

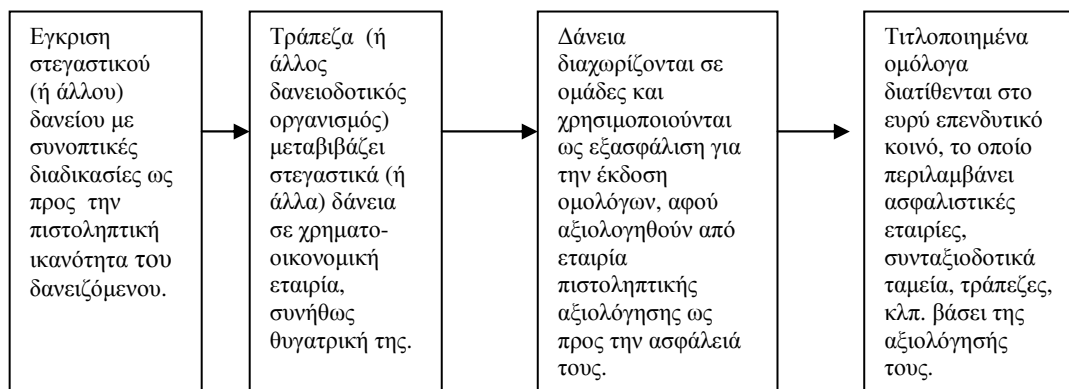
Χρηματοπιστωτική καινοτομία και κοινωνική ευθύνη
Η περίπτωση των τιτλοποιημένων δανείων
της Μαρίκας Φραγκάκη*

Η κρίση των στεγαστικών δανείων υψηλού ρίσκου ΗΠΑ, πρωτοεμφανίστηκε στην Ευρώπη. Η πρώτη ένδειξη ήταν η παρέμβαση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας στις αγορές χρήματος τον Αύγουστο 2007, με τη διοχέτευση του μεγαλύτερου όγκου κεφαλαίων στην ιστορία της. Εύλογα γεννάται το ερώτημα με ποια διαδικασία, όρους και συνθήκες μετανάστευσε ο κίνδυνος από ένα κλάδο – τις τράπεζες - και μια περιοχή – τις ΗΠΑ - στο υπόλοιπο χρηματοοικονομικό σύστημα παγκοσμίως.

Το πεδίο αναφοράς είναι ευρύ. Κεντρική όμως θέση, κατά την άποψή μας, κατέχει η τιτλοποίηση των δανείων. Πρόκειται για μια χρηματοπιστωτική καινοτομία, η χρήση της οποίας επεκτάθηκε με ταχύ ρυθμό τα τελευταία χρόνια και ιδιαίτερα μετά τη χρηματιστηριακή κρίση της περιόδου 1999-2000, καθώς η αναζήτηση για νέες μορφές επενδύσεων υψηλής απόδοσης και αντίστοιχα ρίσκου εντάθηκε.

Θεωρητικά, το πλεονέκτημα της τιτλοποίησης των δανείων είναι η διασπορά του πιστωτικού κινδύνου. Στην πράξη αποδείχθηκε ότι η ανεξέλεγκτη και αδιαφανής διάχυση του κινδύνου παγκοσμίως ευθύνεται για την αβεβαιότητα, η οποία κυριαρχεί σήμερα.

Στο παρακάτω σχήμα εμφανίζονται συνοπτικά οι βασικοί κρίκοι της διαδικασίας τιτλοποίησης των δανείων.



Όπως έγινε αντιληπτό το καλοκαίρι 2007, πολλοί ευρωπαϊκοί χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί ήταν από τους σημαντικότερους επενδυτές τίτλων συνδεδεμένων με στεγαστικά δάνεια υψηλού ρίσκου στις ΗΠΑ. Ετσι, η διασπορά του πιστωτικού κινδύνου επιτεύχθηκε μεν, απαλλάσσοντας τις δανειοδοτούσες τράπεζες και οργανισμούς από το σχετικό κίνδυνο, σε βάρος όμως των επενδυτών, οι οποίοι ενεπλάκησαν σε μια ιδιαίτερα σοβαρή περιπέτεια, εν αγνοία τους. Ποιες όμως οι συνθήκες, οι οποίες συνέβαλαν στη δημιουργία του πιο πάνω φαινομένου;

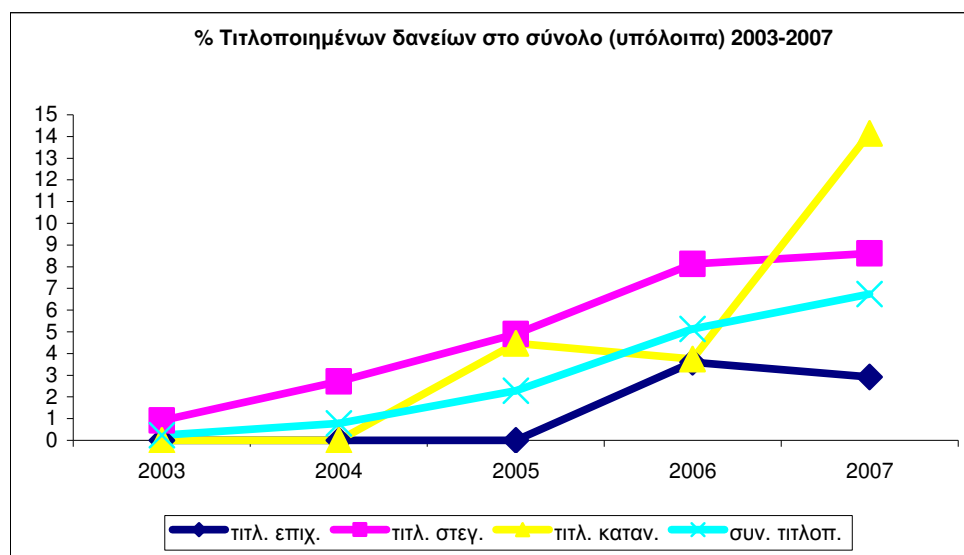
Κατ' αρχήν, η πλήρως απελευθερωμένη αγορά κεφαλαίων παγκοσμίως, στην οποία επικρατεί η λεγόμενη «αυτορρύθμιση». Δεύτερον, η περιορισμένη αποτελεσματικότητα της εποπτείας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, σύμπτωμα της οποίας είναι η αδιαφάνεια των τιτλοποιημένων δανείων. Τρίτον, η ιδιωτικοποίηση βασικών λειτουργιών, υποστηρικτικών του χρηματοπιστωτικού συστήματος, όπως είναι η πιστοληπτική αξιολόγηση των τίτλων. Στη συγκεκριμένη

περίπτωση, οι εταιρίες αξιολόγησης – οι οποίες αμείβονται από τους οργανισμούς έκδοσης των τίτλων - καθυσάχασαν το επενδυτικό κοινό, βαθμολογώντας υψηλά τους τίτλους δανείων, δηλαδή υποβαθμίζοντας τον κίνδυνο, τον οποίο ενσωματώνουν.

Συνολικά, το τρίπτυχο «απελευθέρωση αγοράς –ελλιπής εποπτεία/ διαφάνεια – ιδιωτικοποίηση» δημιούργησε τις συνθήκες εκείνες, που όχι μόνο επέτρεψαν, αλλά και ενεθάρρυναν τη διόγκωση του φαινομένου της τιτλοποίησης των δανείων υψηλού κινδύνου στις ΗΠΑ.

Η πρακτική της τιτλοποίησης των δανείων παραμένει μέχρι και σήμερα δραστηριότητα κυρίως των χρηματοοικονομικών οργανισμών των ΗΠΑ. Τα τελευταία όμως χρόνια, καθώς εντείνεται ο ανταγωνισμός, η πρακτική αυτή εφαρμόζεται όλο και περισσότερο και στην Ευρώπη. Για παράδειγμα, το 2003, οι εκδόσεις τίτλων συνδεδεμένων με δάνεια στις ΗΠΑ ανέρχονταν σε \$3,6 τρις έναντι \$248 δις στην Ευρώπη, ήταν δηλαδή σχεδόν 15 φορές μεγαλύτερες! Το 2006, τα αντίστοιχα μεγέθη ήταν \$3,2 τρις στις ΗΠΑ έναντι \$577 δις, στην Ευρώπη, δηλαδή κατά 5,5 φορές μεγαλύτερα.

Στη χώρα μας, η τιτλοποίηση των δανείων εμφανίστηκε σχετικά πρόσφατα, επεκτείνεται όμως με ταχύ ρυθμό, φθάνοντας από το 0,24% του συνολικού δανεισμού το 2003, στο 6,74% το 2007. Όπως παρατηρούμε στο παρακάτω διάγραμμα, την περίοδο 2003-2007, οι τιτλοποιήσεις στεγαστικών δανείων αυξήθηκαν ταχύτερα σε σύγκριση με άλλες κατηγορίες δανείων, με εξαίρεση το 2006, όταν οι τιτλοποιήσεις καταναλωτικών δανείων κυριολεκτικά εκτοξεύθηκαν.



Σημ. Τα στοιχεία για το 2007 αναφέρονται στον Νοέμβριο.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος – Στατιστικό Δελτίο Οικονομικής Συγκυρίας, Τ. 109, Δεκ. 2007
Πίν. IV.14, IV.16, IV.17, IV.18 & IV.19

Συνολικά, την περίοδο 2003-2007, τα τιτλοποιημένα στεγαστικά δάνεια αποτέλεσαν το 54% του συνόλου, ενώ το υπόλοιπο μοιράστηκε μεταξύ των τιτλοποιήσεων καταναλωτικών (25%) και επιχειρηματικών (21%) δανείων.

Η επέκταση της τιτλοποίησης των δανείων ενέχει κινδύνους για το χρηματοπιστωτικό σύστημα, καθώς και για ολόκληρη την οικονομία. Οι κίνδυνοι αυτοί σχετίζονται με τον υπερδανεισμό κυρίως των νοικοκυριών, την υψηλή επισφάλεια και τις καθυστερήσεις των δανείων γενικότερα, την αβεβαιότητα που δημιουργείται από τον μεγάλο αριθμό προσημειώσεων επί ακινήτων, ακόμα και για καταναλωτικά δάνεια ή για οφειλές από πιστωτικές κάρτες, και τέλος από την απειρία των ελληνικών τραπεζών στη διαχείριση κρίσεων στον τομέα της τραπεζικής λιανικής, που το τελευταίο διάστημα αναπτύσσεται ταχύτατα.

Ειδικότερα, η απελευθέρωση της πίστης και η μείωση των επιτοκίων χορηγήσεων οδήγησαν στη ραγδαία αύξηση του δανεισμού των νοικοκυριών. Π.χ., τα στεγαστικά δάνεια από €3,6 δις το 1995 υπερβαίνουν τα €62 δις σήμερα, δηλαδή αυξήθηκαν κατά σχεδόν 1800%! Αντίστοιχα, τα καταναλωτικά δάνεια από €1,2 δις το 1995 υπερβαίνουν σήμερα τα €27 δις, δηλαδή αυξήθηκαν κατά 2250%!! Σημειώνεται ότι μέρος των δανείων – ιδιαίτερα των λεγόμενων «επισκευαστικών», τα οποία χορηγούνται με τους όρους των στεγαστικών δανείων - χρησιμοποιείται για την αποπληρωμή καταναλωτικών δανείων και οφειλών από πιστωτικές κάρτες, που επιβαρύνονται με σημαντικά υψηλότερα επιτόκια. Με τον τρόπο αυτό, πολλά νοικοκυριά εμπλέκονται σ' ένα φαύλο κύκλο δανεισμού, με αποτέλεσμα την αυξανόμενη υποθήκευση των ακινήτων τους, συχνά της πρώτης κατοικίας τους, και την εντεινόμενη αβεβαιότητα.

Παράλληλα με τον υψηλό δανεισμό επιχειρήσεων και νοικοκυριών, υψηλές εμφανίζονται και οι επισφάλειες και καθυστερήσεις δανείων. Έτσι, το 2007 τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια έφθασαν περίπου τα €10 δις, από τα οποία τα €5,8 δις αφορούν στην επιχειρηματική πίστη. Σε σχέση με το σύνολο των δανείων, δεν εξυπηρετείται το 4,5%, το οποίο επιμερίζεται σε 5,6% των επιχειρηματικών δανείων, 6,4% των καταναλωτικών και 3,5% των στεγαστικών δανείων.

Επί πλέον, περισσότερο από το 10% των δανείων των εμπορικών τραπεζών παρουσιάζουν καθυστέρηση. Πρόκειται για δάνεια που θεωρούνται ασφαλή και που στη μεγάλη πλειοψηφία τους εμφανίζουν καθυστέρηση μέχρι 30 ημέρες, αποτυπώνοντας την αυξανόμενη δυσκολία νοικοκυριών, αλλά και επιχειρήσεων, να ανταποκριθούν στις υποχρεώσεις τους.

Στους κινδύνους που δημιουργούνται από τον υψηλό δανεισμό νοικοκυριών και επιχειρήσεων στη χώρα μας, πρέπει να προσθέσουμε τις αυξανόμενες προσημειώσεις ακινήτων, που εξασφαλίζουν μεν τις τράπεζες, αλλά ασκούν πίεση στην αγορά ακινήτων, καθώς εντείνεται ο αριθμός έκδοσης διαταγών πληρωμής, αλλά και οι πλειστηριασμοί ακινήτων. Υπολογίζεται ότι το συνολικό ύψος των προσημειώσεων ανέρχεται σε περίπου €130 δις ή το 50% του ΑΕΠ, ποσό από το οποίο, το 70% (περίπου €90 δις) βαρύνει τα νοικοκυριά.

Στις συνθήκες αυτές, εφόσον οι επενδυτές – κάτοχοι τίτλων συνδεδεμένων με δάνεια θελήσουν να ρευστοποιήσουν μαζικά το χαρτοφυλάκιό τους, τότε δημιουργείται κίνδυνος αμφισβήτησης της αξιοπιστίας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, δηλαδή κρίση εμπιστοσύνης. Το γεγονός ότι η τιτλοποίηση των δανείων στη χώρα μας είναι προς το παρόν σχετικά περιορισμένη, δεν πρέπει να μας καθησυχάζει, δεδομένου ότι είναι παντελώς άγνωστο ποιος κατέχει ποιους και πόσους τίτλους αυτού του είδους και πώς θα αντιδράσει υπό πίεση.

Συνολικά, το τοπίο της λιανικής τραπεζικής στη χώρα μας διαμορφώνεται με νέους και άγνωστους μέχρι σήμερα όρους. Η τιτλοποίηση δανείων αποτελεί στοιχείο του τοπίου αυτού, καθιστώντας το περισσότερο ευάλωτο στις πιέσεις τόσο των εσωτερικών εξελίξεων, όσο και των εξελίξεων σε διεθνές επίπεδο. Με την έννοια αυτή, απαιτούνται μέτρα ρύθμισης, εποπτείας και ελέγχου του χρηματοπιστωτικού συστήματος, τόσο σε εθνικό, όσο και σε Κοινοτικό επίπεδο.

Είναι θετικό ότι κατά την πρόσφατη σύνοδό του (13-14/3/2008), το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο αποφάσισε την ενίσχυση των αδύναμων σήμερα μέτρων εποπτείας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, με έμφαση σε θέματα διαφάνειας και λειτουργίας της αγοράς και ιδιαίτερα των εταιριών πιστοληπτικής αξιολόγησης των τίτλων. Αν και θεμιτή, πρόκειται για μια επιλεκτική προσέγγιση, η οποία δεν θίγει το τρίπτυχο «απελευθέρωση αγοράς/ ελλιπής εποπτεία / ιδιωτικοποίηση» και κατά προέκταση τις δυσλειτουργίες και τους κινδύνους που δημιουργούνται όχι μόνο για το χρηματοπιστωτικό σύστημα, αλλά για ολόκληρη την οικονομία και κοινωνία, και ιδιαίτερα για τους πιο αδύναμους κρίκους της, όπως είναι οι άνεργοι, οι συνταξιούχοι και οι εργαζόμενοι των 700 ευρώ.

** Η Μ. Φραγκάκη είναι μέλος της πρωτοβουλίας των Ευρωπαίων Οικονομολόγων για μια Εναλλακτική Οικονομική Πολιτική για την Ευρώπη (Euro Memo Group).*