ΡΥΘΜΙΣΕΙΣ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ ΚΑΙ ΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΚΡΙΣΕΙΣ Η ΠΡΟΤΑΣΗ ΤΩΝ ABRR

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΗ ΔΙΑΤΡΙΒΗ

ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΚΡΗΤΗΣ

Μεταπτυχιακός φοιτητής:

Μαυριγιαννάκης Κωνσταντίνος

ΑΜ:168

Μέλη Τριμελούς Επιτροπής:

κ. Λαπατσιώρας Σπύρος[1]

κ. Κουκουριτάκης Μίνωας[2]

κ. Μυλωνάκης Δημήτρης[3]

---

[1] Επιβλέποντας καθηγητής, Λέκτορας Πανεπιστημίου Κρήτης
[2] Λέκτορας Πανεπιστημίου Κρήτης
[3] Καθηγητής Πανεπιστημίου Κρήτης

Περίληψη

Σκοπός της διατριβής αυτής, είναι η παρουσίαση των κυριότερων ρυθμίσεων του τρέχοντος χρηματοοικονομικού συστήματος και η ανάδειξη της ανεπάρκειας του, μέσα από την μελέτη σημαντικών πιστωτικών κρίσεων, που βίωσε η ανθρωπότητα. Επιπρόσθετα, στην διατριβή αυτή εξετάζεται και η πρόταση αναδιοργάνωσης του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος από τον Thomas Palley, "Asset-Based Reserve Requirements". Περιγράφεται αναλυτικά το μοντέλο του, εξετάζονται προτάσεις εφαρμογής του, παρουσιάζονται τα πλεονέκτηματα του, καθώς φυσικά και οι διάφοροι προβληματισμοί που τίθενται.

Abstract

The aim of this thesis is to present the main regulations of the current financial system and emphasize the inefficient of them, through the study of important credit crisis experienced by mankind. Additionally, the dissertation considers the proposal, made by Thomas Palley, about reorganizing the global financial system, known as "Asset-Based Reserve Requirements". A detailed description of the model is available, with proposals implementing, presents the advantages of, and of course the various concerns raised.

Στη Ναταλία μου

Περιεχόμενα

1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ 1

2 ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΣΥΖΗΤΗΣΗ ΠΕΡΙ ΡΥΘΜΙΣΕΩΝ 3

2.1 Δομή Χρηματοοικονομικού Συστήματος 3

2.2 Θεωρητική Συζήτηση Περί Αναγκαιότητας Ρυθμίσεων 5

2.2.1 Εισαγωγή 5

2.2.2 Έλεγχος ή Απορρύθμιση Αγοράς? 6

ΠΛΑΙΣΙΟ I: Κατάρρευση Ομίλου Maxwell 12

2.2.3 Χρονικό Απορρύθμισης Αγορών 13

2.2.4 Χρηματοοικονομικές Καινοτομίες 14

3 ΡΥΘΜΙΣΕΙΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ 17

3.1 Εισαγωγή 17

3.2 Γενικές Ρυθμίσεις Χρηματοοικονομικού Συστήματος 17

3.3 Ρυθμίσεις Τραπεζικού Συστήματος 21

3.3.1 Συζήτηση περί Ρυθμίσεων 21

ΠΛΑΙΣΙΟ II: FREE BANKING 22

3.3.2 Αναγκαιότητα Παγκόσμιων Τραπεζικών Ρυθμίσεων 24

3.3.3 Κανόνες Βασιλείας I 25

3.3.4 Κριτική Βασιλείας I 27

ΠΛΑΙΣΙΟ III: Δείκτης Risk Asset Ratio και Δραστηριότητες εκτός Ισολογισμού 28

ΠΛΑΙΣΙΟ IV: Τροποποίηση Κανόνων Βασιλείας I 30

ΠΛΑΙΣΙΟ V: Μοντέλο Αξιολόγησης Κινδύνου Αγοράς VaR 30

3.3.5 Κανόνες Βασιλείας II 33

3.3.6 Κανόνες Βασιλείας III 39

3.3.7 Κριτική Κανόνων Βασιλείας 40

3.4 Μη Χρηματοοικονομικά Ιδρύματα και Ρυθμίσεις 42

3.4.1 Ασφαλιστικές Εταιρίες 42

3.4.2 Συνταξιοδοτικά Ταμεία 43

3.4.3 Χρηματοδοτικές Εταιρίες 44

3.4.4 Αμοιβαία Κεφάλαια (Mutual Funds) 45

3.4.5 Κεφάλαια Αντιστάθμισης Κινδύνου (Hedge Funds) 46

3.5 Τραπεζικές και Χρηματοοικονομικές Ρυθμίσεις στην ΕΕ 48

3.5.1 Εισαγωγή 48

3.5.2 Ευρωπαϊκές "Οδηγίες" 48

3.6 Επίλογος 52

4 ΤΡΑΠΕΖΙΚΕΣ ΚΡΙΣΕΙΣ 55
4.1 Εισαγωγή 55
4.2 Αποτυχίες Τραπεζών. Γιατί Συμβαίνουν? 56
4.2.1. Κακή Διαχείριση 56
4.2.2 Διοικητικά Σφάλματα 56
4.2.3. Χρηματοοικονομικές Απάτες 57
4.2.4 Ρόλος Ρυθμιστών/ Ελεγκτικών Αρχών 57
4.2.5. Απορρύθμιση Αγοράς 57
4.2.6. Φαινόμενο Μετάδοσης (Contagion Effect) 59
4.2.7 Άλλοι Παράγοντες 59
4.3 Σημαντικές Τραπεζικές Κρίσεις 60
4.3.1 Bankhaus Herstatt 60
4.3.2 Καταρρεύσεις Αποταμιευτικών Ιδρυμάτων (Thrifts) 60
4.3.3 Αμερικάνικες Τράπεζες Περιόδου 1980-1994 62
4.3.4 Penn Square και Continental Illinois 65
4.3.5 Barings 68
4.4 Κατάρρευση Lehman Brothers 71
4.4.1 Εισαγωγή 71
4.4.2 Γέννηση και Δόξα 71
4.4.3 Αιτίες Πτώχευσης 73
ΠΛΑΙΣΙΟ VI: Τμήμα Διαχείρισης Επενδύσεων (Investment Management Division) 76
ΠΛΑΙΣΙΟ VII: Αγορά REPOS, REPOS 105, REPOS 108, και Απάτη 79
4.4.4 Ρόλος της Κυβέρνησης στην Πτώση της Lehman 81
4.4.5 Απόηχος Πτώσης Lehman Brothers 82
4.4.6 Ηθικό Δίδαγμα από την Πτώση της Lehman Brothers 83
4.5 Ηθικό Δίδαγμα από τις Τραπεζικές Καταρρεύσεις 84
5 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΡΙΣΕΙΣ 87
5.1 Ερμηνείες Κρίσεων 87
ΠΛΑΙΣΙΟ VIII: Θεωρία των Αποτελεσματικών Αγορών (Efficient Market Hypothesis) 90
5.2 Κρίση Συναλλάγματος: Κρίση της Νοτιοανατολικής Ασίας (1997-1999) 91
5.2.1 Γενικά 91
5.2.2 Χρηματοοικονομική, Βιομηχανική, Εμπορική και Συναλλαγματική Πολιτική πριν την Κρίση 93
5.2.3 Παράγοντες Δημιουργίας Κρίσης 95
ΠΛΑΙΣΙΟ IX: Bangkok Metropolitan Bank 96
5.2.4 Φαινόμενο Μετάδοσης 97

5.2.5 Διαχείριση Κρίσης 99
5.3 Κρίση Αποπληθωρισμού: Ιαπωνική Κρίση *101*
5.3.1 Ιαπωνικό Χρηματοοικονομικό Σύστημα 101
5.3.2 Δημιουργία Φούσκας 102
5.3.3 Έκρηξη Φούσκας και Τραπεζική Κρίση 103
5.3.4 Πολιτικές Αντιμετώπισης 106
5.3.5 Abenomics 109
ΠΛΑΙΣΙΟ Χ: "ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΣΕ ΚΑΙΡΟ ΧΡΕΟΥΣ" ΚΑΙ ΑΜΦΙΣΒΗΤΗΣΗ 109
5.4 Συστημική Τραπεζική Κρίση: Σκανδιναβική Κρίση *111*
5.4.1 Εισαγωγή 111
5.4.2 Κρίση 112
5.4.3 Σύγκριση με Κρίσεις Ασίας-Ιαπωνίας 115
5.5 Κατάρρευση και Διάσωση Μη Τραπεζικού Ιδρύματος: Long-Term Capital Management *116*
5.5.1 Εισαγωγή 116
5.5.2 Γεγονότα Πτώσης 116
5.5.3 Αιτίες Πτώσης 117
5.5.4 Επιπρόσθετα Μαθήματα από την Πτώση 118
5.5.5 Ηθικός Κίνδυνος 118
5.5.6 Συμπεράσματα 118
5.6 Χρηματιστηριακές Κρίσεις *119*
5.6.1 Ορισμός και Αιτίες 119
5.6.2 Κρίση Της Τουλίπας 120
5.6.3 Η κατάρρευση του χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης (1924-1929) 120
5.6.4 Μαύρη Δευτέρα (1987) 121
5.6.5 Dot.com (1997-2000) 123
5.7 Κρίση Χρέους: Αργεντινή *124*
5.7.1 Γενικά για τις Χώρες της Λατινικής Αμερικής 124
5.7.2 Κρίση Χρέους Αργεντινής: Γεγονότα Κρίσης 125
5.7.3 Ανάκαμψη 127
5.7.4 Συμπεράσματα 128
6 Η ΠΡΟΤΑΣΗ ΤΩΝ ABRR 130
6.1 Εισαγωγή *130*
6.2. Γιατί ABRR? *130*
6.3 Μικροοικονομικά Θεμέλια: ABRR Μέσα Στην Επιχείρηση *132*
6.3.1 Το Μοντέλο 132

6.3.2 Σύγκριση ABRR-LBRR 134
6.4 Τα ABRR Μακροοικονομικά *135*
6.4.1 Το Μοντέλο 135
6.4.2 Λογική ABRR 138
6.5 Πλεονεκτήματα ABRR *139*
6.6 Κριτική στην Πρόταση Palley *141*
6.6.1 Εκτίμηση Δεικτών Ελάχιστων Αποθεματικών 141
6.6.2 Αμφισβήτηση Σημασίας Ύψους Ελάχιστων Αποθεματικών 141
6.6.3 Πιθανή Αποσταθεροποίηση Αγορών 142
6.6.4 Αμφισβήτηση Ελαστικότητας Προσφοράς Πίστωσης Μοντέλου Palley 143
6.6.5 Αμφισβήτηση Ελαστικότητας Ζήτησης Πίστωσης Μοντέλου Palley 143
6.6.6 Έλλειψη Πιθανής Αντίδρασης Χρηματαγορών 144
6.6.7 Αμφισβήτηση Μη Μεταβολής Γενικού Επιτοκίου 144
6.6.8 Αδυναμία Διαμόρφωσης Επιτοκίων από Νομισματική Αρχή 145
6.6.9 Δυσκολία στην Διάκριση των Αποθεματικών 146
6.6.10 Έλλειψη Πιθανής Αντίδρασης Επιχειρήσεων 146
6.6.11 Ανάγκη Δημοσίευσης Πολιτικής από Νομισματική Αρχή στο Κοινό 147
6.6.12 ABRR Απαιτούν Μεγαλύτερη Διαφάνεια 147
6.7 Εφαρμογή ABRR στην Ευρωζώνη *148*
ΠΛΑΙΣΙΟ XI : ΠΡΟΤΕΙΝΟΜΕΝΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ ΚΑΤΑ ΤΟΝ HOLZ ΓΙΑ ABRR, ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΑΚΙΝΗΤΩΝ 149
6.8 Επίλογος *153*
7 ΕΠΙΛΟΓΟΣ 156
Βιβλιογραφία 161

1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Στην διατριβή αυτή, αναδεικνύεται, μέσα από την μελέτη των ρυθμίσεων του χρηματοοικονομικού συστήματος και την εξέταση πιστωτικών κρίσεων, η αδυναμία του υπάρχοντος ρυθμιστικού πλαισίου για την έγκαιρη διάγνωση προβλημάτων στον χρηματοοικονομικό τομέα, την έγκαιρη και αποτελεσματική αντιμετώπιση τους, και τέλος την ίδια την διασφάλιση της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής σταθερότητας, ο οποίος είναι θεωρητικά ο στόχος τους. Έτσι, δίνεται ιδιαίτερη έμφαση στην αναγκαιότητα ν' αλλάξει το υπάρχον ρυθμιστικό τραπεζικό πλαίσιο, καθώς και να ενισχυθεί το αδύναμο ρυθμιστικό πλαίσιο των υπόλοιπων χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων. Στα πλαίσια του πνεύματος αυτού της αλλαγής, η διατριβή εξετάζει και την πρωτοποριακή πρόταση του Thomas Palley, "Asset-Based Reserve Requirements", για την αναδιοργάνωση του παγκόσμιου χρηματοοικονομικού συστήματος.

Λαμβάνοντας υπόψη τα παραπάνω, η διατριβή αυτή είναι οργανωμένη ως ακολούθως:

Στο κεφάλαιο ΙΙ, λαμβάνει χώρα μία θεωρητική συζήτηση με αντικείμενο την αναγκαιότητα ύπαρξης ρυθμιστικών πλαισίων στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Εξετάζονται οι προτάσεις αυτορρύθμισης του συστήματος, καθώς και της ρύθμισης του συστήματος από κάποιον ιδιωτικό φορέα (ανάλογα με τον κλάδο) ή το κράτος.

Στο κεφάλαιο ΙΙΙ, ακολουθεί η παρουσίαση των κυριότερων ρυθμίσεων που διέπουν το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα: στον τραπεζικό τομέα και στα υπόλοιπα μη τραπεζικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Το κεφάλαιο αυτό δεν περιορίζεται απλά στην παρουσίαση των ρυθμίσεων αλλά προχωρά και στην κριτική τους.

Στο κεφάλαιο IV, εξετάζονται σοβαρές τραπεζικές κρίσεις που γνώρισε η παγκόσμια ιστορία. Ιδιαίτερη έμφαση δίνεται στην κατάρρευση της Lehman Brothers, ως η πιο πρόσφατη σοβαρή τραπεζική κρίση με παγκόσμιες συνέπειες.

Η μελέτη μεγάλων χρηματοοικονομικών κρίσεων, λαμβάνει χώρα στο κεφάλαιο V, ενώ στο κεφάλαιο VI, εξετάζεται η πρόταση του Palley, “Asset Based Reserve Requierments”, παρουσιάζοντας τα πλεονεκτήματα της, αλλά και σκέψεις για προβληματισμό.

Τέλος, στο κεφάλαιο VII, υλοποιείται μία σύνοψη με τα συμπεράσματα που προέκυψαν από την μελέτη αυτή.

2 ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΣΥΖΗΤΗΣΗ ΠΕΡΙ ΡΥΘΜΙΣΕΩΝ

2.1 Δομή Χρηματοοικονομικού Συστήματος

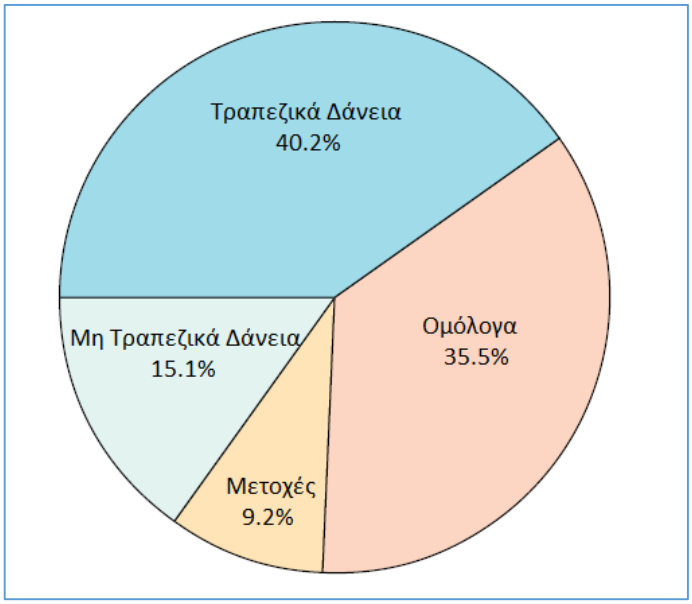
Στην σημερινή εποχή, το χρηματοοικονομικό σύστημα είναι πολύπλοκο, τόσο στην λειτουργία του όσο και στην δομή του, ενώ χαρακτηρίζεται από την παγκοσμιοποίηση του. Περιλαμβάνει μία πληθώρα διαφορετικού είδους ιδρυμάτων: τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρίες, συνταξιοδοτικά ταμεία, αμοιβαία κεφάλαια (mutual funds), αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης κεφαλαίων (hedge funds[4]), αγορές ομολόγων και μετοχών, κτλ. . Όλα αυτά τα ιδρύματα, διέπονται από κάποιους κανόνες και ρυθμιστικά πλαίσια, τα οποία εξετάζονται αναλυτικά στην συνέχεια του κεφαλαίου αυτού.

Στο διάγραμμα 2.1, παρουσιάζεται η κατανομή των πηγών εξωτερικής χρηματοδότησης των Αμερικανικών επιχειρήσεων, για την περίοδο 1970-1996. Ωστόσο, πρέπει να τονισθεί, πως η κατανομή του εξωτερικού δανεισμού για τις μη χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις διαφέρει σημαντικά ανά χώρα, όπως φαίνεται από το διάγραμμα 2.2. Σύμφωνα με τον οικονομολόγο Frederick Mishkin[5], από τα στοιχεία της περιόδου αυτής, σχετικά με την χρηματοδότηση των επιχειρήσεων από εξωτερικά κεφάλαια, προκύπτουν οκτώ σημεία κλειδιά, για την κατανόηση της δομής και λειτουργίας του χρηματοοικονομικού συστήματος [6]:

4 για το υπόλοιπο της διατριβής, τα αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου θα αναφέρονται με την διεθνή τους ονομασία, hedge funds

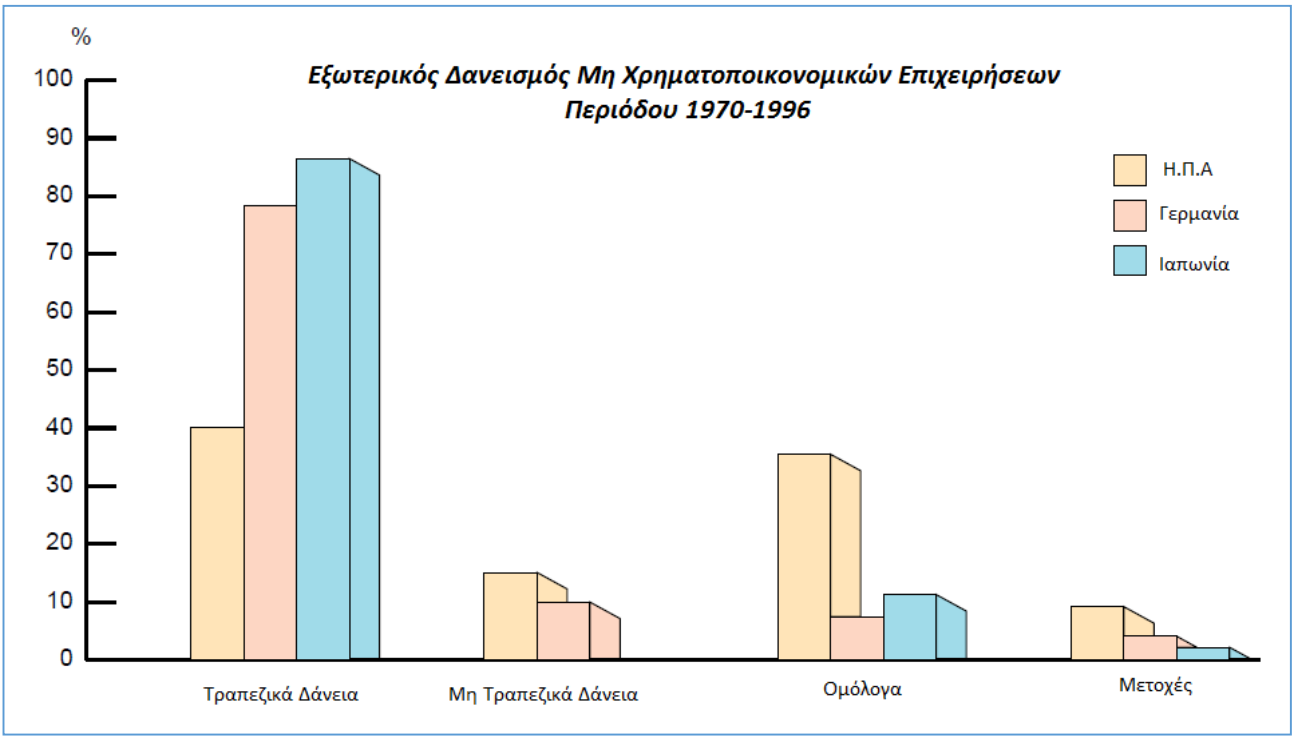
5 Αμερικανός οικονομολόγος, μέλος της FED, την περίοδο 2006-2008, και καθηγητής του Columbia Business School

6 για περισσότερα σχετικά, βλ. (Mishkin, 2004, pp. 170-172)



Διάγραμμα 2.1

Πηγές εξωτερικής χρηματοδότησης για τις Αμερικανικές επιχειρήσεις, της περιόδου 1970-1996. Η κατηγορία "μη τραπεζικά δάνεια", αφορά δάνεια από διάφορους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές, ενώ τα "ομόλογα" αφορούν κρατικά και επιχειρηματικά ομόλογα. Πηγή: (Mishkin, 2004, p. 170)



Διάγραμμα 2.2

Διαφορές στην πηγή χρηματοδότησης, μεταξύ των Αμερικανικών, Γερμανικών και Ιαπωνικών επιχειρήσεων, για την περίοδο 1970-1996. Πηγή: (Mishkin, 2004, p. 171)

- Οι μετοχές δεν είναι η σημαντικότερη πηγή εξωτερικού δανεισμού για τις επιχειρήσεις, παρ' όλη την διαφήμιση, από τα μέσα ενημέρωσης, των χρηματιστηριακών αγορών.
- Η έκδοση εταιρικού χρέους και μετοχών στις αγορές, δεν είναι η πρώτη πηγή άντλησης ρευστού για τις επιχειρήσεις.
- Ο έμμεσος δανεισμός από χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές, είναι πολλές φορές σημαντικότερος από τον άμεσο, όπου επιχειρήσεις δανείζονται απευθείας από πιστωτές των χρηματοοικονομικών αγορών [7].
- Οι τράπεζες αναδεικνύονται στην πιο σημαντική πηγή παροχής πίστωσης.
- Το χρηματοοικονομικό σύστημα είναι απ' τα πιο ρυθμισμένα συστήματα στην οικονομία [8].
- Μόνο μεγάλες εταιρίες, με κορυφαία βαθμολογία πιστοληπτικής αξιολόγησης έχουν εύκολη πρόσβαση σε εξωτερικό δανεισμό των χρηματοοικονομικών αγορών.
- Η διασφάλιση (collateral), αποτελεί κυρίαρχο χαρακτηριστικό των συμβολαίων χρέους, για την παροχή εγγύησης σε περίπτωση αθέτησης πληρωμών, παρέχοντας και την δυνατότητα μείωσης του επιτοκίου δανεισμού, αυξάνοντας την φερεγγυότητα της πίστωσης.
- Τα χρεόγραφα, αποτελούν πολύπλοκα νομικά έγγραφα, τα οποία περιορίζουν σε σημαντικό βαθμό την συμπεριφορά του δανειζομένου.

Στα πλαίσια της διατριβής αυτής, στο κεφάλαιο αυτό, εξετάζεται το πέμπτο χαρακτηριστικό από αυτά που τονίζει ο Mishkin, εξετάζοντας στην συνέχεια για το αν είναι αναγκαίο και επιθυμητό η ύπαρξη ρυθμίσεων στο χρηματοοικονομικό σύστημα. Επιπρόσθετα, παρουσιάζονται και οι περισσότερες σύγχρονες ρυθμίσεις που διέπουν το σύγχρονο παγκόσμιο χρηματοοικονομικό σύστημα.

2.2 Θεωρητική Συζήτηση Περί Αναγκαιότητας Ρυθμίσεων

2.2.1 Εισαγωγή

Ο χρηματοπιστωτικός τομέας ήταν πάντοτε πολιτικά ευαίσθητος και συνεπακόλουθα, υψηλά ελεγχόμενος. Η πολιτική ευαισθησία, έχει τις ρίζες της από την εποχή όπου ο δανεισμός θεωρούταν από πολλές θρησκείες τοκογλυφία. Η απόρριψη του έντοκου δανεισμού μέχρι τα πρώτα χρόνια της Αναγέννησης, είχε ως συνέπεια, την κυριαρχία του δανεισμού από μη Χριστιανικές κοινότητες, που, με τη σειρά της, ενέτεινε την αποστροφή γι' αυτόν, ακόμα και όταν η ζήτηση για τις υπηρεσίες των δανειστών γινόταν όλο και πιο έντονη. Στο διάσημο έργο "Ο Έμπορος της Βενετίας", ο Σαίξπηρ αναπαριστά μια κοινωνία όπου αναγνωρίζεται η ηθική ανωτερότητα του εμπορίου από τη μία χώρα στην άλλη, σε σχέση με τον δανεισμό χρημάτων, ακόμη και αν το εμπόριο εξαρτάται από αυτόν [9].

Μέχρι πριν το τελευταίο τέταρτο του προηγούμενου αιώνα, ο όρος χρηματοοικονομικές υπηρεσίες αναφερόταν ουσιαστικά στον τραπεζικό και στον ασφαλιστικό τομέα. Όσον αφορά τον τραπεζικό τομέα, η συζήτηση για την αναγκαιότητα της ρύθμισης του, οφειλόταν στην ανησυχία για καταρρεύσεις τραπεζών. Αυτή η ανησυχία, είχε δύο διαστάσεις. Η πρώτη, αφορά το φαινόμενο της ***μεταδοτικότητας***, δηλαδή ότι η κατάρρευση μίας τράπεζας θα επιφέρει αλυσιδωτές αντιδράσεις στην οικονομία, προκαλώντας φαινόμενα ντόμινο, δηλαδή την κατάρρευση και άλλων τραπεζών και

7 αναφέρεται στην σημαντικότητα των δευτερογενών αγορών, έναντι των πρωτογενών

8 και παρ' όλα αυτά, όπως θα διαφανεί στην συνέχεια της διατριβής, αυτό δεν είναι αρκετό, με την εμφάνιση τόσο πολλών χρηματοοικονομικών κρίσεων, από την δεκαετία του 80 και ύστερα.

9 Βλέπε (Howells & Bain, 2005, p. 517)

πιθανόν την μετάδοση των αρνητικών συνεπειών σε όλη την πραγματική οικονομία. Η δεύτερη πηγή ανησυχίας, αφορά την προστασία των καταναλωτών από πιθανές καταρρεύσεις τραπεζών. Όσον αφορά την αναγκαιότητα ρύθμισης του ασφαλιστικού τομέα, αυτή περιλαμβάνει κυρίως την ανάγκη συγκεκριμενοποίησης των όρων συμβολαίων [10].

Μέχρι σχετικά πρόσφατα, για τις υπόλοιπες, πέρα από τις τράπεζες και τ' ασφαλιστικά ταμεία, χρηματοοικονομικές αγορές, (όπως για παράδειγμα αγορές μετοχών, ομολόγων, παραγώγων), μόνο τα κεφάλαια των επαγγελματιών επενδυτών ήταν εκτεθειμένα σε κίνδυνο. Ωστόσο στην σημερινή εποχή, διαρκώς περισσότεροι άνθρωποι, έχουν τουλάχιστον ένα έμμεσο ενδιαφέρον για την λειτουργία τέτοιων αγορών, δια μέσου των επενδύσεων τους σε trusts, επενδυτικά και συνταξιοδοτικά ταμεία, μέσω κεφαλαίων που διαχειρίζονται γι' αυτούς επαγγελματίες επενδυτές [11]. Επιπρόσθετα, στην σύγχρονη εποχή της διεθνοποιημένης χρηματοοικονομικής αγοράς, τυχόν οικονομικά σοκ, όπως καταρρεύσεις τιμών στην αγορά μετοχών, οδηγούν στην διατάραξη της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, με άμεσες συνέπειες για την εύρωστη λειτουργία της οικονομίας στο σύνολό της. Συνεπώς, κρίνεται απαραίτητη, η εξασφάλιση της δημιουργίας συνθηκών για την διατήρηση της χρηματοοικονομικής σταθερότητας.

2.2.2 Έλεγχος ή Απορρύθμιση Αγοράς?

Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, η διαμόρφωση ενός περιβάλλοντος χρηματοοικονομικής σταθερότητας κρίνεται ως μείζονος σημασίας. Η ύπαρξη φαινομένων αποτυχίας αγορών[12], καθιστούν αναγκαία την θέσπιση κανονισμών στην λειτουργία του χρηματοοικονομικού συστήματος. Ωστόσο, τέτοια ρυθμιστικά/κανονιστικά πλαίσια, έχουν την δυνατότητα όχι μόνο να λύσουν, αλλά και να δημιουργήσουν, προβλήματα στην εύρυθμη λειτουργία του χρηματοοικονομικού συστήματος. Η θέση αυτή, αποτέλεσε κυρίαρχο επιχείρημα υπέρ της απαίτησης για απορρύθμιση της αγοράς κατά το τελευταίο τέταρτο του περασμένου αιώνα [13], ενώ ως αντικείμενο διαμάχης είναι επίκαιρο και στην σημερινή περίοδο της διεθνής κρίσης χρέους. Στην ενότητα αυτή εξετάζεται συνοπτικά το ζήτημα αυτό, παρουσιάζοντας επιχειρήματα υπέρ της επιβολής αυστηρών ελέγχων στην λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος, καθώς και επιχειρήματα υπέρ της απορρύθμισης της αγοράς, της απελευθέρωσης δηλαδή των αγορών από τις κρατικές αρχές.

Επιβολή Ελέγχου

Η διαμόρφωση ρυθμιστικών κανονισμών στην λειτουργία του χρηματοοικονομικού συστήματος, στοχεύει στην αύξηση της διαθέσιμης πληροφορίας στους επενδυτές και στην ακεραιότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος.

---

[10] βλέπε (Howells & Bain, 2005, pp. 517-519)
[11] βλ. (Howells & Bain, 2005, p. 519)
[12] Οι αγορές αποτυγχάνουν για διάφορους λόγους. Είτε λόγω ύπαρξης φυσικού μονοπωλίου, είτε λόγω έλλειψης εμπιστοσύνης στο χρηματοοικονομικό σύστημα, είτε λόγω έλλειψης τέλειας πληροφόρησης κ.α
[13] συμπέρασμα από (Howells & Bain, 2005, p. 519)

Συγκεκριμένα, επικεντρώνεται κατ' αρχάς στην μείωση της ασύμμετρης πληροφόρησης, η οποία οδηγεί σε δυσμενείς επενδυτικές επιλογές, σε φαινόμενα ηθικού κινδύνου, και συνεπακόλουθα σε ανταποδοτικές αγορές. Ασύμμετρη πληροφόρηση στις χρηματοοικονομικές αγορές μπορεί να προέρχεται από επενδυτικές εταιρίες οι οποίες επιδίδονται σε επικίνδυνες/κερδοσκοπικές πρακτικές και είναι πρόθυμες να πουλήσουν με κάθε μέσο χρηματοοικονομικούς τίτλους σε ανυποψίαστους πελάτες, οδηγώντας τους συνακόλουθα σε δυσμενές επιλογές με τις ανάλογες συνέπειες. Η ασύμμετρη πληροφόρηση συνδέεται και με φαινόμενα χρηματοοικονομικού πανικού, όταν σε περιπτώσεις κρίσεων, επενδυτές αδυνατούν να διακρίνουν προβληματικές από στέρεες επιχειρήσεις, και επιλέγουν ν' αποσύρουν από παντού τα χρήματα τους, προκαλώντας ζημιά σε υγιείς επιχειρήσεις αλλά και συνολικά στην οικονομία. Οι κυβερνητικές ρυθμίσεις λοιπόν, στοχεύουν ακριβώς στην αύξηση της διαθέσιμης πληροφορίας στο επενδυτικό κοινό, αυξάνοντας την αποδοτικότητα των χρηματοοικονομικών αγορών [14].

Επιπρόσθετα, σύμφωνα με τους υπερασπιστές της επιβολής ρυθμιστικών κανονισμών, η ρύθμιση των χρηματοοικονομικών αγορών συμβάλλει στην προστασία των καταναλωτών, στην προστασία από την δημιουργία φαινομένων ολιγοπωλίων, μονοπωλίων και καρτέλ στην αγορά, από την θέσπιση εμποδίων στην ελεύθερη είσοδο/έξοδο επιχειρήσεων στην αγορά, στην προστασία από την εγκληματικότητα όπως για παράδειγμα το ξέπλυμα μαύρο χρήματος, και τέλος στην θωράκιση του χρηματοοικονομικού συστήματος από εξωτερικότητες[15], από παράγοντες εξωτερικούς στο σύστημα δηλαδή, οι οποίοι είναι ικανοί ν' ανατρέψουν την σταθερότητά του [16].

Απορρύθμιση Αγοράς

Η θεωρία της απορρύθμισης των αγορών[17], ενθαρρύνει την απελευθέρωση της χρηματοοικονομικής [18] αγοράς από τον κυβερνητικό έλεγχο. Τα επιχειρήματα αυτής της θεωρίας, ενισχύθηκαν και από την ανάπτυξη της "οικονομικής θεωρίας των ρυθμίσεων" [19], η οποία πηγάζει από την θεώρηση ότι οι ρυθμίσεις εν τέλη θα χρησιμοποιηθούν από τους δημιουργούς τους (το κράτος) για την ικανοποίηση των δικών τους συμφερόντων, σε βάρος των καταναλωτών. Η "οικονομική θεωρία των ρυθμίσεων" εστιάζει στα μειονεκτήματα της φύσης των ρυθμίσεων στην χρηματοοικονομική αγορά. Σύμφωνα με την θεωρία της απορρύθμισης, τα προβλήματα αυτά είναι:

---

14 για περισσότερα σχετικά με ασύμμετρη πληροφόρηση και ρυθμίσεις, βλ. (Mishkin, 2004, pp. 37-39)

15 Ως εξωτερικότητα, ορίζεται ένας παράγοντας της οικονομίας ο οποίος επιδρά, είτε θετικά, είτε αρνητικά, σε υπόλοιπους τομείς, χωρίς αυτή η επίδραση ν' αντανακλάται δια μέσου του μηχανισμού των τιμών. Κλασσικό γενικό παράδειγμα εξωτερικότητας, είναι η μόλυνση από ένα εργοστάσιο, η οποία επηρεάζει αρνητικά και ποικιλοτρόπως όλη την περιοχή και τους κατοίκους της. Ανάλογα συμβαίνει και στην χρηματοοικονομία, όταν για παράδειγμα η άνοδος/πτώση της αξίας των μετοχών σε κάποιο βιομηχανικό κλάδο εξαιτίας της ανάπτυξης/αρνητικής εξέλιξης κάποιων επιχειρήσεων, παρασέρνει ανάλογα και άλλες επιχειρήσεις του κλάδου οι οποίες δεν δικαιολογούν την κίνηση αυτή βάση της πραγματικής τους αξίας.

16 Βλ. (Heffernan, 2005, pp. 173-174)

17 Αυτή η έννοια πηγάζει από την δεκαετία του 70, όπου μέχρι τότε οι αγορές στις Η.Π.Α ήταν διακριτά ρυθμισμένες μέσω της διάκρισης τριών λειτουργιών των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων: Τράπεζες, Ασφαλιστικά Ταμεία, Συνταξιοδοτικά Ταμεία. Μία επιχείρηση ενός κλάδου, δεν της επιτρεπόταν ν' αναμειχθεί με δραστηριότητες κάποιου άλλου.(Σύμφωνα με τον νόμο Glass-Steagall). Ωστόσο, η κάμψη της κερδοφορίας των επιχειρήσεων, οδήγησε αρκετούς οικονομολόγους στην άσκηση κριτικής σε αυτόν τον τρόπο ρύθμισης της αγοράς και στην ανάπτυξη θεωριών για την σταδιακή κατάργηση αυτών των περιορισμών, συνεπώς στην απορύθμιση της αγοράς.

18 αλλά και γενικότερα των αγορών

19 για περισσότερα σχετικά, βλ. (Stigler, 1971, pp. 3-21)

1. ***Δημιουργούν ηθικό κίνδυνο.*** Ο ηθικός κίνδυνος σημαίνει ότι επειδή κάποιος γνωρίζει ότι ισχύει ένα οικονομικό γεγονός, τον οδηγεί να συμπεριφέρεται αντιπαραγωγικά. Για παράδειγμα η πίστη ότι η κυβέρνηση θα επέμβει αν μία συστημική τράπεζα βρίσκεται σε κίνδυνο, ώστε να την σώσει, οδηγεί τον καταθέτη να μην νοιαστεί να μάθει περισσότερες πληροφορίες για την τράπεζα με την οποία πρόκειται να συνεργαστεί, αφού είναι σίγουρος ότι ακόμα και να κινδυνεύσει, το κράτος θα την σώσει. Ο ηθικός κίνδυνος όμως με αυτόν τον τρόπο, δίνει την δυνατότητα σε ιδρύματα αμφιβόλου ικανότητας, να σωθούν. Ο ίδιος κίνδυνος ωστόσο ελλοχεύει και για την ίδια την τράπεζα. Αφού αυτή γνωρίζει ότι το κράτος θα επέμβει, σε περίπτωση που αυτή βρίσκεται σε κίνδυνο, τότε θα επιδοθεί σε πιο επικίνδυνες επενδύσεις[20].

2. ***Η ρυθμιστική διαδικασία θα καπηλευθεί από τους παραγωγούς, αφού οι επιβληθέντες ρυθμίσεις θα έχουν πολύ σημαντικότερο αντίκτυπο για κάθε ένα μικρό παραγωγό, παρά για τους καταναλωτές.*** Επιπλέον, το επόμενο βήμα στην καριέρα των ρυθμιστικών αρχών είναι συχνά στη βιομηχανία την οποία ρυθμίζουν και έτσι θ' αποφύγουν την προσβολή των παραγωγών. Τέλος συχνά οι ρυθμιστικές αρχές μπορεί να είναι πρώην επαγγελματίες που μοιράζονται τις αποφάσεις και τις αξίες των παραγωγών, και συνεπώς θ' αποφύγουν να τους θίξουν.

3. ***Οι ρυθμίσεις δημιουργούν κόστη συμμόρφωσης, από την υποχρεωτική υιοθέτησή τους, για τους παραγωγούς.*** Η επίδραση αυτού του κόστους, εξαρτάται από τον βαθμό του ανταγωνισμού της αγοράς, καθώς και την ειδική φύση του κόστους. Αν οι παραγωγοί έχουν την δυνατότητα να περάσουν τα κόστη στους καταναλωτές, το αποτέλεσμα θα είναι υψηλότερες τιμές και χαμηλότερη παραγωγή. Αντίθετα, σταθερά κόστη συμμόρφωσης δεν έχουν επίδραση στα οριακά κόστη και γενικά, σε μία ανταγωνιστική βιομηχανία, δεν θα επηρεάσουν την παραγωγή. Η συμμόρφωση με τους κανόνες ενδέχεται να έχει και οφέλη για τις εταιρίες. Για παράδειγμα μπορεί να απαιτείται να έχουν καλύτερες επιδόσεις, απ' ότι θα είχαν εάν επέλεγαν από μόνες τους.

4. ***Η ανάγκη συμμόρφωσης σε κανόνες, αυξάνει τα κόστη εισόδου και εξόδου στην αγορά. Αυτό το γεγονός βοηθά ουσιαστικά την διατήρηση των μονοπωλίων και σταθεροποιεί την ύπαρξη των καρτέλ και γενικότερα τον έλεγχο εισόδου/εξόδου επιχειρήσεων σε μία αγορά[21].***

Συνδυάζοντας τα επιχειρήματα 3 και 4, εξάγεται το συμπέρασμα[22] ότι η ρύθμιση των χρηματοοικονομικών αγορών θέτει φραγμούς στον ανταγωνισμό και συνεπώς μειώνει την αποδοτικότητα με την οποία οι αγορές συμβάλλουν στην κατανομή των οικονομικών πόρων. Ωστόσο, ακόμα και αν δεχτούμε ότι οι ρυθμίσεις περιορίζουν τον ανταγωνισμό, σίγουρα δεν είναι ο μόνος παράγοντας στην χρηματοοικονομική αγορά ο οποίος το πράττει, και δεν υπάρχει απολύτως καμία εγγύηση ότι η απελευθέρωση των ρυθμίσεων θα οδηγήσει σε αυξημένο ανταγωνισμό[23].

---

[20] με στόχο μεγαλύτερες αποδόσεις, και συνεπώς κέρδη

[21] Η διάκριση στα τέσσερα αυτά σημεία, γίνεται από (Howells & Bain, 2005, p. 519). Συμπεράσματα και από (Stigler, 1971, pp. 4-10)

[22] βλ. (Howells & Bain, 2005, p. 519)

[23] βλ. (Howells & Bain, 2005, p. 519)

Συμπεράσματα

Συμπερασματικά, τα επιχειρήματα κατά της θέσπισης αυστηρών κανονισμών και υπέρ της απορρύθμισης της αγοράς, συνοψίζονται στα δύο ακόλουθα:

1. ***Οι κανόνες αποτρέπουν την είσοδο στην αγορά, νέων επιχειρήσεων***, οι οποίες εαν έμπαιναν, θα συνέβαλαν στην άσκηση πίεσης στις ήδη υπάρχουσες επιχειρήσεις ώστε αυτές να είναι πιο αποδοτικές. ***Ταυτόχρονα, η είσοδο στην αγορά νέων επιχειρήσεων θ' ασκούσε πιέσεις προς τα κάτω, στις τιμές***, απομακρύνοντας μονοπωλιακά φαινόμενα χειραγώγησης των τιμών.

Ως σχόλιο στο παραπάνω επιχείρημα, δεν γίνεται να μην αναφερθεί και η αντίθετη όψη του νομίσματος. ***Σε μία ελεύθερη χρηματοοικονομική αγορά, κανείς δεν έχει την δυνατότητα ν' αποτρέψει την διαμόρφωση φαινομένων, όπου εταιρεία, με μεγάλο μερίδιο στην αγορά, ουσιαστικά την ελέγχει, εξαγοράζοντας τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις του κλάδου, και ουσιαστικά με αυτόν τον τρόπο να δημιουργηθούν φαινόμενα μονοπωλίου και χειραγώγησης του κλάδου.*** Με άλλα λόγια, η απορρύθμιση ενώ είχε σαν στόχο την δημιουργία μίας ανταγωνιστικής αγοράς, οδήγησε ουσιαστικά στο ακριβώς αντίθετο, στην διαμόρφωση δηλαδή μίας μονοπωλιακής αγοράς. Γι' αυτόν ακριβώς τον λόγο, η θέσπιση κανόνων έχει σαν στόχο, θεωρητικά τουλάχιστον, την προστασία των μικρομεσαίων επιχειρήσεων και την διασφάλιση της ανταγωνιστικότητας της αγοράς. Αυτή η διάσταση έρχεται σε αντιπαραβολή με το δεύτερο επιχείρημα υπέρ της απορρύθμισης:

- ***Οι κανόνες αποτρέπουν συγχωνεύσεις και εξαγορές, επιτρέποντας σε μικρές, μη αποδοτικές επιχειρήσεις να παραμένουν στην αγορά***. Συνεπακόλουθα, η απορρύθμιση της αγοράς ανοίγει τον δρόμο σε συγχωνεύσεις, οι οποίες με την σειρά τους θα οδηγήσουν σε οικονομίες κλίμακας (economies of scale)[24], οικονομίες σκοπού (economies of scope)[25] και την αντικατάσταση της κακής διαχείρισης από την μέγιστη δυνατή καλύτερη.

Σχετικά με αυτά τα δύο επιχειρήματα, οι Howell και Bain σχολιάζουν σχετικά. Όσον αφορά το πρώτο, αναφέρουν σχετικά πώς τα πλεονεκτήματα από την μείωση των τιμών, η οποία ενδέχεται να προέρχεται από την απορρύθμιση της αγοράς, πρέπει να ζυγισθεί σε σχέση με τα κόστη τα οποία ενδέχεται να προκύψουν από την αστάθεια της αγοράς και τ' αυξημένα ρίσκα απωλειών για τους καταναλωτές, εξαιτίας της απορρύθμισης. Όσον αφορά το 2ο επιχείρημα, αναφέρουν πώς μελέτες[26] σχετικά με τις συγχωνεύσεις, ***δεν επέφεραν κάποιο πειστικό αποδεικτικό στοιχείο ότι συνέβαλαν στην αύξηση της αποδοτικότητας ή της κερδοφορίας***. Επιπρόσθετα, όπως εξηγούν χαρακτηριστικά, ακόμα και σε περιπτώσεις όπου υλοποιούνται συγχωνεύσεις επιχειρήσεων για να εκμεταλλευτούν την οικονομία κλίμακας του κλάδου, θα ήταν γενικά δύσκολο για νέες επιχειρήσεις να εισέλθουν στην αγορά, ακόμα και με την απουσία κανόνων [27].

---

[24] οικονομία κλίμακας, μικροοικονομικά, σημαίνει ότι μεγαλύτερη αύξηση της οριακής παραγωγής επιτυγχάνεται με ταυτόχρονα μικρότερο οριακό κόστος. Για περισσότερα σχετικά, (Robert S. Pindyck Daniel, 2009, p. 245)

[25] οικονομία σκοπού, δηλαδή αγορά στην οποία συμφέρει να παράγεται μία ποικιλία προϊόντων, και όχι ένα είδος προϊόντος από μόνο του. Για περισσότερα σχετικά βλέπε ηλεκτρονική πηγή (Robert S. Pindyck Daniel, 2009, pp. 248-249) και (A. P. Sloan, 1990)

[26] αναφερόμενοι σε μελέτες σχετικά με τις συγχωνεύσεις του Αμερικανικού τραπεζικού συστήματος της δεκαετίας των 80 και 90, για περισσότερα σχετικά, βλέπε (Rhoades, 1992) .

27 βλ. (Howells & Bain, 2005, p. 520)

Συμπερασματικά, ***φαίνεται ότι καμία από τις κριτικές σε βάρος των ρυθμιστικών κανόνων δεν παρέχουν επαρκή αιτιολόγηση ώστε να καταργηθούν πλήρως όλοι οι κανονισμοί.*** Ωστόσο, αναμφισβήτητα τονίζουν αδυναμίες των ρυθμίσεων οι οποίες οφείλουν να ληφθούν υπόψιν, για την λήψη αποφάσεων για την κατάλληλη διαμόρφωση τους, όπως το βάθος στο οποίο πρέπει να επεκταθούν καθώς και την δομή που θα πρέπει να λάβουν [28].

Όσον αφορά την δομή, το πρώτο που πρέπει να καθοριστεί, είναι το ποιός θ' αναλάβει την θέσπιση των κανόνων: Η κυβέρνηση (ή κάποιος αντίστοιχος κρατικός φορέας) ή ο κλάδος της οικονομίας από μόνος του (αυτό-ρύθμιση (self-regulation)).

Το επιχείρημα της αυτό-ρύθμισης, στηρίζεται σε δύο παράγοντες:

- ✓ Ο κλάδος έχει έμπρακτο κίνητρο να προστατέψει τον κλάδο, την φήμη του, και τα συμφέροντα του, συνεπώς τα μέλη του θα είναι πρόθυμα να πληρώσουν για να το πετύχει αυτό.
- ✓ Οι υπεύθυνοι του σχεδιασμού κανονισμών καταλαβαίνουν καλύτερα τις ανάγκες του κλάδου τους και συνεπώς είναι πιθανό να παρεμβαίνουν λιγότερο για την επίτευξη της αποτελεσματικής λειτουργίας του.

Το δεύτερο επιχείρημα αντανακλά ένα γνωστό παράπονο των δημόσιων λειτουργών πώς ενώ θα τους ασκηθεί σκληρή κριτική όταν καταρρεύσουν εταιρείες, αλλά δεν θα επαινεθούν για ευεργετικές πράξεις, όπως η μείωση των τιμών στον κλάδο, οι κανονισμοί που θα φτιάξουν θα είναι πάντοτε πιο προστατευτικοί. Αυτό θα έχει ως συνέπεια, την αύξηση του κόστους ρυθμίσεων και στους παραγωγούς, και στους καταναλωτές. Η θεωρητική υπόθεση συνεπώς είναι ότι η αυτό-ρύθμιση θα είναι πάντοτε πιο "ελαφριά" απ' ότι η ρύθμιση από εξωκλαδικούς παράγοντες, όπως το κράτος [29].

Ωστόσο, η αυτό-ρύθμιση εγκυμονεί κινδύνους. Κατ' αρχήν, θα πρέπει οπωσδήποτε να συνοδεύεται από κάποιας μορφής κυβερνητικής ρύθμισης, ακόμα και στον μικρότερο βαθμό της απλής νομιμοποίησης για μία εταιρεία να απαιτείται να τηρεί το κανονιστικό πλαίσιο. Σε αντίθετη περίπτωση, δημιουργείται κίνητρο για ορισμένες επιχειρήσεις να ενεργούν αυτόνομα, ελπίζοντας να επωφεληθούν από οποιαδήποτε αύξηση στην φήμη του κλάδου που προκύπτει από τη συμπεριφορά των επιχειρήσεων εντός του κανονιστικού πλαισίου χωρίς να πληρώνουν το κόστος της ιδιότητας του μέλους. Επιπρόσθετα, η αυτό-ρύθμιση δημιουργεί μικρότερο ηθικό κίνδυνο απ΄ ότι η ρύθμιση από δημόσιους λειτουργούς, μόνο στον βαθμό που αφήνει περιθώριο δημιουργίας κινδύνου τόσο για τους παραγωγούς, όσο και για τους καταναλωτές [30].

Τέλος, η ιδέα της αυτό-ρύθμιση ς δεν αποδίδει απαραίτητα καλύτερα σε σχέση με τα υπόλοιπα παράπονα, σε βάρος της κρατικής ρύθμισης. Εξ' ορισμού, η αυτό-ρύθμιση θέτει την υποχρέωση θέσπισης κανονισμών στα χέρια των παραγωγών. Συγκεκριμένα, στα χέρια των *τρεχουσών* παραγωγών. Συνεπακόλουθα, με αυτόν τρόπο, παρέχεται το κίνητρο στους τρέχοντες παραγωγούς να χρησιμοποιήσουν το εργαλείο της θέσπισης κανονισμών, ώστε να εξυπηρετήσουν τα συμφέροντα συγκεκριμένων επιχειρήσεων, θέτοντας αυξανόμενα εμπόδια για την είσοδο νέων επιχειρήσεων στον κλάδων.

---

28 βλ. (Howells & Bain, 2005, p. 520)
29 βλ. (Howells & Bain, 2005, p. 520)
30 για περισσότερα σχετικά με το θέμα του ηθικού κινδύνου και της σύγκρισης ιδιο-ρύθμιση με κυβερνητική ρύθμιση, βλ. (Howells & Bain, 2005, p. 520)

Πολλά από τα προβλήματα που προκύπτουν από την αυτό-ρύθμιση αναδεικνύονται με την συνοπτική παρουσίαση της λειτουργίας του ιδιο-ρυθμιστικού, κανονιστικής συμμόρφωσης, πλαισίου της Μεγάλης Βρετανίας, "Financia Services Act" του 1986. Ο νόμος αυτός, καθόρισε ένα ρυθμιστικό σύστημα για την πόλη του Λονδίνου, για όλες τις χρηματοοικονομικές υπηρεσίες, με στόχο τη δημιουργία ενός ευέλικτου συστήματος αυτορρύθμισης το οποίο να εμπνέει εμπιστοσύνη στους παραγωγούς, στους καταναλωτές, καθώς και στους επενδυτές. Σύμφωνα με τον νέο νόμο, συστήνεται μια νέα κύρια ρυθμιστική αρχή, η Securities and Investment Board (SIB), η οποία αναγνωρίζει τρεις τύπους κατηγοριοποίησης:

- ✓ αυτή των αυτο-οργανώσεων (SROs), η οποία αποτελούνταν από επαγγελματίες των επενδύσεων και στην οποία δόθηκε η ευθύνη της ρύθμισης του δικού τους κλάδου.
- ✓ μια ομάδα αναγνωρισμένων επαγγελματιών φορέων (RPBS), έργο της οποίας ήταν να διατηρηθούν τα στάνταρ για τους δικηγόρους, τους λογιστές, τους ασφαλιστές και ανάλογων εταιρειών που συμμετέχουν στην αγορά.
- ✓ μια σειρά από οργανωμένες αγορές (χρηματιστήρια)

Ένα αρχικό πρόβλημα που προέκυπτε, ήταν η κατάλληλη κατηγοριοποίηση της επιχείρησης σε κάποια από τις κατηγορίες που αναφέρθηκαν, η οποία συναντούσε πολλές δυσκολίες, εξαιτίας της αλληλοκάλυψης των δραστηριοτήτων. Για παράδειγμα, οι ασφαλιστικές εταιρίες δεν παρείχαν μόνο ασφαλιστική κάλυψη, αλλά λειτουργούσαν και ως συνταξιοδοτικά ταμεία, ως επενδυτές στην αγορά κατοικίας, ως διαχειριστές κεφαλαίων, και ως επενδυτικοί σύμβουλοι. Επίσης οι τράπεζες δραστηριοποιούταν σε διάφορα αλληλοκαλυπτόμενα πεδία, με άλλες επιχειρήσεις, όπως τις ασφαλιστικές. Το πρόβλημα αυξάνεται με την λειτουργική ενοποίηση των εταιρειών παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών. Μία απλή εταιρεία έχει πλέον νόμιμα την δυνατότητα να επεκτείνει τις δραστηριότητες της στον τραπεζικό, ασφαλιστικό και επενδυτικό τομέα.

Ως συνέπεια, αν η νομική απαίτηση για τις εταιρίες είναι ν' αποδεχτούν μόνο ένα κανονιστικό πλαίσιο, ορισμένες εταιρίες θα έχουν την δυνατότητα να επιλέξουν το κανονιστικό πλαίσιο στο οποίο θα συμμορφωθούν, ανάλογα με τα συμφέροντά τους, και συνεπακόλουθα οι υπεύθυνοι των κανονιστικών πλαισίων να βρεθούν σ' ένα ***καθεστώς έντονου ανταγωνισμού μεταξύ τους, για την προσέλκυση μελών***. Αυτή η διαμόρφωση συνθηκών ανταγωνισμού, ενέχει την πιθανότητα χαλάρωσης των κανονιστικών πλαισίων, με στόχο την προσέγγιση μελών. ***Με τον τρόπο αυτό, οι ρυθμιστικές αρχές μπορεί να λειτουργήσουν ως εμπορικές ενώσεις, φροντίζοντας τα συμφέροντα των μελών τους, και υποτιμώντας τον ρόλο της προστασίας των καταναλωτών.***

Επιπρόσθετα, ορισμένες ρυθμιστικές αρχές ενδέχεται να προσπαθήσουν να μεγιστοποιήσουν τον αριθμό των μελών τους, κρατώντας τις συνδρομές σε χαμηλά επίπεδα, μειώνοντας παράλληλα και την ικανότητά τους να ελέγχουν τη συμπεριφορά των μελών τους.

Μία από τις συνέπειες της αποδυνάμωσης των ρυθμιστικών πλαισίων, ήταν το σκάνδαλο του συνταξιοδοτικού ταμείου του ομίλου εταιριών Maxwell, την άνοιξη του 1991, όπως παρουσιάζεται στο ΠΛΑΙΣΙΟ Ι.

Εν κατακλείδι, το ζήτημα της ύπαρξης ή όχι ρυθμίσεων, του βαθμού αυστηρότητάς τους, καθώς και του φορέα (κρατικός/ιδιωτικός) που θα οργανώσει τα ρυθμιστικά/κανονιστικά πλαίσια για τον χρηματοοικονομικό τομέα, κρίνεται ως υποκειμενικό. Γεγονός είναι ότι δεν αποδεικνύεται πώς

λιγότερος έλεγχος θα οδηγήσει αναγκαστικά σε καλύτερο δυνατό αποτέλεσμα, για τις χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις, για τους καταναλωτές και τους επενδυτές. Ωστόσο, σημαντικό είναι να δούμε τι επικράτησε ιστορικά τελικά, και αυτό θα είναι το θέμα της επόμενης υποενότητας.

ΠΛΑΙΣΙΟ Ι: Κατάρρευση Ομίλου Maxwell

Το πρώτο πρόβλημα για τον Όμιλο Maxwell, ήταν η παντελώς ανεύθυνη διαχείριση των κεφαλαίων του συνταξιοδοτικού ταμείου του ομίλου, η οποία γινόταν αποκλειστικά με γνώμονα τα συμφέροντα της οικογένειας Maxwell, αφού πάνω από τις μισές μεγάλες επενδύσεις γίνονταν σε εταιρίες που συνδεόταν με την οικογένεια, ή είχαν προσωπικά συμφέροντα σε αυτές. Ακόμα χειρότερα, μέσα στο 1991, ο Maxwell ξεσήκωσε από τα ταμεία 1 δις στερλίνες, με την μορφή ανασφάλιστων δανείων για προσωπική χρήση, στην προσπάθεια του να σώσει τον προβληματικό όμιλο επιχειρήσεων του. Όταν οι επιχειρήσεις του τελικά κατέρρευσαν, τα χρήματα αυτά θα χάνονταν για πάντα, αφήνοντας πολλές συντάξεις ν' αδυνατούν ν' αποπληρωθούν.

Ευθύνες για την κατάρρευση του συνταξιοδοτικού ταμείου του ομίλου Maxwell, αποδίδονται πέρα από την ίδια την εταιρεία, εξαιτίας της χείριστης διαχείρισης, και στις “ανεξάρτητες” εταιρίες που έλεγχαν αυτήν την διαχείριση. Συγκεκριμένα, ελεγκτές διορίζονταν από τον ίδιο τον Maxwell, ενώ υπήρξε και μία σταδιακή αλλοίωση της εκπροσώπησης των εργαζομένων στο διοικητικό συμβούλιο, ενώ οι περισσότεροι διαχειριστές φαίνεται να γνωρίζουν ελάχιστα για το τι είχε γίνει στο όνομά τους. Ο Maxwell διαχειριζόταν τα κεφάλαια του μέσα από την προσωπική εταιρία διαχείρισης, την Bishopgate Investment Management (BIM), η οποία υπαγόταν στην κανονιστική συμμόρφωση και στους ελεγκτές της IMRO. Σύμφωνα με την έκθεση της κοινωνικής επιτροπής ασφαλείας της Βουλής των Κοινοτήτων, αν οι ελεγκτές ενεργούσαν με τον κατάλληλο βαθμό υποψίας και αν το ενδιαφέρων των επαγγελματικών συμβούλων της εταιρείας, ήταν ανάλογη με την αμοιβή τους, τότε τα συνταξιοδοτικά ταμεία Maxwell θα ήταν ασφαλή (*Financial Times*, 10 Μαρτίου 1992, σδ. 8), ενώ άσκησε κριτική στην λογιστική εταιρεία Coopers&Lybrand Deloitte, η οποία ενώ είχε εντοπίσει την κακοδιαχείριση του συνταξιοδοτικού ταμείου από τον Φλεβάρη του 1991, το ανέφερε μόνο στον διοικητή του ταμείου και σπανίως συμμετείχε σε συνεδριάσεις των διαχειριστών των ταμείων. Τέλος δριμύ κριτική ασκήθηκε στην IMRO, η οποία είχε ελέγξει την εταιρία διαχείρισης κεφαλαίων BIM του Maxwell, 5 εβδομάδες πριν την κατάρρευση της, και ισχυρίστηκε ότι δεν βρήκε κάτι μεμπτό!

Τελικά ο πρόεδρος του Βρετανικού Συμβουλίου Τίτλων και Επενδύσεων (Britain’s Securities and Investment Board (SIB)), Andrew Large, παραδέχεται το 1993 ότι η αυτό-ρύθμιση συχνά ταυτίζεται με το ιδιο-συμφέρον. Πλέον γίνεται φανερό ότι απαιτείται ένα πιο ασφαλές σύστημα ρυθμιστικό πλαίσιο, και τελικά τον Μάιο του 1997, η κυβέρνηση ανακοινώνει την επιστροφή στην πλήρη νομοθετική ρύθμιση, στο πλαίσιο της ενιαίας ρυθμιστικής αρχής, στην Αρχή Χρηματοπιστωτικών Υπηρεσιών (FSA) (βλ. (Howells & Bain, 2005, p. 520)

2.2.3 Χρονικό Απορρύθμισης Αγορών

Οι πετρελαϊκές κρίσεις του 1973-74 και του 1979-1980, προκαλούν ραγδαία αύξηση των τιμών στα πετρελαιοειδή προϊόντα και συνεπώς μεγάλο πληθωρισμό και κρίση[31]. Η κάμψη της κερδοφορίας των επιχειρήσεων και οι νέες συνθήκες που επέφερε η αλλαγή της αποδέσμευσης των συναλλαγματικών ισοτιμιών από τον κανόνα του χρυσού, (και συνεπώς σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών), ***οδήγησε στην σταδιακή απορρύθμιση της αγοράς***, ώστε να επιτευχθεί η διεύρυνση των αγορών και συνεπακόλουθα η τόνωση της κερδοφορίας και τελικά η έξοδος της Αμερικάνικης οικονομίας από την κρίση. Στην υποενότητα αυτή, παρουσιάζονται μερικές από τις σημαντικότερες ρυθμίσεις για την απορρύθμιση της αγοράς:

- Ο νόμος για την Απορρύθμιση των Αποταμιευτικών Ιδρυμάτων και του Νομισματικού Ελέγχου[32] του 1980, καταργεί σταδιακά περιορισμούς για τις χρηματοοικονομικές τραπεζικές πρακτικές, διευρύνει τις δανειστικές τους δυνατότητες, επιτρέπει σε πιστωτικά ιδρύματα να προσφέρουν την δυνατότητα κατάθεσης σε αυτούς, και τέλος αυξάνει το ποσό της εγγύησης των καταθέσεων, από 40000$ σε 100000$, μειώνοντας έτσι δυνητικά τον έλεγχο των πολιτικών διαχείρισης κινδύνων των δανειστών από τους καταθέτες[33].
- Με τον νόμο Garn–St. Germain Depository Institutions[34] του 1982, ξεκινά η σταδιακή απορρύθμιση των τραπεζικών ιδρυμάτων, δίνοντας την δυνατότητα στις τράπεζες να παρέχουν ενυπόθηκα δάνεια με κυμαινόμενο επιτόκιο, το οποίο προσαρμόζεται ανάλογα με την πιστοληπτική ικανότητα του δανειστή [35] [36] .
- Τον Νοέμβριο του 1999 σηματοδοτείται μία μεγάλη, για την οικονομική ιστορία, αλλαγή: ο Bill Clinton[37] υπογράφει τον νόμο Gramm-Leach-Biley, ο οποίος ουσιαστικά καταργεί ότι έχει απομείνει από τον νόμο Glass-Steagall[38], και με τον οποίο καταργούνται οι περιορισμοί και οι διακρίσεις μεταξύ των τριών κλάδων του χρηματοπιστωτικού τομέα, τράπεζες, ασφαλιστικά ιδρύματα και συνταξιοδοτικά ταμία, επιτρέποντας τους να αναπτύσσουν επιχειρηματικές δραστηριότητες σε όλους τους τομείς, ενώ περιορίζονται σε σημαντικό

---

31 Η αύξηση αυτή προήλθε στην κρίση του 1973, εξαιτίας του πετρελαϊκού εμπάργκο των Αραβικών χωρών του ΟΠΕΚ (οργανισμός εξαγωγών πετρελαιοπαραγωγών χωρών, με διεθνή ονομασία OPEC), λόγω του Αραβο-Ισραηλινού πολέμου και συγκεκριμένα εξαιτίας της στήριξης των ΗΠΑ στο Ισραήλ, και στην κρίση του 1979 από την Ιρανική επανάσταση και την συνεπακόλουθη μείωση της παραγωγής/εξαγωγής πετρελαίου. Για περισσότερα σχετικά βλέπε::

Για κρίση του 1973-73: (Merrill, 2007)

Για την κρίση του 1979-80: Ηλεκτρονική πηγή: (Phillips, 1979)

32 από τον 39ο Πρόεδρο των Η.Π.Α., Jimmy Carter

33 για περισσότερες πληροφορίες, βλ. (Federal Deposit Insurance Corporation, 1997)

34 από τον 40ο Πρόεδρο των Η.Π.Α., Ronald Reagan

35 για περισσότερα σχετικά βλ. (J. Leibold, 2004)

36 Αντικείμενο διαμάχης αποτέλεσε το κατά πόσο η ρύθμιση αυτή λειτούργησε πολλαπλασιαστικά, στην κρίση των αποταμιευτικών και δανειστικών ιδρυμάτων στα τέλη της δεκαετίας του 1980. Για περισσότερες πληροφορίες σχετικά βλ. (James R. Barth, n.d., pp. 58-59)

37 42ος Πρόεδρος των Η.Π.Α.

38 ο νόμος αυτός του 1933, προέβλεπε την διάκριση στην λειτουργία των τριών χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων: στις τράπεζες, τα συνταξιοδοτικά ταμεία και στα ασφαλιστικά ταμεία, καθορίζοντας πώς ένα ίδρυμα μίας κατηγορίας, δεν επιτρέπεται ν' αναπτύξει δραστηριότητες σε άλλη κατηγορία. Συνέβαλε τα μέγιστα για την διέξοδο των Η.Π.Α από την κρίση του κράχ του 29, και την απαρχή του New Deal. Η παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση που γέννησε η κατάρρευση της Lehman Brothers και η Ευρωπαϊκή κρίση χρέους, έθεσε το ζήτημα στις Η.Π.Α, σε πολιτικό επίπεδο, της επαναφοράς του νόμου αυτού. Ηλεκτρονική πηγή: (Μωραϊτάκης, 2013)

βαθμό και οι διαφορές μεταξύ εμπορικών και επενδυτικών τραπεζών [39].

- Το 2004, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και Εγγυήσεων (Securities and Exchange Commission, (SEC)) χαλαρώνει τα αναγκαία κεφαλαιακά αποθεματικά επιτρέποντας στις επενδυτικές τράπεζες ν' αυξήσουν το επίπεδο χρέους που αναλαμβάνουν, συμβάλλοντας τα μέγιστα στην ανάπτυξη των ενυπόθηκων δανείων χαμηλότερης ποιότητας (subprime). Η ίδια η επιτροπή παραδέχεται ότι η αυτό-ρύθμιση των επενδυτικών τραπεζών συνέβαλε στην χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 [40].
- Μέχρι και το 1997, ο Πρόεδρος της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των Η.Π.Α (Federal Reserve (FED)), Alan Greenspan, κατέβαλλε προσπάθειες ώστε η νέα αγορά των παραγώγων να παραμείνει χωρίς ρυθμιστικά πλαίσια [41]. Τελικά, επιτρέπεται η αυτό-ρύθμιση της αγοράς το 2000, μέσα από τον νόμο "Commodity Futures Modernization" [42] για τα παράγωγα προϊόντα "over-the-counter" δηλαδή για τις απευθείας διμερείς συμφωνίες ανταλλαγής παράγωγων προϊόντων, χωρίς την παρουσία κάποιας ισχυρής επενδυτικής τράπεζας που να εγγυάται το προϊόν. Σε ένα καθεστώς ανυπαρξίας κατάλληλων ρυθμιστικών πλαισίων, παράγωγα προϊόντα όπως οι Συμφωνίες Ανταλλαγής Κινδύνου Αθέτησης (Credit Default Swaps (CDS)) έχουν την δυνατότητα να χρησιμοποιηθούν για κερδοσκοπικούς λόγους, ενάντια σε συγκεκριμένα είδη πιστωτικού κινδύνου, όπως η αθέτηση υποχρεώσεων. Ο όγκος συναλλαγών CDS το διάστημα 1998-2008 δεκαπλασιάζεται (!), με εκτιμήσεις για το χρέος που καλύπτεται από τα CDS ν' ανέρχεται τον Νοέμβριο του 2008 μεταξύ 33 τρις $ και 47 τρις $, ενώ η συνολική ονομαστική αξία των over-the-counter παραγώγων τον Ιούνιο του 2008 άγγιζε το ποσό των 683 τρις $[43]. Ο Warren Buffet σχολιάζει πετυχημένα κατά την κρίση μας, την αγορά παραγώγων ως "χρηματοοικονομικά όπλα μαζικής καταστροφής", στις αρχές του 2003 [44]

2.2.4 Χρηματοοικονομικές Καινοτομίες

Κλείνοντας την θεωρητική συζήτηση του κεφαλαίου αυτού, παρουσιάζονται συνοπτικά οι κυριότερες χρηματοοικονομικές καινοτομίες που άρχισαν σταδιακά να θεσπίζονται, από την δεκαετία του 70 και μετά, με στόχο, μέσα από την διεύρυνση των αγορών, να ξεπεραστούν οι συνέπειες των πετρελαϊκών κρίσεων της δεκαετίας του 70 [45]:

- Μειώθηκε η στήριξη στις παραδοσιακές τραπεζικές καταθέσεις, εξαιτίας της επέκτασης των χρηματοπιστωτικών οργανισμών και της αγοράς βραχυπρόθεσμων χρηματοοικονομικών τίτλων.
- Πλέον κάθε επιχείρηση, έχει το δικαίωμα αγοροπωλησίας χρηματοοικονομικών τίτλων, ανεξάρτητα από το αν σχετίζεται με τον χρηματοοικονομικό κλάδο (σύμφωνα με τον νόμο Gramm-Leach-Biley).
- Θέσπιση τιτλοποίησης. Δόθηκε η δυνατότητα στις τράπεζες, να προβούν σε αγοροπωλησίες δανείων πελατών τους, επιτρέποντάς τους να έχουν την δυνατότητα διαρκούς

39 Τα παραπάνω συμπεράσματα προκύπτουν από:
1. (Stiglitz, n.d.)
2. (Robert B. Ekelund, Σεπτέμβιος 2008)
3. (Palley, Αύγουστος 2000, p. 3)

40 Για περισσότερα σχετικά, βλ. (Labaton, Μάιος 2010) καθώς και (Labaton, Μάιος 2010)

41 Από (Greenspan, n.d.)

42 Βλ. (S. Lawrence, n.d., p. 1)

43 Βλ. (Stephen Figlewski, 2009)

44 (Warns, 2003)

45 Συμπεράσματα από (Palley, 2004)

επαναρευστοποίησης των ισολογισμών τους, και τελικά ν' αποφεύγεται ο διαρκής δανεισμός τους[46].

- Διαμόρφωση χαμηλών επιτοκίων στην αγορά κατοικίας και στα καταναλωτικά δάνεια. Πλέον διαμορφώνονται ιστορικά χαμηλά επιτόκια, συμβάλλοντας με αυτόν τον τρόπο στην χρηματοδότηση της κατανάλωσης.
- Αλλαγή στην σύνθεση των χαρτοφυλακίων, με την αύξηση στο ποσοστό των μετοχών και των χρηματοοικονομικών τίτλων.
- Επετράπη σε αποταμιευτικά ιδρύματα όπως η Citigroup να μετακινήσουν τεράστια ποσά χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων εκτός ισολογισμού, μέσω νόμιμων οντοτήτων, των Επενδυτικών οχημάτων-προγραμμάτων, (Structured Investment Vehicles (SIC))[47] . Σκοπός αυτής της μετακίνησης υποχρεώσεων είναι η υπόκρυψη των αδυναμιών τους σε κεφαλαιακή επάρκεια ή η υποβάθμιση του επιπέδου μόχλευσης και του ρίσκου που έχουν αναλάβει. Ειδησεογραφικό πρακτορείο εκτιμά ότι 4 κορυφαίες τράπεζες των Η.Π.Α θα πρέπει να επιστρέψουν ένα ποσό μεταξύ 500 δις $ και 1 τρις $ στους ισολογισμούς τους, κατά την διάρκεια του 2009[48]. Αυτό το γεγονός οδηγεί στην αύξηση της αβεβαιότητας, σε μια εποχή παγκόσμιας κρίσης. Οι εκτός ισολογισμού δραστηριότητες του Enron, αποτέλεσαν βασικό κομμάτι του σκανδάλου που ξέσπασε και στην τελική κατάρρευση της εταιρίας το 2001 [49]
- Τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα του "σκιώδους τραπεζικού συστήματος" [50] δεν υπόκεινται σε ίδιους κανόνες όπως οι παραδοσιακές τράπεζες, επιτρέποντάς τους ν' αναλαμβάνουν επιπρόσθετες υποχρεώσεις σε χρέη, σε σχέση με την κεφαλαιακή τους βάση, αυξάνοντας με αυτόν τον τρόπο την αστάθεια του συστήματος σε περίπτωση αρνητικού σοκ στην οικονομία [51].
- Η παγκοσμιοποίηση των αγορών δημιουργεί αυξημένες δυσκολίες στους υπεύθυνους σχεδιασμού των κανονιστικών ρυθμιστικών πλαισίων για τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα. Επιπρόσθετα, οι εγχώριοι ρυθμιστές έχουν να φοβούνται και πώς η θέσπιση αυστηρών ρυθμιστικών πλαισίων θα οδηγήσει στην έξοδο των επιχειρήσεων από την χώρα αυτή, προς άλλες, στα πλαίσια αναζήτησης πιο συμφέροντος και ανταγωνιστικότερου περιβάλλοντος [52].

---

46 με προφανείς ευεργετικές συνέπειες στην διαμόρφωση των ισολογισμών των τραπεζών

47 Τα SIC είναι χρηματοοικονομικά ιδρύματα τα οποία αντλούν ρευστό μέσω έκδοσης βραχυπρόθεσμων τίτλων, και επενδύουν στις αγορές. Βγάζουν κέρδος, από την διαφορά στο επιτόκιο δανεισμού από την απόδοση των επενδύσεων τους.

48 (Reilly, 2009)

49 για περισσότερα σχετικά με το σκάνδαλο Enron, βλ. (M. Paul, 2003)

50 Ο όρος αυτός αναφέρεται σε χρηματοοικονομικά ιδρύματα όπως τα κερδοσκοπικά hedge funds, τα money market funds, καθώς και τα structured investment vehicles (SIV)

51 βλ. (Krugman, 2009)

52 Το παραπάνω συμπέρασμα προέκυψε από: βλ. (Howells & Bain, 2005, p. 527)

3 ΡΥΘΜΙΣΕΙΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ

3.1 Εισαγωγή

Στο προηγούμενο κεφάλαιο συζητήθηκε η αναγκαιότητα ή όχι της θέσπισης ρυθμίσεων στο χρηματοοικονομικό σύστημα. Αντικείμενο μελέτης του κεφαλαίου αυτού, είναι η παρουσίαση θεσμών, αρμόδιων για την παρακολούθηση της εύρυθμης λειτουργίας του χρηματοοικονομικού συστήματος, καθώς και τις βασικές ρυθμίσεις που διέπουν τραπεζικά και μη τραπεζικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα.

3.2 Γενικές Ρυθμίσεις Χρηματοοικονομικού Συστήματος

Ως συνέπεια από το μεγάλο κραχ του χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης το 1929 και των αποκαλύψεων για εκτεταμένες χρηματοοικονομικές απάτες που ακολούθησαν, απαιτήθηκε σε πολιτικό επίπεδο, στις Η.Π.Α, η επιβολή ρυθμίσεων και κανονισμών για την θωράκιση του χρηματοοικονομικού συστήματος. Το αποτέλεσμα, ήταν η γέννηση του νόμου “Securities Act” το 1933, και η εγκαθίδρυση της επιτροπής κεφαλαιαγοράς και συναλλάγματος, Securities and Exchange Commission (SEC).

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς απαιτεί από εταιρείες που εκδίδουν τίτλους να δημοσιοποιήσουν ορισμένες πληροφορίες σχετικά με τις πωλήσεις, τα περιουσιακά τους στοιχεία και τα κέρδη τους. Παράλληλα θέτει φραγμούς στις συναλλαγές των μεγαλύτερων μετόχων[53] στην εταιρεία. Με την απαίτηση για δημοσιοποίηση των εν λόγω πληροφοριών και αποθαρρύνοντας την εκμετάλλευση εμπιστευτικών πληροφοριών, η οποία θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί για να χειραγωγήσουν τις τιμές των τίτλων, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ελπίζει ότι οι επενδυτές θα είναι καλύτερα ενημερωμένοι και θα προστατεύονται από ορισμένες από τις καταχρήσεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές που συνέβησαν πριν από το 1933.

Για την προστασία του κοινού και για την προστασία της οικονομίας από χρηματοοικονομικούς πανικούς, το κράτος των Η.Π.Α θεμελίωσε έξι είδη χρηματοπιστωτικών ρυθμίσεων [54]:

53 γνωστοί με την αγγλική ορολογία “insiders” (έχων εμπιστευτική πληροφόρηση “από μέσα” από την επιχείρηση)
54 Βλ. (Mishkin, 2004, pp. 39-41)

1. ***Περιορισμοί Εισόδου στην Χρηματοοικονομική Αγορά***. Οι κρατικές επιτροπές τραπεζών και ασφαλειών, καθώς και το "Office of the Comptroller of the Currency" (μια υπηρεσία της ομοσπονδιακής κυβέρνησης, σχετικά με τον νομισματικό έλεγχο), δημιούργησαν αυστηρούς κανονισμούς σχετικά με το ποιος έχει τη δυνατότητα να δημιουργήσει έναν ενδιάμεσο χρηματοπιστωτικό οργανισμό. Άτομα ή ομάδες που θέλουν να δημιουργήσουν ένα ενδιάμεσο χρηματοπιστωτικό οργανισμό, όπως μια τράπεζα ή μια ασφαλιστική εταιρεία, πρέπει να αποκτήσουν έγκριση από το κράτος ή την ομοσπονδιακή κυβέρνηση. Μόνο αν είναι έντιμοι πολίτες με άψογα διαπιστευτήρια και διαθέτουν ένα μεγάλο ποσό αρχικών κεφαλαίων θα τους δοθεί έγκριση.

2. ***Δημοσιοποίηση***. Υπάρχουν αυστηρές απαιτήσεις υποβολής εκθέσεων για τους ενδιάμεσους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς. Τα Λογιστικά τους βιβλία για παράδειγμα, πρέπει να ακολουθήσουν ορισμένες αυστηρές αρχές, αποτελούν αντικείμενο περιοδικής επιθεώρησης, και πρέπει να θέτουν ορισμένες πληροφορίες στη διάθεση του κοινού.
3. ***Περιορισμοί σχετικά με χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία***. Υπάρχουν περιορισμοί σχετικά με τις δραστηριότητες των ενδιάμεσων χρηματοπιστωτικών οργανισμών καθώς και με το είδος των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων που επιτρέπεται να διαχειριστούν. Για παράδειγμα, ο νόμος Glass-Steagall Act του 1933 διαχώριζε την λειτουργία των εμπορικών από τις επενδυτικές τράπεζες, έτσι ώστε οι τράπεζες ν' απαγορεύεται να συμμετάσχουν σε επενδυτικές δραστηριότητες που ενέχουν ρίσκο. Άλλο παράδειγμα, αποτελεί ο περιορισμός των ενδιάμεσων χρηματοπιστωτικών οργανισμών, ανάλογα το είδος τους, από την εκμετάλλευση ορισμένων περιουσιακών στοιχείων υψηλού κινδύνου ή η θέσπιση ορίων στο ποσοστό που επιτρέπεται να διακατέχουν. Γενικά, διαφορετικά χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία επιτρέπεται να διαχειρίζονται τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρίες, και κεφάλαια αντισταθμιστικού κινδύνου. Οι κανονισμοί που διέπουν αυτά τα ιδρύματα, επεξηγούνται στις αμέσως επόμενες ενότητες.
4. ***Εγγύηση Καταθέσεων***. Η κυβέρνηση εγγυάται ένα ποσό καταθέσεων, έτσι ώστε οι καταθέτες να μην υποστούν οικονομική ζημία, εάν ο χρηματοπιστωτικός διαμεσολαβητής που κατέχει αυτές τις καταθέσεις αποτύχει. Η πιο σημαντική κρατική υπηρεσία που παρέχει αυτό το είδος της ασφάλισης στις Η.Π.Α, είναι η Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)[55], η οποία ασφαλίζει κάθε καταθέτη σε μια εμπορική τράπεζα ή αμοιβαίο ταμιευτήριο μέχρι την απώλεια των 100.000 $ ανά λογαριασμό. Το αντίστοιχο ισχύει και στην περίπτωση της Ευρωζώνης, όπου η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα εγγυάται το μέγιστο ποσό κατάθεσης των 100000 ευρώ ανά λογαριασμό. Αντίστοιχοι κρατικοί οργανισμοί εγγύησης καταθέσεων ισχύουν και για χρηματοοικονομικά ιδρύματα πέρα από τις τράπεζες.
5. ***Περιορισμοί σχετικά με τον ανταγωνισμό***. Οι περιορισμοί αυτοί παλαιότερα αφορούσαν την λειτουργία θυγατρικών και υποκαταστημάτων χρηματοοικονομικών οργανισμών, την λειτουργία μίας επιχείρησης στο εξωτερικό, την διάκριση στα είδη τραπεζών κτλ. Πλέον, μέσω της διαδικασίας της απορρύθμισης των αγορών, οι περιορισμοί αυτοί σταδιακά είτε έχουν αρθεί πλήρως, είτε είναι πολλοί περιορισμένοι.
6. ***Περιορισμοί σχετικά με τα επιτόκια***. Κανονισμοί επιβάλλουν περιορισμούς σχετικά με τα επιτόκια που καταβάλλονται στα δάνεια και στις καταθέσεις.

Τα χρηματοοικονομικά συστήματα της Ιαπωνίας, του Καναδά, και της Ευρωπαϊκής Ένωσης εμφανίζουν πολλές ομοιότητες με το αντίστοιχο των Η.Π.Α, και συνεπώς διέπονται από παρόμοιους κανονισμούς και ρυθμίσεις.

55 Η FDIC δημιουργήθηκε το 1934, μετά τις μαζικές πτωχεύσεις τραπεζών του1930-1933, όπου οι ατομικές οικονομίες πολλών καταθετών σε εμπορικές τράπεζες αφανίστηκαν

Ταυτόχρονα ιδρύθηκαν ποικίλοι οργανισμοί οι οποίοι ασχολούνται με τον χρηματοοικονομικό τομέα, σε μία προσπάθεια να θέσουν ένα ελεγκτικό και ρυθμιστικό πλαίσιο στην λειτουργία των τραπεζών και των υπόλοιπων χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων, καθώς και του χρηματοοικονομικού κλάδου ως σύνολο. Οι στόχοι είναι να σχεδιαστεί μια παγκόσμια οικονομική δομή, και ένα μέσο για τη ρύθμιση και τον συντονισμό των θεσμικών οργάνων στο πλαίσιο της εν λόγω δομής, ώστε να ελαχιστοποιηθεί η πιθανότητα να συμβεί μια μεγάλη οικονομικής κρίση. Επίσης, να έχουν μεθόδους και εργαλεία για την αντιμετώπιση μιας κρίσης.

Ο πίνακας 3.1 παρουσιάζει ορισμένους από τους οργανισμούς-κλειδιά στο θέμα της διατήρησης της σταθερότητας του παγκόσμιου χρηματοοικονομικού συστήματος.

Επιπρόσθετα αναφέρονται δύο χρηματοοικονομικοί οργανισμοί, οι οποίοι έχουν ήδη αναφερθεί, με παγκόσμια λειτουργία και συμβολή, σε θεωρητικό επίπεδο τουλάχιστον, στην διασφάλιση της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής σταθερότητας και διαμόρφωσης οικονομικών προγραμμάτων:

Διεθνές Νομισματικό Ταμείο: Ιδρύθηκε το 1944 στα πλαίσια της συμφωνίας του Bretton Woods. Βασικά σημεία ενασχόλησής του είναι η διασφάλιση της σταθερότητας των ισοζυγίων πληρωμών, των συναλλαγματικών ισοτιμιών, και συνολικά η μακροοικονομική σταθερότητα, αναλαμβάνοντας και την ευθύνη της οικονομικής εποπτείας σε όλο τον κόσμο: Οι χώρες μέλη ενθαρρύνονται να υλοποιούν τους μακροοικονομικούς τους στόχους. Επιπρόσθετα, από το 1980 και μετά, στις δραστηριότητες του έχει προστεθεί η χορήγηση δανείων, σε περιπτώσεις εκτάτων καταστάσεων, σε χώρες που πλήττονται από σοβαρά χρηματοοικονομικά προβλήματα, για την αποφυγή της χρεοκοπίας.

Διεθνής Τράπεζα: Ιδρύθηκε επίσης το 1944 με την συμφωνία του Bretton Woods. Φορέας ανάπτυξης, συμβάλλει στην παροχή εξωτερικής χρηματοδότησης σε οικονομίες με καμία ή ελάχιστη πρόσβαση στις αγορές.

Στις επόμενες ενότητες, εξετάζονται οι ρυθμίσεις των σημαντικότερων χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων, αρχής γενομένης από το τραπεζικό σύστημα.

Οργανισμός	**Έτος Ίδρυσης**	**Σκοπός**	**Συνεδριάζουν**	**Μέλη**
Επιτροπή της Βασιλείας για την Τραπεζική Εποπτεία	1975	Εποπτεία των διεθνών τραπεζών. Ρυθμίσεις και για όλες τις τράπεζες, όπως στην περίπτωση της ΕΕ	Εποπτικές αρχές και Κεντρικοί Τραπεζίτες των χωρών της G-10	12 χώρες, εκτελεστική επιτροπή, ΕΚΤ, τμήμα χρηματοοικονομικής σταθερότητας BIS
Διεθνής Οργανισμός Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς (IOSCO)	1990	Εποπτεία των χρηματιστηριακών εταιριών. Προϋπήρχε και πριν το 1990, με περιορισμένα ωστόσο μέλη	Εποπτικές αρχές των χρηματιστηριακών εταιριών	91 χώρες
Διεθνής Ένωση Εποπτικών Αρχών Ασφαλίσεων (IAIS)	1994	Εποπτεία ασφαλιστικών επιχειρήσεων	Εποπτικές αρχές των ασφαλιστικών επιχειρήσεων	80 χώρες
Επιτροπή Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (IASC)	1973	Εναρμόνιση κανόνων λογιστικής σε παγκόσμιο επίπεδο.	3-4 ημέρες συνεδριάσεων ετησίως	16 αντιπροσωπείες, με 3 μέλη και παρατηρητές η καθεμία
Συμβούλιο Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (IASB)	2001	Για την υλοποίηση μιας δέσμης παγκόσμιων λογιστικών προτύπων	Μηνιαίες συνεδριάσεις	14 μέλη από 9 χώρες
Φόρουμ Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (FSF)	1999	Να υποστηρίξει ισχυρότερη ανάπτυξη & εφαρμογή των διεθνών προτύπων. Η πρόσβαση, ο εντοπισμός και η ανάληψη κοινών δράσεων για τρωτά σημεία που θα μπορούσαν να υπονομεύσουν τη σταθερότητα του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος. Για τη βελτίωση της ροής των πληροφοριών, τον συντονισμό και την συνεργασία μεταξύ των διαφόρων μελών. Δεν έχει εκτελεστικό ρόλο. Ενθαρρύνει άλλες ομάδες να αναλάβουν δράση	Εποπτικές Αρχές και διεθνείς φορείς εποπτείας, κεντρικές τράπεζες, υπουργεία οικονομικών, ΔΝΤ, Παγκόσμια Τράπεζα, ΟΟΣΑ, Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών (BIS)	G-7, Αυστραλία, Χόνγκ Κόνγκ, Ολλανδία, Σιγκαπούρη

Πίνακας 3.1

Παγκόσμιοι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί που στοχεύουν στην σταθεροποίηση και βελτίωση του χρηματοοικονομικού συστήματος. Υποσημειώσεις:

G-7: Αναφέρεται στις χώρες: Καναδάς, Γαλλία, Γερμανία, Ιαπωνία, Ιταλία, Ηνωμένο Βασίλειο, Η.Π.Α

G-8: Οι χώρες της G-7 μαζί με την Ρωσία

ΟΟΣΑ: G-10: G-7 μαζί με Ολλανδία, Βέλγιο, Σουηδία και Ελβετία

Πηγή: (Heffernan, 2005, p. 214)

3.3 Ρυθμίσεις Τραπεζικού Συστήματος

3.3.1 Συζήτηση περί Ρυθμίσεων

Στο προηγούμενο κεφάλαιο συζητήθηκε εκτενώς το ζήτημα της διαμάχης σχετικά με την αναγκαιότητα και το είδος των ρυθμίσεων που πρέπει να διέπουν το χρηματοοικονομικό σύστημα. Ήρθε τώρα η ώρα, να παρουσιαστούν αναλυτικά οι ισχύουσες ρυθμίσεις του χρηματοπιστωτικού συστήματος σε παγκόσμιο επίπεδο. Αρχικά θα παρουσιαστούν οι ρυθμίσεις του τραπεζικού συστήματος, ενός συστήματος που αναμφίβολα ακόμα και στην σημερινή εποχή και την άνθηση διαφόρων μη τραπεζικών χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων, εξακολουθούν να παραμένουν οι πυλώνες του καπιταλιστικού συστήματος.

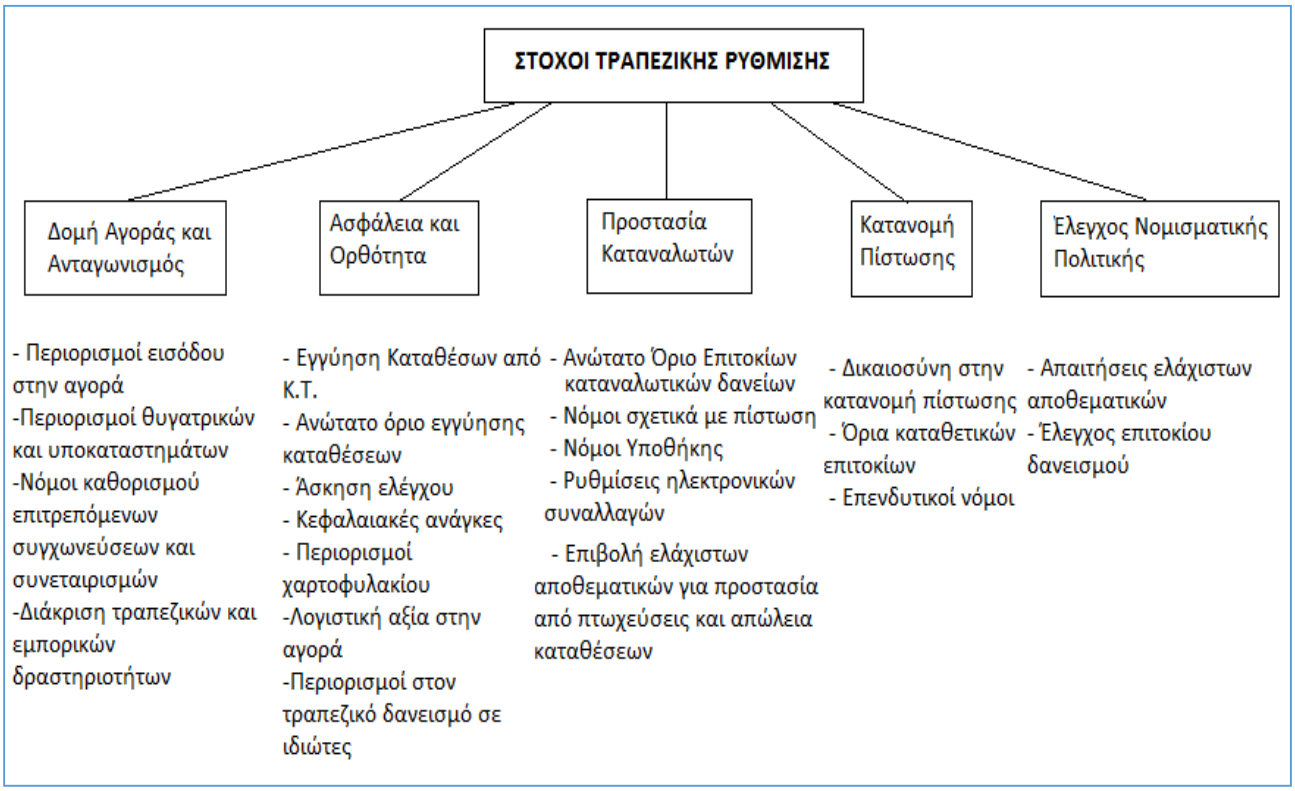
Γιατί όμως η λειτουργία του τραπεζικού συστήματος θα πρέπει να διέπεται από ρυθμίσεις? Οι λόγοι επιβολής ρυθμίσεων και κανονισμών στο τραπεζικό σύστημα, συνοψίζονται στους ακόλουθους [56] :

- Οι ρυθμίσεις εξασφαλίζουν την αναγκαία δημιουργία συνθηκών για την διαμόρφωση ενός περιβάλλοντος υγιούς ανταγωνισμού.
- Οι τράπεζες είναι ευάλωτες σε εξωτερικότητες. Αστάθεια της χρηματοοικονομικής λειτουργίας, προκαλεί έλλειψη εμπιστοσύνης στις τράπεζες, οδηγώντας σε μαζικές αναλήψεις καταθέσεων, προκαλώντας σοβαρά προβλήματα ρευστότητας σε αυτές.
- Το τραπεζικό σύστημα είναι ευάλωτο σε φαινόμενα μετάδοσης (contagion): Η έλλειψη εμπιστοσύνης σε μία τράπεζα, προκαλεί προβλήματα στην εύρυθμη λειτουργία μίας άλλης. Το πρόβλημα που εμφανίζεται σε αυτήν την περίπτωση δηλαδή, είναι αυτό της ασύμμετρης πληροφόρησης, καθώς οι καταθέτες, λόγω έλλειψης σωστής πληροφόρησης, δεν διακρίνουν ποιά τράπεζα έχει πραγματικά πρόβλημα και ποιά όχι.
- Το φαινόμενο της μετάδοσης συμβάλλει στην δημιουργία συστημικού κινδύνου: Η κρίση μεταδίδεται από τράπεζα σε τράπεζα, πυροδοτώντας την καταστροφή του χρηματοοικονομικού συστήματος.
- Η ελαχιστοποίηση του ηθικού κινδύνου.
- Η κατάρρευση τραπεζικών ιδρυμάτων ενέχει κοινωνικά κόστη: ανασφάλιστες καταθέσεις πολιτών αφανίζονται, ενώ μειώνεται δραματικά και η προσφορά χρήματος, με τις ανάλογες οδυνηρές συνέπειες στις επενδύσεις της πραγματικής οικονομίας.

Στην εικόνα 3.1, παρουσιάζονται συνοπτικά οι γενικότεροι στόχοι των ρυθμίσεων που επιβάλλονται στο τραπεζικό σύστημα.

---

56 Συμπεράσματα από:
1. (Heffernan, 2005, pp. 175-176)
2. (Greenbaum & Thako, 2007, p. 442)
3. (Howells & Bain, 2005, p. 517)
4. (Mishkin, 2004, p. 264)
5. (Barth, et al., 2006)



Εικόνα 3.1

Στόχοι των τραπεζικών ρυθμίσεων. Πηγή: (Greenbaum & Thako, 2007, p. 443)

Στο ΠΛΑΙΣΙΟ ΙΙ, στα πλαίσια της θεωρητικής συζήτησης περί αναγκαιότητας των ρυθμίσεων η οποία άνοιξε στο προηγούμενο κεφάλαιο, παρατίθεται και η σχολή της Ελεύθερης Τραπεζικής (Free Banking), η οποία εναντιώνεται στην ύπαρξη κανονισμών στον τραπεζικό κλάδο.

ΠΛΑΙΣΙΟ ΙΙ: FREE BANKING

Αξίζει ν' αναφερθεί και μία διαφορετική σχολή σκέψης όσον αφορά τις ρυθμίσεις του Τραπεζικού συστήματος, αυτή του "free banking", η οποία όπως και στην περίπτωση γενικά της θεωρίας της αυτό-ρύθμισης του χρηματοοικονομικού συστήματος που εξετάσαμε πριν, εναντιώνεται στις ρυθμίσεις του κλάδου αυτού.

Σύμφωνα με αυτή, η ύπαρξη Κεντρικών Τραπεζών συμβάλλει στην αύξηση της μονοπωλιακής τους δύναμης, ενώ οι κυβερνητικές ρυθμίσεις εμποδίζουν τον βέλτιστο ανταγωνισμό μεταξύ των τραπεζικών ιδρυμάτων[57]. Η σχολή αυτή, θεωρεί πώς η λειτουργία ενός ελεύθερου τραπεζικού συστήματος ωθεί τις τράπεζες σ' έναν υγιή ανταγωνισμό, όπου οι τράπεζες προσπαθούν διαρκώς να καινοτομήσουν σε σχέση με τους ανταγωνιστές τους, εκδίδοντας τα δικά τους τραπεζογραμμάτια,

[57] συμπέρασμα από (Barth, et al., 2006, p. 19)

συμβάλλοντας στην προστασία τους από τυχόν κατάρρευση και στην ταχύτερη ανάπτυξη της οικονομίας [58]. Ανάμεσα στους υποστηρικτές του free banking, βρίσκονται οι Dowd [59], Friedman και Schwartz [60], και White [61].

Στα αντεπιχειρήματα του free banking, από την μελέτη του Cruickshank[62] πάνω στο Βρετανικό τραπεζικό σύστημα, εξάγεται το συμπέρασμα πώς ένα ιδιωτικό σύστημα διακανονισμών ενδέχεται να οδηγήσει στην δημιουργία μονοπωλιακών φαινομένων στις μεγάλες τράπεζες, χειραγωγώντας την αγορά και χρεώνοντας ακριβότερα τους καταναλωτές και τις υπόλοιπες τράπεζες, οδηγώντας σε μία μη βέλτιστη ισορροπία προσφοράς-ζήτησης, ο οποίος θεωρητικά ήταν ο στόχος του πλήρους ανταγωνισμού. Επιπρόσθετα, εύρωστα τραπεζικά ιδρύματα θα έχουν την δυνατότητα να λειτουργήσουν αυτά ως δανειστές της τελευταίας στιγμής (lender of last resort) για προβληματικές τράπεζες, υποκαθιστώντας ουσιαστικά την λειτουργία των Κεντρικών Τραπεζών, οι οποίες σύμφωνα με την θεωρία του free banking, οφείλουν να καταργηθούν. Τέλος, το free banking δημιουργεί μακροοικονομικά προβλήματα, μέσω της έκδοσης χωριστών τραπεζογραμματίων:

- Αν το τραπεζογραμμάτιο μίας τράπεζας εξαργυρώνεται αποκλειστικά στην ίδια την τράπεζα, καμία τράπεζα δεν θα έχει κίνητρο έκδοσης πολλών τραπεζογραμματίων, καθώς θα εξαργυρώνονται με χρήμα σε αυτήν την τράπεζα, στερεύοντας τα ρευστά αποθεματικά της.

- Αν τα τραπεζογραμμάτια εξαργυρώνονται σε όλες τις τράπεζες, τότε πρακτικά θεωρούνται τέλεια υποκατάστατα μεταξύ τους, και συνεπώς δημιουργείται το κίνητρο για τις μικρές τράπεζες να υπερεκδίδουν τραπεζογραμμάτια, καθώς βάση πιθανοτήτων, θα έχουν μεγαλύτερη πιθανότητα αυτά να εξαργυρωθούν στις άλλες, μεγάλες τράπεζες. Ο Nelder [63], ο οποίος υποστήριξε αυτήν την λύση του τέλειου υποκατάστατου, παραδέχεται ότι στην περίπτωση της Ελβετίας το παραπάνω φαινόμενο οδήγησε τελικά στην υποτίμηση του Ελβετικού φράγκου, εξαναγκάζοντας τις τράπεζες ν' αποδεχτούν το σύστημα της Κεντρικής Τράπεζας.

58 βλ. (Heffernan, 2005, p. 178) και (Barth, et al., 2006, p. 269)
59 βλ. (Dowd, 1993)
60 βλ. (Friedman & Schwartz, 1987)

61 βλ. (White, 1986)

62 Βλ. (Cruickshank, 2000)

63 Βλ. (Nelder, 2003)

3.3.2 Αναγκαιότητα Παγκόσμιων Τραπεζικών Ρυθμίσεων

Η παγκοσμιοποίηση της τραπεζικής βιομηχανίας οδήγησε στην διεύρυνση του διεθνούς τραπεζικού δανεισμού και αύξησε σε μεγάλο βαθμό τις πιθανότητες η κατάρρευση ενός τραπεζικού ιδρύματος σε μία χώρα, να προκαλέσει μεγάλες απώλειες σε άλλα τραπεζικά ιδρύματα, όπως συνέβη για παράδειγμα το 2008, με την κατάρρευση της Lehman Brothers. Οι ρυθμιστές έγιναν περισσότερο ανήσυχοι σχετικά με το ζήτημα της θέσπισης διεθνών κανόνων στο τραπεζικό σύστημα, μετά τις καταρρεύσεις της Franklin National Bank[64] της Νέας Υόρκης και της Herstatt Bank της Γερμανίας[65], το 1974. Ταυτόχρονα, η ανάπτυξη πολυεθνικών τραπεζικών ιδρυμάτων δημιουργεί νέα δεδομένα και ερωτήματα:

- Μία θυγατρική ξένης τράπεζας, η οποία λειτουργεί στην χώρα, σε ποιούς κανονισμούς υπόκειται? Στους εγχώριους ή αυτούς της χώρας απ'την οποία προέρχεται η μητρική της εταιρία?

- Συχνά εμφανίζεται και το πρόβλημα της έλλειψης δυνατότητας ελέγχου μιας χώρας στην λειτουργία ενός πολυεθνικού τραπεζικού συστήματος με έδρα την συγκεκριμένη χώρα, είτε λόγω έλλειψη τεχνογνωσίας, είτε λόγου του υπερμεγέθους του ιδρύματος, όπως συνέβη στο εξαναγκαστικό κλείσιμο της Bank of Credit and Commerce International (BCCI), με έδρα το Λουξεμβούργο και δράση σε πάνω από 70 χώρες [66], από τις ελεγκτικές αρχές το 1991.

- Ταυτόχρονα, υπήρξε αυξανόμενη ανησυχία σχετικά με την βαρύτητα των τραπεζών στις λιγότερο αυστηρά ρυθμιζόμενες χώρες, με αποτέλεσμα τον ανταγωνισμό στην ρυθμιστική χαλαρότητα μεταξύ των χρηματοπιστωτικών κέντρων [67].

Όλα τα παραπάνω ζητήματα, προέβαλαν το ζήτημα της δημιουργίας ενός παγκόσμιου σταθερού περιβάλλοντος για την ενιαία (ως ένα βαθμό) λειτουργία των τραπεζών [68]. Οι καταρρεύσεις των διεθνών τραπεζικών ιδρυμάτων Bankhaus Herstatt και Franklin National το 1982, οδηγούν [69] στην σύσταση μίας μόνιμη επιτροπής τραπεζικών εποπτών υπό την αιγίδα της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών (BIS), με την ονομασία Επιτροπή της Βασιλείας για την Τραπεζική Εποπτεία (Basel Committee on Banking Supervision (BCBS)) [70] . Η επιτροπή αποτελείται από εκπροσώπους των τραπεζικών εποπτικών αρχών της G-10 [71], του Λουξεμβούργου και της Ελβετίας και επιδιώκει "την ενίσχυση στην κατανόηση των σημαντικών εποπτικών προβλημάτων καθώς και την βελτίωση της ποιότητας της τραπεζικής εποπτείας σε όλο τον κόσμο" [72]. Πιο συγκεκριμένα, η Επιτροπή της Βασιλείας ως κύριο σκοπό θέτει την πραγμάτευση θεμάτων που σχετίζονται με τις δραστηριότητες των διεθνών τραπεζών στις χώρες μέλη και την θέσπιση διεθνών προδιαγραφών και κανονισμών για την συμμόρφωση διεθνών τραπεζικών δραστηριότητων [73].

---

64 Για περισσότερα σχετικά, βλ. (Hendrickson, 2011, p. 174)

65 η κατάρρευση της Herstatt Bank συζητείται στο επόμενο κεφάλαιο

66 βλ. (Mishkin, 2004, p. 272)

67 βλ. (Howells & Bain, 2005, p. 529)

68 βλ (Barth, et al., 2006, pp. 161-162) και (Heffernan, 2005, p. 179)

69 όπως αναφέρεται χαρακτηριστικά στο (Heffernan, 2005, p. 180)

70 Η Επιτροπή αυτή, θα μείνει γνωστή ως "Επιτροπή της Βασιλείας" και έτσι θα αποκαλείται στην συνέχεια της Διατριβής

71 στις G-10 ανήκουν οι χώρες Βέλγιο, Καναδάς, Γαλλία, Γερμανία, Ιταλία, Ιαπωνία, Ολλανδία, Σουηδία, Ηνωμένο Βασίλειο και Η.Π.Α

72 προσωπική μετάφραση, ο στόχος αναφέρεται στην Διατριβή όπως αυτός έχει καθοριστεί στην επίσημη ιστοσελίδα της Επιτροπής της Βασιλείας, βλ. (Basel Committee on Banking Supervision, 2014)

73 Συμπέρασμα από (Heffernan, 2005, p. 180) και (Fabozzi, 2007)

3.3.3 Κανόνες Βασιλείας I

Τον Δεκέμβριο του 1987, η Επιτροπή της Βασιλείας, θέτει προδιαγραφές για την κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζικών ιδρυμάτων των χωρών που την αποτελούν (με Αγγλική Ορολογία, οι προδιαγραφές αυτές έμειναν γνωστές ως "***Basel Capital Accord***" ή αλλιώς "***1988 Accord***"). Σύμφωνα με αυτές, τα τραπεζικά ιδρύματα πρέπει να διατηρούν αποθεματικά, ανάλογα με το ύψος του κινδύνου των επενδύσεων που έχουν αναλάβει και τα κεφάλαια τους, το "***Risk Assets Ratio***"[74] δηλαδή όπως ονομάστηκε**,** το οποίο υπολογίζεται ως εξής:

$$\text{Basel Risk Asset Ratio} = \frac{\text{Capital (Tier I και Tier II)}}{\text{Weighted Risk Assets}} \qquad (3.1)$$

όπου το κεφάλαιο διακρίνεται σε "Tier I" (Βασικά Κεφάλαια, (Core Capital)) και "Tier II" (Πρόσθετα Κεφάλαια, (Supplementary Capital)), σύμφωνα με τον πίνακα 3.1 :

TIER I	**TIER II** **(Διακρίνεται σε Upper Tier II και Lower Tier II)**
Μετοχές	Προβλέψεις δανείων (Κεφάλαιο δεσμευμένο για μη εξυπηρετούμενα δάνεια) (Upper Tier II)
Αποθεματικά για μερίσματα σε μετρητά που δεν δηλώθηκαν συν ποσά για απρόβλεπτα περιστατικά (Disclosed Reserves)	Προνομιούχες μετοχές με χρόνο ωρίμανσης τουλάχιστον 20 χρόνων (Upper Tier II)
Αδιανέμητα κέρδη	Υβριδικά Χρεόγραφα (Upper Tier II)
Κεφαλαιακό περίσσευμα (κεφάλαιο που προέρχεται από την πώληση κοινών ή προνομιούχων μετοχών κτλ)	Μη δημοσιεύσιμα Αποθεματικά Κεφάλαια (Upper Tier II)
	Υποχρεώσεις μειωμένης εξασφάλισης (Lower Tier II)

Πίνακας 3.1

Διάκριση των κεφαλαιακών αποθεματικών σε Tier I και II, σύμφωνα με τους κανόνες της Βασιλείας I.

Πηγές:

1. (Heffernan, 2005, p. 182)

2. (Greenbaum & Thako, 2007, p. 459)

[74] Ο δείκτης αυτός, θα αναφέρεται στη συνέχεια με την αγγλική ορολογία

Το ανώτατο ύψος του Risk Asset Ratio που πρέπει να διατηρείται, καθορίστηκε στο 8%. Από αυτό το ποσοστό, το 4% πρέπει να είναι κεφάλαιο τύπου Tier I, το οποίο ουσιαστικά θα λειτουργήσει ως σωσίβιο, απέναντι στα κακά χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία, καθώς και στον κίνδυνο που προέρχεται από τον αντισυμβαλλόμενο (counterparty risk) [75]. Στόχος του συντελεστή αυτού, είναι το ύψος των ελάχιστων αποθεματικών κεφαλαίων να καθορίζεται από το πόσο επικίνδυνα είναι τα χρηματοοικονομικά στοιχεία που διατηρεί το τραπεζικό ίδρυμα. Όσο περισσότερο επικίνδυνη είναι κάποια επένδυση, τόσο μεγαλύτερο συντελεστή κινδύνου θα έχει, ώστε να χρειάζεται και επιπλέον κεφάλαια προκειμένου να υπερκαλύψει το απαιτούμενο ποσοστό. Ο υπολογισμός των συντελεστών κινδύνου, γίνεται βάση του πίνακα 3.2:

Κατηγορία Κινδύνου	**Είδος Asset**	**Συντελεστής Επικινδυνότητας**
1	Αποθέματα ρευστού, υποχρεώσεις της Κεντρικής Τράπεζας προς το Ίδρυμα, υποχρεώσεις του Κράτους προς το Ίδρυμα, με χρόνο ωρίμανσης μέχρι 91 ημέρες, υποχρεώσεις των ΚΤ ή των κυβερνήσεων των χωρών-μελών του OECD, με χρόνο ωρίμανσης μικρότερο του έτους.	0
2	Μακροπρόθεσμα κυβερνητικά χρεόγραφα, Δάνεια με κρατική εγγύηση	0.1
3	Αξιώσεις σε καταθέσεις εγχώριων ιδρυμάτων, βραχυπρόθεσμες αξιώσεις σε ξένες τράπεζες προερχόμενες από τις χώρες του OECD, ρευστοποιήσιμα χρηματοοικονομικά στοιχεία που βρίσκονται σε διαδικασία είσπραξης, πίστωση κατηγορίας μικρότερου ρίσκου.	0.2
4	Κυβερνητικές υποχρεώσεις που δεν καλύπτονται πλήρως από τον πιστωτή (για παράδειγμα έσοδα από ομόλογα), υποθήκες ακινήτων, αχρησιμοποίητες δανειακές υποχρεώσεις που υπερβαίνουν τον έναν χρόνο ωρίμανσης, χρεόγραφα μεσαίου κινδύνου πίστωσης	0.5
5	Αξιώσεις από υποχρεώσεις επιχειρήσεων (δάνεια και ομόλογα), τίτλοι με εγγύηση, αγορές repos και άλλα πιστωτικά ισοδύναμα προϊόντα, και άλλα χρηματοοικονομικά προϊόντα υψηλού κινδύνου.	1

Πίνακας 3.2

Διάκριση των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων, σύμφωνα με τον κίνδυνο, όπως αξιολογήθηκαν από την Επιτροπή της Βασιλείας I, και οι αντίστοιχοι συντελεστές τους, για τον υπολογισμό του risk asset ratio. Πηγή:

1. (Greenbaum & Thako, 2007, p. 460)
2. (Howells & Bain, 2005, p. 551)

75 βλ. (Heffernan, 2005, p. 183)

3.3.4 Κριτική Βασιλείας Ι

Η θέσπιση τήρησης ελάχιστων υποχρεωτικών αποθεματικών για όλα τα τραπεζικά ιδρύματα, μέσω των κανόνων της Βασιλείας Ι, αποτέλεσε το πρώτο διεθνές πλαίσιο κανονισμών, το οποίο συλλειτουργεί με το θεσμικό πλαίσιο των εκάστοτε χωρών που είναι μέλος της Βασιλείας. Τα τραπεζικά ιδρύματα των χωρών της G-10 αρχίζουν να εφαρμόζουν την συμφωνία αυτή από τον Ιούλιο του 1988. Όσον αφορά την κάλυψη των στόχων για τα ελάχιστα κεφαλαιακά αποθέματα, αυτός θα έπρεπε να επιτευχθεί από τα τραπεζικά ιδρύματα μέχρι το τέλος του 1992. Το πλαίσιο της Βασιλείας Ι εφαρμόστηκε και σε διεθνή τραπεζικά ιδρύματα από χώρες πέρα από αυτές της G-10. Συνολικά, πάνω από 100 χώρες την υιοθετούν. Τον Σεπτέμβριο του 1993, ανακοινώνεται ότι όλα τα τραπεζικά ιδρύματα των χωρών της G-10 καλύπτουν τους κανόνες που έθετε η Βασιλεία Ι [76].

Παρ' όλο που η αποδοχή της προσέγγισης με βάση τον κίνδυνο (Risk-Based) θεωρήθηκε ως ένα σημαντικό βήμα προς την ενίσχυση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας στην παγκόσμια οικονομία, όπως συμβαίνει με όλα αυτά τα μέτρα, η εφαρμογή του δείκτη αυτού επηρέασε την συμπεριφορά των τραπεζών με τρόπους που έκανε την ρύθμιση πιο δύσκολη και οδήγησε ουσιαστικά στην αύξηση του κινδύνου στο σύστημα[77]. Συγκεντρωτικά, οι ανησυχίες που προέκυψαν από το ρυθμιστικό πλαίσιο της Βασιλείας Ι, ήταν οι ακόλουθες[78]:

1. Η χρησιμοποίηση μετοχών ως μέτρο κεφαλαίου, αποτυγχάνει ν' αναγνωρίσει ότι σε ορισμένες χώρες, επιτρέπεται η πρόσβαση στις αγορές, με ποικίλους τρόπους, όπως πχ. σε μία πλήρη εθνικοποίηση τραπεζών.

2. Ο τρόπος υπολογισμού της αξίας της μετοχής, έχει την δυνατότητα να επηρεάσει δραματικά το Tier I (λογιστική αξία (book value) ή αγοραία αξία (market value)).

3. Διαφορετικά θεσμικά πλαίσια χωρών, δημιουργούν ανισότητες στην ρύθμιση των Tier I και II. Για παράδειγμα, την δεκαετία του 90, οι Ιαπωνικές τράπεζες δεν είχαν την δυνατότητα χορήγησης χρέους μειωμένης εξασφάλισης(subordinated) σε αντίθεση με τις Αμερικάνικες.

4. Ασάφειες των κατηγοριών των Tier I και II δίνει κίνητρα καινοτομίας, για αποφυγή των ρυθμίσεων. Η χρησιμοποίηση των εκτός ισολογισμού εργαλείων θεωρήθηκε ως υπεραπλουστευμένη στους κανόνες της Βασιλείας Ι. ***Οι πράξεις εντός και εκτός ισολογισμού πρακτικά συμπεριφέρονται με ισοδύναμο τρόπο***, αγνοώντας τα διαρκώς αυξανόμενα ρίσκα που αναλαμβανόταν στα πλαίσια των εκτός ισολογισμών πράξεων, οι οποίες είχαν αρχίσει να συσσωρεύονται στις τράπεζες. Οι κανόνες της Βασιλείας Ι υποχρέωναν την κράτηση ελάχιστων αποθεματικών στην περίπτωση default εταιρικών ομολόγων, αλλά δεν υποχρέωναν αντίστοιχα για την πιθανότητα πτώσης των τιμών των ομολόγων, διαμέσου της αύξησης των επιτοκίων. Ειδικότερα, η αρχική αντίδραση των τραπεζών ήταν να αυξήσουν περαιτέρω το ήδη αυξανόμενο ποσοστό των εσόδων τους προερχόμενο από τιτλοποιημένους off-balance δραστηριότητες[79]. Στο ΠΛΑΙΣΙΟ ΙΙΙ, παρέχεται ένα απλουστευμένο παράδειγμα των επιπτώσεων της τιτλοποίησης περιουσιακών στοιχείων για τον κίνδυνο στοιχεία του ενεργητικού υπολογισμούς.

---

76 πληροφορίες από (Basel Committee on Banking Supervision, 2014)
77 βλ. (Howells & Bain, 2005, p. 331)
78 βλ. (Heffernan, 2005, pp. 184-186) και (Barth, et al., 2006, pp. 33-34)
79 βλ. (Howells & Bain, 2005, p. 331)

5. Απλοποιήμενη έκδοση βαρών στα διάφορα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία (assets).

6. ***Προσφέρει κίνητρα στα τραπεζικά ιδρύματα, να υλοποιούν κατάλληλες χρηματοοικονομικές συναλλαγές ώστε να μειώνουν τις κεφαλαιακές ανάγκες, χωρίς να μειώνουν ταυτόχρονα το ρίσκο που αναλαμβάνουν (regulatory capital arbitrage).*** Για παράδειγμα μία τράπεζα συνάπτει συμφωνία 364 ημερών. Σύμφωνα με τους κανόνες της Βασιλείας Ι, δεν πρέπει να κρατήσει κάποια αποθεματικά, ενώ αν το διάστημα ήταν ένα έτος, μία μέρα παραπάνω δηλαδή, τότε όφειλε να κρατήσει.

7. Η Βασιλεία Ι δεν επιβραβεύει τράπεζες οι οποίες μειώνουν τον συστημικό τους κίνδυνο. Με άλλα λόγια, δεν υπάρχει αναγνώριση για τον διαμοιρασμό ρίσκου στο δανειακό τραπεζικό χαρτοφυλάκιο. Για παράδειγμα αγνοείται η περίπτωση υπερβολικής έκθεσης σε ένα τομέα.

8. ***Η προσέγγισή της είναι μονόπλευρη, με την λογική ότι "οι ίδιοι κανόνες ταιριάζουν σε όλες τις τράπεζες" ("one size fits all approach"), δεν λαμβάνονται δηλαδή υπόψη οι ποικίλες χρηματοοικονομικές δραστηριότητες διαφορετικών τραπεζικών ιδρυμάτων.*** Άλλους κινδύνους αντιμετωπίζει μία επενδυτική τράπεζα, άλλους μία συστημική, άλλους μία διεθνής.

9. Οι κανόνες λειτουργούν ως αναφορά (benchmark), το οποίο έχει την δυνατότητα να δώσει σε μία τράπεζα, μία εσφαλμένη εικόνα ασφάλειας, οδηγώντας την σε μη βέλτιστες αποφάσεις.

ΠΛΑΙΣΙΟ ΙΙΙ: Δείκτης Risk Asset Ratio και Δραστηριότητες εκτός Ισολογισμού

Έστω τα παρακάτω χρηματοοικονομικά στοιχεία τα οποία διαχειρίζεται ένα τραπεζικό ίδρυμα[80]:

Asset	Ονομαστική Αξία	Συντελεστής Ρίσκου	Γινόμενο Risk-weighted
Ρευστό	50	0	0
Δάνεια Κρατικής Εγγύησης	150	0.1	15
Διατραπεζικά δάνεια	300	0.2	60
Ενυπόθηκα δάνεια	1550	0.5	775
Δάνεια σε μικρομεσαίες επιχειρήσεις	2150	1	2150
Σύνολο			3000

[80] σε εκατομμύρια ευρώ

Σύμφωνα με τους κανόνες της Βασιλείας Ι, η τράπεζα οφείλει να διατηρεί ελάχιστα αποθεματικά στο 8% του συντελεστή κινδύνου (risk-based), επί της συνολικής αξίας των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων, εκ των οποίων, το 4% πρέπει να ανήκει στην κατηγορία Tier I. Συνεπώς, τα ελάχιστα αποθεματικά για την τράπεζα του παραδείγματος μας ανέρχεται σε 8% του 3 δις ευρώ, δηλαδή 240 εκατ. ευρώ.

Κατόπιν η τράπεζα αποφασίζει την αύξηση της ανταγωνιστικότητας της, μέσω της μείωσης των ελάχιστων αποθεματικών κεφαλαίων που πρέπει να διατηρεί, να επιδιώξει να αντισταθμίσει κάθε απώλεια εισοδήματος από τα ενυπόθηκα δάνεια που έχει χορηγήσει μέσω της τιτλοποίησης τους καθώς και μέσω της δραστηριοποίησης της στην αγορά συμφωνιών ανταλλαγής (swaps). Για την υλοποίηση των παραπάνω, κάνει τις ακόλουθες κινήσεις:

1. Τιτλοποιεί όλα τα ενυπόθηκα δάνεια της, και έτσι αυτά εξαφανίζονται από τον τραπεζικό της ισολογισμό.
2. Αυξάνει τις χορηγήσεις προς επιχειρήσεις, οι οποίες έχουν μεγαλύτερο επιτόκιο και συνεπώς κέρδη.
3. Γίνεται εγγυητής σε αγορές swap αξίας 500 εκατ. ευρώ, οι οποίες επίσης δεν φαίνονται στον ισολογισμό.

Με αυτές τις κινήσεις, η εικόνα του ζυγισμένου, ανάλογα το ρίσκο, ισολογισμού της τράπεζας, πλέον φαίνεται διαφορετικός:

Asset	Ονομαστική Αξία	Συντελεστής Ρίσκου	Γινόμενο Risk-weighted
Ρευστό	50	0	0
Δάνεια Κρατικής Εγγύησης	150	0.1	15
Διατραπεζικά δάνεια	300	0.2	60
Δάνεια σε μικρομεσαίες επιχειρήσεις	2450	1	2450
Σύνολο			2500

Τώρα, η τράπεζα σύμφωνα με τους κανόνες της Βασιλείας Ι, πρέπει να διατηρήσει αποθεματικά αξίας 200 εκατ. ευρώ, κατά 40 εκατ. ευρώ λιγότερα σε σχέση με πριν. Λαμβάνοντας υπόψη, πώς οι νέες δραστηριότητες που ανέλαβε, αυτή της τιτλοποίησης, της ενίσχυσης των δανείων προς μικρομεσαίες επιχειρήσεις και της συμμετοχής της σε συμφωνίες ανταλλαγής (swaps) δηλαδή, **ενέχουν αδιαμφισβήτητα πολύ μεγαλύτερο ρίσκο σε σχέση με πριν, τα ελάχιστα αποθεματικά που διατηρεί θα έπρεπε να είναι παραπάνω σε σχέση με τα αρχικά, και όχι λιγότερα.**

Πηγή: (Howells & Bain, 2005, p. 532)

Οι ανησυχίες αυτές οδήγησαν το 1996 στην τροποποίηση των κανόνων της Βασιλείας Ι, οι οποίες ωστόσο δεν έλυσαν την φύση των προβλημάτων που παρουσιάστηκαν. Η τροποποίηση της Βασιλείας Ι, παρουσιάζεται συνοπτικά στο ΠΛΑΙΣΙΟ IV.

ΠΛΑΙΣΙΟ IV: Τροποποίηση Κανόνων Βασιλείας Ι

Οι ανησυχίες οι οποίες αναφέρθηκαν οδήγησαν στην τροποποίηση της Βασιλείας Ι, το 1996. Η υπό διαμόρφωση πρόταση επρόκειτο να υιοθετηθεί από τις τράπεζες το 1998. Περιλάμβανε μία πιο άμεση διαχείριση των εκτός των τραπεζικών ισολογισμών στοιχείων, σε αντίθεση με την αρχική εφαρμογή της Βασιλείας Ι, η οποία ουσιαστικά εξίσωνε τον πιστωτικό κίνδυνο μεταξύ των εντός-εκτός στοιχείων του ισολογισμού. Κατ' αρχήν, ίσως η σημαντικότερη μεταβολή σε σχέση με τους αρχικούς κανόνες, ορίσθηκε το Tier Capital III, για τις τράπεζες, το οποίο αφορά το κεφάλαιο, το οποίο σχετίζεται με τον κίνδυνο προερχόμενο από τις χρηματαγορές (market risk), σε συνδυασμό όμως με τις εκάστοτε τοπικές εθνικές ρυθμίσεις. Στο κεφάλαιο αυτής της κατηγορίας, εντάσσεται[81]:

1. Χρέος μειωμένης εξασφάλισης με χρόνο ωρίμανσης τουλάχιστον δύο χρόνια, του οποίου η αποπληρωμή εγκρίνεται από τις ρυθμιστικές αρχές.
2. Συσσωρευμένα κέρδη που προκύπτουν από το χαρτοφυλάκιο συναλλαγών (δηλαδή, χρεόγραφα και επενδυτικές δραστηριότητες που δεν θεωρούνται παραδοσιακά στο Ηνωμένο Βασίλειο ως τραπεζικές δραστηριότητες).

Επιπρόσθετα, στην τροποποίηση της Βασιλείας Ι, ορίζονται ως επιτρεπόμενες προσεγγίσεις για την εκτίμηση του κινδύνου αγοράς, οι ακόλουθες δύο: εσωτερικό VAR μοντέλο (βλέπε και ΠΛΑΙΣΙΟ V), ή τυποποιημένο. Το αν η τροποποίηση αυξάνει ή μειώνει την επιβάρυνση του κεφαλαίου μιας τράπεζας εξαρτάται από το προφίλ του χαρτοφυλακίου συναλλαγών της. Ωστόσο, οι τράπεζες που χρησιμοποιούν την τυποποιημένη μέθοδο"" είναι πιθανό να επιβαρύνονται με υψηλότερες χρεώσεις κεφαλαίου, εκτός εάν οι επενδύσεις που ενέχουν υψηλό ρίσκο αντισταθμίζονται σε καλό επίπεδο, ή οι ομολογίες τους είναι υψηλής πιστοληπτικής αξιολόγησης[82].

Υπενθυμίζεται ότι ο κίνδυνος αγοράς (market risk), ο οποίος ορίζεται ως ο κίνδυνος που προέρχεται από τις μεταβολές των τιμών στις αγορές, τόσο σε στοιχεία του ισολογισμού όσο και στα εκτός. Αναλύεται επιμέρους σε κίνδυνο των τιμών των μετοχών (Equity Price Risk), κίνδυνο επιτοκίου (Interest Rate Risk), νομισματικός κίνδυνος (Currency Risk), και κίνδυνος από τις τιμές των εμπορευμάτων (Commodities Price Risk).

ΠΛΑΙΣΙΟ V: Μοντέλο Αξιολόγησης Κινδύνου Αγοράς VaR

Το μοντέλο VAR, είναι ένα ευρέως διαδεδομένο μοντέλο αξιολόγησης κινδύνου πιθανών απωλειών σ' ένα χαρτοφυλάκιο χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων[83]. Μετά την εφαρμογή των κανόνων της Βασιλείας, υιοθετήθηκε σε μεγάλο βαθμό από τις τράπεζες για την αξιολόγηση του πιστωτικού κινδύνου (credit risk). Το Var "εκτιμά το πιθανό ή το αναμενόμενο, μέγιστο ποσό που μπορεί να χαθεί σ'ένα τραπεζικό χαρτοφυλάκιο, εξαιτίας μεταβολών των πιθανών κινδύνων"[84].

---

81 Βλ. (Howells & Bain, 2005, p. 531)

82 Για περισσότερα σχετικά με τις δύο αυτές επιτρεπόμενες μεθόδους εκτίμησης του κινδύνου αγοράς, βλ. (Heffernan, 2005, pp. 187-192) και (Fabozzi, 2007, pp. 40-47)

83 Βλ. (Jorion, 2006) και (Fabozzi, 2007, p. 221)

84 Προσωπική μετάφραση, πηγή: (Heffernan, 2005, p. 146)

Εστιάζει στους κινδύνους αγοράς (market risk) που απορρέουν κυρίως από ομόλογα, μετοχές, συναλλαγματικές ισοτιμίες, και εμπορεύματα (όπως για παράδειγμα το πετρέλαιο). ***Βασικό ζητούμενο είναι πώς επηρεάζεται το χαρτοφυλάκιο, όταν πραγματοποιούνται ξαφνικές αλλαγές στις τιμές των παραπάνω χρηματοοικονομικών στοιχείων.***

Ο βασικός τύπος ενός απλού VaR μοντέλου, είναι ο ακόλουθος [85]:

$$VaR = V_x * \frac{dV}{dP} * \Delta P_t \qquad (3.1)$$

Όπου:

V_x : αξία του χαρτοφυλακίου

$\frac{dV}{dP}$: η μεταβολή της αξίας του χαρτοφυλακίου, ως προς τις τιμές της αγοράς (σε $), δηλαδή η ευαισθησία του χαρτοφυλακίου στην μεταβολή της αγοράς

ΔP_t : Η μεταβολή των τιμών της αγοράς (σε επιτόκια, συναλλαγματική ισοτιμία, τιμές μετοχών/εμπορευμάτων) στον χρόνο t (μέρα, μήνας κτλ.)

Κάθε υπολογισμός του VaR, περιλαμβάνει κάποιες σημαντικές υποθέσεις [86]:

1. Πόσο συχνά υπολογίζεται (ανά μέρα/μήνα κτλ.)
2. Προσδιορισμός της θέσης/χαρτοφυλακίου που επηρεάζεται από τον κίνδυνο αγοράς.
3. Οι παράγοντες κινδύνου που επηρεάζουν τον κίνδυνο αγοράς. Οι τέσσερις παράγοντες είναι τα επιτόκια, οι συναλλαγματικές ισοτιμίες, οι τιμές εμπορευμάτων/μετοχών.
4. Το διάστημα εμπιστοσύνης (confidence interval). Το διάστημα που επιλέγεται συνήθως, είναι 99%, πράγμα που σημαίνει ότι απώλειες θα πρέπει να υπάρχουν μία στις εκατό ημέρες, ή 2-3 φορές τον χρόνο. Μία τέτοια επιλογή ωστόσο, θεωρείται ως συντηρητική προσέγγιση και επιλογή αποφυγής κινδύνου (risk averse).
5. Το χρονικό διάστημα υπολογισμού του VaR. Για τράπεζες, αυτό συνήθως είναι μία μέρα, ενώ για συνταξιοδοτικά ταμεία για παράδειγμα ένας μήνας.
6. Επιλογή κατανομής συχνότητας.

Τέλος πρέπει να σημειωθεί ότι μία τράπεζα δεν υπολογίζει μεμονωμένα, μέσω VaR την έκθεση σε κίνδυνο ξεχωριστά για τα ομόλογα, μετοχές κτλ χρηματοοικονομικά της περιουσιακά στοιχεία, αλλά το χαρτοφυλάκιο της ως σύνολο. Αυτό το συνολικό VaR, δεν έιναι απλά το άθροισμα των VaRs κάθε ξεχωριστής θέσης, γιατί κάθε θέση μπορεί ν' αυτοσυσχετίζεται (θετικά ή αρνητικά) με κάποια άλλη θέση του χαρτοφυλακίου.

Ανακεφαλαιώνοντας, το VaR μοντέλο απαντά ουσιαστικά στο ερώτημα, τι απώλειες θα έχει ένα χαρτοφυλάκιο, με μία δεδομένη πιθανότητα, για ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα. Για παράδειγμα, αν το VaR μίας ημέρας είναι 46 εκατ. $, και το διάστημα εμπιστοσύνης 95%, αυτό πρακτικά σημαίνει ότι το χαρτοφυλάκιο ενδέχεται να χάσει τουλάχιστον 46 εκατ. $, σ'ένα χρονικό διάστημα πέντε ανά εκατό ημέρες [87].

Κριτική στο Μοντέλο VaR

---

[85] Βλ. (Heffernan, 2005, p. 146)

[86] Συμπεράσματα από (Fabozzi, 2007, pp. 221-222) και (Heffernan, 2005, p. 147)

[87] Για περισσότερα σχετικά με την μεθοδολογία VaR, βλέπε (Fabozzi, 2007, pp. 221-243), (Heffernan, 2005, pp. 146-151), καθώς και (Holton, 2003)

Έντονη κριτική έχει ασκηθεί στο μοντέλο VaR από πληθώρα οικονομολόγων, κυρίως για το γεγονός ότι ενδέχεται να δώσει μία εσφαλμένη εικόνα έκθεσης ενός χαρτοφυλακίου σε κίνδυνο που δεν ανταποκρίνεται στον πραγματικό. Αναλυτικά:

- Το μοντέλο VaR δεν δίνει ακριβές ποσό εκτιμώμενης απώλειας ενός χαρτοφυλακίου, αλλά ελάχιστο όριο.
- Βασικά VaR μοντέλα, υποθέτουν κανονική κατανομή στις αποδόσεις τίτλων, καθώς και ότι δεν συσχετίζονται μεταξύ τους. Εμπειρικές μελέτες έδειξαν, σύμφωνα με τον Χέφερναν [88], ότι αυτές οι υποθέσεις ενδέχεται να μην ευσταθούν, οδηγώντας σε ανακριβή εκτίμηση κινδύνου.
- Το VaR έχει περιθώρια χειραγώγησης. Διαμορφώνοντας ένα χαμηλότερο VaR, η τράπεζα έχει την δυνατότητα ν' αναλάβει μεγαλύτερα ρίσκα, και συνεπώς αναμενόμενα κέρδη [89].
- Αν όλες οι τράπεζες εφαρμόζουν το ίδιο μοντέλο, τότε το μοντέλο αυτό, που έχει κατασκευαστεί για την εκτίμηση του κινδύνου αγοράς, δημιουργεί κίνδυνο ρευστότητας[90].
- Είναι αμφιλεγόμενο το κατά πόσο το μοντέλο αυτό μπορεί να χρησιμοποιηθεί σε περιόδους κρίσης. Χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία που δεν σχετίζονται σε περιόδους σταθερότητας, ενδέχεται να σχετίζονται σε καιρώ κρίσης [91].
- Σύμφωνα με τον Έινχορν (Einhorn)[92], ο οποίος παρομοιάζει το μοντέλο με "ένα αερόσακο ο οποίος δουλεύει όλη την ώρα, εκτός από όταν γίνεται τροχαίο ατύχημα", κατηγορεί το VaR για τα ακόλουθα:

1. Οδηγεί σε υπερβολική ανάληψη κινδύνων και μόχλευση.
2. Εστιάζει στους κινδύνους γύρω από το κέντρο της κατανομής, αγνοώντας τις "ουρές της".
3. Δημιουργεί κίνητρο ανάληψης υπερβολικών, αλλά μεμονωμένων κινδύνων ("excessive but remote risks")
4. Έχει την δυνατότητα ν' αποδειχθεί καταστροφικό, όταν δημιουργεί λανθασμένη εικόνα ασφάλειας στα ανώτερα στελέχη και στους ελεγκτικούς μηχανισμούς.

- Διαφορετικές εκδοχές του μοντέλου και υποθέσεις σχετικά με το χρονικό διάστημα, το διάστημα εμπιστοσύνης καθώς και τα επιλεχθέντα δεδομένα, δημιουργούν διαφορετικές εκτιμήσεις κινδύνων [93]. Ο Ντάλιενσον (Danielsonn)[94] καταδεικνύει ότι το μοντέλο VaR στερείται σταθερότητας (robustness), δηλαδή, οι προβλέψεις του είναι αναξιόπιστες.

- Ελάχιστη μεταβολή του κλίματος εμπιστοσύνης της αγοράς, προκαλεί μεγάλες μεταβολές στις εκτιμήσεις του μοντέλου VaR [95].

---

88 βλ. (Heffernan, 2005, p. 151)

89 Από Χέφερναν, ό.π.

90 Η θέση αυτή παρουσιάστηκε από τον Ντάνμπαρ (Dunbar), στο (Dunbar, 2000), σχολιάζοντας την Ρωσική κρίση του 1998. Η αθέτηση υποχρεώσεων του εξωτερικού της δανεισμού, προκάλεσε μεγάλη μεταβλητότητα στις τιμές χρηματοοικονομικών τίτλων, γεγονός το οποίο παραβίασε τα όρια κινδύνου που είχαν θέσει τα μοντέλα VaR. Η απότομη μετάβαση από τις μεταβλητές στις σταθερές τιμές των τίτλων, πυροδότησε πτωτική τάση των τιμών, οδηγώντας σε μειωμένη ρευστότητα. Συνεπώς, η κοινή εφαρμογή του μοντέλου VaR από τις τράπεζες, συνέβαλε στην κλιμάκωση της κρίσης.

91 (Taleb, 1997)

92 (Einhorn, 2008)

93 βλ. (Beder, 1995)

94 βλ. (Danielsson, 2000) και (Danielsson, 2002)

95 βλ. (Fabozzi, 2007, p. 241)

3.3.5 Κανόνες Βασιλείας ΙΙ

Γρήγορα έγινε αντιληπτό πώς οι κανόνες της Βασιλείας Ι όχι μόνο δεν αρκούσαν για την διασφάλιση της ασφαλέστερης λειτουργίας του τραπεζικού συστήματος, αλλά και παρείχαν κίνητρα για την ενίσχυση των εκτός ισολογισμού ενεργειών, οι οποίες αύξαναν τον κίνδυνο συνολικά για την σταθερότητα του συστήματος. Χρειαζόταν ένα διαφορετικό σετ κανονισμών, πέρα από την λογική της προσέγγισης της Βασιλείας Ι (***"οι ίδιοι κανόνες ταιριάζουν σε όλες τις τράπεζες" ("one size fits all approach"***), μέσω της εφαρμογής του "Risk-Based Ratio". Πράγματι, τον Μάιο του 2004, η επιτροπή της Βασιλείας, δημιουργεί ένα νέο πλαίσιο ρυθμιστικών κανόνων, το οποίο έμεινε γνωστό ως Βασιλεία ΙΙ, και εφαρμόστηκε από τις χώρες της G-10 στα τέλη του 2006 και για τις πιο εξειδικευμένες προτάσεις, στα τέλη του 2007. Η συμφωνία αυτή δεν εφαρμόστηκε μόνο από τις χώρες της G-10 αλλά και για πολλές άλλες παγκοσμίως που επιβάλλουν την εφαρμογή τους, όπως στην περίπτωση των χωρών της ΕΕ [96].

Το πλαίσιο δεν εφαρμόστηκε από όλες τις χώρες κατά τον ίδιο χρόνο και με τον ίδιο τρόπο. Για παράδειγμα, στις Η.Π.Α έγινε υποχρεωτικό για τις μεγάλες τράπεζες ν' ακολουθούν την μέθοδο Internal Ratings-Based, ενώ οι μικρότερες την standardized. Όσον αφορά τον χρόνο υιοθέτησης, δόθηκε περιθώριο στα τραπεζικά ιδρύματα των Η.Π.Α να συμμορφωθούν με τους κανόνες της Βασιλείας ΙΙ, όπως ορίστηκαν από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα, μέχρι τα τέλη του 2011, με πρώτη χρονιά παράλληλης ισχύος των κανόνων, το 2008 [97], τόσο για τις διεθνείς και μεγάλες τράπεζες, όσο και για τα μικρότερα τραπεζικά ιδρύματα [98] και αρχική ημερομηνία τήρησης των κανονισμών σχετικά με την ελάχιστη επάρκεια κεφαλαίων, την 1η Απριλίου του 2008 [99] για τα μικρότερα τραπεζικά ιδρύματα. Στην Ευρωπαϊκή Ένωση, όλα τα τραπεζικά ιδρύματα εναρμονίστηκαν με τους κανόνες της Βασιλείας ΙΙ την διετία 2008-2009, ενώ η Αυστραλία έθεσε σε ισχύ τους κανόνες της Βασιλείας ΙΙ την 1η Ιανουαρίου του 2008.

Στόχοι Βασιλείας ΙΙ

Όσον αφορά τους στόχους από την εφαρμογή των κανόνων της Βασιλείας ΙΙ, ο Σμίθ Μπάρνευ (Smith Barney) της Citigroup, μας προϊδεάζει σχετικά:

"Οι νέοι τραπεζικοί κανόνες, γνωστοί ως Βασιλεία ΙΙ, θα ευθυγραμμίσουν τους ρυθμιστικούς κανόνες με το οικονομικό ρίσκο και θα έχουν μεγάλο αντίκτυπο στην τραπεζική δομή και πρακτικές" [100]

Συγκεντρωτικά, οι στόχοι που τέθηκαν από τον σχεδιασμό των κανόνων της Βασιλείας ΙΙ, ήταν οι ακόλουθοι [101]:

---

96 Βλ. (Heffernan, 2005, p. 193) και (Fabozzi, 2007, pp. 35-36)

97 σύμφωνα με την ανακοίνωση της FED που έλαβε ώρα στις 25 Σεπτεμβρίου 2006, βλ. (DEPARTMENT OF THE TREASURY (Office of the Comptroller of the Currency), FEDERAL RESERVE SYSTEM, FEDERAL DEPOSIT INSURANCE CORPORATION, DEPARTMENT OF THE TREASURY (Office of Thift Supervision), 2006, p. 55906)

98 σύμφωνα με την ανακοίνωση της FED που έλαβε ώρα στις 30 Σεπτεμβρίου 2005, βλ. (Board of Governors of the Federal Reserve System, Federal Deposit Insurance Corporation, Office of the Comptroller of the Currency, Office of Thrift Supervision, 2005).

99 όπως ορίζεται στην οδηγία που ανακοινώθηκε από την FED, στις 2 Νοεμβρίου του 2007, και εκδόθηκε στις 7 Δεκεμβρίου του 2007, βλ. (DEPARTMENT OF THE TREASURY (Office of the Comptroller of the Currency), FEDERAL RESERVE SYSTEM, FEDERAL DEPOSIT INSURANCE CORPORATION, DEPARTMENT OF THE TREASURY (Office of Thift Supervision), 2007, p. 69288)

100 Προσωπική μετάφραση, βλ. (Citigroup Smith Barney, 2003)

101 Συμπεράσματα από:

- ✓ Η ευθυγράμμιση της πειθαρχίας της αγοράς και των κανονισμών για να εξασφαλισθεί η συνετή ανάληψη κινδύνων αντί αυτή να στηρίζεται αποκλειστικά και μόνο στις κεφαλαιακές απαιτήσεις.
- ✓ Να διασφαλίσει ότι η κεφαλαιακή επάρκεια δεν θα λειτουργήσει ως ανταγωνιστικό μειονέκτημα
- ✓ Να μετακινηθεί από την λογική του ***"οι ίδιοι κανόνες ταιριάζουν σε όλες τις τράπεζες"*** σε μία προσέγγιση περισσότερη ευέλικτη και προσαρμόσιμη ανάλογα με το είδος και τις δραστηριότητες της τράπεζας ("mix and match"). Παρέχεται δλδ. η ευχέρεια για τις τράπεζες ν' αναπτύξουν τις δικές τους εσωτερικές μεθοδολογίες για την αξιολόγηση των κινδύνων[102].

- ✓ Αναγνωρίζει ότι, με όρους πιστωτικού κινδύνου, ο δανεισμός σε τράπεζες/εταιρίες έχει την δυνατότητα να ενέχει περισσότερο ή και λιγότερο κίνδυνο, απ' ότι ο δανεισμός σε κυβερνήσεις χωρών της ΟΟΣΑ (Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης, Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD)). Ως αποτέλεσμα τα βάρη μεταβλήθηκαν κατάλληλα, ώστε ο εταιρικός δανεισμός να έχει την δυνατότητα να λάβει ένα μικρότερο βάρος ρίσκου απ' ότι μία χώρα.
- ✓ Καλύπτει ένα ευρύτερο σύνολο κινδύνων, συμπεριλαμβανομένων του πιστωτικού κινδύνου (credit risk), του κινδύνου από τα επιτόκια (interest rate risk), καθώς και του λειτουργικού κινδύνου (operational risk). Στην περίπτωση του λειτουργικού κινδύνου μάλιστα, επιβάλλεται και η τήρηση ελάχιστων αποθεματικών επί αυτών αν και το 8% διατήρησης ελάχιστων αποθεματικών επί του συνόλου των assets παραμένει.
- ✓ Η υιοθέτηση μιας πιο μακροπρόθεσμης προσέγγισης η οποία εξελίσσεται στον χρόνο.

Η Βασιλεία Ι στόχευε αποκλειστικά στην τήρηση ελάχιστων αποθεματικών. Αντίθετα, η Βασιλεία ΙΙ επιχειρεί να συνθέσει μία πιο ολοκληρωμένη προσέγγιση. Γι' αυτόν τον λόγο, εισάγει τρία επίπεδα (pillars) στους κανονισμούς της:

1. Επίπεδο Ι: Ελάχιστη Κεφαλαιακή Επάρκεια
2. Επίπεδο ΙΙ: Αξιολόγηση Εποπτικής Διαδικασίας
3. Επίπεδο ΙΙΙ: Πειθάρχηση στην Αγορά

Pillar I: Ελάχιστα Αποθεματικά και Υπολογισμός Βαρών

Τήρηση ελάχιστων αποθεματικών επιβάλλεται για τις κατηγορίες πιστωτικού κινδύνου, κινδύνου αγοράς. Το επίπεδο της συνολικής κεφαλαιακής επάρκειας, παραμένει στο 8% του Risk-Asset Ratio[103]. Οι ορισμοί για το Tier I και II διατηρήθηκαν, ενώ τα επίπεδα ελάχιστων αποθεματικών για το Tier I (4%) και Tier II (8%) επίσης διατηρήθηκαν [104].

Μοντέλα Αξιολόγησης Πιστωτικού Κινδύνου

Σύμφωνα με το Επίπεδο (Pillar) Ι, οι τράπεζες καλούνται να υιοθετήσουν ένα από τα τρία ακόλουθα μέτρα, για την αξιολόγηση του πιστωτικού κινδύνου: "Τυποποιημένο Βασικό Μοντέλο " (Standardized Approach), "Βασικό Μοντέλο Εσωτερικής Ταξινόμησης" (Foundation Internal Ratings Approach), και "Εξελιγμένο Μοντέλο Εσωτερικής Ταξινόμησης" (Advanced Internal Ratings Based Approach)[105].

---

[102] Με την επιφύλαξη της έγκρισης των εθνικών ρυθμιστικών αρχών
[103] βλ. (Greenbaum & Thako, 2007, p. 506) και (Fabozzi, 2007, pp. 36-37)
[104] βλ. (Heffernan, 2005, p. 195) και (Fabozzi, 2007, pp. 36-37)
[105] για μεγαλύτερη ανάλυση των τριών αυτών μεθόδων αξιολόγησης πιστωτικού κινδύνου, βλ. (Fabozzi, 2007, pp. 40-47)

Τυποποιημένο Βασικό Μοντέλο

Στην προσέγγιση αυτή, η οποία αποτελεί μετεξέλιξη της ήδη υπάρχουσας, παρατηρούνται κατ' αρχήν οι ακόλουθες αλλαγές στα βάρη, σύμφωνα με τον πίνακα 3.3, σε σχέση με την Βασιλεία Ι:

Είδος Asset	**Συντελεστής Επικινδυνότητας**
Δάνεια υψηλού κινδύνου	1.5
Ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια	0.35
Προσωπικά δάνεια	1
Venture Capital (Επιχειρηματικά Κεφάλαια)	εξαρτάται από τις εθνικές ρυθμίσεις
Υπόλοιπα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία που ενέχουν κίνδυνο	1

Πίνακας 3.3

Οι αλλαγές στα είδη asset και των συντελεστών κινδύνων τους, για την standardized προσέγγιση. Πηγή: (Heffernan, 2005, p. 195)

Για παράδειγμα, αν μία εταιρία έχει βαθμολογηθεί με BB, θα πάρει βάρος ρίσκου 150%, δηλαδή θα πρέπει να κρατήσει ελάχιστα αποθεματικά κεφάλαια ύψους στο 12% της αξίας του δανείου. Αντίθετα, μία εταιρία βαθμολογίας Α, λαμβάνει βάρος ρίσκου 20%, δηλαδή η τράπεζα οφείλει να κρατήσει ελάχιστα αποθεματικά κεφάλαια 1.6% της αξίας του δανείου[106]. Η ουσιαστική διαφοροποίηση σε σχέση με την Βασιλεία Ι, είναι ***ότι τώρα οι τράπεζες έχουν κίνητρο να δανείζουν υψηλά βαθμολογημένες εταιρίες.***

Βασικό και Εξελιγμένο Μοντέλο Εσωτερικής Ταξινόμησης

Με την έγκριση της Εθνικής ελεγκτικής αρχής (πχ. ΚΤ), οι τράπεζες έχουν την δυνατότητα να χρησιμοποιούν τις δικές τους εσωτερικές αξιολογήσεις και πληροφορίες πίστωσης, για να καθορίσουν το ύψος των ελάχιστων αποθεματικών κεφαλαίων που πρέπει να διατηρούν για τον πιστωτικό κίνδυνο. Η Βασιλεία εισήγαγε αυτή την επιλογή με στόχο να επιβραβεύσει τράπεζες που χρησιμοποιούν πιο εξελιγμένες μεθόδους υπολογισμού βαρών ρίσκου, δίνοντας την ευχέρεια να μειωθεί το ελάχιστο αποθεματικό κεφάλαιο που πρέπει να διατηρηθεί έναντι του πιστωτικού κινδύνου. Φυσικά, για την έγκριση της μεθόδου αξιολόγησης, πρέπει να απαιτούνται κάποιες προδιαγραφές:

1. Διαφοροποίηση του πιστωτικού κινδύνου
2. Καθαρά κριτήρια για την εσωτερική μέθοδο αξιολόγησης
3. Η πιθανότητα πτώχευσης (default), υπολογίζεται για κάθε γκρούπ δανειζόμενων, σύμφωνα με τις εσωτερικές αξιολογήσεις.
4. Η τράπεζα πρέπει να διατηρεί δεδομένα τουλάχιστον πέντε χρόνων, για τον υπολογισμό της

[106] βλ. (Heffernan, 2005, pp. 195-196)

πιθανότητας πτώχευσης.

5. Τράπεζες που υιοθετούν την AIRB προσέγγιση, πρέπει να παρέχουν δεδομένα εφταετίας, για ζημιά σε περίπτωση αθέτησης δανειακών υποχρεώσεων, ενώ ενθαρρύνονται να διατηρούν δεδομένα που καλύπτουν έναν ολόκληρο οικονομικό κύκλο. Για την συμπλήρωση αυτών των δεδομένων, οι τράπεζες έχουν το δικαίωμα να χρησιμοποιήσουν πληροφορίες από εξωτερικές πηγές, όπως οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης ή άλλες τράπεζες.
6. Εσωτερική επικύρωση

Για τις δύο αυτές προσεγγίσεις καθορίζονται αυστηροί και συγκεκριμένοι κανόνες για τον υπολογισμό των βαρών, καθώς και για το ύψος των αποθεματικών που πρέπει να διατηρηθούν σε περιπτώσεις τιτλοποιήσεων δανείων [107] .

Διαχείριση Οργάνων Μείωσης Πιστωτικού Κινδύνου

Η Βασιλεία ΙΙ αναγνωρίζει τις διασφαλίσεις (collateral), τις εγγυήσεις και τα πιστωτικά παράγωγα, ως μέθοδοι "Μείωσης του Πιστωτικού Κινδύνου" (Credit Risk Mitigants), γιατί η παρουσία οποιουδήποτε από τα τρία, σημαίνει ότι σε περίπτωση πτώχευσης, κάποια χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία ρευστοποιούνται, μειώνοντας τον κίνδυνο των απωλειών για την τράπεζα. Ωστόσο, επιβάλλονται κάποιοι περιορισμοί:

1. Διασφαλίσεις

Η διασφάλιση στηρίζει ένα δάνειο, και σε περίπτωση πτώχευσης, χρησιμοποιείται για να καλύψει μέρος των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων που χάθηκαν. Ως απόρροια, το είδος της διασφάλισης επηρεάζει τις προβλέψεις[108]. Όσο υψηλότερη η ποιότητα και η ποσότητα των ανταλλαγμάτων, τόσο μικρότερο το ύψος των προβλέψεων. Σύμφωνα με τους κανόνες της Βασιλείας ΙΙ, αποδεχούμενες διασφαλίσεις θεωρούνται:

Τυποποιημένο Βασικό Μοντέλο:

Ρευστό (Cash), το οποίο διατηρείται στην τράπεζα που χορηγεί το δάνειο, χρυσός, κυβερνητικές ασφάλειες (securities) με βαθμολογία BB- και πάνω ή BBB (όταν εκδίδονται από μη κυβερνητικές οντότητες, όπως πχ. τράπεζες ή εταιρίες έκδοσης securities), unrated securities αν εκδίδονται από τράπεζα, μετοχές που είναι μέλος ενός βασικού δείκτη (πχ. FSTE 100).

Βασικό Μοντέλο Εσωτερικής Ταξινόμησης:

Όλα του Τυποποιημένου Βασικού Μοντέλου, καθώς και εισπρακτέες απαιτήσεις και μερικούς τύπους εμπορευμάτων, κατοικιών και ιδιοκτησιών.

Εξελιγμένο Μοντέλο Εσωτερικής Ταξινόμησης:

Όλες οι μορφές φυσικών ανταλλαγμάτων γίνονται αποδεκτές, σε αντίθεση με το Βασικό

107 για περισσότερες πληροφορίες σχετικά με τον τρόπο υπολογισμό των βαρών στις εσωτερικές μεθόδους, βλ. (Heffernan, 2005, pp. 196-198) και (Fabozzi, 2007, pp. 44-47)

108 με τραπεζικούς όρους, προβλέψεις είναι το ύψος των αποθεματικών που διατηρούνται για τα μη ενήμερα δάνεια

Μοντέλο Εσωτερικής Ταξινόμησης.

2. Εγγυήσεις

Αναφέρεται στους εγγυητές δανείων. Για παράδειγμα, μία άλλη τράπεζα έχει την δυνατότητα να εγγυηθεί του δανείου. Ανάλογα την ποιότητα του εγγυητή, επηρεάζεται η πιθανότητα αθέτησης υποχρεώσεων (default). Ωστόσο, οι διασφαλίσεις, όπως κατέδειξε η έρευνα των Ischenko και Samuels[109], είναι πιο προσελκύσιμα για τις τράπεζες, απ' ότι οι εγγυήσεις (το βάρος κινδύνου (risk weight) θα είναι μικρότερο).

3. Πιστωτικά Παράγωγα (Credit Derivatives)

Κάποια παράγωγα χρέους, όπως τα Ασφάλιστρα έναντι του κινδύνου Αθέτησης Πληρωμών (γνωστά ως Credit Default Swaps (CDS) [110]), έχουν την δυνατότητα να εξασφαλίσουν κάποια ποσά έναντι των απωλειών[111].

Λειτουργικός Κίνδυνος

Η Βασιλεία ΙΙ αναγνωρίζει τον λειτουργικό κίνδυνο ως "ο κίνδυνος από πιθανές απώλειες οι οποίες είναι αποτέλεσμα από ανεπαρκείς ή αποτυχημένες εσωτερικές διαδικασίες, ανθρώπους και συστήματα, ή από εξωτερικά γεγονότα"[112]. Για την αξιολόγηση του λειτουργικού κόστους, σύμφωνα με τους κανόνες της Βασιλείας ΙΙ, υιοθετείται ένα από τα ακόλουθα μέτρα (ή συνδυασμός αυτών) [113]:

Βασικός Δείκτης

Χρεώνεται ένα ελάχιστο αποθεματικό κεφάλαιο, για έναν απλό δείκτη συνολικής έκθεσης ρίσκου, ο θετικός μέσος όρος του ετήσιου ακαθάριστου εισοδήματος των τελευταίων τριών χρόνων. Τα ελάχιστα αποθεματικά κεφάλαια που πρέπει να διατηρούνται, ορίζονται σε ποσοστό 15% επί αυτών.

Βασική Τυποποιημένη

Για να έχουν την δυνατότητα οι τράπεζες να χρησιμοποιήσουν αυτή την προσέγγιση, θα πρέπει να διαθέτουν ένα σύστημα λειτουργικού ρίσκου, το οποίο θα συνδυάζει κάποια ελάχιστα κριτήρια που θέτονται απ' την Βασιλεία. Αυτή η προσέγγιση, απαιτεί οι τράπεζες να αναγνωρίζουν εισροές από οκτώ τομείς δραστηριοτήτων. Τα ελάχιστα αποθεματικά κεφάλαια για κάθε τομέα, υπολογίζονται ως το ακαθάριστο εισόδημα, πολλαπλασιαζόμενο με ένα σταθερής τιμής (fixed) ποσοστό (beta factor), το οποίο κυμαίνεται μεταξύ 12 και 18 %. Τα ελάχιστα συνολικά αποθεματικά που πρέπει να διατηρούνται για το λειτουργικό ρίσκο, υπολογίζεται ως το άθροισμα όλων των κεφαλαίων από τις επιμέρους πηγές εισοδημάτων.

Εξελιγμένη Μέθοδος Μέτρησης (Advanced Measurement Approaches (AMAs))

Η μεθοδολογία αυτή, απευθύνεται σε τράπεζες οι οποίες ανταποκρίνονται σε πιο προηγμένα πρότυπα εποπτείας. Οι τράπεζες αυτές, χρησιμοποιούν τις δικές τους μεθόδους, για την αξιολόγηση της έκθεσης στο λειτουργικό ρίσκο, καθορίζοντας και τα ελάχιστα αποθεματικά που πρέπει να

---

109 βλ. (Ischenko & Samuels, 2003)
110 για τη συνέχεια της Διατριβής θα χρησιμοποιείται η αγγλική ορολογία
111 για περισσότερα σχετικά, βλ. (Fabozzi, 2007, pp. 44-47) και (Heffernan, 2005, p. 200)
112 προσωπική μετάφραση. Πηγή: (Heffernan, 2005, p. 201)
113 για περισσότερα σχετικά, βλ. (Fabozzi, 2007, pp. 44-47)

διατηρούνται. Οι τράπεζες, επιτρέπεται ν' αγοράσουν ασφάλεια έναντι του λειτουργικού ρίσκου, μειώνοντας τα ελάχιστα αποθεματικά κεφάλαια που προορίζονται για την κάλυψη του λειτουργικού ρίσκου, σε ποσοστό μέχρι και 20%. Ωστόσο για να χρησιμοποιήσουν μία τέτοια ασφάλεια, πρέπει να τηρούνται κάποιες απαιτήσεις. Η πιο σημαντική από αυτές, είναι ότι ο ασφαλιστής πρέπει να είναι βαθμολογημένος με τουλάχιστον Α, από κάποιον εξωτερικό αξιολογητή. Επιπρόσθετα, η ασφάλεια πρέπει να είναι τουλάχιστον διάρκειας ενός χρόνου, κτλ [114].

Τέλος, για τράπεζες με παγκόσμιες δραστηριότητες και πολλές θυγατρικές εταιρίες, για την συνολική αξιολόγηση του λειτουργικού ρίσκου, υπάρχει η δυνατότητα να χρησιμοποιηθεί μία "υβριδική προσέγγιση".

Pillar II: Αρμοδιότητες των Εθνικών Ελεγκτικών Αρχών

Με αυτή την αρχή, η Βασιλεία αναγνωρίζει τον ρόλο των Εθνικών ελεγκτικών αρχών για την διασφάλιση της λειτουργίας των κανόνων της Βασιλείας ΙΙ, καθορίζοντας τις τέσσερις βασικές αρχές εποπτείας:

- ✓ Οι Ελεγκτικές αρχές καλούνται να διασφαλίσουν ότι οι τράπεζες χρησιμοποιούν κατάλληλη μεθοδολογία για τον ορθό υπολογισμό των μεγεθών που ορίζονται στην Βασιλεία ΙΙ, και ότι διαθέτουν μία στρατηγική για την διασφάλιση της διατήρησης των κεφαλαιακών απαιτήσεων.
- ✓ Οι Ελεγκτικές αρχές οφείλουν να παρακολουθούν τις εσωτερικές μεθόδους αξιολόγησης διαδικασιών και στρατηγικών των τραπεζών, λαμβάνοντας κατάλληλες ενέργειες αν παρατηρηθεί ότι δεν τηρούνται οι προδιαγραφές.
- ✓ Οι Ελεγκτικές αρχές οφείλουν να ενθαρρύνουν τις τράπεζες να διατηρούν αποθεματικά κεφάλαια, πάνω από το ελάχιστο επιτρεπόμενο όριο.
- ✓ Οι Ελεγκτικές αρχές καλούνται να επέμβουν όσο πιο άμεσα γίνεται, για να ζητήσουν από την τράπεζα να επαναφέρει τα κεφαλαιακά της επίπεδα εντός των επιτρεπόμενων ορίων, αν αυτά έχουν πέσει κάτω από αυτά.

Για την διασφάλιση των παραπάνω αρχών, ένας συνεχής και εποικοδομητικός διάλογος μεταξύ των Εθνικών ελεγκτικών αρχών και των Τραπεζών, είναι αναγκαίος. Οι Ελεγκτικές αρχές, οφείλουν να δώσουν ιδιαίτερη προσοχή σε τράπεζες με προϊστορία στην ανάληψη υψηλών κινδύνων.

Όπως γίνεται αντιληπτό, το Pillar ΙΙ δεν δίνει συγκεκριμένες πληροφορίες για το πώς οι Εθνικές ελεγκτικές αρχές οφείλουν να συμπεριφέρονται. Συνεπώς, το Pillar ΙΙ μοιάζει να λειτουργεί ως στήριγμα του Pillar Ι. Για παράδειγμα, όταν η Επιτροπή είχε τονίσει την σημαντικότητα της υιοθέτησης του Μοντέλου Εσωτερικής Ταξινόμησης (IRB) για τα stress test των τραπεζών, οι ελεγκτικές αρχές όφειλαν εμμέσως ν' απαιτήσουν από τις τράπεζες να εφαρμόσουν αυτή την τεχνική [115].

Pillar III: Πειθάρχηση στην Αγορά

Στόχος του Pillar ΙΙΙ, είναι η ενίσχυση των δύο προηγουμένων επιπέδων. Δίνεται ουσιαστικά στις αγορές ο ρόλος της πειθάρχησης των τραπεζών. Οι τράπεζες, καλούνται ν' ανακοινώνουν:

1. Την έκθεση σε κίνδυνο
2. Την κεφαλαιακή επάρκεια
3. Μεθόδους υπολογισμού κεφαλαιακών αναγκών
4. Υλική Πληροφόρηση, δλδ. πληροφορίες οι οποίες αν παραληφθούν ή παρερμηνευθούν

114 για περισσότερα σχετικά, βλ. (Fabozzi, 2007, pp. 47-48) και (Heffernan, 2005, p. 201)
115 συμπέρασμα από (Fabozzi, 2007, p. 48) και (Heffernan, 2005, pp. 202-203)

έχουν την δυνατότητα να επηρεάσουν τις αποφάσεις που θα λάβει κάποιος ο οποίος χρησιμοποιεί αυτές τις πληροφορίες.

5. Η ανακοίνωση των στοιχείων, πρέπει να γίνεται σε εξαμηνιαία βάση.

Στόχος αυτής της "πειθάρχησης στην αγορά" είναι θεωρητικά η αποθάρρυνση των τραπεζών να πραγματοποιούν ατασθαλίες στην αξιολόγηση των κινδύνων.

Οι κανόνες της Βασιλείας ΙΙ συνέβαλαν στην παρακολούθηση, από τις τράπεζες, της μακροπρόθεσμης εξέλιξης των επιχειρήσεων (αντί για ένα χρόνο), για τον καθορισμό της πιστοληπτικής τους ικανότητας, και συνεπώς τον καθορισμό της πολιτικής πίστωσης και επιτοκίων για την χορήγηση δανείων προς αυτούς. Συνέβαλαν επίσης, στην εξομάλυνση της καμπύλης ρίσκου, της σχέσης δηλαδή μεταξύ ελάχιστων αποθεματικών αναγκών και στην πιθανότητα πτώχευσης, για την χορήγηση δανείων [116].

3.3.6 Κανόνες Βασιλείας ΙΙΙ

Η παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση που ακολούθησε από την πτώση της Lehman Brothers και οι αποκαλύψεις σχετικά με τις χρηματοοικονομικές τακτικές απάτης που εφαρμόστηκαν, ώθησαν την επιτροπή της Βασιλείας στην εκ νέου αναθεώρηση των κανονιστικών πλαισίων της Βασιλείας ΙΙ. Η Βασιλεία ΙΙΙ, η οποία αναμένεται να εφαρμοστεί σταδιακά από το 2013, και πλήρως από το 2018, στοχεύει στην ενίσχυση της κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών, μέσω της αύξησης της ρευστότητας και της μείωσης της μόχλευσης [117].

Κανόνες Ελάχιστων Αποθεματικών

Ο αρχικός κανόνας της Βασιλείας ΙΙΙ από το 2010 προέβλεπε την απαίτηση από τις τράπεζες να κατέχουν το 4,5% των κοινών μετοχών (από 2% στην Βασιλεία ΙΙ) και 6% του Tier I (από 4% σε Βασιλεία ΙΙ) του σταθμισμένο ενεργητικού.

Ταυτόχρονα, η Βασιλεία ΙΙΙ εισήγαγε επιπρόσθετα κεφαλαιακά αποθέματα [118]:

1. ένα "υποχρεωτικό κεφαλαιακό απόθεμα ασφαλείας" του 2,5% και
2. ένα "διακριτικό αντικυκλικό προστατευτικό μαξιλάρι" (Countercyclical Buffer), το οποίο θα επιτρέψει στις εθνικές ρυθμιστικές αρχές να απαιτούν μέχρι ακόμα ένα επιπρόσθετο 2,5% του κεφαλαίου σε περιόδους υψηλής πιστωτικής επέκτασης[119], και μικρότερο, ακόμα και 0%, σε καιρό κρίσης.

Επίπεδο Μόχλευσης

Η Βασιλεία ΙΙΙ εισάγει την έννοια του ελάχιστου επιπέδου μόχλευσης. Ο συντελεστής αυτός, υπολογίζεται από την διαίρεση του Tier I με τα συνολικά ενοποιημένα στοιχεία του ενεργητικού. Οι τράπεζες επιβάλλεται να διατηρούν το λιγότερο 3% του συντελεστή μόχλευσης. Στις Η.Π.Α, η FED

116 βλ. (Heffernan, 2005, p. 203)

117 βλ. (Basel Committee on Banking Supervision, 2010)

118 βλ. (Basel Committee on Banking Supervision, n.d.)

119 ή και μεγαλύτερο αν το κρίνει η αρμόδια Εθνική ελεγκτική αρχή

ανακοίνωσε ότι ο συντελεστής αυτός θα είναι 6% για τα Συστημικής Σημασίας Χρηματοοικονομικά Ιδρύματα (SIFI) και 5% για τα τραπεζικά ιδρύματα που αυτές κατέχουν[120].

Κανόνες Κάλυψης Ρευστότητας

Επιπρόσθετα, η Βασιλεία ΙΙΙ επιβάλει δύο νέους δείκτες επάρκειας ρευστότητας. Ο "Δείκτης Κάλυψης Ρευστότητας" στοχεύει στην διατήρηση επαρκών, και υψηλής ποιότητας ρευστοποιήσιμων στοιχείων ενεργητικού για την κάλυψη του συνόλου των καθαρών εκροών της τράπεζας σε μετρητά πάνω από τριάντα (30) ημέρες. Ο "Δείκτης Καθαρής Σταθερής Χρηματοδότησης" απαιτεί το διαθέσιμο ποσό της σταθερής χρηματοδότησης να υπερβαίνει το απαιτούμενο ποσό της σταθερής χρηματοδότησης για μια περίοδο ενός έτους της παρατεταμένης ύφεσης[121].

Τέλος, οι κανόνες της Βασιλείας ΙΙΙ δεν προσθέτουν κάτι καινούριο, σε σχέση με τους διαδόχους τους, όσον αφορά τα Pillar II και III.

3.3.7 Κριτική Κανόνων Βασιλείας

Το σημαντικότερο πρόβλημα στους κανόνες της Βασιλείας είναι ότι κινούν ουσιαστικά την ροή των οικονομικών δραστηριοτήτων, σύμφωνα με τον οικονομικό κύκλο της εποχής (ανάπτυξη/ύφεση), δηλαδή η φύση των ρυθμίσεων είναι προκυκλική[122]. Επεξηγηματικά σύμφωνα με τους κανόνες της Βασιλείας, τα ελάχιστα αποθεματικά κεφάλαια θα αυξάνονται κατά την διάρκεια της ανάπτυξης. Κατά την διάρκεια της περιόδου ανάπτυξης, η ροή πίστωσης είναι μεγάλη, ενώ ταυτόχρονα η εξυπηρέτηση των δανειακών υποχρεώσεων ικανοποιητική, και συνεπώς η εύρεση ρευστού εύκολη. Αντίθετα, τα ελάχιστα αποθεματικά μειώνονται κατά την διάρκεια της ύφεσης/συρρίκνωσης, καθώς τα τραπεζικά ιδρύματα και οι επενδυτές εμφανίζονται πιο σφιχτοί στην χορήγηση πίστωσης, ενώ το ποσοστό των μη εξυπηρετούμενων δανειακών υποχρεώσεων αυξάνεται δραματικά και συνεπώς η εύρεση ρευστού γίνεται ιδιαίτερα δύσκολη.

Ωστόσο, η φύση της ύφεσης, η οποία σηματοδοτείται από την μείωση της κίνησης αγοροπωλησίας στις χρηματαγορές, την υποβάθμιση των εταιριών που εμφανίζουν χαμηλή κερδοφορία από τους οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης, με συνέπεια την επερχόμενη αδυναμία τους στην λήψη πίστωσης[123], εν τέλει θα οδηγήσει στην μείωση του δείκτη κάλυψης ρευστότητας (Risk asset ratio). Ακόμα και αν είναι εφικτή μία αύξηση κεφαλαίων (η οποία είναι ιδιαίτερα δύσκολη να επιτευχθεί σε περιόδους ύφεσης, αφού οι επενδυτές είναι επιφυλακτικοί), η οποία θα έχει μεγαλύτερο κόστος, οι τραπεζικές δραστηριότητες εκ των πραγμάτων θα μειωθούν, συμβάλλοντας στην διεύρυνση και στην πυροδότηση της υπάρχουσας ύφεσης[124]. ***Ο Hawke, δίνει ένα ενδιαφέρον παράδειγμα συσχέτισης των κανόνων της Βασιλείας με την διεύρυνση κρίσεων, συνδέοντας την Τραπεζική κρίση των ΗΠΑ στα τέλη της δεκαετίας του 80 – αρχές δεκαετίας του 90, με τους κανόνες της Βασιλείας Ι, τονίζοντας ότι οι Τράπεζες στραγγαλιζόταν από την ανάγκη να ανεβάσουν τους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας στο 8%, είτε με την μείωση χορήγησης δανείων, είτε με την αύξηση κεφαλαίων, σε ένα απογοητευτικό επενδυτικά περιβάλλον[125].***

---

120 από (Fitch Ratings, 2013)

121 βλ. (Testimony of Hal S. Scott before the Committee on Financial Services, 2011)

122 βλ. (Greenbaum & Thako, 2007, p. 511)

123 συνέπεια της αύξησης των επιτοκίων δανεισμού, εξαιτίας της αύξησης του κινδύνου πιστωτικού γεγονότος όπως για παράδειγμα διευρυμένη αθέτηση πληρωμών ή πτώχευση, για την εταιρία

124 Συμπέρασμα από (Heffernan, 2005, p. 203) και (Barth, et al., 2006, pp. 68-74)

125 Συμπέρασμα από (Hawke, 2001)

Οι απαιτήσεις της Βασιλείας, ενθαρρύνουν την μεταφορά του πιστωτικού κινδύνου ***εκτός τραπεζικού ισολογισμού.*** Η ανάπτυξη των χρηματοοικονομικών προϊόντων, και συγκεκριμένα κυρίως η επέκταση της αγοράς παραγώγων και η δυνατότητα τιτλοποίησης, παρέχει αυτήν την δυνατότητα στις τράπεζες. Δεν είναι τυχαίο το γεγονός ότι η συγκεκριμένη αγορά, υπερδιογκώθηκε από σχεδόν μηδενικό όγκο συναλλαγών, σε 2 τρις $ μέχρι το 2002. Αυτές οι αγορές, αποτελούν ουσιαστικά τρόπους μεταφοράς του πιστωτικού κινδύνου, από την τράπεζα στους κατόχους των δανείων ή των εγγυήσεων (securities). Η τάση για μετακίνηση των δανείων εκτός ισολογισμών ξεκίνησε την δεκαετία του 70, με την έκδοση ενυπόθηκων εγγυήσεων, για ν' ακολουθήσει στην δεκαετία του 80, η πώληση κρατικού χρέους, κοινοπρακτικών δανείων και εταιρικού χρέους. ***Με άλλα λόγια, οι τράπεζες δεν είναι πλέον κάτοχοι επενδύσεων που ενέχουν κίνδυνο, αλλά αρωγοί δημιουργίας πιστωτικού κινδύνου***. Πλέον, ο πιστωτικός κίνδυνος είναι αυτός που συναλλάσσεται, συνεπώς επενδυτές και τράπεζες στηρίζονται σε μεγάλο βαθμό στην αξιολόγηση, λόγω και της ύπαρξης ασύμμετρης πληροφόρησης, από τρίτους εξωτερικούς οίκους αξιολόγησης. Η εκτεταμένη χρήση των βαθμών αξιολόγησης σύμφωνα με τους ανεξάρτητους οίκους, εγείρει διάφορα ζητήματα[126]:

- Ευνοείται ο δανεισμός κυρίως των εταιριών με κορυφαία βαθμολόγηση, τόσο λόγω μεγαλύτερης εμπιστοσύνης προς αυτές, όσο και για την μείωση των ελάχιστων αποθεματικών από τις τράπεζες, με συνέπεια οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις, καθώς και εταιρίες σε δυσμενείς οικονομίες (emerging economies), οι οποίες είτε βαθμολογούνται χαμηλότερα, είτε δεν βαθμολογούνται καν, να μην έχουν εύκολη πρόσβαση σε ευνοϊκές συνθήκες χορήγησης πίστωσης.
- Το γεγονός ότι στις ΗΠΑ, αναγνωρίζονται επίσημα μόνο τέσσερις οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης (Standard and Poor's, Fitch IBCA, Moody's και Dominion Bond Ratings), εγείρει ζητήματα αυξανόμενης, μονοπωλιακής φύσεως δύναμης, των οίκων αυτών στον κλάδο των οίκων πιστοληπτικής αξιολόγησης. Αξίζει να σημειωθεί ότι μόνο οι τρείς από τις τέσσερις αυτές εταιρίες (εξαιρείται η Dominion Bond Ratins), έχουν παγκόσμιο χαρακτήρα, μειώνοντας ακόμα περισσότερο τον ανταγωνισμό.
- Τίθεται το ζήτημα αμεροληψίας των οίκων και σύγκρουσης συμφερόντων, καθώς συνεχώς αυξανόμενα, οι οίκοι συμβουλεύουν τις τράπεζες σχετικά με τις επενδυτικές τους δραστηριότητες, συνεπώς ενδέχεται οι οίκοι να δελεαστούν, ώστε να δώσουν υψηλότερες βαθμολογίες σε τράπεζες με τις οποίες συνεργάζονται, ή ακόμα και να βαθμολογήσουν κάποιο επενδυτικό προϊόν με καλύτερη βαθμολογία απ' ότι αντανακλά ο πραγματικός κίνδυνος που ενέχουν[127].

Επιπρόσθετα, οι κανόνες της Βασιλείας έχουν την δυνατότητα ν' αυξήσουν τον συστημικό κίνδυνο για τις τράπεζες οι οποίες εφαρμόζουν την Βασική Τυποποιημένη προσέγγιση, επειδή δεν έχουν ιδιαίτερο κίνητρο να διαφοροποιήσουν το χαρτοφυλάκιο τους, εξαιτίας της έλλειψης επιβράβευσής τους[128].

Παράλληλα, δημιουργείται ο κίνδυνος για τράπεζες οι οποίες είναι μέλος διευρυμένων χρηματοοικονομικών ομίλων, να μεταφέρουν τον πιστωτικό κίνδυνο σε άλλες, μη-τραπεζικές χρηματοοικονομικές θυγατρικές τους, ώστε να μειώσουν τα ελάχιστα αποθεματικά κεφάλαια που χρειάζονται (δηλαδή ν' αποφύγουν πρακτικά την εφαρμογή των κανόνων της Βασιλείας).

Η διαχείριση του λειτουργικού ρίσκου θεωρείται, ακόμα και από αρκετούς ακαδημαϊκούς και επαγγελματίες, ως αδύνατη. Επίσης, θεωρείται και δύσκολο, να ποσοτικοποιηθεί [129].

Οι κανόνες της Βασιλείας ΙΙΙ προσπαθούν μεν να τονώσουν την παροχή πίστωσης εν καιρώ κρίσης,

---

126 Συμπεράσματα από (Heffernan, 2005, pp. 206-207) και (Hendrickson, 2011, pp. 216-217)
127 Για την κακή βαθμολόγηση παραγώγων προϊόντων, βλ. (Hendrickson, 2011, pp. 216-217)
128 Αφορά τους κανόνες της Βασιλείας ΙΙ, βλ. (Heffernan, 2005, p. 204)
129 συμπέρασμα από (Barth, et al., 2006, p. 72) και (Heffernan, 2005, p. 208)

μέσω της επιβολής ελάχιστο ποσοστού μόχλευσης, ωστόσο η επιβολή υψηλότερων αποθεματικών κεφαλαίων, σε σχέση με τους κανόνες της Βασιλείας ΙΙ, ουσιαστικά αποστραγγίζει τα τραπεζικά ιδρύματα, ωθώντας την μόχλευση προς ακόμα μικρότερα επίπεδα. Επιπρόσθετα, η υποχρεωτική αύξηση των ιδίων μετοχών που πρέπει να διακατέχουν τα τραπεζικά ιδρύματα, ευνοεί τα μεγάλα τραπεζικά ιδρύματα, σε βάρος των μικρότερων, καθώς οι μετοχές τους θα έχουν μεγαλύτερη αξία και συνεπώς οι πηγές πρόσβασης σε εξωτερικό δανεισμό θα είναι ευκολότερος για αυτές, ειδικά εν καιρώ κρίσης. Η εισαγωγή του αντικυκλικού μαξιλαριού, είναι μία θετική ρύθμιση, εισάγοντας για πρώτη φορά στους κανόνες της Βασιλείας ένα χαρακτηριστικό αντικυκλικότητας, ωστόσο η φύση των ρυθμίσεων που διέπουν το χρηματοοικονομικό σύστημα ως σύνολο, η οποία είναι προκυκλική, δεν αλλάζει. Αυτό οφείλεται διότι:

1. Εν καιρώ κρίσης αθετούνται συνεχώς δανειακές υποχρεώσεις. Το προστατευτικό μαξιλάρι της τάξης του 2.5% εν καιρώ ανάπτυξης, θα αποδειχτεί μικρό ποσό για την ενίσχυση των κεφαλαιακών αναγκών της τράπεζας, για να την προστατεύσουν, πόσο δε για την κάλυψη των δεικτών ελάχιστης απαιτούμενης κεφαλαιακής επάρκειας που απαιτούνται. Οπότε πάλι οδηγούμαστε σε διαδικασίες απομόχλευσης και αναζήτησης ρευστού εκτός ισολογισμού.
2. Δεν διασφαλίζεται ότι το προστατευτικό μαξιλάρι δεν θα διαμορφώνεται με λογιστικά κόλπα εκτός ισολογισμού, όπως για παράδειγμα μέσω αγορών ρέπο, ώστε να φαίνεται ότι καλύπτεται η υποχρέωση, ενώ στην πραγματικότητα δεν θα καλύπτεται.
3. Όσον αφορά το χρηματοοικονομικό σύστημα ως σύνολο, το γεγονός ότι κανόνες διατήρησης ελάχιστων αποθεματικών όπως αυτοί της Βασιλείας, υιοθετούνται μόνο από τράπεζες και όχι από τα υπόλοιπα χρηματοοικονομικά ιδρύματα, δημιουργεί συνθήκες άνισου ανταγωνισμού, πλήττοντας εν τέλει την αξιοπιστία και περιθωριοποιώντας τον ρόλο των τραπεζικών ιδρυμάτων.

3.4 Μη Χρηματοοικονομικά Ιδρύματα και Ρυθμίσεις

3.4.1 Ασφαλιστικές Εταιρίες

Ασφάλειες Ζωής

Οι ασφαλιστικές εταιρίες που παρέχουν ασφάλειες ζωής λειτουργούν στις ΗΠΑ από το 1759, και έχουν μία από τις δύο δυνατές δομές: είτε είναι συνεταιριστικές, είτε έχουν μετοχικό κεφάλαιο. Οι εταιρίες οργανωμένες σε μετοχές, αποτελούν πάνω από το 90% της συνολικής αγοράς, ωστόσο μερικές από τις μεγαλύτερες στον κλάδο, λειτουργούν με την μορφή του συνεταιρισμού. Επειδή οι ρυθμοί θανάτου, στο σύνολο του πληθυσμού, είναι προβλέψιμοι σε μεγάλο βαθμό, οι εταιρίες αυτές έχουν την ικανότητα να προβλέπουν με ακρίβεια τις πληρωμές που οφείλουν στους ασφαλισμένους στο μέλλον. Ως απόρροια, όσον αφορά τα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία τα οποία διαχειρίζονται, αυτά αφορούν κυρίως μακροπρόθεσμους τίτλους, οι οποίοι δεν είναι άμεσα ρευστοποιήσιμοι, κυρίως ομόλογα δηλαδή, κρατικά και επιχειρησιακά, και εμπορικές υποθήκες.

Σε αντίθεση με τα τραπεζικά και άλλα χρηματοοικονομικά ιδρύματα, οι ασφαλιστικές εταιρίες δεν έχουν ποτέ βιώσει διαδεδομένες καταρρεύσεις, συνεπώς ποτέ δεν τέθηκε το ζήτημα από την FED, αλλά και παγκοσμίως για εκτεταμένη ρύθμιση και περιορισμό στην λειτουργία τους. Οι ρυθμίσεις στις οποίες υπόκεινται, στην περίπτωση των Η.Π.Α, εξαρτώνται από την Πολιτεία στην οποία εδρεύουν, και κατά κύριο λόγο αφορούν πρακτικές πώλησης, την αναγκαιότητα να διακατέχουν χρηματοοικονομικούς τίτλους άμεσα ρευστοποιήσιμους για την άμεση κάλυψη ζημιών, καθώς και περιορισμούς στην δυνατή ποσότητα των επενδύσεων που φέρουν υψηλό ρίσκο, που επιτρέπεται να

διατηρούν [130].

Ασφαλιστικές Εταιρίες Ιδιοκτησίας και Ατυχημάτων

Σε σύγκριση με τις εταιρίες παροχής ασφαλειών ζωής, τα μοντέλα υπολογισμού δαπανών προς τους ασφαλισμένους, είναι λιγότερο προβλέψιμα σε σχέση με τα μοντέλα πρόβλεψης θανάτων. Ταυτόχρονα, έχουν αυξηθεί με την πάροδο του χρόνου, οι μηνύσεις που αφορούν ιδιοκτησιακές διαφορές, ενώ και το ύψος των ποσών που εκδικούνται, είναι ιδιαίτερα υψηλό. Αυτή η φυσική διαφορά, σε συνδυασμό με το γεγονός ότι υπόκεινται σε ομοσπονδιακούς ή κρατικούς φόρους εισοδήματος, οδηγεί τις επιχειρήσεις αυτές σε διαφορετικές μεθόδους αναζήτησης κερδοφορίας, σε σχέση με τις εταιρίες ασφαλειών ζωής. Συνήθεις τακτικές των ασφαλιστικών αυτών, για την τόνωση της κερδοφορίας τους, είναι η επιβολή υψηλών ασφαλίστρων, οι περικοπές στις υπηρεσίες που παρέχουν, η επιβολή αντασφάλειας (reinsurance) στις επιχειρήσεις[131], καθώς και η διεύρυνση των υπηρεσιών τους, σε νέους πιο επικίνδυνους και άγνωστους για αυτές τομείς, όπως η ασφάλιση περίπλοκων χρηματοοικονομικών προϊόντων, που ενέχουν υψηλό ρίσκο. Τέλος, εξαιτίας του γεγονότος ότι υπόκεινται σε φόρους εισοδήματος όπως αναφέρθηκε, το μεγαλύτερο ποσοστό των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων που διαχειρίζονται, είναι δημοτικά/κρατικά ομόλογα, τα οποία εκπίπτουν της φορολογίας.

Εξαιτίας της μεγαλύτερης επικινδυνότητας που ενέχουν αυτές οι ασφαλιστικές εταιρίες, έχει προταθεί να υπόκεινται και αυτές σε κανόνες ελάχιστων αποθεματικών έναντι των επικίνδυνων χρηματοοικονομικών τίτλων και υπηρεσιών που προσφέρουν (risk-based capital requirements) [132].

Περιοριστικές Διατάξεις Ασφαλιστικών

Οι περιοριστικές διατάξεις που αφορούν τις ασφαλιστικές εταιρίες λειτουργούν ως εργαλείο για την μείωση του ηθικού κινδύνου, με στόχο την αποθάρρυνση των ασφαλισμένων να διαπράξουν επικίνδυνες δραστηριότητες. Τέτοια παραδείγματα, είναι διατάξεις που αφορούν αύξηση ασφαλίστρων σε εταιρία ασφάλισης οδηγών, σε περίπτωση που ο ασφαλισμένος δέχεται κλήσεις ή προκαλεί ατυχήματα, η απαίτηση σε εταιρίες ενοικίασης μοτοσικλετών να παρέχουν κράνη, προκειμένου να αποζημιώνονται σε περιπτώσεις ατυχημάτων κτλ. [133].

3.4.2 Συνταξιοδοτικά Ταμεία

Τα συνταξιοδοτικά ταμεία επιτρέπουν σε εργαζόμενους, ενώσεις και ιδιώτες, τον σχεδιασμό συνταξιοδοτικών πλάνων για την ζωή τους. Γνωρίζουν μεγάλη άνθηση, ενδεικτικά στις Η.Π.Α., αύξησαν το μερίδιο διαχείρισης χρηματοοικονομικών τίτλων, από 10% στα τέλη του 1960, σε 22.6% στα τέλη του 2002, όπως φαίνεται και στον πίνακα 3.4. Η φορολογική πολιτική της FED, συνέβαλε τα μέγιστα στην απογείωση των συνταξιοδοτικών ταμείων, καθώς οι συνεισφορές των εργαζομένων και των εργοδοτών στα ταμεία, εκπίπτουν της εφορίας.

---

130 βλ. (Mishkin, 2004, pp. 287-288)

131 Η αντασφάλεια κατανέμει ένα μέρος του κινδύνου στην ίδια την εταιρία η οποία είναι ασφαλισμένη, ώστε να διασφαλίζεται σε κάποιο βαθμό και η ίδια η ασφαλιστική, σε αντάλλαγμα χαμηλότερα ασφάλιστρα. Η αντασφάλεια είναι ιδιαίτερα σημαντική για μικρές ασφαλιστικές εταιρίες.

132 Βλ. (Mishkin, 2004, pp. 289-290)

133 Βλ. (Mishkin, 2004, p. 290)

Επειδή οι εισροές των ταμείων είναι προβλέψιμες σε υψηλό βαθμό, τα συνταξιοδοτικά ταμεία επενδύουν κυρίως σε μακροπρόθεσμους τίτλους, όπως ομόλογα, μετοχές, και μακροπρόθεσμες ενυπόθηκες επενδύσεις, με κύριο χαρακτηριστικό την αναζήτηση επενδύσεων με υψηλές αναμενόμενες αποδόσεις και μείωσης του δυνατού κινδύνου μέσω της διαφοροποίησης των επενδύσεων. Πλέον, τα ασφαλιστικά ταμεία είναι κυρίαρχοι της αγοράς μετοχών.

Για την πρόληψη προβλημάτων χρηματοδότησης, χρηματοοικονομικών απατών, κακοδιαχείρισης επενδύσεων και προστασία των ασφαλιζομένων, τα ιδιωτικά ασφαλιστικά ταμεία στις Η.Π.Α, υπάγονται στο ρυθμιστικό πλαίσιο του νόμου για τις συντάξεις εργαζομένων (Employee Retirement Income Security Act (ERISA)), και στην Ευρώπη στην "Ευρωπαϊκή Αρχή Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων" (European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA)) [134]. Σε γενικές γραμμές, τα ρυθμιστικά αυτά πλαίσια καθορίζουν προδιαγραφές για την αναφορά και την δημοσίευση πληροφοριών των συνταξιοδοτικών ταμείων, θεσπίζουν κανόνες για την κατοχύρωση και το βαθμό της επιτρεπτής υποχρηματοδότησης, επιβάλλονται περιορισμοί στις επενδυτικές πρακτικές, και αναθέτει την ευθύνη της ρυθμιστικής εποπτείας στο αρμόδιο Υπουργείο Εργασίας. Στις Η.Π.Α, η ERISA, έχει προβεί και στην δημιουργία του ταμείου Pension Benefit Guarantee Corporation [135], με ρόλο παρόμοιο της FDIC, δηλαδή διασφαλίζει συνταξιοδοτικά ποσά, μέχρι 40000 $ τον χρόνο ανά άτομο [136].

3.4.3 Χρηματοδοτικές Εταιρίες

Οι χρηματοδοτικές εταιρίες αντλούν ρευστό με την έκδοση εταιρικών ομολόγων, χρεογράφων και μετοχών, ή μέσω τραπεζικού δανεισμού, και χρησιμοποιούν τα κεφάλαια αυτά για την χορήγηση δανείων, ειδικά διαμορφωμένα για την αγορά στην οποία στοχεύουν και τους καταναλωτές της. Εν ολίγοις, αυτό που πράττουν οι χρηματοδοτικές εταιρίες, είναι να δανείζονται σε μεγάλες ποσότητες, αλλά να δανείζουν σε μικρές, μια διαδικασία δηλαδή η οποία είναι ακριβώς αντίθετη σε σχέση με τα τραπεζικά ιδρύματα, οι οποίες χρησιμοποιούν τις μικρές σε όγκο καταθέσεις του κάθε πελάτη, και χορηγούν μεγάλα (συνήθως) δάνεια. Ένα σημείο κλειδί για τα ιδρύματα αυτά, είναι ότι παρ' όλο που απευθύνονται στο ίδιο κοινό με τις τράπεζες, ***είναι στην ουσία αρρύθμιστα***, σε σχέση με τις εμπορικές τράπεζες: περιορίζονται στο μέγιστο ποσό χορήγησης δανείων, στους όρους των συμβολαίων που υπογράφουν με τους πελάτες τους, ενώ δεν προβλέπονται περιορισμοί στις θυγατρικές τους, στο είδος των χρηματοοικονομικών τίτλων που διαχειρίζονται καθώς και στις μεθόδους χρηματοδότησης των δραστηριοτήτων τους. Η ανυπαρξία ρυθμίσεων δίνει την ευχέρεια σε αυτά τα ιδρύματα να χορηγούν δάνεια στα μέτρα των καταναλωτών, καλύτερα απ' ότι τα τραπεζικά ιδρύματα.

Υπάρχουν τρία είδη χρηματοδοτικών εταιριών [137]:

1. Εταιρίες Χρηματοδότησης Αγορών

Ανήκουν σε μία συγκεκριμένη εμπορική ή κατασκευαστική εταιρία, παρέχοντας δάνεια σε καταναλωτές αποκλειστικά για την αγορά αγαθών των καταστημάτων τους, όπως για παράδειγμα μία αυτοκινητοβιομηχανία η οποία διευκολύνει τον καταναλωτή με την παροχή δανείου για την απόκτηση ενός αμαξιού από αυτή. Οι εταιρίες αυτές ανταγωνίζονται άμεσα τις τράπεζες στον τομέα

134 για περισσότερα σχετικά, βλ. (Kortleve, et al., 2011)

135 γνωστό ως "Penny Benny"
136 βλ. (Mishkin, 2004, p. 295)
137 βλ. (Mishkin, 2004, pp. 296-297)

των καταναλωτικών δανείων και προτιμούνται συχνά από τους καταναλωτές, εξαιτίας των διευκολύνσεων και της ταχύτητας έκδοσης του δάνειου που παρέχουν.

2. Εταιρίες Χρηματοδότησης Κατανάλωσης

Χορηγούν δάνεια για την αγορά συγκεκριμένων καταναλωτικών αγαθών, όπως έπιπλα ή οικιακές συσκευές, ή για την επαναχρηματοδότηση μικρού χρέους. Αυτές οι εταιρίες, είναι είτε ξεχωριστές οντότητες, είτε ανήκουν σε τράπεζες. Συνήθως, οι εταιρίες αυτές χορηγούν δάνεια σε καταναλωτές οι οποίοι δεν έχουν άλλο τρόπο λήψης πίστωσης, και γι' αυτό τον λόγο τα δάνεια αυτά έχουν υψηλότερα επιτόκια.

3. Εταιρίες Χρηματοδότησης Επιχειρήσεων

Παρέχουν εξειδικευμένες μορφές πίστωσης σε επιχειρήσεις μέσω της χορήγησης δανείων και εξαγοράς υποσχετικών υποχρεώσεων προς την εταιρία, με έκπτωση. Αυτή η πρακτική ονομάζεται factoring. Για παράδειγμα μία τράπεζα διαχειρίζεται κόκκινα δάνεια, τα οποία πλήττουν την εικόνα του ισολογισμού της, ενώ ματώνει και το ρευστό αποθεματικό της, καθώς οφείλει να διατηρεί κάποια κεφάλαια για αυτά τα δάνεια σύμφωνα με τους κανόνες της Βασιλείας 2. Μία επιχείρηση εξαγοράζει τα κόκκινα αυτά δάνεια, με μία έκπτωση, και αναμένει να βγάλει κέρδος από αυτήν την διαδικασία, μέσω εξαργύρωσης των δανειακών υποχρεώσεων των καταναλωτών (για παράδειγμα μέσω ρευστοποίησης της περιουσίας του). Σε αυτήν την διαδικασία, κερδισμένοι υπό προϋποθέσεις είναι και οι δύο μεριές: Η τράπεζα που ξεφορτώθηκε τα κόκκινα δάνεια, και η εταιρία χρηματοδότησης που επένδυσε στα κόκκινα δάνεια της τράπεζας αυτής.

3.4.4 Αμοιβαία Κεφάλαια (Mutual Funds)[138]

Τα αμοιβαία κεφάλαια είναι χρηματοοικονομικοί διαμεσολαβητές οι οποίοι συγκεντρώνουν κεφάλαια από μικροεπενδυτές, μέσω της πώλησης σε αυτούς μεριδίων (μετοχών), και χρησιμοποιούν τα κεφάλαια αυτά για την επένδυση σε άλλους χρηματοοικονομικούς τίτλους. Μέσω της διαδικασίας μετασχηματισμού ουσιαστικά των επενδύσεων, με την πώληση μετοχών σε μικρές ποσότητες ονομαστικής αξίας και την αγορά μεγάλων ποσοτήτων χρηματοοικονομικών τίτλων, τα αμοιβαία κεφάλαια εκμεταλλεύονται εκπτώσεις σε χρηματιστηριακές προμήθειες και εξαγοράζουν διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια τίτλων. Είναι δομημένα σε δύο κατηγορίες:

1. Open-end fund, όπου μερίδια των αμοιβαίων κεφαλαίων έχουν την δυνατότητα να εξαγορασθούν ανά πάσα στιγμή, και η τιμή τους είναι συνδεδεμένη με την αξία του αμοιβαίου κεφαλαίου. Αποτελούν την πλειοψηφία των αμοιβαίων κεφαλαίων.
2. Closed-end fund, όπου είναι διαθέσιμος περιορισμένος αριθμός μεριδίων προς διάθεση στην πρωτογενή αγορά, αλλά διαπραγματεύονται κανονικά στις δευτερογενείς.

Τα αμοιβαία κεφάλαια επιτρέπουν στον μικροεπενδυτή να εκμεταλλευτεί οφέλη από τα χαμηλά κόστη συναλλαγών, λόγω της μαζικής εξαγοράς τίτλων από τα ιδρύματα αυτά, καθώς και από την μείωση του ρίσκου που αναλαμβάνουν, μέσω της διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου των τίτλων που κατέχουν. Πολλά αμοιβαία κεφάλαια διοικούνται από χρηματιστηριακές εταιρείες, αλλά και από τράπεζες ή ανεξάρτητους συμβούλους επενδύσεων.

Τα ιδρύματα αυτά αυξάνουν σταδιακά το μερίδιο τους στην αγορά μετοχών από το 1980 και μετά, όπως φαίνεται και στον πίνακα όταν και διευρύνονται τα χρηματοοικονομικά προϊόντα και

[138] Για τη συνέχεια της διατριβής, τα αμοιβαία κεφάλαια θα αναφέρονται με την αγγλική τους ορολογία, mutual funds

εξαπλώνονται διεθνώς οι αγορές χρηματοοικονομικών τίτλων. Άλλη πηγή δύναμης για τα αμοιβαία κεφάλαια πέρα από τις μετοχές, είναι η εξειδίκευσή τους στα χρεόγραφα, τα οποία εμφανίζονται την δεκαετία του 70.

Αμοιβαία κεφάλαια κατέχουν κυρίως τα νοικοκυριά, με ποσοστό περίπου στο 80% αυξάνοντας σημαντικά τον ρόλο τους, ως πηγή αποταμίευσής. Το 1980, μόλις το 6% των νοικοκυριών στις Η.Π.Α είχαν μερίδια σε αυτά, με το ποσοστό αυτό να εκτοξεύεται σε 50% στις αρχές της νέας χιλιετίας. Η αυξημένη σημασία των επενδυτών στα ιδρύματα αυτά, φαίνεται και από το γεγονός ότι τα αμοιβαία κεφάλαια, μαζί με τα συνταξιοδοτικά ταμεία[139] ελέγχουν πάνω από το 50% των συναλλασσόμενων μετοχών των Η.Π.Α, κιέτσι οι επενδυτές αυτοί γίνονται οι κυρίαρχοι παίχτες της αγοράς μετοχών, ενώ συχνά αποκτούν και λόγο στην πολιτική της εταιρίας που έχουν επενδύσει [140].

Μία ειδική κατηγορία αμοιβαίων κεφαλαίων, είναι τα "αμοιβαία κεφάλαια χρηματαγορών" (money market mutual fund), τα οποία επειδή επενδύουν σε βραχυπρόθεσμα ομόλογα [141] υψηλής ποιότητας, όπως κυβερνητικά ομόλογα και τραπεζικές καταθέσεις, τα οποία, επειδή οι μεταβολές των τιμών τους είναι ελάχιστη, η διαφορά στην αξία της μετοχής των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι ελάχιστη, με αποτέλεσμα τα mutual funds να προσφέρουν εξαργύρωση των μετοχών τους σε σταθερή τιμή. Η εξαργύρωση γίνεται μέσω επιταγής σε κάποια εμπορική τράπεζα, και συνεπώς η επένδυση στο αμοιβαίο κεφάλαιο λειτούργησε ουσιαστικά ως κατάθεση σε τράπεζα. Τα money market mutual funds, αποτελούν στις αρχές της δεκαετίας του 2000, το ¼ της αξίας όλων των αμοιβαίων κεφαλαίων [142].

Τα αμοιβαία κεφάλαια ρυθμίζονται στις Η.Π.Α από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και Τίτλων (Securities and Exchange Commission), στην οποία έχει δοθεί η αρμοδιότητα ν' ασκεί απόλυτο έλεγχο πάνω στις επενδυτικές εταιρίες, Στις ρυθμίσεις συγκαταλέγονται η περιοδική δημοσίευση στοιχείων και πληροφοριών των ιδρυμάτων αυτών, καθώς και περιορισμοί στις μεθόδους προσέλκυσης επιχειρήσεων [143].

3.4.5 Κεφάλαια Αντιστάθμισης Κινδύνου (Hedge Funds)

Τα κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου (Hedge Funds), είναι επενδυτικές ετερόρρυθμες εταιρίες, ειδικής κατηγορίας αμοιβαίων κεφαλαίων, οι οποίες επενδύουν ιδιωτικά κεφάλαια, σε χρηματοοικονομικά προϊόντα μεγάλης απόδοσης, με στόχο την μεγιστοποίηση της αύξησης του αρχικού τους κεφαλαίου. Είναι γνωστά για τις περίπλοκες, επιθετικές και κερδοσκοπικές τους στρατηγικές. Τα Hedge funds είναι συνήθως ανοικτού τύπου, επιτρέποντας ανά πάσα στιγμή την είσοδο/έξοδο επενδυτών ανά πάσα στιγμή [144]. Δεν απευθύνονται στο ευρύ κοινό, ούτε σε επενδυτές λιανικής. Βρίσκονται σε ραγδαία άνοδο, έχοντας αυξήσει τα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία που διαχειρίζονται, κατά 6 φορές, την διάρκεια της δεκαετίας του 2000, φτάνοντας το ποσό των 1.43 τρις $ τον Ιούνιο του 2009, έχοντας μερίδιο στην συνολική αγορά, 1.1% [145]. Το ποσό αυτό,

139 Οι επενδυτές των ιδρυμάτων αυτών, είναι γνωστοί και ως θεσμικοί επενδυτές
140 Βλ. (Mishkin, 2004, p. 298)
141 Με ωρίμανση μικρότερη από 6 μήνες
142 Βλ. (Mishkin, 2004, p. 299)
143 Βλ. (Mishkin, 2004, p. 299)
144 Η απόκτηση μερισμάτων των ιδρυμάτων αυτών, γίνεται συνήθως απευθείας από τα ίδια τα hedge funds, και όχι σε δευτερογενή αγορά.

145 Πηγή: (Spellman, 2009)

τον Απρίλιο του 2012, εκτοξεύεται σε 2.13 τρις $ [146].
Τα περισσότερα hedge funds, αναπτύσσουν στρατηγικές που στόχο έχουν την επίτευξη πάντοτε θετικής και μεγάλης απόδοσης των επενδύσεων τους [147], ανεξάρτητα απ'το αν οι αγορές βρίσκονται σε άνοδο ή πτώση. Αυτό ίσως να οφείλεται [148] στο γεγονός ότι τα hedge funds υπόκεινται στους ρυθμιστικούς περιορισμούς των αντίστοιχων χωρών τους, αρκετά πιο χαλαρών σε σχέση με τα τραπεζικά ιδρύματα, οπότε έχουν την δυνατότητα επίτευξης μεγαλύτερης μόχλευσης[149] και επένδυσης σε βραχυπρόθεσμες και άλλες αγορές, για την επίτευξη κέρδους ακόμα και σε περιόδους ύφεσης. Σε σχέση με τα υπόλοιπα χρηματοοικονομικά ιδρύματα, οι κυριότερες διαφορές στις ρυθμίσεις επικεντρώνονται στα ακόλουθα [150]:

1. Λιγότεροι περιορισμοί στην χρήση των παραγώγων προϊόντων και στο επίπεδο μόχλευσης.
2. Δεν υποχρεούνται να παρουσιάζουν τις στρατηγικές τους, καθώς και τις συμμετοχές τους σε μερίδια.
3. Εξαιρούνται από υποχρεώσεις εγγραφής και γνωστοποίησης χρηματοοικονομικών στοιχείων που επιβάλλουν οι ομοσπονδιακοί νόμοι για τους τίτλους (federal securities laws) [151].
4. Δεν επιτρέπεται να διαφημίζονται [152], και απευθύνονται κυρίως σε πλούσιους ιδιώτες και μεγάλες εταιρίες, καθώς επιβάλλουν σχετικά υψηλές εισφορές στα μέλη-επενδυτές τους [153]. Ενδεικτικά, ένα τυπικό hedge fund χρεώνει 1% ετήσιο κόστος των τίτλων που διαχειρίζεται, συν 20% επί των κερδών, ενώ ορισμένα ιδρύματα χρεώνουν ακόμα παραπάνω [154].
5. Επιβάλλεται ελάχιστο ποσό επένδυσης από αυτά τα ιδρύματα, ύψους που ποικίλλει από 100.000 $ μέχρι και 20 εκατ. $ [155].

Ανάλογα το είδος του Hedge Fund, συνήθως θα περιορίζεται στην εφαρμογή των κανονισμών στον κλάδο που ανήκει, για τις Η.Π.Α κυρίως στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (Securities Exchange Commission (SEC)) ή στην επιτροπή εμπορίου για παράγωγα προϊόντα [156], την Commodity Futures Trading Commission (CFTC).

Συμπερασματικά [157], τα hedge funds υπάγονται σε πολύ ελαφρύτερους κανονισμούς σε σχέση με άλλα χρηματοοικονομικά ιδρύματα, όπως τα αμοιβαία κεφάλαια και κυρίως τις τράπεζες, επιτρέποντας τους να διατηρούν υψηλότερα επίπεδα μόχλευσης, και συνεπώς ν' αναπτύσσουν πιο επικίνδυνες, κερδοσκοπικού περιεχομένου, επενδύσεις, αποτελώντας βασικό κομμάτι του "σκιώδους τραπεζικού συστήματος".

Ίδρυμα \ Χρονιά	**1960**	**1970**	**1980**	**1990**	**2002**

146 Πηγή: (Chung, 2012)

147 Σύμφωνα με ακαδημαική έρευνα, ο μέσος όρος των αποδόσεων των hedge funds που επιτυγχάνουν, ανέρχεται μεταξύ 9 και 14%. Πηγή: (Shada, 2007, p. 38)
148 Άποψη από (Shada, 2007, p. 36)
149 και συνεπώς μεγαλύτερη ανάληψη κινδύνου
150 Οι διαφορές αυτές ισχύουν στις Η.Π.Α, αλλά και παγκοσμίως δεν έχουν μεγάλες διαφοροποιήσεις
151 για περισσότερα σχετικά, βλ. (Shada, 2007, p. 36)
152 Θεωρητικά, καθώς ο γραφών επιβεβαιώνει ότι έχει δεί διαφήμιση γνωστού hedge fund στο διαδίκτυο
153 τουλάχιστον από το έτος 2012, αρχίζουν να εξαπλώνονται και σε μικρο-επενδυτές
154 Πηγή: (Mishkin, 2004, p. 300)
155 βλ. (Mishkin, 2004, p. 300)
156 αφορά κυρίως συμβόλαια futures, forwards, swaps
157 για περισσότερες πληροφορίες σχετικά με κανόνες δευτερευούσης σημασίας, όπως νόμους ηθικής που επιβάλλονται στους managers αυτών των εταιριών, βλ. (Shada, 2007, p. 37)

Ασφάλειες Ζωής	19.6%	15.3%	11.5%	12.5%	13.6%
Ασφαλιστικές Ετ. Ιδιοκτ. Και Ατυχ.	4.4%	3.8%	4.5%	4.9%	3.7%
Δημόσια Συνταξιοδοτ. Ταμεία	3.3%	4.6%	4.9%	6.7%	7.9%
Ιδιωτικά Συνταξιοδοτ. Ταμεία	6.4%	8.4%	12.5%	14.9%	14.7%
Χρηματοδοτικές Εταιρίες	4.7%	4.9%	5.1%	5.6%	3.2%
Αμοιβαία Κεφάλαια	2.9%	3.6%	3.6%	10.5%	19.4%
Τράπεζες και Καταθετικά Ιδρύματα	58.7%	59.3%	57.9%	44.9%	37.5%

Πίνακας 3.4

Μερίδια διαχείρισης χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων. Αξιωσημείωτη η σταδιακή αύξηση του ποσοστού των αμοιβαίων κεφαλαίων, των ιδιωτικών συνταξιοδοτικών ταμείων και η μείωση, από την δεκαετία του 90 και μετά, στις παραδοσιακές τραπεζικές καταθέσεις.
Πηγή: (Mishkin, 2004, p. 289)

3.5 Τραπεζικές και Χρηματοοικονομικές Ρυθμίσεις στην ΕΕ [158]

3.5.1 Εισαγωγή

Η Ευρωπαϊκή Ένωση, όπως το Ηνωμένο Βασίλειο και η Ιαπωνία, έχει υιοθετήσει τις παγκόσμιες οδηγίες και συμφωνίες από διεθνείς οργανισμούς. Για παράδειγμα οι κανόνες της Βασιλείας ΙΙ έχουν ενσωματωθεί στην κοινοτική οδηγία "Capital Adequacy Directive III" για την κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζικών ιδρυμάτων.

Μία ενιαία Ευρωπαϊκή Χρηματοοικονομική αγορά, καλείται να "παντρέψει" τις διαφορετικές τραπεζικές δομές των επιμέρους χωρών που την συνθέτουν. Για παράδειγμα, στην Ισπανία οι καταθετικές τράπεζες είναι οι κυρίαρχες της τραπεζικής αγοράς, η Γαλλία διαθέτει ένα ανεπτυγμένο σύμπλεγμα συνεταιριστικών τραπεζών, η Γερμανία διαθέτει Τράπεζες παγκόσμιου χαρακτήρα. Επίσης διαφορετικός είναι και ο τρόπος άσκησης ελέγχου στον τραπεζικό τομέα. Στην συνέχεια ακολουθεί μία ιστορική αναδρομή των βημάτων που πραγματοποιήθηκαν σταδιακά, στην προσπάθεια για την δημιουργία μιας ενιαίας Ευρωπαϊκής χρηματοοικονομικής αγοράς.

3.5.2 Ευρωπαϊκές "Οδηγίες"

[158] πληροφορίες από (Heffernan, 2005, pp. 262-276)

Η Συνθήκη της Ρώμης, ήταν μια συμφωνία υψίστης σημασίας, που έθεσε τα θεμέλια της ελεύθερης διακίνησης αγαθών και υπηρεσιών μεταξύ των χωρών της ΕΕ. (για περισσότερα βλ. Παραπομπή). Αυτό θα επιτυγχάνοταν, μέσω κοινών κανόνων και νομοθετικών πλαισίων μεταξύ των χωρών. Ωστόσο, ουσιαστική πρόοδος στο θέμα της ελεύθερης διακίνησης αγαθών και υπηρεσιών μέχρι το 1980, δεν είχε επιτευχθεί. Παρακάτω ακολουθούν μερικές από τις σημαντικότερες Ευρωπαϊκές Οδηγίες που εκδόθηκαν, για την δημιουργία μιας ενιαίας τραπεζικής και χρηματοοικονομικής Ευρωπαϊκής αγοράς.

Η Πρώτη Τραπεζική οδηγία ("First Banking Directive")

Εκδόθηκε το 1977, όρισε ως πιστωτικό ίδρυμα, κάθε επιχείρηση η οποία χορηγεί δάνεια και δέχεται καταθέσεις. Ταυτόχρονα, ιδρύεται η Bank Advisory Committee, η οποία στο πνεύμα της Συνθήκης της Ρώμης[159], καλούσε για αρμονία τις Τράπεζες της Ευρώπης, χωρίς όμως να καθορίζει πώς ακριβώς ο στόχος αυτός θα επιτευχθεί.

Η Δεύτερη Τραπεζική οδηγία (1989)

Ψηφίστηκε ως απάντηση στην Ενιαία Ευρωπαϊκή Πράξη του 1986. Παραμένει η βασική νομοθεσία της ΕΕ στον τραπεζικό και καθορίζει την επίτευξη μιας ενιαίας τραπεζικής αγοράς μέσω της εφαρμογής της αρχής της αμοιβαίας αναγνώρισης. Τα πιστωτικά ιδρύματα χορηγούνται ένα "διαβατήριο" για να προσφέρουν χρηματοοικονομικές υπηρεσίες οπουδήποτε στην ΕΕ, εφόσον τα κράτη μέλη έχουν νόμους τραπεζικής που πληρούν ορισμένα ελάχιστα πρότυπα. Το διαβατήριο σημαίνει ότι αν μια τράπεζα έχει λάβει άδεια για τη διεξαγωγή των πιστωτικών δραστηριοτήτων στη χώρα καταγωγής του, τότε της δίνεται η δυνατότητα να προσφέρει αυτές τις υπηρεσίες σε οποιοδήποτε χώρα μέλος της ΕΕ, χωρίς να χρειάζεται να ζητήσει επιπλέον άδεια από το εκάστοτε κράτος. Οι σημαντικότερες χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες που καλύπτονται από την οδηγία περιλαμβάνουν καταθέσεις και άλλους τρόπους χρηματοδότησης, δανεισμούς, μεταβίβαση χρημάτων, χρηματοδοτική μίσθωση (leasing), εμπορικές συναλλαγές και συναλλαγές για λογαριασμό πελατών, αγοροπωλησία μετοχών συναλλάγματος και παραγώγων, διαχείριση χαρτοφυλακίου και συμβουλές, υπηρεσίες φύλαξης πολύτιμων αντικειμένων, υπηρεσίες πίστωσης (294 (271)). Αυτή η τραπεζική οδηγία, αποτέλεσε απόδειξη της έμπρακτης θέλησης των Βρυξελλών, για την επιβολή ενός ενιαίου Ευρωπαϊκού Τραπεζικού πλαισίου.

Πριν από τη δεύτερη οδηγία, η διείσδυση των τραπεζών σε άλλα κράτη μέλη παρεμποδιζόταν επειδή οι τραπεζικές εποπτικές αρχές των ξένων χωρών έπρεπε να εγκρίνουν αυτή την πράξη, ενώ οι τράπεζες υπαγόταν στις τοπικές εθνικές ελεγκτικές αρχές και τους νόμους. Για παράδειγμα, ορισμένες χώρες απαιτούσαν ξένα υποκαταστήματα να διαθέτουν πρόσθετα κεφάλαια, ως προϋπόθεση για την νόμιμη είσοδο τους στην εγχώρια αγορά. Η δεύτερη οδηγία καταργεί αυτούς τους περιορισμούς και διευκρινίζει ότι η χώρα καταγωγής (η χώρα στην οποία η τράπεζα έχει την έδρα της) είναι υπεύθυνη για τη φερεγγυότητα της τράπεζας και των τυχόν υποκαταστημάτων της σε άλλα κράτη της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Η εποπτική αρχή της χώρας καταγωγής αποφασίζει για το αν μια τράπεζα θα πρέπει να τεθεί υπό εκκαθάριση, αλλά προβλέπεται και κάποια δυνατότητα για τη χώρα υποδοχής να παρέμβει. Τα υποκαταστήματα δεν υποχρεούνται να δημοσιεύουν χωριστούς

[159] Οι Συνθήκες της Ρώμης του 1957 είναι οι δύο διεθνείς συνθήκες με τις οποίες ιδρύθηκαν η Ευρωπαϊκή Οικονομική Κοινότητα (ΕΟΚ) και η Ευρωπαϊκή Κοινότητα Ατομικής Ενέργειας (ΕΥΡΑΤΟΜ), από τις οποίες προήλθε η Ευρωπαϊκή Ένωση.

λογαριασμούς, στοιχισμένη με το πνεύμα της δεύτερης τραπεζικής οδηγίας για εποπτεία σε ενοποιημένη βάση. Η νομοθεσία της χώρας υποδοχής ισχύει για τη διαχείριση των κινδύνων και την εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής. Έτσι, μια Δανική θυγατρική, η οποία βρίσκεται σε ένα από τα κράτη μέλη της ευρωζώνης, υπόκειται στην νομισματική πολιτική της ΕΚΤ, παρ' όλο που η Δανία διατηρεί το δικό της νόμισμα.

Η Δεύτερη Οδηγία επιβάλλει ένα ελάχιστο κεφάλαιο (μετοχικό κεφάλαιο) 5 εκατομμυρίων ευρώ σε όλα τα πιστωτικά ιδρύματα. Οι εποπτικές αρχές πρέπει να ενημερώνονται για τυχόν μετόχους με ίδια κεφάλαια άνω του 10% του μετοχικού κεφαλαίου της τράπεζας. Εάν μία τράπεζα συμμετέχει σε μια μη χρηματοπιστωτική επιχείρηση, με ποσοστό άνω του 10% της αξίας της επιχείρησης και του 60% του κεφαλαίου της τράπεζας, τότε επιβάλλεται να αφαιρέσει από τα εμφανιζόμενα ως κεφάλαια της, την αξία αυτής της επιχείρησης. Η Δεύτερη Οδηγία έχει επίσης άρθρα που καλύπτουν τράπεζες με έδρα σε χώρα εκτός της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Σε αυτή την περίπτωση, ισχύει η αρχή της ίσης μεταχείρισης: η ΕΕ έχει το δικαίωμα να αναστείλει νέες τραπεζικές άδειες ή να διαπραγματευθεί με την χώρα εκτός ΕΕ, εάν οι χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις βρεθούν σε μειονεκτική ανταγωνιστική θέση, επειδή ξένες και εγχώριες τράπεζες αντιμετωπίζονται με διαφορετικό τρόπο (π.χ. έρχονται σε αντιπαράθεση διαφορετικοί τραπεζικοί κανονισμοί) από την κυβέρνηση της χώρας υποδοχής. Το 1992, μια έκθεση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής αναγνώρισε την κατώτερη μεταχείριση των τραπεζών της ΕΕ σε ορισμένες χώρες, αλλά φαίνεται να ευνοεί τη χρήση του Παγκόσμιου Οργανισμού Εμπορίου για την επίλυση διαφορών, έναντι της άσκησης των αρμοδιοτήτων της αναστολής.

Οδηγίες Ιδίων Κεφαλαίων και Συντελεστή Φερεγγυότητας (1989)

Οι οδηγίες ιδίων κεφαλαίων καθορίζουν επιτρεπτά είδη κεφαλαίου για τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα της ΕΕ, ενώ οι οδηγίες Συντελεστή Φερεγγυότητας, καθορίζουν το risk asset ratio της Βασιλείας στο 8%, οδηγία η οποία είναι σύμφωνη με τους κανόνες της Βασιλείας του 1988 και την συμφωνία του 1996 για την διαχείριση του ρίσκου αγοράς. Τελικά, υιοθέτησαν τις αρχές της Βασιλείας ΙΙ.

Οδηγία Ξεπλύματος Μαύρου Χρήματος (1991)

Σε ισχύ από το 1993, αφορά οδηγίες για την καταπολέμηση του ξεπλύματος μαύρου χρήματος καθώς και της υποβοήθησης ξεπλύματος μαύρου χρήματος, χρήμα δηλαδή που προέρχεται από παράνομες δραστηριότητες, όπως τρομοκρατίας, λαθρεμπόριο όπλων, ναρκωτικών κτλ. Εφαρμόζεται στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα της Ευρώπης. Σύμφωνα με αυτές, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα είναι υποχρεωμένα να αποκαλύπτουν υποψίες των εν λόγω δραστηριοτήτων, καθώς και την εισαγωγή των σχετικών εσωτερικών ελέγχων και την εκπαίδευση του προσωπικού για τον εντοπισμό ξεπλύματος χρήματος.

Οδηγία Ενοποιημένης Εποπτείας (1993)

Η οδηγία του 1993 απαιτεί λογιστικές εκθέσεις οι οποίες απαιτείται να υποβάλλονται σε ενοποιημένη βάση.

Οδηγία Εγγυημένων Καταθέσεων (1994)

Για την προστασία των μικροκαταθετών, αλλά και για ν' αποθαρρύνει τραπεζικές πτωχεύσεις, η Ευρωπαϊκή Ένωση επέβαλε ένα όριο ελάχιστων εγγυημένων καταθέσεων από τις ίδιες τις τράπεζες, το ύψος του οποίου καθορίζεται στα 20000 ευρώ, με προαιρετική 10% συνασφάλιση. Στην οδηγία αυτή, περιλαμβάνονται και καταθέσεις σε ξένο συνάλλαγμα. Ο στόχος της συνασφάλισης, είναι να δώσει στους πελάτες κάποιο κίνητρο για την παρακολούθηση των δραστηριοτήτων της τράπεζάς τους. Για παράδειγμα, η μέγιστη πληρωμή για μια κατάθεση των 20000 € είναι 18000 €, 4500 € για μια κατάθεση 5000 € . Υποκαταστήματα τα οποία βρίσκονται εκτός του κράτους-μέλους καταγωγής, έχουν την πιθανότητα να ενταχθούν στο σύστημα της χώρας υποδοχής, διαφορετικά καλύπτονται από τη χώρα προέλευσης. Ωστόσο, εάν η ασφάλιση των καταθέσεων της χώρας καταγωγής είναι πιο γενναιόδωρη, τότε το υποκατάστημα που δρα στο εξωτερικό απαιτείται να ενταχθεί στο σύστημα της χώρας υποδοχής. Η χώρα υποδοχής αποφασίζει εάν υποκαταστήματα από μη κράτη μέλη της ΕΕ μπορούν να συμμετάσχουν σε αυτή την οδηγία περί εγγυήσεων καταθέσεων. Σήμερα, το ύψος των ελάχιστων εγγυημένων καταθέσεων ανέρχεται στα 100000 ευρώ [160].

Οδηγία Εκκαθάρισης Πιστωτικού Ιδρύματος

Οι εποπτικές της χώρας καταγωγής της Τράπεζας έχει την εξουσία να κλείσει ένα ίδρυμα, ενώ η χώρα υποδοχής δεσμεύεται από την απόφαση αυτή.

Οδηγίες Κεφαλαιακής Επάρκειας (Capital Adequacy Directives (CAD))

Η έκθεση σε διαφορετικά είδη κινδύνου, η οποία προκύπτει από τις διαφορετικού είδους επενδύσεις, υπόκεινται σε ξεχωριστές ελάχιστες κεφαλαιακές απαιτήσεις. Προκειμένου να εξασφαλιστούν ισότιμοι όροι ανταγωνισμού, οι τράπεζες και οι επενδυτικές επιχειρήσεις συμμορφώνονται με τις ίδιες κεφαλαιακές απαιτήσεις. Τράπεζες οι οποίες έχουν τους τίτλους με εγγυήσεις (securities) ως όπλο τους, κατατάσσουν τα στοιχεία ενεργητικού τους σαν ν' ανήκουν είτε σε χαρτοφυλάκιο συναλλαγών ή στο τραπεζικό χαρτοφυλάκιο. Οι επιχειρήσεις είναι υποχρεωμένες να διατηρήσουν ως αποθεματικό το 2% της ακαθάριστης αξίας ενός χαρτοφυλακίου, συν 8% της καθαρής αξίας του. Ωστόσο, οι τράπεζες πρέπει επιπλέον να ικανοποιούν το risk asset ratio, γεγονός το οποίο πρακτικά σημαίνει ότι περισσότερα κεφάλαια θα πρέπει να διατηρηθούν ως αποθεματικά στα τραπεζικά δάνεια, απ' ότι στους τίτλους με ισοδύναμο κίνδυνο. Για παράδειγμα, η τιτλοποίηση στεγαστικών δανείων έχει χαμηλότερες κεφαλαιακές απαιτήσεις απ' ότι ενυπόθηκα δάνεια, τα οποία εμφανίζονται στον ισολογισμό της τράπεζας. Αυτό δίνει στις τράπεζες ένα κίνητρο να αυξήσουν τις χρηματιστηριακές εργασίες τους σε βάρος των παραδοσιακών δανείων, γεγονός το οποίο εγείρει διάφορους κινδύνους (ευνοείται η λειτουργία μιας οικονομίας – καζίνο, με στόχο την σώρευση

[160] Ωστόσο όπως είδαμε και στο παράδειγμα της Κύπρου, τον Μάρτιο του 2013, και στην πρώτη απόφαση του eurogroup περί κουρέματος όλων ανεξαιρέτως των καταθέσεων, εν καιρώ βαθιάς οικονομικής κρίσης τίποτα δεν μπορεί να θεωρηθεί σίγουρο.

ρευστού πέρα από τραπεζικούς ισολογισμούς, σε βάρος της επένδυσης στην πραγματική οικονομία). Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δημοσίευσε ένα έγγραφο εργασίας για CAD-III, το Νοέμβριο του 2002. Διαβουλεύσεις και παρατηρήσεις σχετικά με το έγγραφο που ολοκληρώθηκαν το 2003.

Στην Τρίτη Οδηγία Κεφαλαιακής Επάρκειας, η εφαρμογή των κανόνων της Βασιλείας 2, γίνεται υποχρεωτική για όλα τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Ως συνέπεια, γίνεται πολύ δύσκολη η προσαρμογή των τραπεζικών ρυθμίσεων, για την ευνόηση νέων χρηματοοικονομικών προϊόντων, επιφέροντας ανταγωνιστικά μειονεκτήματα έναντι των τραπεζών άλλων χωρών, όπως οι ΗΠΑ, όπου η εφαρμογή των κανόνων της Βασιλείας συνίσταται, αλλά δεν είναι υποχρεωτική [161].

Οδηγίες Επενδυτικών Υπηρεσιών

Αντικατοπτρίζει τη δεύτερη τραπεζική οδηγία για τις επενδυτικές επιχειρήσεις. Με βάση την αρχή της αμοιβαίας αναγνώρισης, εάν μια εταιρεία παροχής επενδυτικών υπηρεσιών έχει εγκριθεί από ένα κράτος της ΕΕ, του δίνεται η δυνατότητα να προσφέρει το ίδιο σύνολο των υπηρεσιών σε όλα τα άλλα κράτη-μέλη της ΕΕ, εφόσον οι νομοθετικές ρυθμίσεις του κράτους από το οποίο προέρχεται η εταιρεία, πληρούν τις ελάχιστες απαιτήσεις για μια επενδυτική εταιρεία που ορίζονται στην οδηγία. Η επιχείρηση πρέπει επίσης να συμμορφώνεται με CAD-II/III. Ο στόχος της ΟΕΥ ήταν να αποτρέψει ρυθμιστικές διαφορές μεταξύ των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων, οι οποίες θα δημιουργούν ανταγωνιστικό πλεονέκτημα για τις τράπεζες ή τις επενδυτικές εταιρίες. Ισχύει για όλες τις επιχειρήσεις που παρέχουν επαγγελματικές υπηρεσίες επενδύσεων. Τα χρηματοοικονομικά προϊόντα που καλύπτονται περιλαμβάνουν βασικές κινητές αξίες, αμοιβαία κεφάλαια, μέσα χρηματαγοράς, χρηματοπιστωτικά συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, οι προθεσμιακές συμβάσεις ανταλλαγής και δικαιώματα επιλογών (γνωστά με την αγγλική ονομασία τους transferable securities, unit trusts, money market instruments, financial futures contracts, forwards, swaps και options αντίστοιχα). Η οδηγία αυτή, εξασφαλίζει επίσης τη διασυνοριακή πρόσβαση στις αγορές χρηματοοικονομικών προϊόντων.

Άλλες οδηγίες που αφορούν επιμέρους λειτουργίες των τραπεζικών ιδρυμάτων είναι η “Οδηγία για Ασφάλειες”, η “Οδηγία για Χρηματοοικονομικές Ετερογενείς Δραστηριότητες” (Financial Conglomerate Directive) και “Οδηγία για Κατάχρηση Αγοράς” (Market Abuse Directive), σχετικά με κανόνες για την αποφυγή χειραγώγησης της αγοράς [162].

3.6 Επίλογος

[161] για περισσότερα σχετικά, βλ. (Heffernan, 2005, pp. 273-274)
[162] για περισσότερα σχετικά, βλ. (Heffernan, 2005, pp. 274-275)

Το χρηματοοικονομικό σύστημα συγκαταλέγεται στα πιο θωρακισμένα και ρυθμισμένα συστήματα στην Αμερική [163], αλλά και σε παγκόσμιο επίπεδο. Όσον αφορά την αναγκαιότητα τους, δεν υπάρχει κάποια διαθέσιμη απόδειξη ότι η απάλειψη τους, και η ταυτόχρονη αυτορρύθμιση της αγοράς θα συμβάλλει στην σταθερότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος, πόσο μάλλον δε σε μία οικονομική κατά Pareto βέλτιστη κατάσταση.

Όσον αφορά τις ρυθμίσεις στο τραπεζικό σύστημα, μιας και τα υπόλοιπα χρηματοοικονομικά ιδρύματα υπόκεινται σε πολύ χαλαρότερους κανονισμούς [164], είναι γεγονός ότι η δημιουργία προστατευτικού δικτυού από την κεντρική τράπεζα για ένα ελάχιστο ποσό καταθέσεων, δημιουργεί ηθικό κίνδυνο: η τράπεζα γνωρίζοντας ότι υπάρχει ελάχιστο όριο εγγύησης καταθέσεων από την Κ.Τ, ενδέχεται να διακινδυνεύσει τα χρήματα των πολιτών σε επενδυτικές δραστηριότητες υψηλού κινδύνου, έχοντας ως δεδομένο πώς αν αυτές δεν αποδώσουν, τα χαμένα χρήματα των πολιτών που επένδυσε, εγγυόνται από την Κ.Τ. Ως απάντηση σε αυτό το επιχείρημα, ακόμα και με την απουσία εγγύησης ενός ελάχιστου ποσού καταθέσεων, ελλοχεύει πάντα ο κίνδυνος, λόγω του γεγονότος ότι πάντα θα υπάρχει υψηλό κίνητρο για τις τράπεζες, να επενδύουν σε χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία υψηλού κινδύνου, με στόχο τις μεγαλύτερες αποδόσεις και τα κέρδη [165].

Ο ηθικός κίνδυνος αυτός, οδηγεί στην ανάληψη παραπάνω κινδύνου από τις τράπεζες και μπορεί να οδηγήσει σε οδυνηρές συνέπειες για το μέλλον μιας τράπεζας, των επενδυτών, των πιστωτών, των πελατών της, και κατ' επέκταση, ανάλογα και το μέγεθός της, γενικότερα στο οικονομικό σύστημα. ***Συνεπώς οι τραπεζικές ρυθμίσεις οι οποίες περιορίζουν την κατοχή των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων, καθώς και τις απαιτήσεις σε ελάχιστη κεφαλαιακή επάρκεια, έχουν ως στόχο την ελαχιστοποίηση αυτού του ηθικού κινδύνου [166].***

Εκτός από το θέμα της συζήτησης του ηθικού κινδύνου ωστόσο, αποτελεί γεγονός ότι το προστατευτικό δίκτυ εγγύησης ελάχιστου ποσού κατάθεσης συμβάλλει στην σταθερότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος, καθώς οι καταθέτες αισθάνονται σιγουριά για την επένδυσή τους, διατηρούν τις καταθέσεις τους στις τράπεζες, και έτσι οι τελευταίες δεν αντιμετωπίζουν ζητήματα έλλειψης ρευστότητας.

Σε αυτό το σημείο, τίθεται το ερώτημα αν η υπάρχουσα θωράκιση του παγκόσμιου χρηματοοικονομικού συστήματος, είναι αρκετή για την διασφάλιση της απαιτούμενης σταθερότητας. Βιώνοντας τις κρίσιμες και απρόβλεπτες εξελίξεις των καιρών μας, με την βαθιά ύφεση που ταλανίζει την χώρα μας, αλλά και την ίδια την ευρωζώνη, θέτοντας ερωτηματικά και για την ίδια την σταθερότητα της παγκόσμιας οικονομίας, η απάντηση στο παραπάνω ζήτημα είναι αρνητική. Στα πλαίσια της μεγαλύτερης εμβάθυνσης για το πώς φτάσαμε στην σημερινή κρίση, στα κεφάλαια 4 και 5, παρουσιάζονται μερικές από τις σημαντικότερες τραπεζικές και χρηματοοικονομικές κρίσεις που γνώρισε η σύγχρονη ανθρωπότητα.

Συνεχίζοντας στο σκεπτικό αυτό, και θεωρώντας ως δεδομένο την αναγκαιότητα αλλαγών στην υπάρχουσα δομή των ρυθμίσεων του χρηματοοικονομικού συστήματος, στο κεφάλαιο 6, παρουσιάζεται η ρηξικέλευθη πρόταση ριζικής αναδιοργάνωσης του παγκόσμιου χρηματοοικονομικού συστήματος από τον Thomas Palley.

---

163 βλ. (Mishkin, 2004, p. 37)

164 γεγονός που θέτει και ζητημάτα ανταγωνιστικότητας προς τις τράπεζες, υπόθεση όμως που δεν αποτελεί αντικείμενο έρευνας αυτής της διατριβής.

165 βλ. (Mishkin, 2004, pp. 262-264)

166 βλ. (Mishkin, 2004, p. 264)

4 ΤΡΑΠΕΖΙΚΕΣ ΚΡΙΣΕΙΣ

4.1 Εισαγωγή

Υπό φυσιολογικές συνθήκες, κάθε επιχείρηση στην καπιταλιστική οικονομία που στοχεύει στην μεγιστοποίηση των κερδών της, αποτυγχάνει όταν οι υποχρεώσεις της υπερβούν τις εισροές της, και τα καθαρά της κέρδη είναι αρνητικά. Σε αντίθεση με μία επιχείρηση η οποία όταν αποτύχει, απλά τίθεται σε εκκαθάριση, για μία τράπεζα, ανάλογα και το μέγεθος της, τίθεται το (επίκαιρο) ζήτημα της διάσωσης της, η μη, και αν ναι, με ποιόν τρόπο αυτή θα διασωθεί [167]. Κάποιοι υποστηρίζουν ότι σε μία τράπεζα πρέπει να συμπεριφερθεί κανείς με τον ίδιο τρόπο με μία επιχείρηση, δηλαδή να πτωχεύσει και να εισαχθεί σε διαδικασία εκκαθάρισης. Άλλοι, θεωρούν πώς επειδή η πτώχευση μίας τράπεζας ενδέχεται να έχει οικονομικές και κοινωνικές συνέπειες σε μια χώρα (αλλά και σε διεθνές επίπεδο σε ορισμένες περιπτώσεις, όπως υποδεικνύει η κατάρρευση της Lehman Brothers το 2008), το κράτος οφείλει να προβεί σε κινήσεις για την διάσωσή της. Συγκεντρωτικά, όταν μία τράπεζα καταρρέει, υπάρχουν τρείς επιλογές [168]:

- ✓ Πτώχευση της Τράπεζας και ρευστοποίηση της περιουσίας της. Οι διασφαλισμένοι καταθέτες πληρώνονται κανονικά, ενώ τα περιουσιακά στοιχεία (ρευστοποιήσιμα στοιχεία του ενεργητικού της και κεφάλαια) πωλούνται. Αυτή η τακτική συναντάται συχνά στις ΗΠΑ.

- ✓ Συγχώνευση της Τράπεζας με μια υγιής Τράπεζα. Μία λύση που εφαρμόζεται συχνά, είναι αυτή της διάσπασης της τράπεζας σε "καλό" και "κακό" κομμάτι [169]. Δίνονται κίνητρα στις υγιείς τράπεζες για την απορρόφηση της, όπως για παράδειγμα ν' αποκτήσει το καλό κομμάτι της υπό κατάρρευσης τράπεζας, στην περίπτωση της διάσπασης της (μία τακτική που ακολουθήθηκε στην περίπτωση των υποκαταστημάτων των Κυπριακών τραπεζών στην Ελλάδα, τα οποία απέκτησε η Τράπεζα Πειραιώς, τον Μάρτιο του 2013).

- ✓ Κρατική παρέμβαση, η οποία ποικίλλει από την παροχή δανεισμού στην τράπεζα, παροχή εγγυήσεων, μέχρι και την εθνικοποίηση της.

---

167 βλ. (Heffernan, 2005, p. 351)
168 βλ. (Heffernan, 2005, p. 352)
169 χωρίς το χαρτοφυλάκιο με κόκκινα δάνεια τα οποία δεν πρόκειται ν' αποπληρωθούν και χωρίς τ' αποτυχημένα επενδυτικά χρηματοοικονομικά προϊόντα

4.2 Αποτυχίες Τραπεζών. Γιατί Συμβαίνουν?

Όπως αναφέρθηκε στο προηγούμενο κεφάλαιο, οι καταρρεύσεις τραπεζικών ιδρυμάτων, ανάλογα φυσικά και το μέγεθός τους, αποτελούν κρίσιμο παράγοντα αστάθειας στην οικονομία. Συνεπώς θεωρείται κρίσιμη, η εύρεση των αιτιών οι οποίες οδηγούν σε κατάρρευση ένα τραπεζικό ίδρυμα. Παρακάτω, δίνεται μία εμπειρική και θεωρητική ανάλυση των αιτιών αυτών [170]:

4.2.1. Κακή Διαχείριση

Η κακή διαχείριση ενεργητικών και κεφαλαίων, ιδίων και καταθέσεων, αφορά κυρίως στην περίπτωση διαμόρφωσης κακού δανειακού χαρτοφυλακίου εξαιτίας υπερέκθεσης σε κάποιον τομέα, παρ' όλη την ύπαρξη περιορισμών από τις ελεγκτικές και ρυθμιστικές αρχές. Όταν δεν τηρούνται αυτές οι αρχές, οι ελεγκτικές αρχές ενδέχεται να μην είναι σε θέση να το γνωρίσουν ή ν' αποτύχουν ν' αντιδράσουν. Δεν θα είναι υπερβολή αν σημειωθεί ότι σχεδόν κάθε τραπεζική κρίση περιλαμβάνει σε κάποιο βαθμό, μικρό ή μεγάλο, κακή διαχείριση χρηματοοικονομικής περιουσίας.

4.2.2 Διοικητικά Σφάλματα

Εξαιτίας της ασύμμετρης πληροφόρησης και διοικητικών εμμονών και ασυνεννοησιών, η τράπεζα αποτυγχάνει στις επενδύσεις τις, οδηγώντας την τελικά σε κατάρρευση. Στα διοικητικά σφάλματα περιλαμβάνονται:

- Ασύμμετρη πληροφόρηση. Ανώτερα διευθυντικά στελέχη τραπεζών, σε μία προσπάθεια μεγαλύτερης αύξησης των κερδών τους, επιδίδονται σε μιμητισμό και αντιγραφή, αδοκίμαστων ή επικίνδυνων επενδυτικών τακτικών, που ακολουθούν ανταγωνιστικά τραπεζικά ιδρύματα. Το αποτέλεσμα είναι η λήψη βιαστικών, επίφοβων αποφάσεων, οι οποίες δεν βασίζονται σε πληροφορίες της χρηματοοικονομικής πραγματικότητας αλλά στον μιμητισμό άλλων τραπεζών.

- Επαναστοίχιση κινήτρων ιδιοκτητών – διευθυντικών στελεχών (managers)[171] (principal-agent problem: οι managers προκειμένου ν' αυξάνουν την αξία της εταιρίας φαινομενικά και βραχυπρόθεσμα, ώστε ν' αυξηθεί η αξία των μετοχών και option της μέσω της προβολής μιας κίβδηλους εικόνας, επιδίδονταν σε κερδοσκοπικές επενδύσεις υψηλού ρίσκου, όπως συνέβη στην περίπτωση της Barings το 1995, η οποία μελετάται στην συνέχεια).

- Εμμονές ανωτάτων στελεχών (παράδειγμα Lehman Brothers)

- Κακή διάκριση αρμοδιοτήτων (υπάρχουν καταγεγραμμένες περιπτώσεις, όπως στην κατάρρευση της Barings, όπου ανώτατο στέλεχος που έκανε επενδύσεις, ταυτόχρονα ασκούσε και εσωτερικό έλεγχο)

- Ασυνεννοησία υπαλλήλων (σε πολλές περιπτώσεις όπως στην πτώση της Lehman Brothers, υπήρξαν υπάλληλοι που προειδοποίησαν για την επερχόμενη καταστροφή, αλλά δεν εισακούσθησαν)

---

170 Η ανάλυση αυτή, στηρίζεται στην ανάλυση του Shelag Heffernan, βλ. (Heffernan, 2005, pp. 390-399), ωστόσο δεν ταυτίζεται με αυτή, αφού υπάρχουν διαφοροποιήσεις όσον αφορά τα επιχειρήματα 5 και 6, καθώς και στην συνολικότερη ερμηνεία τους.

171 Η επαναστοίχηση των κινήτρων μεταξύ των μετόχων της εταιρίας, και των διευθυντικών στελεχών, συντελέστηκε την δεκαετία του 80 και περιελάμβανε μεταξύ άλλων, την δημιουργία κινήτρων προς τους managers, για την αύξηση της αξίας και κερδοφορίας της επιχείρησης.

4.2.3. Χρηματοοικονομικές Απάτες

Πολλές έρευνες οικονομολόγων[172], καταδεικνύουν ότι οι απάτες καταλαμβάνουν ένα υψηλό ποσοστό σε σχέση με τις υπόλοιπες αιτίες που οδηγούν στην κατάρρευση των τραπεζών. Σε μία από τις πιο πρόσφατες σχετικά, οι Μπάρκερ (Barker) και Χόλντσγορθ (Holdsworth)[173] αποφαίνονται ότι το 50% των πτωχεύσεων τραπεζών για την χρονική περίοδο 1984 - Πρώτο Εξάμηνο 1986, οφείλονται και σε χρηματοοικονομικές απάτες. Ωστόσο, αν και σε πολλές καταρρεύσεις τραπεζών υπάρχουν αποδεικτικά στοιχεία για απάτες, η ύπαρξη χρηματοοικονομικών εγκλημάτων ως βασική αιτία κατάρρευσης μιας τράπεζας, θεωρείται σπάνια[174] και συνδέεται άμεσα με τις προηγούμενες αιτίες που αναφέρθηκαν, την κακή διαχείριση των χρηματοοικονομικών στοιχείων και τα διοικητικά προβλήματα.

4.2.4 Ρόλος Ρυθμιστών/ Ελεγκτικών Αρχών

Οι ελεγκτικές και ρυθμιστικές αρχές έχουν και αυτές μερίδιο ευθύνης στην πτώση των τραπεζικών ιδρυμάτων. Αυτό το επιχείρημα, έχει δύο οπτικές: είτε απέτυχαν να διαγνώσουν έγκαιρα προβλήματα στον χώρο των τραπεζικών ιδρυμάτων, είτε είναι ένοχοι για "κανονιστική αυτοσυγκράτηση", δηλαδή βάζουν το συμφέρον της τράπεζας πάνω από αυτό των φορολογούμενων πολιτών. Σε πολλές περιπτώσεις πτωχεύσεων, πιο ενδελεχής έρευνα έδειξε ότι η δράση πέρα από τα επιτρεπόμενα όρια για τα τραπεζικά ιδρύματα γινόταν εν γνώσει των ελεγκτικών και ρυθμιστικών αρχών. Τέτοιες περιπτώσεις, είναι για παράδειγμα η κατάρρευση της Johnson Matthey Bankers [175], πολλών Αμερικανικών Αποταμιευτικών ιδρυμάτων (Thrifts) [176] και της Barings, οι οποίες είχαν ελεγχθεί από ιδιωτικές ελεγκτικές αρχές, χωρίς να εντοπίσουν κάτι μεμπτό [177].

Επιπρόσθετα, ένας άλλος παράγοντας που αποτελεί σημείο κλειδί για την διάσωση ή την κατάρρευση μίας τράπεζας, είναι ο χρόνος κατά τον οποίο θα γίνει η επέμβαση της κυβέρνησης και της ρυθμιστικής αρχής, οι οποίες με τα μέτρα που θα εφαρμόσουν, είτε θα συμβάλλουν στην διάσωση των προβληματικών τραπεζικών ιδρυμάτων ή θα τις σπρώξουν τελικά από τον γκρεμό. Παραδείγματα μη έγκυρης διάσωσης ιδρυμάτων, αποτελούν η κατάρρευση των Αμερικανικών Αποταμιευτικών και Δανειακών ιδρυμάτων (Saving and Loan Association), καθώς και η κατάρρευση της Lehman Brothers.

4.2.5. Απορρύθμιση Αγοράς

Εξαιρετικά ενδιαφέροντα συμπεράσματα προκύπτουν εξετάζοντας κανείς τα στατιστικά στοιχεία για τις καταρρεύσεις εμπορικών τραπεζών στις Η.Π.Α, σε σχέση με τις υγιείς τράπεζες, την περίοδο 1934-1991. Την περίοδο 1940-1981, το ποσοστό αυτό δεν υπερέβει το 0.08%, και το τραπεζικό σύστημα διακατεχόταν από ηρεμία. Το 1981 ανήλθε σε 0.29% για να φτάσει στο μέγιστο ποσοστό

---

172 για περισσότερα σχετικά, βλ. (Heffernan, 2005, p. 393)

173 για περισσότερα σχετικά με αυτή την μελέτη, βλ. (Barker & D., 1994)

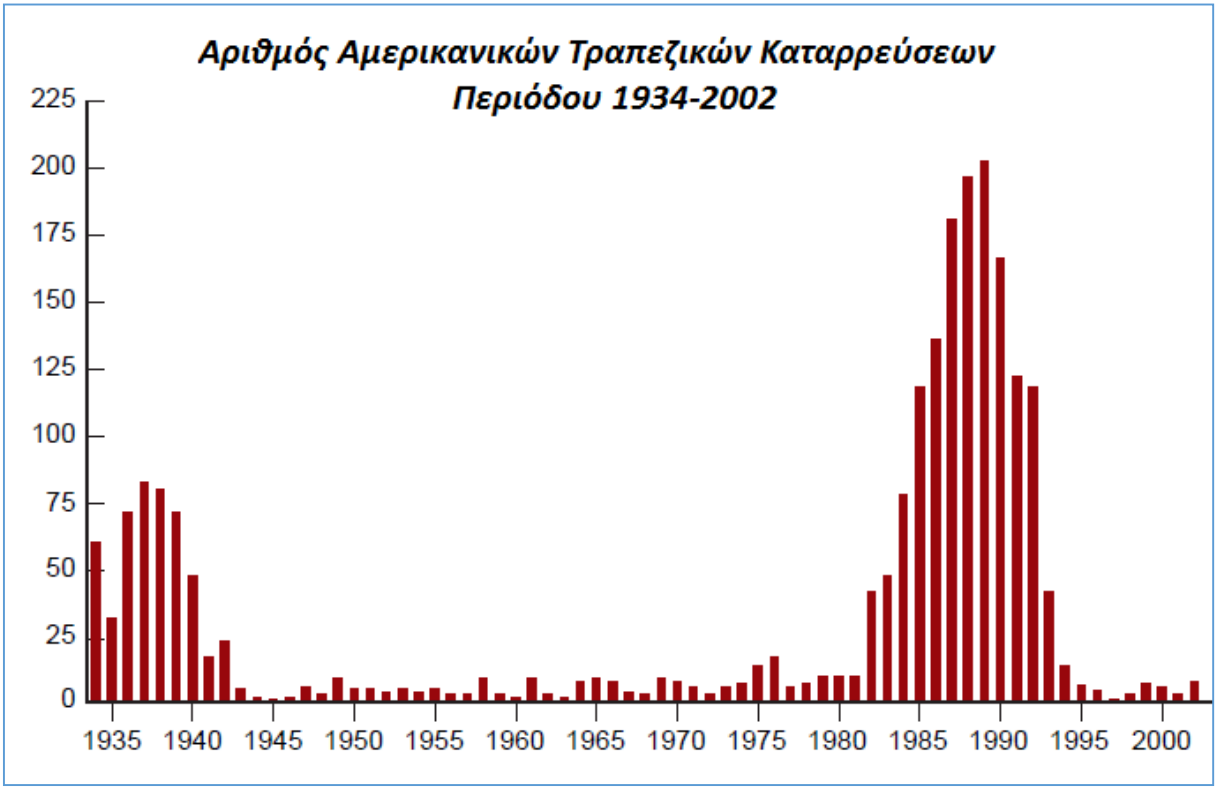
174 συμπέρασμα από (Heffernan, 2005, p. 394)

175 Βρετανική τράπεζα, μέλος των 5 τραπεζών που αποτελούσαν την London Gold Fixing για τον καθορισμό της τιμής του χρυσού, διασώθηκε από την Τράπεζα της Αγγλίας τον Σεπτέμβρη του 1984

176 Τα thrifts είναι ουσιαστικά τράπεζες, απλά εστιάζουν αποκλειστικά στις καταθέσεις/δάνεια, προσφέροντας ευνοϊκότερα επιτόκια απ'ότι οι εμπορικές τράπεζες. Πρόκειται για Αμερικάνικο θεσμό.

177 Ορισμένες μάλιστα από αυτές τις ιδιωτικές ελεγκτικές εταιρίες δέχτηκαν μηνύσεις γι' αυτόν τον λόγο από τους πιστωτές των υπό εκκαθάριση ιδρυμάτων. Πηγή: (Heffernan, 2005, p. 417)

το 1988, στο 1.68% [178]. Το διάστημα 1980-1994, 1295 thrifts[179] και πάνω από 1600 εμπορικές τράπεζες των Η.Π.Α καταρρέουν [180]. Η μεγάλη αλλαγή στον ρυθμό καταρρεύσεων τραπεζικών ιδρυμάτων, αποτυπώνεται και στο διάγραμμα 4.1.



Διάγραμμα 4.1

Τραπεζικές καταρρεύσεις στις Η.Π.Α, το διάστημα 1934-2002. Πηγή: (Mishkin, 2004, p. 273)

Παρατηρείται λοιπόν, μία ραγδαία αύξηση καταρρεύσεων τραπεζικών ιδρυμάτων από τις αρχές της δεκαετίας του 80 και μετά, μία δεκαετία στην οποία υλοποιήθηκαν μεταρρυθμίσεις απορρύθμισης του τραπεζικού και χρηματοοικονομικού συστήματος. Η αύξηση αυτή, δεν είναι δυνατόν ν' αποδοθεί αποκλειστικά στις αιτίες που αναφέρθηκαν προηγουμένως, ή στην έλλειψη εμπειρίας στα νέα χρηματοοικονομικά προϊόντα [181]. Είναι η ίδια η φύση της διαδικασίας απορρύθμισης, η οποία παρέχει κίνητρα για την αύξηση της κερδοσκοπίας, μέσω της επένδυσης σε αυξημένης επικινδυνότητας χρηματοοικονομικά στοιχεία. Χαρακτηριστικά, στο άρθρο [182] διαφαίνεται ότι παρ' όλη την παγκόσμια κρίση που προκλήθηκε μετά το 2008, η εστίαση των επενδυτών και τραπεζικών κολοσσών γίνεται στην κερδοσκοπία, σε βάρος άλλων επενδυτών και καταναλωτών, και όχι στην ενίσχυση της πραγματικής οικονομίας, εξαναγκάζοντας τις αρμόδιες ρυθμιστικές αρχές να σκέφτονται νέους τρόπους αντιμετώπισης αυτών των φαινομένων. Η μετάβαση σε χαλαρότερα ρυθμιστικά πλαίσια, η κατάργηση του νόμου Glass-Steagall που οδήγησε ουσιαστικά στην εξίσωση

178 Στατιστικά στοιχεία από (White, 1991)

179 με κορύφωση την περίοδο 1988-1992, όπου κατά μέσο όρο ένα αποταμιευτικό ίδρυμα (thrift) την ημέρα κατέρρεε

180 Στατιστικά στοιχεία από (Heffernan, 2005, pp. 367, 372)

181 Η αιτία αυτή συμπεριλαμβάνεται στους παράγοντες πρόκλησης τραπεζικών κρίσεων και αναφέρεται λίγο παρακάτω.

182 ηλεκτρονική πηγή: (banksnews, 2013)

επενδυτικών-εμπορικών τραπεζών, τα bonus σε managers για αύξηση των κερδών, είναι όλα η ίδια όψη του νομίσματος μιας πολιτικής η οποία ευνόησε και καλλιέργησε την κερδοσκοπική συμπεριφορά [183]. Η αβυσσαλέα μάχη για αύξηση της απόδοσης, θα οδηγήσει σε ορισμένες περιπτώσεις σε φαινόμενα φούσκας σε κάποια αγορά, και όταν αυτή σκάσει, τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα που στηρίχθηκαν σε αυτήν απλά θα καταρρεύσουν. Καταρρεύσεις τραπεζών που οφείλονται σε κερδοσκοπικές συμπεριφορές είναι πολλές, με κυριότερες εκφραστές αυτές των Αμερικανικών thrifts, αλλά και της Barings.

Επιπρόσθετα, η κερδοσκοπική συμπεριφορά που αναπτύχθηκε ενέχει και μία άλλη οπτική. Τραπεζικά ιδρύματα καλλιέργησαν σε μεγάλο βαθμό ηθικό κίνδυνο: εξαιτίας της υπερμεγέθυνσής τους σε κάποιον τομέα, θεώρησαν εαυτόν "πολύ μεγάλο για ν' αφεθεί να καταρρεύσει" [184], δηλαδή πίστεψαν πώς εξαιτίας του μεγέθους τους σε περίπτωση που αντιμετώπιζαν πρόβλημα το κράτος δεν θα τις αφήσει να βουλιάξουν, με συνέπεια να συνεχίζουν να επιδίδονται σε κερδοσκοπικές συμπεριφορές [185]. Χαρακτηριστική τέτοια περίπτωση, είναι η κατάρρευση της Lehman Brothers, η οποία αναλύεται στην συνέχεια.

4.2.6. Φαινόμενο Μετάδοσης (Contagion Effect)

Ένα δυσμενές μακροοικονομικό περιβάλλον, σε παγκόσμιο, κρατικό ή και περιφερειακό επίπεδο, εκτός από το γεγονός ότι έχει την δυνατότητα να σπρώξει μία προβληματική τράπεζα στον γκρεμό, έχει και την ικανότητα να διαμορφώσει ένα αρνητικό κλίμα γενικότερης πίστης στο τραπεζικό σύστημα, με αλυσιδωτές αντιδράσεις για τον κλάδο, όπως μαζική εκταμίευση καταθέσεων, καθώς και να οδηγήσει σε αθέτηση δανειακών υποχρεώσεων, οδηγώντας και υγιείς τραπεζικές επιχειρήσεις ν' αντιμετωπίσουν κινδύνους.

Τρανότερο παράδειγμα από την περίπτωση της Ελληνικής οικονομίας δύσκολα μπορεί να υπάρξει. Εν τάχυ, το τραπεζικό σύστημα στην Ελλάδα ήταν υγιές πριν από το ξέσπασμα της κρίσης χρέους, το 2010, ωστόσο η επιβεβλήμενη ταχύτατη δημοσιονομική προσαρμογή, η διαρκής ύφεση, και κυρίως το κούρεμα των ομολόγων του Ελληνικού δημοσίου, έπληξε σε μέγιστο βαθμό τις Ελληνικές τράπεζες, σε συνδιασμό και με την εκροή καταθέσεων, λόγω των φόβων και φημών περί εξόδου της χώρας από την ευρωζώνη [186].

4.2.7 Άλλοι Παράγοντες

Εμπειρικά, προκύπτουν κιάλλοι παράγοντες οι οποίοι, αν και όχι καθοριστικοί, συνέβαλαν στην τελική κατάρρευση κάποιων τραπεζικών ιδρυμάτων. Για παράδειγμα, στην περίπτωση των Αμερικανικών thrifts, ο Gowland [187]διατύπωσε την άποψη πώς η δομή τους έδρασε επιβαρυντικά στην λειτουργία τους. Συγκεκριμένα, η συνεταιριστική ιδιοκτησία αυτών των ιδρυμάτων επιβάλλει τα κέρδη να διατηρούνται ως αποθεματικά, και όχι να μοιράζονται στους μετόχους. Όταν ένα τέτοιο ίδρυμα πουληθεί, οι νέοι μέτοχοι γίνονται και ιδιοκτήτες αυτών των αποθεματικών. Δεδομένου ότι τα αποθεματικά αποτελούν μέρος των κεφαλαίων που χρησιμοποιήθηκαν για τη χρηματοδότηση ριψοκίνδυνων επιχειρήσεων, επενδύσεις σε δάνεια υψηλότερου κινδύνου φαίνεται να προσφέρουν

183 Παραδοχή σχετικά με το ότι η νέα δομή του τραπεζικού συστήματος που διαμορφώθηκε στις ΗΠΑ μετά το 1980 (δεκαετία ορόσημο στην διαδικασία απορρύθμισης) ενδέχεται να συνέβαλε σε τραπεζικές κρίσεις συναντάμε και στον Heffernan: (Heffernan, 2005, pp. 397-398)

184 Αγγλική ορολογία: "too big to fail"

185 για περισσότερα σχετικά με τον ηθικό κίνδυνο και καταρρεύσεις τραπεζών, βλ. : (Heffernan, 2005, pp. 395-396)

186 υπολογίζεται ότι 92 δις ευρώ εγκατέλειψαν το ελληνικό τραπεζικό σύστημα. Πηγή: (Ζανιάς, Απρίλιος 2013)

187 βλ. (Gowland P., 1994)

ένα ελκυστικό συνδυασμό ανταμοιβής κινδύνου. Σύμφωνα με τον Gowland, το 60% των υπό κατάρρευση thrifts, ανήκαν σε μετόχους, σε αντίθεση με το 25% που είχε συνεταιριστική μορφή.

Τέλος, ένας άλλος επιβαρυντικός παράγοντας είναι η έλλειψη εμπειρίας στα νέα χρηματοοικονομικά προϊόντα που έκαναν την εμφάνιση τους. Τέτοια παραδείγματα αποτελούν η κατάρρευση των τραπεζών Bankhaus Herstatt και Franklin National Bank το 1974, μετά από μεγάλες απώλειες, στις νέες για την εποχή, αγορές συναλλάγματος, τα Αμερικάνικα thrifts τα οποία είχαν ελάχιστη εμπειρία στα ομόλογα κατηγορίας "σκουπίδια" (junk) και στους ενυπόθηκους τίτλους (MBS) στα οποία στηρίχθηκαν για την μεγιστοποίηση των κερδών τους, καθώς και η γνώριμη σε όλους κατάρρευση της Lehman Brothers εξαιτίας της επένδυσης της στην νέα αγορά των δανείων χαμηλής πιστοληπτικής αξιολόγησης και στα νέα χρηματοοικονομικά προϊόντα τα οποία στηρίζονταν σε αυτήν [188].

4.3 Σημαντικές Τραπεζικές Κρίσεις

Στην ενότητα αυτή παρουσιάζονται μερικές από τις πλέον σημαντικές τραπεζικές κρίσεις που έπληξαν την ανθρωπότητα και λειτούργησαν αποσταθεροποιητικά στην γενικότερη λειτουργία των οικονομιών των χωρών τους, και στην περίπτωση της Lehman Brothers και παγκοσμίως.

4.3.1 Bankhaus Herstatt

Πρόκειται για την τράπεζα της τότε Δυτικής Γερμανίας, η οποία κατέρρευσε τον Ιούνιο του 1974 εξαιτίας μεγάλων απωλειών σε εμπόριο συναλλάγματος. Σύμφωνα με τις αρχικές εκτιμήσεις, οι απώλειες αυτές ήταν 83 εκατ. Στερλίνες, αλλά τελικά ανήλθαν σε 200 εκατ. Η πτώση της τράπεζας αυτής, είναι γνωστή, εξαιτίας του τρόπου με τον οποίο κατέρρευσε, λόγω του κινδύνου ρευστότητας τον οποίο δεν προέβλεψε. Η τράπεζα αυτή, είχε αναλάβει την διεκπεραίωση της συναλλαγματικής συναλλαγής Γερμανικών μάρκων με δολάρια στις 26 Ιουνίου του 1974. Την μέρα εκείνη, οι Γερμανικές τράπεζες, που δρούσαν ως διαμεσολαβητές δεχόμενες εντολές από αντίστοιχες Αμερικάνικες, χρέωσαν τους λογαριασμούς τους, και κατέθεσαν τα Γερμανικά μάρκα στην Landes Central Bank, για λογαριασμό της Herstatt. Οι Αμερικάνικες τράπεζες, περίμεναν με την σειρά τους να πληρωθούν σε δολάρια, για να ολοκληρωθεί η συναλλαγή. Ωστόσο η Bankhaus Herstatt, ήταν κλειστή, αφού στην Γερμανία η ώρα είχε περάσει τις 4 το απόγευμα, ενώ στις Η.Π.Α ήταν 10 το πρωί! Συνεπώς τελικά, η τράπεζα εξαναγκάστηκε σε κλείσιμο. Από τότε, ο κίνδυνος που θα συνοδεύει τις διατραπεζικές συναλλαγές θα μείνει γνωστός ως "Κίνδυνος Χέρστατ" ("Herstatt risk") [189].

4.3.2 Καταρρεύσεις Αποταμιευτικών Ιδρυμάτων (Thrifts)

Τα "thrifts" είναι χρηματοοικονομικά ιδρύματα των Η.Π.Α, που εστιάζουν αποκλειστικά στις καταθέσεις και στα δάνεια. Η ιδιοκτησία τους είναι είτε συνεταιριστική, είτε μετοχική, αν και στο τέλος της κρίσης που βιώσαν την περίοδο 1980-1994, μετατράπηκαν στην πλειοψηφία τους σε μετοχικές ιδιοκτησίες. Για τα ιδρύματα αυτά, ίσχυε η εγγύηση καταθέσεων μέχρι 100.000 $, από την ομοσπονδιακή Federal Savings and Loan Insurance Corporation (FSLIC).

---

188 η πτώση της Lehman Brothers παρουσιάζεται αναλυτικά στην ενότητα 4.4

189 Πηγές:

- ✓ (Heffernan, 2005, p. 361)
- ✓ (Basel Committee on Banking Supervision, April 2004, pp. 5-7)

Τα πρώτα σημάδια κινδύνου εξέπεμψαν στα μέσα της δεκαετίας του 1960[190], όταν ο πληθωρισμός και τα υψηλά επιτόκια δημιούργησαν προβλήματα στην αγορά κατοικίας και συνεπακόλουθα προβλήματα στην χρηματοδότηση των ιδρυμάτων αυτών: τα επιτόκια καταθέσεων αυξάνονται σταδιακά μέχρι και πάνω από το επιτόκιο των στεγαστικών δανείων, ενώ οι ρυθμιστικές αρχές απαγόρευαν στα ιδρύματα αυτά την διεύρυνση του χαρτοφυλακίου τους σε δραστηριότητες πέρα από αυτές τις δύο δραστηριότητες που αναφέρθηκαν, και κυρίως στα μακροπρόθεσμα, σταθερού επιτοκίου ενυπόθηκα δάνεια στα οποία είχαν ουσιαστικά αποκτήσει εξειδίκευση. Ωστόσο, ήταν και η ίδια η φύση της απορρύθμισης, καθώς η χρηματοοικονομική καινοτομία οδήγησε ουσιαστικά στην αύξηση του ανταγωνισμού στις τραπεζικές δραστηριότητες, και εν τέλη στην χαμηλότερη κερδοφορία [191]. Ανεπιτυχείς προσπάθειες διόρθωσης του προβλήματος μέσω επιβολής, από την αρμόδια ρυθμιστική αρχή, ορίων στο ύψος των επιτοκίων κατάθεσης ουσιαστικά διόγκωσαν το πρόβλημα, και τελικά το 1980 επιτρέπεται διεύρυνση του χαρτοφυλακίου των ιδρυμάτων αυτών. Ωστόσο, ούτε αυτή η διεύρυνση συνέβαλε στο να ξεπεραστεί το πρόβλημα, καθώς η διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου οδήγησε στην αμέριστη χορήγηση καταναλωτικών και στεγαστικών δανείων χαμηλής ποιότητας [192] , στο τέλος της δεκαετίας του 1980, παρ' όλη την σταδιακή μείωση των επιτοκίων και την σχετική σταθεροποίησή τους από τα τέλη του 1982[193] ενώ ταυτόχρονα, η έλλειψη εμπειρίας στα νέα χρηματοοικονομικά προϊόντα, επιβάρυνε την κατάσταση [194].

Επιπρόσθετα, ***λογιστικές πρακτικές έκρυψαν το πραγματικό πρόβλημα***, καθώς επιτρέποταν στα ιδρύματα αυτά να παρουσιάζουν στις εκθέσεις τους χρηματοοικονομικά στοιχεία αξίας με βάση την παρελθούσα αξία τους, και όχι την πραγματική τους [195].
Το φαινόμενο της κανονιστικής αυτοσυγκράτησης κάνει την εμφάνιση του, όπως θα σημείωναν οι Kane και Yung [196]: "η πολιτική της επιείκειας ή ανοχής κατά την επιβολή μίας αξίωσης σε αντάλλαγμα εναντίον άλλου μέρους": Οι ελεγκτικές αρχές είχαν έννομο συμφέρον από την υιοθέτηση χαλαρών πολιτικών στην επιβολή αξιώσεων έναντι των thrifts, επειδή λιγότερες καταρρεύσεις αυτών των ιδρυμάτων θα μείωνε την ζήτηση του FSLIC που ανέλαβε την διάσωσή τους.

Οι καταρρεύσεις thrifts ιδρυμάτων, εξαπλώθηκαν σε όλες τις περιφέρειες της Αμερικής [197]. Το κόστος διάσωσης των προβληματικών thrifts εκτιμήθηκε τελικά στα 150 δις $ [198], ενώ κάποιες τεχνικές που εφαρμόστηκαν έγιναν μοντέλο στην τεχνική διάσπασης των προβληματικών τραπεζών σε "καλή" και "κακή" και γενικότερα για την διαχείριση προβληματικών τραπεζών [199].

---

190 Βλ. (Hendrickson, 2011, pp. 174,180)

191 βλ. (Mishkin, 2004, p. 274) και (Hendrickson, 2011, p. 180)

192 χαρακτηριστικά, όπως αναφέρεται στο (Mishkin, 2004, p. 274) παρείχαν χρηματοδότηση για κατασκευή εμπορικών κέντρων στην έρημο

193 Μέχρι το 1984, πάνω από το 80% των προβληματικών αποταμιευτικών ιδρυμάτων (thrifts) είχαν πρόβλημα με την ποιότητα του χαρτοφυλακίου τους.

194 βλ. (Mishkin, 2004, p. 274) και (Krugman, 2010)

195 Τίθεται λοιπόν το ζήτημα, αν κάτι που είναι νόμιμο, είναι και ηθικό. Τέτοιες λογιστικές πρακτικές, καταφέρνουν ν' αποπροσανατολίσουν τους επενδυτές, τους καταναλωτές και τις ελεγκτικές αρχές, από την πραγματική εικόνα της επιχείρησης.

196 βλ. (Kane & Yu, 1994)

197 Μόλις έξι πολιτείες δεν αντιμετώπισαν κάποια κατάρρευση αποταμιευτικού ιδρύματος

198 Αρχικά, στις αρχές του 1988, οι εκτιμήσεις έκαναν λόγο για κόστος μόλις 19 δις $. Το ποσό αυτό αργότερα μέσα στην ίδια χρονιά αναθεωρήθηκε στα 100 δις $, για να καταλήξει τελικά στα 150 δις $.

199 για περισσότερα σχετικά με την κρίση των ιδρυμάτων αυτών, βλ. (Heffernan, 2005, pp. 367-372) και (Hendrickson, 2011, p. 180)

4.3.3 Αμερικάνικες Τράπεζες Περιόδου 1980-1994

Κατά την διάρκεια της περιόδου 1980-1994, πάνω από 1600 τραπεζικά ιδρύματα καταρρέουν, αλλά με χρηματοοικονομικά στοιχεία αξίας λιγότερο από τα μισά, σε σχέση με αυτά κατά την πτώση των thrifts για την ίδια περίοδο. Το σημείο κλειδί, είναι ότι οι τραπεζικές πτωχεύσεις συγκεντρώνονται ανά περιφέρεια στις Η.Π.Α. [200] , όπως φαίνεται και στο διάγραμμα 4.2. Η κρίση αυτή, μπορεί να διακριθεί σε τρείς φάσεις [201]:

Φάση Πρώτη: Αρχές Δεκαετίας 80

Την περίοδο 1980-1984, πραγματοποιούνται 192 τραπεζικές κρίσεις, αντιπροσωπεύοντας μόλις το 12% των συνολικών καταρρεύσεων για την περίοδο που εξετάζεται. Οι πετρελαϊκές κρίσεις των περιόδων 1973-1974 και 1979-1980, πυροδότησε απότομη και μεγάλη αύξηση του πληθωρισμού, μέχρι το 1981, και στην συνέχεια μία μεγάλη πτώση, σε ποσοστό 45%, μέχρι την χρονιά 1985. Συνεπώς, τα περισσότερα προβλήματα για τις τράπεζες προέκυψαν από τα μεταβαλλόμενα επιτόκια, παρ'όλη την παρουσία στα χαρτοφυλάκια δανείων καλής ποιότητας.

Φάση Δεύτερη: 1984-1991

Σταδιακά απ'το 1984 μέχρι και το 1991, υπήρξε μία μετακίνηση της τραπεζικής κρίσης στις Νότιες Πολιτείες, όπως το Αρκάνσας, η Λουιζιάνα, το Νέο Μεξικό, η Οκλαχόμα και το Τέξας, κιέτσι ονομάστηκε επίσημα από την FDIC η κρίση αυτή ως Νοτιοδυτική [202] [203]. Το 1986, το 37% των τραπεζικών καταρρεύσεων που έλαβαν χώρα στις Η.Π.Α, προέρχοταν από τις Νοτιοδυτικές Πολιτείες, ενώ το 1989 το ποσοστό αυτό εκτοξεύτηκε στο 81%.

Το ποσοστό των μη εξυπηρετούμενων δανείων σε σχέση με τα συνολικά δάνεια αυξάνεται σταδιακά, φτάνοντας το 10% το 1987, ενώ το ποσοστό των τραπεζών που δηλώνουν ζημιές αυξάνει από 8% το 1982, σε 39% το 1987. Από το 1990 αρχίζει να εξομαλύνεται η κατάσταση για τις περιφέρειες αυτές, με τα ποσοστά να μειώνονται σε 71% το 1990 και 32% το 1991. Η πολιτεία που επλήγησε περισσότερο, ήταν το Τέξας, με 522 καταρρεύσεις τραπεζικών ιδρυμάτων, με δεύτερη την Οκλαχόμα (122) και τρίτη την Λουϊζιάνα (70). Στον πίνακα 4.1, παρουσιάζονται οι σημαντικότερες καταρρεύσεις τραπεζικών ιδρυμάτων των νοτιοδυτικών πολιτειών, εφτά από τις οποίες προέρχονται από το Τέξας.

Υπάρχουν διάφοροι παράγοντες που συνετέλεσαν στην κρίση. Κατ' αρχήν, όπως ήδη αναφέρθηκε, οι απότομες μεταβολές στην τιμή του πετρελαίου. Κατά την διάρκεια της δεκαετίας του 70, οι τράπεζες ήταν πρόθυμες να δανείζουν σε ενεργειακές επιχειρήσεις, με εγγύηση αυτό που πιστεύονταν ότι ήταν ασφαλές, η αγορά ακινήτων. Μόλις οι τιμές του πετρελαίου άρχισαν να πέφτουν από το 1981 και μετά, οι τράπεζες αύξησαν τον απευθείας δανεισμό στην εμπορική αγορά ακινήτων, αγνοώντας προφανώς την ιδέα ότι τα προβλήματα στην αγορά πετρελαίου θα διοχετεύονταν στην αγορά ακινήτων. Η άνθηση στην αγορά ακινήτων πυροδότησε τον κατασκευαστικό τομέα, ασκώντας ανοδικές πιέσεις στις τιμές ακινήτων, ευνοώντας κιάλλο τον δανεισμό, ειδικά την περίοδο 1981-1988. Αυτό που οι τράπεζες [204] είδαν ως κατάσταση

200 Παρατηρείται δηλαδή το φαινόμενο ντόμινο ανά περιφέρεια

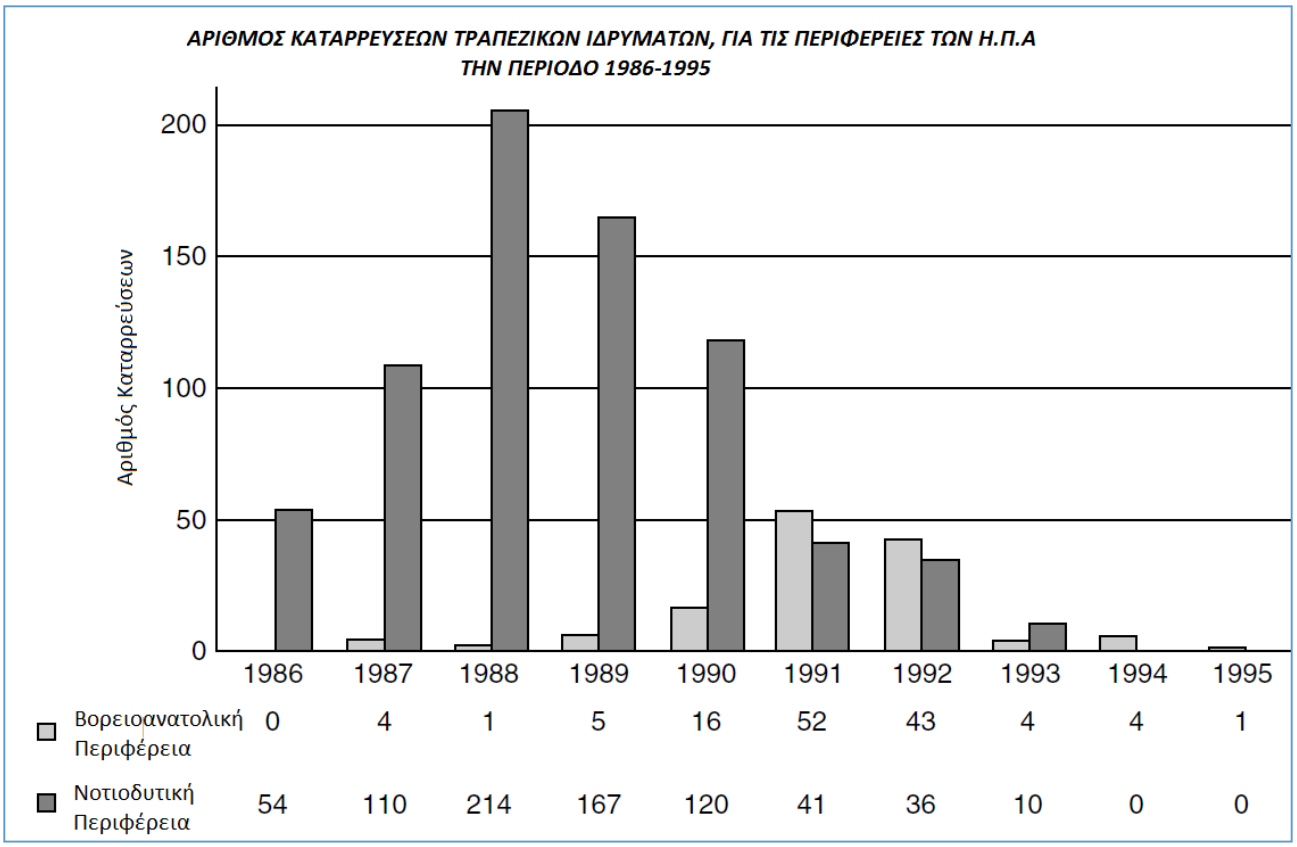
201 Την διάκριση αυτή σε τρείς φάσεις, την κάνει ο Heffernan, στο (Heffernan, 2005, pp. 372-380)

202 Βλ. (Federal Deposit Insurance Corporation, 1997)

203 βλ. (Federal Deposit Insurance Corporation , 1998)

204 κυρίως του Τέξας

επιβράβευσης (“win win”) σύντομα μετατράπηκε σε εφιάλτη (“lose lose”) όταν οι τιμές των ακινήτων κατρακύλησαν. Ενδεικτικά, την περίοδο 1986-1989, υπήρξε ένα κενό 25% στα επιχειρηματικά γραφεία στις πολιτείες του Τέξας.



Διάγραμμα 4.2

Καταρρεύσεις Αμερικανικών τραπεζικών ιδρυμάτων, στις 2 περιφέρειες των Η.Π.Α, βορειοανατολική και νοτιοανατολική, για την περιόδο 1986-1995, αντανακλώντας το φαινόμενο μετάδοσης. Πηγή: (Heffernan, 2005, p. 372)

Οι τραπεζικές ρυθμίσεις δεν συνέβαλαν στην αποφυγή των καταρρεύσεων. Οι νόμοι επέβαλαν σοβαρούς περιορισμούς στις θυγατρικές των τραπεζών του Τέξας, εμποδίζοντας τες να εξαπλωθούν σε άλλους κλάδους λιανικής. Επιπλέων, οι κρατικές τράπεζες απαγορεύοταν να εξαγοράσουν ιδιωτικές, αποθαρρύνοντας ενδεχόμενες χρήσιμες συγχωνεύσεις. Επιπρόσθετα τα τραπεζικά προβλήματα δεν ήταν σε θέση να εντοπιστούν νωρίτερα, εξαιτίας των ανεπαρκών ελέγχων από τις ελεγκτικές αρχές [205]. Τέλος, η πληγή στην φήμη του τραπεζικού κλάδου, ώθησε τους καταναλωτές στην εκροή καταθέσεων, περιορίζοντας τους την ρευστότητα την πιο κρίσιμη στιγμή. Ένας άλλος επιβαρυντικός παράγοντας, ήταν η απορρύθμιση των thrifts, η οποία δημιούργησε ανταγωνισμό στις τράπεζες καθώς και η αύξηση του αριθμού των νέων τραπεζικών ιδρυμάτων [206]. Παρατηρούνται λοιπόν, πολλές από τις αιτίες που αναλύθηκαν στην προηγούμενη ενότητα να εμφανίζονται στην

205 βλ. (Heffernan, 2005, p. 373)

206 Ενδεικτικά τα τραπεζικά ιδρύματα στις νοτιοδυτικές πολιτείες αυξήθηκαν μέσα σε τέσσερα χρόνια, από 62 το 1980, σε 168 το 1984. Τα νέα αυτά τραπεζικά ιδρύματα, θ’ αποδειχτούν εξαιρετικά ευάλωτα, με το 1/3 από αυτά τελικά να καταρρέουν.

κατάρρευση των τραπεζικών ιδρυμάτων των Νοτιοδυτικών Πολιτειών, όπως η κακή διαχείριση, το κακό μακροοικονομικό περιβάλλον, ο ρόλος των ελεγκτικών αρχών, και η απορρύθμιση.

Τράπεζα	**Ημερομηνία Κατάρρευσης**	**Πολιτεία**	**Αξία Περιουσιακών Στοιχείων (εκατ. $)**	**Κόστος Διάσωσης ως ποσοστό επί των περιουσιακών στοιχείων της Τραπ.**
Penn Square	5/7/1982	Οκλαχόμα	436	14.9%
Abilene National	6/8/1982	Τέξας	437	0%
First National Bank of Midland	14/10/1983	Τέξας	1410	37.3%
First Oklahoma	11/7/1986	Οκλαχόμα	1754	9.6%
Bank Oklahma	24/11/1986	Οκλαχόμα	468	16.9%
Bank Texas	17/7/1987	Τέξας	1181	12.7%
First City Bancorp	20/4/1988	Τέξας	12374	8.9%
First Republic	29/7/1988	Τέξας	21277	12%
Mcorp	29/3/1989	Τέξας	15641	18.2%
Texas American	20/7/1989	Τέξας	4665	21.1%
National Bancshares	1/6/1990	Τέξας	1594	13.4%

Πίνακας 4.1

Οι σημαντικότερες καταρρεύσεις τραπεζικών ιδρυμάτων στην Νοτιοδυτική περιφέρεια των Η.Π.Α. Όπως γίνεται αντιληπτό, οι Πολιτείες που επλήγησαν περισσότερο, ήταν η Οκλαχόμα και το Τέξας, ενώ η αξία των υπό κατάρρευση ιδρυμάτων είναι ιδιαίτερα σημαντική. Συνεπακόλουθα και το κόστος διάσωσής τους, ήταν ιδιαίτερα υψηλό. Πηγή: (Heffernan, 2005, p. 374)

Φάση 3: 1991-1994

Η τραπεζική κρίση, την περίοδο αυτή, μεταδίδεται από τις νοτιοδυτικές πολιτείες, στα βορειοανατολικά της χώρας, όπως φαίνεται και στο διάγραμμα 3.1. Το 1989, μόλις πέντε τράπεζες έχουν καταρρεύσει στις βορειοανατολικές πολιτείες, σε σύγκριση με τις 167 των νοτιοδυτικών. Αν και αναλογικότερα, μικρότερες σε αριθμό, το 1991 υπάρχουν 52 τραπεζικές κρίσεις στις βορειοανατολικές, υπερκερνώντας σε αριθμό αυτές των νοτιοδυτικών, με 41. Στην χαραυγή της τραπεζικής αυτής κρίσης των Η.Π.Α, το 1994, υπάρχουν 4 καταρρεύσεις τραπεζικών ιδρυμάτων στις πολιτείες του βορρά, ενώ οι νότιες εξήλθαν από την κρίση.

Οι τράπεζες του βορρά φαίνεται ότι δεν διδάχτηκαν από τις τραπεζικές κρίσεις του νότου. Η ραγδαία οικονομική ανάπτυξη των βόρειων πολιτειών μέχρι τα τέλη της δεκαετίας του 1980, είχε ως αποτέλεσμα την άνθηση της αγοράς ακινήτων, κατοικίας και εμπορικής. Οι τράπεζες συμμετείχαν ενεργά στην ανάπτυξη αυτή, ωστόσο υποβόσκαγαν προβλήματα ποιότητας του δανειακού χαρτοφυλακίου, εξαιτίας δυσκολιών στην εμπορική αγορά ακινήτων. Η μέση τιμή των δανείων στην αγορά ακινήτων, σε σχέση με τα συνολικά δάνεια, ανήλθε σε ποσοστό από 25% το 1983, σε 51% το 1989 [207].

207 Στατιστικά στοιχεία από (Federal Deposit Insurance Corporation, 1997)

Συμπεράσματα

Ένας από τους λόγους για τον οποίο οι τράπεζες είχαν την δυνατότητα να διευρύνουν το δανειακό τους χαρτοφυλάκιο, ήταν η αλλαγή του ιδιοκτησιακού καθεστώτος των συνεταιριστικών τραπεζών στην περιοχή αυτή. Κατά την διάρκεια της περιόδου 1985-1990, το 40% των συνεταιριστικών τραπεζών μετατράπηκαν σε συνεταιριστική ιδιοκτησία μετοχικού κεφαλαίου. Η μετατροπή αυτή αύξησε σημαντικά τα ιδία κεφάλαια τους, συνεπώς ακολουθήθηκε επέκταση των χορηγήσεων στην αγορά ακινήτων για την αύξηση της κερδοφορίας τους. Ως συνεταιριστικές τράπεζες επικεντρώθηκαν στο παρελθόν κυρίως στην αγορά κατοικίας, και με την μετατροπή τους επεκτάθηκαν γενικότερα στην αγορά ακινήτων, σε μία άγνωστη για αυτούς αγορά, αυτή της αγοράς εμπορικών ακινήτων, μία κίνηση η οποία θα διαδραματίσει σημαντικό ρόλο στην μετέπειτα κρίση, καθώς θα υπερεκτεθούν σε αυτή.

Το 1986, μία ευρέος κλίμακας φορολογική μεταρρύθμιση, κατήργησε φορολογικές ελαφρύνσεις στα ακίνητα, οδηγώντας σε κρίση την αγορά ακινήτων το 1988, μειώνοντας την ζήτησή τους και μειώνοντας την αξία τους. Η ύφεση της περιόδου 1990-1991, προκάλεσε πτώση του κατασκευαστικού τομέα γενικότερα. Έχοντας εκτεθεί στην αγορά ακινήτων, οι τράπεζες της βορειοανατολικής περιφέρεια αντιμετώπισαν μία κάθετη πτώση της αξίας του δανειακού τους χαρτοφυλακίου καθώς και των εγγυήσεών τους. Κατά την διάρκεια της περιόδου 1990-1992, τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια άγγιξαν το ποσοστό του 8% [208], διπλάσιο σε σχέση με τον μέσο όρο (3-4%) των υπόλοιπων Αμερικανικών τραπεζών. Αυτό αντανακλάσθηκε στο ποσοστό των τραπεζών που παρουσιάζουν ζημιές, φτάνοντας σε ποσοστό 40.2% το 1990, σε σχέση με μόλις 9.2% το 1988. Το 1991, το 50% των καταρρεύσεων των τραπεζικών ιδρυμάτων στις Η.Π.Α, προέρχεται από τις βορειοανατολικές πολιτείες, οδηγώντας τελικά τον οργανισμό FDIC, ο οποίος χρηματοδοτούσε από το 1980 προβληματικά τραπεζικά ιδρύματα, να εμφανίσει έλλειμμα, ύψους 7 δις $, για πρώτη φορά στην ιστορία του, το 1991. Από τις σημαντικότερες καταρρεύσεις τραπεζών της βορειοανατολικής περιφέρειας, ήταν αυτές των Bank of New England, 15η μεγαλύτερη των Η.Π.Α, το 1991, η Freedom National Bank [209], καθώς και η Bank of Credit and Commerce International [210].

Τέλος, πρέπει να επισημανθεί πώς η σταδιακή κατάργηση του Νόμου Glass-Steagall από την δεκαετία του 1960, διετάραξε την σταθερότητα του Τραπεζικού συστήματος των Η.Π.Α, εξαιτίας και της δυναμικής φύσης της αγοράς να μεταβάλλεται συνεχώς[211]. Με άλλα λόγια, η απορρύθμιση του κλάδου, πυροδότησε την Τραπεζική κρίση της περιόδου 1980-1994 στις Η.Π.Α

4.3.4 Penn Square και Continental Illinois

Penn Square

Η Penn Square Bank της Oklahoma City, ιδρύθηκε το 1960 ως μία τράπεζα χορήγησης καταναλωτικών δανείων. Ακολουθώντας μία επιθετική πολιτική δανεισμού, στον τομέα του πετρελαίου και του φυσικού αερίου, επεκτείνει την χρηματοοικονομική της περιουσία περισσότερο από οκτώ φορές, ανάμεσα στην χρονική περίοδο 1977-1982. Τα περισσότερα από αυτά τα δάνεια, τα πούλησε σε άλλες τράπεζες, ωστόσο διατηρούσε την υποχρέωση διαχείρισής τους. Ωστόσο από

---

208 ως ποσοστό επί του συνολικού αριθμού δανείων

209 αν και μικρή σχετικά σε μέγεθος, το ενδιαφέρον που παρουσίασε αυτή η πτώση, ήταν η μη διασφάλιση καταθετών πάνω από 100000 $, οι οποίοι πήραν πίσω μόλις το 50% των καταθέσεων τους, σε αντίθεση με τους καταθέτες της Bank of New England, οι οποίοι πληρώθηκαν στο ακέραιο, αφήνοντας υπόνοιες για ρατσισμό

210 για περισσότερα σχετικά με τις τρείς αυτές τράπεζες, βλ. (Heffernan, 2005, pp. 375-380)

211 συμπέρασμα από (Hendrickson, 2011, p. 163)

την αρχή, η ποιότητα των δανείων αυτών ήταν φτωχή: οι αποφάσεις για την λήψη δανείων γινόταν αποκλειστικά με γνώμονα το εχέγγυο (πετρέλαιο και αέριο) και όχι την δυνατότητα αποπληρωμής του δανειολήπτη. Από τον Μάιο του 1977, η κύρια ελεγκτική αρχή, Office of the Comptroller of Currency (OCC), εξέφρασε ανησυχίες για ένα μεγάλο εύρος προβλημάτων: φτωχό επίπεδο εκπαίδευσης προσωπικού, χαμηλά κεφάλαια, έλλειψη ρευστότητας, αδύναμα δάνεια και αυξημένα προβλήματα με το δανειακό χαρτοφυλάκιο. Στις 5 Ιουλίου του 1982, η Penn Square θα καταρρεύσει, έχοντας καταθέσεις αξίας 470.4 εκατ. $, και χρηματοοικονομική περιουσία αξίας 526.8 εκατ. $.

Ο τρόπος που αντιμετωπίστηκε η πτώση της Penn Square's σηματοδότησε μία μεγάλη αλλαγή στην πολιτική της FDIC. Από τις 38 τραπεζικές καταρρεύσεις μέχρι το 1980, μόλις οι 8 πτώχευσαν πραγματικά, με τους ανασφάλιστους καταθέτες ν' αποπληρώνονται στο ακέραιο. Οι υπόλοιπες 30, έγιναν αντικείμενο αγοράς από άλλα ιδρύματα, συμπεριλαμβανομένου και τις καταθέσεις τους, ασφαλισμένες και ανασφάλιστες. Ωστόσο στην περίπτωση της Penn Square's, οι ασφαλισμένες καταθέσεις αποπληρώθηκαν από την FDIC[212], ενώ οι ανασφάλιστες καταθέσεις, κυρίως κεφάλαια άλλων τραπεζών, εξαγοράσθηκαν τον Αύγουστο του 1983 από την Charter National Bank [213].

Continental Illinois

Την στιγμή της κατάρρευσης, η Continental Illinois National Bank (CI), ήταν η 11η [214]μεγαλύτερη τράπεζα των Η.Π.Α, και η μεγαλύτερη μεσάζουσα τράπεζα, καθώς σχετίζονταν με αυτήν 2300 τράπεζες [215]. Αν και τα προβλήματά της ήταν γνωστά στις ρυθμιστικές αρχές, αυτές ξαφνιάστηκαν από την ταχύτητα της κατάρρευσης της τράπεζας. Το καλοκαίρι του 1984, ένας σημαντικός αριθμός πελατών της CI, αντιμετώπιζαν πρόβλημα με την αποπληρωμή των δανείων τους, εξαιτίας της κάθετης πτώσης των τιμών του πετρελαίου. Η πτώση αυτή, οδήγησε και στην υποβάθμιση της αξίας των εχέγγυων των δανείων, πολλά από τα οποία ήταν ακίνητα των περιοχών των πετρελαϊκών βιομηχανιών.

Η Penn Square είχε άμεση σχέση με την Continental Illinois. Η τράπεζα αυτή, ήταν μία από τις πέντε μεγαλύτερες στην χώρα, η οποία αγόραζε συμμετοχές σε δάνεια πετρελαίου και αερίου. Μικρό χρονικό διάστημα μετά την κατάρρευση της Penn Square, η CI ανακοινώνει ζημιές για το 2ο τετράμηνο 63.1 εκατ. $ και αποκαλύπτει ότι τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια της πολλαπλασιάζονται παραπάνω από το διπλάσιο, σε 1.3 δις $. Στα επόμενα τετράμηνα, η κατάσταση της τράπεζας δεν σταθεροποιείται, με τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια ν' αγγίζουν το ποσό των 2.3 δις $ (7.7 % επί του συνόλου) την άνοιξη του 84, παρ' όλο που τα σχετιζόμενα με την Penn Square μη εξυπηρετούμενα δάνεια μειώθηκαν.

Από τον Μάιο του 1984, εξαπλώνονται φήμες για το μέλλον της τράπεζας, με συνέπεια την σταδιακή εκροή των καταθέσεων της τράπεζας. Η Continental Illinois είχε υψηλή εξάρτηση από τις καταθέσεις, καθώς εκείνη την περίοδο αντιπροσώπευε το 60% των συνολικών της κεφαλαίων. Αυτό το γεγονός, σε συνδυασμό με το κακό της δανειακό χαρτοφυλάκιο, το οποίο εξαρτιόνταν σε μεγάλο βαθμό από την αγορά ενέργειας [216] την έκαναν εξαιρετικά ευάλωτη για την επιβίωση της. Ανακοινώσεις καθησυχασμού του κοινού απέτυχαν, οι καταθέσεις συνέχιζαν να φεύγουν μαζικά, με αποτέλεσμα η CI ν' απευθυνθεί στην Κεντρική Τράπεζα του Σικάγο, την Chicago Reserve Bank για την παροχή εσπευσμένης βοήθειας, τον Μάιο του 84.

212 Οι ασφαλισμένες καταθέσεις αντιπροσώπευαν το 44% των συνολικών καταθέσεων
213 βλ (Hendrickson, 2011, p. 181) και (Heffernan, 2005, p. 363)
214 Σύμφωνα με (Hendrickson, 2011, p. 182)
215 για περισσότερα σχετικά (Kaufman, 1994)

216 με δάνεια στην αγορά ενέργειας, αξίας πάνω από 1.1 δις $, βλ. (Hendrickson, 2011, p. 183)

Το αρχικό πακέτο βοήθειας των 44.5 δις $ από την Chicago Reserve Bank, καθώς και το πακέτο βοήθειας από 16 τράπεζες ύψους 4.5 δις $ δεν καταφέρνουν ν' αναχαιτίσουν τον κατήφορο της CI. Έτσι, η FDIC εξαναγκάζεται να παρέμβει, ανακοινώνοντας ένα ειδικό χρηματοοικονομικό πρόγραμμα βοήθειας το οποίο περιελάμβανε τέσσερα σημεία [217]:

- Παροχή δανείου ύψους 2 δις $ από την FDIC (1.5 δις) και άλλες 7 τράπεζες, με χαμηλό σχετικά επιτόκιο, 100 μονάδες βάσης παραπάνω από την απόδοση του μονοετούς ομολόγου των Η.Π.Α, για την ενίσχυση των κεφαλαίων της τράπεζας.
- Ένεση ρευστότητας 5.5 δις % από 28 Αμερικανικές τράπεζες, με επιτόκιο 0.25% πάνω από το επιτόκιο της FED.
- Εγγύηση από την FED, για την άμεση παροχή ρευστότητας, αν αυτό απαιτηθεί.

- Εγγύηση από την FED, για τους καταθέτες, ασφαλισμένους και μη, και τους πιστωτές [218], καθώς και για την κανονική συνέχιση της λειτουργίας της τράπεζας.

Σε αντάλλαγμα για την παροχή βοήθειας, απαιτήθηκε η παραίτηση των διευθυντικών στελεχών της τράπεζας, και ουσιαστικά η εθνικοποίησή της. Το κόστος για την εθνικοποίηση αυτή, ανήλθε σε 1.1 δις $. Το 1991 η CI ιδιωτικοποιείται ξανά, και το 1994 εξαγοράζεται από την Bank America Corp [219].

Συμπερασματικά, η Continental Illinois κατέρρευσε για τους ακόλουθους λόγους [220]:

i. Κακή διαχείριση χρηματοοικονομικών στοιχείων, με λανθασμένη πολιτική επιθετικής επέκτασης, με χαμηλής ποιότητας δάνεια στην ενεργειακή αγορά και στην αγορά ακινήτων, συμπεριλαμβανομένων και δανείων από την Penn Square.
ii. Απόκρυψη πραγματικών στοιχείων μέσω της αργής κατηγοριοποίησης των μη εξυπηρετούμενων δανείων. Η καθυστέρηση αυτή, συνέβαλε στην εξάπλωση φημών ότι η τράπεζα κρύβει στοιχεία.
iii. Η μεγάλη εξάρτηση της ρευστότητας της από τις καταθέσεις.
iv. Οι ελεγκτικές αρχές όφειλαν να δώσουν μεγαλύτερη προσοχή στην διαχείριση του ισολογισμού της επιχείρησης, καθώς και στις διαδικασίες εσωτερικού ελέγχου.

Η κατάρρευση της Continental Illinois, αποτελεί ιστορικό οικονομικό γεγονός. Κατ' αρχήν, η ανησυχία που σκόρπισε η κατάρρευση της, και συγκεκριμένα η αύξηση των δραστηριοτήτων εκτός τραπεζικού ισολογισμού, έθεσε τις βάσεις για την θέσπιση διεθνών κανονισμών λειτουργίας για τα τραπεζικά ιδρύματα, αυτών της γνωστής μας Βασιλείας [221].

Επιπρόσθετα, η κατάρρευση αυτή, εισήγαγε την λογική του "too big too fail" για τις τράπεζες, η οποία χρησιμοποιήθηκε κατά κόρον για την διάσωση των μεγάλων προβληματικών τραπεζών την περίοδο της δεκαετίας του 1980 [222]. Σύμφωνα με αυτή, όταν μεγάλες τράπεζες, η κατάρρευση των οποίων ενδέχεται να προκαλέσει συστημικό κίνδυνο για το σύνολο της οικονομίας μιας χώρας, η αρμόδια Κεντρική Τράπεζα (ή οι κυβερνήσεις) εξαναγκάζεται να επέμβει για την διάσωσή της. Η λογική αυτή, ενέχει φυσικά το στοιχείο του ηθικού κινδύνου, καθώς αν μία τράπεζα γνωρίζει ότι σε

217 Βλ. (Heffernan, 2005, p. 364)
218 Βλ. (Mishkin, 2004, p. 263)
219 Βλ. (Kaufman, 2002)

220 για περισσότερα σχετικά, βλ. (Heffernan, 2005, pp. 364-365)
221 βλ. (Mishkin, 2004, p. 265)
222 βλ. (Hendrickson, 2011, p. 183) και (Mishkin, 2004, p. 263)

περίπτωση που αυτή κινδυνεύσει, θα κινητοποιηθεί μηχανισμός για να την σώσει, της δίνεται κίνητρο να προβεί σε επενδυτικές κινήσεις υψηλότερου ρίσκου, αφού γνωρίζει εκ των προτέρων (a-priori) ότι αυτή τελικά θα σωθεί. Η λογική αυτή, θα παίξει τον δικό της ρόλο στην κατάρρευση της Lehman Brothers, όπως αναλύεται στη συνέχεια.

4.3.5 Barings

Εισαγωγή

Η κατάρρευση του Βρετανικού τραπεζικού ιδρύματος Barings, της αρχαιότερης τράπεζας της Μ. Βρετανίας [223], είναι ένα από τα πιο χαρακτηριστικά παραδείγματα του προβλήματος στοίχισης κινήτρων μεταξύ των ιδιοκτητών-managers της εταιρίας [224]. Με κεφάλαια αξίας 540 εκατ. στερλινών, και χρηματοοικονομικά παράγωγα προιόντα αξίας 800 εκατ. στερλινών, στις 26 Φεβρουαρίου του 1995 τίθεται υπό εξαναγκαστική διαχείριση, αναστέλλοντας τις εμπορικές της δραστηριότητες. Μόλις δύο ημέρες νωρίτερα, τα ανώτερα διοικητικά στελέχη της Barings, πληροφορούνται τεράστιες ζημιές στο γραφείο τους στην Σινγκαπούρη, και ζητούν στήριξη από την Τράπεζα της Αγγλίας. Ωστόσο, αποφασίζεται ότι οι κίνδυνοι μετάδοσης από την απώλεια της Barings είναι μικροί, εξαιτίας του μεγέθους της, και εξαιτίας του γεγονότος ότι οι απώλειες ήταν διμερείς κατά κύριο λόγο (όχι σε επίσημο τομέα) και οφειλόταν σε απάτη [225], κιέτσι ανακοινώνει ότι είναι πρόθυμη να στηρίξει την αγορά με ενέσεις ρευστότητας, αλλά δεν θα χρησιμοποιήσει τα λεφτά των φορολογουμένων πολιτών για την διάσωση (bail-out) της Barings [226].

Αιτίες Κατάρρευσης

Ο κ. Leeson, ήταν ένας arbitrageur [227] , ο οποίος κατείχε ταυτόχρονα την θέση του "trader" (front office)και του ελεγκτή αυτών των συναλλαγών (back office) στο τμήμα Barings Futures της Σινγκαπούρης, καθιστώντας έτσι δυνατό γι 'αυτόν να παρακάμψει τους ελέγχους που διεξάγονται [228]. Ο εσωτερικός έλεγχος της εταιρίας στο τμήμα αυτό, με σκοπό την διαπίστωση για το αν εφαρμόζονται οι κανονισμοί και αν αναλαμβάνεται υπερβολικό ρίσκο στις συναλλαγές, αποδέχτηκε ότι το τμήμα αυτό ήταν σχετικά μικρό, και με την έλλειψη έμπειρου προσωπικού, δεν υπήρχε κάποιο πρόβλημα με την διπλή θέση του Leeson [229].

Ο επενδυτής αυτός, επιχείρησε να κερδοσκοπήσει στην αγορά futures του Ιαπωνικού δείκτη Nikkei, μέσω της ταυτόχρονης πώλησης options αγοράς και πώλησης, στον δείκτη 225. Πάνω από 40000 συμβόλαια πωλήθηκαν. Ο Leeson θα έβγαινε κερδισμένος, αν ο δείκτης αυτός παρέμενε στο επίπεδο μεταξύ 18500 και 19500. Ωστόσο, ο σεισμός της 17ης Ιανουαρίου, οδήγησε στην κάθετη πτώση του δείκτη Nikkei. Σε μία προσπάθεια να ωθήσει την πεσμένη αγορά, αγοράζει τεράστιες ποσότητες συμβολαίων futures. Ταυτόχρονα, τα αφεντικά της Barings, νόμιζαν ότι ο manager τους, εμφανίζει νόμιμα κέρδη από arbitrage χρηματοοικονομικών παραγώγων, επιβραβεύοντας τον με υψηλά μπόνους. Ο εσωτερικός έλεγχος μάλιστα, επιβεβαίωνε για την υπόθεση αυτή. Τα μεγάλα ποσά που

---

223 ιδρύθηκε το 1762

224 βλ. (Mishkin, 2004, p. 225)

225 βλ. (Heffernan, 2005, p. 381)

226 για την ιστορία, τελικά η Barings εξαγοράζεται από την Ολλανδική τραπεζική-ασφαλιστική εταιρία ING, τον Μάρτιο του 1995, και σταδιακά απορροφάται και εξαφανίζεται πλήρως.

227 Ένας τύπος επενδυτή ο οποίος επιχειρεί να επωφεληθεί από ανεπάρκειες των τιμών στην αγορά, κάνοντας ταυτόχρονα συναλλαγές που αλληλοκαλύπτονται και επιτυγχάνει κέρδη χωρίς ρίσκο

228 βλ. (Mishkin, 2004, p. 225)

229 βλ. (Heffernan, 2005, pp. 383-384)

μετέφερε η Barings στο τμήμα αυτό, νόμιζαν ότι προορίζοταν για τις ανάγκες των πελατών τους, ενώ στην πραγματικότητα χρησιμοποιούταν για την χρηματοδότηση των επενδύσεων του Leeson [230].

Ο κ. Leeson, τοποθετούσε τις ζημιές σ' έναν κρυφό λογαριασμό [231], όπως πρώτες θ' αποκαλύψουν οι financial times [232], ο οποίος εμφάνιζε κατοχές συμβολαίων futures, Ιαπωνικών ομολόγων και Euroyen, με ζημιές ύψους 84 εκατ. στερλινών, μεταμφιεσμένος ως απαίτηση, γι' αυτό και δεν δόθηκε περισσότερη σημασία από τον εσωτερικό έλεγχο της Barings. Για την ύπαρξη των συναλλαγών σε options, φαίνεται ωστόσο ότι δεν γνώριζαν [233].

Όταν η χρηματιστηριακή αγορά υποχώρησε κιάλλο, στις 23 Φεβρουαρίου του 1995, ο κ. Leeson χάνει επιπρόσθετα 250 εκατ. $, υποβάλλει την παραίτηση του και εξαφανίζεται από την Σιγκαπούρη [234].

Απόδοση Ευθυνών

Μέχρι και πριν την κατάρρευση της τράπεζας, ήταν ευρέως γνωστό ότι υπήρχαν ελλείψεις στον εσωτερικό έλεγχο της Barings. Ωστόσο, στα χαρτιά, όλα φαίνονταν ότι λειτουργούσαν σωστά. Στο τέλος του 1994, μία νέα μονάδα ιδρύεται, η Group Treasury and Risk, για τον έλεγχο των ρίσκων που αναλάμβαναν οι επενδυτές της εταιρίας. Ωστόσο, η έκθεση στα παράγωγα προϊόντα είχε ήδη γίνει, πριν την διεξαγωγή ελέγχων από την μονάδα.

Οι αρμόδιες ρυθμιστικής αρχές επίσης φέρουν ευθύνη, καθώς οι SIMEX και Osaka Exchanges, αρμόδιες ελεγκτικές αρχές για τον Ιαπωνικό δείκτη, και τον δείκτη της Σιγκαπούρης αντίστοιχα, απέτυχαν παταγωδώς να παρέμβουν, παρ' όλη την φρενήρη αύξηση των συναλλαγών της Barings. Όπως χαρακτηριστικά δήλωσε ο πρόεδρος του χρηματιστηρίου παραγώγων προϊόντων του Σικάγο, (Chicago Mercantile Exchange (CME)), κ. John Sander, ένα τέτοιο φαινόμενο, δεν θα συνέβαινε ποτέ στο CME, καθώς ένας trader έχει το δικαίωμα να συναλλάσσεται μέχρι ένα συγκεκριμένο αριθμό συμβολαίων, ειδάλλως αποβάλλεται από το χρηματιστήριο. Επιπρόσθετα, οι συμμετέχοντες σε αυτήν την συναλλαγή, επιβάλλεται να έχουν μία ομάδα επιτήρησης, για την διεξαγωγή τακτικού και ανεξάρτητου ελέγχου [235].

Σύμφωνα με την έκθεση της Bank of England's Board of Banking Supervision, η Τράπεζα της Αγγλίας, η Τράπεζα της Αγγλίας ήταν ελλιπής στην εποπτεία της Barings των διαφόρων περιοχών: στην Barings, είχε χορηγηθεί η δυνατότητα της αυτό-συμμόρφωσης (solo consolidation) [236]: η τράπεζα και οι θυγατρικές της απαιτούνταν να ανταποκρίνονται σε απλούς κανόνες κεφαλαιακής επάρκειας και στάνταρντ ς. Συνεπώς, η Τράπεζα της Αγγλίας είχε την αποκλειστική ευθύνη για τον έλεγχο της Barings. Επιπρόσθετα η Τράπεζα της Αγγλίας απέτυχε ν' αναγνωρίσει παραβίαση κανονισμού της Ευρωπαϊκής Ένωσης από την Barings, καθώς δεν επιτρέπεται σε τράπεζα να τοποθετήσει περισσότερο από 25% του μετοχικού της κεφαλαίου, σε μία μόνο επένδυση, χωρίς την έγκριση της Τράπεζας της Αγγλίας.

Τέλος ευθύνες αποδίδονται και στις εξωτερικές ελεγκτικές εταιρίες, Coopers και Lybrand, καθώς απέτυχαν να διεξάγουν κατάλληλα τεστ τα οποία θα έβρισκαν τις μετακινήσεις κεφαλαίων στο

---

230 βλ. (Heffernan, 2005, p. 384)
231 με τον χαρακτηριστικό αριθμό 88888
232 (Financial Times, 1995)
233 βλ. (Heffernan, 2005, p. 385)
234 βλ. (Mishkin, 2004, p. 225)
235 βλ. (Heffernan, 2005, p. 385)
236 Η άλλη διαδεδομένη εναλλακτική επιλογή ελέγχου, λέγεται solo plus. Σύμφωνα με αυτή, η τράπεζα με τις θυγατρικές της, πρέπει να ικανοποιούν διαφορετικές κεφαλαιακές ανάγκες, κιέτσι η μητρική τράπεζα δεν χρειάζεται να μεταφέρει κεφάλαια στην θυγατρική της, για την κάλυψη ζημιών

τμήμα της Σιγκαπούρης [237].

Καταδίκες

Ο κ. Leeson επιχείρησε να εξαφανιστεί, καταφεύγοντας στην Αγγλία μέσω πτήσης από Γερμανία. Ωστόσο, μετά από αίτημα των αρχών της Σιγκαπούρης, συνελήφθη από τις Γερμανικές αρχές, καταδικάστηκε για απάτη, και φυλακίστηκε για 6.5 χρόνια στην Σιγκαπούρη. Αφέθηκε ελεύθερος τον Ιούλιο του 1999.

Ο ελεγκτικός κολοσσός KPMG μήνυσε τις ελεγκτικές εταιρίες Coopers και Lybrand, καθώς και αρχές της Σιγκαπούρης, διευθετώντας το ζήτημα εξωδικαστικά, για το συνολικό ποσό των 65 εκατ. στερλινών. Επιπρόσθετα, το Πειθαρχικό Καθεστώς (Joint Disciplinary Scheme) μήνυσε επίσης τις Coopers και Lybrand, για τον ρόλο τους στην κατάρρευση της Barings, αν και το μέγεθος του επιβληθέντος προστίμου μειώθηκε σε 250000 στερλίνες, ενώ τέλος στις ελεγκτικές εταιρίες Deloitte και Touche δεν αποδόθηκαν ευθύνες, για τον έλεγχο που υλοποίησαν στην Barings της Σιγκαπούρης το 1992 και το 1993.

Συμπεράσματα

Στην κατάρρευση της Barings, παρατηρούνται αρκετές από τις αιτίες που αναλύθηκαν στις αιτίες κατάρρευσης τραπεζών της ενότητας 3.2, όπως η κακή διαχείριση, διοικητικές ευθύνες, χρηματοοικονομική απάτη. Ωστόσο, κυριότερη αιτία, αποτελεί το ζήτημα της στοίχισης κινήτρων, μεταξύ των ιδιοκτητών της τράπεζας, και του manager τους, καθώς δημιούργησε [238]:

- Απληστία του κ. Leeson, για την εξασφάλιση προσωπικών μπόνους
- Ασύμμετρη πληροφόρηση, λόγω της διπλής θέσης που κατείχε (front and back office)
- Ηθικό κίνδυνο: Λόγω του γεγονότος ότι ο κ. Leeson είχε την ιδιότητα της διπλής θέσης, γνώριζε ότι είχε μικρές πιθανότητες να τον καταλάβουν. Παράλληλα, όταν αντιμετώπισε αρχικά το ζήτημα με τις μεγάλες απώλειες στον δείκτη Nikkei, δεν είχε και πολλά να χάσει, συνεπώς, χρησιμοποιώντας κερδοσκοπικούς όρους, "τζόγαρε" ουσιαστικά σε μία προσπάθεια να "ρεφάρει" τις απώλειες.

Ανάλογες περιπτώσεις με αυτή της Barings, είναι η κατάρρευση της Daiwa της Νέας Υόρκης, τον Ιούλιο του 1995, της Ιαπωνικής Sumitomo Corporation, τον Ιούλιο του 1996, καθώς και της Ιρλανδικής Allied Irish Banks τον Φεβρουάριο του 2002 [239], συνεπώς συμπεραίνεται πώς η κατάλληλη αντιμετώπιση της στοίχισης των κινήτρων, και του κατάλληλου ελέγχου των στελεχών, είναι ένα μέγιστο ζητούμενο για ένα τραπεζικό ίδρυμα[240].

237 για περισσότερα σχετικά, βλ. (Heffernan, 2005, pp. 385-386)
238 συμπέρασμα από (Mishkin, 2004, p. 225)
239 για περισσότερα σχετικά με τις καταρρεύσεις αυτών των τραπεζών, βλ. (Heffernan, 2005, pp. 387-388)
240 συμπέρασμα από (Mishkin, 2004, p. 225)

4.4 Κατάρρευση Lehman Brothers

4.4.1 Εισαγωγή

Η Lehman Brothers, δεν ήταν μία οποιαδήποτε χρηματοοικονομική επιχείρηση. Ήταν, μέχρι και λίγο πριν την ανακοίνωση της πτώχευσης της το 2008, η 4η μεγαλύτερη επενδυτική τράπεζα των Η.Π.Α [241], με παγκόσμιες δραστηριότητες σε επενδυτικές τράπεζες, μετοχές, καταθετικά προϊόντα, έρευνα, επενδυτική διοίκηση, και λοιπές χρηματοοικονομικές συναλλαγές (ειδικά σε κυβερνητικά ομόλογα).

Στις 15 Σεπτεμβρίου του 2008, η εταιρία υποβάλλει αίτηση πτώχευσης. Ακολουθεί μαζική προσπάθεια εξόδου των πελατών της, δραματικές απώλειες στις μετοχές της και υποτίμηση της χρηματοοικονομικής αξίας της περιούσιας της, από τους οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης. Την επόμενη μέρα, η Barclays ανακοινώνει συμφωνία για την εξαγορά της επενδυτικής Lehman's North American investment-banking, επιμέρους εμπορικών τμημάτων καθώς και των πρώην διοικητικών γραφείων της εταιρίας στην Νέα Υόρκη, για να επικυρωθεί τελικά από το αρμόδιο δικαστήριο των Η.Π.Α για πτωχευτικά θέματα, μία τροποποιημένη έκδοση της αρχικής αυτής συμφωνίας, στις 20 Σεπτεμβρίου. Την επόμενη εβδομάδα, η Nomura Holdings, ανακοινώνει ότι θα εξαγοράσει την θυγατρική της Lehman στην περιφέρεια Ασίας-Ωκεανίας, καθώς και τις επενδυτικές δραστηριότητες στην Ευρώπη και την Μέση Ανατολή. Η συμφωνία ενεργοποιείται στις 13 Οκτωβρίου του 2008, ολοκληρώνοντας την εξαγορά μερών του πρώην πια επενδυτικού κολοσσού, Lehman Brothers.

Η κατάρρευση της Lehman Brothers, γίνεται η μεγαλύτερη πτώχευση επενδυτικού ιδρύματος στην ιστορία των Η.Π.Α και του κόσμου, πυροδοτεί την παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση του 2008-2010, και θέτει τα θεμέλια για την κρίση χρέους της Ευρωζώνης, επιφέροντας δραματικές αλλαγές στον χρηματοοικονομικό τρόπο σκέψης και διαχείρισης, στις πολιτικές αντιμετώπισης της κρίσης, καθώς και στις καθημερινές ζωές εκατομμύριων συμπολιτών μας από την μεγαλύτερη παγκόσμια ύφεση που γνωρίζει η ανθρωπότητα, μετά το οικονομικό κράχ του 1929.

4.4.2 Γέννηση και Δόξα [242]

Η εταιρία με την επωνυμία Lehman Brothers ιδρύεται το 1850 με την άφιξη στο Μοντγκόμερυ της Αλαμπάμα των Η.Π.Α και των τριών μεταναστών αδελφών, Henry, Emmanuel και Mayer, από την επαρχία της Βαυαρίας της Γερμανίας. Αρχικά λειτούργησε ως ένα μικρό κατάστημα γενικού εμπορίου, ενώ στην συνέχεια με την άνθηση της παραγωγής βαμβακιού, επεκτείνει τις δραστηριότητες της και στον κλάδο αυτόν, ιδρύοντας γραφεία εμπορίας βαμβακιού στην Νέα Υόρκη, το 1858.

Με την λήξη του εμφυλίου πολέμου των ΗΠΑ [243], τα εναπομείναντα αδέλφια [244], εξαναγκάζονται να επικεντρωθούν στις δραστηριότητες τους στην Νέα Υόρκη, συμβάλλοντας στην δημιουργία Χρηματιστηρίου Βάμβακος. Στα χρόνια που ακολουθούν, επεκτείνουν τις δραστηριότητές τους στην

---

241 μετά τις Goldman Sachs, Morgan Stanley και Merrill Lynch

242 Άντληση γεγονότων από τις ηλεκτρονικές πηγές:
1. (Wechsberg, 1966, p. 233)
2. (Harvard Business School, Contemporary Business Archives)

243 Ο Αμερικανικός εμφύλιος πόλεμος έλαβε χώρα μεταξύ 1861-1865

244 Ο Henry πεθαίνει από κίτρινο πυρετό το 1855

χρηματοοικονομία, με ειδίκευση στο εμπόριο ομολόγων, το οποίο αποτέλεσε βασικό εργαλείο χρηματοδότησης των νέων σιδηροδρομικών γραμμών που κατασκευάζονταν σε όλη την επικράτεια των ΗΠΑ, καθώς και στο εμπόριο καφέ (1883), ενώ γίνεται μέλος του χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης το 1887.

Στις αρχές του 19ου αιώνα, και πριν την μεγάλη ύφεση του 1929, η Lehman γνωρίζει μεγάλη ανάπτυξη, χρηματοδοτώντας εταιρίες σε αναδυόμενους κλάδους, όπως το λιανικό εμπόριο, αεροπορικές επιχειρήσεις, επικοινωνίες, ακόμα και κινηματογραφικά στούντιο, όπως της Paramount και της 20th Century Fox.

Η εταιρεία καταφέρνει και επιβιώνει από την μεγάλη ύφεση καινοτομώντας στα χρηματοοικονομικά προϊόντα. Η λήξη του Β παγκοσμίου πολέμου, σηματοδοτεί έναν νέο κύκλο ευμάρειας για την εταιρία, στρέφοντας τις επενδύσεις της σε νέους κλάδους, όπως τα καταναλωτικά προϊόντα, οικιακές συσκευές, και πετρελαϊκές εταιρίες. Από την δεκαετία του 60, η Lehman Brothers θα προσφέρει και συμβουλευτικές υπηρεσίες σε εταιρίες όπως η General Foods, Campbell Soup και Philip Morris, επεκτείνοντας τις δραστηριότητές της παγκοσμίως, με γραφεία στο Παρίσι (1960), Λονδίνο (1972) και Τόκιο (1973).

Με τον θάνατο του Robert Lehman, η διοίκηση αλλάζει χέρια, και αναλαμβάνει ο Pete Peterson. Η Lehman Brothers, υπό την νέα διοίκηση, εξαγοράζει την "Abraham & Co" το 1975 και συγχωνεύεται με την "Kuhn, Loeb & Co", για να γίνει η 4η μεγαλύτερη επενδυτική τράπεζα της χώρας.

Ενδοεταιρικές κόντρες μεταξύ τραπεζικών επενδυτών και χρηματοοικονομικών εμπόρων, δημιουργούν προβλήματα στην εταιρία, ωθώντας την τελικά στην εξαγορά της από την American Express το 1984, έναντι 360 εκατ. $.

Ο Dick Fuld αναλαμβάνει Διευθύνων Σύμβουλος της εξαγορασμένης Lehman Brothers, το 1990, τίτλο που θα διατηρήσει μέχρι την πτώχευση της το 2008. Το 1994, η Lehman θα ξαναγίνει ανεξάρτητη, στα πλαίσια της εκχώρησης των τραπεζικών δραστηριοτήτων της American Express, και εισάγεται ταυτόχρονα στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης. Πλέον, γίνεται ηγέτιδα δύναμη στον κλάδο της τιτλοποίησης, εξαγοράζοντας και την εταιρία Aurora με ειδίκευση στην έκδοση δανείων Alt-A [245] το 1997, και την εταιρία BNC-Mortgage με ειδίκευση σε δάνεια χαμηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης. Οι δύο αυτές εταιρίες όπως συζητιέται παρακάτω, θα παίξουν σημαντικό ρόλο στην κατάρρευση της Lehman Brothers.

Τα πρώτα έτη του 21ου αιώνα, αποτελούν την κορύφωση της δύναμης της Lehman Brothers, η οποία ωστόσο στηρίζονταν σε σάθρα θεμέλια. Το 2002 διαχειρίζεται την μεγαλύτερη δημόσια εγγραφή στην ιστορία των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, για λογαριασμό του ομίλου CIT, ενώ ένα χρόνο αργότερα μετά και την εξαγορά της εταιρίας Neuberger Berman αποκτά ηγετική θέση στον κλάδο διαχείρισης επενδυτικών κεφαλαίων. Τον ίδιο χρόνο, θα ελέγχει το 9% της αγοράς subprime δανείων [246], καταλαμβάνοντας την τρίτη θέση στην αγορά αυτή. Το 2004 αναλαμβάνει καθήκοντα συμβούλου σε δύο από τις πέντε κορυφαίες εξαγορές διεθνώς: την εξαγορά της Cingular Wireless από την AT&T Wireless Services και την εξαγορά της Nextel Communications από την Sprint. Το 2005 ανακηρύσσεται από το περιοδικό Euro Money ως η καλύτερη επενδυτική τράπεζα, με υπό διαχείριση κεφάλαια στο ποσό ρεκόρ των 175 δις $. Ένα χρόνο αργότερα, θα καταλάβει την πρώτη θέση στον τομέα της έκδοσης subprime και Alt-A δανείων, εκδίδοντας κατά μέσο όρο 4 δις $ ανά μήνα (!). Το 2007 διαχειρίζεται την μεγαλύτερη συγχώνευση στην ιστορία του χρηματοοικονομικού

245 δάνεια βαθμολογίας μεταξύ της βέλτιστης κατηγορίας A-paper και της κατηγορίας subprime
246 δάνεια χαμηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης

κλάδου, από την εξαγορά της ABN AMRO από την κοινοπραξία τραπεζών Royal Bank Of Scotland, Santander και Fortis. Οι διακρίσεις που λαμβάνει δεν έχουν τελειωμό:

i. Πρώτη θέση στην ετήσια λίστα του Barron's σχετικά με τις 500 μεγαλύτερες εταιρίες των ΗΠΑ και Καναδά το 2006

ii. Κορυφή στην λίστα του Fortune για τις πιο επιτυχημένες χρηματιστηριακές εταιρίες για το 2007.

iii. Από την ALB China Law Awards, η Lehman Brothers στέφεται πρωταθλήτρια επιτυγχάνοντας την συμφωνία αγοράς χρέους της χρονιάς και την συμφωνία αγοράς μετοχών της χρονιάς, για το 2008.

Η αξία μιας μετοχής της Lehman Brothers, στην καλύτερη οικονομικά χρονιά της, το 2006, ανερχόταν σε 73.76$ [247].

4.4.3 Αιτίες Πτώχευσης

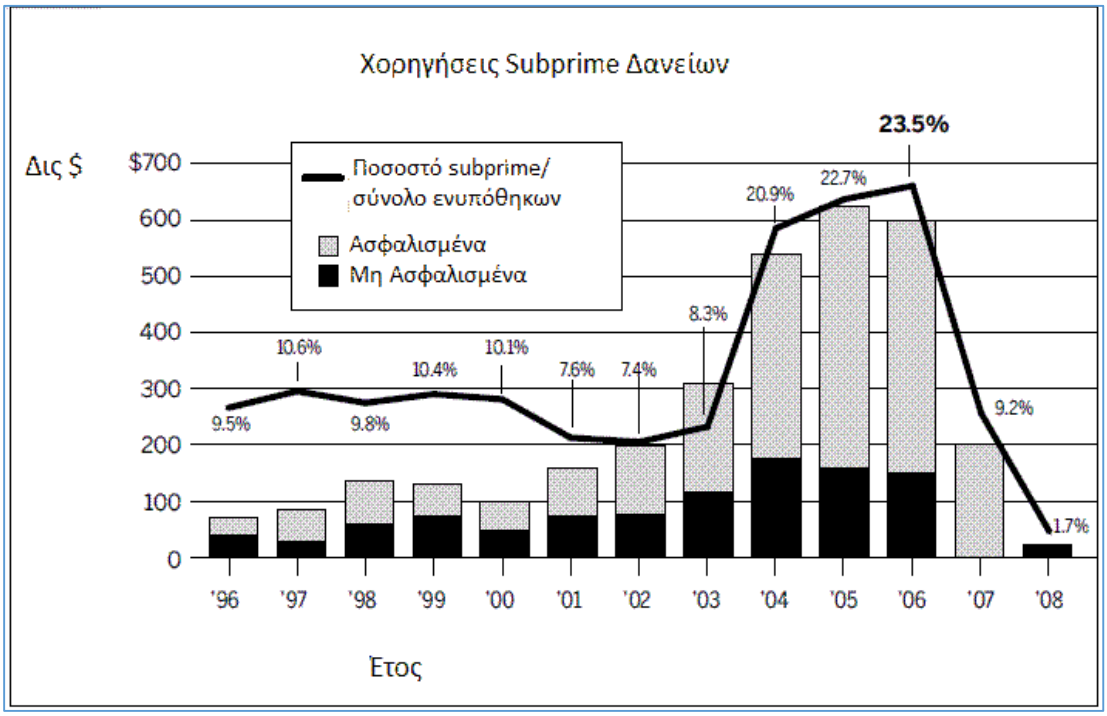
Όλα ξεκίνησαν, όπως ο Horatio Boedihardjo [248] χαρακτηριστικά περιγράφει, ένα ηλιόλουστο πρωινό του 2001, όταν ένα επενδυτικό πλάνο φτάνει στα χέρια του γενικού διευθυντή της Lehman Brothers, Richard Fuld. Το σχέδιο αυτό, περιείχε υπολογισμούς μαθηματικών και φυσικών, για το πώς μία τράπεζα θα είχε πάντοτε κέρδος, εαν αυτή επένδυε στην αγορά ακινήτων. Ο Fuld ενθουσιάζεται και ως απόρροια, τα επόμενα 5 χρόνια η Lehman δανείζεται δις $ για επενδύσεις στην αγορά ακινήτων. Αρχικά, το πλάνο αυτό δούλεψε, καθώς η άνθηση της στεγαστικής αγοράς των Η.Π.Α μετατρέπει την Lehman Brothers, από μία μέτρια εταιρεία, στην 4η παγκοσμίως επενδυτική τράπεζα [249], για το έτος 2007. Ένα χρόνο αργότερα, τον Σεπτέμβριο του 2008, όπως ήδη αναφέρθηκε, η Lehman θα υποβάλλει αίτηση πτώχευσης. Τι συνέβη? Υπάρχουν διάφοροι παράγοντες οι οποίοι συνέβαλαν στην τελική κατάρρευση της Lehman, όπως η φύση των SIV προϊόντων, και οι δυσκολίες αξιολόγησης τους, η διαστρέβλωση οικονομικών στοιχείων, οι περίπλοκες δομές της εταιρίας, διοικητικά προβλήματα και λάθη, χαμηλό ηθικό επίπεδο, η απληστία και η φιλαργυρία, και τέλος η απορρύθμιση του τραπεζικού συστήματος. Στα πλαίσια αυτής της διατριβής, θα παρουσιαστούν οι κυριότερες αιτίες της πτώσης της Lehman Brothers, οι οποίες κρίνεται ότι είναι η δημιουργία της στεγαστικής φούσκας στις Η. Π.Α., η κακή διαχείριση κινδύνου και χρηματοοικονομικών στοιχείων, διοικητικά λάθη και τέλος κάποιες χρηματοοικονομικές απάτες που εφαρμόστηκαν [250].

1. Στεγαστική Φούσκα

Γνωστή και ως κρίση των ενυπόθηκων δανείων χαμηλής εξασφάλισης (subprime mortgage crisis) [251]. Η τρομοκρατική επίθεση στις Η.Π.Α τον Σεπτέμβρη του 2001, δυσχέραινε οικονομικά τις Η.Π.Α, οι οποίες προσπαθούσαν να εξέλθουν από την ύφεση που προκάλεσε η τεχνολογική φούσκα στα τέλη της δεκαετίας του 90. Ως αντίδοτο στην κρίση, ο διοικητής της FED, Alan Greenspan, μειώνει το επιτόκιο της FED, φτάνοντας στο 1% το 2003, με στόχο την αύξηση της προσφοράς χρήματος και

247 Σύμφωνα με την ετήσια οικονομική έκθεση της τράπεζας (Lehman Brothers, 2008)
248 υποψήφιος διδάκτωρ του Πανεπιστημίου της Οξφόρδης το 2009
249 (Boedihardjo, 2012)
250 Η ανάλυση γίνεται σύμφωνα με τις αιτίες τραπεζικών καταρρεύσεων οι οποίες μελετήθηκαν στην ενότητα 3.2
251 δάνεια χαμηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης που χορηγούνται σε όχι καλής πιστοληπτικής αξιολόγησης πελάτες, βλ. (Hendrickson, 2011, p. 219)

την ενθάρρυνση του δανεισμού, ώστε να δοθεί ώθηση σε επενδύσεις. Προωθήθηκε η ιδέα ότι οι δαπάνες ήταν «πατριωτικές» και όλοι, από τον Λευκό Οίκο μέχρι τις τοπικές ενώσεις γονέων-καθηγητών ενθάρρυναν τον Αμερικανικό λαό να αγοράζει. Το πλάνο δούλεψε, και πράγματι η Αμερικάνικη οικονομία άρχισε να επεκτείνεται σταδιακά, από το 2002.
Τα χαμηλά επιτόκια, οδήγησαν στην διαμόρφωση ιστορικά χαμηλών επιτοκίων στα στεγαστικά δάνεια [252]. Ξεκινώντας από τις αρχές της δεκαετίας του 1990, η κυβέρνηση των ΗΠΑ, μέσω μια σειρά από κανονιστικές, νομοθετικές και πολιτικές οδηγίες, ενθαρρύνει την αγορά κατοικίας[253]. Πλέον οι πολίτες έβλεπαν ως μία μοναδική ευκαιρία την απόκτηση του δικού τους σπιτιού. Η αγορά ακινήτων ανθίζει στις Η.Π.Α, πυροδοτώντας και αύξηση των τιμών της αξίας τους. Το ποσοστό των, χαμηλής εξασφάλισης, ενυπόθηκων δανείων αυξάνεται από το 8% στο 20%, κατά την διάρκεια της διετίας 2004-2006, όπως φαίνεται και στο διάγραμμα 4.2 [254]. Ένα πολύ υψηλό ποσοστό αυτών των δανείων, πάνω από 90% το 2006, είναι κυμαινόμενου επιτοκίου. Επιπρόσθετα, ενδεικτικό της αυξανόμενης φούσκας που σταδιακά διογκώνονταν, τα νοικοκυριά των Η.Π.Α, ως απόρροια της πολιτικής παρακίνησης προς δανεισμό που εφαρμόστηκε, είναι πλέον υψηλά χρεωμένα, με την αναλογία χρέους προς το διαθέσιμο προσωπικό εισόδημα ν' αυξάνει από 77% το 1990, σε 127% στο τέλος του 2007 [255] .



Διάγραμμα 4.2

Παρατηρείται η αύξηση της αγοράς χαμηλής εξασφάλισης ενυπόθηκων δανείων ως προς το σύνολο των ενυπόθηκων δανείων, με κορύφωσή τους πριν το σκάσιμο της στεγαστικής φούσκας το 2006, στο ποσό των 600 περίπου δις $, και ποσοστό 23.5%. Το μεγαλύτερο ποσοστό αυτών των δανείων, ήταν ασφαλισμένα. Ηλεκτρονική Πηγή: (The Financial Crisis Inquiry Commision, January 2011, p. 70)

Ωστόσο το πρόβλημα που γιγαντώνονταν παρασκηνιακά στην οικονομία των Η.Π.Α, δεν περιορίζονταν αποκλειστικά στην αγορά ακινήτων αυτή καθ' αυτή. Το πραγματικό πρόβλημα

252 το επιτόκιο ενός στεγαστικού δανείου διάρκειας 30 χρόνων, με σταθερό επιτόκιο, ήταν το χαμηλότερο επιτόκιο στα τελευταία 40 περίπου χρόνια. Βλ. ηλεκτρονική πηγή, ό.π.

253 βλ. (Hendrickson, 2011, p. 207)

254 για περισσότερα σχετικά βλ. (Simkovic, 2013)

255 βλ. ιστοσελίδα (The Economist, 2008)

επεκτείνοταν στα νέα χρηματοοικονομικά προϊόντα, που αναπτύσσονταν, στοχευμένα στην αγορά ακινήτων. Πλέον, τα ABS[256] γεμίζουν με χαμηλής εξασφάλισης ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια, ορισμένα από τα οποία αν και εξ'ορισμού έχουν υψηλότερο ρίσκο, παίρνουν την ανώτατη βαθμολογία AAA από τους οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης[257]. Χαμηλής εξασφάλισης ενυπόθηκα δάνεια, συνοδεύονται από αντίστοιχα, χαμηλότερης απόδοσης, για ν' αντισταθμίσουν τον κίνδυνο. Αυτά τα χρηματοοικονομικά παράγωγα, είναι άκρως κερδοσκοπικά αφού μία αθέτηση πληρωμών των προϊόντων που περιέχονται στα ABS, της τάξεως του 5-7% έχει την δυνατότητα ν' αχρηστεύσει την επένδυση. Πλέον, οι δανειστές των χαμηλής εξασφάλισης ενυπόθηκων δανείων αποκτούν κίνητρο να πουλήσουν την επισφαλή επένδυσή τους στην αγορά, καθώς αυτά τα επισφαλή δάνεια θα "πακετοποιηθούν" με άλλα δάνεια, λιγότερο ή περισσότερο επισφαλή, και θα λάβουν μία βαθμολογία από κάποιον οίκο η οποία θα επιτρέπει την πώλησή τους σε επενδυτές[258] [259]. Η αγορά των ABS, MBS[260] και CDOs[261] γνωρίζει ραγδαία ανάπτυξη, αφού πλέον προτιμώνται από επενδυτές, συνταξιοδοτικά ταμεία, κερδοσκοπικά ιδρύματα, ακόμα και κυβερνήσεις.

Η Lehman Brothers κινείται στην κατεύθυνση της εκμετάλλευσης της άνθησης της αγοράς ακινήτων και των νέων χρηματοοικονομικών προϊόντων, κάνοντας επεκτατικές κινήσεις, με στόχο την διεύρυνση της στην αγορά αυτή για την άντληση της μεγαλύτερης δυνατής κερδοφορίας. Ενδεικτικά, ο οικονομολόγος M. Hudson της εφημερίδας Wall Street Journal αναφέρει [262]ότι η Lehman έκανε οτιδήποτε για να πετύχει τον σκοπό της, ενθαρρύνοντας ανθρώπους να παίρνουν δάνεια που δεν είχαν την δυνατότητα ν' ανταπεξέλθουν. Η Lehman, κινείται δυναμικά προς την εξαγορά επενδυτικών ιδρυμάτων, όπως η Crossroads Group [263], η Lincoln Capital Management [264] και η Neuberger Berman [265] αποκτώντας ηγετική θέση στον κλάδο διαχείρισης επενδυτικών κεφαλαίων και στον κλάδο έκδοσης χαμηλής εξασφάλισης ενυπόθηκων δανείων (βλέπε και ΠΛΑΙΣΙΟ VI) .

---

256 Υπενθυμίζεται εν τάχυ πώς τα ABS (Asset Backed Securities), είναι παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα, τα οποία αποτελούνται από διαφορετικά χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία, με παρόμοιες όμως ταμειακές εισροές, και η εγγύηση των οποίων (για παράδειγμα κάποιο ακίνητο) λειτουργεί ως ενέχυρο για τον επενδυτή. Ένα προϊόν ABS, έχει πάντα βαθμολογία από κάποιον οίκο πιστοληπτικής αξιολόγησης, παρέχοντας εγγύηση με αυτόν τον τρόπο σχετικά με την ποιότητά και ασφάλεια του στον επενδυτή και διαμορφώνοντας ανάλογα την απόδοση του τίτλου.

257 για περισσότερα σχετικά, βλ. (Hendrickson, 2011, pp. 216-217)

258 για να μπορεί ένας τίτλος να είναι ελκυστικός σε κάποιον επενδυτή, θα πρέπει να λάβει βαθμολογία μεγαλύτερη ή ίση με BBB, σύμφωνα με την βαθμολογία αξιολόγησης των Standard and poor' s και Moody's. Βαθμολογία μικρότερη από αυτή, θεωρείται "σκουπίδι" (junk).

259 Αξίζει ν' αναφερθεί ότι υπάρχουν υπόνοιες σχετικά με τον ρόλο των οίκων αξιολόγησης. Όταν ξέσπασε η οικονομική κρίση, στην Αμερική υπήρξε πληθώρα μηνύσεων, αγωγών και καταγγελιών από συνταξιοδοτικά και ασφαλιστικά ταμεία, από επενδυτικά χαρτοφυλάκια και επενδυτές, κατηγορώντας ότι εμπιστεύτηκαν την εσφαλμένη, κρίση και αξιολόγηση των διεθνών οίκων αξιολόγησης με αποτέλεσμα να ζημιωθούν με τεράστια χρηματικά ποσά. Οι οίκοι, κατηγορούνται ότι συχνά χρηματίζονται απ' τους εκδότες των τίτλων, ώστε να λάβουν ψευδώς μία υψηλή βαθμολογία, ότι προχωρούν στην δημιουργία κερδοσκοπικών χρηματοοικονομικών προϊόντων, ότι δεν χρησιμοποιούν κατάλληλες μεθόδους για την αμερόληπτη και αξιόπιστη αξιολόγηση του χρηματοοικονομικού συστήματος. Πλήθος οικονομολόγων και πολιτικών έχουν κάνει αιχμηρά σχόλια για την δράση των οίκων. Βλέπε και (Hendrickson, 2011, pp. 216-217)

260 Mortgage Backed Securities

261 Collateralized Debt Obligations: Δομημένα χρηματοοικονομικά προϊόντα τα οποία περιέχουν χρέη από διάφορες κατηγορίες

262 βλ. (Hudson, 2007)

263 για περισσότερα σχετικά με αυτήν την αγοραπωλησία, βλ. ηλεκτρονική πηγή: (Dallas Business Journal, 2003)

264 για περισσότερα σχετικά με την εξαγορά βλ. (Christine Williamson, 2002)

265 για περισσότερα σχετικά, βλ. (Thomas, 2003)

ΠΛΑΙΣΙΟ VI: Τμήμα Διαχείρισης Επενδύσεων (Investment Management Division)

Για την συνειδητοποίηση του μεγέθους της Lehman Brothers, οι εταιρίες Lehman's Private-Equity Business, PCS business, και οι εξαγορασμένες Crossroads Group, Lincoln Capital Management και Neuberger Berman, συνθέτουν τον επενδυτικό κολοσσό της εταιρείας, το Τμήμα Διαχείρισης Επενδύσεων (Investment Management Division), ο οποίος παρήγαγε προσεγγιστικά 3.1 δις $ καθαρά έσοδα, και εισόδημα προ φόρων 800 εκατ. $ το 2007 (για περισσότερες πληροφορίες σχετικά με το επενδυτικό τμήμα, βλ. (Lehman Brothers Investment Management, n.d.)). Πριν την κατάρρευση της, η εταιρεία είχε υπό την κατοχή της χρηματοοικονομική περιουσία αξίας 275 δις $. Συνολικά, η Lehman Brothers, από το 1994, είχε αυξήσει τα καθαρά της έσοδα σε ποσοστό πάνω από 600%, από 2.73 δις $ σε 19.2 δις $ καθώς και τον αριθμό των εργαζομένων της σε ποσοστό 230%, από 8500 σε 28600.

Στα μέσα του 2006, η αύξηση των τιμών των ακινήτων στις Η.Π.Α φτάνει στο ανώτατο σημείο. Νέες αγορές ακινήτων μένουν στάσιμες, ενώ τα επιτόκια αρχίζουν ν' ανεβαίνουν, παραμένοντας ωστόσο σε ιστορικά χαμηλά, ενώ ο πληθωρισμός απειλεί ν' ανεβάσει το ύψος τους ακόμα παραπάνω. Ταυτόχρονα, τα κυμαινόμενα επιτόκια των στεγαστικών δανείων, άρχισαν ν' αναθεωρούνται προς τα πάνω. Η αθέτηση πληρωμών των δανειακών υποχρεώσεων εκτυλίσσεται ραγδαία, με αποτέλεσμα τα χρηματοοικονομικά παράγωγα προϊόντα τα οποία εξαρτιόταν από τα χαμηλής εξασφάλισης στεγαστικά δάνεια να γνωρίζουν μεγάλες απώλειες, χάνοντας ουσιαστικά το μεγαλύτερο μέρος της αξίας τους. Πλέον και οι επενδύσεις σε αυτά τα προϊόντα, καταρρέουν. Ανησυχίες για την σταθερότητα των Αμερικανικών αγορών οδηγεί στην σύσφιξη της παροχής πίστωσης σε όλο τον κόσμο, μειώνοντας την οικονομική ανάπτυξη των Η.Π.Α και της Ευρώπης.

Η Lehman Brothers βρίσκεται εκτεθειμένη στην κρίση των χαμηλής εξασφάλισης ενυπόθηκων δανείων. Ειδικά η απόκτηση των επενδυτικών ιδρυμάτων Aurora Loan Services του Κολοράντο και BNC Mortgage της Καλιφόρνιας αποδείχτηκε καταστροφική [266]. Τον Αύγουστο του 2007, η Lehman εξαναγκάζεται στο κλείσιμο της επενδυτικής BNC Mortgage, απολύοντας προσωπικό 1200 ατόμων, επικαλούμενη τις κακές συνθήκες στην στεγαστική αγορά οι οποίες την εξώθησαν σε μείωση των πόρων και της ικανότητας στον χώρο των χαμηλής εξασφάλισης στεγαστικών δανείων [267].
Το 2008, η Lehman Brothers γνωρίζει πρωτοφανείς απώλειες εξαιτίας της κρίσης των, χαμηλής εξασφάλισης, ενυπόθηκων δανείων. Οι ζημιές αυτές, οφείλονται στο μεγάλο ποσοστό των δανείων αυτού του είδους που χρησιμοποιήθηκαν κατά τις διαδικασίες της τιτλοποίησης για την παραγωγή των σύνθετων οικονομικών προϊόντων που αναφέρθηκαν παραπάνω. Το δεύτερο 4μηνο του έτους, η Lehman ανακοινώνει απώλειες 2.8 δις $ και εξαναγκάζεται στην πώληση χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων αξίας 6 δις $. Το πρώτο εξάμηνο του 2008, η μετοχή της Lehman χάνει το 73% της αξίας της , ενώ ένα μήνα πριν την τελική κατάρρευσή της, ανακοινώνει ότι σκοπεύει να απολύσει το 6% του υπαλληλικού της προσωπικού, δηλαδή περίπου 1500 άτομα [268].

2. Κακή Διαχείριση Κινδύνου και Χρηματοοικονομικών Στοιχείων

Στην περίπτωση της Lehman Brothers κολλάει η παροιμία "μην βάζεις όλα τ' αυγά στο ίδιο καλάθι". Η εταιρία, κατά την διάρκεια της άνθησης της στεγαστικής αγοράς, επιδόθηκε σε διαρκή δανεισμό και επένδυσε όλα τα ποσά στην αγορά αυτή. Εξαιτίας της διαδικασίας τιτλοποίησης, τα χαμηλής

266 βλ. (Latifi, n.d.)
267 βλ. (L. Kulikowski, 2007)
268 για περισσότερα σχετικά, βλ. (Anderson & E. Dash, 2008)

εξασφάλισης ενυπόθηκα και NINJA [269] δάνεια, χορηγήθηκαν από ιδρύματα, τα οποία η Lehman είχε ήδη εξαγοράσει. Η αλαζονεία και η απερισκεψία, εξώθησαν την Lehman στο να γίνει ηγέτιδα δύναμη στην αγορά των δανείων χαμηλής εξασφάλισης, σύμφωνα με την εφημερίδα Wall Street Journal [270], όπως αναφέρθηκε και παραπάνω. Από το 2006 μέχρι τα μέσα του 2007, η Lehman ακολουθεί μία άκρως επιθετική στρατηγική επέκτασης στην αγορά ακινήτων, στα ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια και στον δανεισμό μέσω μόχλευσης, χρησιμοποιώντας τα κεφάλαια της[271]. Το 2007, με την προσημείωση ακόμα περισσοτέρων ενυπόθηκων τίτλων, η Lehman Brothers διαμόρφωσε ένα χαρτοφυλάκιο αξίας 85 δις $, τέσσερις φορές μεγαλύτερο από το σύνολο των μετοχών της. Ωστόσο, η υπερσυγκέντρωση στην αγορά ακινήτων έκανε την Lehman Brothers εξαιρετικά ευαίσθητη σε απότομες μεταβολές στις τιμές αυτών. Αυτή η τακτική της υπερσυγκέντρωσης σε έναν τομέα, έρχεται σε αντίθεση με βασική αρχή καλής διαχείρισης τραπεζικού κινδύνου, η οποία είναι η διαφοροποίηση των επενδύσεων του χαρτοφυλακίου [272]. Αντίθετα, αποδείχτηκε με τον πλέον εντυπωσιακό τρόπο, ότι η υπερεπένδυση σ'έναν τομέα ο οποίος φαινόταν ασφαλής, υπό την προστασία και των παραγώγων CDOs και CDS, ήταν τελικά καταστροφή, με το ξέσπασμα της κρίσης των, χαμηλής εξασφάλισης, ενυπόθηκων δανείων. Τα CDOs, συνοδεύονται, όπως παρατηρεί ο Boedihardio [273], από την πλάνη, ότι η πιθανότητα αθέτησης υποχρεώσεων ενός CDO, είναι υπολογισμένη βάση των δεδομένων του παρελθόντος μίας αγοράς η οποία λειτουργούσε υπό κανονικές συνθήκες. Μία ξαφνική ύφεση, δεν προβλέπεται στο μοντέλο και είναι δυνατή ν' ανατρέψει ριζικά τα δεδομένα του μοντέλου. ***Συνεπώς τα CDOs υποκρύπτουν μεγαλύτερο κίνδυνο, απ' ότι παρουσιάζεται στα μοντέλα αξιολόγησης κινδύνου, όπως το VaR.***

Ο δημοσιογράφος της εφημερίδας "New York Times", Νοκέρα (Nocera), εξηγεί τον ρόλο που διαδραμάτισε η χρήση του μοντέλου VaR στην χρηματοοικονομική κρίση του 2007-2008[274] . Το άρθρο υποστηρίζει ότι το VaR ήταν πολύ χρήσιμο για τους εμπειρογνώμονες του κινδύνου, αλλά παρ 'όλα αυτά επιδείνωσε την κρίση, δίνοντας ψευδή αίσθηση ασφαλείας σε τραπεζικά στελέχη και τις ρυθμιστικές αρχές. Το VaR παρουσιάζεται από τον Νοκέρα ως εύκολα παραπλανητικό, και πολύ επίκνδυνο όταν είναι παραπλανητικό [275].

Επιπρόσθετα, όσον αφορά CDOs, τα παράγωγα αυτά προκάλεσαν βασικό πρόβλημα ρευστότητας σε ποικίλα επενδυτικά ιδρύματα και συνολικά προβλήματα αστάθειας στην αγορά, την περίοδο 2007-8. Συγκεκριμένα, τα SIV (structured investment vehicles) ιδρύματα εξαρτώνται πολύ από τέτοια χρηματοοικονομικά παράγωγα, καθώς χρηματοδοτούνται από την χορήγηση βραχυπρόθεσμων εταιρικών χρεογράφων (έντοκα γραμμάτια), και βγάζουν κέρδος από την επένδυση σε τίτλους μεγαλύτερης απόδοσης (άρα και κινδύνου) και διάρκειας, όπως τα CDOs. Όσο η αγορά δεν αντιμετωπίζει προβλήματα ρευστότητας, η διαφορά μεταξύ βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων και μακροπρόθεσμων επενδύσεων δεν προκαλεί ανησυχία. Ωστόσο, από το καλοκαίρι του 2007, με την αύξηση της αθέτησης πληρωμών των χαμηλής εξασφάλισης ενυπόθηκων δανείων, οι επενδυτές των CDOs και ABS-MBS, έγιναν νευρικοί, εξαιτίας της έκθεσής τους σε τέτοιες επενδύσεις, και σταμάτησαν να επενδύουν σε εταιρικά χρεόγραφα. Η απόσυρση των κεφαλαίων τους, ευθύς επηρέασε τον κλάδο, αφού τα SIV βρέθηκαν ανήμπορα να εκδώσουν νέα γραμμάτια και ν' αντλήσουν χρηματοδότηση. Μοιραία, δέχονται και υποβάθμιση της πιστοληπτικής τους ικανότητας,

---

269 NINJA δάνεια αποκαλούταν τα δάνεια τα οποία χορηγούνται σε άτομα χείριστης πιστοληπτικής αξιολόγησης, τα οποία δεν διαθέτουν σταθερό εισόδημα, είναι άνεργοι κτλ.

270 βλ. (Hudson, 2007)

271 για περισσότερα σχετικά, βλ. (Lehman Brothers Holdings Inc., Report of Anton R. Valoukas, n.d.)

272 βλ. (Heffernan, 2005, p. 158)S. Heffernan, *Modern Banking,* John Wiley & Sons, 2005, σδ. 158

273 βλ. (Boedihardjo, 2012)

274 Βλ. (Nocera, 2009)

275 Για περισσότερα σχετικά με την μεθολογία VaR και την άσκηση κριτικής για την αποτελεσματικότητάς της, βλ. ΠΛΑΙΣΙΟ V

δυσχαιρένοντας ακόμα περισσότερο την θέση τους. Όταν οι δανειστές άρχιζαν να ζητούν πίσω τα δάνεια τους, εξαιτίας έλλειψης πίστης, η Lehman αντιμετώπισε προβλήματα: είχε δανειστεί πολύ περισσότερα ποσά απ'ότι μπορούσε. Το επίπεδο μόχλευσής της, αυξήθηκε από 24 το 2003, σε 31 [276]. Σύμφωνα με τον Hutchinson [277], αν ένα επίπεδο μόχλευσης στο 20, το οποίο αποτελείται από χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία τα οποία αποτιμώνται εύκολα, όπως εταιρικά χρεόγραφα, ομόλογα και μετοχές, θεωρείται καλό, ένα επίπεδο μόχλευσης όπως της Lehman πρακτικά σημαίνει πώς ψάχνει για μπελάδες, όταν ακόμα χειρότερα τα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία που περιέχει περιλαμβάνουν και δύσκολα, ως προς την αποτίμηση, στοιχεία, όπως: επενδύσεις στην αγορά κατοικίας, μερίδια ιδιωτικών επενδυτικών κεφαλαίων, credit default swap (CDS), και άλλα παράγωγα προϊόντα, τα οποία δεν φαίνονται καν στον ισολογισμό. Επιπρόσθετα, συμπληρώνει αναφέροντας πώς ένα επίπεδο μόχλευσης 31 σημαίνει ότι μία υποτίμηση της αξίας των τίτλων της Lehman κατά 3.3%, είναι αρκετή για να ισοπεδώσει τα κεφάλαιά της.
Η ειρωνεία είναι ότι αυτό που η Lehman θα διαφήμιζε ως "κουλτούρα διαχείρισης ρίσκου σε κάθε επίπεδο της εταιρείας", εφτά μήνες αργότερα θα κατέρρεε σε πτώχευση. Συμπερασματικά, όσον αφορά την χείριστη διαχείριση κινδύνου από την Lehman Brothers, οι κριτικές εστιάζουν στα ακόλουθα :

- Υπερβολική εμπιστοσύνη στο μοντέλο VAR, το οποίο στηρίζεται σε στοιχεία του παρελθόντος, και δεν περιλαμβάνει το 1% της πιθανότητας δημιουργίας αρνητικού σοκ στην οικονομία.
- Υπερέκθεση στον τομέα των χαμηλής εξασφάλισης ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων
- Μη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου τους σε διάφορους επενδυτικούς τομείς
- Επένδυση σε CDOs, MBS, SIV
- Κακή επάρκεια ρευστότητας
- Υπερμόχλευση

3. Διοικητικά Προβλήματα

Δομικά, η Lehman Brothers ήταν περίπλοκη, αποτελούμενη από περίπου 3000 οντότητες, ωστόσο το Διοικητικό της Συμβούλιο απαρτίζονταν από μόλις 10 άτομα, ωστόσο η λήψη αποφάσεων και η διαχείριση κινδύνων γίνοταν από ένα και μόνο άτομο: τον Διευθύνοντα Σύμβουλο της εταιρείας Richard Fuld [278]. Δριμεία κριτική έχει ασκηθεί στον Fuld, προσωποποιώντας ουσιαστικά ως βασικό υπεύθυνο για την κατάρρευση της Lehman Brothers. Η Times αναφέρει χαρακτηριστικά πως "αυτός ο επιθετικός, πρώην Διευθύνων Σύμβουλος, που υιοθέτησε το προσωνύμιο "γορίλλας" για τον χαρακτηρισμό του σκληρού και εκφοβιστικού στυλ των επιχειρήσεων του, οδήγησε την τράπεζα σε πτώχευση" [279]. Χαρακτηρίστηκε, πώς ενώ ήταν ευθύς ομιλητής, δεν ήταν αντίστοιχα και καλός ακροατής, ενώ κατηγορήθηκε για τακτικές εξολόθρευσης όσων θεωρούσε ως απειλή για την Lehman, συμπεριλαμβανομένων ανθρώπων που διέγνωσαν το μελλοντικό πρόβλημα της τράπεζας [280] ενώ κατηγορείται ότι παραπλάνησε τον κόσμο: Στην ετήσια γενική συνέλευση της Lehman, τον Απρίλιο του 2008 θα ανακοίνωνε ότι τα χειρότερα της κρίσης στην χρηματοοικονομική βιομηχανία πέρασαν. Κιόμως δύο μήνες αργότερα η τράπεζά του θ' ανακοίνωνε απώλειες τετραμήνου 2.8 δις $. Γενικά παρουσιάζεται ως άνθρωπος άπληστος με δίψα για χρήμα και μεγάλες αποδόσεις που έχασε το αίσθημα της κοινής λογικής, ο οποίος όμως προσωπικά είχε ελάχιστη πείρα στα νέα χρηματοοικονομικά προϊόντα στα οποία τελικά επένδυσε, εμπιστευόμενος αποκλειστικά τα μοντέλα

276 βλ. (Blackburn, 2008)
277 βλ. (M. Hutchinson, 2008)
278 Ύψιστο αξίωμα μιας εταιρίας. Ο Fuld κατείχε αυτό το αξίωμα από το 1994
279 Προσωπική μετάφραση, από ηλεκτρονική πηγή: (REUTERS, 2009)
280 Μάλιστα λέγεται ότι μετέθετε άτομα σε διαφορετικές θέσεις για να τ' αποδυναμώνει. Για περισσότερα σχετικά βλ. (McDonald & Robinson, 2009)

VAR και όχι τα στελέχη του, ενώ μέχρι και την τελευταία στιγμή είχε την πεποίθηση ότι η τράπεζα του θα σωθεί, επειδή "είναι πολύ μεγάλη για ν' αποτύχει " [281][282]. Τέλος φορτώνεται και την αποτυχή πώληση της Lehman σε κάποιο υποψήφιο επενδυτή, με υπόνοιες ότι ουσιαστικά δεν επιθυμούσε κάτι τέτοιο[283] .

4. Χρηματοοικονομικές Απάτες

Η Lehman Brothers, όπως έχει ήδη αναφερθεί, είχε αυξημένο επίπεδο μόχλευσης και έκθεσης στα χαμηλής εξασφάλισης ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια. Με το ξέσπασμα της κρίσης στην αγορά ακινήτων, ήρθε αντιμέτωπη με μεγάλες απώλειες. Ωστόσο, μέχρι και πριν την πτώση της, η Lehman έπαιρνε υψηλές βαθμολογίες πιστοληπτικής αξιολόγησης. Πώς μπορεί να δικαιολογηθεί αυτό?

Η Lehman, για να κρύψει την πραγματική της κατάσταση, χρησιμοποίησε λογιστικά τρικ, γνωστά ως REPO 105 και REPO 108 (βλέπε και ΠΛΑΙΣΙΟ VII) [284], χάριν στα οποία μετακίνησε από τον ισολογισμό της υποχρεώσεις αξίας 50 δις $ (!) τον Ιούνιο του 2008, μειώνοντας τεχνικά το επίπεδο καθαρού της χρέους [285].

ΠΛΑΙΣΙΟ VII: Αγορά REPOS, REPOS 105, REPOS 108, και Απάτη

Η αγορά ρέπος (REPOS), ή "repurchase agreement" όπως είναι γνωστή διεθνώς, πρόκειται εν τάχυ για βραχυπρόθεσμη συμφωνία δανεισμού, στην οποία ο δανειζόμενος μεταβιβάζει κάποιο χρηματοοικονομικό περιουσιακό στοιχείο στον δανειστή, σε αντάλλαγμα ρευστού. Με το τέλος της διάρκειας της συμφωνίας, ο δανειστής επιστρέφει τον τίτλο, και ο δανειζόμενος το ποσό που δανείστηκε μαζί με κάποιο επιτόκιο.

Ο συνηθισμένος τρόπος για χειραγώγηση και πλάνη των οικονομικών στοιχείων, γίνεται από μεγάλες εταιρείες οι οποίες χρησιμοποιούν ειδικού σκοπού ιδρύματα ή θυγατρικές τους ως εξής: εξαιτίας της πολύπλοκης δομής της μεγάλης εταιρείας, είναι δύσκολο για τους χρηματοοικονομικούς ελεγκτές να ελέγξουν την δραστηριότητα όλων των θυγατρικών, οι οποίες είναι μέλος ενός σκιώδους ουσιαστικά συστήματος. Εκμεταλλευόμενη αυτό το γεγονός μία εταιρία, κατατάσσει το ρευστό που εισέπραξε βραχυπρόθεσμα μέσω της συναλλαγής repo από την προσωρινή παραχώρηση χρηματοοικονομικών της τίτλων, ως πώληση αυτών, και κατόπιν το χρησιμοποιεί για την κάλυψη είτε της απαραίτητης κεφαλαιακής επάρκειας που πρέπει να πληροί, καθώς και την φαινομενική μείωση της μόχλευσης της, είτε γενικότερα για την κάλυψη άλλων υποχρεώσεών της.

Συγκεκριμένα, για την περίπτωση της Lehman Brothers, όπως αναφέρεται και στο επίσημο πόρισμα του Βαλούκας (Valoukas), αρμόδιου για την διερεύνηση των αιτιών κατάρρευσης της τράπεζας από

---

281 Εδώ παρατηρείται και το στοιχείο του ηθικού κινδύνου, στοιχείο που όπως εξηγήθηκε στην ενότητα 3.2.5, προήλθε από την απορρύθμιση της αγοράς.

282 Συμπεράσματα από:
1. (Latifi, n.d.)
2. (McDonald & Robinson, 2009)

283 Συμπεράσματα από:
1. (Latifi, n.d.)
2. (Sorkin, 2009)

284 για περισσότερα σχετικά βλ. (Jeffers, 2011)

285 Σύμφωνα με το επίσημο πόρισμα του Άντον Βαλούκας (Anton R. Valoukas), ορισμένος από το πτωχευτικό δικαστήριο της Νέας Υόρκης για την διερεύνηση των αιτών πτώσης της Lehman Brothers, βλ. (Lehman Brothers Holdings Inc., Report of Anton R. Valoukas, n.d., p. 42)

το πτωχευτικό δικαστήριο της Νέας Υόρκης, για την απόκρυψη της πραγματική κατάστασης της, χρησιμοποίησε τις λογιστικές πρακτικές REPO 105 και REPO 108.Το repo 105, σημαίνει πρακτικά ότι αν η τράπεζα κατέχει χρηματοοικονομικούς τίτλους αξίας 105$, θα εισπράξει μέσω της συναλλαγής repo, 100$. Αντίστοιχα, η συναλλαγή repo 108, σημαίνει ότι για ένα χρηματοοικονομικό τίτλο αξίας 108$, θα εισπράξει 100$.

Στην περίπτωση της Lehman Brothers, η απάτη έγκειται, όπως εξηγεί ο Jeffers [286], στο ότι οι repos συναλλαγές δεν καταγράφηκαν στον ισολογισμό ως δάνεια αλλά ως πωλήσεις (!). Μία από αυτές τις περιπτώσεις, όπως αποκάλυψαν οι New York Times τον Απρίλιο του 2010, ήταν η μικρή εταιρία, Hudson Castle. Μεγαλομέτοχος της επιχείρησης αυτής, ήταν η Lehman Brothers, ενώ επιπρόσθετα, το περισσότερο προσωπικό της ήταν πρώην υπάλληλοι της Lehman. Η εταιρία αυτή, μέσω της δημιουργίας τουλάχιστον άλλων τεσσάρων (νόμιμων) οντοτήτων, δανείζοταν λεφτά, και μέσω των συναλλαγών repos δάνειζε λεφτά στην Lehman Brothers, η οποία εμφάνιζε τα λεφτά αυτά ως πωλήσεις, αποβάλλοντας από τον ισολογισμό της συναλλαγές και χρηματοοικονομικά στοιχεία, βελτιώνοντας την εικόνα του [287].

Ένα άλλο παράδειγμα απάτης είναι το ακόλουθο: η Lehman αποκτά κυβερνητικό ομόλογο άλλης τράπεζας χρησιμοποιώντας τις μονάδες χρηματοδότησής της στις Η.Π.Α. Λίγο πριν την λήξη του τετραμήνου, το ομόλογο μεταφέρεται στην θυγατρική της Lehman στο Λονδίνο, γνωστή ως Lehman Brother International. Μέσω του ρεπο 105, η θυγατρική αυτή δίνει το ομόλογο σε ανταλλαγή με ρευστό, ενώ συμφωνεί να το αγοράσει πίσω με κούρεμα 5%. Τα χρήματα που λαμβάνει, τα χρησιμοποιεί η Lehman για την κάλυψη μεγάλου μέρους των υποχρεώσεών της, για την βελτίωση του επιπέδου μόχλευσής της, κιέτσι τελικά θα πετύχει να μεταδώσει προς τα έξω την εικόνα της υγειούς επιχείρησης για το συγκεκριμένο τετράμηνο, παραπλανώντας τις ελεγκτικές αρχές, τους επενδυτές, τους οίκους αξιολόγησης και το κοινό. Στην αρχή του επόμενου τετραμήνου, η Lehman Brothers θα επανακτήσει τα ομόλογα που έδωσε, στο 105% της αρχικής τους αξίας, και θα καταχωρήσει την συναλλαγή αυτή ως αγορά, βελτιώνοντας την εικόνα του ισολογισμού της, δείχνοντας μία ακόμα μεγαλύτερη εικόνα ρευστότητας, όταν το μόνο που έκανε ήταν μία συμφωνία ανταλλαγής. Ο Jeffers [288] δείχνει ότι χρησιμοποιώντας την τεχνική του repo 105, η Lehman υπερεκτιμά κατά πολύ όλες τις αναλογίες της, από ό, τι θα ήταν αν είχαν χρησιμοποιηθεί οι δέουσες λογιστικές διαδικασίες, παρουσιάζοντας ψευδώς την εικόνα μίας επιχείρησης με καλή κεφαλαιακή επάρκεια, μικρότερη μόχλευση, με αρκετή ρευστότητα για την ικανοποίηση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της, καλή κερδοφορία και διοίκηση. Έτσι τελικά, λαμβάνει και άριστη βαθμολογία πιστοληπτικής αξιολόγησης, και ως απόρροια έχει την δυνατότητα να δανείζεται εκ νέου για το επόμενο τετράμηνο και να συνεχίζει τις επενδυτικές της δραστηριότητες.

Τα παραπάνω επιβεβαιώνονται και από τον αρμόδιο ελεγκτή του αιτήματος πτώχευσης της Lehman Brothers, Anton R. Valukas, ο οποίος υποστήριξε ότι η αναπαράσταση χαμηλής μόχλευσης της Lehman Brothers μετέδωσε μία παραπλανητική εικόνα της πραγματικής της οικονομικής κατάστασης[289].

Τέλος, τίθεται το ζήτημα για το αν η Lehman Brothers λειτούργησε νόμιμα, βάση των χρηματοοικονομικών κανονισμών της εποχής, ή παράνομα. Σύμφωνα με τους Dutta, Caplan και Lawson, η τεχνική ρέπο 105 και 108 που ακολουθήθηκε, λειτούργησε στα πλαίσια της νομιμότητας,

286 βλ. (Jeffers, 2011)
287 βλ. (Story & Dash, 2010)
288 βλ. (Jeffers, 2011)
289 από (Latifi, n.d.)

όχι όμως και σε αυτά της ηθικής, υιοθετώντας την αρχή "ουσία πάνω από τον νόμο" [290], ενώ σύμφωνα με τους Jeffers και Mogielnicki και το άρθρο τους [291], φαίνεται ότι η Lehman Brothers δεν κινήθηκε εντελώς στα πλαίσια της νομιμότητας. Στην παρούσα διατριβή, υιοθετείται η άποψη πώς ότι είναι νόμιμο, δεν είναι και ηθικό, και πώς οι ελεγκτικές αρχές οφείλουν να προστατεύουν το κοινό και τους επενδυτές, από τέτοιες πλάνες.

4.4.4 Ρόλος της Κυβέρνησης στην Πτώση της Lehman

Η κατάρρευση της Lehman Brothers δημιούργησε ένα μεγάλο ερώτημα και αμφιλεγόμενο αντικείμενο διαμάχης: Γιατί η Lehman αφέθηκε να πέσει όταν για άλλα χρηματοοικονομικά ιδρύματα έγινε παρέμβαση? Μήπως αφέθηκε να πέσει? Υπάρχουν δύο αντικρουόμενες απόψεις πάνω στο συγκεκριμένο ζήτημα. Η μία ότι η κυβέρνηση δεν διέθετε την απαραίτητη νομιμότητα να παρέμβει, και η δεύτερη η οποία υποστηρίζει ότι εν συνείδηση του κράτους, αφέθηκε η Lehman σε πτώχευση [292].

Η FED και το Υπουργείο Οικονομικών των Η.Π.Α, υποστήριξαν ότι τα κενά στην δομή των τότε χρηματοοικονομικών κανονισμών, δεν τους έδιναν την απαραίτητη νόμιμη αρμοδιότητα για την διάσωση της Lehman Brothers, σε αντίθεση με τις περιπτώσεις της Bear Stearns και της AIG: Για την FED, η Lehman δεν διέθετε τα κατάλληλα ανταλλάγματα που απαιτούνταν, για να παράσχει αυτή, εγγύηση. Έγινε προφανές, ότι η FED δεν σκόπευε να χρησιμοποιήσει χρήματα των φορολογουμένων για την διάσωση της Lehman Brothers. Ο δικηγόρος της FED, Scott Alvarez, μέλος του διοικητικού της Συμβουλίου, υποστήριξε πώς "η FED δεν δίνει δάνεια τα οποία πιστεύει ότι δεν πρόκειται ν' αποπληρωθούν", ενώ ο γενικός νομικός σύμβουλος τόνισε ότι "ένα δάνειο της FED, θα ήταν γέφυρα στο πουθενά".

Όσον αφορά την άλλη άποψη, ότι η πτώχευση της Lehman Brothers ήταν ουσιαστικά πολιτική απόφαση[293], στηρίζεται στο επιχείρημα πώς εκείνη την περίοδο χρειαζόταν η θυσία ενός αποδιοπομπαίου τράγου, για τον επανορισμό της έννοιας του ηθικού κινδύνου, για να θέσουν ουσιαστικά τις τράπεζες προ των ευθυνών τους μπροστά στις επικίνδυνες επενδυτικές και κερδοσκοπικές δραστηριότητες. Έπρεπε κάποιος να δώσει ένα μάθημα περί ηθικού κινδύνου, προκειμένου να παραδειγματιστούν τα υπόλοιπα τραπεζικά ιδρύματα, και να μην θεωρούν ως δεδομένο το bailout, την συμμετοχή δηλαδή του κράτους για την διάσωση τους.

Πολλοί οικονομολόγοι, συγγραφείς και αναλυτές, υιοθετούν αυτήν την άποψη. Ο Alan Blinder, πρώην μέλος της FED και καθηγητής του πανεπιστημίου του Princeton, υποστήριξε πώς η Lehman προκάλεσε ένα σοκ το οποίο οδήγησε τα πάντα να "πέσουν από τον γκρεμό", ενώ τόνισε και πώς "Αν δεν ήταν η Lehman θα ήταν κάποιος άλλος" [294]. Ο James Peck, δικηγόρος πτωχευτικού δικαίου του Μανχάταν, μετά από 7 ώρες που άκουγε για την υπόθεση της Lehman, αποφάνθηκε ότι η Lehman Brothers έγινε το θύμα για την πρόκληση ενός τσουνάμι που έπληξε τις πιστωτικές αγορές[295]. Ο

290 για περισσότερα σχετικά, βλ. (Dutta, et al., 2010)

291 βλ. (Jeffers, 2010)

292 η άποψη αυτή εκφράστηκε κατά τις τελευταίες ακροάσεις της επιτροπής Οικονομικής Κρίσης το 2009, σύμφωνα με (Latifi, n.d., p. 9)

293 η άποψη αυτή εκφράζεται και στο βιβλίο, "A Colossal Failure of Common Sense " (McDonald & Robinson, 2009)

294 Από (Latifi, n.d.)

295 Προσωπική μετάφραση, από (Judge approves $1.3 bn Lehman deal, 2009)

Lawrence McDonald στο βιβλίο του, "A Colossal failure of common sense", αναφέρει ότι έβαλαν την Lehman Brothers για ύπνο, ενώ ο Brown ισχυρίζεται ότι η Lehman ήταν ο αποδιοπομπαίος τράγος σ' ένα πολιτικό παιχνίδι το οποίο περιλαμβάνει παγκόσμιους παίχτες[296]. Ο Phil Angelides, μέλος της επιτροπής, ανέφερε ότι η κατάρρευση της Lehman φαίνεται να είναι μία "συνειδητή πολιτική απόφαση" [297].

Συμπερασματικά, η Lehman Brothers, αν και προκάλεσε ένα συστημικό ρίσκο στην οικονομία το οποίο δεν είχε προβλεφθεί, λειτούργησε ως καλό παράδειγμα για να χρησιμοποιηθεί ως ευκαιρία για την επιβολή αλλαγών και διευκόλυνσης της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής ρύθμισης και κανονισμών[298].

4.4.5 Απόηχος Πτώσης Lehman Brothers

Δεν θα ήταν υπερβολή αν ισχυριστεί κάποιος ότι η κατάρρευση της Lehman Brothers σκορπά παγκόσμιο πανικό. Το άνοιγμα των Ευρωπαϊκών χρηματιστηρίων, βρίσκουν τον ισχυρό δείκτη FTSE [299] να πέφτει 4 μονάδες, αλλά αυτό ήταν το ελάχιστο. Ο επικεφαλής εμπορίου, της BNY ConvergEx [300], περιγράφει χαρακτηριστικά: "Υπήρξε μία τεράστια νευρικότητα … Οι άνθρωποι ανησυχούσαν για τις συνέπειες όχι μόνο για μια μέρα, ή εβδομάδα, αλλά για τους επόμενους μήνες, ακόμα και χρόνια … Συνειδητοποιούσες ότι ζούσες ένα κομμάτι που θα έμενε στην ιστορία. Δεν ήξερες πόσο άσχημα θα εξελισσόταν. Θα πτώχευε κάποιος άλλος? Θα κατέρρεε το σύστημα? " [301] Έγινε κατανοητό, πώς δημιουργήθηκε μία παγκόσμια συστημική κρίση εμπιστοσύνης των τραπεζών.

Στα πλαίσια της διατριβής αυτής, παρουσιάζονται συνοπτικά τα γεγονότα που ακολούθησαν την πτώση της Lehman Brothers κατά χρονολογική σειρά, καθώς δεν αποτελεί αντικείμενό της η αναλυτική συζήτηση και εμβάθυνση στο συγκεκριμένο θέμα [302]:

- Ο Dow Jones την μέρα της πτώχευσης κλείνει μόλις πάνω από τις 500 μονάδες (πτώση 4.4%).
- Άμεσες παγκόσμιες κινήσεις προστασίας εγχώριων οικονομιών, για αποφυγή μετάδοσης της κρίσης.
- Το βράδυ της 16ης Σεπτεμβρίου, ο ασφαλιστικός Αμερικάνικος κολοσσός, AIG, με ειδίκευση στην ασφάλιση τραπεζών έναντι του κινδύνου αθέτησης επισφαλών δανείων [303], με χρηματοοικονομική περιουσία αξίας 1 τρις $, βρίσκεται στα πρόθυρα κατάρρευσης.
- Το φαινόμενο μετάδοσης προκαλεί αλυσιδωτές αντιδράσεις, και σημαντικά τραπεζικά ιδρύματα όπως οι IndyMac, Wachovia, Washington Mutual's, Citigroup και Bank of

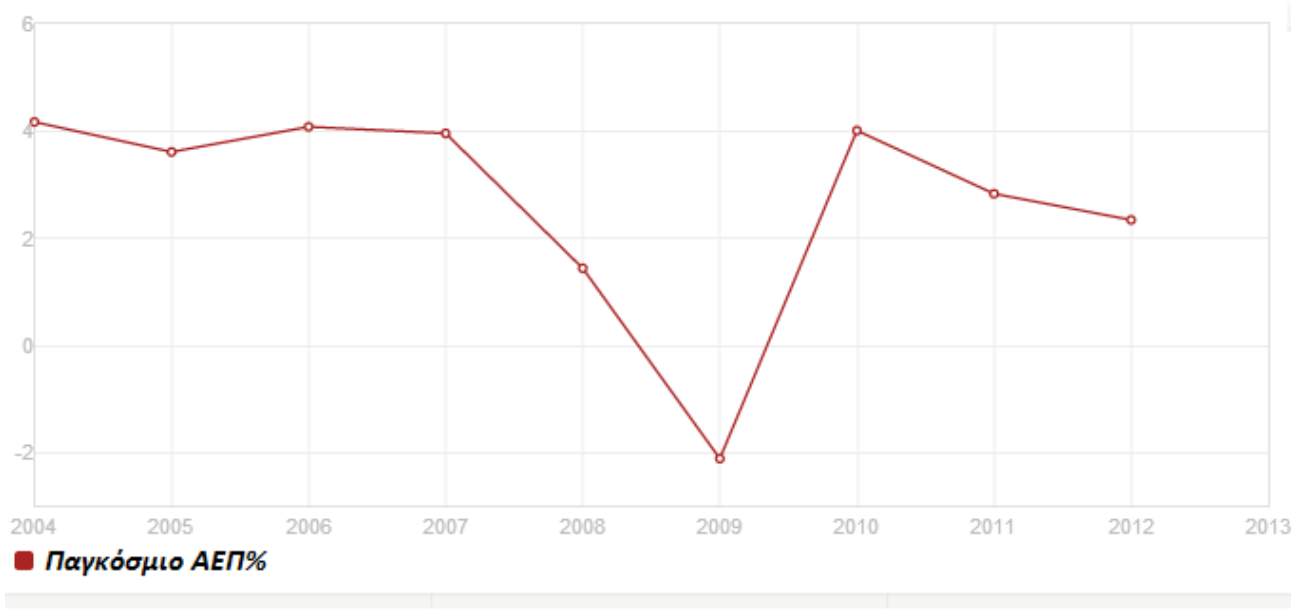
---

296 Βλ. E. Brown, ό.π.
297 Πληροφορία από (Latifi, n.d.)
298 Συμπέρασμα από (Latifi, n.d.)
299 Αποτελούμενη από τις 100 πιο ισχυρές, ως προς την διάθεση των μετοχών τους, εταιρίες του χρηματιστηρίου του Λονδίνου
300 Χρηματιστηριακή εταιρία της Νέας Υόρκης
301 από ηλεκτρονική πηγή: (Clark, 2009)
302 Πληροφορίες από:
- (Clark, 2009)
- (Daley, 2008)
- (Rapp, 2009, pp. 229-233)

303 Συγκρινόμενη, σύμφωνα με κριτικούς με ένα τεράστιο, απερίσκεπτο hedge fund

America, βλέπουν τις μετοχές τους στο χρηματιστήριο να κατρακυλούν προς μεγάλες απώλειες.

- Η FED επεμβαίνει για την διάσωση της AIG, δίνοντας της δάνειο 85 δις $, σε αντάλλαγμα για την απόκτηση του 85% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας.
- Απώλειες παγκοσμίως από τραπεζικά ιδρύματα και επιχειρήσεις, τα οποία βρίσκονται εκτεθειμένα[304] στην Lehman Brothers, όπως οι Ιαπωνικές τράπεζες και η Constellation Energy.
- Η Τράπεζα Washington Mutual οδηγείται τελικά σε πτώχευση.
- Βύθιση Παγκόσμιου ΑΕΠ, με συρρίκνωση για το 2008, από 5.2% σε 3.1% και ύφεση για το 2009, -0.7% [305], όπως απεικονίζεται και στο διάγραμμα 4.3



Διάγραμμα 4.3

Μεταβολή του παγκόσμιο ΑΕΠ, για την περίοδο 2004-2012. Ξεχωρίζουν η παγκόσμια ύφεση της περιόδου 2008-2009, και η συρρίκνωση από το 2010 μέχρι σήμερα, απόρροια της κατάρρευσης της Lehman Brothers. Ηλεκτρονική Πηγή: (Παγκόσμια Τράπεζα, 2014)

4.4.6 Ηθικό Δίδαγμα από την Πτώση της Lehman Brothers

Η πτώση της Lehman Brothers, της 4ης μεγαλύτερης επενδυτικής τράπεζας των Η.Π.Α., είχε τεράστιο αντίκτυπο στις διεθνείς αγορές, πυροδοτώντας παγκόσμια οικονομική κρίση, με την παγκόσμια ύφεση της περιόδου 2008-2009, και θέτοντας τα θεμέλια για την Ευρωπαϊκή κρίση χρέους, η οποία εν τέλει θα οδηγήσει την παγκόσμια οικονομία σε συρρίκνωση, την περίοδο 2010 μέχρι και σήμερα, όπως φαίνεται και στην εικόνα, κάνοντας λόγο για την χειρότερη κρίση που βιώνει η ανθρωπότητα, μετά την μεγάλη ύφεση του 1929. Η διατριβή αυτή, παρουσίασε την κατάρρευση της Lehman Brothers με στόχο όχι να εστιάσει σε αυτή καθέ αυτή την πτώχευση, ούτε να παρουσιάσει αναλυτικά τις συνέπειες που επέφερε. Άλλωστε, πέρα από τα εκατοντάδες που έχουν γραφτεί για αυτήν την

304 Είτε ως πιστωτές της Lehman, είτε ως επενδυτές σε αυτήν

305 δεδομένα από Παγκόσμια Τράπεζα

κρίση, από επιφανείς οικονομολόγους και αναλυτές, καθημερινά βιώνουμε τις δυσκολίες που έχουν επιφέρει στις ζωές μας, η δημοσιονομική λιτότητα που εφαρμόζεται στις χώρες του Νότου της Ευρωζώνης. Η διατριβή αυτή, παρουσίασε την πτώση της Lehman Brothers με στόχο την ανάδειξη των κενών στο παγκόσμιο χρηματοοικονομικό σύστημα, όπου ουσιαστικά μία επιχείρηση του μεγέθους σαν της Lehman, αφέθηκε να εφαρμόζει τακτικές οι οποίες κινούταν στα όρια της νομιμότητας [306], και σίγουρα όχι εντός των πλαισίων της ηθικής. Αναγνωρίζεται ότι το έργο των ελεγκτικών αρχών είναι αφάνταστα δύσκολο έως και αδύνατο, για την έγκαιρη διάγνωση τέτοιων απατών, στο σύγχρονο χρηματοοικονομικό βαβέλ που ζούμε. Γι' αυτόν τον λόγο, συμπεραίνεται, πώς κάτι πρέπει ν' αλλάξει στην παγκόσμια λειτουργία του χρηματοοικονομικού συστήματος, κυρίως στην εστίαση της επαναφοράς του ελέγχου της λειτουργίας του, από τους επενδυτές και την αγορά, πίσω στις ανάγκες των πολιτών. Γι' αυτόν τον σκοπό, στην επόμενη ενότητα, παρουσιάζεται μία πρόταση αναδιοργάνωσης του παγκόσμιου χρηματοοικονομικού συστήματος, από τον Thomas Palley.

4.5 Ηθικό Δίδαγμα από τις Τραπεζικές Καταρρεύσεις

Οι περισσότεροι ακαδημαϊκοί, πολιτικοί, καταθέτες και επενδυτές συμφωνούν στην ιδέα ότι οι τράπεζες, οι οποίες διαδραματίζουν ζωτικής σημασίας ρόλο για την λειτουργία της οικονομίας, οφείλουν να υπόκεινται σε πιο ενδελεχή έλεγχο απ' ότι άλλοι τομείς της οικονομίας. Στις τράπεζες, η παρουσία του φαινομένου της ασσύμετρης πληροφόρησης (παραπομπή: δεν έχουν όλες οι πλευρές την ίδια εικόνα για την πραγματική εικόνα της τράπεζας: άλλη πληροφόρηση έχει κάποιο διευθυντικό στέλεχος της, με πληροφορίες απόρρητες εσωτερικές, λιγότερη θα έχει ένας επενδυτής, στηριζόμενοι κάποιες φορές αποκλειστικά στην εξωτερική αξιολόγηση του οίκου αξιολόγησης, ακόμα μικρότερη ένας καταθέτης, διαφορετική ο ελεγκτής, ανάλογα με τα στοιχεία του ελέγχου που πραγματοποίησε) , του ηθικού κινδύνου (παραπομπή: κίνδυνος από το γεγονός ότι επειδή μία τράπεζα γνωρίζει πώς δεν θα την αφήσουν να καταρρέυσει εξαιτίας της σημαντικότητάς της στην λειτουργία της οικονομίας, αυτή ενδέχεται να προβεί σε πιο ριψοκίνδυνες επενδυτικές κινήσεις. Το ίδιο ισχύει και για τους καταθέτες), και τέλος το πρόβλημα της στοίχισης κινήτρων, μεταξύ των ιδιοκτητών των τραπεζών και των διευθυντικών στελεχών (παραπομπή managers και ιδιοκτήτες δεν έχουν απαραίτητα τα ίδια κίνητρα. Οι managers ενδέχεται να ενδιαφέρονται για παράδειγμα μόνο για την βραχυπρόθεσμη αύξηση της αξίας της επιχείρησης, ώστε να φαίνεται ότι πηγαίνει καλά, οπότε μέσω της αγοροπωλησίας των μετοχών και των λοιπών παραγώγων, όπως τα option μετοχών, ν' αυξήσουν την αξία του χαρτοφυλακίου τους και τα προσωπικά τους κέρδη. Επιπρόσθετα ενδέχεται να προσφύγουν σε ενέργειες τις οποίες δεν θα γνωρίζουν οι ιδιοκτήτες, με αυξημένο ρίσκο ή κινήσεις εκτός ισολογισμού, προκειμένου ν' αναζητήσουν μεγαλύτερα κέρδη.), συγκεντρωτικά, δημιουργούν αρνητική εξωτερικότητα, συμβάλλοντας στην αστάθεια του χρηματοοικονομικού συστήματος. Γι' αυτούς λοιπόν τους λόγους, ένα κατάλληλο ρυθμιστικό πλαίσιο και η διεξαγωγή κατάλληλων ελέγχων στον τραπεζικό τομέα είναι υψίστης σημασίας για την διασφάλιση της σωστής πληροφόρησης όλων των μελών της οικονομίας (ιδιοκτήτες τράπεζας, πελάτες τράπεζας, πολίτες των κρατών και επενδυτές), την αποτροπή καταρρεύσεων τραπεζικών ιδρυμάτων και κατ' επέκταση την διασφάλιση της χρηματοοικονομικής σταθερότητας [307].

Τέλος, αξίζει ν' αναφερθεί ως σχόλιο, ότι το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα από το 1980 και μετά, το οποίο ως φιλοσοφία δεν έχει αλλάξει δομικά σε σχέση με την σημερινή εποχή, χαρακτηρίζεται από την προκυκλική λειτουργία του. Δηλαδή, είναι δομημένο με τέτοιο τρόπο, ώστε σε περιόδους άνθησης κάποιου κλάδου, να πυροδοτείται η ακόμα μεγαλύτερη ανάπτυξη του, και σε περιόδους κρίσης, να επιδεινώνεται ακόμα χειρότερα η συρρίκνωση του. Περιγραφικά, εν τάχει, στις

306 Με κάθε επιφύλαξη για το αν τα ξεπέρασε

307 βλ. (Heffernan, 2005, pp. 352-353)

περιπτώσεις της τραπεζικής κρίσης των Η.Π.Α την περίοδο 1980-1994, και της Lehman Brothers, παρατηρήθηκε το ίδιο φαινόμενο:

1. Πρώτα παρουσιάστηκε η υπερθέρμανση ενός κλάδου, μέσω της ευνοικής δανειακής πολιτικής από τον τραπεζικό κλάδο και συνεπακόλουθα η υπερβολική έκθεση των τραπεζικών ιδρυμάτων στον κλάδο αυτό.
2. Όταν παρουσιάσθηκε καμπή στον κλάδο, έσκασε η φούσκα του και τα ιδρύματα που στηρίχθηκαν περισσότερο σε αυτόν εκτέθηκαν και επλήγησαν περισσότερο.
3. Όταν άρχισαν τα προβλήματα στον τραπεζικό κλάδο και έγιναν αυτά γνωστά στο ευρύ κοινό, οι καταθέτες τρέχουν να προστατευτούν, αποσύροντας τις καταθέσεις τους
4. Η κατάσταση των προβληματικών τραπεζών επιδεινώνεται ακόμα περισσότερο, καθώς εξαιτίας της εκροής καταθέσεων, αντιμετωπίζουν προβλήματα ρευστότητας.

Κατά την προσωπική κρίση, το παγκόσμιο χρηματοοικονομικό σύστημα έχει ανάγκη να λειτουργεί αντικυκλικά, δηλαδή σε περιόδους άνθησης το σύστημα να βάζει αυτόματα φρένα, ώστε ν' αποφευχθεί η υπερθέρμανση κάποιου κλάδου, ενώ αντίστοιχα σε περιόδους κρίσης να λειτουργεί με τρόπο που να συμβάλλει στην γρήγορη έξοδο από αυτή. Τροφή για τέτοια σκέψη, αποτελεί η παρουσίαση της πρότασης του Palley, στο κεφάλαιο 6.

5 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΡΙΣΕΙΣ

5.1 Ερμηνείες Κρίσεων

Επιφανείς οικονομολόγοι διαφωνούν, ακόμα και στην ερμηνεία των χρηματοοικονομικών κρίσεων. Ο Kindleberger [308] ενσωματώνει το μοντέλο του Minsky [309] για την εξήγηση των χρηματοοικονομικών κρίσεων. Κατ' αρχάς, σύμφωνα με τον Kindleberger, κάθε χρηματοοικονομική κρίση αποτελεί ενδογενές μέρος του επιχειρηματικού κύκλου. Κάποια στιγμή, συμβαίνει ένα εξωγενές σοκ στο χρηματοοικονομικό σύστημα, το οποίο είναι σημαντικό σε τέτοιο βαθμό, που είναι ικανό να βελτιώσει τις ευκαιρίες κερδών σε κάποιον καινούριο ή υπάρχον κλάδο της οικονομίας, και συνεπακόλουθα να χειροτερέψει τις ευκαιρίες σε κάποιον άλλο τομέα.

Το αρχικό αυτό σοκ περιλαμβάνει γεγονότα όπως: η αρχή ή το τέλος ενός πολέμου, η ανακάλυψη μιας καινούριας τεχνολογίας η οποία γίνεται δημοφιλής, ένα ξαφνικό χρηματοοικονομικό γεγονός (όπως η απορρύθμιση της αγοράς του 70), μία μη αναμενόμενη νομισματική πολιτική. Αποταμιευτές και επενδυτές, επενδύουν στους νέους κερδοφόρους τομείς, οι οποίες κυριαρχούν των υπολοίπων τομέων, και πυροδοτούν την ανάπτυξη στην οικονομία συνολικά. Αυτή η ανάπτυξη, συνεπάγεται και αύξηση της πίστωσης, η οποία έχει ως συνέπεια την αύξηση της προσφοράς χρήματος. Ενώ επικρατεί επενδυτική ευφορία, θεμελιώνεται ένα εύθραυστο χρηματοοικονομικό σύστημα, το οποίο παρουσιάζει τ' ακόλουθα χαρακτηριστικά [310]:

1. ***Οι τράπεζες λαμβάνουν ανεπαρκή μέτρα πρόληψης έναντι των κινδύνων***, επειδή αξιολογούν την αξία των διασφαλίσεων με μία αισιόδοξη σκοπιά, εξαιτίας της επενδυτικής ευφορίας που επικρατεί, με αποτέλεσμα να ευνοείται ακόμα περισσότερο οι κερδοσκοπικές επενδυτικές δραστηριότητες.
2. Κάποια χρονική στιγμή, ***η ζήτηση των νέων κερδοφόρων τομέων, υπερβαίνει της προσφοράς.*** Οι τιμές κινούνται συνεχώς ανοδικά, δημιουργώντας νέες ευκαιρίες για κέρδος και νέες επενδύσεις, με συνέπεια ν' αυξάνονται τα εισοδήματα, πυροδοτώντας κιάλλες νέες επενδύσεις.
3. ***Παρουσιάζεται φαινόμενο αγέλης σε συνδυασμό με αυξανόμενη κερδοσκοπία***, ακόμα και από επενδυτές οι οποίοι υπό φυσιολογικές συνθήκες δεν θα αναλάμβαναν επενδυτικά ρίσκα. Η κερδοσκοπική αυτή συμπεριφορά, είναι συχνά μοναδική για κάθε κρίση, και ενδέχεται να έχει την μορφή επενδύσεων σε: μετοχές, ομόλογα, νομίσματα, εμπορεύματα όπως το πετρέλαιο, το ασήμι, ο καφές, η ζάχαρη, το βαμβάκι, ή ιδιοκτησία.

---

[308] Βλ. (Kindleberger, 2000)

[309] Βλ. (Minsky, 1977, pp. 138-152)

[310] Βλ. (Heffernan, 2005, pp. 409-410), καθώς και (Aliber & Kindleberger, 2005)

4. ***Αυτή η μανιώδης κερδοσκοπική συμπεριφορά, δημιουργεί φούσκα***, η οποία κατά τον Kindleberger, ορίζεται ως το φαινόμενο κατά το οποίο οι τιμές υπερβαίνουν ένα διευρυμένο εύρος τιμών. Ο Minsky περιγράφει την εξέλιξη αυτού του φαινομένου ως την μετάβαση από την σταθμισμένη χρηματοοικονομία (οι ταμιακές ροές είναι αρκετές για να καλύψουν τις εκκρεμείς υποχρεώσεις), στην κερδοσκοπική χρηματοοικονομία (τα έσοδα είναι λιγότερα απ'τις πληρωμές, εξαναγκάζοντας στην αύξηση της πίστωσης, και συνεπώς επέκτασης του χρέους), και τελικά στην χρηματοοικονομία κατά Ponzi, σε μια μη βιώσιμη κατάσταση υπερδανεισμού δηλαδή, η οποία κορυφώνει την αστάθεια του χρηματοοικονομικού συστήματος, με την δραματική αύξηση της πιθανότητας, τα νοικοκυριά και οι επιχειρήσεις να αδυνατούν να εξυπηρετούν τα χρέη τους (432 (409)). Σύμφωνα με τους Allen και Gale[311], η εξέλιξη μιας χρηματοοικονομικής φούσκας, περιλαμβάνει τρείς φάσεις, οι οποίες είναι:

   i. Χρηματοοικονομικές αλλαγές ή πολιτικές αποφάσεις (από Κεντρική Τράπεζα ή κυβέρνηση) ευνοούν τον δανεισμό. Η αύξηση της δυνατότητας δανεισμού, οδηγεί στην υπεραύξηση των τιμών των ακινήτων ή των μετοχών. Αυτή η περίοδος της ανόδου των τιμών των περιουσιακών στοιχείων μπορεί να διαρκεί για παρατεταμένο χρονικό διάστημα, κατά το οποίο η φούσκα μεγαλώνει.
   ii. Η φούσκα σκάει, οι τιμές καταρρέουν, μία διαδικασία η οποία συμβαίνει μέσα σε λίγες μέρες, μήνες ή ακόμα και χρόνια.
   iii. Εταιρίες οι οποίες δανείστηκαν από τις τράπεζες για την απόκτηση χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων και ακινήτων πλέον αδυνατούν να ξεπληρώσουν τα δάνειά τους, οδηγώντας σε τραπεζική κρίση, και πιθανόν συνολικά σε χρηματοοικονομική κρίση. Επιπρόσθετα, εύθραυστες συναλλαγματικές ισοτιμίες ενδέχεται να μετατρέψουν την κρίση σε νομισματική. Όλα τα παραπάνω συνηγορούν στην δημιουργία ύφεσης για την χώρα, ή υποβάθμιση του πραγματικού τομέα της οικονομίας.

5. ***Η κερδοσκοπική επέκταση με την δημιουργία φούσκας συνεχίζεται, μέχρι κάποια στιγμή αυτή να σκάσει.*** Κάποιο γεγονός ή ένδειξη (όπως για παράδειγμα η αποτυχία μίας επιχείρησης κλειδί στον τομέα της οικονομικής επέκτασης, μία κατάρρευση τράπεζας ή μία απρόβλεπτη κυβερνητική κίνηση) πλήττει τον τομέα αυτόν, ή ακόμα και την οικονομία ως σύνολο. Άμεσα, αρχίζει μαζικά, όπως το περιέγραψε ο Fisher (1932 παραπομπή) το φαινόμενο "νευρικής πώλησης" (distress selling), σύμφωνα με το οποίο επιχειρήσεις και νοικοκυριά αδυνατούν να εξυπηρετήσουν το χρέος τους και εξαναγκάζονται σε μαζική ρευστοποίηση των περιουσιακών τους στοιχείων.
6. Όλο και περισσότερο γίνεται πλέον αντιληπτό πώς η προσφορά των επενδυτικών περιουσιακών στοιχείων, υπερβαίνει της ζήτησης, με αποτέλεσμα την πτώση των τιμών. Όσοι δανείστηκαν με σκοπό να χρηματοδοτήσουν τις κερδοσκοπικές τους δραστηριότητες, θα συναντήσουν μεγάλες δυσκολίες να εξυπηρετήσουν τα χρέη τους. Όσο πιο μεγάλη η διάρκεια των νευρικών πωλήσεων, τόσο περισσότερο ο κόσμος θα συνειδητοποιεί πώς οι αγορές πρόκειται να καταρρεύσουν. ***Σε κλίμα μαζικής ρευστοποίησης, η φούσκα έχει πλέον σκάσει, δημιουργώντας πανικό και κατάρρευση των τιμών.***
7. Ο πανικός συνεχίζεται μέχρις ότου συμβεί κάτι από τα παρακάτω:

   - Οι επενδυτές αντιλαμβάνονται ότι οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων είναι τόσο χαμηλές, και δεν ανταποκρίνονται στην πραγματική τους αξία. Οπότε αρχίζουν να ξαναεπενδύουν.
   - Το εμπόριο έχει απαγορευθεί (κλείσιμο τραπεζών ή χρηματιστηρίων).
   - Ένας δανειστής έκτατης ανάγκης (για παράδειγμα ΚΤ) επαναφέρει την εμπιστοσύνη στην αγορά, μέσω παροχής ξεκάθαρων εγγυήσεων ότι θα παρασχεθεί η αναγκαία ρευστότητα. Στην περίπτωση που γενικά υπάρχει ένας δανειστής έκτατης ανάγκης, ελλοχεύει ο ηθικός κίνδυνος ότι επειδή οι τράπεζες θα το γνωρίζουν αυτό, θα είναι εφησυχασμένες για

[311] (Gale, 2000)

μελλοντικές κρίσεις, και συνεπώς ενδέχεται να επιδοθούν σε υψηλού ρίσκου επενδυτικές κινήσεις (για ν'αναζητήσουν μεγαλύτερες αποδόσεις και συνεπώς μεγαλύτερα κέρδη). Επίσης στην περίπτωση που ένα κράτος επεμβαίνει για την παροχή ρευστότητας, πρέπει να ληφθεί υπόψη και το δημοσιονομικό κόστος που αυτό αναλαμβάνει.

Ο Kindleberger αναφέρει 373 (διεθνείς) οικονομικές κρίσεις μεταξύ 1618 (εξαιτίας και της υποτίμησης των νομισμάτων σε πολλές ευρωπαϊκές χώρες) και της Ανατολικής Ασίας, της Ρωσικής και της Βραζιλιάνικης κρίσης του 1997-98, η οποία προκλήθηκε από ασταθείς διεθνείς ροές κεφαλαίων, την πλήρη απελευθέρωση των αγορών και τον διεθνή δανεισμό. Οι Caprio και Klingebiel[312] αναφέρουν 116 συστημικές τραπεζικές κρίσεις από το 1970 (δεκαετία μεταρρυθμίσεων απελευθέρωσης της χρηματοοικονομικής αγοράς), οι Beim και Calomiras[313] προσδιορίζουν 126 τραπεζικές κρίσεις στις αναπτυσσόμενες / αναδυόμενες χώρες της αγοράς κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1980 και του 1990.

Οικονομολόγοι της μονεταριστικής σχολής θέτουν έναν στενό ορισμό για την χρηματοοικονομική κρίση, θεωρώντας πώς αυτή συνοδεύεται πάντα από μία τραπεζική κρίση, και όταν απειλείται η σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος, το χρηματοοικονομικό σύστημα χωρίς την παρέμβαση της Κεντρικής Τράπεζας, έχει την δυνατότητα να καταρρεύσει. Η κατάρρευση μίας σημαντικής χρηματοοικονομικής επιχείρησης πυροδοτεί (συνήθως) πτωχεύσεις τραπεζών, σκορπώντας τον πανικό στους πολίτες, οι οποίοι αδυνατώντας να διακρίνουν τις υγιείς από τις προβληματικές τράπεζες, αποσύρουν μαζικά τις καταθέσεις τους από αυτές. Χωρίς την παρέμβαση της ΚΤ, για να προσφέρει ρευστότητα στις βιώσιμες τράπεζες, ακόμα και οι υγιείς τράπεζες απειλούνται με πτώχευση εξαιτίας της μαζικής φυγής κεφαλαίων [314].

Σύμφωνα με την Schwartz [315], η λύση στην πιστωτική κρίση είναι η διασφάλιση της λειτουργίας του χρηματοοικονομικού συστήματος, μέσω της παροχής ρευστότητας σε βιώσιμες, αλλά με πρόβλημα ρευστότητας, τράπεζες μέσω των ΚΤ. Η Schwartz, θεωρεί όλες τις υπόλοιπες κρίσεις ως ψευδό-κρίσεις, επειδή η ΚΤ έγκαιρα θα επέμβει και θ' αποτρέψει κάθε απειλή για την σταθερότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος. Σημαντικό πρόβλημα κατά την Schwartz, είναι η διάκριση των βιώσιμων από τις μη βιώσιμες τράπεζες, ειδικά σε περιόδους οικονομικής αναταραχής. Αντίθετα, ο Kindleberger δεν διακρίνει τις κρίσεις από τις ψευδοκρίσεις, αναφέροντας χαρακτηριστικά πώς είναι σαν ένα καρδιολόγο που ανιχνεύει καρκίνο σε έναν ασθενή, να τον θεωρεί ψευδό-άρρωστο.

Έχουν εμφανιστεί κατά καιρούς διάφορες ερμηνείες και αιτίες χρηματοοικονομικών κρίσεων. Σύμφωνα με τον Mishkin [316], οι αιτίες που προκαλούν χρηματοοικονομικές κρίσεις συνοψίζονται στους:

- ✓ Αύξηση επιτοκίων
- ✓ Αύξηση αβεβαιότητας στο σύστημα
- ✓ Επίδραση χρηματαγορών στους ισολογισμούς των επιχειρήσεων
- ✓ Προβλήματα στον Τραπεζικό τομέα
- ✓ Δημοσιονομικά προβλήματα χρέους

---

[312] βλ. (Caprio & Klingebiel, 2003)

[313] βλ. (Beim & Calomiris, 2001)

[314] βλ. (Heffernan, 2005, pp. 407-408)

[315] βλ. (Schwartz, 1996, pp. 11-40)

[316] για περισσότερα σχετικά, βλ. (Mishkin, 2004, pp. 189-191)

Ο Τραπεζικός τομέας, συχνά παρουσιάζεται ως η καρδιά του προβλήματος. Οι τράπεζες αναλαμβάνουν κίνδυνο, δανείζοντας σε επιχειρήσεις και νοικοκυριά για την χρηματοδότηση των επενδύσεων τους, όπως η αγορά κατοικίας, ιδιοκτησίας, μετοχών κτλ. Ωστόσο, αυτές οι επενδύσεις αυξανόμενα γίνονται με κερδοσκοπικά κίνητρα. Όσο η αναλογία των βραχυπρόθεσμων χρεών αυξάνεται, αυξάνεται ταυτόχρονα και ο κίνδυνος. Κάποια στιγμή συμβαίνει ένα γεγονός (για παράδειγμα η πτώχευση μιας επιχείρησης κλειδιού σε κάποιον τομέα), το οποίο πυροδοτεί πτώση στην αξία των περιουσιακών στοιχείων αυτού του κλάδου. Συνεπακόλουθα, επιχειρήσεις και νοικοκυριά αδυνατούν ν' αποπληρώσουν τα χρέη τους στις τράπεζες, οι οποίες έχοντας αποδεχτεί αυτά τα περιουσιακά στοιχεία ως εγγυήσεις, αντιμετωπίζουν και αυτές πρόβλημα, καθώς η αναλογία των μη εξυπηρετούμενων δανείων σε σχέση με τα εξυπηρετούμενα αυξάνεται . Τέλος, οι καταθέτεις βλέποντας τις εξελίξεις, ανησυχούν, και με την απουσία πλήρους εγγύησης καταθέσεων, μετακινούν τα κεφάλαια τους σε θεωρητικά πιο σίγουρες λύσεις (για παράδειγμα τραπεζικές θυρίδες, τράπεζες του εξωτερικού, αγορά χρυσού ή ξένου συναλλάγματος). Αν αυτές οι μαζικές αναλήψεις εξαπλωθούν, οι τράπεζες έχουν την πιθανότητα να καταρρεύσουν.

Για τις αναπτυσσόμενες χώρες, πολλοί οικονομολόγοι θεωρούν πώς οι εισροές μεγάλων ποσοτήτων ξένου συναλλάγματος μέσω δανεισμού, δημιουργούν πιθανότητες να προκαλέσουν χρηματοοικονομική κρίση όταν, στην ευφορία που έχουν ουσιαστικά δημιουργήσει οι δανειστές μέσω της χορήγησης δανείων συμβεί ένα γεγονός, το οποίο προκαλεί ανησυχία στους ξένους επενδυτές, οι οποίοι αρχίζουν περικοπές των δανείων στις χώρες αυτές. Μία άλλη πηγή αστάθειας του χρηματοοικονομικού συστήματος, θεωρείται ότι είναι το "δέσιμο" του εγχώριου νομίσματος με κάποιο ισχυρό ξένο νόμισμα (το δολάριο συνήθως, ή το ευρώ για κάποιες χώρες της Ευρώπης, όπως Δανία, Σουηδία) [317]. Ωστόσο αυτές οι ερμηνείες, είναι ουσιαστικά παραλλαγές της θεωρίας του Kindleberger θεωρώντας πώς στην αρχή υπάρχουν επενδυτές οι οποίοι είναι αισιόδοξοι για την μελλοντική αξία περιουσιακών στοιχείων, αλλά σε κάποια χρονική στιγμή μετατρέπονται σε υπερβολικά απαισιόδοξους. Και στις δύο περιπτώσεις, οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων υπερβαίνουν την τιμή ισορροπίας τους.

Κριτική στην θεωρία του Kindleberger έχει ασκηθεί για το γεγονός ότι στο μοντέλο του, θεωρεί την συμπεριφορά των επενδυτών μη ορθολογική, κάτι το οποίο έρχεται σε αντίθεση με την υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών (efficient markets, βλέπε ΠΛΑΙΣΙΟ VIII). Διεύρυνση του μοντέλου θεωρώντας τις προσδοκίες ως εξωτερικές στο μοντέλο, οπότε μία κατάρρευση ή υπέρμετρη αύξηση των τιμών γίνεται συμβατή με την ορθολογική συμπεριφορά, ξεπερνά εν μέρει το παραπάνω πρόβλημα [318].

ΠΛΑΙΣΙΟ VIII: Θεωρία των Αποτελεσματικών Αγορών (Efficient Market Hypothesis)

Σύμφωνα με την θεωρία των αποτελεσματικών αγορών, η τιμή ενός χρηματοοικονομικού τίτλου ενσωματώνει όλη την διαθέσιμη πληροφορία για αυτή, και συνεπώς ανταποκρίνεται στην πραγματική αξία του τίτλου. Συνεπακόλουθα προκύπτει, ότι το μοντέλο των αποδοτικών αγορών δεν αφήνει περιθώριο για την ύπαρξη χρηματοοικονομικών φουσκών. Περιθώριο λάθους για τους επενδυτές, υπάρχει μόνο σε κατάσταση ατελούς πληροφόρησης, για περιορισμένο χρονικό διάστημα, με ορθολογικές προσδοκίες.

Ωστόσο όπως επισημαίνουν οι Flood και Garber [319](1994), το μοντέλο των αποδοτικών αγορών είναι κακώς προσδιορισμένο, και απαιτούν περαιτέρω έρευνα για τον εντοπισμό των μεταβλητών που δεν λαμβάνονται υπόψη στην θεωρία. Γενικότερα υπάρχει ευρεία κριτική για αυτή την θεωρία, μεταξύ

[317] για περισσότερα σχετικά, βλ. (Heffernan, 2005, p. 410)
[318] Βλέπε για παράδειγμα (Obstfeld, 1986) και (Obstfeld, 1996), καθώς και (Chang & Velasco, 1998)
[319] βλ. (Flood & Garber, 1994)

άλλων και από τους Grossman και Stiglitz [320], οι οποίοι επισημαίνουν ότι η αγορά δεν μπορεί να είναι απόλυτα αποτελεσματική αλλιώς δεν θα υπήρχε κίνητρο για τους επαγγελματίες ν' αποκαλύψουν τις πληροφορίες τους οι οποίες αντικατοπτρίζονται άμεσα στις τιμές της αγοράς. Επιπρόσθετα, ο Stiglitz εξηγεί πώς αν η θεωρία των αποτελεσματικών αγορών ήταν αληθής, θα ήταν λογικά παράλογο η επένδυση στην έρευνα, κάτι το οποίο δεν ισχύει.

Τέλος, αξίζει να σημειωθεί πώς η νέα σχολή των "Συμπεριφορικών Οικονομικών", δέχεται μη ορθολογικές συμπεριφορές καταναλωτών και επενδυτών, παρακάμπτοντας τελείως το παραπάνω πρόβλημα [321] .

Στις επόμενες ενότητες, παρουσιάζονται διάφορες σημαντικές χρηματοοικονομικές κρίσεις, τα αίτια της εμφάνισης τους, πώς αντιμετωπίστηκαν, και τον διεθνή αντίκτυπο που αυτές είχαν. Η διάκριση των κρίσεων γίνεται με βάση το ιδιαίτερο χαρακτηριστικό αίτιο για το οποίο εμφανίστηκε. Περιληπτικά, η διάκριση γίνεται ως ακολούθως [322]:

a. Κρίση Συναλλάγματος: Νοτιοανατολική Ασία
b. Κρίση Αποπληθωρισμού: Ιαπωνία
c. Συστημική Τραπεζική Κρίση: Σκανδιναβία
d. Κατάρρευση και Διάσωση Μη Τραπεζικού Ιδρύματος: Long-Term Capital Management
e. Χρηματιστηριακές Κρίσεις
f. Κρίση Χρέους: Αργεντινή

5.2 Κρίση Συναλλάγματος: Κρίση της Νοτιοανατολικής Ασίας (1997-1999)

5.2.1 Γενικά

Αυτό που έγινε γνωστό ως η ασιατική οικονομική κρίση ξεκίνησε στην Ταϊλάνδη, στη συνέχεια εξαπλώθηκε γρήγορα προς τη Νότια Κορέα, την Ινδονησία, τη Μαλαισία, την Ταϊλάνδη, και σε άλλες ασιατικές οικονομίες όπως η Ταιβάν, οι Φιλιππίνες και το Χόνγκ Κόνγκ. Η έναρξη, η ταχύτητα και η σοβαρότητα των κρίσεων έφερε προ εκπλήξεως εμπειρογνώμονες οικονομολόγους. Αν και αναγνωρίστηκε από ορισμένους κύκλους ότι η ανάπτυξη των ασιατικών οικονομιών (παραπομπή σδ. 415) δεν θα μπορούσε να διατηρηθεί, δεν υπήρχαν προβλέψεις, ούτε σημάδια για μια ξαφνική ύφεση, πόσο μάλλον κρίσης. Τα spreads στα ασιατικά ομόλογα είχαν ουσιαστικά μειωθεί κατά τη διάρκεια του 1996 όπως επίσης και για το μεγαλύτερο μέρος του 1997, καθώς οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας παρέμειναν αμετάβλητοι. Μέχρι την εμφάνιση των προβλημάτων, δημοσιονομικοί και νομισματικοί δείκτες παρέμειναν σχετικά σταθεροί. Το πρώτο σημάδι του προβλήματος ήταν όταν οι τιμές στο χρηματιστήριο της Ταϊλάνδης άρχισαν να μειώνονται το Φεβρουάριο του 1997, καθώς και μέχρι το τέλος του έτους είχαν μειωθεί κατά περισσότερο από 30%. Η πίεση στο ταϊλανδικό νόμισμα (baht) γρήγορα μετατράπηκε σε μια νομισματική κρίση, που εξαπλώθηκε στον

[320] βλ. (Grossman & Stiglitz, 1980)
[321] Για περισσότερα σχετικά με την σχολή των Συμπεριφορικών Οικονομικών, βλ. μεταξύ άλλων, τον Νομπελίστα οικονομικών για το 2013, Σίλερ, στο (Shleifer, 2000), και τον Σέφριν, στο (Sheffrin, 2000)
[322] Η κρίση της Lehman Brothers προκάλεσε διεθνή κρίση, ωστόσο ως Τραπεζικό Ίδρυμα συμπεριλήφθηκε στην προηγούμενη ενότητα

χρηματοπιστωτικό τομέα. Η Ταϊλάνδη είχε βιώσει μια μαζική καθαρή εισροή κεφαλαίων κατά τα τρία προηγούμενα χρόνια, ιδίως την διετία 1995-96, ύψους 13% του Ταϊλανδέζικου ΑΕΠ, έναντι 0,6% για τις οικονομίες της G7. Το έτος 1997 είδε αυτήν την εισροή στο πρώτο τρίμηνο να σταματά, και από το δεύτερο και τρίτο τρίμηνο, απότομα να συρρικνώνεται. Οι εξαγωγές είχαν αυξηθεί κατά 25% το 1995, αλλά μειώθηκαν κατά 1,3% το 1996. Η αύξηση των εισαγωγών επιβραδύνθηκε επίσης, αλλά όχι αρκετά, με αποτέλεσμα ένα μεγάλο έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών (8% του ΑΕΠ έως το 1996). Μια απροσδόκητη πτώση των εξαγωγών στις αρχές του 1997 ενέγειρε αυξημένες ανησυχίες σχετικά με τη βιωσιμότητα του baht.

Το baht της Ταϊλάνδης ήταν συνδεδεμένο με το δολάριο των ΗΠΑ. Υποτιμήθηκε την διετία 1996 και 1997, αλλά εντός των ορίων παρέμβασης. Από τις αρχές του 1997, παρά την αύξηση των επιτοκίων, η κεντρική τράπεζα Thai της Ταϊλάνδης, παρενέβη σε μεγάλο βαθμό, αγοράζοντας baht, για την διατήρηση της ισοτιμίας. Η πίεση στην κυβέρνηση της Ταϊλάνδης ήταν αδυσώπητη, και τελικά εξαναγκάστηκε στην επιβολή ελέγχων περιορισμού κίνησης κεφαλαίων το Μάιο του 1997. Το επιτόκιο της μίας ημέρας αυξήθηκε, φτάνοντας το 20% στις 9 Μαΐου. Μέχρι τον Ιούλιο, η κυβέρνηση δεν είχε άλλη επιλογή από το να αφήσει το baht να ισορροπήσει στην πραγματική της συναλλαγματική ισοτιμία. Εν τω μεταξύ, πίεση ασκείται και σε άλλες χώρες , με συνδεδεμένο νόμισμα για την διατήρηση σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας, ιδίως στη Μαλαισία, στην Κορέα, στις Φιλιππίνες και στην Ινδονησία. Στον πίνακα 5.1, παρουσιάζονται διάφορα οικονομικά στοιχεία για τις χώρες που επλήγησαν από την κρίση, την υψηλά εκβιομηχανισμένη Κορέα, τις μόλις εκβιομηχανισμένες Ταϊλάνδη και Μαλαισία, και για τις αναπτυσσόμενες Ινδία και Φιλιππίνες, πριν αυτή ξεσπάσει.

Αναμφισβήτητα, πολλά από τα αίτια της κρίσης στις χώρες αυτές είναι κοινά, ωστόσο η έκταση που έλαβε και οι δομικές ιδιομορφίες ποικίλλουν. Στη συνέχεια μελετάται η αλληλεπίδραση μεταξύ βιομηχανικής, εμπορικής και συναλλαγματικής πολιτικής που σε γενικές γραμμές εφαρμόστηκε, με τον χρηματοοικονομικό τομέα.

Χώρα	***Πραγματικό ΑΕΠ***	***Κατά Κεφαλήν ΑΕΠ 1986***	***Κατά Κεφαλήν ΑΕΠ 1996***	***Πληθωρισμός 1996***
Ινδονησία	6.6%	480$	1100$	6.5%
Φιλιππίνες	7.6%	530%	1200$	8.4%
Μαλαισία	3.8%	1700$	4600$	3.5%
Ταϊλάνδη	8.5%	820$	3100$	5.8%
Κορέα	7.6%	200$ (1962)	9900$	4.5%

Πίνακας 5.1

Οικονομικά στοιχεία χωρών της νοτιοανατολικής Ασίας που επλήγησαν από την κρίση, όπου διαφαίνεται η εικόνα μιας ραγδαίας ανάπτυξης, η οποία όμως στηρίζονταν σε σάθρα θεμέλια. Πηγή:
(Heffernan, 2005, p. 416)

5.2.2 Χρηματοοικονομική, Βιομηχανική, Εμπορική και Συναλλαγματική Πολιτική πριν την Κρίση

Χρηματοοικονομική Λειτουργία

Όσον αφορά τον χρηματοοικονομικό τομέα, οι τράπεζες κυριαρχούσαν στις πληγείσες από την κρίση οικονομίες, σε αντίθεση με τον υπόλοιπο χρηματοοικονομικό τομέα ο οποίος ήταν υπάναπτυχτος. Ανάμεσα στα έτη 1990 και 1997, οι τραπεζικές πιστώσεις αυξάνοταν κατά 18% το έτος, για την Ταϊλάνδη και την Κορέα, και κατά 12% για την Κορέα. Σε αντιπαραβολή, για τις χώρες της G10 ο αντίστοιχος ρυθμός αύξησης ήταν 4% και για τις ΗΠΑ μόλις 0.5%. Ενδεικτικά, στις παρυφές της κρίσης το 1997, οι τραπεζικές πιστώσεις ως ποσοστό του ΑΕΠ, για την Ταϊλάνδη ανερχόταν σε ποσοστό 105%, και στην Κορέα 64%, ποσοστά που συναντώνται σε ανεπτυγμένες χώρες (στην περίπτωση της Ταϊλάνδης και παραπάνω από αυτές). Αυτή η ραγδαία αύξηση πίστωσης δεν θα ήταν δυνατόν να επιτευχθεί, χωρίς ξένα δυτικά και Ιαπωνικά κεφάλαια, τα οποία αναζητούσαν αναδυόμενες αγορές με φθηνά εργατικά χέρια. (υποσημείωση: μετά την διετία ύφεσης 1990-1991 και τον δισταγμό για επενδύσεις, η οικονομική άνθηση του 1997 έδωσε ώθηση στις επενδύσεις ξανά.

Στην Ταϊλάνδη υπήρξε αυστηρός έλεγχος όσον αφορά την έκδοση των αδειών τραπεζών, αλλά οι εταιρείες χρηματοδότησης αφέθηκαν να επεκταθούν ανεξέλεγκτα. Μέχρι το 1997, η χώρα είχε 15 εγχώριες τράπεζες και 91 εταιρείες χρηματοδότησης, των οποίων το μερίδιο αγοράς τους σε δανεισμό αυξήθηκε από μόλις λίγο πάνω από 10% το 1986, σε ένα τέταρτο της αγοράς από το 1997 [323]. Όσον αφορά τον Κορεάτικο χρηματοπιστωτικό τομέα, οι δραστηριότητες ήταν αυστηρά χωρισμένες ανά τομέα, με έντονη την κυβερνητική επιρροή σε όλους τους τομείς.

Όσον αφορά την Ινδονησία, ο τραπεζικός τομέας της λειτούργησε με τρόπο που επιδείνωσε την κρίση στη χώρα αυτή. Ήταν ένα μοναδικό σύστημα μεταξύ των χωρών, το οποίο επέτρεπε τη συμμετοχή αλλοδαπών τραπεζών. Δινόταν η δυνατότητα σε ξένες τράπεζες να κατέχουν μέχρι και το 85% των κοινοπραξιών. Σημαντικές τραπεζικές μεταρρυθμίσεις τέθηκαν σε ισχύ το 1988, και μεταξύ 1988 και 1996. Τα τραπεζικά δίκτυα μεγάλωσαν, νέες υπηρεσίες προσφέρονται και πλέον οι τράπεζες άρχισαν να ασχολούνται με αμφισβητήσιμες πρακτικές για την επιτυχή διεκπεραίωση των ελέγχων των εποπτικών αρχών. Υπήρχε έντονος ανταγωνισμός μεταξύ των τραπεζών συμβάλλοντας κατά αυτόν τον τρόπο στην ταχεία πιστωτική επέκταση, μεγάλο μέρος της οποίας ήταν συνδεδεμένη με την ακίνητη περιουσία.

Από το 1990, ο ιδιωτικός, μη τραπεζικός εταιρικός τομέας της Ινδονησίας δανείζεται σε μεγάλο βαθμό από το εξωτερικό, με το μεγαλύτερο μέρος του χρέους εκφρασμένο σε δολάρια. Μέχρι το 1997, είχε αυξηθεί σε 78 δις δολάρια, υπερβαίνοντας το ποσό του κρατικού ομολογιακού εξωτερικού χρέος, το οποίο ανερχόταν κοντά στα 20 δις δολάρια. Η έλλειψη εμπιστοσύνης στον τραπεζικό και στον επιχειρησιακό τομέα διόγκωσε την νομισματική κρίση, ακόμη και μετά την ελεύθερη διακύμανση του εγχώριου νομίσματος rupiah, με την αποσύνδεση του από την σχέση σταθερής συναλλαγματικής σύνδεσής του με το δολάριο.

Οι περιορισμοί στις κινήσεις κεφαλαίων σταδιακά άρονται, μέχρι την πλήρη απελευθέρωση τους το 1996. Οι χώρες αυτές βίωσαν μία μεγάλη εισροή ξένων κεφαλαίων μέσω της παροχής πιστώσεων, ενώ οι απευθείας χρηματοδοτήσεις άρχισαν να μειώνονται, καθώς πλέον οι ξένες εταιρίες στρέφονται προς την Κίνα για την εγκατάσταση βιομηχανικών μονάδων. Ενδεικτικά, στις χώρες αυτές

[323] Σε απάντηση στις πιέσεις του Παγκόσμιου Οργανισμού Εμπορίου, η Ταϊλάνδη επέτρεψε περιορισμένη είσοδο ξένων τραπεζών, με 21 ξένες τράπεζες το 1997, ωστόσο, οι δραστηριότητές τους είχαν σημαντικά περιοριστεί, επειδή η καθεμία περιοριζόταν να διαθέτει λίγα υποκαταστήματα

χορηγήθηκαν 75 δις $, την διετία 95-96, αποτελούμενα κατά 20% από τραπεζικά δάνεια, εταιρικά ομόλογα κατά 22%, διατραπεζικά δάνεια κατά 58% και μόλις 17 δις $ (18% των ξένων κεφαλαίων) για επενδύσεις σε μετοχές και αύξηση αξίας των χαρτοφυλακίων. Το 1997, οι παροχές ξένων πιστώσεων περιορίστηκαν σε μόλις 2 δις $ [324]. Χαρακτηριστικά, ο διεθνής δανεισμός μέσω δανείων και ομολόγων, αυξήθηκε από 14 δις δολλάρια, την περίοδο 1990-1994, σε 75 δις ανάμεσα στο 1995-1996, με τα 2/3 των χρεών αυτών να έχουν χρόνο ωρίμανσης λιγότερο από ένα χρόνο. Επιπρόσθετα ξένοι δανειστές, είχαν την εντύπωση πώς η κυβέρνηση θα υποστήριζε αποφασιστικά τις ξένες τράπεζες, στην περίπτωση εμφάνισης απρόοπτων προβλημάτων.

Επενδυτικά ιδρύματα λειτουργούν στις χώρες αυτές, κατέχοντας περίπου το 20% του συνολικού ενεργητικού το 1997. Προέκυψαν από εμπορικές τράπεζες, χρηματιστηριακές εταιρίες και trusts.

Chaebol

Στις παρυφές της κρίσης, οι περισσότερες “chaebol” [325] είχαν αναλογία χρέους-μετοχών πάνω από 500%. Οι μετοχές βρίσκονταν στην κατοχή των οικογενειών, συνεπώς δεν υπήρχε περιθώριο συνεταιριστικής ιδιοκτησίας μετοχών (διεύρυνση της μετοχικής ιδιοκτησίας). Τον Ιούλιο του 1997, η 8η μεγαλύτερη chaebol, η KIA group, καταρρέει, χρεοκοπώντας σε δάνεια αξίας 7 δις $. Δύο ακόμα chaebol πτωχεύουν μέχρι τον Δεκέμβρη, κλονίζοντας την εμπιστοσύνη εγχώριων και ξένων επενδυτών, πυροδοτώντας την κρίση.

Πολιτική Συναλλάγματος

Όσον αφορά την πολιτική της συναλλαγματικής ισοτιμίας, όλες οι χώρες που επλήγησαν από την κρίση του 97-99, είχαν δεμένο το νόμισμα τους με το δολάριο. Πριν το ξέσπασμά της, οι χώρες αυτές δεν αντιμετώπιζαν πληθωριστικά προβλήματα, η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία ήταν σταθερή, σημειώνοντας μία μικρή αύξηση λίγο πριν το ξέσπασμα της. Το εμπορικό ισοζύγιο αυτών των χωρών ήταν επίσης σταθερό. Όταν το Thai πιέστηκε και αφέθηκε να ισορροπήσει, πέρα από την σταθερή σύνδεση του με το δολάριο, υποτιμήθηκε σε μεγάλο βαθμό. Οι υπόλοιπες χώρες, προσπάθησα ν' αποφύγουν την αποσύνδεση του νομίσματος τους από το δολάριο, διευρύνοντας τα επιτρεπόμενα όρια σύνδεσης με το δολάριο, αλλά τελικά εξαναγκάστηκαν (υποσημείωση, με εξαίρεση την Μαλαισία, της οποίας ο πρωθυπουργός απέδωσε σε κερδοσκοπικά παιχνίδια τις πίεσης στο νόμισμα της χώρας του, αρνούμενος να αφήσει το νόμισμα να υποτιμηθεί, διατηρώντας την σύνδεση με το δολάριο, διευρύνοντας τα όρια επιτρεπόμενης ολίσθησης) να εγκαταλείψουν την σύνδεση με το δολάριο. Οι κυβερνήσεις χρησιμοποίησαν τις Κεντρικές τους Τράπεζες για την στήριξη του εγχώριου νομίσματος, σχεδόν εξαντλώντας τα αποθέματα τους σε ξένο συνάλλαγμα. Η Ταϊλάνδη για παράδειγμα, διέθετε αποθέματα σε ξένο συνάλλαγμα αξίας 25 δις $, και με την αποσύνδεση του νομίσματος της, το baht, η Κεντρική της Τράπεζα διέθεσε συμβόλαια forward αξίας 23 δις $, συγκρατώντας τα εγχώρια επιτόκια.

ΑΕΠ και Εξαγωγές

Οι εξαγωγές των χωρών αυτών τριπλασιάζονται μέσα στην δεκαετία 1986-1996, αποτελώντας κατά μέσο όρο το 40% του παραγόμενου ΑΕΠ τους, στηριζόμενες και στην πολιτική των κυβερνήσεων οι οποίες στήριζαν την παραγωγή συγκεκριμένων βιομηχανικών προϊόντων, όπως αμαξιών και μικροεπεξεργαστών. Αξίζει να σημειωθεί πώς οι χώρες αυτές ανταγωνίζονται μεταξύ τους στις

---

[324] στατιστικά από (Heffernan, 2005, p. 417)

[325] Μεγάλες επιχειρήσεις με δραστηριότητες σε διάφορους τομείς, οι οποίες κατά κύριο λόγο ήταν οικογενειακής φύσεως.

διεθνείς αγορές, και δέχονται τον ασφυκτικό εμπορικό ανταγωνισμό στα παραγμένα εξαγώγιμα προϊόντα τους με την Κίνα.

Μέχρι την εμφάνιση της κρίσης, η οικονομική απόδοση των χωρών της Νοτιοανατολικής Ασίας, ήταν εντυπωσιακή, γνωρίζοντας ραγδαία αύξηση του ΑΕΠ τους, με μέσο ετήσιο όρο 3%. Ο πληθωρισμός βρίσκοταν υπό έλεγχο, ενώ υπήρχαν υψηλοί ρυθμοί αποταμίευσης και επενδύσεων, και καλή δημοσιονομική πειθαρχία, με ισοσκελισμένους κρατικούς προϋπολογισμούς. Με μόνη εξαίρεση αυτή της Ινδονησίας, καμία από τις υπόλοιπες χώρες δεν γνώρισαν οικονομική κρίση στο πρόσφατο παρελθόν [326].

5.2.3 Παράγοντες Δημιουργίας Κρίσης[327]

Η ξέφρενη αύξηση στην παροχή πιστώσεων, προκάλεσε την μείωση των οριακών επιτοκίων, στο σημείο όπου σχεδόν εξισώνονταν με τα λειτουργικά κόστη των τραπεζών. Συνεχώς χορηγούταν επισφαλή δάνεια, οδηγώντας σε υπερεπένδυση κυρίως στον κατασκευαστικό τομέα, και τον τομέα των ακινήτων. Ενδεικτικά, στα τέλη του 1996, στην Ταϊλάνδη, το 30-40% των κεφαλαιακών εισροών αποτελείται από τραπεζικά δάνεια σε αυτούς τους τομείς. Στην Ινδονησία το ποσοστό αυτό ανέρχεται σε 25-30% [328]. Η ακίνητη περιουσία χρησιμοποιούνταν ως διασφάλιση για τις τράπεζες, με την μορφή παροχής εγγυήσεων, ωστόσο λειτούργησε αντίστροφα, καθώς τις ξεγέλασε, κάνοντας τες να πιστέψουν πώς με αυτόν τον τρόπο ελαχιστοποιούσαν το ρίσκο που αναλάμβαναν, μία θεώρηση η οποία αποδείχτηκε εντελώς λανθασμένη, αφού πλέον ήταν ευάλωτες σε μεγάλες πτώσεις των τιμών των ακινήτων (και των μετοχών) [329].

Κάποιες κυβερνητικές ενέργειες συνέβαλαν ακούσια στην διόγκωση του προβλήματος. Για παράδειγμα, η κυβέρνηση της Ταϊλάνδης, ίδρυσε την "Bangkok International Banking Facility (BIBF)" το 1993, για την προώθηση του τοπικού τραπεζικού τομέα της Bangkok, την ενθάρρυνση εγκατάστασης διεθνών τραπεζών, καθώς και για την διευκόλυνση των εγχώριων τραπεζών στην χρήση offshore διεθνών κεφαλαίων για διεθνείς ή εγχώριες επενδύσεις. Ωστόσο ο οργανισμός αυτός οδήγησε τις εγχώριες τράπεζες στην αύξηση του εξωτερικού δανεισμού, και συνεπώς του χρέους προς διεθνείς πιστωτές, οδηγώντας στην υπερεπένδυση στον τομέα των ακινήτων και των συνδεδεμένων με αυτό, κλάδων.

Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, οι Ασιατικές τράπεζες δέχοταν ξένα κεφάλαια, σε γιεν και δολάρια από την Ιαπωνία και τη Δύση. Εν παραλλήλω, χορηγούσαν πίστωση στις τοπικές επιχειρήσεις στο εγχώριο νόμισμα. Η ελάχιστη κάλυψη έναντι του συναλλαγματικού κινδύνου που προκύπτει από τις εν λόγω υποχρεώσεις, μέσω συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης (forward), οφειλόταν στο γεγονός της σχετικής επιτυχίας της σύνδεσης του εγχώριου νομίσματος με τα ισχυρά ξένα, μέχρι το 1997. Για παράδειγμα, το Ταϊλανδέζικο baht δεν είχε υποτιμηθεί από το 1984, με μικρές μόνο διακυμάνσεις γύρω από τη συναλλαγματική ισοτιμία. ***Η άνοδος των επιτοκίων και η κατάρρευση του εγχώριου νομίσματος αποδείχθηκε θανατηφόρα.*** Οι επιχειρήσεις αδυνατούσαν ν' αποπληρώσουν το χρέος τους, και οι τράπεζες συνάντησαν τρομερές δυσκολίες για την αποπληρωμή του κεφαλαίου και των τόκων, του χρέους τους, σε δολάρια. Τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια ως ποσοστό του συνόλου των δανείων εκτινάχθηκαν στα ύψη, ιδίως στην Ταϊλάνδη και την Ινδονησία

---

[326] Πληροφορίες σχετικά με τα οικονομικά στοιχεία της περιόδου πριν την κρίση, αντλήθηκαν από (Heffernan, 2005, pp. 416-422)

[327] Ανάλυση και συμπεράσματα βασισμένα σε S. Heffernan, ό.π., καθώς και (Douglas & Allen, 2007, pp. 14-15)

[328] Πηγή: (Heffernan, 2005, p. 420)

[329] Ο ρόλος των εγγυήσεων σε μοντέλα οικονομικών "σοκ" τονίζεται σε διάφορες δημοσιεύσεις των Bernanki και Gertler, όπως (Bernanke & Gertler, 1995)

[330]. Ο δείκτης των μη εξυπηρετούμενων δανείων ως προς το σύνολο των δανείων καταδεικνύει το αυξανόμενο πρόβλημα των επισφαλών απαιτήσεων. Το 1997, ο δείκτης αυτός για την Ταϊλάνδη (NPL / TL) ανήλθε σε 22,5%. Οι αναλογίες για τις χώρες της Νοτιοανατολικής Ασίας είναι υποτιμήμενες, λόγω της ελαστικότητας στις πρακτικές των προβλέψεων που εφαρμόζονταν σε αυτές τις χώρες. Στις περισσότερες βιομηχανικές οικονομίες, ένα δάνειο κηρύσσεται μη εξυπηρετούμενο μετά την πάροδο τριών μηνών. Σε αυτές τις ασιατικές οικονομίες, ο αντίστοιχος χρόνος είναι μεταξύ έξι και δώδεκα μηνών. Οι τραπεζίτες ασκούν επίσης evergreening: ένα νέο δάνειο χορηγείται για την διασφάλιση της εξυπηρέτησης του παλαιού δανείου.

Οι χώρες της Νοτιοανατολικής Ασίας χαρακτηριζόταν από μια παράδοση αυτοσυγκράτησης προς προβληματικές τράπεζες, με μία διαδεδομένη εντύπωση ότι οι εκάστοτε κυβερνήσεις θα στηρίξουν τον τραπεζικό τομέα , είτε σιωπηρά είτε ρητά, με την παροχή εγγυήσεων. Προέκυπτε συνεπώς ζήτημα ***ηθικού κινδύνου***.

Οι κανονισμοί στην λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος ήταν υποβαθμισμένοι, καθώς ο δανεισμός στηριζόταν κυρίως στις διαπροσωπικές σχέσεις, και όχι στην αξιολόγηση των υποψήφιων για δανεισμό προσώπων, ούτε η σκοπιμότητα των έργων που ζητούσαν επιδότηση. Αυτό το γεγονός, σε συνδυασμό με την έλλειψη έμπειρου στελεχωμένου προσωπικού, σήμαινε πρακτικά έλλειψη έμπειρων και αξιόπιστων μεθόδων αξιολόγησης κινδύνων. Σημαντικό στοιχείο αναξιοπιστίας των στελεχών που διαχειρίζονταν κρίσιμα πόστα στον χρηματοοικονομικό κλάδο, ήταν το γεγονός ότι στις χώρες της Νοτιοανατολικής Ασίας, όπως για παράδειγμα στην Ταϊλάνδη, η ίδια ομάδα των κορυφαίων αξιωματούχων μετακινούνταν μεταξύ των επιχειρήσεων, του τραπεζικού τομέα και την κυβέρνηση. Τα γραφεία λειτουργούσαν για να ενισχύσουν το μελλοντικό προφίλ του κυβερνητικού υπαλλήλου, ενώ για τις ρυθμιστικές αρχές αυτό σήμαινε την αποφυγή τυχόν αμφιλεγόμενης δράσης η οποία θα έθιγε ανώτερους τραπεζίτες ή και πολιτικούς. Πολλές από τις τράπεζες συσχετίζοταν με υψηλές οικογένειες. Ήταν δημοφιλές το φαινόμενο κατά το οποίο μια οικογένεια θα πετύχαινε σε ένα συγκεκριμένο επιχειρησιακό κλάδο και στη συνέχεια θα επεκτείνοταν σε τραπεζικές δραστηριότητες, μέσω εξαγοράς των μετοχών μιας τράπεζας. Ένα τέτοιο παράδειγμα, παρουσιάζεται στο ΠΛΑΙΣΙΟ IX.

ΠΛΑΙΣΙΟ IX: Bangkok Metropolitan Bank

Για παράδειγμα, στις αρχές του 1900, η οικογένεια Tejapaibul άρχισε επιχειρήσεις ποτοποιίας και ενεχυροδανειστηρίου στην Ταϊλάνδη, ενώ από τη δεκαετία του 1950 η επιχείρηση ισχυροποιήθηκε σε τέτοιο βαθμό, όπου η ιδιοκτησία μιας τράπεζας θα της εξασφάλιζε μια έτοιμη πηγή κεφαλαίων. Συνεπώς, ίδρυσαν την Μπανγκόκ Metropolitan Bank το 1950, η οποία αγόρασε πλειοψηφικές συμμετοχές σε άλλες τράπεζες, στις δεκαετίες του 1970 και του 1980. Μετά την εμφάνιση των προβλημάτων της δεκαετία του 1990, η Κεντρική Τράπεζα ανέλαβε ενεργό ρόλο, διορίζοντας τον διευθύνοντα σύμβουλο και το λοιπό προσωπικό της τράπεζας, ενώ ένα μέλος της οικογένειας παρέμεινε ως Πρόεδρος. Το 1996, οι αμερικανικές ρυθμιστικές αρχές διέταξαν την παύση των δραστηριότητών της στις ΗΠΑ. Στις αρχές του 1998, με το 40% του συνόλου των δανείων του χαρτοφυλακίου της να είναι μη εξυπηρετούμενα, η οικογένειά της Μπανγκόκ Metropolitan Bank αναγκάστηκε να δεχτεί ανακεφαλαιοποίηση από το κράτος και ταυτόχρονα να δεχτεί την απώλεια του ελέγχου της διαχείρισης, χάνοντας κοντά 100 εκατομμύρια δολάρια. Επί του παρόντος, η τράπεζα αυτή ανήκει πια στο Financial Institutions Development Fund (FIDF), ένα ταμείο το οποίο είναι μέρος της Τράπεζας της Ταϊλάνδης, ιδρύθηκε το 1980 ως νομικό πρόσωπο για να παρέχει χρηματοδοτική στήριξη τόσο σε τράπεζες που αντιμετωπίζουν πρόβλημα ρευστότητας, όσο και σε αφερέγγυες τράπεζες. Λειτουργεί εξαγοράζοντας μια τράπεζα, διαμέσου της αγοράς όλων των μετοχών της με μια τεράστια έκπτωση.

[330] το 1998, το ποσοστό των μη εξυπηρετούμενων δανείων ήταν λίγο κάτω από 40%

Επιπρόσθετα, ασθενή χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και τομείς, υποστηρίζονται, με το ανάλογο βαρύ κόστος, από το κράτος. Μέχρι τη στιγμή της έναρξης της κρίσης (και στην περίπτωση της Ινδονησίας, πολύ πιο πριν), ήταν προφανές ότι οι χρηματοοικονομικοί τομείς αυτών των χωρών ήταν μέρος του προβλήματος.

Οι εμπορικές τράπεζες δεν είχαν πρόσβαση σε λιανικές αγορές, αυξάνοντας το κόστος χρηματοδότησής τους. Η χρήση των αντληθέντων κεφαλαίων, μέσω έκδοσης ομολόγων, καταθέσεων μίας ημέρας και δανείων (σε δολάρια) από ΗΠΑ, σε επενδύσεις σχετικά υψηλού κινδύνου, συμπεριλαμβανομένου εγχώρια δάνεια υψηλού κινδύνου καθώς και εταιρικά ομόλογα της Ινδονησίας και της Ταϊλάνδης. Μόλις αυτές οι οικονομίες κατέρρευσαν, οι τράπεζες αντιμετώπισαν αυξανόμενες απώλειες. Οι καταθέτες πανικοβλήθηκαν, ειδικά εκείνοι που είχαν λογαριασμούς σε δολάρια των ΗΠΑ. Επαναχρηματοδοτήσεις δανείων επίσης σταμάτησαν, γεγονός το οποίο εξανάγκασε αυτές τις τράπεζες να αγοράσουν συνάλλαγμα σε δολάρια.

5.2.4 Φαινόμενο Μετάδοσης

Η ασιατική κρίση αποτελεί ένα κλασικό παράδειγμα του φαινομένου μετάδοσης οικονομικών προβλημάτων από την μία χώρα στην επόμενη. Παραπάνω αναφέρθηκαν μεμονωμένα προβλήματα για τις σημαντικότερες χώρες που επλήγησαν από την κρίση, τα οποία ουσιαστικά έκαναν τις χώρες αυτές ευάλωτες σε φαινόμενα μετάδοσης χρηματοοικονομικής κρίσης, μετά τη ραγδαία πτώση του νομίσματος και των χρηματοπιστωτικών αγορών στην Ταϊλάνδη. Υπήρχαν δύο διαστάσεις: μηχανισμοί θετικής ανάδρασης σε κάθε χώρα και ταχεία γεωγραφική εξάπλωση πέρα από τα εθνικά σύνορα.

Αρχικά, οι αγορές συναλλάγματος έφεραν το κύριο βάρος της μετάδοσης της κρίσης: η νομισματική κρίση εξαπλώθηκε από την Ταϊλάνδη στην Ινδονησία, τη Μαλαισία, τις Φιλιππίνες και την Κορέα, διότι οι επενδυτές τείνουν να ομαδοποιηθούν αυτές τις χώρες μαζί. Ο πίνακας 5.2 αναδεικνύει τον βαθμό συσχέτισης μεταξύ των τιμών των μετοχών στην Ταϊλάνδη και τις άλλες ασιατικές αγορές. Μετά την κρίση η συσχέτιση ενισχύεται σημαντικά (το ποσοστό συσχέτισης με την μικρότερη αύξηση, είναι κατά 15% στην Σιγκαπούρη), ιδίως στην Κορέα, όπου μεταπηδά από αρνητική τιμή, σε επίπεδο που προσεγγίζει το 60%!

Βαθμός Συσχέτισης Νοτιοανατολικών αγορών						
	Φιλιππίνες	Σιγκαπούρη	Ινδονησία	Μαλαισία	Χόνγκ Κόνγκ	Κορέα
Προ Κρίσης (1-7/97)	0.66	0.38	0.35	0.34	0.26	-0.06
Μετά Κρίσης (7/97-2/98)	0.66	0.53	0.64	0.61	0.42	0.57

Πίνακας 5.2

Συσχέτιση νοτιοανατολικών αγορών, πριν και μετά την κρίση. Αναδεικνύεται το φαινόμενο μετάδοσης, με ραγδαία αύξηση της συσχέτισης μεταξύ των χωρών που επλήγησαν από την κρίση.

Πηγή: (Heffernan, 2005, p. 423)

Ο πίνακας αυτός πρακτικά δείχνει ότι οι ξένοι επενδυτές πιστεύουν πως οι αποδόσεις των περιουσιακών στοιχείων σε αυτές τις οικονομίες συσχετίζονται σε μεγάλο βαθμό. Η νομισματική κρίση εξαπλώθηκε γρήγορα εξαιτίας της υποκαταστασιμότητας των εξαγωγών αυτών των οικονομιών, την απουσία ελέγχων στην κίνηση των κεφαλαίων, και την αντιληπτή ομοιότητα των χρηματοοικονομικών συνθηκών.

Δεδομένου ότι αυτές οι χώρες ανταγωνίζονταν μεταξύ τους στις διεθνείς αγορές σε μεγάλο βαθμό, η πτώση της αξίας του baht της Ταϊλάνδης σήμαινε αυτόματα ότι και τα άλλα νομίσματα θα έπρεπε να υποτιμηθούν για να παραμείνουν ανταγωνιστικά τα εξαγώγιμα προϊόντα τους. Οι έμποροι αντιδρούν αναλόγως, πουλώντας τα νομίσματα αυτά, εν αναμονή της αναπόφευκτης υποτίμησης τους.

Η αναπάντεχη υποτίμηση κατέστρεψε τους ισολογισμούς των τραπεζών και των εταιρειών με απροστάτευτες υποχρεώσεις εξωτερικού συναλλάγματος. Τα υψηλά επιτόκια και η επιδείνωση των οικονομικών προοπτικών προκάλεσε μια απότομη πτώση στις αγορές κατοικίας και στα χρηματιστήρια. Τα μέχρι πρότινος ενήμερα δάνεια, ξαφνικά μετατρέπονταν σε προβληματικά, προκαλώντας ανησυχία για την βιωσιμότητα των τραπεζών με υψηλά ποσοστά μη εξυπηρετούμενων δανείων, τα οποία υποστηρίζονται από εγγυήσεις, η αξία των οποίων κατέρρεε.
Για τους παραπάνω λόγους, το μικρόβιο εξαπλώθηκε αστραπιαία από τις αγορές συναλλάγματος στον τραπεζικό τομέα. Με την απουσία τραπεζικών εγγυήσεων, καταρρεύσεις τραπεζών σύντομα λαμβάνουν μέρος, περιλαμβάνοντας [331]:

1. Μαζικές αναλήψεις από τους καταθέτες.

2. Κατάρρευση off-balance χρηματοοικονομικών συναλλαγών, όπως για παράδειγμα, κλείσιμο λογαριασμών των trusts, αμοιβαία κεφάλαια.

3. Περικοπές στην εγχώρια και διεθνή χρηματοδότηση της διατραπεζικής αγοράς.

4. Οφειλέτες αθετούν τις υποχρεώσεις τους προκαταβολικά, προεξοφλώντας ότι δεν θα είναι σε θέση να το πράξουν στο μέλλον.

5. Χρηματοοικονομικά στοιχεία ενεργητικού, όπως μετοχές, ομόλογα και αμοιβαία κεφάλαια πωλούνται άρον άρον, και τυχόν έσοδα που προκύπτουν αποσύρονται από τις εγχώριες τράπεζες, διογκώνοντας το ήδη οξυμένο πρόβλημα των εγχώριων τραπεζών.

Αποτυχία στην αποκατάσταση της εμπιστοσύνης στο σύστημα σημαίνει ότι οι πολίτες (επενδυτές και καταθέτες) λαμβάνουν ακόμα πιο δραστικά μέτρα για την επιτάχυνση της μετατόπισης των κεφαλαίων τους έξω από τη χώρα, επιβαρύνοντας το υπό κατάρρευση τραπεζικό σύστημα αυτών των χωρών.

Η ταχεία έναρξη της σοβαρής, συστημικής ασιατικής κρίσης ήταν τέτοια, ώστε προκειμένου οι κρατικές αρχές ν' αντιμετωπίσουν το τραπεζικό πρόβλημα, εξαναγκάστηκαν να κλείσουν ή ν' αναστείλουν "προσωρινά" την λειτουργία ορισμένων τραπεζών, καθώς και να παρέχουν ρευστότητα σε φερέγγυα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και τέλος να εγγυηθούν τα χρήματα των καταθετών.

[331] S. Heffernan, *Modern Banking*, John Wiley & Sons, 2005, σδ. 423

5.2.5 Διαχείριση Κρίσης

Η Ταϊλάνδη, η Ινδονησία και η Κορέα ζήτησαν βοήθεια από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ) και άλλους διεθνείς δανειστές [332], όπως δείχνει ο πίνακας 5.3:

	ΔΝΤ	Παγκόσμια Τράπεζα	Αναπτυξιακή Τράπεζα Ασίας	Διμερείς Συμφωνίες	Σύνολο
Ταϊλάνδη	3.9	1.9	2.2	12.1	20.1
Ινδονησία	10.1	4.5	3.5	22	40
Κορέα	21	10	4	22	57
Σύνολο	35	16.4	9.7	56.1	117.1

Πίνακας 5.3

Χορηγούμενα ποσά βοηθείας από Διεθνείς οργανισμούς και συμφωνίες με άλλες χώρες, όπως για παράδειγμα Κ.Τ. δυτικών χωρών. Πηγή: (Heffernan, 2005, p. 424)

Ένας από τους στόχους αυτών των μεγάλων ποσών ήταν η αποκατάσταση της εμπιστοσύνης των επενδυτών για το μέλλον των οικονομιών αυτών.
Κάθε πακέτο από το ΔΝΤ έρχεται με ένα σημαντικό αριθμό προϋποθέσεων, και προσαρμόζεται ώστε να ανταποκρίνεται στις συνθήκες της κάθε χώρας[333]. Συγκεκριμένα, για τις κρίσεις στην Κορέα, την Ταϊλάνδη και την Ινδονησία, στα πακέτα μέτρων περιλαμβάνονται:

- Κλείσιμο των αφερέγγυων τραπεζών / χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.
- Στήριξη ρευστότητας στις υπόλοιπες τράπεζες, υπό αυστηρούς όρους.
- Απαιτήσεις για την διαχείριση αδύναμων τραπεζών, οι οποίες περιλαμβάνουν ποικίλα μέτρα, όπως να τεθούν υπό τον έλεγχο των εποπτικών αρχών, να γίνουν εξαναγκαστικές συγχωνεύσεις και προσωρινές εθνικοποιήσεις.
- Αγορά και διάθεση των μη εξυπηρετούμενων δανείων, συνήθως από μία εταιρεία διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων.
- Κανόνες κατηγοριοποίησης δανείων και προβλέψεων τίθενται σύμφωνα με τα διεθνή πρότυπα: παρόμοιες κατευθυντήριες γραμμές εφαρμόζονται για κανόνες για τη δημοσιοποίηση, λογιστικό έλεγχο και λογιστικές πρακτικές.
- Οι κανόνες αδειοδότησης των τραπεζών σκληραίνουν, με βελτιωμένα κριτήρια για την αξιολόγηση των ιδιοκτητών, διευθυντικών στελεχών και γενικά των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.
- Αναθεώρηση των τραπεζικών νόμων εποπτείας.
- Πτωχευτικοί νόμοι και νόμοι κατάσχεσης περιουσίας τροποποιούνται και ενισχύονται.
- Σχέδια αναδιάρθρωσης και ιδιωτικοποίησης για τις τράπεζες ή άλλες επιχειρήσεις που είχαν εθνικοποιηθεί λόγω της κρίσης.
- Νέοι αυστηρότεροι κανόνες προληπτικής εποπτείας.
- Εισαγωγή ενός συστήματος εγγύησης καταθέσεων, εάν δεν υπήρχε.

Μία άλλη μέθοδος η οποία χρησιμοποιήθηκε στις χώρες της νοτιοανατολικής Ασίας που επλήγησαν από την κρίση, ευραίως γνωστή και στις μέρες μας, είναι η διάσπαση των προβληματικών τραπεζών

[332] Μόνο ο πρωθυπουργός της Μαλαισίας αρνήθηκε να δεχτεί βοήθεια από το ΔΝΤ, και αρκέστηκε σε σφιχτούς ελέγχους περιορισμού κινήσεως κεφαλαίων.

[333] η αποτελεσματικότητα των οποίων αμφισβητείται έντονα από πολλούς επιφανείς οικονομολόγους, όπως για παράδειγμα ο βραβευμένος με Νόμπελ Στίγκλιτζ

σε "καλή" και "κακή" τράπεζα. Η τακτική αυτή, πρωτοεμφανίστηκε στις ΗΠΑ, όταν δημιουργήθηκε η "Resolution Trust Corporation" (RTC), για την αντιμετώπιση των συσωρευμένων κακών δανείων, από τα αφερέγγυα τραπεζικά ιδρύματα. Η τακτική αυτή, κρίθηκε ιδιαίτερη επιτυχής, και έκτοτε χρησιμοποιείται ευραίως σε χώρες που βιώνουν τραπεζικές κρίσεις [334].

Ένας τρόπος αξιολόγησης του τρόπου διαχείρισης της κρίσης, των τριών κυριότερων χωρών που χτυπήθηκαν από την κρίση, είναι η παρακολούθηση των σημείων κορύφωσης της ζήτησης για ρευστότητα από την Κεντρική Τράπεζα, την χρονική στιγμή που συνέβησαν κρίσιμα γεγονότα, καθώς μία τράπεζα εξαναγκάζεται να ζητήσει "ένεση" ρευστότητας από την Κ.Τ, όταν κινδυνεύει με πτώχευση.

Η Κορέα ανακοίνωσε γενική εγγύηση των καταθετών και των πιστωτών τον Δεκέμβριο του 1997, ενώ τον ίδιο μήνα, το νόμισμα της, το γουόν, αποσυνδέθηκε από το δολάριο και επήλθε συμφωνία με το ΔΝΤ για παροχή βοήθειας. Παρ 'όλα αυτά, η ζήτηση για ρευστότητα κορυφώθηκε ένα μήνα αργότερα, αλλά μειώθηκε γρήγορα, όταν το εξωτερικό χρέος της χώρας επαναρυθμίστηκε.
Στην Ταϊλάνδη, η ζήτηση των τραπεζών για ρευστότητα από την Κεντρική Τράπεζα της Ταϊλάνδης κορυφώθηκε, όταν ανακοινώθηκε η αναστολή λειτουργίας 16 εταιρειών χρηματοδότησης, και λίγο αργότερα όταν πάλι, 42 εταιρίες χρηματοδότησης ανεστάλησαν. Η 100% εγγύηση των καταθέσεων έγινε νόμος, περιορίζοντας την ζήτηση για ρευστότητα. Ανησυχίες σχετικά με την κατάσταση μικρομεσαίων τραπεζών, προκάλεσε καταρρεύσεις αδύναμων τραπεζών, παρ' όλη την εγγύηση καταθέσεων, προκαλώντας μία τρίτη κορύφωση της ζήτησης για ρευστότητα, στις αρχές του 1998. Ωστόσο και αυτή μειώθηκε άμεσα, όταν οι αρχές επενέβησαν στις τράπεζες.

Αντίθετα, η Ινδονησία γνώρισε τρεις αιχμές στη ζήτηση ρευστότητας: στα τέλη του 1997, αρχές του 1998 και στα μέσα του 1998. Η ανάγκη για τρεις σημαντικές ενέσεις ρευστότητας πιθανόν να οφείλεται στη σχετικά καθυστερημένη παρέμβαση στον τραπεζικό τομέα από τις αρχές, στην αδυναμία να υλοποιήσει τις συμφωνημένες μεταρρυθμίσεις του ΔΝΤ σε εύθετο χρόνο, και μια παρατεταμένη γενική άποψη ότι οι ανθυγιεινές τράπεζες είχαν το δικαίωμα να παραμείνουν ανοικτές, εξαιτίας πολιτικής διαφθοράς, ευνοιοκρατίας και παρεμβατισμού. Οι Radelet και Woo[335] επικρίνουν επίσης το ΔΝΤ για ορισμένα από τα πρώτα στάδια αναδιάρθρωσης. Για παράδειγμα, το ΔΝΤ επέμενε στο άμεσο κλείσιμο των 16 τραπεζών το Νοέμβριο του 1997, το οποίο έγινε σε περιβάλλον ασταθών αγορών κεφαλαίων, χωρίς σχέδια για την αντιμετώπιση των περιουσιακών στοιχείων των τραπεζών αυτών, και χωρίς στρατηγική για την γενικότερη αντιμετώπιση των προβλημάτων στο τραπεζικό σύστημα της Ινδονησίας. Ως απόρροια, οι χειρισμοί αυτοί προκαλέσαν ευρεία αναστάτωση στον τραπεζικό τομέα, οδηγώντας λίγο αργότερα στις μαζικές καταρρεύσεις των τραπεζικών ιδρυμάτων.

Αξιολογώντας τους παραπάνω χειρισμούς, η Κορέα αποδείχτηκε πιο αποτελεσματική στην διαχείριση της κρίσης, ακολουθούμενη από την Ταϊλάνδη και τελευταία την Ινδονησία. Αυτό φαίνεται και από το γεγονός πώς το κόστος διάσωσης της νομισματικής και τραπεζικής κρίσης, ως ποσοστό του ΑΕΠ, ήταν υψηλότερο στην Ινδονησία με ποσοστό 50-60%, στην Ταϊλάνδη ανερχόταν στο 40% και στην Κορέα μόλις 15%. Παρά την άμεση επέμβαση της Ταϊλάνδης, το κόστος για την επίλυση της κρίσης είναι σημαντικά υψηλότερο απ' ότι της Κορέας. Το γεγονός αυτό οφείλεται κατά κύριο λόγο στο κλείσιμο πάνω από το 50% των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, στην εθνικοποίηση του ενός τρίτου του τραπεζικού τομέα, καθώς και στην σημαντική καθυστέρηση στην αντιμετώπιση των μη εξυπηρετούμενων δανείων των ιδιωτικών τραπεζών [336].

---

[334] για περισσότερες πληροφορίες και κριτική αυτής της μεθόδου, βλ. (Heffernan, 2005, pp. 432-433)

[335] βλ. (S. Radelet & Woo, 2000)

[336] για περισσότερα σχετικά με την διαχείριση της κρίσης βλ. (Heffernan, 2005, pp. 424-434)

5.3 Κρίση Αποπληθωρισμού: Ιαπωνική Κρίση

5.3.1 Ιαπωνικό Χρηματοοικονομικό Σύστημα

Η οργάνωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος της Ιαπωνίας ξεκίνησε την επόμενη του Β' παγκοσμίου πολέμου, υπό τις Αμερικανικές δυνάμεις κατοχής και την νέα Ιαπωνική κυβέρνηση. Έτσι, δημιούργησαν ένα απ' τα πιο δομημένα χρηματοπιστωτικό σύστημα, με στόχο την αύξηση της αξίας των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων, ώστε να γίνει εφικτή η χρηματοδότηση της ανοικοδόμησης της Ιαπωνίας. Θεμελιώθηκε μία πανίσχυρη ελεγκτική αρχή, το Υπουργείο Χρηματοοικονομίας, το οποίο υποστηρίζονταν από την Κεντρική Τράπεζα της Ιαπωνίας, και διακρινόταν σε τρία γραφεία διαχείρισης, της Τραπεζικής, των Χρεογράφων και της Διεθνούς Χρηματοοικονομικής. Στις ευθύνες του περιλαμβάνονταν η άσκηση ελέγχου στις χρηματοοικονομικές εταιρίες, ο έλεγχος των επιτοκίων, των χρηματοοικονομικών προϊόντων που προσφέρονταν από τις εταιρίες, ο καθορισμός του νομικού πλαισίου εγγύησης καταθέσεων, και γενικότερα όλες οι πτυχές της χρηματοοικονομικής δραστηριότητας. Η Κεντρική Τράπεζα της Ιαπωνίας ήταν υπεύθυνη για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής, ωστόσο η επιρροή του Υπουργείο Οικονομικών ήταν φανερή και συνεπώς η λειτουργία της δεν ήταν ανεξάρτητη[337].

Το χρηματοοικονομικό σύστημα της Ιαπωνίας εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τον τραπεζικό τομέα. Λειτουργικοί, γεωγραφικοί, δομικοί παράγοντες και περιορισμοί στην κίνηση διεθνών κεφαλαίων είναι μερικές από τις αιτίες για τις οποίες συμβαίνει αυτή η εξάρτηση. Το 1998, το 60% της εγχώριας εταιρικής χρηματοοικονομίας, αποτελούταν από τραπεζικά δάνεια, σε αντίθεση με μόλις 10% των ΗΠΑ. Σύμφωνα με το ΔΝΤ [338], οι τράπεζες το 2003 είχαν στην κατοχή τους το 25% των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων.

Επιπρόσθετα, στην Ιαπωνία, κυριαρχούσε το σύστημα Keiretsu, το οποίο όπως θα εξηγηθεί στην συνέχεια, έπαιξε τον ρόλο του για την διόγκωση της κρίσης. Το Keiretsu, πρόκειται για ένα γκρουπ επιχειρήσεων με μικτό μετοχικό κεφάλαιο και κοινό διοικητικό συμβούλιο, το οποίο συνήθως αποτελείται από μία τράπεζα, εταιρία trust, ασφαλιστική εταιρία, και μία βιομηχανική εταιρία, όπως για παράδειγμα στον χώρο του αλουμινίου, χημικών, αυτοκινήτων, κατασκευαστικού τομέα, αγορά ακινήτων και ηλεκτρονικά είδη.

Οι χρηματιστηριακές αγορές παραμένουν υπανάπτυκτες στην Ιαπωνία. Ενώ το 1980, ο όγκος συναλλαγών μεταξύ Τόκυου και Νέας Υόρκης ήταν σε παρόμοια επίπεδα, το 1996 ο όγκος συναλλαγών στο χρηματιστηρίου του Τόκυου έφτανε στο 20% της Νέας Υόρκης. Στο χρηματιστήριο του Τόκυο, συναλλασσόταν συνολικά 70% λιγότερες μετοχές.

Η συμμετοχή ξένων χρηματοοικονομικών εταιριών στην Ιαπωνική αγορά είναι μικρή, σε σύγκριση με άλλα μεγάλα χρηματοοικονομικά κέντρα, κυρίως επειδή οι Ιάπωνες πιστεύουν πως τα επιτόκια τους εξυπηρετούνται καλύτερα όταν οι ξένες εταιρίες δεν συμμετέχουν στην εγχώρια αγορά.

Η Ιαπωνία, το έτος 2012, συγκαταλέγεται στην 4η θέση του παγκόσμιου ΑΕΠ, βάση της λίστας του ΔΝΤ [339].

---

337 για περισσότερες πληροφορίες σχετικά με το Ιαπωνικό χρηματοοικονομικό σύστημα βλ. (Heffernan, 2005, pp. 434-436)

338 (International Monetary Fund, 2003)

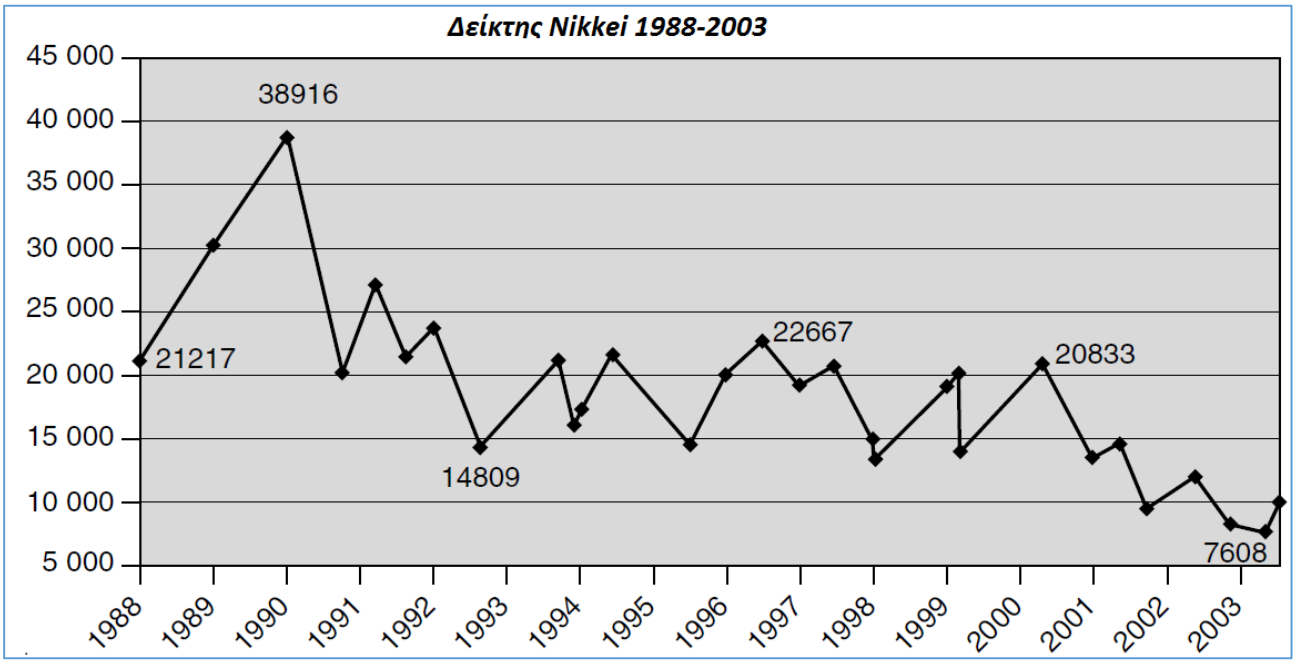
339 Ηλεκτρονική Πηγή: (International Monetary Fund, n.d.)

5.3.2 Δημιουργία Φούσκας

Η πρώτη φάση στην δημιουργία χρηματοοικονομικών φουσκών, είναι η υπέρμετρη αύξηση των τιμών των μετοχών ή των ακινήτων, λόγω πολιτικής ευνοϊκού δανεισμού από την κυβέρνηση ή την Κεντρική Τράπεζα. Η Ιαπωνική κυβέρνηση από τις αρχές της δεκαετίας του 1980 εξαναγκάστηκε να προχωρήσει στην απορρύθμιση των χρηματοοικονομικών αγορών της, εξαιτίας των πιέσεων που της ασκούταν από τις Δυτικές οικονομίες και κυρίως τις ΗΠΑ, για μείωση του εμπορικού της πλεονάσματος, και της συμφωνίας των ΗΠΑ- Ευρωπαϊκή Ένωση για ισότιμη μεταχείριση στις επιχειρήσεις της μίας που εισέρχονται στο χρηματιστήριο της άλλης [340]. Το μεγάλο εμπορικό πλεόνασμα της Ιαπωνίας, οδηγούσε στην μείωση της αξίας του δολαρίου. Αιτία του μεγάλου εμπορικού πλεονάσματος, ήταν η χαλαρή νομισματική πολιτική του Υπουργείο Χρηματοοικονομίας, η οποία στόχευε στην μείωση της αξίας του Ιαπωνικού γιεν έναντι του δολαρίου. Η Ευρωατλαντική συμφωνία αναδείκνυε την αδυναμία του χρηματοοικονομικού συστήματος της Ιαπωνίας, το οποίο χαρακτηρίζονταν από διακρίσεις μεταξύ Ιαπωνικών και ξένων εταιριών, και ουσιαστικά απειλούσε τις ξένες εταιρίες, έναντι των εγχώριων Ιαπωνικών. Ως απόρροια, επενδυτές ανέμεναν από τις Ιαπωνικές αρχές να απορυθμίσουν τις αγορές και να συνεχίσουν την άσκηση χαλαρής νομισματικής πολιτικής.

Με ευνοϊκή πολιτική στην χορήγηση δανείων, η κερδοσκοπική συμπεριφορά "Zaitech" έκανε την εμφάνιση της: Επιχειρήσεις, χρηματοοικονομικές και μη, αγόραζαν χρηματοοικονομικά προϊόντα με δανεισμένα λεφτά (ομόλογα ή δάνεια) επειδή τους σύμφερε περισσότερο απ' ότι να επανεπενδύσουν στην παραγωγή, αγνοώντας τον κίνδυνο οι τιμές κάποια στιγμή να πέσουν. Επίσης επένδυαν και στην αγορά ακινήτων, για να τα χρησιμοποιούν ως εγγυήσεις στις επενδύσεις τους, οδηγώντας στην αύξηση των τιμών του. Χαρακτηριστικά, την περίοδο 1984-89 εκδόθηκαν στην Ιαπωνία χρεόγραφα αξίας 720 δις δολάρια. Οι συναλλαγές μετοχών, ήταν διπλάσιες σε σχέση με τις ΗΠΑ, μία οικονομία δηλαδή με διπλάσιο μέγεθος η οποία βίωνε εκείνη την περίοδο οικονομική άνθηση. Με αυτόν τον τρόπο, τροφοδοτήθηκε η Ιαπωνική χρηματιστηριακή φούσκα. Το 1985, ο δείκτης του Ιαπωνικού χρηματιστηρίου Nikkei, έφτανε στις 1000 μονάδες. Η άνοδος των τιμών οδήγησε σ' ένα ράλι ανόδου του Nikkei, για να εκτοξευτεί τον Σεπτέμβρη του 1989 στις 38916 μονάδες, όπως φαίνεται στο διάγραμμα 5.1.

340 βλ. (Heffernan, 2005, p. 437)



Διάγραμμα 5.1

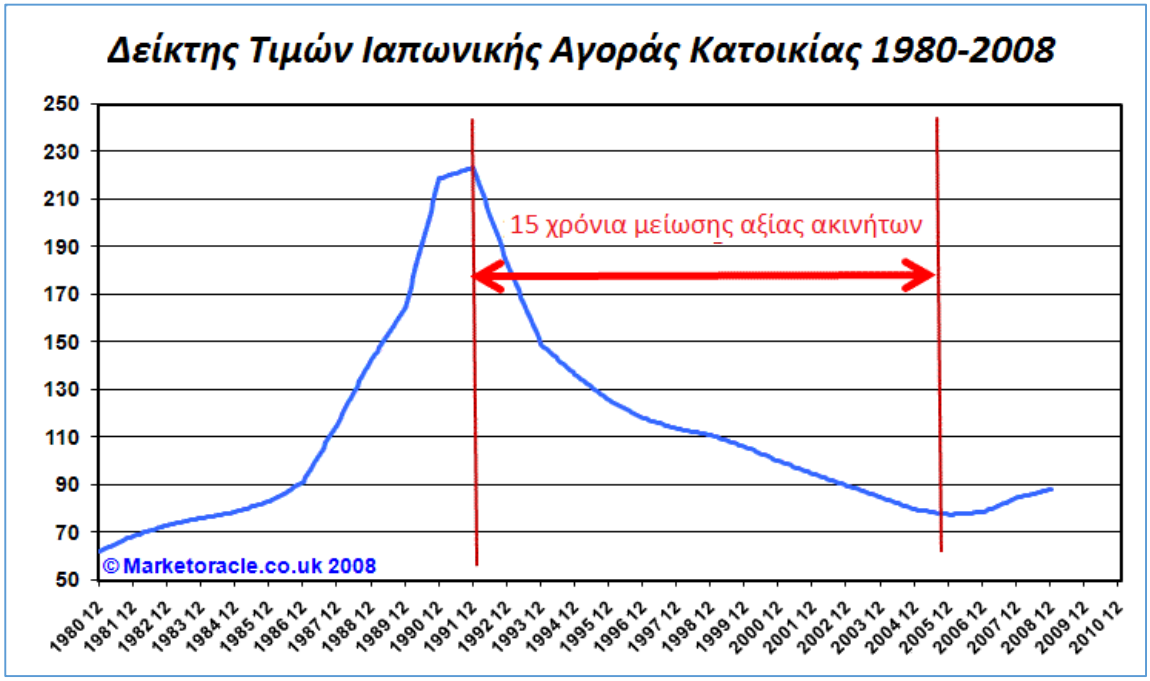
Ο δείκτης του Ιαπωνικού χρηματιστηρίου, Nikkei. Από το 1988, μέχρι τον Σεπέμβρη του 1990 γνώρισε ραγδαία άνοδο, για να εκτοξευτεί στις 38916 μονάδες. Έπειτα όμως καταρρέτει πιο απότομα. Δύο χρόνια αργότερα, βρέθηκε κάτω από τις 15000 μονάδες. Πηγή: (Heffernan, 2005, p. 437)

5.3.3 Έκρηξη Φούσκας και Τραπεζική Κρίση

Το 1989, ο νέος Πρόεδρος της Κεντρικής Τράπεζας της Ιαπωνίας, επηρεασμένος από το Υπουργείο Χρηματοοικονομίας, εξέφρασε ανησυχίες για την υπερθέρμανση της Ιαπωνικής οικονομίας και την απειλή της εμφάνισης πληθωριστικών φαινομένων. Στην Ιαπωνία, όπως και στην Γερμανία, υπάρχει βεβαρυμένο παρελθόν με φαινόμενα υπερπληθωρισμού και συνεπώς κάθε ένδειξη για αύξηση του πληθωρισμού σημαίνει ταυτόχρονα σκληρά μετρά για την καταπολέμησή της. Οι χειρισμοί αυτοί, οδήγησαν στην άμεση κατακόρυφη πτώση του δείκτη Nikkei, όπως φαίνεται και από το διάγραμμα 4.1 . Μέχρι τον Σεπτέμβρη του 1992, ο δείκτης είχε κατρακυλήσει κάτω από τις 15000 μονάδες, 62% λιγότερο δηλαδή από το μέγιστο σημείο που είχε φτάσει, τον Σεπτέμβρη του 1989.

Οι τιμές των ακινήτων ακολούθησαν με ακόμη δραματικότερο τρόπο τον δείκτη Nikkei: Το 1995, οι τιμές ακινήτων είχαν κατρακυλήσει κατά 80% χαμηλότερο απ'ότι το 1989. Σύμφωνα με την ανάλυση του ΔΝΤ [341], μέχρι και το 2002, οι τιμές των ακινήτων στην Ιαπωνική αγορά μειωνόταν με ετήσιο ρυθμό 6.4%. Η πτώση των τιμών των ακινήτων συνεχίστηκε μέχρι και το 2006, όπως φαίνεται και στο διάγραμμα 5.2.

341 από (International Monetary Fund, 2003)



Διάγραμμα 5.2

Η άνοδος και η 15ετής παρατεταμένη πτώση της αγοράς ακινήτων στην Ιαπωνία, συνέπεια της μακράς διάρκειας κρίσης αποπληθωρισμού στην οποία περιήλθε.
Ηλεκτρονική Πηγή: (Walayat, 2009)

Τα κερδοσκοπικά επενδυτικά αποκτήματα με την μέθοδο Zaitech έχασαν την αξία τους, ωστόσο οι υποχρεώσεις των εταιριών στα δάνεια, στα οποία είχαν εκτεθεί, παρέμεναν κανονικά. Ως συνέπεια, οι εταιρίες αυτές άρχισαν να πωλούν μαζικά τα μερίδια μετοχών που κατείχαν, συμβάλλοντας στην ακόμα μεγαλύτερη κατρακύλα των τιμών στο χρηματιστήριο. Πολλές τιμές μετοχών έπεσαν κάτω από τις τιμές άσκησης του δικαιώματος μετατρέψιμων ομολόγων και options αγοράς, γεγονός το οποίο πρακτικά σήμαινε ότι τα δικαιώματα αυτά δεν θα ασκούταν, τα ομόλογα δεν θα μετατρέποταν σε μετοχές, αφήνοντας τις επιχειρήσεις με την υποχρέωση να πρέπει να πληρώσουν τους κατόχους των ομολόγων, όταν αυτά ωριμάσουν, επιδεινώνοντας σημαντικά την ήδη υπάρχουσα κρίση. Η αδυναμία των επιχειρήσεων ν' αποπληρώσουν τα δάνειά τους, οδήγησε την οικονομία της Ιαπωνίας σε μία σοβαρή **τραπεζική κρίση**, η οποία έμεινε άλυτη για πολλά χρόνια [342]. Το ΔΝΤ, 13 χρόνια αργότερα από το ξέσπασμα της κρίσης και χωρίς αυτή να έχει επιλυθεί, κατατάσσει την κρίση αυτή σε αυτό που κατονομάζει ως "εύθραυστο" τραπεζικό σύστημα, με προβλήματα αποθεματικών και άντλησης ρευστότητας.

Πρόβλημα στα Αποθεματικά Τραπεζών

Το πρόβλημα στ' αποθεματικά των τραπεζών, προκαλείται από τους ακόλουθους παράγοντες:

- Υψηλό ποσοστό μη εξυπηρετούμενων δανείων
- Αδύναμη κεφαλαιακή επάρκεια
- Έκθεση σε μετοχές και ακίνητα, είτε άμεσα μέσω ιδιοκτησίας μετοχών, είτε έμμεσα, μέσω χαμηλής αξίας ανταλλάγματος

342 για περισσότερα σχετικά με την τραπεζική κρίση της Ιαπωνίας, βλ. (Heffernan, 2005, pp. 440-441)

Ως συνέπεια, η αξία των περιουσιακών στοιχείων που έχει η τράπεζα στην κατοχή της μειώνεται σε γιγαντιαίο βαθμό. Στην Ιαπωνική οικονομία κατ' αντιστοιχία, παρατηρήθηκαν συγκεκριμένα τ' ακόλουθα [343]:

7. Τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια των υγειών τραπεζών κυμαίνονται μεταξύ 1% και 3%, δείχνοντας πρακτικά ότι όλες οι τράπεζες αντιμετώπιζαν προβλήματα .

8. Η πολιτική που εφάρμοζε το Υπουργείο Χρηματοοικονομίας, ωθούσε ουσιαστικά τις τράπεζες στο να μην γράφουν στους ισολογισμούς τους τα κόκκινα δάνεια, μία πολιτική που στοίχισε ακριβά. Για παράδειγμα, το 1991 τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια αυξάνοταν ενώ ταυτόχρονα οι τράπεζες μείωναν τ' αποθεματικά τους έναντι κακών επενδυτικών στοιχείων. Σύμφωνα με τους Hoshi και Kashyap [344], η προφύλαξη ενισχύθηκε σταδιακά, ωστόσο ακόμα και το 1995, τ' αποθεματικά έναντι απωλειών δανείων κάλυπταν μόνο το 52% των επισφαλών απαιτήσεων στις μεγάλες τράπεζες

9. Η αξία των μετόχων που κρατούσαν οι τράπεζες έπεσε κατακόρυφα, μεγάλος αριθμός των επιχειρήσεων που ακολούθησαν την κερδοσκοπική τακτική zaitech κατέληξαν ν' αδυνατούν ν' αποπληρώσουν τα δάνειά τους, και η αξία των εγγυήσεων (μετοχές και ακίνητα) κατέρρευσε.

Επιπρόσθετα, ο τρόπος που λειτουργούσε ο θεσμός του Keiretsu ήταν προβληματικός. Μέσα στο γκρούπ των επιχειρήσεων, ο τραπεζικός δανεισμός ήταν κανόνας. Επιχειρήσεις με σημαντική δύναμη, είχαν την δυνατότητα φθηνού δανεισμού, με συνέπεια χαμηλά τραπεζικά επιτόκια και συνεπώς κέρδη για την τράπεζα. Ως απόρροια, οι αδύναμες επιχειρήσεις μέσα στο ίδιο γκρουπ, έπαιρναν χαμηλά επιτόκια, τα οποία δεν αντανακλούσαν τον πραγματικό επιχειρηματικό τους κίνδυνο, αν αυτές δρούσαν έξω από το γκρούπ. Μικρομεσαίες και καινοτόμες επιχειρήσεις, εκτός των Keiretsu γκρουπ, συναντούσαν δυσκολίες στην χορήγηση τραπεζικών δανείων, επειδή οι τελευταίες είχαν δεσμεύσει ουσιαστικά το διαθέσιμο κεφάλαιό τους στα μέλη των Keiretsu. Η διαφάνεια ήταν μάλλον άγνωστη λέξη μέσα στα Keiretsu, όπου η μητρική εταιρία έκανε μία αναφορά, χωρίς εκτενείς λεπτομέρειες για τις δραστηριότητες των θυγατρικών της, ενώ συχνά οι ίδιες εγγυήσεις χρησιμοποιούταν για διαφορετικά δάνεια, χωρίς καμία νομική κάλυψη για τους δανειστές, σε περίπτωση πτώχευσης [345]. Χαλαρές λογιστικές διαδικασιών και η έλλειψη διαφάνειας σημαίνει ότι υπάρχει έλλειψη αξιόπιστων πληροφοριών σχετικά με τις συνταξιοδοτικές υποχρεώσεις, τις ταμειακές καταστάσεις και τα χρέη των θυγατρικών.

Οι Peek και Rosengreen [346], χρησιμοποιώντας panel data από το 1993-1999, απέδειξαν μέσω του οικονομετρικού μοντέλου τους, αρκετές από τις παραπάνω υποθέσει. Συγκεκριμένα, κατέληξαν σε τρία συμπεράσματα:

1. Οι τράπεζες, προκειμένου να εξυπηρετήσουν τις πληρωμές επιτοκίων σε αυτές, χορηγούσαν επιπρόσθετη πίστωση σε προβληματικές εταιρίες (πολιτική **evergreening**), αποτρέποντας με αυτόν τον τρόπο το κλείσιμο αυτών των προβληματικών επιχειρήσεων. Με αυτήν την τεχνική ωστόσο, οι τράπεζες αποφεύγουν προβλέψεις επισφαλών δανείων οι οποίες θ' ασκούσαν επιπρόσθετη πίεση στις κεφαλαιακές απαιτήσεις τους.
2. Το κίνητρο για αυτήν την τακτική αυξάνοταν, όταν οι κεφαλαιακοί δείκτες της τράπεζας πλησίαζαν το ελάχιστο επιτρεπόμενο όριο.
3. Εταιρικές συνεργασίες, όπως αυτές των Keiretsu, αύξαναν την πιθανότητα επιτυχούς χορήγησης δανείων, και μάλιστα όσο πιο αδύναμη η συνεταιρική επιχείρηση, τόσο

343 βλ. (Heffernan, 2005, p. 441)
344 βλ. (Hoshi & Kashyap, 1999)
345 βλ. (Heffernan, 2005, p. 442)
346 (Peek & Rosengreen, 1997)

μεγαλύτερη αυτή η πιθανότητα.

Τέλος οι Peek και Rosengreen επιβεβαιώνουν την απουσία σφιχτής ελεγκτικής αρχής, καθώς οι εκάστοτε κυβερνήσεις υπό τον φόβο δημιουργίας ύφεσης και φόβου του κοινού για καταρρεύσεις τραπεζών, ωθούσαν ουσιαστικά τις τράπεζες να συμπεριφέρονται με αυτόν τον τρόπο.

Ένα επιπρόσθετο τραπεζικό πρόβλημα σχετίζεται με την ύπαρξη κρυφών αποθεματικών των συνεταιριστικών επιχειρήσεων. Η αύξηση της αξίας των μετοχών, οδήγησε στην δημιουργία ενός επιπρόσθετου αποθεματικού κεφαλαίου για τις επιχειρήσεις, επειδή η αγοραία αξία των μετοχών υπερέβαινε της αξίας που ήταν γραμμένη στο λογιστικό βιβλίο. Ωστόσο, αυτή η κατάσταση αντιστράφηκε με την κατάρρευση του δείκτη Nikkei. Εκτιμάται, ότι όταν ο δείκτης αυτός βρίσκεται κάτω από τις 13000 μονάδες, τα κρυφά αυτά αποθεματικά τείνουν στο 0. Το 2001, οι τράπεζες εκτιμιόταν ότι κατείχαν μερίδια μετοχών πραγματικής αξίας που υπερέβαινε 1.5 φορά του αρχικού κεφαλαίου τους.

Όσον αφορά το τραπεζικό κεφάλαιο, η τεχνητή χειραγώγηση διόγκωσε το μέγεθος τουTier I και II. Ένα παράδειγμα είναι οι αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις (DTA), ή πιστώσεις έναντι φόρων στα μελλοντικά έσοδα [347]. Τα περισσότερα DTAs οφείλονται σε ζημιές οι οποίες δεν καταγράφονται στο παρόν, αλλά αφήνονται για το μέλλον. Συγκεκριμένα, οι τράπεζες δανείζονται από αναμενόμενα μελλοντικά κέρδη, αλλά μόνο ένα μέρος των ζημιών τους, αφαιρούνται από το κεφάλαιο. Σύμφωνα με το ΔΝΤ, τα DTAs αποτελούν περίπου το ήμισυ των κεφαλαίων Tier I, αλλά δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την κάλυψη των ζημιών σε περίπτωση που μια τράπεζα καταρρεύσει.

Επίσης, χαμηλή κερδοφορία σημαίνει πρακτικά ότι πολύ λίγα κεφάλαια έχουν αυξηθεί μέσω έκδοσης νέων μετοχών. Αντίθετα, εκδίδονται χρηματοοικονομικοί τίτλοι , κερδίζοντας το ενδιαφέρον (π.χ. προνομιούχοι τίτλοι) και συνήθως πωλούνται σε άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Αυτοί, αντιμετωπίζονται ως κεφάλαια Tier I. Μέχρι οι τράπεζες να γίνουν πιο επικερδείς, είναι απίθανο οι τράπεζες να είναι σε θέση να συγκεντρώσουν κεφάλαια μέσω έκδοσης μετοχών. Τέλος, κεφάλαια Tier II διογκώνονται από την διαχείριση προβλέψεων για δάνεια, ως μέρος της κατηγορίαςTier II [348].

Προβλήματα Άντλησης Ρευστότητας

Πρόβλημα ρευστότητας τραπεζών πηγάζει από την χαμηλή τους κερδοφορία, γεγονός το οποίο τις αποτρέπει να εγγράφουν τα κακά χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία και ν' αυξάνουν το κεφάλαιό τους. Η απόδοση των Ιαπωνικών τραπεζών την περίοδο 1998-2003 ήταν εξαιρετικά φτωχή. Σε αυτή την περίοδο, οι δείκτες ROA και ROE, ήταν και οι δύο κατά μέσο όρο αρνητικοί (με εξαίρεση δύο χρονιές), σε αντίθεση με τις υπόλοιπες χώρες της G-7. Σε όρους χρηματοοικονομικής δύναμης (πιστοληπτική αξιολόγηση), η Moody's βαθμολογούσε τις Ιαπωνικές Τράπεζες μεταξύ D- και E+, σε σύγκριση με A- και C+ για τις υπόλοιπες χώρες της G-7.

5.3.4 Πολιτικές Αντιμετώπισης

Η αρχική πολιτική διαχείρισης της Τραπεζικής κρίσης της Ιαπωνίας, ενέχει χαρακτηριστικά τα οποία συναντώνται στις περισσότερες χώρες οι οποίες αντιμετωπίζουν τραπεζική/χρηματοοικονομική κρίση. Σε αυτά, περιλαμβάνονται [349]:

---

347 βλ. (International Monetary Fund, 2003, p. 18)
348 βλ. (Heffernan, 2005, pp. 443-444)
349 βλ. (Heffernan, 2005, p. 439)

- ✓ Η διάσπαση προβληματικών τραπεζών σε "καλό" και "κακό" κομμάτι
- ✓ Κλείσιμο ή εθνικοποίηση τραπεζών (λίγες σε αριθμό, και αργά χρονικά σε σχέση με το ξέσπασμα της κρίσης)
- ✓ Νέοι νόμοι και διαδικασίες, όπως κινήσεις που στοχεύουν σε διορθωτικές κινήσεις για το κλείσιμο τραπεζών, αν και μια πολιτική "πολύ μεγάλη τράπεζα για να κλείσει" είχε ήδη υιοθετηθεί.
- ✓ Εγγύηση καταθέσεων, για την φραγή στην κατάρρευση τραπεζών
- ✓ Ανακεφαλαιοποίηση τραπεζών και νέες διαδικασίες που στοχεύουν στη βελτίωση της αναδιάρθρωσης των δανείων, των προβλέψεων και γενικότερα στην καλύτερη εταιρική διακυβέρνηση.
- ✓ Συγχωνεύσεις τραπεζών (άργησε χρονικά να συμβεί, επειδή όλες οι τράπεζες ήταν προβληματικές την στιγμή της κρίσης, και συνεπώς ήταν δύσκολη η επίτευξη συγχωνεύσεων).

Για την αντιμετώπιση κακών ισολογισμών των συνεταιριστικών επιχειρήσεων το Χρηματοοικονομικό Ελεγκτικό Πρακτορείο, (Financial Supervisory Agency) προσπάθησε να ενθαρρύνει τις τράπεζες να αξιολογούν τα δάνεια, βάση των εκτιμώμενων ταμειακών ροών της δανειζόμενης εταιρείας, στοχεύοντας στην βελτίωση της ποιότητας των τραπεζικών ισολογισμών και την βελτίωση της ποιότητας των νέων δανείων.

Για την αντιμετώπιση των κρυφών αποθεματικών ταμείων, μέσω της ύπαρξης διαφοράς, όπως αναφέρθηκε παραπάνω, μεταξύ αγοραίας και πραγματικής αξίας μετοχών, επιβλήθηκαν στις τράπεζες τα παρακάτω [350]:

- ✓ Από τον Σεπτέμβιο του 2001, πρέπει υποχρεωτικά ν' αφαιρούν τυχόν απώλειες από μετοχές, από την κεφαλαιακή τους βάση. Αυτή η υποχρέωση επηρεάζει αρνητικά τους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας των κανόνων Βασιλείας.
- ✓ Από το 2002, οι τράπεζες έπρεπε να δημοσιεύουν τα μερίδια τους σε μετοχές, ακόμα κιαν αυτές δείχνουν απώλειες.
- ✓ Από τον Σεπτέμβρη του 2004, το ποσοστό των μεριδίων σε μετοχές, δεν πρέπει να υπερβαίνει το κεφάλαιο Tier I.
- ✓ Κρυφά χρέη θυγατρικών και συντάξεις να εμφανίζονται στους ισολογισμούς, μέσω λογιστικών αλλαγών.

Ο αργός ρυθμός των μεταρρυθμίσεων σε συνδυασμό με την αποτυχία των κυβερνήσεων να κλείσουν αφερέγγυες εταιρίες και τράπεζες, σύμφωνα με τον Hefferman, συνέβαλαν σε μια σοβαρή ύφεση παρατεταμένης διάρκειας στην Ιαπωνία. Ο καρκίνος σε τόσα πολλά από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα της Ιαπωνίας αντανακλάται στην διαρκώς επιδεινώμενη μακροοικονομική αδυναμία της χώρας από τις αρχές της δεκαετίας του 1990.

Τέσσερα χρόνια μετά την έκρηξη της χρηματοοοικονομικής φούσκας, η Ιαπωνία ταλανίζεται από το πρόβλημα του αποπληθωρισμού, εξαιτίας της διαδικασίας απομόχλευσης που ακολουθήθηκε. Ο αποπληθωρισμός αντανακλά κατάρρευση της ζήτησης, πτώση των τιμών η οποία οδηγεί τους καταναλωτές να αναβάλουν τις αγορές τους, οδηγώντας σε μία σπειροειδή πτώση της αδύναμης ζήτησης και περαιτέρω μειώσεων των τιμών. Αυτό το αποτέλεσμα είναι ιδιαίτερα επιβλαβές για οικονομίες με υψηλά επίπεδα χρέους, όπως ανακάλυψε και η Ιαπωνία με επώδυνο τρόπο. Η πραγματική αξία του χρέους μεγαλώνει, ενώ οι τιμές πέφτουν, ακριβώς το αντίθετο απ' ό,τι χρειάζεται μία χώρα η οποία είναι ήδη επιβαρυμένη από υπερβάλλοντα χρέη. Ο συνδυασμός της πτώσης των τιμών των ακινήτων με την πιστωτική συστολή αναγκάζει τους οφειλέτες να περικόψουν τις δαπάνες τους και να πουλήσουν στοιχεία του ενεργητικού τους, κινήσεις οι οποίες με τη σειρά

350 βλ. (Heffernan, 2005, p. 443)

τους πιέζουν προς τα κάτω τις τιμές της στεγαστικής αγοράς αλλά και των άλλων αγορών. Ο Αμερικανός οικονομολόγος Irving Fisher ήδη από το 1933 είχε υποστηρίξει ότι ένας τέτοιος φαύλος κύκλος μπορεί να οδηγήσει την οικονομία σε ύφεση. Μία γενικευμένη πτώση στις τιμές καταναλωτή μπορεί να επιδεινώσει την κατάσταση. Καθώς οι κεντρικές τράπεζες δεν μπορούν να μειώσουν τα επιτόκια κάτω από το μηδέν, ο αποπληθωρισμός αυξάνει τα πραγματικά επιτόκια, επιβραδύνοντας περαιτέρω την οικονομία και αυξάνοντας την πραγματική αξία των χρεών [351].

Μέχρι το 2001, η κυβέρνηση είχε δαπανήσει περίπου 500 δισ. ευρώ σε άμεση ενίσχυση των τραπεζών, ή περίπου 17% του ετήσιου ΑΕΠ της Ιαπωνίας, δαπανώντας και άλλα 200 δισεκατομμύρια δολάρια σε εγγυήσεις δανείων. Από τότε, είναι δύσκολο να εκτιμηθεί το μέγεθος της δημοσιονομικής εκτροπής. Οι δαπάνες έχουν χρηματοδοτήθηκαν από κρατικά ομόλογα, καθώς οποιεσδήποτε φορολογικές αυξήσεις θα συμπιέσουν την οικονομία ακόμη περισσότερο (και υπήρξαν κάποιες φορολογικές περικοπές). Αυτό έχει οδηγήσει σε αύξηση του δημόσιου χρέους και δημοσιονομικού ελλείμματος. Το 1999, το δημόσιο χρέος ως ποσοστό επί του ετήσιου ΑΕΠ ήταν 100%, φτάνοντας στο 113% το 2002, σχεδόν διπλάσιο από το μέσο όρο και σε άλλες οικονομίες της G-7. Το πραγματικό χρέος είναι ακόμα μεγαλύτερο, αν σε αυτό συμπεριληφθεί και χρέη που πραγματοποιήθηκαν από ιδρύματα που συνδέονται με χαμηλότερα κλιμάκια της Ιαπωνικής κυβέρνησης [352]. Το χρέος της χώρας ως προς το ΑΕΠ, τον Μάρτιο του 2011 άγγιξε το 200%, για να σκαρφαλώσει, 2 χρόνια ακριβώς μετά, στο 230% του ΑΕΠ, σύμφωνα με τον Διοικητή της Κεντρικής Τράπεζας της Ιαπωνίας [353].

Η ανεργία, όπως είναι αναμενόμενο σε περιόδους ύφεσης, εκτοξεύτηκε στην μέγιστη τιμή της, στο 5.6% το 2001, διπλασιάζοντας το ποσοστό της μεταπολεμικής περιόδου. Στην ίδια τιμή σχεδόν, έφτασε και τον Ιούλιο του 2009, όπως φαίνεται στο διάγραμμα 5.3, αποτέλεσμα της παρατεταμένης περιόδου αποπληθωρισμού και αστάθειας της Ιαπωνικής οικονομίας.

Διάγραμμα 5.3

Δείκτης ανεργίας στην Ιαπωνία.

Ηλεκτρονική πηγή: (Economic Research Federal Reserve Bank of St. Louis, 2012)

351 βλ. ηλεκτρονική πηγή: (news.kathimerini.gr, 2008)
352 βλ. (Heffernan, 2005, p. 448)
353 Σύμφωνα με τα στοιχεία του ΟΟΣΑ, βλ. ηλεκτρονική πηγή: (OECD, 2013)

5.3.5 Abenomics

Στις αρχές του 2013, η νεοεκλεχθείσα ιαπωνική κυβέρνηση του Ένζο 'Αμπε αποφασίζει την εφαρμογή μιας διαφορετικής πολιτικής, από αυτής της δημοφιλούς για την εποχή, εφαρμογής μέτρων λιτότητας και δημοσιονομικής πειθαρχίας (βασισμένη σε έρευνα κορυφαίων οικονομολόγων του Harvard, η οποία ωστόσο αμφισβητήθηκε και για την ουσία της αλλά και για την ορθότητα της, αφού ερευνητές εντόπισαν λάθη σε αυτοί, βλ. ΠΛΑΙΣΙΟ Χ).

ΠΛΑΙΣΙΟ Χ: "ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΣΕ ΚΑΙΡΟ ΧΡΕΟΥΣ" ΚΑΙ ΑΜΦΙΣΒΗΤΗΣΗ

Η πολιτική αυτή, έγινε εξαιρετικά δημοφιλής, λόγω της έρευνας των κορυφαίων οικονομολόγων του πανεπιστημίου Harvard, Κένεφ Ρογκόφ και Κάρμεν Ράινχαρτ, "*ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΣΕ ΚΑΙΡΟ ΧΡΕΟΥΣ"* (GROWTH IN A TIME OF DEPT), η οποία δημοσιεύτηκε στο National Bureau of Economic Research, τον Ιανουάριο του 2010. Τα αποτελέσματα της έρευνας τους, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η ανάπτυξη μειώνεται κατά 0.1% σε μέσο όρο, όταν το δημόσιο χρέος υπερβαίνει το 90% του ΑΕΠ [354].

Ωστόσο, ερευνητές του Πανεπιστημίου της Μασαχουσέτης (University of Massachusetts Amherst Άμχερστ, Τόμας Χέρντον (Thomas Herndon), Ρόμπερτ Πόλιν (Robet Pollin) και Μίκαελ Ας (Michael Ash) (Herndon, et al., n.d.), δήλωσαν ότι επανέλαβαν το μοντέλο ανάλυσης, χρησιμοποιώντας τα ίδια στοιχεία, και κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η ανάπτυξη όχι μόνο δεν μειώνεται, αλλά αυξάνεται κατά 2.2%, κατηγορώντας τους ερευνητές του πανεπιστημίου Χάρβαρντ (Harvard) για επιλεκτικό αποκλεισμό στοιχείων, λάθη στον κώδικα και μη συμβατική στάθμιση των στατιστικών περιλήψεων, τα οποία οδήγησαν σε σοβαρά λάθη. Οι δύο οικονομολόγοι του Χάρβαρντ, παραδέχτηκαν λάθη στο excel, αλλά απέρριψαν κατηγορηματικά την κριτική για τον επιλεκτικό αποκλεισμό στοιχείων, και επέμεναν για την ορθότητα της αντισυμβατικής μεθόδου στάθμισης που χρησιμοποίησαν. Ωστόσο η νέα αυτή έρευνα του Πανεπιστημίου της Μασαχουσέτης Άμχερστ, προκάλεσε έντονη ακαδημαϊκή διαμάχη και αμφισβήτηση της αποτελεσματικότητας των πολιτικών λιτότητας [355].

Η οικονομική πολιτική που εφάρμοσε, θα μείνει γνωστή στην ιστορία ως Abenomics, από το όνομα του πρωθυπουργού της χώρας και την λέξη οικονομία. Τα Abenomics, φιλοδοξούν να επιλύσουν τα μακροοικονομικά προβλήματα που ταλαιπωρούν για χρόνια την χώρα, μέσω χάραξης νομισματικών, δημοσιονομικών και αναπτυξιακών στρατηγικών που στοχεύουν στην ενθάρρυνση των ιδιωτικών επενδύσεων και στην αύξηση των τιμών, δίνοντας τέλος στον αποπληθωρισμό πυροδοτώντας την ανάπτυξη [356]. Στις πολιτικές αυτές, οι οποίες χαρακτηρίζονται από την επιθετική δράση των κεντρικών τραπεζών και την αύξηση των κρατικών δαπανών, συμπεριλαμβάνονται [357]:

1. Στόχευση του πληθωρισμού σε ετήσιο ποσοστό 2%
2. Διόρθωση της ανατιμημένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του γιέν (Στρατηγική υποτίμησης του, ώστε το νόμισμα και συνεπώς οι εξαγωγές να γίνουν περισσότερο ανταγωνιστικές)
3. Καθορισμό αρνητικών επιτοκίων
4. Ποσοτική χαλάρωση

[354] Προσβάσιμη από (Reinhart & Rogoff, 2010)
[355] Πηγή: (Égert, 2012)
[356] Ηλεκτρονική πηγή: (McLannahan, 2013)
[357] Βλ. (Fensom, 2012)

5. Επέκταση ιδιωτικής επένδυσης
6. Εξαγορά ομολόγων επιχειρήσεων που σχετίζονται με τον κατασκευαστικό κλάδο, από την Κεντρική Τράπεζα της Ιαπωνίας.
7. Αναθεώρηση του νομοθετικού πλαισίου της Κεντρικής Τράπεζας

Τα μέτρα αυτά, θα αυξήσουν φυσικά το δημοσιονομικό έλλειμμα της χώρας, κατά 11.5% του ΑΕΠ της Ιαπωνίας, όπως εκτιμάται [358].

Η κυβέρνηση Άμπε έχει επίσης προτείνει μεταρρυθμίσεις που αναμένεται να καταστήσουν την αγορά εργασίας περισσότερο ευέλικτη, ενθαρρύνοντας την μετανάστευση, φέρνουν στην πρώτη γραμμή τα εργοστάσια πυρηνικής ενέργειας και προσελκύουν περισσότερες γυναίκες στο εργατικό δυναμικό [359].

Ένα επιπρόσθετο βασικό στοιχείο της αναπτυξιακής του στρατηγικής, που αναμένεται να εγκριθεί, είναι να κάνει τα πράγματα πιο εύκολα για όσους είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν το ρίσκο, προωθώντας **φορολογικά κίνητρα** για να επενδύσουν οι επιχειρήσεις σε venture-capital funds. Θα προωθήσει επίσης μία «εκλογίκευση» του συστήματος όπου τα δάνεια για μικρές επιχειρήσεις πρέπει να στηρίζονται από προσωπικές εγγυήσει, ζητώντας από τις εμπορικές τράπεζες να υιοθετήσουν ένα καθεστώς όπου **οι δανειζόμενοι θα μπορούν να απαλλαχθούν από την απαίτηση για προσωπικές εγγυήσεις** εάν δίνουν τακτικές αναφορές για τις ροές ρευστότητας και δεν δίνουν στον εαυτό τους μεγάλο μισθό [360].

Τα πρώτα σημάδια των Abenomics κρίνονται εξαιρετικά ενθαρρυντικά για την έξοδο της Ιαπωνίας από την 15ετή κρίση. Το ΑΕΠ της Ιαπωνίας επεκτείνεται την περίοδο Ιανουαρίου-Μαρτίου του 2013, καθώς τα κέρδη από τις καταναλωτικές δαπάνες και η ανάκαμψη των εξαγωγών βοηθά την οικονομία να ανακτήσει την πορεία της σε σχέση με την ύφεση που αντιμετώπιζε το περασμένο έτος. “Αναμένουμε πως η οικονομία θα συνεχίσει να ανακάμπτει, καθώς η βελτίωση στις εξαγωγές, η οικονομική τόνωση και η νομισματική πολιτική θα ενισχύσουν την εμπιστοσύνη”, αναφέρεται σε έκθεση του υπουργικού συμβουλίου. Η κυβέρνηση ανακοίνωσε ότι οι εξαγωγές παρουσιάζουν σημάδια ανάκαμψης, καθώς η ασθενής κατάσταση του γιεν ωθεί τις μαζικές εξαγωγές αυτοκινήτων, χάλυβα και χημικών ουσιών, αναφέρεται στην έκθεση του υπουργικού συμβουλίου. Στην έκθεση αναφέρεται επίσης ότι η βιομηχανική παραγωγή ανακάμπτει σταδιακά [361].

Η Κεντρική Τράπεζα της Ιαπωνίας, ανακοινώνει τον Απρίλιο του 2013 ότι θα επεκτείνει τον ισολογισμό της παίρνοντας μακροπρόθεσμα ομόλογα και χρεόγραφα. Η τράπεζα συγχώνευσε, επιπρόσθετα, τα σχέδια για τα ενεργητικά στοιχεία και τις αγορές και ανέστειλε έναν κανόνα που απαγόρευε την αγορά μακροπρόθεσμων χρεών. Οι νέες αγορές των 60-70 τρισεκατομμύρια γιέν, θα διπλασιάσουν την νομισματική βάση της για περίοδο δύο χρόνων Η νέα κίνηση, σύμφωνα με την ανακοίνωση, θα δώσει ώθηση, στην οικονομική δραστηριότητα της χώρας και θα βοηθήσει ώστε να βγει η χώρα από τον αποπληθωρισμό που διήρκησε περίπου 15 χρόνια.

Τέλη Μάη του 2013, η Κεντρική Τράπεζα της Ιαπωνίας (BoJ) δεσμεύεται να διατηρήσει το φιλόδοξο πρόγραμμα της ποσοτικής χαλάρωσης της, τονίζοντας ότι οι οικονομικές συνθήκες στη χώρα έχουν βελτιωθεί, επικαλούμενη τη βελτίωση των εξαγωγών, των καταναλωτικών δαπανών και των

---

[358] Βλ. (Wolf, 2013)

[359] Ηλεκτρονική πηγή: (McLannahan, 2013)

[360] Ήδη όμως, υπάρχουν έντονες αντιδράσεις. Οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί θέλουν να χρεώνουν υψηλότερο επιτόκιο για όσους δεν παράσχουν προσωπικές εγγυήσεις, ενώ η κυβέρνηση διαφωνεί. Ηλεκτρονική πηγή: (financial times, 2013)

[361] Ηλεκτρονική Πηγή: (Bank Of Japan, 2013)

ιδιωτικών επενδύσεων . Οι αγορές αντέδρασαν στην ανακοίνωση των νέων μέτρων, με το γιέν να πέφτει περίπου 30% από το Νοέμβριο, έναντι του δολαρίου, ενώ ο δείκτης Nikkei σκαρφαλώνει στο ψηλότερο 5ετίας, σπάζοντας τον φραγμό των 15,000 μονάδων. Το ίδιο διάστημα, η κυβέρνηση της Ιαπωνίας ανέφερε ετήσιο ρυθμό ανάπτυξης 3,5% για τους πρώτους τρεις μήνες του 2013, πολύ ταχύτερο από το 2,7% που ανάμεναν οι αναλυτές.

Ο νομπελίστας οικονομολόγος Stiglitz, δηλώνει σε συνέντευξη του πώς είναι πιο αισιόδοξος για το οικονομικό πρόγραμμα της Ιαπωνίας [362], στο παγκόσμιο δυσμενές περιβάλλον του 2ου τριμήνου του 2013, εξαιτίας του διευρυμένου προγράμματος της ποσοτικής χαλάρωσης, της δημοσιονομικής πολιτικής και της επιδιόρθωσης του χρηματοπιστωτικού τους συστήματος που εφαρμόζονται ταυτόχρονα, συνιστώντας αποτελεσματική αναπτυξιακή πολιτική[363].

Ως επίλογο στην Ασιατική κρίση, παρουσιάστηκε η νέα οικονομική πολιτική των Abenomics, η οποία την στιγμή που γράφεται το παρόν κείμενο, εκφράζει την ελπίδα για την οικονομική ανάκαμψη της Ιαπωνίας και την έξοδο της από την 15ετή κρίση αποπληθωρισμού. Είναι νωρίς ακόμα για να ισχυριστούμε με βεβαιότητα πώς τα Abenomics θα λύσουν το πρόβλημα, καθώς σίγουρα αυτό θα εξαρτηθεί όχι μόνο από τους χειρισμούς της Ιαπωνικής κυβέρνησης, αλλά και από τις επιχειρηματικές κινήσεις και φυσικά από το παγκόσμιο μακροοικονομικό περιβάλλον, το οποίο είναι εξαιρετικά δυσμενές με την Ευρωζώνη να εισέρχεται σε ισχνή ανάπτυξη (και συνεπώς συρρίκνωση του ΑΕΠ) και τις ΗΠΑ να προσπαθούν ν' αποφύγουν τον δημοσιονομικό γκρεμό, και συνεπώς την αυτόματη επιβολή μέτρων λιτότητας.

5.4 Συστημική Τραπεζική Κρίση: Σκανδιναβική Κρίση

5.4.1 Εισαγωγή

Οι Σκανδιναβικές χώρες, στα τέλη της δεκαετίας του 1980 και στις αρχές της δεκαετίας του 90, βίωσαν την δική τους συστημική τραπεζική κρίση. Συγκεκριμένα, Φινλανδία, Νορβηγία και Σουηδία αντιμετωπίζουν προβλήματα με τις συστημικές τους τράπεζες, καθώς οι μεγαλύτερες τράπεζες των χωρών αυτών αντιμετωπίζουν προβλήματα με την κεφαλαιακή τους ρευστότητα. Μόνη εξαίρεση αποτελεί η Δανία, η οποία αντιμετώπισε μεν κάποια προβλήματα, ωστόσο η κρίση δεν μετατράπηκε σε συστημική.

Το χρηματοοικονομικό περιβάλλον των χωρών αυτών πριν το ξέσπασμα της κρίσης, μοιράζεται κάποια κοινά στοιχεία με την κρίση που σημειώθηκε στην Νοτιοανατολική Ασία. Πριν το ξέσπασμα το κρίσης, οι ρυθμοί ανάπτυξης των χωρών αυτών ήταν σταθερά υψηλά θετικοί, με ρυθμούς που ανέρχοταν μεταξύ 4% και 6%. Η αύξηση της πίστωσης ελέγχοταν από την κυβέρνηση, ωστόσο αυτό έπαψε να ισχύει από τα μέσα της δεκαετίας του 1980. Το πραγματικό επιτόκιο ήταν πολύ χαμηλό, και σε μερικά χρόνια υπήρξε ακόμα και αρνητικό. Όταν οι ποσοτικοί περιορισμοί περιορίστηκαν, σημειώθηκε εκτόξευση του δανεισμού, η οποία πυροδότησε αύξηση των τιμών στα ακίνητα και στις μετοχές. Εγγύηση στην πίστωση, ήταν συνήθως η ιδιοκτησία. Όσο οι δείκτες των τιμών των ακινήτων ανέβαιναν στα ύψη, τόσο περισσότερο αυξανόταν ο δανεισμός.

Οι τράπεζες από την μεριά τους, ήταν πρόθυμοι δανειστές. Ένας συνδυασμός παραγόντων ήταν αιτία που αυτό συνέβη: Μόλις οι τράπεζες είχαν απελευθερωθεί από ένα σημαντικό αριθμό περιορισμών των δραστηριότατων τους, όπως έλεγχος στην ανάληψη κινδύνων. Υπάρχουν φήμες, ότι το

---

[362] Σε σχέση με το οικονομικό πρόγραμμα των Η.Π.Α

[363] το άρθρο στοχεύει στην άσκηση κριτικής για την διαρθρωτική πολιτική που εφαρμόζεται στις ΗΠΑ Ηλεκτρονική Πηγή: (euro2day, 2013)

προσωπικό έπαιρνε πριμ και προαγωγή, όσο περισσότερο χορηγούσε δάνεια. Η ψευδαίσθηση ασφαλείας που δημιουργούσαν οι διασφαλίσεις, σίγουρα έπαιξε και αυτή τον ρόλο της. Επιπρόσθετα, οι μη χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις ήταν υψηλά μοχλευμένες και ως απόρροια, όταν η κρίση ξέσπασε, προκλήθηκαν μαζικές πτωχεύσεις επιχειρήσεων. Ο Pesola [364] σημειώνει ότι στην Νορβηγία και στην Σουηδία, το 75% των δανειακών απωλειών των τραπεζών, προέρχοταν από πτωχεύσεις των επιχειρήσεων.

Παρ' όλο που ήταν προφανής η χρηματοοικονομική φούσκα, η δημοσιονομική πολιτική ήταν χαλαρή, ενώ η νομισματική πολιτική ήταν προσανατολισμένη αποκλειστικά στην χρήση των επιτοκίων για την διατήρηση σταθερούς συναλλαγματικής ισοτιμίας. (παραπομπή, ειδικά στην περίπτωση της Σουηδικής κορώνας, έναντι του Γερμανικού μάρκου). Όπως και στην περίπτωση της Ασιατικής κρίσης, αγνοήθηκαν οι κίνδυνοι της διατήρησης σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας, οι οποίοι έχουν την δυνατότητα να οδηγήσουν σε νομισματική κρίση.

Δελεασμένες από τα ελκυστικά επιτόκια, τράπεζες και μη χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις δανείζονταν σε ξένα νομίσματα. Περισσότερο εκτεθειμένη ήταν η Σουηδία, όπου ο μισός τραπεζικός δανεισμός γίνοταν σε ξένα νομίσματα [365].

5.4.2 Κρίση

Οικονομικά σοκ σε όλες τις Σκανβιναδικές χώρες, προκάλεσαν την έκρηξη της φούσκας. Η Νορβηγία ήταν το πρώτο θύμα, με αφορμή την απότομη πτώση των τιμών του πετρελαίου στην παγκόσμια αγορά την περίοδο 1985-86. Η ξαφνική κατάρρευση της Σοβιετικής Ένωσης το 1990 προκάλεσε την συντριβή στις εξαγωγές της Φινλανδίας και (σε μικρότερο βαθμό) της Σουηδίας.

Το γεγονός αυτό, οδήγησε τις δύο αυτές χώρες σε σοβαρές υφέσεις, η οποία γίνεται εμφανής στους ρυθμούς ανάπτυξης του ΑΕΠ τους, οι οποίοι ήταν αρνητικοί μεταξύ του 1991 και του 1993. Η χειρότερη χρονιά της Φινλανδίας ήταν το 1991, όταν το πραγματικό της ΑΕΠ μειώθηκε κατά 6,3%. Στη Σουηδία, τα αριθμητικά στοιχεία είναι λιγότερο δραματικά: το ΑΕΠ μειώθηκε κατά 1,1% το 1991 και 2,4% το 1993. Και οι δύο χώρες ανέκαμψαν γρήγορα: οι ρυθμοί αύξησης του ΑΕΠ ήταν 4% το 1994. Ο ρυθμός ανάπτυξης της Νορβηγίας έπεσε πολύ νωρίτερα, αλλά η μείωση ήταν αισθητά μικρότερη: 0,1% κατά την περίοδο της κρίσης τους, από το 1988 έως το 1992 (βλ. πίνακα 5.4) . Και οι τρεις αυτές χώρες αύξησαν τα επιτόκιά τους, σε μία προσπάθεια να προστατεύσουν τα νομίσματά τους μετά την Γερμανική αύξηση των επιτοκίων, η οποία, σε συνδυασμό με τα γενικά χαμηλότερα επιτόκια, προκάλεσε αύξηση του κόστους δανεισμού. Το φθινόπωρο του 1992, η Σουηδία και η Φινλανδία αντιμετώπισαν σοβαρή νομισματική κρίση. Αυτό το γεγονός συνέπεσε με την έναρξη της συστημικής τραπεζικής κρίσης στη Σουηδία, ενώ η Φινλανδία είχε ήδη εισέλθει στην φάση της συστημικής κρίσης.

Στον πίνακα 5.4 συνοψίζονται τα κυριότερα χαρακτηριστικά της κρίσης για τις τρείς αυτές χώρες:

---

[364] Στο άρθρο (Pesola, 2001)

[365] Βλ. (Heffernan, 2005, p. 450) και (Douglas & Allen, 2007, pp. 14-15)

	Νορβηγία	**Φινλανδία**	**Σουηδία**
Περίοδος Κρίσης	1988-1992	1991-1993	1991-1993
% Πτώση του ΑΕΠ κατά την κριση	-0.1%	-10.4%	-5.3%
Νομισματική Κρίση?	Όχι	Ναι	Ναι
Περίοδος μετάβασης από την κρίση στην κερδοφορία για τις τράπεζες	2	4	2
% επί του συνόλου των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων, τα οποία ελέγχονται από τις υπό κατάρρευση τράπεζες στην κρίση	61%	96-97%	>90%
Ρευστοποίηση τραπεζικών περιουσιακών στοιχείων	Ναι (1%)	Όχι	Όχι
Εθνικοποίηση τραπεζών	Den Norske, Christiania Bank, Fokus	Skopbank, Savings Bank of Finland	Nordbanker, Gota

Πίνακας 5.4

Τα κυριότερα χαρακτηριστικά των συστημικών κρίσεων που έπληξαν τις χώρες της Σκανδιναβίας. Δεν περιλαμβάνεται η Δανία, η τραπεζική κρίση της οποίας δεν μετατράπηκε σε συστημική.
Πηγή:
(Heffernan, 2005, p. 451) [366]

Για την Νορβηγία, την πρώτη χρονικά χώρα που έπληξε η κρίση, αυτή ξεσπά το φθινόπωρο του 1998, όταν απώλειες δανείων των, μεσαίου μεγέθους, εμπορικών τραπεζών της οδήγησε σε αφανισμό του 25% του μετοχικού κεφαλαίου τους ενώ δύο περιφερειακά ταμιευτήρια έχασαν το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων τους. Η Νορβηγία δεν διέθετε κάποιο κυβερνητικό ασφαλιστικό πρόγραμμα. Αντ 'αυτού, υπήρχαν δύο ιδιωτικά ιδρύματα, ένα εμπορικό ίδρυμα, η Εμπορική Τράπεζα Εγγύησης Καταθέσεων και ένα ίδρυμα αποταμιεύσεων, η Αποταμιευτική Εγγυητική Τράπεζα (Savings Bank Guarantee). Αυτά τα δύο ιδρύματα αναμίχθηκαν με την παροχή κεφαλαιακής στήριξης, σε τράπεζες που επρόκειτω να συγχωνευθούν. (παραπομπή. Σε αυτήν την περίπτωση, ιδιώτες ανέλαβαν την παροχή κεφαλαιακής ενίσχυσης, στοιχείο που δεν συναντήσαμε στις προηγούμενες περιπτώσεις που μελετήσαμε) Κατά την διάρκεια της περιόδου 1989-1990, παρείχαν στήριξη σε 11 τράπεζες, οι οποίες συγχωνεύτηκαν με υγιείς τράπεζες. Όσο ο αριθμός των προβληματικών τραπεζών αυξάνοταν, ήταν ξεκάθαρο ότι αυτά τα ιδιωτικά ιδρύματα δεν μπορούσαν να σηκώσουν στους ώμους τους, αποκλειστικά, το βάρος της παροχής βοήθειας. Τον Ιανούαριο του 1991, ιδρύθηκε το Κυβερνητικό Τραπεζικό Ασφαλιστικό Ταμιευτήριο (GBIF) . Αρχικά παρείχε δάνεια στα δύο αυτά ιδιωτικά ιδρύματα, αλλά με τον καιρό αυτά τα δάνεια άρχισαν ν'αποτελούν περισσότερο επιβάρυνση παρά βοήθεια, (αφού ουσιαστικά χρηματοδοτούσαν εμμέσως, μέσω των ιδιωτικών ιδρυμάτων, τις προβληματικές τράπεζες) το GBIF ξεκίνησε να παρέχει απευθείας βοήθεια.

[366] Όσον αφορά την νομισματική κρίση στην Σουηδία, στον πίνακα του Heffernan η επιλεγμένη τιμή είναι Όχι. Κρίνοντας ωστόσο από τα γεγονότα, υπήρξε έστω περιορισμένη νομισματική κρίση, καθώς η κυβέρνηση εξαναγκάστηκε σε μεταβολή του καθεστώτος συναλλαγματικής ισοτιμίας από σταθερό, σε ελεύθερο, συνεπώς επιλέχθηκε τελικά η τιμή Ναι.

Τελικά η κρίση μετατράπηκε σε συστημική, όταν το φθινόπωρο του 1991 οι τρείς μεγαλύτερες εμπορικές τράπεζες της Νορβηγίας, Den Norske Bank, Christiana Bank και Fokus Bank, αναφέρουν ζημιές στο δανειακό τους χαρτοφυλάκιο. Οι δύο τελευταίες τράπεζες χάνουν όλα τα κεφάλαια τους, ενώ η Den Norske ένα σημαντικότατο ποσοστό. Ως συνέπεια, οι Christiania Bank και Fokus Bank τελικά εθνικοποιούνται, με τους μετόχους τους να μην λαμβάνουν απολύτως τίποτα. Η κυβέρνηση, τον Οκτώβριο του 1991 ανακοινώνει προστασία των καταθετών και των πιστωτών. Στα τέλη του 1992, η Den Norske ακολουθεί τον ίδιο δρόμο [367].

Στην Φινλανδία, η εμπορική τράπεζα Skopbank ήταν η πρώτη που συνάντησε δυσκολίες. Ήταν σημαντική στην λειτουργία του χρηματοοικονομικού συστήματος, γιατί λειτουργούσε σαν Κεντρική Τράπεζα για τις αποταμιευτικές τράπεζες. Τον Οκτώβριο του 1990, μία ομάδα αποταμιευτικών τραπεζών παρείχαν στην Skopbank εισφορές κεφαλαίων, ωστόσο το 1991 ήρθε αντιμέτωπη με έντονα προβλήματα ρευστότητας. Η Κεντρική Τράπεζα της Φινλανδίας έσπευσε σε παροχή κεφαλαιακής βοήθειας, για την διατήρηση της εμπιστοσύνης στο τραπεζικό σύστημα, τον Μάρτη του 1992. Δημιουργήθηκαν δύο εταιρίες διαχείρισης χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων, τον έλεγχο των οποίων διατηρούσε η Κεντρική Τράπεζα. Σχεδόν όλες οι τράπεζες αποδέχτηκαν την βοήθεια, κοστίζοντας στο κράτος 8 δις Φιλνανδικά μάρκα. Ένα μήνα αργότερα, ιδρύεται το Ταμείο Κυβερνητικών Εγγυήσεων, το οποίο χρηματοδοτείται από το κράτος, και παρέχει εγγυήσεις και ενέσεις ρευστότητας.

Τον Ιούνιο του 1992 ξεκίνησε η συστημική Φινλανδική κρίση, όταν γίνεται εμφανές ότι 41 αποταμιευτικά ιδρύματα αντιμετωπίζουν προβλήματα. Συγχωνεύονται στην Αποταμιευτική Τράπεζα της Φινλανδίας, η οποία ανήκει στο Ταμείο Κυβερνητικών Εγγυήσεων [368]. Επίσης το Ταμείο, αναγκάζεται να παρέμβει σε μία μικρή εμπορική Τράπεζα και στην παροχή εγγυήσεων για δύο άλλες μεγάλες εμπορικές τράπεζες, καθώς και τις συνεταιριστικές [369]. Όπως δείχνει και ο πίνακας 4.4, οι προβληματικές τράπεζες κατείχαν το 97% των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων των Φινλανδικών τραπεζών. Τον Αύγουστο του ίδιου έτους, η κυβέρνηση ανακοινώνει προστασία όλων των πιστωτών, και η πλήρης εγγύηση των καταθετών γίνεται σύντομα νόμος.

Το φθινόπωρο του 1991, η μεγαλύτερη αποταμιευτική τράπεζα της Σουηδίας, η Forsta Sparbanken, ανακοίνωσε βαριές δανειακές απώλειες καθώς και την ανάγκη για κεφαλαιακή ενίσχυση. Ακολούθησε η κρατική Nordbanken (το κράτος κατείχε 71% των μετοχών), τρίτη μεγαλύτερη εμπορική τράπεζα. Η κυβέρνηση εισάγει εγγυητικές, οι οποίες εν τέλει καταλήγουν σε δάνεια. Η Gota Bank, τέταρτη μεγαλύτερη εμπορική τράπεζα, ανακοινώνει προβλήματα τον Απρίλιο του 1992. Της παρέχεται κεφαλαιακή ενίσχυση, και διατίθεται προς πώληση. Χωρίς να τραβήξει επενδυτικό ενδιαφέρον, τελικά εξαγοράζεται από την κρατική Nordbanken το 1993. Δύο κρατικές εταιρίες διαχείρισης χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων, οι Securum και Retriva, εξαγοράζουν τα κακά στοιχεία ενεργητικού των τραπεζών Nordbanken και Gota Bank αντίστοιχα.

Το φθινόπωρο του 1992, η νομισματική κρίση, η σοβαρότητα της ύφεσης και η κατάρρευση των τιμών στην αγορά ακινήτων συνέπεσε με την απαρχή της συστημικής κρίσης, όταν οι ξένοι δανειστές έκοψαν την παροχή χρηματοδότησης σε ξένο νόμισμα. Οι 7 μεγαλύτερες τράπεζες, οι οποίες μαζί έλεγχαν το 90% των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων, αντιμετώπιζαν προβλήματα, εξαιτίας απωλειών σε δάνεια. Η κυβερνητική παρέμβαση ήταν άμεση, παρέχοντας 100% εγγύηση και μία δέσμευση για απεριόριστη παροχή ρευστότητας από την Κεντρική Τράπεζα της Σουηδίας, την Riksbanken. Τον Μάιο του 1993, ιδρύεται η Bankstodsnamnden (BSN). Σχεδόν το 100% της παρεσχόμενης βοήθειας από αυτή, πηγαίνει στις δύο κρατικές τράπεζες, τις Gota και Nordbanken, με την μορφή μετοχικού κεφαλαίου, δανείων και εγγυήσεων. Αυτές οι τράπεζες πλέον,

---

367 Σταδιακά, όλες οι τράπεζες που είχαν εθνικοποιηθεί μεταβιβάζονται ξανά σε ιδιωτικά χέρια

368 για μία ακόμα φορά, κρατικός οργανισμός καλείται ν' αναλάβει το κόστος της διάσωσης, με ότι αυτό συνεπάγεται για τα ελλείμματα στον προϋπολογισμό της, πληρώνοντας λάθη συστημικών ιδιωτικών τραπεζικών επιχειρήσεων

369 αυτές οι εγγυήσεις τελικά δεν χρειάστηκαν, ωστόσο τις κρίσιμες στιγμές της κρίσης, λειτούργησαν ευεργετικά

κρατικοποιούνται πλήρως και ανήκουν στην BSN[370].

Άλλες μεγάλες τράπεζες, όπως οι SE Banken και Sparbanken Sverige, ήταν σε θέση να αντλήσουν κεφάλαια από ιδιώτες, όπως και πολλές μικρότερες τράπεζες, εν μέρει χάρη στο ισχυρό μήνυμα που έστειλε η Σουηδική κυβέρνηση, ότι το τραπεζικό σύστημα θα πρέπει να υποστηριχθεί.

Την περίοδο 1984-1993, εφτά Δανέζικες τράπεζες αντιμετώπισαν προβλήματα, ωστόσο αποφεύχθηκε μία συστημική κρίση. Ο Pesola, στην μελέτη του, εξηγεί διάφορους λόγους για τους οποίους η Δανία απέφυγε μία τραπεζική κρίση. Οι οικονομικές μεταρρυθμίσεις εισήχθησαν νωρίτερα και προσαρμόστηκαν για να αντιμετωπίσουν τις νέες συνθήκες. Για παράδειγμα, οι τράπεζες της Δανίας έπρεπε να επιτρέψουν πιθανές πιστωτικές ζημιές, και τα εκτός ισολογισμού χρηματοοικονομικά στοιχεία όταν αναφέρουν τα ποσοστά κέρδους τους. Ως συνέπεια, τα χρέη των επιχειρήσεων ήταν πολύ χαμηλότερα, και σε αντίθεση με τις άλλες τρεις χώρες, οι πιστωτικές ζημίες κατανέμονται σε χρονικό διάστημα 9 ετών. Τα μακροοικονομικά σοκ ήταν επίσης μικρότερα [371].

Ο Pesola [372] χρησιμοποίησε panel data από την Νορβηγία, Σουηδία, Φινλανδία και την Δανία (όπου δεν σημειώθηκε κρίση) σε μία οικονομετρική μελέτη για την αναζήτηση των αιτιών της Σκανδιναβικής Τραπεζικής κρίσης. Ένα από τα συμπεράσματα στα οποία καταλήγει, είναι ότι η ***απορρύθμιση της αγοράς, συνέβαλε στην κρίση***, ενώ η συναλλαγματική ισοτιμία όπως και οι συνθήκες εμπορίου, φάνηκε να μην επηρεάζουν.

5.4.3 Σύγκριση με Κρίσεις Ασίας-Ιαπωνίας

Υπάρχουν αρκετές ενδιαφέρουσες παρατηρήσεις να κάνει κάποιος, όσον αφορά τις κρίσεις στις χώρες της Σκανδιναβίας σε σύγκριση με αυτές της Ασίας και της Ιαπωνίας. Σε σχέση με την Ιαπωνία, οι Σκανδιναβικές κρίσεις επιλύονται γρηγορότερα. Αυτό φαίνεται να οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στην άμεσα συντονισμένη παρέμβαση της κυβέρνησης, την στιγμή κατά την οποία μια τράπεζα αντιμετώπιζε πρόβλημα, οδηγώντας συνεπακόλουθα στην μείωση του κόστους επίλυσης των κρίσεων στις σκανδιναβικές χώρες σε σύγκριση με τις οικονομίες της Ασίας και της Ιαπωνίας.
Στην Σκανδιναβική κρίση, δεν υπήρχαν σχεδόν καθόλου μαζικές αναλήψεις στις εγχώριες τραπεζικές καταθέσεις. Είναι αξιοσημείωτο το γεγονός πώς, ακόμα και στην Νορβηγία, όπου δεν υπήρχε κατάλληλο νομικό πλαίσιο, η παροχή εγγυήσεων στους πιστωτές απέτρεψε καταρρεύσεις τραπεζών. ***Αυτό καταδεικνύει την σημασία της πιστοληπτικής ικανότητας της κυβέρνησης.*** Στην Ιαπωνία, η 100% εγγύηση στους καταθέτες εισήχθη για να σταματήσει καταρρεύσεις τραπεζών, ωστόσο εισήχθη καθυστερημένα, λίγα χρόνια αργότερα από το ξέσπασμα της κρίσης. Όταν η κρίση είχε κάπως ξεθυμάνει, οι καταθέτες έσπευσαν να μετατρέψουν τις καταθέσεις τους σε χρυσό ή λογαριασμούς οι οποίοι λάμβαναν εγγύηση. Αυτό το γεγονός εξανάγκασε την κυβέρνηση ν' αναβάλει δύο φορές την επιστροφή του στην μερική ασφάλιση των καταθέσεων.

Οι νομισματικές κρίσεις στην Σουηδία και την Φινλανδία έλαβαν ώρα αφού μεσολάβησε κάποιο χρονικό διάστημα από τις κρίσεις του τραπεζικού τομέα. Έτσι, σε αντίθεση με την Ασία, δεν υπάρχει σαφής ένδειξη της σχέσης αιτιότητας από τις ξένες αγορές συναλλάγματος προς τα προβλήματα στον τραπεζικό τομέα, αν και δεν υπάρχει αμφιβολία ότι τα συναλλαγματικά προβλήματα πυροδότησαν αυξανόμενες δυσκολίες στο Σουηδικό και Φινλανδικό τραπεζικό σύστημα. Η Φινλανδία και η Σουηδία άλλαξαν τα καθεστώτα συναλλαγματικών ισοτιμιών, από σταθερό σε ευέλικτα κυμαινόμενο (από την στιγμή που η Φινλανδία υιοθέτησε το ευρώ), ενώ η Νορβηγία επέλεξε ένα συνδεδεμένο καθεστώς. Είναι αξιοσημείωτο το γεγονός πώς υπήρξε μεγάλη μακροοικονομική ύφεση σε μόλις δύο από τις σκανδιναβικές χώρες (βλ. Πίνακα 4.4), παρά την έγκαιρη παρέμβαση και την επίλυση του

---

370 Βλέπε και (Douglas & Allen, 2007, pp. 14-15)
371 Συμπέρασμα από (Heffernan, 2005, p. 453)
372 Βλ. (Pesola, 2001)

προβλήματος σε όλες.

Ένας από τους λόγους για την παρατεταμένη ύφεση στην Ιαπωνία φαίνεται να είναι η παραδοχή εκ μέρους των αρχών και των τραπεζών ότι προβλήματα, όπως η αύξηση του ποσοστού των μη εξυπηρετούμενων δανείων θα τα επέλυαν οι ίδιοι. Αυτές οι διαφορές μεταξύ των χωρών στο ρόλο που διαδραματίζει ο μακροοικονομικός / συναλλαγματικός τομέας στις κρίσεις θέτουν το ζήτημα της κατεύθυνσης της αιτιώδους συνάφειας: οι τραπεζικές κρίσεις επιδείνωσαν μακροοικονομικά προβλήματα ή μήπως η κατάσταση της μακροοικονομίας επιδείνωσε την κρίση; Ένα ερώτημα που χρίζει μελλοντικής απάντησης.

5.5 Κατάρρευση και Διάσωση Μη Τραπεζικού Ιδρύματος: Long-Term Capital Management

5.5.1 Εισαγωγή

Το Long-Term Capital Management ήταν ένα hedge fund, διοικούμενο από κορυφαίους στον χώρο managers, συμπεριλαμβανομένων 25 διδακτόρων, δύο κατόχων βραβείου Νόμπελ οικονομικών, Myron Scholes και Robert Merton [373], έναν πρώην αντιπρόεδρο της FED, David Mullins, και έναν από τους πιο πετυχημένους διαπραγματευτές ομολόγων της Wall Street, John Meriwether [374]. Αυτός ο διαπραγματευτής, ήταν και ο ιδρυτής του ιδρύματος, τον Ιανουάριο του 1993, με έδρα τα νησιά Cayman, για την αποφυγή της φορολογίας και αυστηρών ρυθμιστικών κανονισμών [375].

5.5.2 Γεγονότα Πτώσης

Το hedge fund αυτό, δημιουργούσε κέρδος κυρίως από ευκαιριακά arbitrage: αγόραζε φθηνά και πούλαγε ακριβά. Ωστόσο, επειδή οι διαφορές στις τιμές αγοράς και πώλησης είναι οριακές, τα ιδρύματα αυτά χρειάζονται να συναλλαχθούν με τεράστιες ποσότητες χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων, και συνεπακόλουθα τεράστια κεφάλαια, ώστε να επωφεληθούν από αυτές. Η καλή φήμη των συνιδρυτών της εταιρίας, εγγυόταν την πρόσβαση της εταιρίας σε κεφάλαια ύψους πάνω από 1 δις $ [376].

Η εταιρία αυτή γίνεται διάσημη όταν, τον Σεπτέμβριο του 1998, βρίσκεται στο χείλος της πτώχευσης, και οργανώνεται σχέδιο από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα της Νέας Υόρκης για την διάσωσή της, αποτελώντας την πρώτη διάσωση μη τραπεζικού ιδρύματος. Το γεγονός που την καταδίκασε, ήταν η εσφαλμένη πρόβλεψη της πώς επειδή η διαφορά στις αποδόσεις μακροπρόθεσμων κυβερνητικών ομολόγων και εταιρικών ήταν μεγάλη, αυτή λογικά σταδιακά θα μειωνόταν, μέχρι σταδιακά να εξαφανισθεί [377].

Αρχικά κέρδη της εταιρίας από συναλλαγές σαν κιαυτή που αναφέρθηκε, συνέβαλαν στην αύξηση του κεφαλαίου σε 4.87 δις $ το 1998. Οι συνεργάτες της εταιρίας ήταν τόσο πεπεισμένοι για την

373 Βραβεύτηκαν για την δουλεία τους πάνω στην τιμολόγηση συμβολαίων option.

374 βλ. (Mishkin, 2004, p. 300)

375 βλ. (Heffernan, 2005, p. 455)

376 βλ. (Heffernan, 2005, p. 455)

377 βλ. (Mishkin, 2004, p. 300)

επιτυχία της εταιρίας, που επέστρεψαν στους επενδυτές 2.7 δις $, πριν το ξέσπασμα της κρίσης. Θεωρητικά, οι κίνδυνοι που αναλάμβανε η LTCM με τις επενδύσεις της, δεν ήταν τόσο μεγάλοι. Λίγο πριν την κατάρρευση, οι υποχρεώσεις της εταιρίας ανέρχοταν σε 124.5 δις $ και τα χρηματοοικονομικά της περιουσιακά στοιχεία σε 129 δις $. Ωστόσο η εταιρία ήταν υψηλά μοχλευμένη, με περιουσιακά στοιχεία εκτός ισολογισμού τα οποία υπολογίζονται σε 1.25 τρις $[378]. Οι επενδυτές δεν γνώριζαν για το μέγεθος της μόχλευσης [379], συνεπώς δεν ανησυχούσαν καθώς γνώριζαν ότι η εταιρία κερδοφορεί αποκλειστικά από ευκαιρίες arbitrage [380].

Ωστόσο, στον απόηχο της κατάρρευσης του Ρωσικού χρηματοοικονομικού συστήματος, τον Αύγουστο του 1998, οι επενδυτές αύξησαν την αξιολόγηση του κινδύνου στις εταιρικές εγγυήσεις, με συνέπεια το spread μεταξύ εταιρικών-κυβερνητικών ομολόγων, αντί να μειωθεί όπως είχε προβλεφθεί, ν' αυξηθεί. Ως συνέπεια, η LTCM γνωρίζει μεγάλες απώλειες, οι οποίες καταναλώνουν αρκετά από τα διαθέσιμα κεφάλαια της. Μέχρι τα μέσα Σεπτεμβρίου, η εταιρία αδυνατούσε ν' αυξήσει τα κεφάλαια της ώστε να μπορεί ν' ανταποκριθεί στις απαιτήσεις των επενδυτών της. Με τον κίνδυνο η LTCM να ρευστοποιήσει περιουσιακά στοιχεία (με την μορφή ασφαλισμένων τίτλων) αξίας 80 δις $ και πάνω από 1 τρις $, ονομαστικής αξίας σε παράγωγα προϊόντα, και συνεπακόλουθα τον κίνδυνο δημιουργίας συστημικού κινδύνου από αυτή την ρευστοποίηση, η FED της Νέας Υόρκης αναλαμβάνει πρωτοβουλίες για την διάσωση του ιδρύματος, σε συνεργασία με τους πιστωτές της εταιρίας. Η διοχέτευση μερικών δις $ από μη ρευστοποιήσιμους τίτλους σε μία ήδη νευρική αγορά, θα προκαλούσε πολλά προβλήματα σε επενδυτές και σε άλλα ιδρύματα, προκαλώντας αστάθεια στο χρηματοοικονομικό σύστημα. Το σχέδιο διάσωσης απαίτησε από τους πιστωτές, τις τράπεζες και τις επενδυτικές τράπεζες την παροχή 3.6 δις $ στην LTCM, σε αντάλλαγμα με μία πολύ σφιχτή διαχείριση των κεφαλαίων και μείωση κατά 90% του μετοχικού κεφαλαίου των τρέχοντων ιδιοκτητών. Από τα μέσα του 1999, οι δραστηριότητες της επιχείρησης μειώνονται σταδιακά [381].

5.5.3 Αιτίες Πτώσης

Η έλλειψη αρμόδιας αρχής για την εποπτεία της λειτουργίας του ιδρύματος, κρίνεται ως η βασική αιτία κατάρρευσης της LTCM. Μία εταιρία hedge fund δεν είναι τραπεζικό ίδρυμα για να υπακούει σε κανόνες τύπου Βασιλείας. Αυτό το γεγονός, σε συνδυασμό με την έδρα της συγκεκριμένης εταιρίας [382] στα νησιά Cayman, είχαν ως σκοπό την αποφυγή εκτός των φορολογικών επιβαρύνσεων, και των λειτουργικών ελέγχων. Η έλλειψη επαρκούς ελέγχου είχε τις ακόλουθες συνέπειες:

- ✓ Το LTCM, χρησιμοποίησε για την αξιολόγηση του κινδύνου αποκλειστικά το VAR μοντέλο, όταν αντίστοιχα τραπεζικά ιδρύματα που χρησιμοποιούν το ίδιο μοντέλο, υπόκεινται και σε άλλους κανονισμούς, οδηγώντας σε ανεπαρκή αξιολόγηση του πραγματικού κινδύνου των επενδύσεων τους.
- ✓ Υπερβολική μόχλευση. Η έλλειψη κεφαλαίων για την κάλυψη των απωλειών αποτέλεσε τον κυριότερο λόγο της παρά λίγο πτώχευσης της εταιρίας.
- ✓ Οι αρχικές απώλειες παρουσιάσθηκαν ψευδώς ως προσωρινές.

---

378 Από (Miller, 2001)

379 Φαινόμενο ασύμμετρης πληροφόρησης

380 βλ. (Heffernan, 2005, p. 455)

381 βλ. (Mishkin, 2004, p. 300)

382 Οι περισσότερες εταιρίες hedge fund, έχουν ως έδρα χώρες με ελλιπή ελεγκτικά νομοθετικά πλαίσια, και ελαφριά φορολογία. Συμπέρασμα από (Holz, 2007, p. 340)

5.5.4 Επιπρόσθετα Μαθήματα από την Πτώση

- Η χρήση της τεχνικής arbitrage δεν εγγυάται σίγουρα αποτελέσματα: Ανισορροπίες στην αγορά έχουν την δυνατότητα να διευρύνονται και όχι να αμβλύνονται. Αυτό το γεγονός, θέτει το αμφιλεγόμενο ζήτημα της αποτελεσματικότητας της αγοράς.
- Χαρτοφυλάκια, φαινομενικά διαφοροποιημένα, αποδεικνύεται ότι είναι υψηλά αλληλοσυσχετιζόμενα, ειδικά στην περίπτωση κατά την οποία επενδυτές επιθυμούν να τα ρευστοποιήσουν ταυτόχρονα.
- Σύμφωνα με την ανάλυση του Miller, προκύπτει ότι οι μέθοδοι χρηματοδότησης των hedge funds από επενδυτές, όπως για παράδειγμα πληρωμή των managers με 2% επί του τζίρου των τίτλων + 25% επί των κερδών, τους δίνει κίνητρα για την ανάληψη επιπρόσθετου κινδύνου. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι εφόσον οι επενδύσεις τους αποδειχθούν ζημιογόνες, είναι οι επενδυτές εκείνοι οι οποίοι θα κληθούν να καλύψουν τις απώλειες και όχι οι ίδιοι οι managers. Προκύπτει συνεπώς ζήτημα ηθικού κινδύνου.

5.5.5 Ηθικός Κίνδυνος

Πέρα από το ζήτημα των συνεπειών του τρόπου χρηματοδότησης των hedge funds το οποίο αναφέρθηκε προηγουμένως, ηθικός κίνδυνος προκύπτει κυρίως από το γεγονός ότι ένας Ομοσπονδιακός οργανισμός (FED Νέας Υόρκης) ανέπτυξε πρωτοβουλίες για την διάσωση ενός μη τραπεζικού ιδρύματος. Δημιουργείται συνεπώς δεδικασμένο, καθώς πλέον μετά από την πτώση της LTCM και την διάσωσή της, η διάσωση και άλλων προβληματικών αλλά συστημικών μη τραπεζικών ιδρυμάτων θα πρέπει να αναμένεται. Αυτό το γεγονός στέλνει λάθος μηνύματα, απειθαρχίας της αγοράς, και προωθεί επενδυτικές κινήσεις, από μεγάλου μεγέθους μη τραπεζικά ιδρύματα, οι οποίες ενέχουν μεγάλο κίνδυνο[383].

5.5.6 Συμπεράσματα

Η κατάρρευση της LTCM ανέδειξε με τον πιο εμφατικό τρόπο ότι η λειτουργία των hedge funds, παρ' όλη την χρήση ουδέτερων πολιτικών στην αγορά, ενέχει σημαντικό συστημικό κίνδυνο[384]. Η ελλιπής ρύθμιση των hedge funds και ο ανεπαρκής έλεγχος τους, οι επιθετικές και κερδοσκοπικές τακτικές τους, μέσω της υπερμόχλευσης και της υπερεπένδυσης σε δραστηριότητες υψηλού κινδύνου, σε συνδυασμό με τον ηθικό κίνδυνο που προκύπτει από την επέμβαση κρατικών φορέων (ακόμα και χωρίς bail-out) καθώς και την αυξανόμενο ρόλο τους στην παγκόσμια οικονομία, μέσω της διείσδυσής τους σε τοπικές μικρομεσαίες τράπεζες και επιχειρήσεις, καθιστούν αναγκαία την θέσπιση νέων ρυθμιστικών πλαισίων και κανονισμών, για τον περιορισμό και τον έλεγχο της δράσης τους.

---

383 Συμπέρασμα από (Heffernan, 2005, p. 459)

384 βλ. (Mishkin, 2004, p. 300)

5.6 Χρηματιστηριακές Κρίσεις

5.6.1 Ορισμός και Αιτίες

Με την έννοια χρηματιστηριακή κρίση εννοείται η δραματική πτώση των τιμών σ' έναν ή περισσότερους επιχειρηματικούς κλάδους της χρηματιστηριακής αγοράς. Η κάθετη αυτή πτώση των τιμών, συνδέεται με την δημιουργία και την μετέπειτα έκρηξη, χρηματιστηριακής φούσκας. Ο όρος αυτός, είναι ένα επενδυτικό φαινόμενο το οποίο συνδέεται με φαινόμενα ανθρώπινης συμπεριφοράς τύπου "αγέλης", καθώς πυροδοτείται από τον ενθουσιασμό των επενδυτών, αυξάνοντας υπερβολικά την ζήτηση σε μία ή περισσότερες κινητές αξίες, με αποτέλεσμα να αυξηθούν σημαντικά οι όγκοι συναλλαγών και να εκτοξευθεί η τιμή διαπραγμάτευσης των μετοχών πέρα από οποιαδήποτε λογική αντανάκλαση της πραγματικής τους αξίας και απόδοσης [385]. Κατ' αυτόν τον τρόπο, η χρηματιστηριακή φούσκα καταδεικνύει την αδυναμία των ανθρώπινων συναισθημάτων με τον εξής τρόπο [386]:

- άνθρωποι χωρίς ουσιαστικές επενδυτικές γνώσεις, με κίνητρο το εύκολο κέρδος, στηριζόμενοι σε πληροφορίες τρίτων, ρισκάρουν επενδύοντας στο χρηματιστήριο, ανεβάζοντας απότομα τιμές κινητών αξιών, οι οποίες δεν ανταποκρίνονται στην πραγματική αξία των επενδύσεων.

- την στιγμή που σκάει η φούσκα, οι ίδιοι άνθρωποι λειτουργούν με απόλυτο πανικό, προσπαθώντας να ξεφορτωθούν τους τίτλους τους που δέχονται πιέσεις, συμβάλλοντας στην ακόμα μεγαλύτερη κατρακύλα των τιμών και αυξάνοντας τις ζημιές του χαρτοφυλακίου τους.

Πέρα από την ανθρώπινη συμπεριφορά, για την εμφάνιση χρηματιστηριακών κρίσεων ρόλο διαδραματίζουν ασφαλώς και κερδοσκοπικά φαινόμενα, όπως για παράδειγμα ο δανεισμός χρημάτων για την αγορά μετοχών και η μετέπειτα χρήση τους ως ανταλλάγματα, για την επιπρόσθετη αγορά κιάλλων μετοχών.

Συμπερασματικά, η ασύμμετρη πληροφόρηση των επενδυτών, και η ανθρώπινη φύση των συναισθημάτων και συμπεριφοράς, σε συνδυασμό με κερδοσκοπικές συμπεριφορές μεγαλοεπενδυτών, δημιουργούν τις χρηματιστηριακές φούσκες και κρίσεις.

Αξίζει να σημειωθεί ότι το 1997, σε έρευνα του πανεπιστημίου Yale υπό τον Ivo Welch, 114 οικονομικοί αναλυτές απάντησαν, μεταξύ άλλων, για το κατά πόσον οι τιμές διαπραγμάτευσης των μετοχών στα Χρηματιστήρια των ΗΠΑ, αντιπροσωπεύουν τη θεμελιώδη αξία τους. Αξιοσημείωτο είναι το γεγονός ότι το 90% των οικονομικών αναλυτών, απάντησαν ότι, λόγω της θεωρίας της αποτελεσματικής αγοράς, σύμφωνα με την οποία όλες οι σχετικές πληροφορίες, τα οικονομικά αποτελέσματα και οι προοπτικές των εταιρειών ενσωματώνονται στην τιμή της μετοχής [387], οι τιμές διαπραγμάτευσης των μετοχών αντιπροσωπεύουν περίπου την θεμελιώδη αξία τους και πώς δεν υπάρχει δυνατότητα εξισορροπητικής κερδοσκοπίας (arbitrage) [388].

Συμπληρωματικά, ανέφεραν ότι χρηματιστηριακές φούσκες δεν μπορούν να υπάρξουν στην σύγχρονη εποχή επειδή, εάν οι τιμές διαπραγμάτευσης των μετοχών υπερβούν τη θεμελιώδη αξία τους, τότε, λογικά (σύμφωνα με το μοντέλο του ορθολογικού καταναλωτή) οι επενδυτές θα

---

385 βλ. (Harvey, 2011), καθώς και (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς Κύπρου, 2009)
386 για περισσότερα σχετικά με τα κερδοσκοπικά κίνητρα, βλ. (Aliber & Kindleberger, 2005, pp. 38-63)
387 όπως έχει ήδη αναφερθεί, στο ΠΛΑΙΣΙΟ VI
388 για περισσότερα σχετικά με την έρευνα του Ivo Welch, βλ. (Welch, 2000)

πωλήσουν τις μετοχές τους με αποτέλεσμα η τιμή των μετοχών να υποχωρήσει στα επίπεδα της θεμελιώδους αξίας τους. Τρία χρόνια μετά, τα γεγονότα θα διαψεύσουν πλήρως αυτές τις προβλέψεις, όταν το 2000 επήλθε η γνωστή κατάρρευση των τεχνολογικών μετοχών, (γνωστή ως "dot.com crash") στον τεχνολογικό δείκτη NASDAQ, εξαιτίας της φούσκας στις τιμές μετοχών εταιριών που σχετίζονταν κυρίως με το διαδίκτυο, η οποία φούσκα δημιούργησε και μετά εξανέμισε 8 τρις δολάρια χρηματιστηριακής αξίας [389].

Αν και το φαινόμενο της χρηματιστηριακής φούσκας στα πρώτα χρόνια της λειτουργίας των κεφαλαιαγορών δεν εμφανιζόταν και τόσο συχνά με παραδείγματα όπως η κρίση της Τουλίπας (1634- 1638) στην Ολλανδία[390], η φούσκα του Μισισίπη (Mississippi Bubble) (1719–1720) στην Γαλλία , την φούσκα της εταιρίας "South Sea" (1720) στην Αγγλία, δυστυχώς, κατά τον εικοστό αιώνα, το φαινόμενο έκανε πιο συχνά την εμφάνιση του, με χαρακτηριστικότερες κρίσεις αυτές του μεγάλου κράχ του χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης το 1929 στις Η.Π.Α. , η Ιαπωνική φούσκα την περίοδο (1984-1989) [391], η Μαύρη Δευτέρα του δείκτη Dow Jones το 1987, η φούσκα "dot.com" το 2000 και με τα δικά μας παραδείγματα στο Χρηματιστήριο Αξιών της Αθήνας αλλά και στο Χρηματιστήριο Αξιών Κύπρου (1999-2000), προκαλώντας τεράστιες οικονομικές ζημιές στους επενδυτές καθώς και στις οικονομίες των χωρών αυτών. Στην συνέχεια παρουσιάζονται περιληπτικά οι χαρακτηριστικότερες αυτές κρίσεις.

5.6.2 Κρίση Της Τουλίπας[392]

Η κρίση της τουλίπας αποτελεί την πρώτη καταγεγραμμένη χρηματιστηριακή φούσκα στην ιστορία. Η ιστορία της έχει ενδιαφέρον. Το 1630 η Ολλανδία κυριαρχείται από "τουλιπο-μανία", αποτελώντας ένα είδος πολυτελείας. Ωστόσο λόγω της περιορισμένης εποχής βλάστησης (Απρίλης-Μάης) και καλλιέργειας της (Ιούνιος-Σεπτέμβριος), η αγορά βολβών τουλίπας γινόταν με μία μορφή συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης (futures). Η άνοδος των τιμών των βολβών εξαιτίας της αυξημένης ζήτησης, κίνησαν το ενδιαφέρον κερδοσκόπων, οι οποίοι προμήθευαν τους βολβούς με αποκλειστικό στόχο την μεταπώληση και όχι την χρήση τους.

Στις 3 Φεβρουαρίου του 1637, η τιμή του βολβού έφτασε στο απόγειό της, φτάνοντας να αξίζει όσο οι μισθοί ενός εξειδικευμένου εργάτη για δέκα χρόνια Σε εκείνη τη στιγμή ένα φαινομενικά τυχαίο γεγονός έδωσε το έναυσμα της κατάρρευσης. Μια δημοπρασία στο Χάρλεμ ακυρώθηκε όταν οι αγοραστές δεν εμφανίστηκαν, πιθανότατα λόγω ενός ξεσπάσματος βουβωνικής πανώλης στην περιοχή. Η πτώση πήρε μορφή χιονοστιβάδας. Μέσα σε λιγότερο από ένα μήνα η τιμή του βολβού τουλίπας είχε εξισωθεί με το βολβό του κρεμμυδιού.

5.6.3 Η κατάρρευση του χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης (1924-1929)

Χαρακτηριστικό εκείνης της εποχής ήταν η εκτόξευση του καταναλωτικού δανεισμού: Αμερικανοί πολίτες δανείζονταν για να αγοράσουν νέα προϊόντα όπως για παράδειγμα αυτοκίνητα και

---

389 Προκαλώντας ισχυρό πλήγμα στους υποστηρικτές της θεωρίας των αποτελεσματικών αγορών

390 Αναλύεται αμέσως παρακάτω

391 η Ιαπωνική κρίση, λόγω του φαινομένου αποπληθωρισμού που ακολούθησε, δεν κατατάσσεται αποκλειστικά στην κατηγορία της χρηματιστηριακής κρίσης, και ως εκ τούτου έχει αναλυθεί σε άλλη ενότητα.

392 Για περισσότερα σχετικά, βλ. (Kindleberger, et al., 2005 (1978), pp. 16, 64 and 115-117)

ηλεκτρικές συσκευές . Λόγω της ευημερίας που επικρατούσε οι καταναλωτές δανείζονταν επίσης για να επενδύσουν σε μετοχές διάφορων εταιρειών . Χαρακτηριστικά οι τιμές διαπραγμάτευσης των εταιρειών που κατασκεύαζαν ραδιόφωνα εκτοξεύθηκαν το 1928 κατά 400%. Το 1926 ο χρηματιστηριακός δείκτης Dow Jones βρισκόταν στις 100 μονάδες . Στις 3 Σεπτεμβρίου του 1929, ο χρηματιστηριακός δείκτης έφτασε στο ψηλότερο του σημείο, τις 381 μονάδες. Στο σημείο αυτό, η φούσκα έσκασε, με αποτέλεσμα να φθάσει στο χαμηλότερο του σημείο, στις 34 μονάδες, τον Ιούνιο του 1932. Η 24η Οκτωβρίου 1929, η ημέρα της μεγάλης πτώσης , έγινε γνωστή ως η "Μαύρη Πέμπτη", στη διάρκεια της οποίας, σε κατάσταση πανικού 13 εκατομμύρια μετοχές άλλαξαν χέρια για ν' ακολουθήσει η "Μαύρη Τρίτη ", όπου εμπορεύθηκαν 16,5 εκατομμύρια μετοχές . Οι πληγές από την μεγαλύτερη κρίση που βίωσε η ανθρωπότητα ήταν ανεπανόρθωτες, με πλήθος αυτοκτονιών, τρομακτικό αριθμό ανέργων, παγκόσμια ύφεση, ενώ άνοιξε τον δρόμο για την έλευση του Ναζισμού και την φρίκη του Β' Παγκοσμίου Πολέμου [393].

5.6.4 Μαύρη Δευτέρα (1987)

Στις 19 Οκτωβρίου του 1987, ημέρα Δευτέρα, οι χρηματαγορές ανά τον κόσμο κατέρρευσαν, ρίχνοντας μονομιάς, χαρτιά γιγαντιαίας αξίας, στα τάρταρα. Η κατάρρευση ξεκίνησε από το Χόνγκ Κόνγκ, επεκτάθηκε στα χρηματιστήρια της Δυτικής Ευρώπης, χτυπώντας τελικά και τον βιομηχανικό δείκτη του Dow Jones, ο οποίος γνώρισε καθίζηση κατά 22.61%, στις 1738.74 μονάδες. Αναλυτικά, στον πίνακα 5.5 παρουσιάζονται οι απώλειες σε χρηματιστήρια ανά τον κόσμο. Η Μαύρη Δετέρα, αποτελεί την μεγαλύτερη ημερήσια πτώση του Dow Jones στην ιστορία. Οικονομολόγοι της εποχής πρόβλεψαν ότι τα επόμενα χρόνια από την πτώση θα μπορούσαν να είναι τα πιο προβληματικά από την εποχή της μεγάλης ύφεσης του 1930.

Χρηματιστήριο	**Απώλειες (%)**
Νέας Υόρκης	22.68
Χόνγκ Κόνγκ	45.5
Αυστραλία	41.8
Ισπανία	31
Ηνωμένο Βασίλειο	26.45
Καναδά	22.5
Νέα Ζηλανδία	60

Πίνακας 5.5

Απώλειες χρηματιστηρίων ανά τον κόσμο, την Μαύρη Δευτέρα του 1987. Για την Αυστραλία και την Νέα Ζηλανδία, οι οποίες γνώρισαν βαριές απώλειες, λόγω διαφορά ώρας, η μέρα αυτή είναι γνωστή ως Μαύρη Τρίτη.

393 Πλήθος άρθρων και βιβλίων έχουν γραφτεί για την μεγαλύτερη χρηματιστηριακή κρίση που γνώρισε η ανθρωπότητα, ωστόσο στα πλαίσια της διατριβής αυτής, κρίνεται ότι δεν χρειάζεται η αναλυτική παρουσίαση της.

Πιθανές αιτίες για την ραγδαία αυτή πτώση περιλαμβάνουν τις συναλλαγές μέσω Η/Υ, η υπερεκτίμηση αξίας, η έλλειψη ρευστότητας και η ψυχολογία της αγοράς.

Η πιο δημοφιλής εξήγηση ωστόσο για το κραχ του 1987 επικεντρώνεται στις ηλεκτρονικές συναλλαγές[394] , στις οποίες οι υπολογιστές εκτελούν τάχιστες εκτελέσεις χρηματιστηριακών συναλλαγών, με βάση εξωτερικά δεδομένα, όπως η τιμή των συσχετιζόμενων τίτλων. Κοινές στρατηγικές που προσπαθεί να προσωμειώσει μία ηλεκτρονική διαπραγμάτευση, περιλαμβάνουν μία συνένωση στρατηγικών arbitrage και ασφάλεια χαρτοφυλακίου. Όσο η τεχνολογία γίνοταν όλο και πιο προσιτή στο ευρύ κοινό, τόσο η χρήση ηλεκτρονικών συναλλαγών στα χρηματιστήρια διευρύνοταν. Μετά την κατάρρευση του δείκτη, πολλοί κατηγόρησαν τις ηλεκτρονικές συναλλαγές για τυφλή πώληση μετοχών, κατά την διάρκεια της ημέρας της πτώσης, συμβάλλοντας στην ακόμα μεγαλύτερη πτώσης των τιμών, επιδεινώνοντας ακόμα περισσότερο την κατάσταση. Σε αντιπαραβολή, ο οικονομολόγος Richard Roll, διατύπωσε την άποψη ότι η διεθνής φύση των χρηματιστηρίων έρχεται σε αντίθεση με το επιχείρημα της κατηγοριοποίησης των ηλεκτρονικών συναλλαγών. Το επιχείρημα αυτό το στηρίζει στο γεγονός ότι οι ηλεκτρονικές συναλλαγές χρησιμοποιούνταν τον καιρό εκείνο κυρίως στις Η.Π.Α, ενώ η κρίση ξεκίνησε από το χρηματιστήριο του Χόνγκ Κόνγκ, και συνεπώς αυτή δεν γίνεται να οφείλεται στις ηλεκτρονικές συναλλαγές.

Ορισμένοι οικονομολόγοι υποστηρίζουν την άποψη ότι οι ηλεκτρονικές συναλλαγές οδήγησαν στην δημιουργία κερδοσκοπικής φούσκας, της οποίας η έκρηξη συνέβαλε στην επιστροφή των τιμών στα φυσιολογικά τους επίπεδα.

Ο Richard Sylla του πανεπιστημίου της Νέας Υόρκης, διακρίνει τις αιτίες σε μακροοικονομικές και εσωτερικές. Στις μακροοικονομικές κατατάσσονται οι διεθνείς διαμάχες για την συναλλαγματική ισοτιμία, τα επιτόκια και τις ανησυχίες για τον πληθωρισμό. Στις εσωτερικές περιλαμβάνονται οι καινοτομίες στα χρηματοοικονομικά προϊόντα, και συγκεκριμένα η αγορά index futures και ασφάλιση χαρτοφυλακίου. Συγκεκριμένα, η τάση της εποχής ήταν η αγορά συμβολαίων futures στην αγορά του Σικάγο, και η μεταπώληση τους στην μεγαλύτερης αξίας χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης, μία τεχνική arbitrage δηλαδή.

Μία άλλη θεωρία υποστηρίζει ότι η κατάρρευση των χρηματιστηρίων οφείλεται σε ένα είδος νομισματικού πολέμου μεταξύ των G7 χωρών, στον οποίο οι Η.Π.Α σε μία προσπάθεια να στηρίξουν το δολάριο και να περιορίσουν τον πληθωρισμό, σκλήρυναν την νομισματική τους πολιτική γρηγορότερα απ’ότι στην Ευρώπη., ασκώντας με αυτόν τον τρόπο πίεση κυρίως στην Γερμανία για αλλαγή στην πολιτική της, πανικοβάλλοντας τους επενδυτές με αυτές τις κινήσεις.

Ορισμένοι τεχνικοί αναλυτές υποστηρίζουν ότι αιτία ήταν η κατάρρευση των αγορών ομολόγων των ΗΠΑ και της Ευρώπης, η οποία προκάλεσε ευαίσθητες, σε μεταβολές επιτοκίων, μετοχές επίσης να καταρρεύσουν, προκαλώντας την αναταραχή στα χρηματιστήρια.

394 Ο βουλευτής των ΗΠΑ Edward J. Markey, ο οποίος είχε προειδοποιήσει για την πιθανότητα μιας σύγκρουσης υποστήριξε ότι οι συναλλαγές μέσω Η/Υ αποτέλεσαν την κύρια αιτία για την κατάρρευση των χρηματιστηρίων.

5.6.5 Dot.com (1997-2000)[395]

Η φούσκα που έμεινε γνωστή στην ιστορία ως dot-com ήταν ακόμα μία κερδοσκοπικής φύσης φούσκα που συνέβη την περίοδο 1997-2000. Ο τεχνολογικός δείκτης NASDAQ έφτασε στο αποκορύφωμα του στις 5408.6 μονάδες, στις 10 Μαρτίου του 2000 [396], ενώ μόλις έναν χρόνο νωρίτερα ήταν μόλις κοντά στις 2000 μονάδες, όπως φαίνεται και στο διάγραμμα 5.4.

Οι χρηματιστηριακές αγορές στις βιομηχανικές χώρες είδαν την αξία των ιδίων κεφαλαίων τους να αυξάνεται με τάχιστους ρυθμούς λόγω της ραγδαίας ανάπτυξης στον τομέα του Διαδικτύου και σε συναφείς τομείς. Η περίοδος αυτή σημαδεύτηκε από την ίδρυση (και, σε πολλές περιπτώσεις, θεαματική αποτυχία) μιας ομάδας νέων επιχειρήσεων στο Διαδίκτυο γνωστές ως dot-coms. Δεν θα ήταν υπερβολικό να σημειωθεί ότι οι εταιρείες αυτές αρκούσαν να προσθέσουν ένα "e-" πρόθεμα στο όνομά τους ή ένα ".com" στο τέλος, για να προκαλέσουν αύξηση στην τιμή των μετοχών τους.

Ένας συνδυασμός της ταχείας αύξησης των τιμών των μετοχών, της εμπιστοσύνης της αγοράς στην μελλοντική κερδοφορία των τεχνολογικών επιχειρήσεων, ατομική κερδοσκοπία σε μετοχές και ευρέως διαθέσιμα επιχειρηματικά κεφάλαια συνέθεσαν ένα περιβάλλον στο οποίο πολλοί επενδυτές ήταν πρόθυμοι να παραβλέψουν τις παραδοσιακές μετρήσεις όπως ο συντελεστής P/E, υπέρ της εμπιστοσύνης στις τεχνολογικές εξελίξεις.

Η κατάρρευση της φούσκας πραγματοποιήθηκε κατά την περίοδο 2000-2001. Ορισμένες εταιρείες, όπως η Pets.com, κατέρρευσαν πλήρως. Άλλες έχασαν ένα μεγάλο μέρος της κεφαλαιοποίησης τους, αλλά παρέμειναν σταθερές και κερδοφόρες, όπως για παράδειγμα η Cisco, της οποίας οι μετοχές υποχώρησαν κατά 86%. Κάποιες εταιρίες αργότερα κατόρθωσαν ν'ανακτήσουν την αξία τους και να ξεπεράσουν τις τιμές που είχαν κατά την διάρκεια της κορύφωσης της dot-com φούσκας, όπως για παράδειγμα η Amazon.com, της οποίας η μετοχή πήγε από 107$ σε 7$ (!) ανά μετοχή, αλλά μια δεκαετία αργότερα υπερέβη τα 200$.

---

395 Βλ. (Nesvetailova, 2007)

396 βλ. (Business and Finance Digest, 2013)

Διάγραμμα 5.4

Ο δείκτης NASDAQ πριν, κατά την διάρκεια, και μετά την δημιουργία και έκρηξη της τεχνολογικής φούσκας στις Η.Π.Α.

Ηλεκτρονική Πηγή: (Nasdaq, 2014)

5.7 Κρίση Χρέους: Αργεντινή

5.7.1 Γενικά για τις Χώρες της Λατινικής Αμερικής

Το πετρελαϊκό πλήγμα της δεκαετίας του 1970 και η επιβράδυνση της παραγωγικότητας των βιομηχανικών χωρών, σε συνδυασμό με την κατάργηση του συστήματος των σταθερών ισοτιμιών του Bretton Woods, σήμαναν την αρχή μιας περιόδου φτωχών μακροοικονομικών επιδόσεων για πολλές οικονομίες της Λατινικής Αμερικής. Οι κυβερνήσεις αύξησαν τις δαπάνες τους για να ικανοποιήσουν αιτήματα μεγαλύτερης κοινωνικής ισότητας, ενώ την ίδια περίοδο η αυξημένη δημόσια ζήτηση επεδίωξε την αντιστάθμιση των επιπτώσεων του ακριβότερου πετρελαίου. Στην προσπάθεια ενίσχυσης των εσόδων τους, αύξησαν την έκδοση χρήματος με υψηλούς ρυθμούς [397].

Το αποτέλεσμα αυτής της πολιτικής ήταν η έκρηξη του πληθωρισμού και του εξωτερικού χρέους [398]. Με την αύξηση των επιτοκίων στις ΗΠΑ και στην Ευρώπη το 1979, οι πληρωμές του χρέους αυξήθηκαν επίσης, καθιστώντας δυσκολότερο τον δανεισμό των χωρών για την εξόφληση των χρεών τους. Η επιδείνωση της συναλλαγματικής ισοτιμίας με το δολάριο, οδήγησε σε κατακόρυφη αύξηση

397 βλ. (Douglas & Allen, 2007, pp. 17-18) καθώς και (Ταμουραντζής, n.d.)
398 βλ. (Krugman, 2009, p. 82)

του χρέους των κυβερνήσεων της Λατινικής Αμερικής, με αποτέλεσμα την αδυναμία αποπληρωμής. Επιπρόσθετα, η συρρίκνωση του παγκόσμιου εμπορίου το 1981, προκάλεσε αύξηση των τιμών των πρωτογενών πόρων και οι μεγάλες εξαγωγές των χωρών της Λατινικής Αμερικής άρχισαν να μειώνονται. Με τον εγχώριο πληθωρισμό των χωρών αυτών σε πολύ υψηλότερα επίπεδα από τον πληθωρισμό των ΗΠΑ και με τα νομίσματά τους να έχουν υποστεί μικρότερη υποτίμηση από την διαφορά πληθωρισμού, οι χώρες αυτές αντιμετώπισαν μια μεγάλη πραγματική ανατίμηση και μεγάλα ελλείμματα στα ισοζύγια πληρωμών τους. Οι κερδοσκοπικές επιθέσεις, με κύριο χαρακτηριστικό την αλόγιστη εισροή ιδιωτικών κεφαλαίων, ανάγκασαν την λήψη έκτακτων μέτρων όπως την μείωση των συναλλαγματικών αποθεμάτων. Το εξωτερικό χρέους συσσωρεύτηκε πλέον επικίνδυνα, κιέτσι οι διεθνείς κεφαλαιαγορές αντιλήφθηκαν ότι οι χώρες αυτές δεν είναι σε θέση να αποπληρώσουν τα δάνειά τους, βάζοντας τις χώρες τις Λατινικής Αμερικής σε κρίση [399].

5.7.2 Κρίση Χρέους Αργεντινής: Γεγονότα Κρίσης

Συγκεκριμένα, η Αργεντινή κλήθηκε ν' αντιμετωπίσει τα μεγάλα προβλήματα που άφησε πίσω της η στρατιωτική δικτατορία (1976-1983): πληγείσα βιομηχανία, ανεργία ύψους 18%, κρατικοποίηση ιδιωτικών χρεών, τις συνέπειες του πολέμου των νησιών Φώκλαντ. Η νέα κυβέρνηση υιοθετεί νέο νόμισμα (austral) για την σταθεροποίηση της οικονομίας. Ταυτόχρονα, υιοθετεί μέτρα απορρύθμισης της αγοράς ενθαρρύνοντας παράλληλα την έκδοση δανείων [400].

Πολύ σύντομα ωστόσο, γίνεται φανερό ότι η Αργεντινή αδυνατεί να εξυπηρετήσει τα χρέη της, η πίστη των διεθνών επενδυτών στην χώρα κλονίστηκε, και ο υπερπληθωρισμός κάνει γρήγορα την εμφάνιση του, φτάνοντας το 200% τον Ιούλιο του 1989 και 5000% για το έτος. Τα πραγματικά εισοδήματα των πολιτών μειώθηκαν στο μισό αποτελώντας τα χαμηλότερα των προηγούμενων 50 ετών, οι τιμές κρατικών υπηρεσιών, όπως το τηλέφωνο και το πετρέλαιο έφτασαν στα ύψη, εξαναγκάζοντας την κυβέρνηση να παραιτηθεί πρόωρα [401].

Το 1991, ο νέος Υπουργός Οικονομικών, αποφασίζει την διασύνδεση του Αργεντίνικου νομίσματος με το δολάριο, με σταθερή ισοτιμία 10 ₳ ανά 1 $, με ελεύθερη μετατροπή των Australs σε δολάρια στις τράπεζες. Για την διασφάλιση αυτής της μετατρεψιμότητας, η Κεντρική Τράπεζα της Αργεντινή έπρεπε να διασφαλίσει ότι τα αποθέματα της σε Αμερικανικό συνάλλαγμα είναι ίσο με το ρευστό χρήμα που κυκλοφορεί στην αγορά. Το μέτρο αυτό είχε αποτέλεσμα, μειώνοντας καθοριστικά τον πληθωρισμό και βελτιώνοντας ξανά το επίπεδο ζωής των πολιτών, κυρίως μέσω της κατανάλωσης εισαγόμενων προϊόντων.

Ωστόσο, το εξωτερικό χρέος της χώρας παρέμενε σε δυσθεώρητα ύψη και έπρεπε να εξυπηρετηθεί. Η αδυναμία της χώρας για δανεισμό από τις αγορές, ώθησε το κράτος να εξαναγκάσει τις τράπεζες ν' απορροφήσουν μεγάλα ποσά χρέους, καθιστώντας και το υγιές, μέχρι εκείνη την στιγμή, τραπεζικό σύστημα εξαιρετικά ευάλωτο. Ταυτόχρονα, η άνοδος των επιτοκίων για την συγκράτηση του πληθωρισμού, σε συνδυασμό με την κρίσιμη οικονομική κατάσταση της χώρας καθιστούσε ανήμπορο το τραπεζικό σύστημα να χρηματοδοτήσει την πραγματική οικονομία, φοβούμενη ν' αναλάβει επιπρόσθετο ρίσκο [402].

---

399 Για περισσότερα σχετικά, βλ. (Joshua & Pinto, 2005, pp. 471-475)

400 βλ. (Mishkin, 2004, p. 195) και (Douglas & Allen, 2007, pp. 17-18)

401 βλ. (James, 1989)

402 Βλ. (Mishkin, 2004, pp. 195-197)

Ταυτόχρονα, η αύξηση των εισαγωγών οδήγησε στην μείωση της εγχώριας βιομηχανικής παραγωγής και απασχόλησης. Η μείωση της ανταγωνιστικότητας της χώρας, έναντι των ανταγωνιστών της και κυρίως της Βραζιλίας επιδείνωσε ακόμα περισσότερο την εγχώρια παραγωγή. Η κρατική διαφθορά βρίσκονταν επίσης σε υψηλά επίπεδα, όπως επίσης και οι δημόσιες δαπάνες, καθιστώντας τις μακροοικονομικές προοπτικές της χώρας ιδιαίτερα φτωχές. Πράγματι, το δημόσιο χρέος της Αργεντινής συνέχισε να κλιμακώνεται κατά την διάρκεια της δεκαετίας του 90, στηριζόμενη για την χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων της από το ΔΝΤ, για να εισέλθει τελικά η χώρα σε τροχιά ύφεσης το 1999, μειώνοντας το ΑΕΠ της κατά 2.5%.

Τον πρώτο χρόνο της ύφεσης στην Αργεντινή, το εθνικό χρέος της χώρας υπερβαίνει το 50% του ΑΕΠ της [403]. Το ΔΝΤ συμβουλεύει την κυβέρνηση για την εφαρμογή μέτρων περικοπών δημοσίων δαπανών και λιτότητας [404], με σκοπό να θέσει υπό έλεγχο τον ελλειμματικό προϋπολογισμό της. Πράγματι, η κυβέρνηση του Προέδρου De la Rua, υλοποιεί περικοπές στις κρατικές δαπάνες ύψους 1.4 δις $, στα τέλη του 1999. Ως απόρροια, η ανεργία συνέχιζε να καλπάζει προς το 14%, ένα χρόνο αργότερα, ενώ οι προβλέψεις για ανάπτυξη 3.5% του ΑΕΠ, δεν επαληθεύονται, καθώς το πραγματικό ΑΕΠ της χώρας ανταυτού συρρικνώνεται κατά 0.8%. Σε απάντηση της δύσκολης κατάστασης, η κυβέρνηση, σε συνεργασία πάντα με το επιτελείο του ΔΝΤ, κλιμακώνει τις περικοπές δημοσίων δαπανών, κατά 938 εκατ. $ και εφαρμόζει φορολογικά μέτρα ύψους 2 δις $, τον Οκτώβριο του 2000 [405]. Ταυτόχρονα, το ομόλογο μονοετούς ωρίμανσης της χώρας πληρώνει απόδοση 16%, καθιστώντας αδύνατη πιθανή χρηματοδότηση από διεθνείς επενδυτές [406].

Η κρίση χρέους της Αργεντινής κορυφώνεται από τον Ιούλιο του 2001, δεχόμενη και κερδοσκοπικές επιθέσεις στο νόμισμα της [407]. Η πλήρης αναποτελεσματικότητα των μέτρων και η ταυτόχρονη αφοσίωση στην ίδια συνταγή μίγματος μέτρων περικοπών δαπανών και λιτότητας, οδηγεί στην κορύφωση του δράματος, με οριζόντιες περικοπές στους μισθούς κατά 13% και στις συντάξεις, πυροδοτώντας λαϊκές αντιδράσεις [408]. Πλέον, η ανεργία καλπάζει στο 20% τον Δεκέμβριο του 2001, ενώ τον ίδιο μήνα το ΔΝΤ αρνείται την εκταμίευση δόσης ύψους 1.3 δις $, αν δεν ληφθούν επιπρόσθετα σκληρά μέτρα λιτότητας [409]. Τον μήνα αυτό, το spread ανάμεσα στο ομόλογο μονοετούς ωρίμανσης της Αργεντινής, έφτασε το 42% σε σχέση με αυτό των Η.Π.Α [410]. Σύννεφα πτώχευσης αρχίζουν να μαζεύονται πάνω από την χώρα, και οι πολίτες, όπως συμβαίνει σε τέτοιες περιπτώσεις, σπεύδουν στις τράπεζες για να διασώσουν τις αποταμιεύσεις τους, αδυνατώντας να κατανοήσουν ότι με αυτόν τρόπο απλά επιταχύνουν την πτώση στον γκρεμό. Η κυβέρνηση προσπαθεί να μπλοκάρει

---

403 Βλ. (International Monetary Fund, 2000)

404 Όπως συμβαίνει και στις μέρες μας, στην περίπτωση της Ελληνικής κρίσης χρέους

405 Βλ. (Krauss, 2012)

406 Βλ. (Krauss, 2000)

407 Κερδοσκόποι προεξοφλούσαν την αδυναμία συγκράτησης του αργεντίνικου νομίσματος, εξαναγκάζοντας τις τράπεζες να εξαντλούν τα αποθέματα τους σε δολάρια, για την στήριξη του, καθιστώντας τες ακόμα πιο αδύναμες. Για περισσότερα σχετικά, βλ. (Mishkin, 2004, p. 477)

408 Πηγές:
1. (Arie, Δεκεμβρίου)
2. (Krauss & Hemlock, 2001)
3. (Douglas & Allen, 2007, pp. 439-466)

409 (The New York Times, 2001)

410 (Litterick, 2001)

αυτές τις ενέργειες, με την επιβολή παγώματος για 12 μήνες ανάληψης χρημάτων, περιορίζοντας το επιτρεπόμενο ποσό σε 250 $ την εβδομάδα [411].

Το πάγωμα των αναλήψεων προκάλεσε θύελλα αντιδράσεων και γενικό ξεσηκωμό. Έλαβε την μορφή λαϊκών εκδηλώσεων διαμαρτυρίας σε πλατείες, τράπεζες και ξένες επιχειρήσεις, κυρίως Αμερικάνικες και Ευρωπαϊκές. Η έκταση του εξοργισμένου πλήθους και οι βίαιες καταστολές [412], εξαναγκάζουν την κυβέρνηση De la Rua σε παραίτηση [413]. Ο επόμενος εκλεγμένος Πρόεδρος, Rodriguez Saá, ανακοινώνει στα τέλη του έτους, την αναστολή εξυπηρέτησης του μεγαλύτερου ποσοστού του εξωτερικού χρέους της χώρας, ύψους 132 δις $ [414].

Ο νέος Πρόεδρος δεν έχει την απαραίτητη πολιτική στήριξη και άμεσα αντικαθίσταται από τον Duhalde, ο οποίος άμεσα απελευθερώνει την συναλλαγματική ισοτιμία πέσος-δολαρίου, με αρχική ισοτιμία 1.4 πέσος το δολάριο. Συνεπακόλουθα, αρχίζουν διαδοχικές υποτιμήσεις, χάνοντας το 80% της αρχικής του αξίας, κατά την διάρκεια του 2002, φτάνοντας την ισοτιμία 4 πέσος το δολάριο, ο πληθωρισμός αναλογικά αυξήθηκε δραματικά, ενώ ταυτόχρονα η ανεργία παρέμενε στα ύψη, και μεγάλες επιχειρήσεις, όπως ο Αργεντίνικος αεροπορικός κολοσσός Aerolíneas Argentinas, βρίσκονται στο χείλος της πτώχευσης [415].

5.7.3 Ανάκαμψη

Στο σημείο αυτό, έρχεται σταδιακά το γύρισμα του τροχού. Ο πληθωρισμός εν τέλει κατορθώθηκε να τεθεί υπό έλεγχο, ενώ το υποτιμημένο νόμισμα κατέστησε τα εξαγώγιμα προιόντα της χώρας εξαιρετικά ανταγωνιστικά. Η διεθνής υψηλή τιμή της Σόγιας, προσέλκυσε την Αργεντίνικη, εισρέοντας στην χώρα πολύτιμο ξένο συνάλλαγμα. Ταυτόχρονα, η ενθάρρυνση από την κυβέρνηση των υποκατάστατων εγχώριων προϊόντων και του εγχώριου δανεισμού, σε συνδυασμό με τον κατάλληλο φορολογικό σχεδιασμό, αύξησε τις κρατικές εισροές, οι οποίες χρησιμοποιήθηκαν για κοινωνικές δημόσιες δαπάνες. Το εγχώριο νόμισμα σταδιακά, αρχίζει ν' ανατιμάται, προς τα 3 πέσος το δολάριο. Επιπρόσθετα, η αγροτική και η τουριστική βιομηχανία ανακάμπτουν, το εμπορικό ισοζύγιο πληρωμών γίνεται πλεονασματικό, και η Κεντρική Τράπεζα ανακτά τ' αποθεματικά της σε δολάρια.

Η χώρα μπαίνει σε τροχιά ανάκαμψης. Τα στατιστικά, απλά το επιβεβαιώνουν: Το ΑΕΠ της χώρας καλπάζει στο 8.8% το 2003, στο 9% το 2004, για να συρρικνωθεί κάπως το 2007 στο 8.7%, όπως φαίνεται και στο διάγραμμα 5.5, ενώ και οι δείκτες ανεργίας μειώνονται αισθητά, σταθεροποιώντας σε ποσοστό 8.5% από το 2006 και μετά. Τα εισοδήματα των πολιτών αυξάνονται ονομαστικά κατά 17% κατά την περίοδο 2002-2008, ωστόσο ο πληθωρισμός ροκανίζει το πραγματικό τους εισόδημα, καθώς ανέρχονταν σε ποσοστό 15% το 2007 [416].

---

411 Τα μέτρα αυτά έμειναν γνωστά με την ονομασία corralito, βλ. (Joshua & Pinto, 2005, p. 464)

412 Οι συγκεντρώσεις διαμαρτυρίας στην πλατεία Plaza de Mayo στις 20-21 Δεκεμβρίου του 2001 βάφτηκαν με αίμα διαδηλωτών. Η έκταση των επεισοδίων ήταν τέτοια, όπου εξανάγκασαν την φυγάδευση του Προέδρου με ελικόπτερο, εξωθώντας τον σε παραίτηση

413 βλ. (BBC News, 2001)

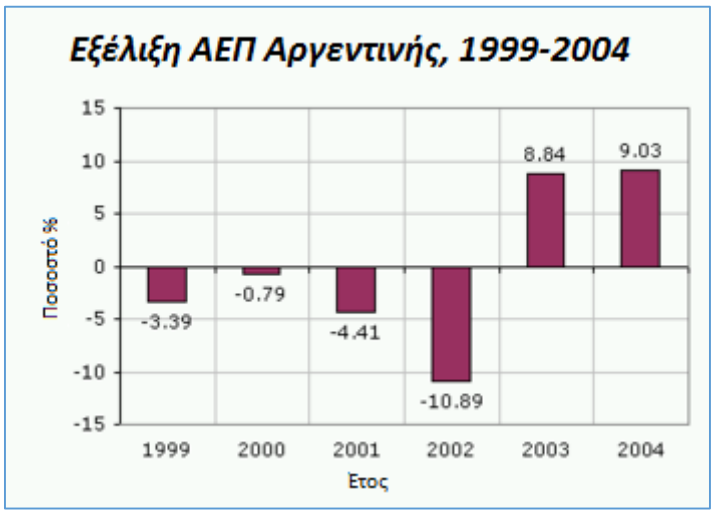
414 Ποσοστό το οποίο αντιπροσώπευε το 1/7 του συνολικού δανεισμού χωρών του τρίτου κόσμου, βλ. (John, 2001)

415 Για περισσότερα σχετικά με τις μακροοικονομικές αιτίες κρίσης της Αργεντινής, βλ. (Joshua & Pinto, 2005, pp. 439-466)

416 Πηγή: (Ministerio de Economía y Producción, República Argentina, n.d.)

5.7.4 Συμπεράσματα

Ανακεφαλαιώνοντας, τα συσσωρευμένα χρέη της Αργεντινής, η διοχέτευση τους στο τραπεζικό σύστημα και η συνεπακόλουθη αποδυνάμωση τους, η εφαρμογή μέτρων λιτότητας και περικοπών δημοσίων δαπανών, οδήγησαν την χώρα στο απόλυτο αδιέξοδο. Όταν η χώρα κατόρθωσε να σταθεί στις δικές της δυνάμεις, και η εφαρμογή ανορθόδοξων (σύμφωνα με το δόγμα της εποχής) μέτρων, συνέβαλαν στην σταδιακή ανάκαμψη της χώρας.



Διάγραμμα 5.5

Εξέλιξη του ΑΕΠ της Αργεντινής, την περίοδο 1999–2004. Σημειώνονται και οι μεταβολές του ΑΕΠ, σε σχέση με το προηγούμενο έτος

Ηλεκτρονική Πηγή: (Flores, 2005)

6 Η ΠΡΟΤΑΣΗ ΤΩΝ ABRR

6.1 Εισαγωγή

Στα προηγούμενα κεφάλαια εξετάσαμε αναλυτικά τις ρυθμίσεις που διέπουν το σύγχρονο χρηματοοικονομικό σύστημα, και μερικές από τις πολλές και σημαντικότερες τραπεζικές και χρηματοοικονομικές κρίσεις που έχει γνωρίσει η ανθρωπότητα. Το πλήθος και η φύση των κρίσεων που δημιουργήθηκαν, θέτουν εν αμφιβόλω την ικανότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος να ελέγξει τις ίδιες τις λειτουργίες του, πόσο μάλλον ν' αποτρέψει μελλοντικές πιστωτικές κρίσεις. Συγκεντρωτικά, τα κυριότερα προβλήματα που ανέκυψαν, από την διεθνή διαδικασία απορρύθμισης, με αφετηρία την δεκαετία του 70, και οι χρηματοπιστωτικές καινοτομίες που ακολούθησαν, είναι τα ακόλουθα:

- Περιορισμένα περιθώρια άσκησης νομισματικής πολιτικής. Πλέον οι τράπεζες, έχοντας την δυνατότητα δανεισμού εκτός ισολογισμού (off-balance)[417], αποφεύγουν τον δανεισμό από την Κεντρική Τράπεζα (Κ.Τ.).
- Αλληλεπίδραση μεταξύ της διαρκούς αυξανόμενης ποσότητας χρηματοοικονομικών τίτλων και τις χρηματοοικονομικές φούσκες, με συνέπειες στην συνολική ζήτηση.
- Χρηματοπιστωτική αστάθεια. Το νέο σύστημα χαρακτηρίζεται από αυτόματους αποσταθεροποιητές σε αντίθεση με το παλιό Κευνσιανό το οποίο διέθετε αυτόματους σταθεροποιητές [418]. Απόδειξη αυτού του γεγονότος, είναι ότι από το 1980 και μετά, σημειώνονται περισσότερες από 90 σοβαρές τραπεζικές κρίσεις.
- Κεντρικές Τράπεζες, πέρα από την αυξομείωση του γενικού επιτοκίου, διαθέτουν ελάχιστη δύναμη στον έλεγχο της αγοράς χρηματοοικονομικών τίτλων [419].
- Η μη ενσωμάτωση στους στόχους των Κ.Τ., η πρόληψη από χρηματοοικονομικές φούσκες, μετατρέπει το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα ευάλωτο και εκτεθειμένο από τυχόν έκρηξη αυτών [420].

6.2. Γιατί ABRR?

Ο Thomas Palley, στο άρθρο του "*Asset-based Reserve Requirements:Reasserting Domestic Monetary Control in an Era of Financial Innovation and Instability*"[421], προτείνει ένα νέο ρυθμιστικό πλαίσιο αναδιοργάνωσης του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος, τις "Κεφαλαιακές

417 δηλαδή δανεισμό που να μην "φαίνεται" στον ισολογισμό
418 Όπως αναφέρει ο Palley, στο (Palley, 2004, p. 45)
419 βλ. (Palley, 2004, pp. 44-45)
420 συμπέρασμα από (Myftari & Rossi, 2007)
421 βλ. (Palley, 2004)

Απαιτήσεις με βάση τους Χρηματοοικονομικούς Τίτλους" ("Asset Based Reserve Requirements", ABRR), δηλαδή την υποχρεωτική διατήρηση ελάχιστων αποθεματικών, από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, πάνω στην κατοχή και χορήγηση χρηματοοικονομικών τίτλων, το οποίο:

- ✓ ***Ευνοεί την επανάκτηση του εγχώριου νομισματικού ελέγχου.*** Οι χρηματοοικονομικοί διαμεσολαβητές αποκτούν κίνητρο να κρατούν αποθεματικά ενάντια σε κάποιους τύπους τίτλων, αυτούς τους οποίους το κράτος (και γενικότερα ο φορέας άσκησης νομισματικής πολιτικής) κρίνει ότι πρέπει να επιβραδύνει την διακίνηση τους. Στα αποθεματικά μπορούν να περιλαμβάνονται και κεφάλαια δανειζόμενα από την Κεντρική Τράπεζα καθώς και να διευρυνθεί ώστε να περιλαμβάνει και κυβερνητικά ομόλογα.
- ✓ ***Θα εφαρμοστεί σε όλα τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και σε όλους τους χρηματο-οικονομικούς διαμεσολαβητές,*** και δεν θα περιοριστεί μόνο σε τράπεζες.
- ✓ ***Συμβάλλει στην ορθολογικότερη ρύθμιση του ισολογισμού των ιδρυμάτων,*** συνδέοντας τους χρηματοοικονομικούς τίτλους με την σύνθεση του παθητικού.
- ✓ ***Αποτελεί μακροοικονομικό εργαλείο άσκησης νομισματικής πολιτικής*** με δυνατότητα να συμβάλλει στον έλεγχο πάνω στο βραχυπρόθεσμο επιτόκιο.
- ✓ Επιτρέπει την ***άσκηση σταθεροποιητικής πολιτικής σε μακροοικονομικό επίπεδο***, συμβάλλοντας στην επίτευξη μακροπρόθεσμων οικονομικών στόχων. Αυτό το χαρακτηριστικό είναι εξαιρετικά χρήσιμο, ειδικά σε περιπτώσεις όπου δεν υπάρχουν πολλά περιθώρια άσκησης δημοσιονομικής πολιτικής λόγω περιορισμένου προϋπολογισμού.
- ✓ ***Συμβάλλει στον έλεγχο των αγορών χρηματοοικονομικών τίτλων.*** Τα ABRR προσφέρουν ένα νέο όργανο άσκησης πολιτικής το οποίο έχει την ικανότητα να στοχεύσει, ανεξάρτητα και μεμονωμένα σε μία συγκεκριμένη αγορά τίτλων, αποτρέποντας την επιβράδυνση ολόκληρης της οικονομίας.
- ✓ ***Κατευθύνει τις ροές χρηματοδότησης της αγοράς σε αγορές συγκεκριμένων κατηγοριών,*** επιτυγχάνοντας ***κοινωνικούς στόχους*** (για παράδειγμα λιγότερα ελάχιστα αποθεματικά για την χορήγηση δανείων για την κατασκευή νέων νοσοκομείων, λιμανιών κτλ.), οδηγώντας σε μακροοικονομικό επίπεδο στην σταθεροποίηση αλλά και την **ουσιώδη κοινωνική ανάπτυξη**.
- ✓ ***Αποθαρρύνει επενδύσεις και συναλλαγές χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων, οι οποίοι χαρακτηρίζονται από αδικαιολόγητο ρίσκο.*** Για παράδειγμα, η απαίτηση υψηλών αποθεματικών στα βραχυπρόθεσμα δάνεια, αυξάνει το κόστος δανεισμού τους, αποθαρρύνοντας τον δανεισμό τους, σε αντίθεση με κάποια μακροπρόθεσμα δάνεια, ευνοώντας κάποια μακροχρόνια επένδυση.
- ✓ Επί New Deal, η χρηματοπιστωτική ρύθμιση διαχωριζόταν σε τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρίες και συνταξιοδοτικά ταμεία χωριστά. Υπήρχαν ασφαλιστικές δικλείδες, οι οποίες εξασφάλιζαν ότι η λειτουργία αυτών των επιχειρήσεων δεν θα αναμειγνυόταν μεταξύ τους. Κάθε χρηματοπιστωτικό ίδρυμα, υπόκειταν σε διαφορετικό πλαίσιο κανόνων. Όμως, με την σταδιακή απορρύθμιση της αγοράς, από το 1980 και μετά, οι διακρίσεις στον χρηματοπιστωτικό τομέα καταργήθηκαν, και οι αγορές επεκτάθηκαν ανεξέλεγκτα. Με την εφαρμογή των ABRR, σε όλα τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα, ***παρέχεται η κατάλληλη ρυθμιστική ομπρέλα ώστε οι ανάγκες σε αποθεματικά να καθορίζονται από το είδος του χρηματοοικονομικού τίτλου και όχι απ' τον ιδιοκτήτη του τίτλου.*** Συνεπακόλουθα, το ύψος των αποθεματικών, θα εξαρτάται από την διαμόρφωση των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων διαφορετικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Με αυτόν τον τρόπο, τα ABRR διαγράφουν το κίνητρο για μια επιχείρηση να διαφοροποιήσουν τις δραστηριότητες τους για ν' αποφύγουν την τήρηση των ελάχιστων αποθεματικών, ένα πρόβλημα που δεν αντιμετωπίζεται από το 1980 και την κυριαρχία του νέου απελευθερωμένου χρηματοπιστωτικού συστήματος.
- ✓ ***Λειτουργεί αντικυκλικά, λειτουργώντας ως αυτόματος σταθεροποιητής.***

6.3 Μικροοικονομικά Θεμέλια: ABRR Μέσα Στην Επιχείρηση

6.3.1 Το Μοντέλο

Το μοντέλο των ABBR, στα πλαίσια της μικροοικονομίας, γίνεται ευκολότερα κατανοητό, αν εξεταστεί στα πλαίσια ενός τραπεζικού ιδρύματος. Ωστόσο το μοντέλο αυτό, διευρύνεται για όλα τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα[422]. Ως γνωστόν, μία τράπεζα, στο ενεργητικό του ισολογισμού της, κατατάσσονται τα δάνεια που χορηγεί, και στο παθητικό οι καταθέσεις που εισπράττει, καθώς και τα κεφάλαια που διαθέτει.

Η επίδραση των επιτοκίων των διαφορετικών υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών φαίνεται μέσω του παρακάτω ευρετικού μοντέλου, υποθέτοντας μια τέλεια ανταγωνιστική, γενική οικονομική επιχείρηση, σταθερής απόδοσης τεχνολογίας και με μη-στοχαστικές αναλήψεις. Η υπόθεση του σταθερού οριακού κόστους είναι μια απλουστευτική παραδοχή που διευκολύνει την ενσωμάτωση του μικροοικονομικού μοντέλου, στο ακόλουθο μακροοικονομικό. Σύμφωνα λοιπόν με το σύστημα ελάχιστων αποθεματικών στο παθητικό των ιδρυμάτων (LBRRs) [423], η συνάρτηση μεγιστοποίησης κερδών δίνεται από [424]:

$$\max_{L,H,D,T,F} V = i_L L + i_H H - [a_L + p_L]L - [a_H + p_H]H - [i_D + a_D]D - [i_T + a_T]T - [i_F + a_F]F \qquad 6.1$$

με περιορισμό:

$$L + H = [1 - k_D]D + [1 - k_T]T + F \qquad 6.2$$

όπου:

L είναι τα επενδυτικά δάνεια
H τα καταναλωτικά δάνεια
D βραχυπρόθεσμες καταθέσεις
T μακροπρόθεσμες καταθέσεις
F επιτόκιο δανεισμού αγοράς όταν $F > 0$ ή χορήγησης $F < 0$
i_j επιτόκιο ($j = L,H,D,T,F$)
a_j σταθερό οριακό κόστος ανά δολλάριο διαχείρισης δανείων και παθητικού ($j = L,H,D,T,F$)
p_j πιθανότητα αθέτησης δανείου ανά δολλάριο ($j = L,H$)

422 Η βασική διαφορά μεταξύ τραπεζών και των υπόλοιπων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, είναι ότι οι τράπεζες λαμβάνουν ένα προκαθορισμένο καταθετικό επιτόκιο, ενώ άλλοι ενδιάμεσοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί κατέχουν μετοχές ως παθητικό, αναλαμβάνοντας και μεγαλύτερο κίνδυνο, βλ. (Palley, 2004, p. 48)

423 το σύστημα LBRR δεν διαφέρει σε λογική πολύ από το εφαρμοζόμενο Risk Based RR, το οποίο εφαρμόζεται σήμερα. Απλά η σύγκριση γίνεται πιο απλοποιητική, με το σύστημα των LBRR.

424 Μικροοικονομικό μοντέλο από (Palley, 2004, p. 48)

k_j ελάχιστο υποχρεωτικό αποθεματικό ($j = D,T$)

Η εξίσωση 6.1 είναι η συνάρτηση κερδών, ενώ η 6.2 ο περιορισμός του ισολογισμού. Εισάγοντας τον περιορισμό αυτόν στην εξίσωση 6.1, και παραγωγίζοντας για κάθε μεταβλητή (L,H,D,T,F) δημιουργούνται τέσσερις συνθήκες πρώτης τάξης. Από αυτές, προκύπτουν τ' ακόλουθα επιτόκια [425]:

$$\begin{aligned} i_L &= i_F + a_F + p_L \\ i_H &= i_F + a_F + a_H + p_H \\ i_T &= [1 - k_T][i_F + a_F] - a_T \\ i_D &= [1 - k_D][i_F + a_F] - a_D \end{aligned} \qquad 6.3$$

Το επιτόκιο αγοράς χρήματος, το οποίο καθορίζεται απ' την νομισματική αρχή, ενισχύει την όλη δομή των επιτοκίων. Τα επιτόκια στα επενδυτικά και καταναλωτικά δάνεια είναι επιπρόσθετα του επιτοκίου αγοράς χρήματος (πχ. Για την ευρωζώνη είναι το βασικό επιτόκιο euribor το οποίο καθορίζεται απ' την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα) και λαμβάνουν υπόψη τα κόστη διαχείρισης απ' τα δάνεια καθώς και τις αναμενόμενες απώλειες από αθετήσεις δανειακών υποχρεώσεων. Ομοίως και για τα επιτόκια βραχυπρόθεσμων/μακροπρόθεσμων καταθέσεων.

Τ' αποτέλεσμα λοιπόν των LBRR, είναι να μειώνουν το επιτόκιο στις καταθέσεις, βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες. Όσο αυξάνει ο λόγος των αποθεματικών αναγκών, τόσο μειώνεται το επιτόκιο που θα πληρώνουν οι τράπεζες στους καταθέτες. Η λογική είναι η ακόλουθη: Χρηματαγορές, βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες καταθέσεις, είναι όλα διαφορετικές πηγές άντλησης ρευστού, κιέτσι τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα θα προσπαθήσουν να εξισώσουν το οριακό κόστος τους ανάμεσα σ' αυτές τις πηγές. Ανάγκες σε αποθεματικά ρευστού, σημαίνει πρακτικά ότι μέρος κάθε κατάθεσης πρέπει να παραμένει άμεσα διαθέσιμο, ώστε οι χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις να πρέπει ν' αποκτούν παραπάνω από ένα $ καταθέσεων για να παράγουν ένα $ δανείων. Πρακτικά, οι ελάχιστες αποθεματικές απαιτήσεις αυξάνουν το πραγματικό οριακό κόστος καταθέσεων, και ***ως συνέπεια οι τράπεζες μειώνουν το επιτόκιο που πληρώνουν στους καταθέτες.***

Τα αποτελέσματα ενός συστήματος LBRRs μπορούν να αντιπαραβληθούν με εκείνα ενός συστήματος ABRRs. Σε αυτή την περίπτωση, η συνάρτηση μεγιστοποίησης κερδών μιας αντιπροσωπευτικής επιχείρησης δίνεται από:

$$\max_{L,H,D,T,F} V = i_L L + i_H H - [a_L + p_L]L - [a_H + p_H]H - [i_D + a_D]D - [i_T + a_T]T - [i_F + a_F]F \qquad 6.4$$

με περιορισμό:

$$[1 + k_L]L + [1 + k_H]H = D + T + F \qquad 6.5$$

425 βλ. (Palley, 2004, p. 49)

Τα επιτόκια, τώρα διαμορφώνονται ως εξής:

$$
\begin{aligned}
i_L &= [i_F + a_F][1 + k_L] + a_L + p_L \\
i_H &= [i_F + a_F][1 + k_H] + a_H + p_H \\
i_D &= i_F + a_F - a_D \\
i_T &= i_F + a_F - a_T
\end{aligned}
\qquad 6.6
$$

Από τον τύπο 6.6, παρατηρούμε ότι η μεταβλητή ελάχιστων αποθεματικών k, επηρεάζει τώρα ***τα σχετικά επιτόκια στις χορηγήσεις και δεν έχουν καμία επίδραση στις καταθέσεις.*** Όσο αυξάνεται το ύψος των ελάχιστων αποθεματικών, τόσο ανεβαίνουν τα επιτόκια των χορηγούμενων δανείων. Ο λόγος είναι ότι τα ABRR δίνουν κίνητρα στις τράπεζες να αναζητούν επιπρόσθετα κεφάλαια για την χορήγηση πίστωσης, ***χρεώνοντας με αυτόν τον τρόπο τους δανειζόμενους για την αυξανόμενη ποσότητα που πρέπει να δανειστούν***.

6.3.2 Σύγκριση ABRR-LBRR

Συγκριτικά λοιπόν, με τα ABRR τα κόστη δανεισμού περνάνε στους δανειζόμενους, σε αντίθεση με τα LBRR όπου "τιμωρούνται" οι καταθέτες, επιβάλλοντας χαμηλό επιτόκιο. ***Συμπερασματικά λοιπόν, στα LBRR μειώνεται η ζήτηση για παθητικό, ενώ στα ABRR η ζήτηση για πίστωση.*** Αν τα ελάχιστα υποχρεωτικά αποθεματικά διαφέρουν ανάλογα με το είδος της πίστωσης, τότε η ζήτηση για δάνεια με υψηλότερο λόγο κάλυψης ρευστότητας θα μειωθεί σε σχέση με δάνεια με χαμηλότερα υποχρεωτικά αποθεματικά. Αυτή η δυνατότητα, δίνει την ευχέρεια στα ABRR να επηρεάζουν την μικροοικονομική κατανομή πίστωσης, χωρίς μάλιστα να χρειαστεί να μεταβληθεί το γενικό επιτόκιο [426].

Μια τέτοια κατανομή πίστωσης παρουσιάζει μια κάποια ομοιότητα με τον επιλεκτικό έλεγχο πίστωσης. Ωστόσο, οι επιλεκτικοί πιστωτικοί έλεγχοι είναι μια ποσοτική ρύθμιση, η οποία οδηγεί σε επιμέρους προβλήματα τα οποία σχετίζονται με τον τρόπο παροχής σταθερής ποσότητας πίστωσης. Τα ABRRs επιτρέπουν στην αγορά να διαθέσει πίστωση σε μια τιμή που καθορίζεται σιωπηρά από τη νομισματική αρχή.

Τα ABRR παρέχουν την ευχέρεια στον φορέα χάραξης νομισματικής πολιτικής, να λάβει ακριβείς αποφάσεις για την τιμολόγηση της πίστωσης και των αποδόσεων των αξιογράφων, όπως για παράδειγμα, σε μία υπερθερμασμένη αγορά ακινήτων, η οποία χαρακτηρίζεται από ενισχυμένες διακυμάνσεις του οικονομικού κύκλου. Σύμφωνα με τα LBRR, ο έλεγχος της αγοράς απαιτεί την αύξηση του γενικού επιπέδου των επιτοκίων, με όλες τις αρνητικές συνέπειες για το σύνολο της οικονομίας. Αντίθετα, σε ένα σύστημα με ABRRs, η νομισματική αρχή έχει την ευχέρεια να στοχεύσει συγκεκριμένα τον τομέα των ακινήτων με την αύξηση των ελάχιστων αποθεματικών για τα ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια. Πράγματι, οι παρεμβάσεις αυτές θα μπορούσαν ακόμα και να τοποθετηθούν έτσι ώστε να γίνεται διάκριση μεταξύ των δανείων για εμπορικά και βιομηχανικά ακίνητα, καθώς και κατοικίας, ή να διακρίνει τα δάνεια ανά περιοχή. ***Με τον τρόπο αυτό, οι υπερθερμασμένες αγορές "ψύχονται" χωρίς να επιβραδυνθεί το σύνολο της οικονομίας.***

426 βλ. (Palley, 2004, p. 50)

Η ικανότητα των ABRR να επηρεάζουν την κατανομή των πιστώσεων αναδεικνύει την χρησιμότητά τους ως ένα εργαλείο ρύθμισης διεθνών χρηματοοικονομικών γεγονότων. Για παράδειγμα, στην κρίση της Νοτιοανατολικής Ασίας, η οποία ουσιαστικά οφείλεται σε υπερβολικό διεθνή βραχυπρόθεσμο δανεισμό. Επετράπη ο αλόγιστος δανεισμός με συνέπεια να δημιουργηθεί τεράστιο και μη διαχειρίσιμο εξωτερικό χρέος. Μόλις οι δανειστές αντιλήφθηκαν το πρόβλημα διαχείρισης αυτού του χρέους, η οικονομία κατέρρευσε. Ένα σύστημα ABRR θ' απέτρεπε μία τέτοια κρίση, αφού το κράτος με την πολιτική του θα έθετε φραγμό στον βραχυπρόθεσμο εξωτερικό δανεισμό γενικότερα, ή στον δανεισμό συγκεκριμένα σε ήδη υπερχρεωμένες χώρες [427].

6.4 Τα ABRR Μακροοικονομικά

6.4.1 Το Μοντέλο

Η εφαρμογή των ABRR συμβάλλει στην μακροοικονομική σταθερότητα. Αποδεικνύονται εξαιρετικά χρήσιμα σε περιπτώσεις όπου το κράτος εφαρμόζει σφιχτή δημοσιονομική πολιτική ή στοχεύει σε συγκεκριμένους οικονομικούς τομείς όπως για παράδειγμα η συναλλαγματική ισοτιμία. Ο λόγος είναι ότι τα ABRR έχουν την δυνατότητα να χρησιμοποιηθούν για να ελέγξουν την κατανάλωση ενώ ταυτόχρονα να διατηρήσουν, ή ακόμα και να ευνοήσουν τις επενδύσεις.

Οι παραπάνω ισχυρισμοί αποτυπώνονται, χρησιμοποιώντας το ακόλουθο Κευνσιανό γενικό μοντέλο ισορροπίας IS-LM [428]:

$$y = C\left(\bar{i}_H, \bar{i}_D, \bar{i}_T, \left[\overline{1-t}\right]y\right) - \bar{I}\left(\bar{i}_L\right) + G + NX \qquad 6.7$$

$$NX = NX(\bar{e}, \bar{y}) \qquad 6.8$$

$$e = \overset{+}{e}\left(i_F \overset{-}{/} i_{F^*}\right) \qquad 6.9$$

$$L + H = [1 - k_D]D + [1 - k_T]T \qquad 6.10$$

$$k_L L + k_H H = B \qquad 6.11$$

$$L = L(i_L, y) \qquad 6.12$$

$$H = H(i_H, i_D, i_T, [1-t]y) \qquad 6.13$$

$$D = D(i_H, i_D, i_T, [1-t]y) \qquad 6.14$$

$$T = T(i_H, i_D, i_T, [1-t]y) \qquad 6.15$$

Όπου:

427 βλ. (Palley, 2004, pp. 50-51)

428 βλ. (Palley, 2004, pp. 51-52)

y είναι το επίπεδο παραγωγής, C οι καταναλωτικές δαπάνες, I οι επενδυτικές δαπάνες, G οι δημόσιες δαπάνες, NX οι καθαρές εξαγωγές, e η συναλλαγματική ισοτιμία, i_F το επιτόκιο της αγοράς, B η νομισματική βάση, t η μέση φορολόγηση.

Η εξίσωση (6.7) είναι η συνθήκη ισορροπίας της αγοράς αγαθών. Η εξίσωση (6.8) καθορίζει το επίπεδο των καθαρών εξαγωγών. Η εξίσωση (6.9) καθορίζει τη συναλλαγματική ισοτιμία, η οποία είναι συνάρτηση των σχετικών επιτοκίων των χρηματαγορών μεταξύ των χωρών. Οι εξισώσεις (6.10) - (6.15) περιγράφουν τον χρηματοπιστωτικό τομέα. Η εξίσωση (6.10) είναι ο περιορισμός συνολικής ισορροπίας του τραπεζικού τομέα, και συνεπώς τα ομοσπονδιακά δάνεια είναι ως εκ τούτου μηδέν συνολικά. Η εξίσωση (6.11) είναι η συνθήκη ισορροπίας της νομισματικής αγοράς, όπου για απλότητα, θεωρείται ότι δεν υπάρχουν μη τραπεζικές καταθέσεις. Οι εξισώσεις (6.12) - (6.15) καθορίζουν τη ζήτηση των νοικοκυριών για δάνεια, την ζήτηση των εταιρειών για δάνεια, την ζήτηση των νοικοκυριών για καταθέσεις όψεως, και την ζήτηση των νοικοκυριών για καταθέσεις προθεσμίας.

Στην εξίσωση (6.7), η συνθήκη ισορροπίας της αγοράς εμπορευμάτων και το επίπεδο της ζήτησης καθορίζει το επίπεδο της παραγωγής. Το επίπεδο της ζήτησης με την σειρά της, καθορίζεται από την κατανάλωση, τις επενδύσεις, τις δημόσιες δαπάνες και τις καθαρές εξαγωγές. Το επίπεδο των καταναλωτικών δαπανών εξαρτάται από τα επιτόκια των καταναλωτικών δανείων, τα επιτόκια των καταθέσεων όψεως και προθεσμίας, το επιτόκιο της χρηματαγοράς, και τέλος το καθαρό εισόδημα που απομένει, μετά την φορολόγηση. Η επίδραση των επιτοκίων των καταθέσεων όψεως και των προθεσμιακών καταθέσεων, στις καταναλωτικές δαπάνες, αντανακλούν το συμβατικό μηχανισμό μετάδοσης, όπου οι αποδόσεις των χρηματοοικονομικών στοιχείων επηρεάζουν την αποταμίευση των νοικοκυριών. Αυτή η επίδραση είναι αρνητική εάν το φαινόμενο της υποκατάστασης κυριαρχεί έναντι της επίδρασης εισοδήματος. Η επιρροή των επιτοκίων των καταναλωτικών δανείων αντανακλά το κανάλι της πιστοληπτικής ικανότητας. Οι επενδυτικές δαπάνες εξαρτώνται από τα αντίστοιχα επιτόκια τους, και αντικατοπτρίζουν το κόστος του καναλιού πίστωσης.

Ο καθορισμός των επιτοκίων και των νομισματικών μεγεθών εξαρτάται από το σύστημα των ελάχιστων υποχρεωτικών αποθεματικών και τον στόχο που έχει θέσει η νομισματική αρχή. Στο άρθρο του Palley, η ανάλυση περιορίζεται στην περίπτωση κατά την οποία η κεντρική τράπεζα στοχεύει στο επιτόκιο της αγοράς χρήματος. Εάν το χρηματοπιστωτικό σύστημα ρυθμίζεται σύμφωνα με τα LBRR, τα επιτόκια καθορίζονται σύμφωνα με τις εξισώσεις επιτοκίων της (6.3). Αντικαθιστώντας τις εξισώσεις (6.7) - (6.9), προκύπτει το ακόλουθο σύστημα [429]:

$$y = C\left(i_F + a_F + p_H, [1-k_D][i_F + a_F] - a_D, [1-k_T][i_F + a_F] - a_T, [1-t]y\right) + I\left(i_F + a_F + a_L + p_L\right)G + NX \qquad 6.16$$

$$NX = NX(e, y) \qquad 6.17$$

$$e = e\left(i_p / i_{p^*}\right) \qquad 6.18$$

Οι ενδογενείς μεταβλητές είναι οι y, NX, e. Τα εργαλεία πολιτικής είναι τα $i_F, k_D, k_T, t,$ και G. Από την άποψη της χάραξης πολιτικής, οι μεταβλητές-στόχοι είναι συνήθως το επίπεδο της παραγωγής,

429 βλ. (Palley, 2004, p. 52)

y, και το επίπεδο των καθαρών εξαγωγών, NX. Αν οι φορείς χάραξης πολιτικής έχουν τον έλεγχο τόσο της νομισματικής όσο και της δημοσιονομικής πολιτικής, τότε θα έχουν επαρκή μέσα (i_F , G και T), τόσο για τη μείωση της τελικής ζήτησης όσο και για ν' αλλάξουν τη σύνθεσή της, έτσι ώστε το επίπεδο των επενδυτικών δαπανών να διατηρείται. Αυτό μπορεί να γίνει με αυστηρή δημοσιονομική πολιτική (t υψηλότερα και χαμηλότερα G) και χαλαρή νομισματική πολιτική (χαμηλότερο i_F). Όσον αφορά το μοντέλο IS-LM, μια τέτοια πολιτική μετατοπίζει την IS αριστερά και μειώνει την LM.

Ωστόσο, δυσκολίες ανακύπτουν όταν η δημοσιονομική πολιτική είναι περιορισμένη. Τότε, η κυβέρνηση έχει την δυνατότητα ν' ασκήσει αποκλειστικά νομισματική πολιτική, δηλαδή ν' αυξομειώσει το εγχώριο επιτόκιο αγοράς χρήματος, αφού το επιτόκιο των καταναλωτικών δανείων μόνο από αυτό δύναται να επηρεαστεί. Αν η κυβέρνηση επιθυμεί να επιβραδύνει την οικονομία ώστε ν' αποφύγει πληθωριστικές πιέσεις, τότε θα πρέπει ν' αυξήσει το εγχώριο επιτόκιο αγοράς χρήματος. Αυτό θα επιφέρει διαδοχικά τις ακόλουθες συνέπειες:

1. Αύξηση των επιτοκίων των καταναλωτικών δανείων. Ως απόρροια, μειώνεται η καταναλωτική ζήτηση, αφού μειώνεται ο καταναλωτικός δανεισμός και αυξάνεται η αποταμίευση.
2. Αύξηση των επιτοκίων των επενδυτικών δανείων. Συνεπακόλουθα, σημειώνεται μείωση των επενδυτικών δαπανών και συνεπώς μείωση του ρυθμού ανάπτυξης της παραγωγής.
3. Υψηλότερα επιτόκια προκαλούν επιδείνωση στο εμπορικό ισοζύγιο, εξαιτίας της μεταβολής που προκαλείται στην συναλλαγματική ισοτιμία, προκαλώντας και ανάλογες δυσμενείς επιπτώσεις στον βιομηχανικό κλάδο.

Ας δούμε τώρα πώς θα λειτουργούσε το σύστημα, υπό την εφαρμογή των ABRR. Σε ένα τέτοιο σύστημα, τα επιτόκια καθορίζονται από τις εξισώσεις επιτοκίων της (6.6). Αντικαθιστώντας στις εξισώσεις (6.7) - (6.9), προκύπτει το ακόλουθο σύστημα [430]:

$$y = C([i_F + a_F][1+k_H] + a_H + p_H, i_F + a_F - a_D, i_F + a_F - a_T, [1-t]y) + I([i_F + a_F][1+k_L] + a_L + p_L) + G + NX \qquad 6.19$$

$$NX = NX(e, y) \qquad 6.20$$

$$e = e(i_p / i_{p^*}) \qquad 6.21$$

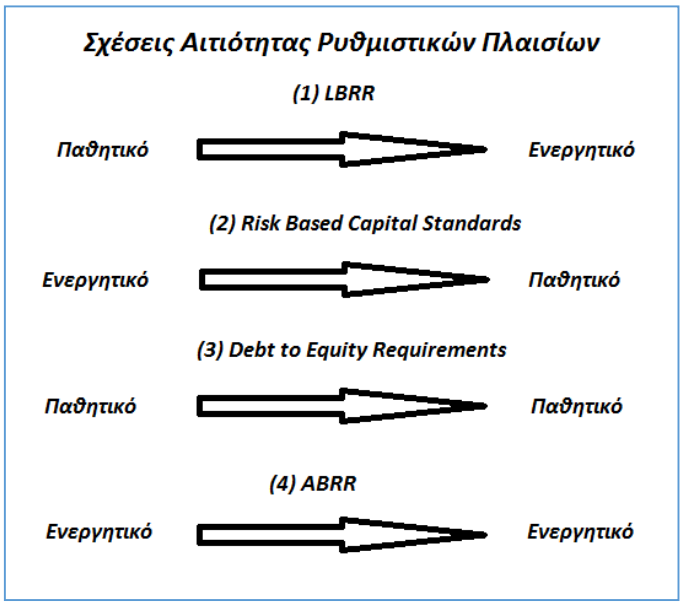
Αν η νομισματική αρχή επιδιώκει να μεταβάλει την σύνθεση της ζήτησης μειώνοντας την κατανάλωση, αυτό το επιτυγχάνει με την αύξηση αποκλειστικά των επιτοκίων στα καταναλωτικά δανεία, μέσω της αύξησης του λόγου κάλυψης ρευστότητας σε αυτά. Ως συνέπεια, μειώνεται η ζήτηση για κατανάλωση, ρίχνοντας την συνολική ζήτηση και τελικά την συρρίκνωση του παραγόμενου προϊόντος. Ωστόσο, ***το επιτόκιο της αγοράς χρήματος παραμένει ανεπηρέαστο,*** όπως ανεπηρέαστα παραμένουν και τα επιτόκια των επενδυτικών δανείων. Συνεπώς οι επενδυτικές δαπάνες, μένουν ανεπηρέαστες. Επιπρόσθετα, λόγω της μη μεταβολής του επιτοκίου αγοράς χρήματος, η συναλλαγματική ισοτιμία παραμένει κιαυτή ανεπηρέαστη. ***Συμπερασματικά, εφαρμόζοντας στοχευμένη και σφιχτή πολιτική σ' έναν τομέα (στην προκειμένη περίπτωση, στην κατανάλωση) η νομισματική αρχή πέτυχε τον στόχο που είχε θέσει, χωρίς να επιβαρυνθούν οι υπόλοιποι τομείς της οικονομίας.*** Μάλιστα, στο παράδειγμά μας, η νομισματική αρχή αν το

430 βλ. (Palley, 2004, p. 53)

επιθυμεί, έχει την δυνατότητα να ευνοήσει και πολιτική επενδύσεων, ρίχνοντας τα επιτόκια στις χορηγήσεις επενδυτικών δανείων ταυτόχρονα με την αύξηση των επιτοκίων στα καταναλωτικά δάνεια [431], δίνοντας ώθηση στις επενδύσεις.

6.4.2 Λογική ABRR

Η λογική των ABRR παρουσιάζεται στην εικόνα 6.1, η οποία απεικονίζει την διαφορετική οικονομική λογική η οποία ενσωματώνεται στα διάφορα συστήματα ρύθμισης του ισολογισμού:



Εικόνα 6.1

Η λογική η οποία ενσωματώνεται στα διάφορα συστήματα ρύθμισης του ισολογισμού.

Πηγή: (Palley, 2008, p. 11)

Το πρώτο σύστημα, είναι αυτό των LBRR. Σύμφωνα με αυτά, οι τράπεζες διατηρούν κάποια υποχρεωτικά αποθεματικά άμεσα διαθέσιμα, έναντι των καταθέσεων τους, των υποχρεώσεων τους δηλαδή, με συνέπεια η κατεύθυνση της αιτιώδους συνάφειας να ρέει από την πλευρά του παθητικού του ισολογισμού, προς αυτή του ενεργητικού. ***Όταν οι τράπεζες αναλαμβάνουν πρόσθετες υποχρεώσεις σε καταθέσεις, πρέπει να διατηρούν επιπρόσθετα αποθεματικά.***

Η δεύτερη μορφή ρύθμισης ισολογισμού, είναι τα "Αποθεματικά Βάση Ανάληψης Κινδύνου" (Risk Based Capital Requirements (RBCR)) δηλαδή η διατήρηση ελάχιστων αποθεματικών ανάλογα με τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο των υπό διαχείριση χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων, η οποία είναι η τρέχουσα ρύθμιση. Στο πλαίσιο αυτού του συστήματος, οι χρηματοοικονομικοί τίτλοι κατηγοριοποιούνται ανάλογα με τον κίνδυνο, έτσι ώστε οι τράπεζες να κρατάνε περισσότερα κεφάλαια όταν αναλαμβάνουν και πιο επικίνδυνες επενδύσεις. Η αιτιώδης σχέση σε αυτήν την περίπτωση, έχει ροή από την ενεργητική προς την παθητική πλευρά του ισολογισμού. ***Πιο***

431 βλ. όπως παραπάνω

επεξηγηματικά, όταν οι τράπεζες κατέχουν στο χαρτοφυλάκιο τους περισσότερα τίτλους με αυξημένο κίνδυνο ("risky assets"), θα πρέπει και να διακρατούν περισσότερα κεφάλαια έναντι αυτών.

Η τρίτη μορφή ρύθμισης του ισολογισμού, λέγεται "πρότυπο χρέη προς ίδια κεφάλαια" (debt-to-equity standards). Σε αυτή την πρόταση ρύθμισης, το χρέος και τα κεφάλαια συγκαταλέγονται στο παθητικό του ισολογισμού, ενώ η αιτιώδης συνάφεια ρέει μεταξύ των διάφορων κατηγοριών. ***Αν οι χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις αποκτήσουν περισσότερο χρέος, θα πρέπει να διακατέχουν και περισσότερα κεφάλαια.***

Η τέταρτη και τελευταία μορφή ρύθμισης του ισολογισμού, είναι η πρόταση του Palley, τα ABRR. Σε αυτό το σύστημα, οι επιχειρήσεις καλούνται να κρατούν ελάχιστα υποχρεωτικά αποθεματικά έναντι άλλων χρηματοοικονομικών τίτλων. ***Συνεπώς, αν οι επιχειρήσεις επιθυμούν να επεκτείνουν το χαρτοφυλάκιό τους μέσω της απόκτησης επιπρόσθετων τίτλων, θα πρέπει επίσης ν'αυξάνουν και την ποσότητα των αποθεματικών τους.*** Η ροή της αιτιώδους σχέσης κατευθύνεται από το ενεργητικό του ισολογισμού, προς το ενεργητικό[432].

Ας παρουσιάσουμε την προσέγγιση του Palley με δύο παραδείγματα. Ας υποθέσουμε ότι η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) εντόπισε την ύπαρξη μιας φούσκας ακινήτων στο Παρίσι. Σε αυτή την περίπτωση, η ΕΚΤ θα ζητήσει από την ΚΤ της Γαλλίας, την Banque de France να απαιτήσει από τις τοπικές εμπορικές τράπεζες της, την κράτηση υψηλότερου ποσού των μη τοκοφόρων αποθεματικών, σύμφωνα με το ποσό των στεγαστικών δανείων τα οποία θα χορηγήσουν στο Παρίσι. Τότε, οι τοπικές εμπορικές τράπεζες θα πρέπει να κρατήσουν περισσότερα αποθεματικά στην Banque de France για να μπορέσουν να χορηγήσουν πίστωση στην τοπική αγορά ακινήτων. Για το λόγο αυτό, θα αυξήσουν το επιτόκιο των στεγαστικών δανείων, με συνέπεια τη μείωση της ζήτησης των ακινήτων στο Παρίσι και την επιβράδυνση της αύξησης των τιμών στις αγορές αυτές. Οι ανισορροπίες στην αγορά ακινήτων του Παρισιού θα αμβλύνονται, χωρίς την παρέμβαση της ΕΚΤ. Ως διαφορετικό παράδειγμα, ας υποθέσουμε ότι, σε μια χώρα, κερδοσκόποι ενθαρρύνονται να ζητούν βραχυπρόθεσμα κερδοσκοπικά δανεία. Εάν η εθνική κεντρική τράπεζα αυξήσει την αναλογία αποθεματικών σε βραχυπρόθεσμα δάνεια, το κόστος δανεισμού αυτού του είδους των δανείων θα αυξηθεί. Αυτό θα επιβραδύνει ή ακόμη και θα αποτρέψει κερδοσκοπικές επιθέσεις [433].

6.5 Πλεονεκτήματα ABRR

Η χρηματοδότηση των τραπεζών και γενικότερα των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, από το "σκιώδες τραπεζικό σύστημα" καθώς επίσης και η εξάρτησή τους από αυτό, καθιστά πια αναγκαίο την δημιουργία ενός νέου ρυθμιστικού πλαισίου.

Τα ABRR έχουν την δυνατότητα να συνδράμουν στην καλύτερη λειτουργία της οικονομίας, μέσω της ευελιξίας τους να δομούνται κατάλληλα ανάλογα με τον εκάστοτε κίνδυνο. Έτσι, δάνεια υψηλού κινδύνου γίνονται ασύμφορα, μέσω της αύξησης των υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών μόνο σε αυτά, αποθαρρύνοντας τελικά την υπερβολική χορήγηση τέτοιων δανείων. ***Με την επιβολή διαφορετικών και κατάλληλων υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών ανά κατηγορία τίτλου, επιβραδύνεται μόνο η αγορά η οποία είναι υπερθερμασμένη, αποτρέποντας την έκρηξη της φούσκας σε αυτή, και αφήνοντας ανεπηρέαστους τους υπόλοιπους τομείς της οικονομίας.***

432 βλ. (Palley, 2008, p. 11)
433 βλ. (Myftari & Rossi, 2007, p. 16)

Επιπρόσθετα, μία ιδιαίτερα σημαντική παράμετρος που καθιστά τα ABRR εξαιρετικά χρήσιμα είναι η ακόλουθη: ***Αν ένα δάνειο αθετηθεί, τ' αποθεματικά που προορίζονταν γι' αυτό το δάνειο απελευθερώνονται, παρέχοντας στις τράπεζες υπερπολύτιμη ρευστότητα, την ώρα ακριβώς που την χρειαζόταν περισσότερο***.

Ταυτόχρονα, με τα ABRR, είναι ευκολότερη η χορήγηση πίστωσης εν καιρώ ύφεσης, απ' ότι στο σύστημα με τα LBRR, μέσω της κατάλληλης και στοχευμένης ρύθμισης των ελάχιστων υποχρεωτικών αποθεματικών. Συνεπώς, ένα σύστημα με ρυθμιστικό πλαίσιο ABRR, λειτουργεί με τρόπο αντικυκλικό, δηλαδή εν καιρώ κρίσης, το σύστημα είναι δομημένο ώστε να προσδίδει μία τάση αναθέρμανσης της οικονομίας, ενώ σε καιρώ ανάπτυξης, το σύστημα θα λειτουργεί με τρόπο προστατευτικό, μέσω στοχευμένης αύξησης του κατάλληλου επιτοκίου, ώστε ν' αποτραπεί τυχόν έκρηξη φούσκας. ***Με άλλα λόγια, τα ABRR εισάγουν στο σύστημα αυτόματους σταθεροποιητές***[434]**.**

Η εφαρμογή ενός συστήματος ABRR απαλλάσσει τη νομισματική αρχή από το βαρύ έργο της προληπτικής παρέμβασης, μέσω της αύξησης των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων[435], στην περίπτωση κατά την οποία έχει ανιχνευτεί μία φούσκα σε κάποιον τομέα της αγοράς. Σε μία τέτοια περίπτωση, η τροποποίηση της αναλογίας των ελάχιστων υποχρεωτικών αποθεματικών, σ' ένα σύστημα με ABRR, είναι ένα όργανο λιγότερο "ύπουλο" σε σχέση με την χειραγώγηση των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων, όπως συμβαίνει σήμερα. Η ενσωμάτωση ενός συστήματος ABRR μεταξύ των οργάνων της κεντρικής τράπεζας, επιτρέπει στην κεντρική τράπεζα να επιτύχει τους παραδοσιακούς της στόχους, εκτός από το στόχο της χρηματοοικονομικής σταθερότητας, διατηρώντας παράλληλα ένα υψηλό βαθμό διαφάνειας, τη φήμη, την υπευθυνότητα, και την αξιοπιστία προς το ευρύ κοινό. Επιπλέον, η νομισματική σταθερότητα θα προκύψει από το γεγονός ότι η κεντρική τράπεζα δεν θα είναι πλέον υποχρεωμένη να χειραγωγήσει το βραχυπρόθεσμο επιτόκιο για τον έλεγχο των διακυμάνσεων των τιμών των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων**. *Με τον τρόπο αυτό, η κεντρική τράπεζα θα έχει πλέον την δυνατότητα ν' αγωνιστεί εναντίον των περιφερειακών ανισορροπιών χωρίς να διαταραχθεί το σύνολο της οικονομία***ς, συμβάλλοντας παράλληλα και στην σταθεροποίηση του πληθωρισμού [436]. ***Εν κατακλείδι, τα ABRR αποτελούν ένα ισχυρό εργαλείο συμβάλλοντας στην μακροοικονομική σταθερότητα και ανάπτυξη*** [437].

Τελευταία, παρατηρείται το φαινόμενο μείωσης των κρατικών εσόδων από την φορολόγηση των τραπεζών, εξαιτίας της μείωσης των αποθεματικών που διακρατούν και της μειωμένης ζήτησης σε τραπεζικές καταθέσεις (παραπάνω αναφέρθηκε ότι το σύστημα των LBRR επιβαρύνουν τις καταθέσεις). **Μέσω της εφαρμογής των ABRR υπάρχει η δυνατότητα αυτό το φαινόμενο ν' αντιστραφεί, αυξάνοντας την ζήτηση για καταθέσεις,** καθώς όπως έχει ήδη σημειωθεί τα επιτόκια καταθέσεων δεν επιβαρυνόνται από αλλαγές σε μακροοικονομική πολιτική.

Επιπρόσθετα, προκειμένου ν'αποφευχθεί το εποπτικό arbitrage καθώς και ο αθέμιτος ανταγωνισμός, τα ABBR ***επιβάλλεται να εφαρμοστούν σε όλα τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα.*** Στην πραγματικότητα, οι ενδιάμεσοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί, θα πρέπει να ρυθμίζονται με βάση την λειτουργία τους και όχι την μορφή τους, εξασφαλίζοντας με αυτόν τον τρόπο ίσους όρους ανταγωνισμού για παρομοίων δραστηριοτήτων επιχειρήσεις, ανεξάρτητα από την μορφή που έχουν επιλέξει να έχουν, εκμηδενίζοντας την διάκρισή τους [438].

Γενικότερα, η επιβολή ελάχιστων αποθεματικών στους χρηματοοικονομικούς κύκλους εξασφαλίζει μια διαφοροποίηση ανάμεσα στο επιτόκιο αυτής της συγκεκριμένης κατηγορίας, και το επιτόκιο της νομισματικής αρχής (για τις ΗΠΑ, το επιτόκιο της FED, για την ευρωζώνη το Euribor). Η

---

434 βλ. (Myftari & Rossi, 2007, p. 14)

435 και από τις παρενέργειες στους υπόλοιπους τομείς της οικονομίας από την αύξηση του γενικού επιτοκίου

436 βλ. (Myftari & Rossi, 2007, p. 14)

437 βλ. (Toporowski, 2007, p. 564)

438 βλ. (Toporowski, 2007, p. 564)

νομισματική αρχή, έχει την δυνατότητα να προσαρμόσει το μέγεθος αυτής της διαφοροποίησης, μεταβάλλοντας τα ελάχιστα αποθεματικά, και κατά συνέπεια, τα επιτόκια των εκάστοτε κατηγοριών τίτλων, και ***τελικά να διαφοροποιήσει την κατανομή των χαρτοφυλακίων και των χορηγήσεων*** [439].

Τέλος, η σημερινή παρακμάζουσα σημασία των τραπεζών, όντας ο τελευταίος κρίκος της αχανούς χρηματοπιστωτικής αλυσίδας, καθιστά την άσκηση νομισματικής πολιτικής πιο δύσκολη και σαφέστατα περιορισμένη, μέσα αποκλειστικά από τις Κεντρικές Τράπεζες, ρυθμίζοντας το γενικό επιτόκιο και εκδίδοντας ομόλογα. Η κεντρική τράπεζα θα μπορούσε να έχει μεγαλύτερη επιρροή στη διατραπεζική αγορά, λόγω της επέκτασης της ζήτησης για τα αποθεματικά των τραπεζών, σ' ένα σύστημα ABRR [440].***Μια παγκόσμια εφαρμογή, σε όλο το χρηματοπιστωτικό σύστημα, των ABRR, θα επανέφερε τις τράπεζες στην κορυφή του χρηματοπιστωτικού συστήματος, θα έλεγχε την διεθνή ροή πίστωσης και τον χρηματοοικονομικό τομέα, προσδίδοντας νέο βάθος στην νομισματική πολιτική, αφού στοχεύοντας σε συγκεκριμένους τομείς, θα ωθούσε ολόκληρο το χρηματοπιστωτικό τομέα σε αυτούς.***

6.6 Κριτική στην Πρόταση Palley

Στα πλαίσια μιας ολοκληρωμένης παρουσίας της πρότασης του Palley, σε αυτή την ενότητα, εξετάζονται κάποιοι προβληματισμοί σχετικά με την δομή, την πρακτικότητα και τον τρόπο λειτουργίας ενός συστήματος ABRR.

6.6.1 Εκτίμηση Δεικτών Ελάχιστων Αποθεματικών

Σύμφωνα με τους Myftari και Rossi [441], η πρόταση των ABRR βασίζεται σε ένα μεγάλο αριθμό υποθέσεων, το οποίο πρέπει να ελεγχθεί στην πράξη. Ειδικότερα, η διακύμανση των δεικτών ελάχιστων αποθεματικών πρέπει να καθορίζεται από ένα ακριβές, απλό, σαφές από όλους τους παράγοντες, κατανοητό κανόνα. Πιο σημαντικό, η εκτίμηση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων δημιουργεί ένα τεράστιο πρόβλημα μέτρησης, και συνεπάγεται υψηλό βαθμό υποκειμενικότητας. Πράγματι, οι παράμετροι που πρέπει κανείς να εξετάσει, όταν κάποιος προσπαθεί να εκτιμήσει αν ένα χρηματοοικονομικό περιουσιακό στοιχείο είναι υποτιμημένο ή υπερτιμημένο εξαρτάται από το είδος των περιουσιακών στοιχείων, για τον υπό εξέταση τομέα. Για παράδειγμα, τα κριτήρια για να εξετάσει κανείς την εξέλιξη της τιμής ενός χρηματοοικονομικού περιουσιακού στοιχείου του μεταλλουργικού τομέα θα πρέπει να είναι διαφορετικά από τα κριτήρια για την εξέλιξη της τιμής ενός χρηματοοικονομικού περιουσιακού στοιχείου της βιοχημικής βιομηχανίας. Ακόμα σημαντικότερα, ορισμένες επιχειρήσεις αναπτύσσουν δραστηριότητες σε παραπάνω από ένα τομείς ταυτόχρονα. Όταν η τιμή των μετοχών τους θεωρείται ότι είναι υπερτιμημένη, ένα σύστημα ABRR, σύμφωνα πάντα με τους Myftari και Rossi, τιμωρεί ολόκληρη την εταιρεία, αντί να λάβει υπόψη μόνο τον τομέα ο οποίος οδήγησε και στην αύξηση των τιμών των μετοχών αυτής της εταιρείας.

6.6.2 Αμφισβήτηση Σημασίας Ύψους Ελάχιστων Αποθεματικών

Σύμφωνα με τον Toporowski, η έμμεση αρχική υπόθεση του Palley ότι η τιμή των αποθεματικών περιλαμβάνεται στο κόστος απόκτησης των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων, είναι η αιτία που το προτεινόμενο ρυθμιστικό πλαίσιο των ABRR είναι τόσο ευαίσθητο σε αλλαγές στο

439 βλ. (Palley, 2008, pp. 10-11)
440 βλ. (Myftari & Rossi, 2007, p. 14)
441 Βλ. (Myftari & Rossi, 2007, pp. 14-17)

υποχρεωτικό όριο των αποθεματικών. ***Ωστόσο, σύμφωνα με τον Toporowski, τέτοια ευαισθησία δικαιολογείται μόνο όταν το τραπεζικό σύστημα είναι απολύτως προετοιμασμένο για κάτι τέτοιο***, δλδ. όταν το τραπεζικό σύστημα έχει υπερβεί την μέγιστη ποσότητα πίστωσης που έχει την δυνατότητα να χορηγήσει, σύμφωνα με τα τρέχοντα αποθεματικά. Τότε, η αύξηση των αναγκαίων αποθεματικών, θα οδηγούσε σε πιστωτική κρίση, στην οποία οι τράπεζες θ' αρνούταν να χορηγήσουν δάνεια και ταυτόχρονα θ' απαιτούσαν την επιστροφή των δανείων που λήγουν. Αυτή η υπόθεση του Palley, έχει μέγιστη σημασία από την σκοπιά των μονεταριστών ("monetarist") [442] ότι ***ο έλεγχος της ποσότητας των αποθεματικών δηλαδή, είναι το κλειδί για την κατάλληλη άσκηση νομισματικής πολιτικής***. Αυτή η θεώρηση των μονεταριστών αμφισβητήθηκε έντονα, μεταξύ άλλων, από τον Kaldor, ο οποίος απέδειξε ότι στην ουσία οι τράπεζες είναι σχετικά ανθεκτικές σε αλλαγές των απαραίτητων επιπέδων αποθεματικών, επειδή αυτές διατηρούν πλεονάζοντα αποθεματικά, τα οποία έχουν την δυνατότητα να τα δανείζουν στις χρηματαγορές. Αυτή όμως η εξέλιξη, ***οδηγεί στην αύξηση του δανεισμού με επιτόκια τα οποία καθορίζονται στις χρηματαγορές, και όχι όπως ισχυρίζεται ο Palley απ'την νομισματική αρχή*** [443]. Αυτή η δυσκολία με τα πλεονάζοντα αποθεματικά θα μπορούσε, μέχρι κάποιο σημείο, να περιοριστεί με την επιβολή προστίμων στην κατακράτηση πλεοναζόντων αποθεματικών. Ωστόσο, βραχυπρόθεσμα, αυτό είναι ένα κίνητρο για τις τράπεζες να ξεφορτωθούν τα πλεονάζοντα αποθεματικά όσο πιο γρήγορα γίνεται, μέσω του δανεισμού σε τρίτους, κάνοντας τις χρηματαγορές ακόμα πιο αποδοτικές και αποτελεσματικές, όσον αφορά την ανακατανομή των πλεοναζόντων αποθεματικών, αλλά σε μία τιμή η οποία θα καθορίζεται ακόμα περισσότερο απ'την χρηματαγορά, θέτοντας τελικά την νομισματική αρχή ακόμα περισσότερο στο περιθώριο άσκησης επιρροής. Μακροπρόθεσμα, τέτοια πρόστιμα θα λειτουργούν ως κίνητρο για απόσυρση απ' το επίσημο σύστημα χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης.

6.6.3 Πιθανή Αποσταθεροποίηση Αγορών

Όπως αναφέρθηκε, όταν οι τράπεζες διατηρούν πλεονάζοντα αποθεματικά τ' ανακατανέμουν, μέσω του δανεισμού, σε τρίτους, ώστε να ενισχύσουν την επιχείρησή τους, ανεξάρτητα απ'το ύψος των αποθεματικών που οφείλουν να διακρατούν καθώς και από τυχόν μεταβολές σε αυτά. Αυτό το γεγονός όμως, κρίνεται ως μια μη βέλτιστη τακτική, από την άποψη ότι το κόστος ευκαιρίας των αποθεματικών, σε ορισμένες περιπτώσεις είναι μεγαλύτερο απ΄ τα οριακά πρόσοδα που θ' αποκτηθούν από αυτά τα αποθεματικά. Αντίθετα, υπάρχουν τα κόστη απ'την απόσυρση των δανείων και τα κόστη επέκτασης της επιχείρησης. Αυτά τα κόστη είναι μεγάλα, και στην περίπτωση όπου αποτύχει ο δανεισμός των πλεοναζόντων αποθεματικών ενδέχεται να προκληθεί, μακροπρόθεσμα, ζημιά στις δανειακές σχέσεις. Συμπερασματικά, ο δανεισμός των αποθεματικών ως μέσο διατήρησης/επέκτασης του τρέχοντος χαρτοφυλακίου, δεν είναι η βέλτιστη λύση, αλλά η πιο αποδοτική διαχειριστικά. Πράγματι, με τις τρέχουσες χρηματοοικονομικές ρυθμίσεις, μεγάλες διεθνείς τράπεζες όπως η Citibank και η J.P. Morgan κατέχουν πλεονάζοντα κεφάλαια, όχι μόνο για ν' αυτοβαθμολογούνται με καλούς πιστωτικούς βαθμούς, αλλά επίσης και για να διατηρούν την εχεμύθεια τους πάνω στις δανειακές αποφάσεις. Επιπρόσθετα, όταν οι αξιολογήσεις πίστωσης αφήνονται να επηρεάζουν το κόστος αύξησης κεφαλαίων, τότε οι αποδόσεις στην χρηματαγορά μεταβάλλονται με ουσιαστική διαφορά, απ'ότι στο υπόδειγμα του Palley στις εξισώσεις επιτοκίων της (2.6). Καλές αξιολογήσεις δανείων θα μειώνουν το κόστος των αποθεματικών, μετατρέποντας το σε αμελητέα ποσότητα στην περίπτωση χορήγησης αυτών των δανείων. Οι τραπεζικές αρχές, έχουν

442 Οικονομική σχολή, ιδρυτής της οποίας θεωρείται ο Milton Friedman, βασική θεώρηση της οποίας είναι ότι ο έλεγχος της παροχής χρήματος απ'την νομισματική αρχή, συμβάλλει στον έλεγχο του πληθωρισμού.

443 Κατά την προσωπική γνώμη αυτό το επιχείρημα είναι εσφαλμένο, καθώς αν η νομισματική αρχή αλλάξει το όριο των αποθεματικών, θα επηρεάσει ανάλογα και την διαπραγμάτευση του τίτλου στις χρηματαγορές. Πράγματι δλδ. η τιμή θα καθοριστεί στην αγορά, ωστόσο έμμεσα αυτή θα έχει επηρεαστεί κατά ένα ισχυρότατο βαθμό από την νομισματική αρχή.

την δυνατότητα ν' ασκήσουν αποτελεσματική πολιτική στην διαχείριση των αποθεματικών τους, με το να διευρύνουν τις διαφορές ανάμεσα στα αναγκαία αποθεματικά συγκεκριμένων κατηγοριών πίστωσης. **Αυτές *όμως οι διαφοροποιήσεις, ενδέχεται ν' αποσταθεροποιήσουν τις χρηματαγορές*** [444].

6.6.4 Αμφισβήτηση Ελαστικότητας Προσφοράς Πίστωσης Μοντέλου Palley

Ένας επιπρόσθετος προβληματισμός ο οποίος προκύπτει, είναι ότι ***η προσφορά πίστωσης***, το πώς δηλαδή θα συμπεριφερθεί ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα όταν του επιβληθεί μία μεταβολή στο επίπεδο των αναγκαίων αποθεματικών σε κάποια κατηγορία πίστωσης, ***δεν είναι απαραίτητα τόσο ελαστικά προβλέψιμη και προκαθορισμένη, όπως το μοντέλο του Palley την περιγράφει.*** Σύμφωνα με την πρόταση των ABRR, όταν αυξηθούν τα αναγκαία αποθεματικά σε κάποια κατηγορία πίστωσης, αυτόματα αποθαρρύνεται ο δανεισμός σε αυτή την κατηγορία. Ο αντίλογος στην πρόταση αυτή, έρχεται από τον Toporowski με το εξής παράδειγμα [445]:

Έστω ένα τραπεζικό ίδρυμα, στο οποίο δραστηροποιούνται σε τέσσερις κατηγορίες πίστωσης, στις Α, Β, Γ, Δ, καθεμία με ελάχιστο όριο υποχρεωτικών αποθεματικών 10%, και σε καθεμία κατηγορία, έχει χορηγηθεί το ίδιο ποσό, έστω 100 εκατομ. ευρώ. Έτσι, συνολικά, η τράπεζα έχει ελάχιστο όριο λόγου κάλυψης ρευστότητας, 10%, στο ποσό των 40 εκατ. ευρώ συνολικά. Έστω, ότι στην κατηγορία Δ, παρατηρείται αδικαιολόγητη υπερθέρμανση της αγοράς, και η νομισματική αρχή αυξάνει το όριο των ελάχιστων υποχρεωτικών αποθεματικών, ώστε ν'αποθαρρύνει τον δανεισμό αυτής της κατηγορίας, σε 20%. Αυτή την αύξηση, η τράπεζα έχει την δυνατότητα να την εμφανίσει στον ισολογισμό της, με διάφορους τρόπους. Ωστόσο, επειδή σύμφωνα με την τράπεζα δεν την συμφέρει να μειώσει την χορήγηση πίστωσης σε αυτή την κατηγορία, είναι πιο βολικό να μειώσει τις χορηγήσεις τις στις υπόλοιπες κατηγορίες δανείων, έτσι ώστε να συγκεντρώσει τα κατάλληλα πλεονάζοντα αποθεματικά, να καλύψει επομένως τον λόγο ελάχιστης ρευστότητας της κατηγορίας Δ, και να συνεχίσει απρόσκοπτα την χορήγηση πίστωσης αυτής της κατηγορίας. Συμπερασματικά δηλαδή, **αυτό που ενδιαφέρει ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα, είναι η συνολική διατήρηση των αναγκαίων αποθεματικών στις διάφορες κατηγορίες πίστωσης, και όχι σε μία συγκεκριμένη κατηγορία.** Αναμφισβήτητα, πρόκειται για έναν σοβαρό προβληματισμό πάνω στην πρόταση εφαρμογής των ABRR.

6.6.5 Αμφισβήτηση Ελαστικότητας Ζήτησης Πίστωσης Μοντέλου Palley

Όσον αφορά την ζήτηση πίστωσης, αν κάποιος θεωρήσει την αντιφατική νεοκλασική υπόθεση της ελαχιστοποίησης απόδοσης της πίστωσης σε συνδυασμό με την ταυτόχρονη τέλεια ρευστότητα στις χρηματοοικονομικές αγορές, τότε οι αποδόσεις θα έπρεπε να είναι ίσες με το κόστος ευκαιρίας της πίστωσης σε άλλες δραστηριότητες. Μία αύξηση στα υποχρεωτικά αποθεματικά για μία συγκεκριμένη κατηγορία δανεισμού, θα μετουσιωνόταν σε ένα υψηλότερο κόστος χρηματοδότησης αυτού του δανείου, επιβάλλοντας με αυτόν τον τρόπο μία μείωση στην χορήγηση αυτής της κατηγορίας πίστωσης, μέχρις ότου τα έσοδα από αυτήν την χορήγηση να εξισωθούν με το κόστος δανεισμού τους. Ωστόσο, κάτω απ΄τις φτωχές πιστωτικές συνθήκες της τέλειας ρευστότητας, σύμφωνα με τον Toporowski, θα είναι αδύνατον όχι μόνο να διαφοροποιηθούν αλλά και να διατηρηθούν τα υποχρεωτικά ελάχιστα αποθεματικά. Επιπρόσθετα, ***ένα υψηλότερο κόστος δανεισμού δεν θα οδηγούσε απαραίτητα στην μείωση της ζήτησης αυτής της πίστωσης, σύμφωνα με τον Toporowski.*** Πρακτικά, η επιβολή περιορισμών στον δανεισμό, δεν γίνεται εξαιτίας της έλλειψης κερδοφόρων προοπτικών για αυτή την κατηγορία πίστωσης, αλλά εξαιτίας της έλλειψης

444 βλ. (Toporowski, 2007, p. 566)
445 (Toporowski, 2007, p. 567)

εμπιστοσύνης. Η καλύτερη εμπιστοσύνη είναι φυσικά η ρευστότητα, είτε με την μορφή χρημάτων, είτε με την μορφή 0ρευστοποιήσιμων τίτλων. Συνεπακόλουθα, μόνο επιχειρήσεις οι οποίες έχουν εύκολη πρόσβαση στην αγορά ρευστότητας, λαμβάνουν πίστωση χωρίς περιορισμούς. Αντίθετα, μικρομεσαίες επιχειρήσεις οι οποίες δανείζονται για λόγους δημιουργίας προοπτικών κερδοφόρων επενδύσεων, περιορίζονται στην λήψη πίστωσης εξαιτίας της έλλειψης τους σε καλού τύπου χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία. ***Συμπερασματικά λοιπόν, η ζήτηση πίστωσης σε σχέση με την κοστολόγησή τους, ενδέχεται να μην είναι τόσο ελαστική όσο υποθέτει το μοντέλο του Palley*** [446]**.**

6.6.6 Έλλειψη Πιθανής Αντίδρασης Χρηματαγορών

Ενώ οι τραπεζικές δραστηριότητες οι οποίες σχετίζονται με το κοινό χαρακτηρίζονται, άλλες λιγότερο, άλλες περισσότερο, ως ανελαστικές, υπάρχει μία δανειακή δραστηριότητα, η οποία έχει την δυνατότητα ευρείας επέκτασης. Αυτή, είναι η χορήγηση δανείων στην χρηματαγορά, τα οποία έχουν μικρά οριακά κέρδη, κιέτσι τυχόν αυξομειώσεις τους έχουν ελάχιστη επιρροή στην συνολική κερδοφορία της τράπεζας. Έτσι, η απόκτηση των ελάχιστων αναγκαίων αποθεματικών, γίνεται εύκολη, με τον δανεισμό απ' την αγορά ή με την κατάλληλη αναδιαμόρφωση του τραπεζικού ισολογισμού [447]. Η μόνη δυσκολία έγκειται στην κερδοφορία μιας τέτοιας επέκτασης στον ισολογισμό. Ο δανεισμός απ'τις χρηματαγορές, ώστε να δανείσεις εκ νέου σε αυτές, τείνει να ισοπεδώνει το όριο ανάμεσα στα επιτόκια δανεισμού/πίστωσης. Αν η κλίση της καμπύλης αποδόσεων είναι συνεχής και με θετική κλίση, το εύρος των κερδοφόρων τίτλων που μπορεί κάποιος ν' αποκτήσει διευρύνεται. Αντίθετα, αν η κλίση της καμπύλης μεταβληθεί, προς αρνητική κλίση, τότε μία μείωση των επιτοκίων γίνεται περισσότερο εμφανής, καθώς οι τράπεζες συναντούν δυσκολία στην αγορά κερδοφόρων τίτλων. Ο Toporowski, στο άρθρο του, εκφράζει την θέση πώς ακόμα και αν τα ελάχιστα υποχρεωτικά αποθεματικά αυξάνοταν, όπως προτείνει ο Palley, ***τότε οι χρηματαγορές ως αντίδραση, θα επεκτεινόταν ανάλογα, επειδή οι χρηματαγορές είναι ο ευκολότερος δρόμος για να βρούν οι τράπεζες μέσα χειραγώγησης του ισολογισμού τους, για να διευθετήσουν με όσον δυνατό λιγότερο επώδυνο τρόπο το ζήτημα ρύθμισης των αναγκαίων αποθεματικών τους.*** Έτσι, εν τέλη, οι τράπεζες αποφεύγουν τις συνέπειες από τις αυξήσεις στα αναγκαία αποθεματικά [448].

6.6.7 Αμφισβήτηση Μη Μεταβολής Γενικού Επιτοκίου

Ακόμα και αν οι τράπεζες δρούσαν ομοιόμορφα, μία απόφαση απ'τον φορέα άσκησης νομισματικής πολιτικής για αύξηση των ελάχιστων υποχρεωτικών αποθεματικών σε ορισμένες κατηγορίες πίστωσης, θα συνέπιπτε αναπόφευκτα με μία μαζική ζήτηση από τις τράπεζες για δανεισμό από την κεντρική τράπεζα. ***Η Κ.Τ τότε, θα ήταν αδύνατον να το δεχθεί αυτό, χωρίς ν' αυξήσει το γενικό επιτόκιο στην χρηματαγορά.*** Μία αύξηση δηλαδή διαφορετικής φύσης, από αυτή που προτείνεται στο μοντέλο των ABRR. Η δομή των χρηματαγορών είναι τέτοια, που εμφανίζεται μια γενική ζήτηση γι' αποθεματικά και όχι μίας συγκεκριμένης κατηγορίας. Πρακτικά, το εκάστοτε επιτόκιο των επιμέρους κατηγοριών πίστωσης, θα διαμορφώσει ανάλογα την τιμή του, ανταποκρινόμενο στις αλλαγές της μέσης τιμής των αναγκαίων αποθεματικών των τραπεζικών ισολογισμών, και όχι στις αλλαγές μίας συγκεκριμένης κατηγορίας πίστωσης. Αυτό φυσικά, θα μπορούσε να αποφευχθεί μέσω διατήρησης εξειδικευμένων διαφορετικών αποθεματικών ανά κατηγορία πίστωσης. Ωστόσο, αυτό θα έθετε φραγμούς στην λειτουργία της χρηματαγοράς και θα παρουσίαζε σοβαρές λογιστικές

---

446 (Toporowski, 2007, p. 568)

447 ώστε να περιλαμβάνει περισσότερη πίστωση στην αγορά, αν τ' αναγκαία αποθεματικά σε αυτή την κατηγορία πίστωσης είναι χαμηλότερα σε σχέση με άλλες κατηγορίες

448 (Toporowski, 2007, pp. 568-569)

δυσκολίες. Σε ένα τέτοιο, πολύ-αποθεματικό σύστημα, θα διαμορφωθούν διαφορετικά επιτόκια μεταξύ των κατηγοριών πίστωσης, δημιουργώντας πιθανότητα επιρροής τους πάνω στην συναλλαγματική ισοτιμία. Ακόμα και πριν αυτό συμβεί, οι νομισματικές αρχές θα περιορίζοταν απ'την υποχρέωση να διατηρούν ξεχωριστά αποθεματικά ώστε ν' αυξήσουν τα επιτόκια σε κάποιες κατηγορίες πίστωσης και να τα μειώσουν σε κάποιες άλλες [449] .

6.6.8 Αδυναμία Διαμόρφωσης Επιτοκίων από Νομισματική Αρχή

Με την σύγχρονη απορρύθμιση και χρηματοοικονομική καινοτομία, οι κάτοχοι τίτλων, κερδίζουν μακροπρόθεσμα επιπρόσθετα πρόσοδα μέσω του δανεισμού αυτών των τίτλων. Κατ'αυτόν τον τρόπο, είναι πιθανό για τις χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, να δανειστούν από ένα μεγάλο εύρος χρηματοοικονομικών τίτλων από ποικίλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Πράγματι, οι Κ.Τ., ευνοούν την ύπαρξη αυτών των ιδρυμάτων, μέσω της λειτουργίας των διάφορων χρηματοπιστωτικών αγορών, και κυρίως των αγορών repos[450], αγορές στις οποίες γίνεται κάθε είδους αγοροπωλησία τίτλων, μεταξύ κάθε είδους επιχείρησης με χρηματοοικονομικές εμπορικές δραστηριότητες. Σε αυτή την διαδικασία, οι Κ.Τ. απαιτούν πληρωμές από αυτές τις επιχειρήσεις, για τα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία που αγοράζουν. Αυτές οι αξιώσεις είναι στην πράξη αποθεματικά, τα οποία έχουν την δυνατότητα να τα προσθέσουν στους ισολογισμούς τους, στην θέση των τίτλων που έχουν πουλήσει προσωρινά στην Κ.Τ.. Οι πωλήσεις των βραχυπρόθεσμων τίτλων είναι ο τρόπος με τον οποίο οι Κ.Τ. μειώνουν τ' αποθεματικά των τραπεζών, ώστε να εξαναγκάσουν τις εμπορικές τράπεζες να δανειστούν αποθεματικά απ'τις Κ.Τ. Αν οι Κ.Τ. δεν το έπρατταν αυτό, τότε θα συναντούσαν δυσκολίες στον καθορισμό και στην επιβολή οποιουδήποτε επιτοκίου στις χρηματαγορές. ***Η διατήρηση αποθεματικών στους τίτλους λοιπόν, σύμφωνα με τον Toporowski, πρακτικά θα στερούσε την ικανότητα των Κ.Τ. να διαμορφώσουν τα επιτόκια στις χρηματαγορές.*** Αυτό το σύνθετο φαινόμενο δεν εμφανίζεται στην πρόταση του Palley, γιατί αυτή περιέχει έναν απλό, με λογική απλής μεγιστοποίησης κέρδους αντιπροσωπευτικό διαμεσολαβητή: Ένα μακροοικονομικό μοντέλο στο οποίο η συναθροιστική ζήτηση είναι ελαστική ως προς το επιτόκιο, όπως ελαστικό είναι και το επιτόκιο προσφοράς πίστωσης για συγκεκριμένες κατηγορίες δανείων, σε σχέση με τις αλλαγές στα υποχρεωτικά ελάχιστα αποθεματικά που πρέπει να διατηρηθούν, απέναντι σε αυτούς τους τίτλους. Ο αντιπροσωπευτικός διαμεσολαβητής μεγιστοποίησης κέρδους, θεωρείται ότι διαχειρίζεται διαφορετικούς ισολογισμούς για διαφορετικές κατηγορίες τίτλων. Αν όλοι οι διαμεσολαβητές, είναι σαν τον αντιπροσωπευτικό, τότε στην ουσία δεν υφίστανται οι χρηματαγορές, καθώς δεν θα υπάρχουν διαμεσολαβητές με πλεονάζοντα κεφάλαια για να δανείσουν στους διαμεσολαβητές με προβλήματα ρευστότητας [451].

Πρακτικά, οι τράπεζες στις πιο ανεπτυγμένες χρηματοοικονομικές κοινωνίες, υπολογίζουν το ποσό των αποθεματικών που χρειάζονται περισσότερο για να διατηρήσουν την τρέχουσα σύνθεση του χαρτοφυλακίου τους, παρά για ν' αυξομειώσουν την ποσότητα τίτλων που κατέχουν, ανάλογα με τις αποθεματικές απαιτήσεις κάθε κατηγορίας πίστωσης. Όταν βεβαιωθούν ότι έχουν την δυνατότητα να προσαρμόσουν το ύψος των αποθεματικών τους ανάλογα με την δραστηριότητα την οποία επιθυμούν να πράξουν, τότε πρακτικά το επιτόκιο των δανείων που θα χορηγήσουν φαίνεται ότι θα ποικίλλει ανάλογα με τις τρέχουσες τραπεζικές ευκαιριακές δραστηριότητες, παρά με τα ελάχιστα υποχρεωτικά αποθεματικά. Αυτό το ενδεχόμενο, υποτιμά την υπόθεση ότι το είδος πίστωσης καθορίζει τις μακροοικονομικές μεταβλητές [452].

---

449 (Toporowski, 2007, p. 569)

450 το πλήρες όνομά τους είναι reverse purchase agreements

451 βλ. (Toporowski, 2007, p. 570)

452 βλ. (Toporowski, 2007, p. 570)

6.6.9 Δυσκολία στην Διάκριση των Αποθεματικών

Η πρόταση του Palley, σύμφωνα με τον Toporowski, πρέπει να διερευνηθεί σε ευρύτερα χρηματοπιστωτικά πλαίσια, με την εξέλιξη απ'την τραπεζικού-πυρήνα οικονομία, στο σκιώδες τραπεζικό σύστημα. Αυτή η μετάβαση, δεν είναι απλά μια αλλαγή στους ισολογισμούς των νοικοκυριών και του χρηματοπιστωτικού τομέα. Η πιο σημαντική μεταβολή, πραγματοποιήθηκε στους ισολογισμούς του εταιρικού τομέα. Σ***υγκεκριμένα, οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις παραμένουν εξαρτημένες χρηματοδοτικά από τις τράπεζες, ενώ οι μεγαλοεταιρικές επιχειρήσεις έχουν αυξανόμενη τάση αυτοχρηματοδότησης πέρα απ'τα παρακρατηθέντα κέρδη και μέσα από την αγοροπωλησία τίτλων.*** Ωστόσο, μέχρι σήμερα, οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις παραμένουν η ραχοκοκαλιά της οικονομίας, αφού οι περισσότεροι εργαζόμενοι, στις περισσότερες καπιταλιστικές χώρες οι οποίοι δουλεύουν στον ιδιωτικό τομέα, δουλεύουν σε τέτοιου είδους επιχειρήσεις. Αυτός είναι ο τομέας ο οποίος θα επωφελούταν από μία τραπεζική πολιτική στοχευμένη να βοηθήσει τις επιχειρήσεις και την εργασία, όπου η χρήση της πίστωσης δεν θα περιορίζεται από την έλλειψη εγγύησης. Ωστόσο, ο αυτοχρηματοδοτούμενος, μέσω της αγοροπωλησίας τίτλων, εταιρικός τομέας, είναι αυτός του οποίου οι επενδυτικές αποφάσεις καθορίζουν τις επενδύσεις σταθερού κεφαλαίου στην οικονομία και τις συσχετιζόμενες σχετικές μακροοικονομικές μεταβλητές, όπως ο πληθωρισμός και η ανάπτυξη. Αυτές οι αποφάσεις, δεν επηρεάζονται από τα αναγκαία αποθεματικά στους διαμεσολαβητές. Αν χρειάζονται χρηματοδότηση, αυτές οι επιχειρήσεις απλά πληρώνουν ένα ποσό σε μία επενδυτική τράπεζα, ώστε να διαθέσουν τους κατάλληλους τίτλους στην αγορά. ***Εκτός κιαν μία εταιρία δραστηριοποιείται σε μία μόνο κατηγορία πίστωσης, τότε κρίνεται από πολύ δύσκολο εως αδύνατο, η διάκριση των αποθεματικών που η εταιρία κατέχει.*** Η εμπειρία από το 1989, με τους τραπεζικούς κανόνες της Βασιλείας έδειξε ότι η εύκολη λύση, η ύπαρξη δλδ. ελάχιστων κατηγοριών επισφαλών τίτλων, δημιουργεί ανωμαλίες. Από την άλλη πλευρά, η ύπαρξη πολλών κατηγοριών επισφαλών τίτλων, δημιουργεί αβεβαιότητα. Η δραστική αύξηση των κατηγοριών επισφαλών τίτλων, θα μείωνε επίσης την αντίδραση των διαμεσολαβητών στις αλλαγές των ελάχιστων αποθεματικών απαιτήσεων για μία συγκεκριμένη κατηγορία πίστωσης, εξαιτίας της ύπαρξης πολλών διαφορετικών αντιδράσεων σε αυτή την αλλαγή, όπως ήδη αναφέρθηκε παραπάνω.

6.6.10 Έλλειψη Πιθανής Αντίδρασης Επιχειρήσεων

Ακόμα και αν υποθέσουμε πώς η μεταβολή των υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών πράγματι επηρέασε μόνο την συγκεκριμένη στοχευμένη δραστηριότητα, για την οποία οι διαμεσολαβητές είχαν προετοιμαστεί, αυτό θα επηρέαζε το κόστος χρηματοδότησης για μία εταιρία με συγκεκριμένη σύνθεση δραστηριοτήτων. Μία τέτοια αλλαγή τείνει να έχει μία κάπως μεγαλύτερη επίδραση στην επιχειρηματική δραστηριότητα παρά στην παραγωγική επένδυση. ***Μία επιχείρηση η οποία καλείται ν'αντιμετωπίσει μία αύξηση στα υποχρεωτικά αποθεματικά της, απέναντι στους μακροπρόθεσμους τίτλους, δεν θα επηρεαστεί από την αύξηση, καθώς θα έχει ήδη διαθέσει αυτούς τους τίτλους στην προηγούμενη τιμή κόστους***. Αλλά όταν μία επιχείρηση θ' αντιμετώπιζε μία μείωση των υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών, τότε αυτή θα εξασφάλιζε ένα προσωρινό κέρδος, μέσω της επαναχρηματοδότησης σε χαμηλό κόστος[453]. Για τους χρηματοδοτικούς διαμεσολαβητές, η επιβολή αυστηρών ελάχιστων υποχρεωτικών αποθεματικών λειτουργεί αυτόματα ως κίνητρο για ν'αποφύγουν αυτά τα αποθεματικά. ***Σε μία κατάσταση στην οποία η διαχωριστική γραμμή ανάμεσα στους διαμεσολαβητές και στις επιχειρήσεις είναι θολή, δεν θα χρειαστεί και πολύ για να πειστούν οι διαμεσολαβητές να μετατραπούν σε επιχειρήσεις***.

Αυτό ακριβώς υλοποίησαν οι τράπεζες στην Μ. Βρετανία, κατά την διάρκεια της δεκαετίας του 70, όταν κλήθηκαν ν' αντιμετωπίσουν τιμωρητικού πνεύματος ελάχιστα υποχρεωτικά αποθεματικά. Οι

453 Οι επιχειρήσεις έχουν πρόσβαση στις χρηματαγορές από το 1980. Η χρηματοδότηση μέσω διαμεσολάβησης δεν είναι πια το μόνο αποθεματικό για τις επιχειρήσεις που θέλουν ν'αποκαλούνται χρηματοδοτικοί διαμεσολαβητές.

τράπεζες ίδρυσαν νέους οργανισμούς [454], οι οποίες χρηματοδοτούταν όχι από ιδιωτικές καταθέσεις, αλλά απευθείας από τις χρηματαγορές, ώστε ν' αποφύγουν με αυτόν τον τρόπο τα ελάχιστα αποθεματικά για την χορήγηση δανείων, τα οποία η Κ.Τ. επιθυμούσε ν' αποθαρρύνει. Περίπου την ίδια περίοδο οι Αμερικάνικες τράπεζες άρχισαν να εγκαταλείπουν το σύστημα της Ομοσπονδιακής Τράπεζας[455], ώστε ν' αποφύγουν την διακράτηση μεγάλων ποσοτήτων υποχρεωτικών αποθεματικών. Όσο οι τράπεζες διακρατούν αρκετά αποθεματικά σε μία άλλη τράπεζα, έχουν την ικανότητα να καλύπτουν τις υποχρεώσεις τους και να λειτουργούν εξίσου καλά, χωρίς να είναι μέλη της FED. ***Συμπερασματικά, ακόμα και αν υπήρχε η δυνατότητα όλοι οι χρηματοοικονομικοί διαμεσολαβητές να βρίσκονται κάτω από μία ομπρέλα ελάχιστων υποχρεωτικών αποθεματικών, η δυσκολία που θα προέκυπτε θα ήταν η αποτροπή απ'το να μετατραπούν σε μη χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές.*** Ακόμα και το δημοσιονομικό πλεονέκτημα του κυριαρχικού δικαιώματος που τονίζει ο Palley, θα μειωνόταν σημαντικά από τέτοιες αποχωρήσεις των διαμεσολαβητών, και ίσως πιο σημαντικό, από το αντίτιμο που θα έπρεπε να πληρωθεί σε αποθεματικά για ν' αποτραπεί μία τέτοια αποχώρηση [456].

6.6.11 Ανάγκη Δημοσίευσης Πολιτικής από Νομισματική Αρχή στο Κοινό

Ένα επιπλέον πρόβλημα, σύμφωνα με τους Myftari και Rossi, αφορά τη στρατηγική συμπεριφορά των εμπορικών τραπεζών. Για την διατήρηση σταθερής ζήτησης πιστώσεων, οι εμπορικές τράπεζες θα μπορούσαν να διατηρήσουν σταθερά τα επιτόκιά τους κατά τη διάρκεια μιας σταθερής οικονομικής ανάπτυξης, καθώς περιμένουν σχεδόν βέβαιες αποδόσεις. Σε αυτή την περίπτωση, οι τράπεζες θα εξετάσουν περισσότερο την ποσότητα και όχι την ποιότητα των δανείων που χορηγούν. Περαιτέρω, οι στρατηγικές συμπεριφοράς των ενδιάμεσων χρηματοπιστωτικών οργανισμών, ο βαθμός του ορθολογισμού, ο βαθμός των πληροφοριών, καθώς και ο βαθμός αποστροφής του κινδύνου, είναι όλα εκείνα τα στοιχεία τα οποία επηρεάζουν την εξέλιξη των τιμών των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων. Οι κεντρικές τράπεζες θα πρέπει να επικεντρωθούν περισσότερο στην βαθμό της διαφάνειας και την σαφήνεια της νομισματικής τους πολιτικής. Θα πρέπει συνεχώς να αποκαλύπτουν στο κοινό πληροφορίες σχετικά με την κατάσταση της αγοράς περιουσιακού στοιχείου και με τις πολιτικές που προτίθενται να θέσουν σε εφαρμογή, προκειμένου να επιτευχθούν οι στόχοι της μακροοικονομικής τους πολιτικής. Το ακριβές χρονοδιάγραμμα των παρεμβάσεων της πολιτικής τους θα πρέπει να αναγγελθεί σαφώς και να τηρείται στο ακέραιο [457].

6.6.12 ABRR Απαιτούν Μεγαλύτερη Διαφάνεια

Τέλος, μια δυσκολία στην εφαρμογή ενός συστήματος ABRR, σύμφωνα πάλι με τους Myftari και Rossi, έγκειται στο γεγονός ότι οι αρχές χρηματοπιστωτικής εποπτείας θα πρέπει να γνωρίζουν, ανά πάσα στιγμή, τη σύνθεση του ενεργητικού των ισολογισμών των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Για το λόγο αυτό, θα πρέπει να υπάρχει ένας βαθμός διαφάνειας υψηλότερος από ό, τι σήμερα θεωρείται ως απαραίτητο. Στην πραγματικότητα, τα hedge funds αποτελούν τα πιο δραστήρια κερδοσκοπικά όργανα της αγοράς, ενώ τα στοιχεία για τις πραγματικές δραστηριότητές τους, καθώς και για τους ισολογισμούς τους είναι εξαιρετικά φτωχά. Ως εκ τούτου, η εφαρμογή ενός συστήματος ABRR απαιτεί σημαντική νομική και διοικητική προσπάθεια, καθώς και μια στενότερη συνεργασία μεταξύ των νομισματικών αρχών και των αρχών χρηματοπιστωτικής εποπτείας σε διεθνές επίπεδο.

---

454 οι οποίες έμειναν γνωστές ως "non-bank banks"

455 το να είσαι μέλος της οποίας είναι προαιρετικό

456 βλ. (Toporowski, 2007, pp. 571-572)

457 βλ. (Myftari & Rossi, 2007, pp. 14-17)

6.7 Εφαρμογή ABRR στην Ευρωζώνη

Μετά την παρουσίαση των προβληματισμών σχετικά με την πρόταση του Palley, παρουσιάζεται μια πιο πρακτική εφαρμογή των ABRR. Τα ABRRs βρίσκουν, κατά την προσωπική κρίση, κατάλληλη εφαρμογή στον ανομοιογενή και γεμάτο ανισορροπίες χώρο της Ευρωζώνης:

- ✓ ***Νομισματική Πολιτική:***
  Ο πρωταρχικός στόχος της ΕΚΤ είναι η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών. Με την επισήμανση αυτή, η ΕΚΤ στηρίζει τις γενικές οικονομικές πολιτικές στην Κοινότητα, προκειμένου να συμβάλλουν στην επίτευξη των στόχων της Κοινότητας [458]. Επιπλέον, ένα από τα πρόσθετα καθήκοντα της ΕΚΤ είναι να συμβάλλει στην ομαλή άσκηση των πολιτικών από τις αρμόδιες αρχές σχετικά με την προληπτική εποπτεία των πιστωτικών ιδρυμάτων και την σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος [459]. Ο πρωταρχικός στόχος της σταθερότητας των τιμών θα πρέπει να επιδιωχθεί περαιτέρω απ' ότι απλά με την βοήθεια της πολιτικής ρύθμισης του γενικού επιτοκίου από την ΕΚΤ. Η ίδια η Καγκελάριος της Γερμανίας, παραδέχεται ουσιαστικά σε δήλωση της, τον Απρίλιο του 2013,την αδυναμία της νομισματικής πολιτικής της ευρωζώνης, με την ρύθμιση του γενικού επιτοκίου: "Η ΕΚΤ βρίσκεται σε δύσκολη θέση. **Για τη Γερμανία ουσιαστικά θα έπρεπε να αυξηθούν λίγο τα επιτόκια αυτή την στιγμή**. Για άλλες χώρες, όμως, θα πρέπει να εξασφαλίσει ακόμη περισσότερη ρευστότητα" [460]. Οι ανισορροπίες στον χώρο της ευρωζώνης, απαιτούν συγκεκριμένες και στοχευμένες επεμβάσεις, για μια ουσιαστική επίλυση των επιμέρους προβλημάτων. Επιπλέον, οι ελάχιστες αποθεματικές απαιτήσεις στους, χρηματοοικονομικούς και ακίνητης περιουσίας, τίτλους θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν για την προληπτική δράση κατά της συσσώρευσης οικονομικών φουσκών, εξ ονόματος του στόχου της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Εγκαθιστώντας ένα σύστημα ABRRs, οι μεταβολές στο επιτόκιο της ΕΚΤ θα είναι αχρείαστες[461]. Αντί για αύξηση του βασικού επιτοκίου της ΕΚΤ (EURIBOR), για την αντιστάθμιση περαιτέρω αυξήσεων των τιμών σε κάποια αγορά [462], η οποία θα έχει αναμφισβήτητα περιοριστικές συνέπειες για όλες τις πιστωτικές αγορές (όχι μόνο για την συγκεκριμένη κατηγορία) σε όλες τις χώρες-μέλη, η ΕΚΤ θα ήταν προτιμότερο να εφαρμόσει υψηλότερα ποσοστά ελάχιστων αποθεματικών στην συγκεκριμένη αγορά, τα οποία θα επιβάλλονται σε επιλεγμένα σημεία εντός της ΟΝΕ (και όχι ταυτόχρονα για όλες τις χώρες, ενώ υπάρχει η δυνατότητα να εφαρμοστούν τα ABRR ακόμα και σε συγκεκριμένες περιφέρειες κάποιων χωρών, όπως πχ. της Ισπανίας όπου διαφορετικά επιτόκια υπάρχουν ανάλογα με την περιφέρεια). Με αυτόν τον τρόπο, αποφεύγεται η μείωση της κοινωνικής ευημερίας συνολικά, καθώς δεν πλήττονται χώρες και τομείς της οικονομίας οι οποίοι δεν πάσχουν από υπερθέρμανση της αγοράς, καθώς τα δικά τους επιτόκια παραμένουν άθικτα [463] [464].

---

458 άρθρο 105 [1] της συνθήκης Ευρωπαϊκής Κοινότητας (ΕΚ)

459 άρθρο 105 [5] της συνθήκης ΕΚ

460 Ηλεκτρονική πηγή: (euro2day, 2013)

461 για περισσότερες πληροφορίες σχετικά, βλ. (Boris, 2005)

462 Είτε συγκεκριμένης χώρας της ΟΝΕ, είτε συγκεκριμένης αγοράς, για παράδειγμα δάνεια μικρομεσαίων επιχειρήσεων

463 Σε διαφορετική περίπτωση, με το τρέχον σύστημα των RBCM, λόγω της αύξησης του γενικού επιτοκίου, πλήττεται η ευημερία όλων των κατοίκων της Ευρωζώνης, αφού όλες οι χώρες και οι τομείς της οικονομίας θα υποστούν τις αρνητικές συνέπειες από την γενική αύξηση του επιτοκίου.

464 Αυτό το γεγονός ισχύει ιδιαίτερα για την υποτονική καταναλωτική ζήτηση στη Γερμανία και την αδύναμη τάση των επιχειρήσεων να επενδύσουν σε άλλες χώρες της ΟΝΕ, Για περισσότερες πληροφορίες σχετικά, βλ. (Palley, n.d.)

- ✓ ***Αγορά κατοικίας:***
  Πρόκειται για μία αγορά πολύ πιο διαδεδομένη, απ' ότι η χρηματιστηριακή, στην Ευρώπη, παρουσιάζει ομοιόμορφη κατανομή, και συνεπώς χαμηλότερες εισοδηματικές ομάδες θα υποφέρουν από μια ραγδαία πτώση των τιμών στην αγορά κατοικίας. Υπάρχουν πολλές διαφορετικές τάσεις στην αγορά κατοικίας από την εισαγωγή του ευρώ στις Ευρωπαϊκές χώρες. Από το 1999 μέχρι το τέλος του 2005, η μέση ετήσια αύξηση των τιμών των κατοικιών ήταν 15,2% σε Ισπανία και 13,5% στην Ιρλανδία. Στην Γερμανία οι τιμές παρέμειναν στάσιμες, με μέσο όρο ετήσια συρρίκνωση κατά 0,6%. Αυτή η έντονη διαφοροποίηση καθιστά δαπανηρή (από την άποψη της απώλειας ευημερίας) την εύρεση κατάλληλης νομισματικής πολιτικής για την ευρωζώνη στο σύνολό της. Αντίθετα, η εφαρμογή των ABRRs επιτρέπει στην ΕΚΤ να στοχεύσει αγορές ακινήτων διαφορετικών χωρών, ρυθμίζοντας κατάλληλα τα αναγκαία αποθεματικά σε ρευστό για την χορήγηση δανείων κατοικίας ανά χώρα, προλαβαίνοντας έτσι ενδεχόμενα υπερθέρμανσης και φούσκας στην αγορά. Συγκεκριμένα, σε περίπτωση υπερθέρμανσης της αγοράς κατοικίας σε μία χώρα, η εφαρμογή των ABBR θα απαιτήσει υψηλά ελάχιστα αποθεματικά για την χορήγηση στεγαστικών δανείων, μειώνοντας με αυτόν τον τρόπο την ζήτηση τους και τελικά την αποφυγή της φούσκας [465]. Μάλιστα, ο Holz προχωράει ένα βήμα παραπέρα, και προτείνει έναν τρόπο εφαρμογής των ABRR στην ευρωζώνη για την αγορά ακινήτων, ο οποίος παρουσιάζεται στο ΠΛΑΙΣΙΟ XI.

ΠΛΑΙΣΙΟ XI : ΠΡΟΤΕΙΝΟΜΕΝΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ ΚΑΤΑ ΤΟΝ HOLZ ΓΙΑ ABRR, ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΑΚΙΝΗΤΩΝ

Ως προϋπόθεση για την αποτελεσματική πρόληψη κατά των φουσκών στην αγορά ακινήτων, τίθεται το ζήτημα της επιλογής ενός δείκτη, ο οποίος θα σηματοδοτεί την απόκλιση μεταξύ της θεμελιώδους και της αγοραίας αξίας του ακινήτου, σε εύθετο χρόνο, καθώς και το ποιό είναι το κατάλληλο επίπεδο των ελάχιστων αποθεματικών. Σύμφωνα με τον Michael Holz, οι ακόλουθοι δείκτες θα πρέπει να θεωρούνται ως ένα σύνολο σημάτων έγκαιρης προειδοποίησης για τις φούσκες στην αγορά ακινήτων, οι οποίοι με τον κατάλληλο συνδυασμό θα επιτρέψουν την επιλογή των κατάλληλων συντελεστών ελάχιστων αποθεματικών για τα ABRRs [466]:

- ✓ Δείκτης 1: **Η μέση ετήσια αύξηση των τιμών των ακινήτων (από την έναρξη της ΟΝΕ το 1999) δεν θα πρέπει να ξεπερνά αισθητά την αύξηση του κατά κεφαλήν ΑΕΠ.**
- ✓ Δείκτης 2: **Οι ετήσιοι ρυθμοί αύξησης στεγαστικών δανείων δεν θα πρέπει να υπερβαίνουν σαφώς την αύξηση του κατά κεφαλήν ΑΕΠ για πολλά χρόνια**.
- ✓ Δείκτης 3: Στις χώρες της ΟΝΕ, στις οποίες το αγγλοσαξονικό σύστημα της απόσυρσης ενυπόθηκων δανείων (MEW) είναι ένα κοινό χαρακτηριστικό της αγοράς, **το συνολικό ποσό των MEW δεν θα πρέπει να γίνεται αισθητό στην οικονομία**.
- ✓ Δείκτης 4: **Η ακαθάριστη προστιθέμενη αξία στον τομέα των κατασκευών** (ως ποσοστό επί της συνολικής ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας της οικονομίας) **δεν πρέπει να υπερβαίνει αισθητά το μέσο όρο της ΟΝΕ, και θα πρέπει να παραμείνει αρκετά σταθερή με την πάροδο του χρόνου**, να μην δείχνει δηλαδή καμία μακροχρόνια ανοδική τάση.
- ✓ Δείκτης 5: Οι καθαρές δαπάνες για τόκους των στεγαστικών δανείων δεν θα πρέπει να δημιουργούν ψευδή κίνητρα, επιτρέποντάς τους να αναλάβουν μη βιώσιμες επενδύσεις σε ακίνητα (με τη μορφή δανεισμού). Ως εκ τούτου, **το πραγματικό επιτόκιο των στεγαστικών δανείων** (μετά την αφαίρεση του εθνικού πληθωρισμού βάσει του HICP (Harmonised Index of Consumer Prices)) **θα πρέπει να είναι ευδιάκριτα μεγαλύτερο από το μηδέν**. Επιπλέον, το

465 Συμπέρασμα από (Holz, 2007, pp. 333-334)
466 βλ. (Holz, 2007, pp. 341-342)

πραγματικό επιτόκιο των στεγαστικών δανείων θα πρέπει να είναι τόσο μεγαλύτερο, όσο μεγαλύτερη είναι και η αύξηση των εθνικών ΑΕΠ.

Επεξηγήσεις:

Ο Δείκτης 3 έχει μια διπλή λειτουργία: Από τη μία πλευρά, θα πρέπει να κατευθύνεται προς τους κινδύνους για την συνολική σταθερότητα των τιμών, οι οποίοι απορρέουν από την ισχυρή ζήτηση για ιδιωτική κατανάλωση, η οποία τροφοδοτείται από την απόσυρση ενυπόθηκων δανείων (MEW). Από την άλλη πλευρά, η αύξηση του όγκου του MEW καταδεικνύει έμμεσα τους κινδύνους που προκαλούνται από την αύξηση της αναλογίας των δανείων ως προς την αξία τους, εξαιτίας των προσδοκιών των νοικοκυριών για τις ραγδαίες αυξήσεις των τιμών των ακινήτων. Μια μελέτη του Οργανισμού Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (OECD [467]) [468]επισημαίνει ότι το MEW είναι περισσότερο ή λιγότερο τυπικό αγγλοσαξονικό φαινόμενο, που διαδραματίζει κυρίαρχο ρόλο στο Ηνωμένο Βασίλειο, τις Ηνωμένες Πολιτείες και την Αυστραλία. Στην Ευρωπαϊκή Ένωση, το MEW συναντάται σε εκείνες τις χώρες που δεν είναι μέλη της ΟΝΕ (Ηνωμένο Βασίλειο, Δανία και Σουηδία). Μεταξύ των χωρών της ΟΝΕ, μέχρι πρόσφατα, μόνο οι Κάτω Χώρες έχουν δείξει θετικές τιμές MEW, δλδ. ότι η αύξηση της χρηματοδότησης ακινήτων (καθαρών ενυπόθηκων δανείων) έχει υπερβεί τις επενδύσεις στέγασης των νοικοκυριών. Αυτό έχει ιδιαίτερη σημασία, διότι ο OECD καταλήγει στο συμπέρασμα ότι όσο μεγαλύτερος είναι ο όγκος του MEW, τόσο μεγαλύτερη είναι η οριακή ροπή προς κατανάλωση πέρα από τον πλούτο των νοικοκυριών. Για παράδειγμα από το 2003, η Γαλλία είναι η δεύτερη χώρα της ΟΝΕ που δείχνει αύξηση των τιμών για τον δείκτη 3. Μέχρι το τέλος της δεκαετίας του 1990, ο γαλλικός MEW κυμάνθηκε μεταξύ -4 και -5% του διαθέσιμου εισοδήματος, αλλά τώρα έχει φτάσει το 0%. Αυτό το γεγονός συμβαδίζει με την ραγδαία αύξηση των τιμών των ακινήτων έως 15% κατά τη διάρκεια του έτους 2005[469].

Ο Δείκτης 4 αφορά την ακαθάριστη προστιθέμενη αξία στον τομέα των κατασκευών. Για τις χώρες με συγκρίσιμα επίπεδα οικονομικής ανάπτυξης, δεν θα πρέπει να υπάρχουν παρά μόνο ελάχιστες διαφοροποιήσεις όσον αφορά το μερίδιο των κατασκευών στο ΑΕΠ. Αν μια φούσκα στην αγορά ακινήτων αρχίζει να δημιουργείται και αργότερα ίσως σκάσει, η εικόνα θα είναι αρκετά διαφορετική. Ως παράδειγμα, παρουσιάζεται η οικοδομική άνθηση μετά τη γερμανική ενοποίηση ως σημείο αναφοράς. Το μερίδιο της ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας στις κατασκευές (σε σχέση με το σύνολο της γερμανικής ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας) που ξεκίνησε με 5,6% κατά το πρώτο τρίμηνο του 1991 και έφθασε σε μια κορυφαία 7,2% κατά το τελευταίο τρίμηνο του 1994. Από τότε, έχει μειωθεί σταθερά, και το 2005 σταθεροποιείται σε τιμές γύρω από το 4%. Τα στοιχεία για τα άλλα μέλη της ΟΝΕ δείχνουν ότι η Γερμανία είναι τώρα η χώρα με το χαμηλότερο ποσοστό κατασκευής. Στην ΟΝΕ, ο μέσος όρος από το 1995 έως το 2005 κυμάνθηκε μεταξύ 5,6% και 6,3%. Η υψηλότερη τιμή για τον δείκτη 4, μέχρι το 2005, βρίσκεται στην Ισπανία με 11,6%. Αυτό το γεγονός έχει την δυνατότητα να ερμηνευθεί ως υπόνοια για μια πιθανή φούσκα στην αγορά ακινήτων.

Τέλος, ο δείκτης 5 δείχνει τις "καθαρές πληρωμές τόκων" των νοικοκυριών (NIE) για τα στεγαστικά δάνεια. Για τον υπολογισμό του δείκτη αυτού, λαμβάνονται υπόψη τα δεδομένα της ΕΚΤ σχετικά με τα στεγαστικά δάνεια των νοικοκυριών, τα επιτόκια που καθορίζονται για τουλάχιστον δέκα χρόνια, και στη συνέχεια αφαιρείται το εθνικό ποσοστό του πληθωρισμού βάση του HICP σε κάθε χώρα της ΟΝΕ. Το 2004, το πραγματικό επιτόκιο ήταν 1,6% στην Ισπανία, 2,9% στην Γερμανία, και 4,6% στην Φινλανδία. Για την εξάλειψη των ακραίων τιμών, παίρνουμε ένα μέσο όρο για τρία χρόνια (2003 - 05). Το πραγματικό επιτόκιο παρουσιάζει μια πρώτη ένδειξη για την απόκλιση του κόστους

467 Organisation for Economic Co-operation and Development

468 για περισσότερα σχετικά βλ. (Catte, et al., 2004)

469 βλ. (Holz, 2007, p. 344)

χρηματοδότησης του ακινήτου. Όσο μεγαλύτερη είναι η αύξηση του ΑΕΠ, τόσο υψηλότερες είναι συνήθως οι ετήσιες αυξήσεις των μισθών, και ως εκ τούτου τόσο πιο εύκολα τα νοικοκυριά έχουν την δυνατότητα ν' αντέξουν οικονομικά την αγορά ενυπόθηκων δανείων για την χρηματοδότηση ακινήτων. Η υψηλότερη ΝΙΕ έπρεπε να καταβληθεί στη Γερμανία, την Πορτογαλία, την Ιταλία και τις Κάτω Χώρες, λαμβάνοντας τιμές μεταξύ 1,6 και 2,4%. Αυτά τα ΝΙΕ φαίνεται να επαρκούν για την διασφάλιση σταθερών τιμών. Στην συνέχεια, ακολουθεί μια δεύτερη ομάδα χωρών, με τιμές του δείκτη γύρω από το 1%. Μέσα σε αυτή την ομάδα, δεν είναι δυνατόν να υπάρξει κάποιο ασφαλές συμπέρασμα σχετικά με τις διακυμάνσεις των τιμών των ακινήτων, διότι περιλαμβάνει χώρες με ραγδαία αύξηση των τιμών των ακινήτων (Γαλλία και Βέλγιο), καθώς και την Αυστρία και την Φινλανδία με μόνο μέτρια αύξηση των τιμών, για την τριετία 2003-2005. Εδώ πάλι, η διασταύρωση με τους άλλους τέσσερις δείκτες είναι απαραίτητη. Στην τρίτη ομάδα (Ισπανία, Ιρλανδία, Λουξεμβούργο και Ελλάδα), η ΝΙΕ πήρε αρνητικές τιμές, δλδ. οι ρυθμοί αύξησης του ΑΕΠ ξεπέρασαν τα πραγματικά επιτόκια των στεγαστικών δανείων. Μεταξύ αυτών, είναι οι χώρες που παρουσιάζουν τα υψηλότερα ετήσια ποσοστά αύξησης ενυπόθηκης πίστης. Ως εκ τούτου, ο δείκτης 5 σηματοδοτεί κινδύνους για τις αγορές ακινήτων, οι οποίες επεκτείνονται πάρα πολύ και πολύ γρήγορα σε αυτές τις χώρες.

Για την εκτίμηση του βαθμού της αναγκαίας νομισματικής πολιτικής αντίδρασης, το άρθρο προτείνει ένα σύστημα έγκαιρης προειδοποίησης που περιλαμβάνει τους πέντε παραπάνω δείκτες. Παρουσιάζεται ένα μοντέλο βαθμολόγησης το οποίο δίνει βαρύτητα στους δείκτες ανάλογα με τη σημασία τους, το οποίο είναι το ακόλουθο [470]:

Ο Δείκτης 1 λαμβάνει τον μεγαλύτερο συντελεστή βαρύτητας. Η Ισπανία και η Γαλλία, οι χώρες δηλαδή όπου η μέση ετήσια αύξηση των τιμών των ακινήτων, για την τριετία 2003-2005, υπερβαίνει την αύξηση του κατά κεφαλήν ΑΕΠ πάνω από 7 ποσοστιαίες μονάδες, καταλαμβάνουν τη θέση με την υψηλότερη ομάδα κινδύνου, την "ΙΙΙ", λαμβάνοντας σκορ τριών μονάδων. Το Βέλγιο, η Ιρλανδία, και το Λουξεμβούργο, με τιμές του δείκτη 1 κάτω από 7%, αλλά πάνω από 5%, ανήκουν στην ομάδα κινδύνου ΙΙ. Η Ιταλία και η Ολλανδία με τιμές κάτω από 5%, αλλά και πάνω από 2%, συγκαταλέγονται στην ομάδα κινδύνου Ι. Όλες οι υπόλοιπες χώρες παίρνουν μηδενική βαθμολογία. Οι ακόλουθοι δείκτες δημιουργούν δύο ομάδες κινδύνου, και ο δείκτης 3 τον ενδιαφέρει μόνο η ύπαρξη ή όχι του ΜΕW (σκορ: μηδέν / ένα). Συνολικά, δέκα το πολύ σημεία βαθμολόγησης είναι δυνατόν. Όσο υψηλότερη είναι η βαθμολογία, τόσο μεγαλύτερη είναι οι κίνδυνοι μιας φούσκας στην αγορά ακινήτων για την χώρα αυτή. Ο Δείκτης 2, ο οποίος αφορά την ανάπτυξη ενυπόθηκων δανείων (σε σχέση με το κατά κεφαλήν ΑΕΠ της ανάπτυξης) κατατάσσει τις χώρες Ελλάδα, Ιταλία και Ιρλανδία, στην ομάδα κινδύνου ΙΙ, λόγω των τιμών των δεικτών τους περίπου 15%. Στην ομάδα κινδύνου 1 συγκαταλέγονται η Ισπανία, η Πορτογαλία, και η Αυστρία, σύμφωνα με τις τιμές που υπερβαίνουν το 10%, αλλά βρίσκεται σαφώς κάτω από 15%.

Ο Δείκτης 3 καταδεικνύει τους κινδύνους που προκύπτουν από την απόσυρση δανείων με υποθήκη, διαθέσιμο μόνο για τη Γαλλία και τις Κάτω Χώρες. Ο Δείκτης 4 δείχνει ότι η μετοχή του ισπανικού κατασκευαστικού κλάδου, της τάξης του 11,6%, υπερβαίνει κατά πολύ το μέσο όρο της ΟΝΕ (ομάδα κινδύνου ΙΙ). Επίσης, η ιρλανδική αξία του 9% εγκυμονεί πιθανούς κινδύνους. (ομάδα κινδύνου Ι). Οι τιμές κατωφλίου για τις τρεις ομάδες που σχηματίζονται σύμφωνα με τον δείκτη 5 αναφέρθηκαν παραπάνω. Οι τέσσερις χώρες με αρνητικό ΝΙΕ τοποθετούνται στην ομάδα κινδύνου ΙΙ. Οι επόμενες τέσσερις χώρες με μικρές μόνο θετικές τιμές των δεικτών εμπίπτουν στην ομάδα κινδύνου Ι.

Προσθέτοντας όλα τα παραπάνω αποτελέσματα από την διαχώριση, στις ομάδες κινδύνου, προσφέρεται μια σαφή εικόνα όσον αφορά τις χώρες της ΟΝΕ σχετικά με την πιθανότητα εμφάνισης

470 Τα δεδομένα που λαμβάνονται υπόψη για την εμπειρική παρουσίαση του μοντέλου, αφορούν την περίοδο από την έναρξη κυκλοφορίας του ευρώ, το 1999, μέχρι το 2005. Συνεπώς δεν συμπεριλαμβάνονται στοιχεία από την πολύ διαφοροποιημένη κατάσταση της ευρωζώνης, στα σημερινά δεδομένα που έχει επιφέρει, κυρίως στις χώρες της περιφέρειας, η κρίση χρέους και η εφαρμογή των πολιτικών λιτότητας.

φούσκας στην αγορά των ακινήτων (βλ. πίνακα 6.1). Η Ισπανία αναδεικνύεται πρώτη με 8/10, ακολουθεί η Ιρλανδία με 7/10 και η Γαλλία με 5/10. Στο κάτω άκρο, βρίσκεται η Γερμανία με μηδενικό αποτέλεσμα, καθώς και η Πορτογαλία με την Φινλανδία με 1/10. Το άρθρο στην συνέχεια, προτείνει και το ύψος των ελάχιστων αποθεματικών για τα στεγαστικά δάνεια, στις επικίνδυνες χώρες. Πιο συγκεκριμένα, η Ισπανία και η Ιρλανδία, θα πρέπει να είναι οι χώρες με το υψηλότερο ποσοστό ελάχιστων αποθεματικών, διαμορφωμένο στο 30% για τα στεγαστικά δάνεια, σύμφωνα με ένα σύστημα ABRRs. Για τη Γαλλία, προτείνεται ένα ποσοστό λόγου κάλυψης ρευστότητας γύρω στο 20%. Στις χώρες με τρία ή τέσσερα σημεία βαθμολόγησης (Λουξεμβούργο, Ελλάδα, Βέλγιο και Ιταλία) το ελάχιστο όριο υποχρεωτικών αποθεματικών θα πρέπει να κυμαίνεται σε ποσοστό 10%.

Χώρα	Ετήσιος Ρυθμός Μεταβολής Τιμών Ακινήτων	Δείκτης I	Δείκτης II	Δείκτης III	Δείκτης IV	Δείκτης V	Άθροισμα (max: 10)	Προτεινόμενο Ποσοστό Ελάχιστων Αποθεματικών
Ισπανία	15.2%	3	1		2	2	8	30%
Ιρλανδία	13.5%	2	2		1	2	7	30%
Γαλλία	10.5%	3		1		1	5	20%
Λουξεμβούργο	11%	2				2	4	10%
Ελλάδα	9.1%		2			2	4	10%
Βέλγιο	9.1%	2				1	3	10%
Ιταλία	7.7%	1	2				3	10%
Ολλανδία	9.4%	1		1			2	0%
Αυστρία	0.3%		1			1	2	0%
Φινλανδία	5.9%					1	1	0%
Πορτογαλία	3.5%		1				1	0%
Γερμανία	-0.6%						0	0%

Πίνακας 6.1

Οι δείκτες και ο καθορισμός των ελάχιστων αποθεματικών απαιτήσεων, για τις χώρες της ευρωζώνης, σύμφωνα με το προτεινόμενο μοντέλο του Holz. Τα δεδομένα για τον υπολογισμό του μοντέλου, αφορούν την περίοδο 1999-2005. Για περισσότερες πληροφορίες σχετικά, βλ. (Holz, 2007, pp. 343-348)

Τα ελάχιστα ποσοστά υποχρεωτικών αποθεματικών για τα ABRR που προτείνονται στο άρθρο, είναι κατάλληλα, σύμφωνα με τον Holz, για να καταστήσουν τις κερδοσκοπικές επενδύσεις στα ακίνητα περισσότερο δαπανηρές και συνεπώς ασύμφορες. Ένα μικρό αλγεβρικό παράδειγμα το επιβεβαιώνει αυτό. **Αν το ονομαστικό επιτόκιο στεγαστικών δανείων είναι 4,60%, ένα ελάχιστο ποσοστό αποθεματικών του 20% θα αυξήσει το κόστος χρηματοδότησης κατά περισσότερο από μία ποσοστιαία μονάδα στο 5,75%.** Εφαρμόζοντας ένα ποσοστό ελάχιστων αποθεματικών ακόμη και 30%, το επιτόκιο στεγαστικών δανείων ανέρχεται σε 6,57%. Είναι προφανές ότι μια τέτοια νομισματική πολιτική, είναι σε θέση να βάλλει έναν φραγμό στην ξέφρενη αύξηση των τιμών των ακινήτων σε άμεσο χρόνο. Ως απόρροια, οι τιμές κατοικίας δεν χρειάζεται να μειωθούν δραστικά, επειδή ο κατά κεφαλήν ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ στην Ισπανία και την Ιρλανδία είναι ακόμα

αξιοσημείωτος. **Επιπλέον, θα πρέπει να έχουμε κατά νου, ότι ένα ελάχιστο ποσοστό αποθεματικών τόσο υψηλό όπως το 25%, δεν είναι τίποτα περισσότερο απ' ότι ακριβώς η αποζημίωση για την πραγματική διαφορά των επιτοκίων μεταξύ της Ισπανίας και της Γερμανίας, όταν ο ρυθμός πληθωρισμού είναι 2,6%, και 1,1% αντίστοιχα στις χώρες αυτές** (όπως ήταν η περίπτωση τον Οκτώβριο του 2006).

Εξαιρέσεις από την υποχρέωση τήρησης ελάχιστων αποθεματικών θα πρέπει να γίνουν για τα στεγαστικά δάνεια τα οποία χορηγούνται σε νεότερους ανθρώπους οι οποίοι απλά χρηματοδοτούν την α' κατοικία τους. Τραπεζική πίστωση για τον σκοπό της κατασκευής νέων ακινήτων για ιδιοκατοίκηση δεν θα πρέπει επίσης, σύμφωνα με τον Holz, να υπόκεινται στην υποχρέωση τήρησης ελάχιστων αποθεματικών. Στις εξαιρέσεις επίσης, ίσως να ενταχθούν και τα συνταξιοδοτικά ταμεία τα οποία επενδύουν σε ακίνητη περιουσία, όπου οι μετοχές δεν μπορούν να πωληθούν πριν από την ηλικία συνταξιοδότησης. Ωστόσο θα πρέπει να λάβουμε υπόψη ότι η επένδυση της τεράστιας ρευστότητας των συνταξιοδοτικών ταμείων στην αγορά ακινήτων, συνέβαλε στην αύξηση των τιμών των ακινήτων σε ορισμένες αγορές της Ευρωζώνης. Αντίθετα, τα νοικοκυριά τα οποία αγοράζουν ένα δεύτερο ή τρίτο σπίτι για κερδοσκοπία (ή ενοικίαση) θα χρεωθεί. **Με τη βοήθεια αυτού του νέου μέσου, των ABBRs, σε χώρες όπως για παράδειγμα η Ισπανία, οι φούσκες στην αγορά ακινήτων οι οποίες τροφοδοτούνται από τη ζήτηση των ιδιωτικών επενδύσεων, θα μπορούσε να επιβραδυνθεί σημαντικά** [471].

6.8 Επίλογος

Οι διακυμάνσεις των τιμών των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων επηρεάζουν ταυτόχρονα την οικονομική, την μακροοικονομική και τη νομισματική σταθερότητα της χώρας. Η νομισματική πολιτική είναι άμεσα συνδεδεμένη με τις εξελίξεις αυτές και θα πρέπει να εξασφαλίζει (μέχρι έναν ορισμένο βαθμό) την σταθερότητα των τιμών. Η αύξηση του ονομαστικού βραχυπρόθεσμου επιτοκίου κατά την ανοδική φάση του οικονομικού κύκλου θα προκαλέσει επιβράδυνση της ευφορίας των ενδιάμεσων χρηματοπιστωτικών οργανισμών. Βεβαίως, στην πράξη η εφαρμογή ενός τέτοιου μέτρου δεν οδηγεί σε ένα βέλτιστο αποτέλεσμα, καθώς δημιουργεί πολλές δυσκολίες: η ανίχνευση της εμφάνισης μιας φούσκας, η εκτίμηση των επιπτώσεων της, η ανακάλυψη του σοκ που την προκάλεσε, είναι όροι εκ των ων ουκ άνευ για μια κεντρική τράπεζα να πραγματοποιήσει μια πολιτική επιτυχία. Ο χειρισμός των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων, από την νομισματική αρχή αποτελεί εν τέλη, ένα μεγάλο μειονέκτημα, όταν ανισορροπίες εμφανίζονται σε μια πολύ συγκεκριμένη αγορά, όπως για παράδειγμα της ευρωζώνης. Η αύξηση των επιτοκίων θα μπορούσε να έχει ευνοϊκές επιπτώσεις στις τιμές των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων αυτής της αγοράς, (για παράδειγμα επί των ακινήτων κατά τη διάρκεια μιας φούσκας των ακινήτων), αλλά έχει το μειονέκτημα ότι αναπόφευκτα θα επηρεάσει αρνητικά τις τιμές άλλων αγορών, των οποίων οι τιμές δεν είχαν αυξηθεί πριν την παρέμβαση, καθώς και εν τέλει το σύνολο της οικονομίας.

Για την αντιμετώπιση όλων αυτών των δυσχερειών, η πρόταση του Palley [472] φαίνεται αξιόλογη και ριζοσπαστική. Ο συγγραφέας προτείνει ένα σύστημα υποχρέωσης τήρησης ελάχιστων αποθεματικών, βασισμένο στα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία (Asset Based Reserve Requirements, (ABRR)), για όλους τους τύπους των περιουσιακών στοιχείων (ακινήτων, καθώς και χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων) που βρίσκονται στον ισολογισμό των κάθε είδους χρηματοπιστωτικών ενδιάμεσων, όπως οι τράπεζες, τα συνταξιοδοτικά ταμεία, οι ασφαλιστικές εταιρείες, τα hedge funds.

471 βλ. (Holz, 2007, p. 341)

472 βλ. (Palley, 2004)

Ο στόχος της πρότασης Palley είναι η μετάβαση από ένα σύστημα ελάχιστων αποθεματικών με βάση το παθητικό (ισχύει μόνο για τις τράπεζες) σε ένα σύστημα υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών με βάση το ενεργητικό (εφαρμόζεται σε όλους τους ενδιάμεσους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς). Οι ενδιάμεσοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί κατέχουν χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία σε αντάλλαγμα των δανείων που δίνουν είτε ως αποτέλεσμα των αγορών περιουσιακών στοιχείων από τρίτους. Ο στόχος της πολιτικής ενός συστήματος ABRR είναι κυρίως να επιτρέψει στις νομισματικές αρχές να διαμορφώσουν το ποσό των αποθεματικών για κάθε κατηγορία χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων που κατέχονται από κάθε είδους ενδιάμεσων χρηματοπιστωτικών οργανισμών και για κάθε κατηγορία πίστωσης που χορηγείται από τις εμπορικές τράπεζες, ώστε να κατευθύνει την ροή της χρηματοδότησης σύμφωνα με τους στόχους που έχει θέσει. Η σχετική αναλογία αποθεματικών μπορεί να ποικίλλει ανάλογα με διάφορα κριτήρια, όπως το επίπεδο του κινδύνου που εκτιμάται για τον τίτλο, η ζήτηση για το περιουσιακό στοιχείο, και ούτω καθεξής. Η βασική λογική λειτουργίας ενός συστήματος ABRR είναι η ακόλουθη: ***Εάν η αναλογία αποθεματικών για μια συγκεκριμένη κατηγορία στοιχείων ενεργητικού αυξάνεται, η συνέχιση παροχής δανείων αυτής της κατηγορίας είναι σχετικά λιγότερο κερδοφόρα σε σύγκριση με άλλες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων. Κατά συνέπεια, οι ενδιάμεσοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί θα εξαναγκαστούν σε μείωση της εκμετάλλευσης των εν λόγω περιουσιακών στοιχείων των οποίων η οριακή απόδοση έχει μειωθεί, και θα τα αντικαταστήσει με άλλα περιουσιακά στοιχεία, τα οποία γίνονται συγκριτικά πιο επικερδή*** [473].

Επιπρόσθετα, τα ABRR έχουν, μακροοικονομικά, την δυνατότητα να συμβάλλουν στην επίτευξη κοινωνικών στόχων, όπως για παράδειγμα την στοχευμένη ευνόηση της κατασκευής αναπτυξιακών έργων, όπως νοσοκομεία και σχολεία, μέσω της επιβολής χαμηλότερων ελάχιστων αποθεματικών σε αυτές τις κατηγορίες πίστωσης. Εν τέλη, τα ABRR συγκεντρώνουν πλεονεκτήματα τόσο σε μακροοικονομικό, όσο και σε μικροοικονομικό επίπεδο. Ωστόσο, η εφαρμογή τους απαιτεί μια βαθιά αναδιοργάνωση του δημοσιονομικού κανονισμού και του νομικού πλαισίου εντός του οποίου κινούνται οι οικονομικές δραστηριότητες σήμερα. Επίσης, απαιτούν μία, υψηλότερου βαθμού συνεργασίας μεταξύ των νομισματικών αρχών και των αρχών χρηματοπιστωτικής εποπτείας [474], ωστόσο η δυσκολία αυτή κατά την προσωπική κρίση είναι απαραίτητη, εαν επιθυμούμε μία ποιοτικότερη και με μεγαλύτερη διαφάνεια λειτουργία του χρηματοοικονομικού συστήματος.

Τέλος οι προβληματισμοί που τέθηκαν σχετικά με την πρακτική εφαρμογή των ABRRs και τυχόν προσπάθειες αποφυγής των ρυθμίσεων από τις επιχειρήσεις, οφείλουν να μελετηθούν αναλυτικότερα. Ωστόσο, η κριτική που ασκήθηκε σχετικά με την δύσκολη εφαρμογή των ABRR εξαιτίας του γεγονότος ότι απαιτούν αύξηση της διαφάνειας και αξιοπιστίας από τις Κ.Τ., ότι οι αρχές χρηματοπιστωτικής εποπτείας θα πρέπει να γνωρίζουν, ανά πάσα στιγμή, τη σύνθεση του ενεργητικού των ισολογισμών των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, και τέλος σχετικά με τον τρόπο ελέγχου των ελάχιστων αποθεματικών, κατά την προσωπική κρίση δεν θα πρέπει να φοβίζει, αλλά αντίθετα να δίνει κίνητρο. Η ενδελεχής παρακολούθηση και αποκάλυψη πληροφοριών στο κοινό, και η τήρηση της νομισματικής πολιτικής στο ακέραιο, συμβάλλουν στην μείωση της ασύμμετρης πληροφόρησης, στον καλύτερο και αποτελεσματικότερο έλεγχο της συνολικής πιστωτικής λειτουργίας των ιδρυμάτων, και σε τελική ανάλυση στην διασφάλιση της χρηματοοικονομικής σταθερότητας. Συνεπώς μία εφαρμογή των ABRR, μπορεί πράγματι να θεωρείται δύσκολη στην εφαρμογή, είναι όμως ζήτημα πολιτικής βούλησης σε τελική ανάλυση για το αν επιθυμούμε ν' αλλάξει κάτι ριζικά στον ίδιο τον τρόπο σκέψης της λειτουργίας του παγκόσμιου χρηματοοικονομικού συστήματος.

Τέλος εξαιρετικά χρήσιμη θα ήταν και μία πειραματική εφαρμογή κάποιου κατάλληλου οικονομετρικού μοντέλου, ως προτεινόμενη μελλοντική δουλειά.

---

473 βλ. (Myftari & Rossi, 2007, pp. 13-14)
474 βλ. (Myftari & Rossi, 2007, p. 16)

7 ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Η μεταπτυχιακή αυτή διατριβή, έθεσε ως βασικό στόχο την ανάδειξη των κενών στις ρυθμίσεις του παγκόσμιου χρηματοοικονομικού συστήματος, μέσα από την ίδια την φύση της ρύθμισης, όπως έχει διαμορφωθεί σήμερα. Η εστίαση των κανόνων της Βασιλείας, όσον αφορά το Τραπεζικό σύστημα, κυρίως στην διατήρηση ελάχιστων αποθεματικών στο παθητικό των τραπεζών (καταθέσεις), και στους χρηματοοικονομικούς τίτλους που ενέχουν υψηλό κίνδυνο, δεν είναι επαρκής για την αποτελεσματική διασφάλιση της εύρυθμης λειτουργίας των τραπεζικών ιδρυμάτων, και κατ' επέκταση για την διασφάλιση της χρηματοοικονομικής σταθερότητας.

Το είδος αυτό της ρύθμισης, είναι από την φύση του προκυκλικό. Σε περίοδο ανάπτυξης, οι ρυθμίσεις των κανόνων της Βασιλείας συμβάλλουν στην πυροδότηση φούσκας σε έναν η περισσότερους τομείς της αγοράς. Αυτό συμβαίνει, διότι η διατήρηση χαμηλού γενικού επιτοκίου, ευνοεί την υπερδιόγκωση στην παροχή πίστωσης, ξεπερνώντας τα όρια της πραγματικής οικονομίας σε κάποιον τομέα της αγοράς, προσδίδοντας του αδικαιολόγητη υπεραξία. Όταν αυτό το φαινόμενο γίνει αντιληπτό, το μόνο που είναι δυνατόν να πράξει η αρμόδια νομισματική αρχή (Κεντρική Τράπεζα), είναι και πάλι η ρύθμιση του γενικού επιτοκίου, αυξάνοντας το, ώστε να επιβραδύνει την υπερθέρμανση αυτής της αγοράς Μία τέτοια ενέργεια όμως, όπως αναλύθηκε, έχει παράπλευρες αρνητικές επιπτώσεις στο σύνολο της ομαλής λειτουργίας του χρηματοοικονομικού συστήματος, και όχι μόνο στον τομέα ο οποίος υπερδιογκώθηκε.

Απ' την άλλη μεριά, σε καιρό κρίσης, η φύση των ρυθμίσεων οδηγεί στο κλείσιμο της στρόφυγγας της χρηματοδότησης και της ρευστότητας, την στιγμή που η οικονομία την χρειάζεται περισσότερο. Σε περιόδους ύφεσης, τα τραπεζικά ιδρύματα θα φροντίσουν να καλύψουν τα αποθεματικά τους, ώστε να περιορίσουν τον κίνδυνο από την έκθεση τους σε κακές επενδύσεις και σε δάνεια που δεν εξυπηρετούνται. Ταυτόχρονα, με τον τρόπο αυτό θα προσπαθήσουν να ικανοποιήσουν και τους κανόνες της Βασιλείας. Μία αυστηροποίηση των κανόνων αυτών, μέσω της αύξησης των ελάχιστων αποθεματικών, της επιβολής ελάχιστης μόχλευσης, διατήρηση υποχρεωτικής ρευστότητας και εισαγωγής του αντικυκλικού κυμαινόμενου ποσοστού διατήρησης αποθεματικών, όπως προσπαθεί να επιβάλει η Βασιλεία ΙΙΙ, ακούγονται ως μαξιλάρι προστασίας. Ωστόσο στην πράξη, όχι μόνο δεν προστατεύει τα ιδρύματα αυτά, αλλά ούτε συμβάλλει στην έξοδο από την κρίση για το σύνολο της κοινωνίας:

1. Ρυθμίσεις τέτοιας φιλοσοφίας δίνουν επιπρόσθετα κίνητρα στις τράπεζες ν' αναζητήσουν το αναγκαίο ρευστό από δραστηριότητες εκτός ισολογισμού, μέσα από το σκιώδες τραπεζικό συστήμα. Με αυτόν τον τρόπο ωστόσο, όχι μόνο δεν θωρακίζονται, αλλά αντίθετα αυξάνουν και τον κίνδυνο έκθεσης τους σε επίφοβες επενδύσεις.

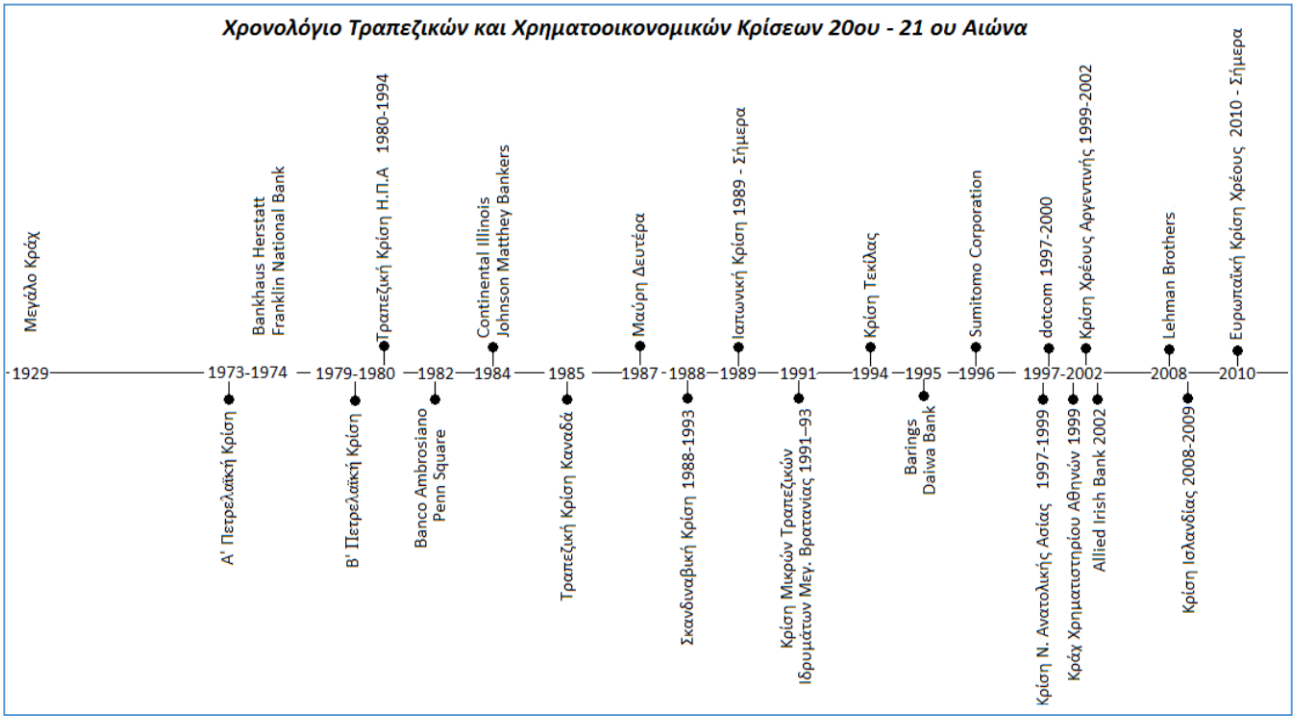
2. Παράλληλα, τα τραπεζικά ιδρύματα, θα προσπαθήσουν να μειώσουν την έκθεση τους σε επισφαλή δάνεια. Σε καιρώ κρίσης όμως, λίγες είναι οι επιχειρήσεις οι οποίες έχουν την δυνατότητα ν' ανταποκριθούν στις υποχρεώσεις τους στο ακέραιο, και συνεπώς να έχουν πρόσβαση σε τραπεζικό δανεισμό. Πρέπει μάλιστα να τονισθεί, πώς η ραχοκοκαλιά της οικονομίας, η μικρομεσαία επιχείρηση, θα πλήττεται περισσότερο, καθώς κυρίως οι πολυεθνικοί κολοσσοί, είναι αυτοί που θα έχουν την δυνατότητα άντλησης ρευστού, καθώς μόνο αυτοί θα αξιολογούνται με υψηλή πιστοληπτική βαθμολογία από τους οίκους αξιολόγησης, και συνεπώς οι τράπεζες να νοιώθουν ασφάλεια στην χορήγηση πίστωσης προς αυτούς.

Παράλληλα, στην σύγχρονη εποχή της χρηματοοικονομικής καινοτομίας και απελευθέρωσης, παρατηρείται το φαινόμενο της αύξησης της δύναμης μη τραπεζικών ιδρυμάτων, όπως τα hedge funds. Αυτή η εξέλιξη φαντάζει απόλυτα λογική, αν αναλογιστεί κανείς την διάκριση των ρυθμίσεων μεταξύ των τραπεζών με τα υπόλοιπα χρηματοοικονομικά ιδρύματα, φέρνοντας τα σε πλεονεκτικότερη θέση έναντι των πρώτων, αφού αυτά δεν υπόκεινται σε υποχρέωση διατήρησης ελάχιστων αποθεματικών. Γι' αυτό τον λόγο, στις μέρες μας βλέπουμε τέτοια ιδρύματα να εισβάλλουν όλο και πιο πολύ στην καθημερινότητα μας, εξαγοράζοντας μερίδια σε τραπεζικά και μη χρηματοοικονομικά ιδρύματα[475]. Χαρακτηριστικό γνώρισμα των ιδρυμάτων αυτών, είναι η χρήση επιθετικών τακτικών, συχνά κερδοσκοπικών, για την διασφάλιση αποκόμισης υψηλού κέρδους. Ως αντίλογος για την ανισορροπία αυτή, χρησιμοποιείται το επιχείρημα ότι μη τραπεζικά ιδρύματα αναλαμβάνουν από την φύση τους υψηλότερο κίνδυνο απ' ότι οι τράπεζες και ορθώς δεν υπόκεινται σε τέτοιου είδους υποχρεώσεις. Κατά την προσωπική κρίση, σε μία παγκοσμιοποιημένη χρηματοπιστωτική κοινωνία, όπου η διάκριση των λειτουργιών μεταξύ των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων ολοένα και γίνεται πιο δυσδιάκριτη, τέτοιες διαφοροποιήσεις προσδίδουν σαφέστατα πλεονεκτήματα στα μη τραπεζικά ιδρύματα, και αυτή η ανισορροπία οφείλει να διορθωθεί.

Στην συνέχεια, παρουσιάστηκαν μερικές από τις σημαντικότερες τραπεζικές και χρηματοοικονομικές κρίσεις που βίωσε η ανθρωπότητα, τον 20^{ο} και 21^{ο} αιώνα, οι οποίες αποτυπώνονται στο χρονολόγιο της εικόνας 7.1. Ο αριθμός και η σημαντικότητα κάθε κρίσης χωριστά, συνιστούν απόδειξη της ανεπάρκειας του συστήματος να θωρακίσει την χρηματοοικονομική σταθερότητα.

---

[475] Βλ. ενδιαφέρον ξένων hedge funds για Ελληνικές επιχειρήσεις: (Αποστόλου, 2013), Καθώς και ενδιαφέρον ξένων hedge funds για συμμετοχή σε αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου Ελληνικών τραπεζών: (news.kathimerini.gr, 2013)



Εικόνα 7. 1

Χρονολόγιο με τις κυριότερες χρηματοοικονομικές και τραπεζικές κρίσεις που γνώρισε η ανθρωπότητα κατά την διάρκεια του 20^{ου} και 21^{ου} αιώνα.

Παρατηρούμε ότι η πλειοψηφία των κρίσεων, ξέσπασε μετά το 1980. Είναι αδύνατον να θεωρηθεί ως σύμπτωση αυτό το γεγονός, καθώς η δεκαετία αυτή σηματοδοτεί την απαρχή της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης και καινοτομίας που ακολουθείται μέχρι σήμερα. Η κατάργηση του νόμου Glass-Steagal, η διαδικασία απορρύθμισης και η χρηματοοικονομική καινοτομία συνέβαλαν, από την μία μεριά, στην διεύρυνση και παγκοσμιοποίηση των αγορών, συνεπώς και στην ευκολότερη πρόσβαση στην χρηματοδότηση (άρα και μικρότερα επιτόκια), και άρα ταχύτερη ανάπτυξη, αλλά από την άλλη σε μεγαλύτερη παγκόσμια χρηματοοικονομική αστάθεια. Σημερινό ζητούμενο θεωρείται, η τιθάσευση της αγοράς προς όφελος των πολιτών, για την πρόοδο, την υγιή ανάπτυξη και την ευημερία των λαών.

Η θεωρία της απορρύθμισης της χρηματοοικονομικής λειτουργίας, ως μοντέλο για την αλλαγή στο ρυθμιστικό πλαίσιο του χρηματοοικονομικού συστήματος δεν αποδεικνύεται ότι συμβάλλει στην σταθεροποίηση του.

Σε αυτό το σημείο, η πρόταση του Palley οφείλει να εξετασθεί περαιτέρω. Η επιβολή ελάχιστων υποχρεωτικών αποθεματικών στα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία και όχι στο παθητικό των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων, διαμορφώνει με τέτοιο τρόπο τα επιμέρους επιτόκια, ώστε πλέον παρέχεται η ευχέρεια στον φορέα άσκησης νομισματικής πολιτικής να διαμορφώνει στοχευμένα, το επιτόκιο της αγοράς που θέλει να ευνοήσει ή ν' αποθαρρύνει την χορήγηση πίστωσης, αφήνοντας ανεπηρέαστους τους άλλους τομείς της αγοράς. Η νομισματική πολιτική

επανέρχεται στα χέρια της αρμόδιας αρχής, και δεν αφήνεται ανεξέλεγκτα, αποκλειστικά στους νόμους της αγοράς και των ενδιάμεσων χρηματοοικονομικών διαμεσολαβητών. Επιπρόσθετα, το σύστημα των ABRR, χαρακτηρίζεται από αντικυκλικότητα, καθώς η ρύθμιση συγκεκριμένων επιτοκίων έχει την δυνατότητα να ενθαρρύνει στοχευμένα την αγορά που σημειώνει κάμψη τον καιρό της ύφεσης, ή ν' αποθαρρύνει αντίστοιχα την αγορά που υπερθερμαίνεται την περίοδο της ανάπτυξης. Ταυτόχρονα, σε περίπτωση που ένα δάνειο αθετηθεί, το τραπεζικό ίδρυμα πιστώνεται με το αποθεματικό που προορίζοταν για το συγκεκριμένο δάνειο, κιέτσι τροφοδοτείται με ρευστότητα, την κρίσιμη στιγμή που την είχε ανάγκη περισσότερο. Τέλος η επιβολή ελάχιστων αποθεματικών σε όλα τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα ανεξαιρέτως, και όχι μόνο στα τραπεζικά, εγγυάται ίσους όρους ανταγωνισμού στην διεθνή αγορά.

Οι προβληματισμοί που αναπτύχθηκαν πάνω στην πρόταση Palley, οφειλούν να εξετασθούν προσεκτικά. Ωστόσο, οι προβληματισμοί που αναπτύχθηκαν σχετικά με την δύσκολη εφαρμογή των ABRR εξαιτίας του γεγονότος ότι απαιτούν αύξηση της διαφάνειας και αξιοπιστίας από τις Κ.Τ., ότι οι αρχές χρηματοπιστωτικής εποπτείας θα πρέπει να γνωρίζουν, ανά πάσα στιγμή, τη σύνθεση του ενεργητικού των ισολογισμών των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, και τέλος σχετικά με τον τρόπο ελέγχου των ελάχιστων αποθεματικών, όχι μόνο δεν πρέπει να λειτουργεί αποτρεπτικά, αλλά αντίθετα συμβάλλει σε μια χρηματοοικονομική λειτουργία με αποτελεσματικότερη εποπτική λειτουργία, λιγότερη ασύμμετρη πληροφόρηση, καλύτερη και ειλικρινέστερη συνεργασία των εμπλεκόμενων φορέων, και τελικά σε μία ποιοτικότερη κοινωνία. Τέλος, προτείνεται αναμφισβήτητα μία πειραματική εφαρμογή κάποιου κατάλληλου οικονομετρικού μοντέλου, πάνω στην πρόταση των ABRR, για την εξαγωγή ασφαλέστερων συμπερασμάτων.

Βιβλιογραφία

Basel Committee on Banking Supervision, 2010. *Group of Governors and Heads of Supervision announces higher global minimum capital standards,* s.l.: Bank for International Settlements.

Aliber, R. & Kindleberger, C. P., 2005. *Manias, Panics, and Crashes A History of Financial Crises.* 5th επιμ. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc..

Anderson, J. & E. Dash, 2008. For Lehman, More Cuts and Anxiety. *The New York Times,* Αύγουστος .

Arie, S., Δεκεμβρίου . Argentina hits rock bottom. *The Guardian,* 9 .

Bank Of Japan, 2013. *Statement on Monetary Policy.* [Ηλεκτρονικό]
Available at: http://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2013/k130522a.pdf
[Πρόσβαση 25 May 2013].

banksnews, 2013. *banksnews.* [Ηλεκτρονικό]
Available at: www.banksnews.gr/portal/home-page/124-top-story/21111-2013-07-24-22-04-42
[Πρόσβαση 24 July 2013].

Barker, D. & D., H., 1994. The Causes of Bank Failure in the 1980s,.

Barth, J. R., Jr., G. C. & Levine, R., 2006. *Rethinking Bank Regulation, Till Angels Govern,.* Cambridge: Cambridge University Press.

Basel Committee on Banking Supervision, 2014. *bis.org.* [Ηλεκτρονικό]
Available at: www.bis.org/bcbs/
[Πρόσβαση 9 January 2014].

Basel Committee on Banking Supervision, 2014. *www.bis.org/bcbs/history.htm.* [Ηλεκτρονικό]
Available at: www.bis.org/bcbs/history.htm
[Πρόσβαση 9 January 2014].

Basel Committee on Banking Supervision, April 2004. *Bank Failures in Mature,* Basel: s.n.

Basel Committee on Banking Supervision, n.d. *Basel III phase-in arrangements,* s.l.: Bank for International Settlements.

BBC News, 2001. *news.bbc.co.uk/2/hi/americas/1722584.stm.* [Ηλεκτρονικό]
Available at: http://news.bbc.co.uk/2/hi/americas/1722584.stm
[Πρόσβαση 27 July 2013].

Beder, T., 1995. VAR: Seductive But Dangerous. *Financial Analysts Journal,* Τόμος 51, p. 12–24.

Beim, D. & Calomiris, C., 2001. *Emerging Financial Markets.* Νέα Υόρκη: McGraw Hill.

Bernanke, B. & Gertler, M., 1995. Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission,. *Journal of Economic Perspectives, ,* 9(4), p. 27–49.

Blackburn, R., 2008. The subprime crisis,. *New Left Review*, Τόμος 50.

Board of Governors of the Federal Reserve System, Federal Deposit Insurance Corporation, Office of the Comptroller of the Currency, Office of Thrift Supervision, 2005. *Banking Agencies Announce Revised Plan for Implementation of Basel II Framework,* s.l.: s.n.

Boedihardjo, H., 2012. How maths killed Lehman Brother. *Plus Magazine*, Μάιος.

Boris, C., 2005. *House Prices and Inflation in the Euro Area,* s.l.: s.n.

Business and Finance Digest, 2013. *business-finance.top10-digest.com/stocks-rally-to-pre-crisis-heights/.* [Ηλεκτρονικό]
Available at: http://business-finance.top10-digest.com/stocks-rally-to-pre-crisis-heights/

Caprio, G. & Klingebiel, D., 2003. *Episodes of Systemic and Bordeline Financial Crises,* s.l.: Mimeo.

Catte, P., Nathalie, G., Price, R. & Andrι, C., 2004 . *The Contribution of Housing Markets to Cyclical Resilience,* s.l.: s.n.

Chang, R. & Velasco, A., 1998. 'Financial Crises in Emerging Markets. *National Bureau of Economic Research*.

Christine Williamson, 2002. *Pensions & Investments.* [Ηλεκτρονικό]
Available at: http://www.pionline.com/article/20021223/PRINTSUB/212230704

Chung, J., 2012. Hedge-Fund Assets Rise to Record Level. Απρίλιος.

Citigroup Smith Barney, 2003. *Basel II-Strategic Implications,* s.l.: s.n.

Clark, A., 2009. *theguardian.com/business/2009/sep/04/lehman-brothers-aftershocks-28-days.* [Ηλεκτρονικό]
Available at: http://www.theguardian.com/business/2009/sep/04/lehman-brothers-aftershocks-28-days

Cruickshank, D., 2000. *Competition in UK Banking:A Report to the Chancellor of the Exchequer.* s.l.:Norwich: The Stationary Office.

Daley, J., 2008. *independent.co.uk/news/business/analysis-and-features/what-the-lehman-collapse-means-for-us-all-931986.html.* [Ηλεκτρονικό]
Available at: http://www.independent.co.uk/news/business/analysis-and-features/what-the-lehman-collapse-means-for-us-all-931986.html

Dallas Business Journal, 2003. *Lehman Brothers buying Crossroads Group.* [Ηλεκτρονικό]
Available at: www.bizjournals.com/dallas/stories/2003/09/15/daily30.html
[Πρόσβαση 5 June 2013].

Danielsson, J., 2000. VaR: A Castle Built on Sand. *The Financial Regulator,* 5(2), pp. 46-50.

Danielsson, J., 2002. The Emperor has no Clothes: Limits to Risk Modelling. *Journal of Bankin and Finance ,* 26(7), p. 1273–1296.

DEPARTMENT OF THE TREASURY (Office of the Comptroller of the Currency), FEDERAL RESERVE SYSTEM, FEDERAL DEPOSIT INSURANCE CORPORATION, DEPARTMENT OF THE TREASURY (Office of Thift Supervision), 2006. Risk-Based Capital Standards: Advanced Capital Adequacy. *Federal Register,* 25 September, 71(185), pp. 55830-55958.

DEPARTMENT OF THE TREASURY (Office of the Comptroller of the Currency), FEDERAL RESERVE SYSTEM, FEDERAL DEPOSIT INSURANCE CORPORATION, DEPARTMENT OF THE TREASURY (Office of Thift Supervision), 2007. Risk-Based Capital Standards: Advanced Capital Adequacy Framework–Basel II. *Federal Register,* 7 December, 72(235), pp. 69288-69445.

Douglas, G. & Allen, F., 2007. *Understanding Financial Crises.* Oxford: Oxford University Press.

Dowd, K., 1993. *Laissez-Faire Banking.* Λονδίνο: Rutledge: s.n.

Dunbar, N., 2000. *Inventing Money – The Story of Long-Term Capital Management and the Legends Behind it.* s.l.:John Wiley & Sons.

Dutta, S. K., Caplan, D. & Lawson, R., 2010. Lehman's shell game poor risk management. *Strategic Finance,* 1 Αύγουστος, 92(2), pp. 23-29.

Economic Research Federal Reserve Bank of St. Louis, 2012. *research.stlouisfed.org/fred2/series/JPNURHARMMDSMEI.* [Ηλεκτρονικό]
Available at: research.stlouisfed.org/fred2/series/JPNURHARMMDSMEI

Égert, B., 2012. *Public Debt, Economic Growth and Nonlinear Effects: Myth or Reality?.* s.l., OECD Publishing.

Einhorn, D., 2008. Private Profits and Socialized Risk. *GARP Risk Review* , June/July.

euro2day, 2013. *euro2day.gr/news/world/article/773522/ohi-apo-merkel-gia-to-shhma-eggyhshs-katatheseon.html.* [Ηλεκτρονικό]
Available at: www.euro2day.gr/news/world/article/773522/ohi-apo-merkel-gia-to-shhma-eggyhshs-katatheseon.html

euro2day, 2013. *Stiglitz: Αισιόδοξος για το QE σε Ιαπωνία.* [Ηλεκτρονικό]
Available at: http://www.euro2day.gr/news/world/article/769252/stiglitz-aisiodoxos-gia-to-qe-se-iaponia.html
[Πρόσβαση 4 May 2013].

Fabozzi, C., 2007. *Operational Risk. A Guide to Basel II Capital Requirements, Models and Analysis.* Hoboken(New Jersey): John Wiley & Sons, Inc..

Federal Deposit Insurance Corporation , 1998. *Managing the Crisis: The FDIC and RTC Experience.* [Ηλεκτρονικό]
Available at: http://www.fdic.gov/bank/historical/managing/contents.pdf

Federal Deposit Insurance Corporation, 1997. [Ηλεκτρονικό]
Available at: http://www.fdic.gov/bank/historical/history/index.htm

Fensom, A., 2012. "Can "Abenomics" Save Japan's Economy?".. *The Diplomat*, Δεκέμβριος .

Financial Times, 1995. 3 Μαρτίου .p. 2.

financial times, 2013. *Η Ιαπωνία ξεμένει από... επιχειρηματίες.* [Ηλεκτρονικό]
Available at: http://www.euro2day.gr/ftcom_gr/article-ft-gr/1106745/h-iaponia-xemenei-apo-epiheirhmaties.html
[Πρόσβαση 12 June 2013].

Fitch Ratings, 2013. *fitchratings.* [Ηλεκτρονικό]
Available at: http://www.fitchratings.com/gws/en/fitchwire/fitchwirearticle/U.S.-Proposed-Basel?pr_id=796086

Flood, R. & Garber, P., 1994. *Speculative Bubbles, Speculative Attacks, and Policy Switching.* s.l.:s.n.

Flores, P. D., 2005. *Evolution of the Argentine GNP, 1999-2004,* s.l.: s.n.

Friedman, M. & Schwartz, A. J., 1987. Has Government any Role in Money?. *Journal of Monetary Economics*, Issue Money in Historical Perspective, pp. 37-62.

Gale, F. A. &. D., 2000. Bubbles and Crises. *The Economic Journal,* 110(460), p. 236–255.

Gowland P., 1994. *The Economics of Modern Banking.* s.l.:E. Elgar.

Greenbaum, S. I. & Thako, A. V., 2007. *Contemporary Financial Intermediation.* 2 επιμ. s.l.:Academic Press Advanced Finance Series.

Greenspan, A., n.d. *federal reserve.* [Ηλεκτρονικό]
Available at: www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1997/19970221.htm

Grossman, S. J. & Stiglitz, J. E., 1980. On the Impossibility of Informationally Efficient Markets. *American Economic Review*, Τόμος 70, pp. 393-408.

Harvard Business School, Contemporary Business Archives. *History of Lehman Brothers.* [Ηλεκτρονικό]
Available at: http://www.library.hbs.edu/hc/lehman/history.html
[Πρόσβαση 17 June 2013].

Harvey, C. R., 2011. *Economic Bubble.* [Ηλεκτρονικό]
Available at: http://www.nasdaq.com/investing/glossary/e/economic-bubble
[Πρόσβαση 13 January 2014].

Hawke, J., 2001. Internet Banking: Challenges for Banks and Regulators. *Financial Regulator*, 6(1), pp. 16-19.

Heffernan, S., 2005. *Modern Banking.* s.l.:John Wiley & Sons.

Hendrickson, J. M., 2011. *Regulation and Instability in U.S. Commercial Banking. A History of Crises.* Basingstoke(Hampshire): Palgrave Macmillan Studies in Banking and Financial Institutions.

Herndon, T., Pollin, R. & Ash, M., n.d. *Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogoff,* s.l.: s.n.

Holton, G., 2003. *Value-at-Risk: Theory and Practice.* s.l.:Academic Press.

Holz, M., 2007. Asset-Based Reserve Requirements: A New Monetary Policy Instrument for Targeting Diverging Real Estate Prices in the Euro Area. *Zeitscriff fur Okonomie Journal of Economics,*, 4(2).

Hoshi, T. & Kashyap, A., 1999. *The Japanese Financial Crisis: Where Did It Come From and How Will It End?.* s.l., s.n., p. 27.

Howells, P. & Bain, K., 2005. *The Economics of Money, Banking and Finance. A European Text,.* s.l.:Prentice Hall Financial Times.

Hudson, M., 2007. How Wall Street Stoked The Mortgage Meltdown. *Wall Street Journal,* 27 Ιούνιος.

International Monetary Fund, 2000. *Argentina Memorandum of Economic Policies,* s.l.: s.n.

International Monetary Fund, 2003. *IMF Reviews the Experience with the Financial Sector Assessment Programme and Reaches Conclusions on Issues Going Forward,* s.l.: s.n.

International Monetary Fund, n.d. *imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/02/weodata/index.aspx.* [Ηλεκτρονικό]
Available at: http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/02/weodata/index.aspx

Ischenko, D. & Samuels, S., 2003. *Time to Catch Up – Basel II – Modern Capital for Modern Banks,* Λονδίνο : Industry Report.

J. Leibold, W. A., 2004. *Some Hope for the Future After a Failed National Policy for Thrifts.* s.l.:s.n.

James R. Barth, S. T. G. Y., n.d. *The Savings and Loan Crisis: Lessons from a Regulatory Failure.* s.l.:Miken Institure.

James, B., 1989. For Argentina, Inflation and Rage Rise in Tandem. *The New York Times,* 4 Ιούνιος.

Jeffers, A. E. &. M. M. S., 2010. The Line Between Illegal & Unethical Behavior in the Goldman Sachs Subprime Mortgage Securities Case. *International Journal of Business Research,,* 10(4), pp. 159-169.

Jeffers, A. E., 2011. How Lehman Brothers used Repo 105 to manipulate their financial statements,. *Journal of Leadership, ,* 8(5), pp. 44-55.

John, S., 2001. Simpson on Sunday: Argentinians summon up the ghost of Peron in hard times. *The Telegraph,* 23 Δεκεμβρίου.

Jorion, P., 2006. *Value at Risk: The New Benchmark for Managing Financial Risk.* 3rd επιμ. s.l.:McGraw-Hill.

Joshua, A. & Pinto, A., 2005. *Managing Economic Volatility and Crises. A Practitioner's Guide_R.* s.l.:Cambridge University Press.

Judge approves $1.3 bn Lehman deal. 2009. [Ταινία] USA: BBC news.

Kane, E. J. & Yu, M.-T., 1994. *How Much Did Capital Forbearance Add to the Tab for the FSLIC Mess?.* s.l., s.n.

Kaufman, G., 2002. Too Big to Fail in US Banking: Quo Vadis?. *Quarterly Review of Economics and Finance*, καλοκαίρι , p. 423–436.

Kaufman, G., 1994. Bank Contagion: A Review of the Theory and Evidence. *Journal of Financial Services Research*, p. 123–150.

Kindleberger, C. P., 2000. *Manias, Panics and Crises.* Νέα Υόρκη: John Wiley & Sons.

Kindleberger, P., C. & Aliber, R., 2005 (1978). *Manias, Panics and Crashes. A History of Financial Crises.* Νέα Υόρκη: s.n.

Kortleve, N., Mulder, W. & Pelsse, A., 2011. *European supervision of pension funds: purpose, scope and design,* s.l.: Netspar Design Papers,.

Krauss, C., 2000. Argentina, Wobbly, Clears a Borrowing Hurdle. *The New York Times,* 9 Νοέμβριος.

Krauss, C., 2012. One-Day National Strike Freezes Much of Argentina. *The New York Times,* 24 Σεπτέμβριος.

Krauss, C. & Hemlock, D., 2001. Strike Over Austerity Measures Shuts Down Argentina For A Day. *Sun Sentinel,* 20 Ιουλίου .

Krugman, P., 2009. *Paul The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008.* s.l.:W.W. Norton Company Limited.

Krugman, P., 2009. *Η Κρίση του 2008 & η επιστροφή των οικονομικών της ύφεσης,.* Αθήνα:: Καστανιώτη, 2009.

Krugman, P., 2010. An Irish Mirror. *The New York Times,* 8 March.p. A23.

L. Kulikowski, 2007. *TheStreet.com.* [Ηλεκτρονικό]
Available at: www.thestreet.com

Labaton, S., Μάιος 2010. SEC Concedes Oversight Flaws.

Labaton, S., Μάιος 2010. The Reckoning.

Latifi, P., n.d. *Lehman Brothers' rise and fall: From hero to dust,* s.l.: s.n.

Lehman Brothers Holdings Inc., Report of Anton R. Valoukas (n.d.).

Lehman Brothers Investment Management, n.d. *Lehman Brothers Investment Management,* s.l.: s.n.

Lehman Brothers, 2008. *2007 Annual Report,* s.l.: s.n.

Litterick, D., 2001. Argentine bonds slump to new lows. *The Telegraph, ,* 4 Δεκεμβρίου .

McDonald, G. L. & Robinson, P., 2009. *A Colossal Failure of Common Sense:The Inside Story of the Collapse of Lehman Brothers.* Νέα Υόρκη: Crown Publishing Group, a division of Random House, .

McLannahan, B., 2013. *Bank of Japan pledges to maintain easing policy.* [Ηλεκτρονικό]
Available at: http://www.ft.com/intl/cms/s/0/918e8b22-6925-11e3-bb3e-00144feabdc0.html#axzz2uV0yGUWb
[Πρόσβαση 22 December 2013].

Merrill, K. R., 2007. *The Oil Crisis of 1973-1974: A Brief History with Documents.* s.l.:Bedford St. Martin's.

Miller, E., 2001. Yes! There are Limits to Arbitrage: Lessons from the Collapse of Long Term Capital Management. *The Journal of Social, Political and Economic Studies*, 26(1), p. 321–328.

Ministerio de Economía y Producción, República Argentina, n.d. [Ηλεκτρονικό]
Available at: /www.mecon.gov.ar/

Minsky, H. P., 1977. *Theory of Systemic Fragility, in E.I. Altman and A.W. Sametz (eds), Financial Crises: Institutions and Markets in a Fragile Environment.* Νέα Υόρκη: John Wiley&Sons.

Mishkin, F. S., 2004. *The Economics of Money, Banking and Financial Markets.* 7 επιμ. s.l.:Columbia University, The Addison-Wesley series in economics.

Myftari, E. & Rossi, S., 2007. Asset prices and monetary policy: should central banks adopt asset-based reserve requirements?. *Eleventh Berlin Conference of the Research Network Macroeconomic Policies on "Finance-Led Capitalism Macroeconomic Effects of Changes in the Financial Sector*, 26-27 Οκτώβριος.

Nasdaq, 2014. *Nasdaq.* [Ηλεκτρονικό]
Available at: http://www.nasdaq.com/symbol/ixic/interactive-chart
[Πρόσβαση 13 January 2014].

Nelder, M., 2003. Competition Necessarily Tends to Produce Excess: The Experience of Free Banking in Switzerland. *German Economic Review*, 4(3), pp. 389-408.

Nesvetailova, A., 2007. *Fragile Finance. Debt, Speculation and Crisis in the Age of Global Credit.* Hampshire: PALGRAVE MACMILLAN.

news.kathimerini.gr, 2008. *news.kathimerini.gr/4dcgi/_w_articles_economyagor_2_19/10/2008_289016.* [Ηλεκτρονικό]
Available at: news.kathimerini.gr/4dcgi/_w_articles_economyagor_2_19/10/2008_289016

news.kathimerini.gr, 2013. *news.kathimerini.gr/4Dcgi/4Dcgi/_w_articles_columns_2_14/05/2013_520254.* [Ηλεκτρονικό]
Available at: news.kathimerini.gr/4Dcgi/4Dcgi/_w_articles_columns_2_14/05/2013_520254

Nocera, J., 2009. Risk Mismanagement. *The New York Times Magazine,* 4 January.

Obstfeld, M., 1986. Rational and Self-fulfilling Balance of Payments Crises. *American Economic Review*, Τόμος 76, pp. 72-81.

Obstfeld, M., 1996. Models of Currency Crises with Self Fulfilling Features. *European Economic Review*, Τόμος 40, p. 1037–1048.

OECD, 2013. *OECD Economic Surveys Japan.* [Ηλεκτρονικό]
Available at:
http://workspace.unpan.org/sites/internet/Documents/B2JP13%20OECD%20Economic%20Surveys%20Japan.pdf
[Πρόσβαση 2 May 2013].

Palley, T., 2004. Asset-based Reserve Requirements:Reasserting Domestic Monetary Control in an Era of Financial. *Review of Political Economy*, Ιανουάριος, 16(1), pp. 43-58.

Palley, T., 2008. Asset Price Bubbles and Monetary Policy: Why Central Banks Have Been Wrong and What Should Be Done. *Institut fur Makrokonomie und Konjunkturforschung*, Μάιος.

Palley, T., n.d. Currency Unions, the Phillips Curve, and Stabilization Policy: Some Suggestions for Europe. *Journal of Economics,* 3,(2), p. 351 –369.

Palley, T., Αύγουστος 2000. Stabilizing Finance: The Case for Asset-Based Reserve Requirements.

Peek, J. & Rosengreen, E., 1997. The International Transmission Mechanism of Financial Shocks: The Case of Japan. *American Economic Review*, 87(4), p. 495–505.

Pesola, J., 2001. *The Role of Macroeconomic Shocks in Banking Crise.* s.l., Bank of Finland Discussion Papers.

Phillips, J., 1979. *The Iranian Oil Crisis.* [Ηλεκτρονικό]
Available at: www.heritage.org/research/reports/1979/02/the-iranian-oil-crisis
[Πρόσβαση 22 March 2013].

Rapp, D., 2009. *Bubbles, Booms, and Busts. The Rise and Fall of Financial Assets.* New York: Copernicus Books.

Reilly, D., 2009. *bloomberg.* [Ηλεκτρονικό]
Available at: http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=akv_p6LBNIdw

Reinhart, C. M. & Rogoff, K. S., 2010. *Growth in a time of depth.* s.l., NBER Working Paper Series.

REUTERS, 2009. [Ηλεκτρονικό]
Available at: www.wrightson.com/press_summary/2009/09/10/default.pdf

Rhoades, S. A., 1992. Banking acquisitions. Στο: *The New Palgrave Dictionary of Money, Banking and Finance.* Λονδίνο: Macmillan.

Robert B. Ekelund, T. M., Σεπτέμβιος 2008. More Awful Truths about Republicans,.

Robert S. Pindyck Daniel, L. R., 2009. *Microeconomics.* 7th επιμ. Upper Saddle River(New Jersey): Pearson .

S. Lawrence, A. G. A. L. W. R., n.d. *Over-the-Counter Derivatives Markets and the Commodity Exchange Act: Report of the President's Working Group on Financial Markets,.* [Ηλεκτρονικό]
Available at: www.treasury.gov/resource-center/fin-mkts/documents/otcact

S. Radelet & Woo, W., 2000. Indonesia: A Troubled Beginning. Στο: *The Asian Financial Crisis.* London: : MIT Press, p. 165–183.

Schwartz, A. J., 1996. Real and Pseudo-Financial Crises. Στο: *Financial Crises and the World Banking System.* Λονδίνο: Macmillan.

Shada, H. B., 2007. The Challenge of Hedge Fund Regulation. *Securities & Investment*, Άνοιξη.

Sheffrin, H., 2000. *Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioural Finance and the Psychology of Investors.* Boston: Harvard University Press.

Shleifer, A., 2000. *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioural Finance.* Oxford: Oxford University Press.

Simkovic, M., 2013. Competition and Crisis in Mortgage Securitization. *Indiana Law Journal*, Τόμος 88, p. 213.

Sorkin, A. R., 2009. The Race to Save Lehman Brothers. *The New York Times,* 20 Οκτώβριος.

Spellman, J. D., 2009. *Hedge Funds: How They Serve Investors In U.S. and Global Markets.* s.l.:Coalition of Private Investment Companies,.

Stephen Figlewski, R. C. S. I. W., 2009. *forbes.com.* [Ηλεκτρονικό]
Available at: www.forbes.com/2009/05/18/geithner-derivatives-plan-opinions-contributors-figlewski.html

Stigler, G. J., 1971. *The theory of economic regulation.* s.l.:Bell Journal of Economics and Management Science,.

Stiglitz, J., n.d. *Stiglitz-Capitalis Fools.* [Ηλεκτρονικό]
Available at: :www.vanityfair.com/magazine/2009/01/stiglitz200901

Story, L. & Dash, E., 2010. Lehman channeled risks through 'Alter Ego' firm. *The New York Times,* 12 Αύγουστος.

Taleb, N., 1997. The World According to Nassim Taleb. *Derivatives Strategy*.

Testimony of Hal S. Scott before the Committee on Financial Services (2011).

The Economist, 2008. The end of the affair. *The Economist,* 20 November.

The Financial Crisis Inquiry Commision, January 2011. *The Financial Crisis Inquiry Report,* s.l.: s.n.

The New York Times, 2001. *I.M.F. Gives Budget-Cut Order to Argentina.* [Ηλεκτρονικό]
Available at: www.nytimes.com/2001/12/10/world/imf-gives-budget-cut-order-to-argentina.html
[Πρόσβαση 3 July 2013].

Thomas, L. J., 2003. Market Place; Lehman to Buy Neuberger Berman For $2.6 Billion. *The New York Times,* Ιούλιος .

Toporowski, J., 2007. ABRR: Some Reservations. *Review of Political Economy*, Οκτώβριος, 19(4), pp. 563-573.

Walayat, N., 2009. *marketoracle.co.uk/Article8080.html.* [Ηλεκτρονικό]
Available at: www.marketoracle.co.uk/Article8080.html

Warns, B., 2003. [Συνέντευξη] (4 Μαρτίου 2003).

Wechsberg, J., 1966. *The Merchant Bankers.* s.l.:Pocket Books.

Welch, I., 2000. *Views of Financial Economists On The Equity Premium And On Professional Controversies,* s.l.: Yale School of Management Working Papers ysm122.

White, E. N., 1986. Before the Glass–Steagall Act: An Analysis of the Investment Banking Activities of National Banks. *Explorations in Economic History*, Ιανουάριος, 23(1), pp. 33-55.

White, L., 1991. The S&L Debacle: Public Policy Lessons for Bank and Thrift Regulation.

Wolf, M., 2013. Japan can put people before profits. *Financial Times,* Φλεβάρης .

A. P. Sloan, 1990. *My Years with General Motors.* s.l.:Doubleday.

Αποστόλου, Μ., 2013. *ethnos.gr/article.asp?catid=22770&subid=2&pubid=63875895.* [Ηλεκτρονικό]
Available at: www.ethnos.gr/article.asp?catid=22770&subid=2&pubid=63875895

Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς Κύπρου, 2009. *Ενημερωτική σειρά άρθρων από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς : Το φαινόμενο της χρηματιστηριακής φούσκας – Α μέρος,* Λευκωσία, Κύπρος: s.n.

Ζανιάς, Γ., Απρίλιος 2013. *EUROPE UNBOUND OVERCOMING STAGNATION: RE-IGNITING GREECE'S POTENTIAL* [Συνέντευξη] Απρίλιος 2013.

M. Hutchinson, 2008. How Lehman Brother's own risk management strategy may cause it to fail. *Money Morning.*

M. Paul, H. κ. K. G. P., 2003. The Fall of Enron,. *Journal of Economics Perspectives*, Άνοιξη, 17(2).

Μωραϊτάκης, Α., 2013. *Αλλάζουν όλα στον τραπεζικό τομέα.* [Ηλεκτρονικό]
Available at: www.euro2day.gr/specials/opinions/article/1119278/allazoyn-ola-ston-trapeziko-tomea.html
[Πρόσβαση 25 June 2013].

Παγκόσμια Τράπεζα, 2014. *GDP growth (annual %).* [Ηλεκτρονικό]
Available at: http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG/countries?display=graph
[Πρόσβαση 20 January 2014].

Ταμουραντζής, Α., n.d. *Οι Διεθνείς Οικονομικές κρίσεις από το 1973 έως σήμερα.* [Ηλεκτρονικό]
Available at: www.economica.gr/files/tamourantzis-crises.pdf