονται σε κατηγορίες ανάλογα με τον κίνδυνο που περικλείουν, είτε ανάλογα με το ποιας χρονικής περιόδου εξοφλήσεις χρησιμοποιούσαν (συγκεκριμένα τα ABS που είχαν ως αντικείμενο τις αρχικές δόσεις sub prime δανείων συνήθως αξιολογούνταν με 'AAA', ενώ αυτά που είχαν αντικείμενο τις τελευταίες δόσεις είχαν μεγαλύτερες αποδόσεις και χειρότερες αξιολογήσεις).

Αξίζει να σημειωθεί πως από τα ABS που είχαν ως αντικείμενο sub prime δάνεια σε συνδυασμό με άλλα δάνεια (μικρού ή μεγάλου κινδύνου), κατέληγαν να πωλούνται στην Wall Street με πολύ υψηλές αξιολογήσεις (το 80% με αξιολόγηση 'A' και καλύτερες!⁴⁴).

Επιπροσθέτως η αυξημένη ρευστότητα που υπήρχε στην αγορά βοηθούσε τους επενδυτικούς οίκους και τους θεσμικούς επενδυτές να δανείζονται ολοένα και περισσότερο, για να είναι σε θέση να δημιουργούν και να προωθούν (οι πρώτοι) και να επενδύουν οι δεύτεροι στα νέα αυτά επενδυτικά προϊόντα που βασίζονταν στα sub prime δάνεια, **αυξάνοντας** με αυτό τον τρόπο την **μόγλευση ολόκληρου του χρηματοοικονομικού συστήματος**.

Ένα νέο είδος τέτοιων νέων επενδυτικών προϊόντων αποτελούν και τα CDO's (Collateralized Debt Obligations). Τα CDO's συνήθως, ήταν μεσαίας ή χαμηλής πιστοληπτικής αξιολόγησης προϊόντα τα οποία στην ουσία είχαν ως αντικείμενο τίτλους(scooped up equity) και κάποιες μεσαίας ή χαμηλής πιστοληπτικής αξιολόγησης κλάσεις MBSs⁴⁵ (Mortgage Backed Securities). Το σημαντικότερο είναι ότι όπως στην περίπτωση των ABS⁴⁶, δημιουργούνταν κάποια CDO's με αντικείμενο τις αρχικές πληρωμές sub prime δανείων, τα οποία κατέληγαν να αξιολογούνταν με 'AAA' με τις προαναφερθείσες πολύ σοβαρές συνέπειες.

Τέλος τα RMBS (Residual Mortgage Backed Securities) διαφέρουν από τα MBS στο ότι έχουν ως αντικείμενο πληρωμές στεγαστικών δανείων με ενέχυρο το αγοραζόμενο σπίτι (ουσιαστικά αποτελούν υποκατηγορία τους).

⁴⁴ 'The Fuel That Fed The Subprime Meltdown' Ryan Barnes, September 4, 2007 (writer and financial modelling consultant on hedging and capital appreciation strategies)

⁴⁵ Τα MBS ουσιαστικά χρησιμοποιούνται σαν ένας άλλος τρόπος ονομασίας των ABS.

⁴⁶ βλέπε παραπάνω

Σημειωτέον είναι ότι τα RMBS (Residual Mortgage Backed Securities) αποτελούν πλέον το μεγαλύτερο είδος χρεογράφων της συνολικής παγκόσμιας αγοράς σταθερού επιτοκίου (20%).

Η αγορά των δομημένων χρεογράφων CDO (στην οποία κυριαρχούσαν οι εκδόσεις που περιείχαν sub prime δάνεια) εκείνη την περίοδο έζησε μεγάλη άνθιση, παρόλο που τα CDO's ενώ δεν ήταν ιδιαίτερα εύκολα ρευστοποιήσιμα, ήταν ιδιαίτερα δημοφιλή στις τάξεις των μεγάλων θεσμικών επενδυτών, οι οποίοι τα αποκτούσαν πακεταρισμένα μέσω των δευτερογενών αγορών, (λόγω των ελκυστικών αποδόσεων που έφεραν, όπως προαναφέρθηκε), έφτασε τα 600 δισεκατομμύρια δολάρια το 2006 (περίπου πάνω από δέκα φορές μεγαλύτερη από την κεφαλαιοποίηση που είχε μια δεκαετία νωρίτερα).

Έτσι μέσω της πώλησης δομημένων προϊόντων αυτής της μορφής (ABS ή MBS) οι επενδυτές ουσιαστικά είχαν αξίωση επί του υποθηκευμένου περιουσιακού στοιχείου (διότι είχαν έμμεσα αποκτήσει την κυριότητα των δάνειων), με αποτέλεσμα να εμφανισθούν περισσότερες (από ότι θα αναμενόταν) κατασχέσεις με σκοπό το κλείσιμο των θέσεων των επενδυτών για τον άμεσο περιορισμό των απωλειών τους.

15. ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗΝ ΠΟΡΕΙΑ ΤΩΝ SUB PRIME ΔΑΝΕΙΩΝ-ΑΚΑΔΗΜΑΪΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ο χρόνος που μεσολαβεί από την στιγμή που ο δανειολήπτης σταματά να πληρώνει ενός δόσεις του στεγαστικού δανείου και ενός ανάκλησης του δανείου, παίζει πολύ σημαντικό ρόλο στα κόστη που θα επιβαρύνουν τον δανείζομενο και τον δανειστή ενός επισφαλούς δανείου.

Η πιθανότητα να αθετηθεί ένα sub prime δάνειο γενικά, εξαρτάται κυρίως από ενός παρακάτω παράγοντες που παραθέτονται στον πίνακα 3 παρακάτω.

Πίνακας 4 (Κύριοι Παράγοντες Που Επηρεάζουν Τις Πιθανότητες Αθέτησης Ενός Sub Prime)

1. Περίοδος χάριτος (περίοδος που το δάνειο είναι σε καθυστέρηση).
2. Η πιστοληπτική ικανότητα του δανειολήπτη.
3. Το λόγο ποσού δανείου προς την αξία του ακινήτου (Loan to Value ratio).
4. Την μεταβλητότητα των τιμών των κατοικιών και την πορεία τους (ανοδική ή καθοδική).
5. Το μέγεθος των ποινών προεξόφλησης.
6. Την προσκόμιση των απαραίτητων δικαιολογητικών.
7. Τα επίπεδα ανεργίας.
8. Την πορεία των επιτοκίων στην αγορά.

Σύμφωνα με τους Danis, M. A., Pennington-Cross, A., (2007),⁴⁷ η πιστοληπτική ικανότητα του δανειολήπτη παίζει μεγάλο ρόλο. Συγκεκριμένα αναφέρουν επί παραδείγματι, ότι δάνεια που έχουν συναφθεί με άτομα με credit score 579 εμφάνιζαν ποσοστό καθυστερήσεων, πλέον των 90 ημερών ήταν 1,89 % ενώ με credit score 649 (100 μονάδες υψηλότερο) έπεφτε στο

⁴⁷ Danis, M. A., Pennington-Cross, A., The Delinquency of Subprime Mortgages, Journal of Economics and Business (2007),

0,75 %. Ενώ δάνεια με μεγαλύτερο LTV (Loan to Value ratio) είναι περισσότερο πιθανό να καθυστερήσουν και να αθετηθούν, ένα χαρακτηριστικό παράδειγμα που αναφέρουν είναι ότι ένα δάνειο με Loan to Value ratio 100 % (ή 1) έχει πιθανότητα αθέτησης ίση με 2,71 %, ενώ ένα δάνειο με Loan to Value ratio ίσο με 80% (ή 0.8) έχει πιθανότητα αθέτησης ίση με 2,39 %. Ακόμη η πιθανότητα ένα sub prime δάνειο να αθετηθεί μειώνονται όταν οι τιμές των κατοικιών αυξάνονται. Τα χαρακτηριστικά των δανείων όπως οι ποινές προπληρωμής και η προσκόμιση των απαραίτητων δικαιολογητικών εγγράφων.

Οι Elliehausen et al,(2007)⁴⁸ αναφέρουν ότι η μικρή ή μηδαμινή προσκόμιση των (απαραίτητων) δικαιολογητικών σε ένα δάνειο για αναχρηματοδότηση δημιουργεί αυξημένες πιθανότητες αθέτησης.

Σύμφωνα με τους Danis, M. A., Pennington-Cross, A., (2007),⁴⁹ δάνεια με υψηλές ποινές προπληρωμής φαίνεται να έχουν υψηλότερες πιθανότητες αθέτησης και όταν συνοδεύονται με μερική ή ανύπαρκτη προσκόμιση δικαιολογητικών οι πιθανότητες αυτές είναι ακόμη πιο αυξημένες. Αντιθέτως, ο Morgan J. Rose (2007)⁵⁰ αναφέρει ότι σε κάποιες περιπτώσεις οι ποινές προεξόφλησης (μακράς διάρκειας) μπορούν να βοηθήσουν την κατάσταση και συγκεκριμένα αναφέρει ότι 'ένας δανειολήπτης που επιλέγει να δανειστεί κάνοντας χρήση δανείου που περιλαμβάνει ποινή προεξόφλησης (αλλά όχι τα άλλα χαρακτηριστικά των sub prime δανείων, όπως έλλειψη παροχής δικαιολογητικών κλπ), έχει μικρότερες πιθανότητες να αθετήσει τις υποχρεώσεις του και έχει δανεισθεί με μικρότερο επιτόκιο. Όμως, συμφωνεί ότι οι πιθανότητες ένα sub prime δάνειο να οδηγήσει σε κατάσχεση αυξάνονται όταν αυτό το δάνειο περιλαμβάνει ποινές προεξόφλησης (μακράς διάρκειας) και μικρή ή μηδαμινή προσκόμιση δικαιολογητικών.

⁴⁸ Elliehausen, G., Staten, M.E., & Steinbuks, J., The Effect of Prepayment Penalties on the Pricing of Subprime Mortgages, Journal of Economics and Business (2007)

⁴⁹ Danis, M. A., Pennington-Cross, A., The Delinquency of Subprime Mortgages, Journal of Economics and Business (2007),

⁵⁰ Rose, M.J., Predatory Lending Practices and Subprime Foreclosures: Distinguishing Impacts by Loan Category, Journal of Economics and Business (2007)

Τα τυχαία περιστατικά που έχουν την τάση να μειώνουν την πιστοληπτική ικανότητα των δανειοληπτών ⁵¹ (όπως μετρώνται με βάση τα επίπεδα ανεργίας), δεν βρέθηκε να επιδρούν όπως αναμενόταν, κάτι που δεν συμφωνεί με την διεθνή βιβλιογραφία (πιστεύεται ότι μεγαλύτερα επίπεδα ανεργίας εντείνουν το πρόβλημα των αθετήσεων).

Δεν μπορούμε να είμαστε σε θέση να ξέρουμε πως ακριβώς επιδρούν τα balloon payments στις πιθανότητες λήξης ενός sub prime δανείου με κατάσχεση (λόγω αθέτησης) διότι τα balloon payments (η ασύμμετρα μεγάλη δόση στο τέλος ενός δανείου) δεν έχουν εμφανισθεί ακόμα για την περίοδο έξαρσης των sub prime δανείων με την οποία ασχολούμαστε στην συγκεκριμένη εργασία, διότι οι δόσεις αυτές απαιτείται να γίνουν στο τέλος της διάρκειας ζωής του δανείου, δηλαδή τουλάχιστον μετά από 7 χρόνια από τη στιγμή της γέννησης του δανείου (με τη μεγάλη πλειοψηφία δανείων να την απαιτούν μετά από 10 και πλέον χρόνια).

Οι συνθήκες κάτω από τις οποίες ένα δάνειο εμφανίζει τις περισσότερες πιθανότητες αθέτησης σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία είναι, να έχει συναφθεί σχετικά πρόσφατα (να ανήκει στην ‘γενιά’ των sub prime δανείων που χαρακτηρίζονται ως dump lending⁵², δηλαδή κατά τις αρχές της περιόδου που εξετάζουμε), να έχει συναφθεί με χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας δανειολήπτες, με μικρή ή μηδαμινή παρουσία δικαιολογητικών και κατά τη διάρκεια ζωής του οι πραγματικές τιμές των κατοικιών να εμφανίζουν μικρή μεταβλητότητα ή χειρότερα να μειώνονται.

⁵¹ Elliehausen, G., Staten, M.E., & Steinbuks, J., The Effect of Prepayment Penalties on the Pricing of Subprime Mortgages, Journal of Economics and Business (2007)

⁵² Βλέπε παραπάνω στην ενότητα που αφορά την Ασιατική κρίση.

16. ΤΑ ΠΡΩΤΑ ΣΗΜΑΔΙΑ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

Από το μέσο του έτους 2006 εμφανίστηκαν τα πρώτα σημάδια-ενδείξεις της κρίσης που θα επακολουθούσε, τα οποία εμφανίζονται στον πίνακα 2 .

Πίνακας 5 (Τα Πρώτα Σημάδια Της Κρίσης, Κατά Το Μέσο Του 2006)

1. Οι πωλήσεις των νέων κατοικιών όπως και οι τιμές τους σταμάτησαν να αυξάνονται.
2. Τα επιτόκια άρχισαν να αυξάνονται, και αναμενόταν να αυξηθούν περαιτέρω λόγω των πληθωριστικών ανησυχιών (εκ μέρους της Federal Reserve κυρίως) ⁵³ .
3. Οι ευνοϊκότερες ευκαιρίες χρηματοδότησης ή αναχρηματοδότησης των αγοραστών κατοικιών είχαν ήδη χρησιμοποιηθεί.
4. Το πρώτο μέρος των επισφαλών δανείων ARM που είχαν επισυναφθεί 12 με 24 μήνες νωρίτερα είχαν αρχίσει να γίνονται δυσβάσταχτα για τους δανειολήπτες, λόγω της απότομης αύξησης των δόσεων (διότι είχε παρέλθει η αρχική περίοδος των χαμηλών σταθερών επιτοκίων και είχαν περάσει στην περίοδο των κυμαινόμενων επιτοκίων ⁵⁴).
5. Μέχρι το τέλος του 2006 το ποσοστό των καθυστερούμενων δανείων πάνω από 60 μέρες έφτασε το 13%, μια αύξηση της τάξης του 60% (περίπου) σε σχέση με έναν χρόνο πριν (8% των συνολικών sub prime) ⁵⁵ .
6. Το ποσοστό των επισφαλών δανείων πέντε μήνες μετά την έκδοσή τους, δηλαδή το μέρος αυτών που ήταν είτε σε καθυστέρηση για πάνω από 60 μέρες, και κατέληξαν σε κατάσχεση του παγίου ή πτώχευση του δανειολήπτη, από 2,2 % το 2004 αυξήθηκαν σε 4 % το 2006 ⁵⁶ .

⁵³ Ο Mishkin (2007) (Governor της Fed), αναφέρει ότι οι κεντρικές τράπεζες πρέπει να λάβουν υπόψη τους και τις τιμές των κατοικιών και όχι μόνο την οικονομία και του πληθωρισμό.

⁵⁴ βλέπε παραπάνω

⁵⁵ Σύμφωνα με το LoanPerformance (<http://www.loanperformance.com>)

⁵⁶ Σύμφωνα με τον οίκο Moody's (<http://www.moody's.com>)

Όταν υπάρχουν μεγάλες αυξήσεις επιτοκίων και οι τιμές των κατοικιών μένουν στάσιμες (ή χειρότερα μειώνονται) τότε όλος ο κλάδος πλήττεται με την μορφή του ντόμινο (χιονοστιβάδας). Οι δανειολήπτες δεν μπορούν να εκπληρώσουν τις υποχρεώσεις τους (τις αθετούν) ούτε είναι σε θέση να αναχρηματοδοτηθούν⁵⁷, με αποτέλεσμα να αυξάνονται οι κατασχέσεις και κάποιοι δανειστές να κηρύττουν πτώχευση ή να φτάνουν στα όρια της χρεοκοπίας. Έπειτα πλήττονται και οι επενδυτές οι οποίοι επένδυσαν σε mortgage backed χρεόγραφα με αντικείμενο sub-prime δάνεια.

Αρχικά τα άσχημα νέα από τον κλάδο των οικιστικών κατασκευών ακούστηκαν στις αίθουσες των συνελεύσεων των διοικητικών συμβουλίων από τα μέλη τους και στη συνέχεια (όπως συνηθίζεται σε αυτού του είδους τις καταστάσεις) έφτασαν στον τύπο όπου (φυσικά...) έγιναν πρωτοσέλιδα σπέρνοντας έντονη ανησυχία.

Περισσότεροι από 32 δανειστές στεγαστικών δανείων αναγκάστηκαν να κλείσουν (από την αρχή του 2006 μέχρι τον Μάιο του 2007) διότι δεν ήταν πλέον σε θέση να αντλήσουν την απαραίτητη χρηματοδότηση, μέσω των πωλήσεων των δανείων τους στις δευτερογενείς αγορές (στην ουσία έχασαν την κύρια πηγή χρηματοδότησης τους). Όπως χαρακτηριστικά αναφέρει ο Jack M. Guttentag⁵⁸ (ιδρυτής της GHR Systems Inc, εταιρείας mortgage τεχνολογίας) ‘σχεδόν όλα τα ενυπόθηκα δάνεια υψηλού επιχειρηματικού κινδύνου (sub prime) μετατρέπονταν σε δομημένα χρεόγραφα τύπου MBS τα οποία στην συνέχεια πωλούνταν σε επενδυτές. Τα χρεόγραφα αυτά διαπραγματευόταν ενεργά στη δευτερογενή αγορά και έτσι αξιολογούνταν και μελετούνταν συνεχώς από τους συμμετέχοντες στην αγορά και τους διεθνείς οίκους αξιολόγησης’ στη συνέχεια εξηγεί ότι ‘Τα άσχημα νέα των αθετήσεων βγαίνουν γρήγορα στην επιφάνεια και ενσωματώνονται αρκετά γρήγορα στις τιμές των χρεογράφων αυτών’, και καταλήγει ότι ‘Η αξία και των δανείων τα

⁵⁷ βλέπε παραπάνω

⁵⁸ Professor of Finance Emeritus, Wharton University of Pennsylvania

οποία είναι στο στάδιο να πακεταριστούν για τη δημιουργία δομημένων χρεογράφων αλλά δεν το έχουν περάσει, επίσης μειώνεται..’

Ενώ τα CDO’s όπως γίνεται εύκολα κατανοητό, από δύσκολα ρευστοποιήσιμα μετατράπηκαν στην κυριολεξία σε μη εμπορεύσιμα (unmarketable) με τις όλες ευκόλως εννοούμενες καταστροφικές συνέπειες που έχει αυτό...

Έτσι στο περιβάλλον που είχε πλέον δημιουργηθεί και στο οποίο κυριαρχούσε η χρηματοοικονομική αβεβαιότητα και γενική ανησυχία (ένα από τα συνήθη κύρια χαρακτηριστικά των χρηματοοικονομικών κρίσεων), το προφίλ κινδύνου άλλαξε, οι επενδυτές έγιναν περισσότερο συντηρητικοί και ξεκίνησαν να κλείνουν τις θέσεις τους πουλώντας τα επικίνδυνα MBS χρεόγραφα και όλα τα άλλα χρεόγραφα σταθερού επιτοκίου, που πλέον έκριναν ότι δεν είχαν ικανοποιητική σχέση αναλαμβανόμενου κινδύνου και προσδοκώμενης απόδοσης.

Όπως καταλαβαίνουμε σε ένα τέτοιο περιβάλλον είναι απόλυτα αναμενόμενο να κυριαρχεί η πεποίθηση ότι τα sub prime δάνεια περικλείουν πολύ μεγάλους κινδύνους σε σχέση με την απόδοση που υπόσχονται.

Για αυτόν τον λόγο ο μεγάλος όγκος κεφαλαίων που αντλήθηκαν από τα προϊόντα που προαναφέρθηκαν (λόγω των πωλήσεων τους για το κλείσιμο των θέσεων για την εξασφάλιση ότι δεν θα χάσουν άλλα χρήματα από τις θέσεις αυτές, ‘πράξη cut/stop loss’), κατευθύνθηκαν σε περισσότερο ασφαλή καταφύγια.

Την τιμητική τους είχαν τα τριμηνιαία έντοκα γραμμάτια του Αμερικανικού Δημοσίου (Treasury Bills). Σε τέτοιο βαθμό ήταν η στροφή προς αυτά ώστε οι αποδόσεις τους έφτασαν να μειωθούν μέσα σε λίγες μόνο μέρες (λόγω της μεγάλης ζήτησης), κατά 1,5%! Ακόμη ενδεικτικό της τάσης αποστροφής του κινδύνου που επικρατούσε εκείνη την χρονική περίοδο αποτελεί το γεγονός ότι το πριμ κινδύνου που φέρουν τα εταιρικά ομόλογα σε σχέση με τα έντοκα γραμμάτια του δημοσίου της αντίστοιχης χρονικής διάρκειας ζωής υπέρ τριπλασιάστηκαν, φτάνοντας σε επίπεδα άνω των 120 μονάδων βάσης (ή 1,2%) από 35 μονάδες βάσης (ή 0,35%) μέσα σε μια μόνο εβδομάδα!

Ενώ αυτές οι συνέπειες-αλλαγές που συνέβησαν ίσως να μην φαντάζουν ιδιαίτερα απειλητικές σε μια πρώτη γρήγορη εξέταση, αν εμβαθύνουμε όμως στην λειτουργία των σύγχρονων αγορών σταθερού επιτοκίου, θα διαπιστώσουμε ότι η ρευστότητα αποτελεί ένα ιδιαίτερα σημαντικό χαρακτηριστικό τους, και ότι χωρίς επάρκεια φθηνού δανεισμού δεν μπορεί να υπάρξει σε ικανοποιητικό βαθμό (η απαιτούμενη ρευστότητα), με άμεση συνέπεια την εμφάνιση σοβαρών τριγμών ολόκληρου του παγκόσμιου χρηματοοικονομικού συστήματος (π.χ. καταρρεύσεις κάποιων Hedge Funds κλπ). Βασικά θα μπορούσαμε να πούμε ότι γενικά αυτοί που πλήττονται περισσότερο είναι οι τα τραπεζικά και τα υπόλοιπα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που παρείχαν sub prime δάνεια, τα Hedge Funds, οι ασφαλιστικές εταιρείες και τα αμοιβαία κεφάλαια.

17. Η ΚΡΙΣΗ ΤΩΝ SUB PRIME

Η κρίση των sub prime δανείων όπως συνηθίζεται να αναφέρεται για κάποιους δεν ήταν και τόσο ξαφνική, διότι είχαν παρατηρήσει ότι δεν μπορούσε να διατηρηθεί αυτή η κατάσταση επ' άπειρον.

Όπως χαρακτηριστικά αναφέρει ο Steve Carle, (πρώην πρόεδρος του τμήματος παροχής στεγαστικών δανείων της Mid Hudson Federal Credit Union) 'πούλησα το σπίτι μου το 2006 προς 289.000 δολάρια, το οποίο το είχα αγοράσει 100,000 δολάρια το 2000, σε κάποιους ανθρώπους που είχαν χρηματοδοτηθεί για αυτή την αγορά με sub prime δάνειο. Δεν θα με εξέπληττε αν μάθαινα ότι το σπίτι τελικά κατασχέθηκε'.

Ενώ ο Warren Buffet είχε δηλώσει στις αρχές του 2006 ότι 'Το dump lending (οι 'περίεργα' χαλαρές προϋποθέσεις δανεισμού), πάντα έχει τις συνέπειες του. Μοιάζει σαν μια αρρώστια η οποία δεν προκαλεί συμπτώματα για μερικές εβδομάδες, σαν επιδημία, και δεν εμφανίζεται μέχρι να είναι πολύ αργά για να σταματήσει. Ο οποιοσδήποτε κατασκευαστής κατοικιών θα χτίσει οτιδήποτε για το οποίο μπορεί να δανειστεί⁵⁹'.

⁵⁹ Warren Buffet: Condo Traders And Dumb Lending (2006)

18. ΠΟΣΟ ΜΕΓΑΛΟ ΑΝΤΙΚΤΥΠΟ ΑΝΑΜΕΝΕΤΑΙ ΝΑ ΈΧΕΙ ΑΥΤΗ Η ΚΡΙΣΗ ΣΤΗΝ ΑΜΕΡΙΚΗ ΚΑΙ ΠΑΓΚΟΣΜΙΩΣ

Θετικό στοιχείο αποτελεί το γεγονός ότι στις Βορειοανατολικές πολιτείες της Αμερικής, οι κατασχέσεις είναι στην ουσία σπάνιες⁶⁰, κάτι που φαίνεται να οφείλεται στο γεγονός ότι σε αυτές τις πολιτείες, οι αγοραστές κατοικιών διαθέτουν ανώτερο επίπεδο μόρφωσης, ώστε είναι περισσότερο προσεκτικοί.

Όμως, αναμένονται (συνολικά) μερικές χιλιάδες περιπτώσεις αθετήσεων και κατασχέσεων, ενώ περίπου 1,3 τρισεκατομμύρια δολάρια παραμένουν ανείσπρακτα και περίπου 235 δισεκατομμύρια δολάρια από αυτά αναμένεται λίαν συντόμως να περάσουν στην δεύτερη φάση τους (τη φάση των υψηλών μεταβλητών επιτοκίων⁶¹), στην οποία αναμένεται τα επιτόκιά τους να φτάσουν έως και 12 %!⁶²

Οι Quasi-governmental (πολιτειακές εταιρείες) Sunny Mae και Freddie Mac σε συνεργασία δημιούργησαν ένα πρόγραμμα με την ονομασία 'Keep the Dream', στο οποίο συνεισέφεραν εκατοντάδες χιλιάδες δολάρια με σκοπό να βοηθήσουν την κατάσταση⁶³.

Κατά τον Lewis Ranieri (πρόεδρος στην εταιρεία συμμετοχών Hyperion) ο οποίος εμπνεύστηκε την δημιουργία των MBS το έτος 1970 όταν εργαζόταν στην εταιρεία Salomon Brothers, «ο κίνδυνος αυτός δεν είναι τόσο ανησυχητικός και δεν πιστεύω ότι πρόκειται να εξελιχθεί σε 'καταιγίδα'»

Ενώ σύμφωνα με τον Warren Buffet⁶⁴ αν δεν αυξηθούν τα επίπεδα ανεργίας και τα επιτόκια, δεν θεωρείτε ιδιαίτερα πιθανό ο παράγων (sub prime crisis) από μόνος του να προκαλέσει κάποια σοβαρή συνέπεια στην οικονομία γενικότερα.

Θα λέγαμε ότι στην καλύτερη των περιπτώσεων (κατά το αισιόδοξο σενάριο) η οικονομία θα συνεχίσει να πηγαίνει καλά, το ποσοστό ανεργίας θα παραμένει χαμηλό, το ατομικό εισόδημα θα αυξάνεται με τον ίδιο ρυθμό με τον

⁶⁰ Anne Pyburn and illustrations by Jason Cring, (2007)

⁶¹ Βλέπε ARM

⁶² Anne Pyburn and illustrations by Jason Cring, (2007)

⁶³ Αν και φαντάζει αδύνατο να μπορέσουν να βοηθήσουν όλους όσους το έχουν ανάγκη

⁶⁴ Whitney Tilson's Notes From Berkshire Hathaway's Annual Meeting, June 05, 2007

πληθωρισμό και το κυριότερο οι τιμές των ακινήτων θα έχουν κατέλθει στα κατώτερα επίπεδα (δεν θα μειωθούν περαιτέρω).

Μια πολύ άσχημη τροπή θα ήταν να ανακαλυφθεί ότι κάποιοι είχαν μεγάλες θέσεις σε sub prime τις οποίες μεταχειριζόταν επιθετικά, με τέτοιο μέγεθος και σε τέτοιο βαθμό ώστε να χρεοκοπήσουν τρομοκρατώντας τους επενδυτές, δίνοντας με αυτό τον τρόπο το έναυσμα για την εκδήλωση μιας παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης.

19. ΤΙ ΜΕΛΕΙ ΓΕΝΕΣΘΑΙ

Ως άμεσο αποτέλεσμα αυτής της κρίσης αναμένεται να δούμε περισσότερους περιορισμούς και δικλίδες ασφαλείας, όσον αφορά τον δανεισμό, και αρκετά συντηρητικές αξιολογήσεις των ομολόγων. Το ανησυχητικό είναι ότι αυτή η τάση περιορισμού του δανεισμού θα προκαλέσει βραχυπρόθεσμα ένα credit crunch το οποίο σε συνδυασμό με την αναμενόμενη αύξηση των καθυστερούμενων δανείων και κατασχέσεων μπορεί να προκαλέσει μεγαλύτερο προβλήματα από ότι αναμέναμε για την φετινό έτος. Ακόμη επίσης ανησυχητικό είναι το γεγονός ότι οι νέοι δανειολήπτες του 2006 είναι ακόμα στην πρώτη περίοδο (0-12 ή 24 μήνες) που πληρώνουν χαμηλές σταθερές δόσεις (διότι οι σύμφωνα με τα στοιχεία που υπάρχουν τα δάνεια που συνάφθηκαν το 2005 και 2006 ήταν τα περισσότερο επικίνδυνα)⁶⁵.

Σύμφωνα με τη διεθνή ακαδημαϊκή βιβλιογραφία⁶⁶ επικρατεί η άποψη ότι λόγω των αρκετά πολύπλοκων συσχετίσεων ανάμεσα στα χαρακτηριστικά ενός δανείου και της πιθανότητας αθέτησής του, φαίνεται να είναι αδύνατο τα μέτρα περιορισμών των πιστώσεων να στεφθούν με απόλυτη επιτυχία. Ενώ ταυτόχρονα πιστεύεται ότι θα εξαλειφθούν κάποια θεμιτά προτερήματα που πηγάζουν από sub prime δάνεια τα οποία δεν προκαλούν προβλήματα.

Όμως σύμφωνα με τους Giang Ho, Anthony Pennington-Cross (2006)⁶⁷ οι νόμοι ρυθμίσεις που περιέχουν περισσότερους περιορισμούς έχουν σαν αποτέλεσμα να μειώνεται η παροχή πιστώσεων (ακόμα και μείωση των νέων αιτήσεων για δανειοδότηση της τάξης του 50 %). Ενώ οι νόμοι-ρυθμίσεις με ευρύτερη κάλυψη (παραπάνω κατηγοριών), είχαν ως αποτέλεσμα να αυξάνονται ο νέες αιτήσεις ακόμα και σε ποσοστό 50 %.

⁶⁵The risk in subprime During the boom, lenders gave homeowners loans they couldn't afford. Now they're feeling the consequences. Ellen Florian Kratz, Fortune writer

⁶⁶ Morgan J. Rose 'Predatory Lending Practices and Subprime Foreclosures: Distinguishing Impacts by Loan Category' Journal of Economics and Business(2007)

⁶⁷ 'The impact of local predatory lending laws on the flow of subprime credit' Giang Ho, Anthony Pennington-Cross, Journal of Urban Economics 60 (2006) 210–228

Αξιοσημείωτο είναι πως σύμφωνα με τον David Dreman (Forbes 2001) ο Dow Jones Industrial Average, σε 9 κρίσεις που είχαν συμβεί μετά τον παγκόσμιο πόλεμο (και μέχρι το 2001), κατάφερε επτά στις εννέα από αυτές μέσα σε δύο μόλις χρόνια να αναρριχηθεί σε επίπεδα αρκετά μεγαλύτερα (από τα προ κρίσης). Στον πίνακα που ακολουθεί φαίνονται οι αποδόσεις του δείκτη (συμπεριλαμβανομένου και των μερισμάτων), έναν και δύο χρόνους μετά από την κρίση. Στις δύο περιπτώσεις που ο Dow Jones Industrial Average δεν κατάφερε μέσα σε ένα μόλις χρόνο να ανέλθει σε μεγαλύτερα επίπεδα (οι κρίσεις του 1949 και του 1973) συνέβησαν κατά την διάρκεια πτωτικής αγοράς (bear market) . Όμως αυτό δεν σημαίνει ότι επειδή η κρίση των sub prime δεν ξέσπασε σε bear market σίγουρα πρόκειται να δούμε την αγορά να μιμείται την αντίδραση που είχε τις προηγούμενες φορές.

Πίνακας 6 (Επιδόσεις Του Dow Jones Industrial Average Μετά Από Κρίσεις)

Event	First trading day in crisis	1 year later	2 years later
Berlin blockade	6/25/48	-6.2%	31.7%
Korean War	6/26/50	21.1	40.7
Cuban missile crisis	10/23/62	38.8	70.1
Kennedy assassination	11/22/63	30.2	44.8
Gulf of Tonkin	8/5/64	10.8	12.7
OPEC oil embargo	10/18/73	-26.8	-03.3
Iran hostage/oil crisis	11/5/79	22.3	16.3
Persian Gulf war	8/3/90	10.0	27.5
Russian bond default	9/3/98	47.2	53.8
Average return		16.4%	32.7%

Source: Dreman Value Management, L.L.C.

20. ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Στην παρούσα εργασία ασχοληθήκαμε με τα ενυπόθηκα δάνεια υψηλού επιχειρηματικού κινδύνου και την κρίση που προκάλεσαν την περίοδο 2006-2007. Αρχικά αναλύθηκαν τα ενυπόθηκα δάνεια υψηλού επιχειρηματικού κινδύνου ως ξεχωριστό είδος δανείων και παρουσιάστηκαν οι κύριες διαφορές τους με τα συνήθη δάνεια. Στην συνέχεια αναφέρθηκαν τα γεγονότα, οι οδηγίες και οι κύριοι λόγοι που οδήγησαν στην άνθιση αυτού του τύπου των δανείων. Παρουσιάστηκε η διαδικασία με την οποία τα δάνεια αυτά πακετάρονται και πωλούνται σαν νέα επενδυτικά προϊόντα (δομημένα χρεόγραφα). Αναφέρθηκαν οι κυριότεροι παράγοντες για την πιθανότητα αθέτησης ενός sub prime δανείου. Τα πρώτα σήματα εμφάνισης της κρίσης που έκαναν την εμφάνισή τους (μέσο του 2006). Παρουσιάστηκαν κάποιες απόψεις καταξιωμένων ανθρώπων σε χώρους που έχουν άμεση σχέση με τα sub prime δάνεια, σχετικά με το πόσο αναμενόμενη ή μη ήταν αυτή η κρίση και ποιες θα είναι οι μετέπειτα συνέπειες του φαινομένου των sub prime δανείων.

Ενώ συμπερασματικά θα αναφέραμε ως κυριότερους παράγοντες που οδήγησαν σε αυτή την κρίση που προκαλείτε από τα sub prime δάνεια τους παρακάτω.

- Η απερισκεψία, η απληστία (και ο ενδεχόμενος δόλος) των δανειοληπτών που στην ουσία έλαβαν δάνεια στις υποχρεώσεις των οποίων δεν μπόρεσαν (σε κάποιες περιπτώσεις οικειοθελώς) να αντεπεξέλθουν.
- Η απερισκεψία, η απληστία (και ο ενδεχόμενος δόλος) των δανειστών οι οποίοι από ένα σημείο και μετά δάνειζαν (με 'περίεργα' χαλαρούς όρους) με σκοπό μόνο να πουλήσουν τα δάνειά τους.
- Στις ενέργειες των επενδυτικών οίκων που (δημιουργούσαν τα δομημένα Franken-loans) και στις αξιολογήσεις που παρείχαν οι οίκοι

αξιολόγησης για τα επενδυτικά αυτά προϊόντα. Και στις επιλογές θεσμικών και άλλων μεγάλων επενδυτών να επενδύουν σε αυτά τα χρεόγραφα θεωρώντας τα αρκετά ασφαλή (λόγω των πιστοληπτικών αξιολογήσεων που αυτά έφεραν και της αδυναμίας τους να λάβουν υπόψη τους μεγάλους κινδύνους που ελλόχευαν).

Κλείνοντας, το μόνο σίγουρο είναι ότι οι συμμετέχοντες στην Wall Street και τις άλλες δευτερογενείς αγορές κεφαλαίων θα συνεχίσουν να ψάχνουν νέους τρόπους μέτρησης του κινδύνου και δημιουργίας δομημένων χρεογράφων.

21. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Amihud and Menderson, (1988), Liquidity, Volatility, and Exchange Automation" Journal of Accounting, Auditing and Finance 3, 1988, 369-395.

Anne Pyburn (2007) How Homeowners Can Ride Out the Storm
Anne Pyburn and illustrations by Jason Cring, September 27, 2007

Anthony M. Santomero*, Jeffrey J. Trester (1998) Financial innovation and bank risk taking Journal of Economic Behaviour & Organization Vol. 35 (1998) 25-37

Bethany McLean (2007) Ratings agencies under fire, Moody's and Standard & Poor's have come under heavy criticism for failing to predict the subprime blowup, writes Bethany McLean, Fortune editor-at-large, August 21 2007: 6:07 AM EDT

Bocian, D. G., Ernst, K. S., & Li, W., (2007) Race, Ethnicity and Subprime Home Loan Pricing, Journal of Economics and Business (2007),

Charles R. Morris (1999) Money, Greed, And Risk: 'Why Financial Crises and Crashes Happen' Times Business chapter 3, p 146-147 c1999.

Copyright Jack Guttentag March 22, 2004, I hear terrible things about subprime mortgage lenders. What are they and how can I avoid them?" Subprime Lenders Defined, Revised August 1, 2006, February 26, 2007

Dan Wilchins and Patrick Rucker (2007) Banks to set up \$80 billion fund to limit credit crunch EDT Reuters Sun Oct 14, 2007 612pm

Danis, M. A., Pennington-Cross, A. (2007) The Delinquency of Subprime Mortgages, Danis, M. A., Pennington-Cross, A., Journal of Economics and Business (2007),

David Dreman (2001) Doomsday It Isn't , 10.29.01, 12:00 AM ET (Forbes)

Ellen Florian Kratz, (2007) The risk in subprime, During the boom, lenders gave homeowners loans they couldn't afford. Now they're feeling the consequences. By Ellen Florian Kratz, Fortune writer, March 1 2007: 5:13 PM EST

Elliehausen, G., Staten, M.E., & Steinbuks, J. (2007) The Effect of Prepayment Penalties on the Pricing of Subprime Mortgages, Elliehausen, G., Staten, M.E., & Steinbuks, J., Journal of Economics and Business (2007)

Eugene F. Fama 1970 Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work', Journal of Finance May

F. Fabozzi F. Modigliani (1996) Capital Markets Institutions and Instruments Upper Saddle River, N.J. : Prentice Hall,

Frederic S. Mishkin (2007) Housing and the Monetary Transmission Mechanism, Finance and Economics Discussion Series Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board, Washington, D.C. 2007

Gene Sperling (2007) Subprime Market -- Isolated or a Tipping Point?: By Gene Sperling March 14 (Bloomberg)

Giang Ho, Anthony Pennington-Cross (2006) The impact of local predatory lending laws on the flow of subprime credit Giang Ho, Anthony Pennington-Cross, Journal of Urban Economics 60 (2006) 210–228

Graeme Donald Snooks (2000) The Global Crisis Makers, An End to Progress and Liberty', Macmillan Press ltd, 2000

Harold Bierman, Jr, Westport, Conn. (1998) The Causes of the 1929 Stock Market Crash : A Speculative Orgy or a New Era?' : Greenwood Press, 1998 Contributions in Economics and Economic History, Number 195 Greenwood Press

Harvey, C.R (1991) Interest Rate Based Forecasts of German Economic Growth, Weltwirtschaftliches Archiv, 127, pp. 701–719 (1991),

Haubrich, J.G. and A.M. Dombrosky, (1996) Predicting Real Growth Using the Yield Curve, Economic Review 1996-I, Federal Reserve Bank of Cleveland, 32, pp. 26–35.(1996),

Josh Lerner,(2006) The new financial thing: The origins of financial innovations Journal of Financial Economics 79 (2006) 223–255

Krishna Guha in Jackson Hole (2007) Aggressive Fed action on house prices foreseen, Published: September 1 2007 17:47 | Last updated: September 2 2007 22:21 Copyright The Financial Times Limited 2007

Lisa Smith (2007) Subprime Lending: Helping Hand Or Underhanded? By Lisa Smith August 24, 2007

Mark Weisbrot (Co-Director CEPR) (2007) Ten Years After : The Lasting Impact of the Asian Financial Crisis’ Center of Economic and Policy Research, Aug 2007

Matthieu Bussière, Marcel Fratzscher (2007) Low Probability, High Impact: Policy Making And Extreme Events’ Journal of Policy Modeling xxx (2007) xxx–xxx (δεν είχε κυκλοφορήσει ακόμα)

Merton H. Miller Blackwell (1991) Financial Innovations and Market Volatility’ , Cambridge MA & Oxford UK 1991

Merton Miller, Burton Malkiel, Myron Scholes and John D. Hawke (1997) Final Report of the Committee of Inquiry Appointed by the Chicago Mercantile Exchange to Examine the Events Surrounding October 19,1987

Michael Aitkena, Carole Comerton-Fordeb (2003) ‘How should liquidity be measured?’ , Pacific-Basin Finance Journal 11 (2003) 45–59

Mussa, M (1999), Policies to avoid or ameliorate financial crises. . Journal of Policy Modeling, 21(3), 341–347. (1999).

Olivier Bosdevant, Stephen G. Hall (2001) The 1998 Russian Crisis : Could the Exchange Rate Volatility Have Predicted it?’ Journal of Policy Modeling, Nov 2001

Robert A. Haugen (1995) The New Finance, The case Against Efficient Markets’ , , Prentice Hall 1995

Roll, Richard W. R. W. Kamhais, R. C Kormendi, and J. H. Watson (eds) 1988 The International Crash of October 1987’ in Black Monday and the Future of Financial Markets, , Chicago Dow Jones Irwin 1988

Rose, M.J., (2007) Predatory Lending Practices and Subprime Foreclosures: Distinguishing Impacts by Loan Category, Journal of Economics and Business (2007)

Ryan Barnes (2007) The Fuel That Fed The Subprime Meltdown September 4, 2007 | By Ryan Barnes

Sanford Grossman, Report on Program Trading : An Analysis of Inter day Relationships', CFTC report, pp 107-136

Shobhana Chandra and Robert Willis, (2007) U.S. Economy: Housing Starts Decline to 14-Year Low (Update6) By Shobhana Chandra and Robert Willis Oct. 17 (Bloomberg) Last Updated: October 17, 2007

Testimony Before the Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs

Tjeert Keijzer, Roy Kouwenberg (2006) Linkages between extreme stock market and currency returns' Phornchanok Cumperayot , Journal of International Money and Finance 25 (2006) 528-550

Tobin (1998) Properties of Assets 1. Properties of Assets and Household Risk Preferences *Chapter 2 in Tobin, James and S. Golub, Money, Credit, and Capital, Boston: McGraw-Hill, 1998.

Warren Buffet: Condo Traders And Dumb Lending Posted by Jonathan J. Miller under Boom Bubble Bust , Mortgage , Investors & Auctions, Monday, May 8th, 2006 at 12:01 am

Wendy Montes de Oca (PRWEB) (2007) How Investors Can Potentially Win When Easy Money Goes Away, Thursday, Jun 14 2007, 3:17am

Whitney Tilson's Notes From Berkshire Hathaway's Annual Meeting, posted on: June 05, 2007 | about stocks: SPY / BRK.A / BRK.B