

Η Τρέχουσα Διεθνής Χρηματοπιστωτική Κρίση: Χαρακτηριστικά και προτάσεις πολιτικής

Χαρίλαος Β. Μερτζάνης

Προϊστάμενος Δ/νσης Μελετών, Πιστοποίησης και Μηχ/σης,

Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (ΝΠΔΔ)

Κολοκοτρώνη 1 και Σταδίου, 105 62 Αθήνα

ch.mertzanis@cmc.gov.gr

Περίληψη

Η μελέτη αναλύει την τρέχουσα χρηματοπιστωτική κρίση και προτείνει μέτρα πολιτικής. Η κρίση ήταν το αποτέλεσμα σύμπραξης επιθετικών πολιτικών χορήγησης δανείων, συμμορφούμενων αξιολογητών πιστοληπτικής ικανότητας, και αυτάρεσκων δανειοληπτών που πολλαπλασιάστηκαν και συνέβαλλαν στην τροφοδότηση της αύξησης τιμών των ακινήτων. Προκειμένου να διευρύνουν τα κέρδη τους εκμεταλλεζόμενοι τα κίνητρα αγοράς (απορυσθμισμένες συναλλαγές, χαμηλό κόστος δανεισμού, κυνήγι υψηλών αποδόσεων, υψηλές εγγυήσεις και ασφάλειες έναντι αποτυχίας,) οι χορηγοί στεγαστικών δανείων σταμάτησαν να ανησυχούν για την επιστροφή των δανείων αυτών. Καθοδηγούμενοι από τον κερδοσκοπικό παροξυσμό και τον εντεινόμενο ανταγωνισμό, κατά κανόνα προέβαιναν σε επιπόλαιες μόνο προσπάθειες αξιολόγησης της ικανότητας των δανειοληπτών να αποπληρώσουν τα δάνειά τους. Τα υποθηκευμένα δάνεια συσκευάστηκαν σε επενδυτικούς τίτλους και μεταπώληθηκαν με υπερσύγχρονους αλλά απόκρυφους τρόπους σε επενδυτές σε ολόκληρο τον κόσμο. Η κρίση προήλθε αφενός από την συνεχιζόμενη πώληση τιτλοποιημένων προϊόντων μειούμενης εξασφάλισης και αφετέρου από την αδυναμία λήψης νέων πιστώσεων για την αναχρηματοδότηση της εκδοτικής δραστηριότητας με αποτέλεσμα τελικά την παύση, λόγω της αυξανόμενης αναντιστοιχίας μεταξύ του χρόνου ληκτότητας χρηματοοικονομικών απαιτήσεων και υποχρεώσεων και της συρρικνούμενης ρευστότητας, του κύκλου αναχρηματοδότησης και επανεπένδυσης. Η κρίση αυτή θέτει σημαντικές προκλήσεις ρυθμιστικής πολιτικής και οδηγεί στην επανεξέταση του παρεμβατικού ρόλου του κράτους.

Λέξεις – Κλειδιά: χρηματοπιστωτική κρίση, εμπλοκή αγοράς, ετερογένεια απόψεων, πολιτική

JEL: G01

Εισαγωγή

Η τρέχουσα κρίση στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές ξεκίνησε το 2007 από την μη προβλεφθείσα αδυναμία εκπλήρωσης υποχρεώσεων στην αγορά στεγαστικής πίστης μειωμένης εξασφάλισης (sub-prime mortgage market) των ΗΠΑ και επεκτάθηκε διεθνώς. Τα πρώτα σημάδια της κρίσης είχαν εμφανιστεί στις αυξημένες προβλέψεις αδυναμίας συλλογής χρηματοοικονομικών απαιτήσεων που χαρακτήρισαν τους ισολογισμούς των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων του 2006. Ελάχιστοι όμως έδωσαν την δέουσα προσοχή στα σημάδια αυτά.

Η κρίση αναπτύχθηκε σε διαδοχικά κύματα, χαρακτηριζόμενα από υψηλή μεταβλητότητα χρηματιστηριακών τιμών. Τον Ιούνιο 2007, δύο συλλογικά κεφάλαια επένδυσης υψηλού κινδύνου (hedge funds) της επενδυτικής τράπεζας Bears Sterns που είχαν υψηλή έκθεση σε τιτλοποιημένα στεγαστικά δάνεια μειωμένης εξασφάλισης κατέρρευσαν, με αποτέλεσμα οι

διεθνείς οργανισμοί αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας εταιριών να προχωρήσουν άμεσα σε υποβιβαστική αναθεώρηση της φερεγγυότητας των εκδοτών τους. Τον Ιούλιο 2007, μια εταιρία-όχημα ειδικού σκοπού στις ΗΠΑ ανακοίνωσε υψηλές κεφαλαιακές απώλειες από την επενδυτική έκθεση σε τιτλοποιημένα στεγαστικά δάνεια μειωμένης εξασφάλισης, αποτυγχάνοντας παράλληλα να λάβει τη απαιτούμενη χρηματοδότηση για την κάλυψη της ανοιχτής της θέσης από την αγορά. Την ίδια περίοδο, στην Ευρώπη η γαλλική τράπεζα BNP Paribas ανέστειλε προσωρινά την εξαγορά μεριδίων κεφαλαίων συλλογικής επένδυσης λόγω αδυναμίας αποτίμησης και αξιολόγησης κινδύνου των περιεχόμενων στο χαρτοφυλάκιό της σύνθετων χρηματοπιστωτικών μέσων. Παράλληλα, οι τράπεζες στεγαστικής πίστης Freddie Mac και Fannie Mae των ΗΠΑ ανακοίνωσαν αδυναμία εκπλήρωσης υποχρεώσεων, αναγκάζοντας την κυβέρνηση των ΗΠΑ να προχωρήσει σε χρηματοδοτική παρέμβαση διάσωσής τους. Τέλος, στις ΗΠΑ η επενδυτική τράπεζα Lehman Brothers οδηγήθηκε σε πτώχευση, η τράπεζα Merryl Lynch οδηγήθηκε σε εξαγορά της για την αποφυγή πτώχευσης και η ασφαλιστική εταιρία AIG αντιμετώπισε κρίσιμο πρόβλημα ρευστότητας. Έκτοτε, πολλοί χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί διεθνώς εμφάνισαν προβλήματα ρευστότητας και έπεται συνέχεια.

Τα γεγονότα αυτά οδήγησαν τους επενδυτές διεθνώς σε ραγδαία επαναξιολόγηση των πραγματοποιηθέντων επενδύσεων, με αποτέλεσμα την αύξηση της απαιτούμενης απόδοσης και την μείωση της τρέχουσας τιμής τους (Σχήμα 1). Σε μερικές αγορές σύνθετων χρηματοπιστωτικών μέσων, οι επενδυτές συνειδητοποίησαν ότι δεν είχαν καταλάβει όσα όφειλαν για τη φύση και μέγεθος των αναληφθέντων κινδύνων, με αποτέλεσμα την ταχύτερη πτώση τιμών στις αγορές αυτές και σε μερικές περιπτώσεις την πλήρη ατονία τους, ελλείψει αγοραστών.

Περίπου εδώ εισάγετε το Σχήμα 1.

Η σημαντική πτώση στην απόδοση σύνθετων χρηματοοικονομικών επενδύσεων οδήγησε σε ταχεία αναδιάρθρωση επενδυτικών χαρτοφυλακίων προς τίτλους χαμηλότερου κινδύνου (flight to quality) (Σχήμα 2) και σε αναστροφή προσδοκιών για την πορεία της νομισματικής πολιτικής (υπενθυμίζεται ότι, έχοντας προηγηθεί της κρίσης, οι κεντρικές τράπεζες είχαν προχωρήσει σε αύξηση ονομαστικών επιτοκίων για την αναχαίτιση των εντεινόμενων πληθωριστικών πιέσεων).

Περίπου εδώ εισάγετε το Σχήμα 2.

Η αυξημένη αβεβαιότητα για την πορεία των αγορών οδήγησε σε αυξημένη μεταβλητότητα χρηματιστηριακών τιμών, με τις υπόρρητες τιμές των ΣΜΕ και δικαιωμάτων προαίρεσης να κινούνται σε επίπεδα ανάλογα αυτών που ακολούθησαν την 11.09.2001 (Σχήμα 3), σε σημαντική μείωση της ρευστότητας και συναλλακτικής δραστηριότητας στις δευτερογενείς αγορές (ακόμη και για τίτλους υψηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης) και επέφερε σχεδόν παύση δραστηριότητας στην πρωτογενή αγορά τίτλων.

Περίπου εδώ εισάγετε το Σχήμα 3.

Η αβεβαιότητα επεκτάθηκε και στους οργανισμούς ασφάλισης ομολογιακών εκδόσεων. Η έκθεση των ασφαλιστικών αυτών οργανισμών σε τιτλοποιημένες απαιτήσεις υψηλού κινδύνου απετέλεσε αντικείμενο έντονου προβληματισμού ως αποτέλεσμα της υποτιμητικής αναθεώρησης της φερεγγυότητας ορισμένων εξ αυτών και της επίπτωσής της στη συνολική αξία των εγγυημένων ομολόγων, δοθέντος ότι η πιστοληπτική διαβάθμιση ενός οργανισμού παροχής εγγυήσεων δεν μπορεί να υπολείπεται αυτής των εγγυώμενων τίτλων.

Η επέκταση της κρίσης διεθνώς ήταν ταχεία. Η αρχική αναταραχή επέδρασε αρνητικά στην αξία των άμεσων και έμμεσων επενδύσεων των

χρηματοπιστωτικών οργανισμών σε σύνθετα χρηματοπιστωτικά προϊόντα επηρεάζοντας την χρηματοοικονομική θέση των ιδίων αλλά και των ομίλων που ανήκαν και προκαλώντας εσωτερικές μεταβιβάσεις ρευστότητας. Η κατάσταση επιδεινώθηκε από τις υποτιμητικές διαβαθμίσεις φερεγγυότητας που ακολούθησαν και την πτώση των χρηματιστηριακών τιμών και συνεπώς της αξίας επενδύσεων των χρηματοπιστωτικών οργανισμών και τελικά την άρση εμπιστοσύνης προς τις αγορές.

Η κρίση ήταν κυρίως το αποτέλεσμα της υποτίμησης κινδύνου στις αγορές τιτλοποιημένων χρηματοπιστωτικών προϊόντων. Προκειμένου να διευρύνουν τα κέρδη τους εκμεταλλευόμενα τα κίνητρα αγοράς, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα προχώρησαν σε μετασχηματισμό του πιστωτικού κινδύνου οφειλετών τους τιτλοποιώντας τις χρηματοοικονομικές τους απαιτήσεις με σκοπό την πώλησή τους μέσω εταιριών-οχημάτων ειδικού σκοπού (SEVs) σε όλο και περισσότερες κατηγορίες ανυποψίαστων επενδυτών και επιτυγχάνοντας τη μεταφορά των υποκείμενων χρηματοοικονομικών στοιχείων εκτός ισολογισμού και συνεπώς εκτός εποπτικών κεφαλαιακών υποχρεώσεων με στόχο την ενίσχυση της πιστωτικής τους επέκτασης. Παράλληλα, νέοι επενδυτές, όπως οι εταιρίες-οχήματα δομημένων επενδύσεων (SIVs), προχώρησαν με στόχο την ενίσχυση κερδών τους σε αύξηση της δανειακής τους επιβάρυνσης για την έκδοση βραχυχρόνιων επενδυτικών τίτλων χαμηλού κόστους χρηματοδότησης από τα έσοδα των οποίων επένδυσαν στην αγορά μακροχρόνιων τιτλοποιημένων χρηματοοικονομικών προϊόντων υψηλότερης απόδοσης αλλά και χαμηλότερης ρευστότητας. Η κρίση προήλθε αφενός από την συνεχιζόμενη επένδυση των εταιριών αυτών σε τιτλοποιημένα προϊόντα μειούμενης εξασφάλισης και αφετέρου από την αδυναμία λήψης νέων πιστώσεων για την αναχρηματοδότηση της έκδοσης βραχυχρόνιων τίτλων με αποτέλεσμα τελικά την παύση του κύκλου αναχρηματοδότησης και επανεπένδυσης και την αδυναμία των εταιριών αυτών να αποπληρώσουν τις οφειλόμενες βραχυχρόνιες υποχρεώσεις τους αλλά και να διαθέσουν περαιτέρω τις τιτλοποιημένες μακροπρόθεσμες επενδύσεις τους, ελλείψει αγοραστών. Η κρίση επιταχύνθηκε από την δυνατότητα των εταιριών-οχημάτων να επιστρέφουν τμήμα του απώλητου πιστωτικού κινδύνου στους τιτλοποιούντες χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς στο πλαίσιο ενεργοποίησης πιστωτικών διευκολύνσεων που είχαν συμβατικά εξασφαλίσει με αυτούς, προκειμένου να επιστρέφουν μετρητά στους επενδυτές που αγόραζαν τα δομημένα προϊόντα τους σε δύσκολες περιόδους.

Η εξέλιξη της κρίσης οδήγησε σε αναθεώρηση αποτιμήσεων με εκτιμήσεις συνολικής κεφαλαιακής ζημίας άνω του 1 τρισεκ. δολαρίων ΗΠΑ (Πίνακας 1). Αν και οι εκτιμώμενες ζημίες φαίνονται σχετικά διαχειρίσιμες αναλογικά προς το συνολικό μέγεθος του χρηματοπιστωτικού τομέα στην παγκόσμια οικονομία, ο ειδικός ρόλος των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και η συγκέντρωση ζημιών σε αυτά καθιστούν την κατάσταση του χρηματοπιστωτικού συστήματος ιδιαίτερα κρίσιμη.

Περίπου εδώ εισάγετε τον Πίνακα 1.

Η φύση της τρέχουσας χρηματοοικονομικής κρίσης είναι ιδιαίτερα ασυνήθιστη. Εμφανίστηκε σε ένα διεθνές χρηματοοικονομικό περιβάλλον χαρακτηριζόμενο από έξι έτη σημαντικής οικονομικής ανάπτυξης και μια δεκαετία αξιοσημείωτης χρηματοοικονομικής σταθερότητας. Δεν είναι ακόμη σαφές εάν οι αναταραχές συνιστούν βαθμιαία απελευθέρωση με σκοπό την αποτελεσματικότερη αποτίμηση των ασφαλιστρών κινδύνου που είχαν υπερβολικά συμπιεστεί, ή σημαίνουν την έλευση μιας περισσότερο αποδιοργανωτικής μακροπρόθεσμης τάσης.

Κατά το παρελθόν οι περισσότερες χρηματοπιστωτικές κρίσεις συνδέθηκαν με αδυναμία εκπλήρωσης χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων

χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, πανικό απόσυρσης καταθέσεων, και σημαντικές κεφαλαιακές απώλειες στους λογαριασμούς χρηματοοικονομικών απαιτήσεων από χορηγηθείσες πιστώσεις. Στην τρέχουσα κρίση το ποσοστό και μέγεθος των μη εξυπηρετούμενων δανείων στο σύνολο των χορηγηθέντων από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα πιστώσεων είναι σχετικά μικρό. Δηλαδή, η τρέχουσα κρίση δεν είναι το αποτέλεσμα αφερέγγυων τραπεζικών δανείων, χαρακτηρίζοντας την αδυναμία εκπλήρωσης υποχρεώσεων περισσότερο σύμπτωμα και όχι αιτία της. Αντιθέτως, η κρίση έχει προκύψει από την τρόπο που τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα έχουν διαχειριστεί τα επενδυτικά τους χαρτοφυλάκια συνεπεία των κινήτρων ελεύθερης αγοράς, με σημαντικές συνέπειες στην σταθερότητα του διεθνούς χρηματοοικονομικού συστήματος.

Η ανάλυση που ακολουθεί παρουσιάζει τα ειδικά χαρακτηριστικά της κρίσης, τους βασικούς παράγοντες που οδήγησαν σε αυτήν, τον προβληματισμό για την φύση και έκταση της δημόσιας παρέμβασης, και καταλήγει με προτάσεις πολιτικής για την αποσόβηση μελλοντικών κρίσεων. Ειδικότερα, το Κεφάλαιο II παρακάτω αναλύει τις ιστορικές συγκυρίες και κίνητρα αγοράς που διαμόρφωσαν τις προϋποθέσεις για την εμφάνιση της κρίσης, το Κεφάλαιο III αναλύει τον ειδικό χαρακτήρα των σύγχρονων χρηματοπιστωτικών κρίσεων, το Κεφάλαιο IV παρουσιάζει τα βασικά στοιχεία της δημόσιας παρέμβασης για την αποτροπή συστημικού κινδύνου, και το Κεφάλαιο V παρουσιάζει προτάσεις ρυθμιστικής και εποπτικής πολιτικής για την αποτροπή μελλοντικών κρίσεων, καθώς και σκέψεις για τη νέα αρχιτεκτονική εποπτείας του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος. Τέλος, το κείμενο κλείνει με ορισμένα συμπεράσματα.

Ιστορικές Συγκυρίες και Κίνητρα Αγοράς που Οδήγησαν στη Κρίση

Η εμφάνιση της κρίσης είναι το αποτέλεσμα της επενέργειας της ισχύουσας δομής κινήτρων αγοράς στη επενδυτική συμπεριφορά χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και επενδυτών, οι οποίοι ανέπτυξαν χρηματοοικονομική δραστηριότητα που τους οδήγησε στην εν λόγω συμπεριφορά. Η συμπεριφορά αυτή μπορεί να γίνει κατανοητή στο πλαίσιο ανάλυσης των κινήτρων που διέπουν τον τρόπο λειτουργίας των σύγχρονων διεθνών κεφαλαιαγορών.

Ζήτηση χρηματοοικονομικών επενδύσεων

Βασικό κίνητρο αγοράς ήταν η πτώση των πραγματικών επιτοκίων διεθνώς, η οποία προήλθε αφενός από την μείωση του πληθωρισμού, δεδομένου ότι οι κεντρικές τράπεζες έχουν ανακτήσει τον νομισματικό έλεγχο μετά τον μεγάλο πληθωρισμό των δεκαετιών '70 και '80, και αφετέρου από την διεύρυνση των δυνατοτήτων χορήγησης πιστώσεων στην παγκόσμια κεφαλαιαγορά σε πολύ χαμηλό κόστος (Bank of England, 2007).

Η πτώση των πραγματικών επιτοκίων διεθνώς οφείλεται στα υψηλά ποσοστά αποταμίευσης πολλών ασιατικών χωρών ως αποτέλεσμα της ταχείας εκβιομηχάνισης, του χαμηλού κόστους εργασίας και της διατήρησης της συναλλαγματικής ισοτιμίας των εθνικών τους νομισμάτων σε χαμηλά επίπεδα. Η Ιαπωνία ήταν καθαρός αποταμιευτής για περισσότερο από 25 έτη, ενώ διατηρούσε τα βασικά επιτόκια σε πολύ χαμηλά επίπεδα με στόχο την διατήρηση ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος έναντι των προκλήσεων από την Κίνα. Μετά την ασιατική κρίση το 1997-8, πολλές ασιατικές χώρες, με προεξέχουσα την Κίνα, επέτυχαν σημαντική αύξηση του ποσοστού εγχώριας αποταμίευσης και του πλεονάσματος ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Πρόσφατα, ως αποτέλεσμα του τριπλασιασμού των τιμών πετρελαίου, στην ομάδα χωρών υψηλής αποταμίευσης έχουν προστεθεί οι

πετρελαιοπαραγωγές χώρες από την Μέση Ανατολή, την Ρωσία, ως την Σκανδιναβία.

Η ανάγκη επίτευξης *ex post* ισορροπίας μεταξύ του υψηλού επιπέδου αποταμίευσης και των περιορισμένων ευκαιριών επένδυσης σε παγκόσμια κλίμακα δημιούργησε τις προϋποθέσεις για πληθωρισμό επενδυτικών αξιών. Οι επενδυτές, αντιμέτωποι με ασυνήθιστα χαμηλά επιτόκια, το επίπεδο των οποίων υπολείπεται σημαντικά εκείνου που είχαν συνηθίσει ως πραγματική απόδοση της αποταμίευσής τους, οδηγήθηκαν σε αναζήτηση υψηλότερων αποδόσεων έναντι ανάληψης υψηλότερου κινδύνου ("*search for yield*"). Εντούτοις, η επιθυμία πραγματοποίησης υψηλότερων αποδόσεων δεν μπορούσε να ικανοποιηθεί από τις παραδοσιακές επενδυτικές ευκαιρίες (ιδίως σε τίτλους σταθερού εισοδήματος), οδηγώντας σε αυξημένη ζήτηση για νέες επενδυτικές ευκαιρίες και προϊόντα υψηλότερου κινδύνου, αλλά και σε αύξηση δανεισμού για την χρηματοδότησή τους, ο οποίος στο μεταξύ είχε καταστεί ευκολότερος και φθηνότερος. Η αυξημένη ζήτηση υψηλότερων αποδόσεων έγινε εμφανής στον αυξημένο διεθνώς όγκο δανεισμού συναλλάγματος χαμηλού κόστους και χορήγησης συναλλάγματος υψηλής απόδοσης (*carry trade*).

Η ζήτηση επενδυτικών τίτλων ενισχύθηκε ουσιαστικά από την αυξημένη επενδυτική δραστηριότητα μη τραπεζικών οργανισμών, όπως τα συνταξιοδοτικά και ασφαλιστικά κεφάλαια, τα αμοιβαία κεφάλαια, οι διαχειριστές διαθεσίμων και χρηματοοικονομικών απαιτήσεων/υποχρεώσεων μεγάλων οργανισμών και εταιριών, αλλά επίσης και την εμφάνιση νέων επενδυτών με διαφοροποιημένες στρατηγικές (*hedge funds, private equity funds, CDO/CLO funds, SIVs/Conduits*, κλπ). Η τεράστια διεύρυνση της επενδυτικής βάσης συνέβαλλε αφενός στην ευκολότερη έκδοση και διάθεση από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα παραδοσιακών και νέων χρηματοπιστωτικών μέσων, ειδικότερα δε των τιτλοποιημένων χρηματοοικονομικών απαιτήσεών τους, η αναδοχή των οποίων υποστηρίχτηκε από τους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς έναντι αδρής αμοιβής.

Προσφορά χρηματοοικονομικών επενδύσεων

Σημαντική εξέλιξη που συνέβαλλε στην εμφάνιση της κρίσης είναι η αλλαγή επιχειρηματικής στρατηγικής και η ραγδαία άνοδος της επιχειρηματικής δραστηριότητας στον τομέα της χρηματοοικονομικής καινοτομίας. Ο χρηματοοικονομικός τομέας, ανταποκρινόμενος στην αυξημένη ζήτηση επενδυτών διεθνώς για νέα καινοτομικά προϊόντα υψηλής απόδοσης και εκμεταλλευόμενος το ευνοϊκό διεθνές περιβάλλον των χαμηλών ασφαλίσεων κινδύνου, του χαμηλού πληθωρισμού και της ταχείας τεχνολογικής πρόοδου (τεχνολογία συναλλαγών, χρηματοοικονομική μηχανική) αλλά και τις δυνατότητες που παρείχε η ευρεία υιοθέτηση αφενός λογιστικών προτύπων χρηματοοικονομικής πληροφόρησης στη βάση της εύλογης αξίας και αφετέρου κανόνων κεφαλαιακής επάρκειας στη βάση της διαφοροποιημένης ευαισθησίας κινδύνου διαφορετικών χρηματοπιστωτικών μέσων, προχώρησε στην υιοθέτηση νέας επιχειρηματικής στρατηγικής ("*originate-and-distribute*") με στόχο την δημιουργία και διάθεση αυξανόμενα σύνθετων και εξειδικευμένων χρηματοπιστωτικών μέσων υψηλότερης απόδοσης έναντι υψηλότερου κινδύνου.

Η νέα επιχειρηματική στρατηγική συνίσταται σε μια διαδικασία πιστωτικής μεσολάβησης, σύμφωνα με την οποία ο πιστωτικός κίνδυνος αρχικά αποσυνδέεται από τις χορηγηθείσες πιστώσεις, στην συνέχεια αναπακετάρεται, κατηγοριοποιείται, τιτλοποιείται και διανέμεται υπό μορφή νέων χρηματοπιστωτικών μέσων στους επενδυτές. Η διαδικασία περιλαμβάνει πολλούς μεσάζοντες φορείς, σε όλα τα στάδια της:

τράπεζες, εταιρίες παροχής επενδυτικών υπηρεσιών, εγγυητές/ασφαλιστές εκδόσεων ομολόγων, οργανισμούς πιστοληπτικής διαβάθμισης.

Η διαδικασία τιτλοποίησης χρηματοπιστωτικών απαιτήσεων είναι τεχνική μετασχηματισμού χρηματοοικονομικών απαιτήσεων που περιλαμβάνει το πακετάρισμα μιας ομάδας χρηματοοικονομικών επενδύσεων (ή δικαιωμάτων επί αυτών) με διαμόρφωση καθορισμένης ροής μετρητών και στη συνέχεια την τιτλοποίηση (ανα-πακετάρισμα) των επενδύσεων ή των ροών μετρητών σε κατηγορίες επενδυτικών τίτλων διαφοροποιημένου κινδύνου που διατίθενται μέσω της κεφαλαιαγοράς σε διαφορετικές κατηγορίες επενδυτών, με τη βοήθεια επαγγελματικής και δημόσιας διαβάθμισης κινδύνου από τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας εταιριών (credit rating agencies - CRAs). Ο μετασχηματισμός και διαχωρισμός των χρηματοπιστωτικών μέσων επιτρέπει στα συμβαλλόμενα μέρη να αντλήσουν κεφάλαια από την αγορά (υποκαθιστώντας νέα εμπορεύσιμα χρηματοπιστωτικά μέσα στη θέση των υφιστάμενων μη εμπορεύσιμων στοιχείων του ενεργητικού), να διαφοροποιήσουν τους επενδυτικούς κινδύνους, να αυξήσουν την αποδοτικότητά τους και να κερδίσουν από τις ευκαιρίες αντιστάθμισης συναλλαγών (arbitrage), χωρίς να υπόκεινται σε αυστηρές εποπτικές υποχρεώσεις διαφάνειας και αξιολόγησης κινδύνου.

Η νέα επιχειρηματική στρατηγική "originate-and-distribute" οδήγησε σε τεράστια αύξηση της δραστηριότητας τιτλοποίησης χρηματοοικονομικών απαιτήσεων και στη δημιουργία καινοτόμων χρηματοπιστωτικών μέσων μεταφοράς πιστωτικού κινδύνου, η πώληση των οποίων επέτρεπε στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να ενισχύουν περαιτέρω την πιστωτική τους επέκταση.

Η τιτλοποίηση απαιτήσεων γινόταν για αρκετά χρόνια στις ΗΠΑ ενώ στην ευρωζώνη υιοθετήθηκε με καθυστέρηση. Η αύξησή της ωστόσο ήταν ραγδαία: η αξία τιτλοποιηθέντων ενυπόθηκων χρηματοοικονομικών απαιτήσεων σε ευρώ αυξήθηκε από €50 εκατ. το 1999 σε €400 εκατ. το 2007 (ECB 2008). Η αύξηση αυτή δεν ήταν βεβαίως ισόποσα κατανομημένη στα κράτη-μέλη και συνέχιζε να υστερεί έναντι της αύξησης στις ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο. Παράλληλα, αυξήθηκε ραγδαία η διεθνής δραστηριότητα μεταφοράς πιστωτικού κινδύνου: η αξία των συμβάσεων ανταλλαγής πιστωτικών υπολοίπων (CDS) αυξήθηκε παγκοσμίως από μηδέν το 2001 σε \$60 τρις στο τέλος του 2007.

Ανταγωνισμός στην αγορά χρηματοοικονομικών επενδύσεων

Η ένταση του ανταγωνισμού στον τομέα παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών και η σταδιακή συρρίκνωση των απαιτούμενων εγγυήσεων κάλυψη δανειακών υποχρεώσεων συνέβαλαν επίσης στην εμφάνιση της κρίσης. Η αλλαγή επιχειρηματικής στρατηγικής κατά τις τελευταίες δεκαετίες οδήγησε τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να εστιάσουν την προσοχή τους κυρίως στην επέκταση της επενδυτικής κερδοφορίας και την άνοδο της χρηματιστηριακής τους τιμής σε βάρος της παραδοσιακής μεσολαβητικής δραστηριότητας λήψης καταθέσεων και χορήγησης πιστώσεων με περίθωρο κέρδους. Εφόσον τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα μπορούσαν να αυξήσουν τα έσοδά τους μέσω επενδυτικών συναλλαγών και παροχή επενδυτικών υπηρεσιών, μειώνοντας παράλληλα τις ελάχιστα απαιτούμενα ίδια κεφάλαια, η απόδοση ιδίων κεφαλαίων και η χρηματιστηριακή τιμή τους θα αυξανόταν. Στο πλαίσιο αυτό, η αμοιβή των στελεχών των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων τελικά καθοριζόταν περισσότερο από την βραχυχρόνια αύξηση της χρηματιστηριακής απόδοσης και λιγότερο από την επέκταση της παραδοσιακής μεσολαβητικής τραπεζικής δραστηριότητας.

Ως αποτέλεσμα, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ιδίως στις ΗΠΑ επιδίωξαν τον ανταγωνισμό στην παροχή χρηματοοικονομικών υπηρεσιών με τις επενδυτικές τράπεζες, οι οποίες τελούσαν υπό χαλαρότερη εποπτεία. Η ανταγωνιστική τους επιτυχία ήρθε με την κατάργηση του νόμου Glass Steagall στις ΗΠΑ το 1999 και την επικέντρωσή τους σε κερδοσκοπικές δραστηριότητες μειωμένων εποπτικών κεφαλαιακών απαιτήσεων.

Το περιβάλλον χαμηλών πραγματικών επιτοκίων ευνόησε την ανάληψη από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα αυξημένων κινδύνων προχωρώντας σε επενδυτικό δανεισμό όλο και λιγότερο φερέγγυων οφειλετών. Η εξέλιξη αυτή, σε συνδυασμό με την αυξανόμενη δραστηριότητα δημιουργίας και διάθεσης νέων σύνθετων χρηματοπιστωτικών μέσων, οδήγησαν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να βρεθούν τελικά αντιμέτωπα με ένα εξαιρετικά ανταγωνιστικό περιβάλλον τιμολόγησης χρηματοπιστωτικών προϊόντων.

Η μια εναλλακτική λύση προσαρμογής ήταν η συμπίεση του ασφαλίστρου κινδύνου από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα σε απολύτως μη ρεαλιστικά για την κερδοφορία τους επίπεδα, ενώ η άλλη εναλλακτική λύση ήταν η χαλάρωση των *ex ante* θεσπιζόμενων εγγυήσεων κάλυψης επενδυτικών ανοιγμάτων. Ως αποτέλεσμα της υιοθέτησης της δεύτερης λύσης, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα οδηγήθηκαν σταδιακά σε χαλάρωση των απαιτούμενων εγγυήσεων εξασφάλισης δανείων ("race to the bottom") με βασικό χαρακτηριστικό την αποδυνάμωση του ελέγχου οφειλετών: ο έλεγχος ισολογισμών και φερεγγυότητας ήταν λιγότερο αυστηρός, οι υποχρεώσεις διαφάνειας μικρότερες και οι μηχανισμοί εντοπισμού εταιρικών προβλημάτων λιγότερο αποτελεσματικοί. Η χαλάρωση των απαιτούμενων εγγυήσεων εξασφάλισης χρηματοοικονομικών απαιτήσεων έγινε το νέο πεδίο ανταγωνιστικότητας μεταξύ χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, οδηγώντας στην εμφάνιση της αγοράς των αποκαλούμενων δανείων μειωμένης εξασφάλισης (*con-lite* ή *low-doc loans*). Στις ΗΠΑ, η αύξηση του ποσοστού των στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης επί του συνόλου στεγαστικών δανείων ανήλθε από 23% το 2000 σε 40% το 2007 (Navaro and Retuerto, 2008). Η εμφάνιση και μεγάλη διασπορά των δανείων μειωμένης εξασφάλισης ήταν αποτέλεσμα της διαπραγμάτευσης μεταξύ δανειστών και δανειζομένων και της αυξανόμενης πολυπλοκότητας της αγοράς χρεωστικών τίτλων.

Ρυθμιστικό πλαίσιο παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών

Οι προαναφερθείσες εξελίξεις και κίνητρα αγοράς αποτελούν συνέπειες του μετασχηματισμού του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος που άρχισε την δεκαετία του '70 και χαρακτηρίστηκε από την απελευθέρωση των αγορών, την άρση περιορισμών στις διεθνείς κινήσεις κεφαλαίων και την απελευθέρωση των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Οι εξελίξεις αυτές συνέβαλαν στην εμφάνιση σημαντικών ευκαιριών κερδοσκοπίας διεθνώς και επέφεραν την ιδιωτικοποίηση του συναλλαγματικού κινδύνου (Eatwell and Taylor, 2000).

Η ιδιωτικοποίηση του συναλλαγματικού κινδύνου άσκησε σημαντική πίεση πάνω στα εγχώρια και το διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα. Η ανάγκη κάλυψης του συναλλαγματικού κινδύνου απαίτησε την δημιουργία νέων χρηματοπιστωτικών μέσων (παράγωγα προϊόντα), η λειτουργία των οποίων με τη σειρά της απαίτησε την άρση κάθε ρυθμιστικού εμποδίου στην διάχυση κινδύνου και επέβαλε την αναδιάρθρωση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.

Σε συνδυασμό με άλλες, εγχώριες (πολιτικού χαρακτήρα) πιέσεις για την άρση χρηματοπιστωτικών ελέγχων, το αναδυόμενο χρηματοπιστωτικό σύστημα χαρακτηρίστηκε από απορύθμιση. Οι συναλλακτικοί έλεγχοι καταργήθηκαν.

Οι εγχώριοι έλεγχοι επί της διασυνοριακής δραστηριότητας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων καταργήθηκαν. Οι ποσοτικοί έλεγχοι στην αύξηση χορηγούμενων πιστώσεων καταργήθηκαν, και η νομισματική πολιτική ασκείται πλέον κυρίως μέσω της διαχείρισης των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων. Μια παγκόσμια αγορά χρηματοπιστωτικών μέσων αντιστάθμισης κινδύνων δημιουργήθηκε, ειδικότερα δε αυτών που επιτυγχάνουν την μεταφορά πιστωτικού κινδύνου.

Από το τέλος της δεκαετίας '90, η χαλαρή νομισματική πολιτική και η αφθονία ρευστότητας κατέστησαν το κόστος κεφαλαίου χαμηλό με αποτέλεσμα την ανάπτυξη επενδυτικών θέσεων υψηλού κινδύνου χρηματοδοτούμενες με δανεισμό, οι οποίες δεν έγιναν επαρκώς αντιληπτές από τις εποπτικές αρχές ώστε να προκαλέσουν διορθωτική παρέμβασή τους.

Το κίνητρο αύξησης κερδών μέσω της εκμετάλλευσης κενών ρύθμισης (όπως η άσκηση επιχειρηματικής δραστηριότητας που δεν λογίζεται στον ισολογισμό και συνεπώς δεν υπάγεται, ή σταθμίζεται λίγο, στις υποχρεώσεις κεφαλαιακής επάρκειας με βάση τους κανόνες της Βασιλείας) αλλά και φορολογικών κενών (όπως η παραγωγή σύνθετων χρηματοπιστωτικών μέσων που δεν λογίζεται στον ισολογισμό και συνεπώς δεν υπάγεται σε φορολογική υποχρέωση, αλλά και η χρήση φορολογικών παραδείσων ως τόπου ίδρυσης και λειτουργίας των εταιριών-οχημάτων διάθεσης των προϊόντων αυτών) οδήγησε σε ανάλογη αύξηση αναληφθέντος κινδύνου και σε τεράστια ανάπτυξη νέων σύνθετων χρηματοπιστωτικών μέσων.

Καθώς τα επίπεδα δανεισμού και κινδύνου αυξάνονταν, η διαδικασίες εσωτερικής διακυβέρνησης των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων δεν ήταν στις περισσότερες περιπτώσεις αποτελεσματικές στον έλεγχο και αποτροπή περαιτέρω ανάληψης και διαχείρισης κινδύνων, καθώς τα διοικητικά συμβούλια ήταν είτε ανίκανα να κατανοήσουν και εκτιμήσουν τους κινδύνους είτε ανεπαρκώς και επιλεκτικώς πληροφορημένα για τους κινδύνους αυτούς.

Τα κίνητρα αγοράς στην παροχή χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών άρχισαν να επιδρούν στον τρόπο λειτουργίας των οργανισμών πιστοληπτικής διαβάθμισης εταιριών, των εταιριών ασφάλισης αναδεκτών χρηματοπιστωτικών μέσων, των εταιριών έκδοσης παραγώγων χρηματοπιστωτικών μέσων, με αποτέλεσμα όλοι αυτοί οι φορείς να τείνουν να ενθαρρύνουν, υπό καθεστώς μειωμένης εξωτερικής εποπτείας, την επιθυμία του επιχειρηματικού στόχου της περαιτέρω αύξησης κερδών.

Η ανάληψη αυξανόμενων επενδυτικών κινδύνων διευκολύνθηκε από την ρύθμιση των ελάχιστων κεφαλαιακών απαιτήσεων επί των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων: (α) η πρόβλεψη εφαρμογής των κανόνων της Βασιλείας II (π.χ. μείωση συντελεστή κάλυψης για στεγαστικά δάνεια) ενθάρρυνε την συγκέντρωση χρηματοπιστωτικών μέσων μειωμένης κεφαλαιακής κάλυψης στα επενδυτικά χαρτοφυλάκια και επέτρεψε τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να επεκτείνουν την επιχειρηματική τους δραστηριότητα με λιγότερα εποπτικά ίδια κεφάλαια, (β) η κατάργηση του νόμου Glass Steagall και η θέσπιση του νόμου Gramm Leach Bliley (Financial Competitiveness Act) το 1999 στις ΗΠΑ και η θέσπιση της ISD το 1992 και πρόσφατα της MiFID το 2006 στην Ευρώπη διέυρυναν το πεδίο άσκησης επιχειρηματικής δραστηριότητας σε νέα χρηματοπιστωτικά μέσα και υπηρεσίες με παράλληλη μείωση των συνολικών απαιτούμενων κεφαλαίων, ενώ θεσμοποίησαν τις εξω-χρηματοπιστωτικές αγορές. Η συνακόλουθη άνοδος επιχειρηματικής δραστηριότητας των τραπεζών στους τομείς αυτούς δεν συνοδεύτηκε από ανάλογη αύξηση της εποπτείας της.

Η Κρίση ως Εγγενές Χαρακτηριστικό του Χρηματοπιστωτικού Συστήματος

Η σταθερότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών, και ιδίως η επιβίωση του κλάδου παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, εξαρτάται θεμελιωδώς από τις ενέργειες της κεντρικής τράπεζας και την γενικότερη κρατική παρέμβαση. Οι κρίσεις είναι ενδημικές στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και, ευρισκόμενη αντιμέτωπη με μια κρίση, η κεντρική τράπεζα οφείλει να παρέχει την απαιτούμενη ρευστότητα χωρίς όριο. Η ιστορική διαπίστωση ότι ένα βασικό συστατικό του σύγχρονου καπιταλισμού, δηλ. το χρηματοπιστωτικό σύστημα, χαρακτηρίζεται από εγγενείς κρίσεις και ότι η παρέμβαση της κεντρικής τράπεζας (δηλαδή του κράτους) είναι απαραίτητη για την επιβίωση του συστήματος αυτού, έχει θέσει θεμελιώδη ερωτήματα για την βιωσιμότητα του καπιταλισμού ελεύθερης αγοράς. Αυτά τα ερωτήματα τίθενται εκ νέου από τα γεγονότα της τρέχουσας χρηματοπιστωτικής κρίσης.

Οι χρηματοπιστωτικές αγορές μπορεί να είναι πολύ περισσότερο πολύπλοκες και οργανωμένες σήμερα, αλλά είναι επίσης πολύ περισσότερο επιρρεπείς σε περιοδική κατάρρευση (κατά προσέγγιση μια φορά κάθε 7 έως 10 έτη), επιφέροντας καταστροφικές επιδράσεις όχι μόνο στις ίδιες αλλά και σε άλλους. Σε περίοδο κρίσης, οι τραπεζίτες - συνήθως ένθερμοι υποστηρικτές των ελεύθερων αγορών - αναμένουν το κράτος να εγγυηθεί την επιβίωσή τους, το οποίο γίνεται διότι το κοινωνικό κόστος της μη παρέμβασής της είναι (δυσνητικά) πολύ μεγάλο. Η ενδογενής αστάθεια των χρηματοπιστωτικών αγορών αναλύεται παρακάτω με αναφορά στην εξέλιξη του χαρακτήρα της χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης.

Παραδοσιακή μεσολαβητική δραστηριότητα στις χρηματοπιστωτικές αγορές

Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα πραγματοποιούν κέρδη κυρίως από την προσέλκυση κεφαλαίων υπό μορφή καταθέσεων ή δανείων μέσω έκδοσης εταιρικών τίτλων και την χρησιμοποίησή τους για χορήγηση πιστώσεων σε τρίτους ή για διενέργεια επενδυτικών συναλλαγών, ή και, δευτερευόντως, μέσω της χρέωσης προμήθειας για την παροχή υπηρεσιών χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης. Από την μια πλευρά, τα προσελκυόμενα κεφάλαια συνιστούν «μη ρευστοποιήσιμα» στοιχεία του παθητικού, υπό την έννοια ότι η ρευστοποίησή τους πριν την ωριμότητα τους θα απέδιδε μειωμένη αξία σε σχέση με την εσωτερική αξία που θα απέδιδε η ρευστοποίηση στην ωριμότητα τους. Από την άλλη πλευρά, οι χορηγηθείσες πιστώσεις και οι χρηματοοικονομικές επενδύσεις συνιστούν στοιχεία του ενεργητικού του ιδρύματος. Το ίδρυμα υποχρεούται να επιστρέψει τα κεφάλαια στον καταθέτη τους οποιαδήποτε στιγμή αυτός το ζητήσει. Αυτή η επιχειρηματική στρατηγική διακράτησης δανείων ως την ωριμότητά τους καλούνταν "originate-and-hold", η οποία ακόμη και σήμερα παραμένει η βασική επιχειρηματική στρατηγική των μικρότερων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Βεβαίως, ορισμένα από τα 'καλά' δάνεια δύναται να τιτλοποιηθούν και να πωληθούν σε συμφέρουσα τιμή στην δευτερογενή αγορά δανείων.

Εάν τα στοιχεία του παθητικού και τα στοιχεία ενεργητικού αποτελούνταν από το ίδιο ακριβώς χρηματοπιστωτικά μέσα ίδιας ακριβώς διάρκειας, τότε η πραγματοποίηση κέρδους θα ήταν αδύνατη. Το κέρδος πραγματοποιείται από τη διαφοροποίηση (mis-match) μεταξύ τους. Παραδείγματος χάριν, οι βραχυπρόθεσμες καταθέσεις πελατών, στις οποίες καταβάλλεται ελάχιστος ή καθόλου τόκος, δανείζονται μακροπρόθεσμα σε τρίτους έναντι ικανοποιητικής απόδοσης. Αλλά στην μεταξύ τους διαφοροποίηση ελλοχεύει κίνδυνος: εάν οι καταθέτες χάσουν, για

οποιονδήποτε λόγο, την εμπιστοσύνη τους και απαιτήσουν την επιστροφή των καταθέσεών τους, η ανικανότητα ανάκλησης κεφαλαίων από χορηγηθείσες μακροπρόθεσμες πιστώσεις και επενδύσεις μπορεί να επιφέρει αδυναμία εκπλήρωσης υποχρεώσεων και χρηματοοικονομική κατάρρευση. Δηλαδή, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα παρέχουν έναν θεμελιώδη μετασχηματισμό ωριμότητας και ρευστότητας χρηματοπιστωτικών μέσων που είναι ευεργετικός αλλά και εγγενώς ασταθής.

Οι κίνδυνοι της χρονικής διαφοροποίησης (*mis-match*) επιδεινώνονται από την έκταση της δανειακής επιβάρυνσης, η οποία συνίσταται στο ποσοστό της συνολικής επιχειρηματικής δραστηριότητας που χρηματοδοτείται από δανειακά κεφάλαια. Σε συνθήκες ταραγμένων αγορών, η απώλεια ιδίων κεφαλαίων είναι ένα ζήτημα, αλλά η απώλεια κεφαλαίων τρίτων είναι άλλο ζήτημα και μπορεί να επιφέρει καταστρεπτικές επιπτώσεις σε όλη την οικονομία. Στο παρελθόν, οι μόνοι φορείς με υψηλή δανειακή επιβάρυνση ήταν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Σήμερα, η δανειακή επιβάρυνση έχει γίνει ενδημικό φαινόμενο που χαρακτηρίζει όλο το εξω-τραπεζικό σύστημα: επενδυτικές τράπεζες (περισσότερο του 96% των δραστηριοτήτων της χρεοκοπημένης *Bears Stearns* χρηματοδοτήθηκε με δανεισμό), ασφαλιστικές εταιρείες, κεφάλαια υψηλού κινδύνου (*hedge funds, private equity funds*), αμοιβαία κεφάλαια, ασφαλιστικά ταμεία, κλπ.

Οι ενέργειες ανάληψης κινδύνων από τους ατομικούς χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς δημιουργούν εξωτερικές επιδράσεις στην οικονομία. Σε μια οικονομία όπου υπάρχουν σημαντικές εξωτερικές επιδράσεις, οι ανταγωνιστικές αγορές καθίστανται ανεπαρκείς μηχανισμοί αποτίμησης κινδύνου και διαμόρφωσης ανταγωνιστικών τιμών.

Το κλασικό παράδειγμα εξωτερικής επίδρασης είναι ο πανικός απόσυρσης καταθέσεων που μπορεί να χαρακτηρίσει την παραδοσιακή μεσολαβητική δραστηριότητα των τραπεζών (*Diamond and Dybvig, 1983*): Ένας καταθέτης σε μια ιδιαίτερη τράπεζα θα ήταν πρόθυμος να αφήσει τα κεφάλαιά του σε κατάθεση, αλλά θεωρεί ότι οι άλλοι καταθέτες, αντιμέτωποι με ένα δυσμενές εξωγενές γεγονός, είναι πιθανό να αντιδράσουν με απόσυρση των κεφαλαίων τους, αναγκάζοντας την τράπεζα να ανακαλέσει δάνεια ή να πωλήσει επενδυτικούς τίτλους από το χαρτοφυλάκιό της και να υποστεί απώλειες, σε βαθμό που θα μπορούσε ίσως να αναστείλει ακόμη και τις πληρωτέες οφειλές της. Συνεπώς, ο ορθολογικά σκεπτόμενος επενδυτής θα επιδιώξει να είναι ο πρώτος που αποσύρει τα κεφάλαιά του στην πρώτη ένδειξη εμφάνισης σοβαρού προβλήματος. Ως εκ τούτου, όλοι οι επενδυτές αποσύρουν τα κεφάλαιά τους όσο το δυνατόν γρηγορότερα, προκαλώντας πανικό απόσυρσης καταθέσεων. Ο πανικός αναφορικά με μια τράπεζα έχει αναπόφευκτες επιπτώσεις στην αντίληψη που διαμορφώνει το σύνολο της αγοράς για τη ρευστότητα και των άλλων τραπεζών, και συνεπώς ο πανικός μεταδίδεται σε άλλες, κατά τ' άλλα φερέγγυες, τράπεζες.

Η μεταδοτικότητα του πανικού απόσυρσης καταθέσεων είναι το αποτέλεσμα αυτο-εκπληρούμενων προσδοκιών, εφόσον οι καταθέτες θεωρήσουν ότι οι άλλοι καταθέτες θα θεωρήσουν τον πανικό απόσυρσης καταθέσεων σε ένα ίδρυμα ως ένδειξη πιθανού πανικού και σε άλλα ιδρύματα. Η μεταδοτικότητα του πανικού είναι περισσότερο πιθανή εάν η αρχική αιτία - π.χ. υπερβολικά ανοίγματα από χορήγηση στεγαστικών δανείων ή για την εξόρυξη πετρελαίου - γίνει αντιληπτή ως δυνητικά επηρεάζουσα άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ή ως το αποτέλεσμα σημαντικών ανοιγμάτων στην διατραπεζική αγορά, ειδικά όσον αφορά σε χρηματοπιστωτικά ιδρύματα με κεφαλαιακή επάρκεια που αδυνατεί να απορροφήσει τυχόν μείωση χρηματιστηριακών τιμών ή σε ιδρύματα των οποίων η χρηματοοικονομική φερεγγυότητα είναι δύσκολο να αξιολογηθεί.

Η μετάδοση του πανικού απόσυρσης καταθέσεων ενισχύεται και από την συμπεριφορά άλλων εταιριών του χρηματοοικονομικού τομέα, όπως οι εταιρίες παροχής επενδυτικών υπηρεσιών. Προκειμένου να αυξήσουν τις επενδυτικές τους δυνατότητες, οι μεγάλες εταιρίες παροχής επενδυτικών υπηρεσιών βασίζονται βεβαίως στην έκδοση χρεογράφων και όχι στην προσέλκυση καταθέσεων, ενώ διατηρούν σημαντικό τμήμα του επενδυτικού τους χαρτοφυλακίου υπό μορφή κινητών αξιών υψηλής ρευστότητας. Παρά ταύτα, οι εταιρίες αυτές επηρεάζονται από τον κίνδυνο πανικού απόσυρσης καταθέσεων λόγω της διατήρησης στο χαρτοφυλάκιό τους κινητών αξιών υψηλής μεταβλητότητας τιμής, της αυξημένης δυσχέρειας στην εκτέλεση συναλλαγών σε αγορές συρρικνούμενης ρευστότητας, και της δραστηριότητάς τους στην αγορά παραγώγων.

Σύγχρονη μεσολαβητική δραστηριότητα στις χρηματοπιστωτικές αγορές

Στο πλαίσιο εξέλιξης των διεθνών κεφαλαιαγορών κατά τη διάρκεια των τελευταίων 30 ετών, ο παραδοσιακός ρόλος του χρηματοπιστωτικού συστήματος έχει αλλάξει. Μια νέα κατάσταση άντλησης κεφαλαίων έχει αναδειχθεί και επεκταθεί ραγδαία, που αποκαλείται τραπεζική αποδιαμεσολάβηση (**bank dis-intermediation**). Η αποδιαμεσολάβηση ενθαρρύνθηκε από την απελευθέρωση του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος (Goodhart, 1988, 1997). Η αποδιαμεσολάβηση εκφράζει ένα σημαντικό μετασχηματισμό στον τρόπο χρηματοδότησης της επιχειρηματικής δραστηριότητας εταιριών: δηλαδή την στροφή από την έμμεση χρηματοδότηση μέσω τραπεζικών δανείων στην άμεση χρηματοδότηση μέσω έκδοσης τίτλων στην αγορά.

Η στροφή αυτή συνοδεύτηκε από επέκταση της παραδοσιακής διαμεσολαβητικής δραστηριότητας των εταιριών χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης στην άμεση διενέργεια επενδυτικών συναλλαγών και στην παροχή επενδυτικών υπηρεσιών. Η επέκταση αυτή περιλαμβάνει, πέραν της παραδοσιακής χορήγησης πιστώσεων σε επιχειρήσεις και νοικοκυριά, την αναδοχή και παροχή επιχειρηματικών συμβουλών για την έκδοση και άμεση διάθεση στις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων που διακινούνται σε οργανωμένες ή εξωχρηματιστηριακές αγορές (**investment banking**), την μεσολάβηση για αγορά και πώληση χρηματοπιστωτικών μέσων (**market making**) με σκοπό την διατήρηση της ρευστότητάς τους, την εκτέλεση εντολών πελατών για αγορά ή πώληση χρηματοπιστωτικών μέσων στη δευτερογενή ενδο- ή εξω-χρηματιστηριακή αγορά (**dealer/broker trading**), την παροχή επενδυτικών συμβουλών σε πελάτες και την διαχείριση χαρτοφυλακίου επενδύσεων πελατών και οργανισμών (**investment advice / asset management**). Η επέκταση αυτή εν τούτοις, περιλαμβάνει και το αντίστροφο: ορισμένες μεγάλες επενδυτικές τράπεζες σήμερα χορηγούν πιστώσεις άμεσα σε επιχειρήσεις και νοικοκυριά.

Ως αποτέλεσμα της διεύρυνσης δραστηριότητας, ο όγκος συναλλαγών έχει αυξηθεί σημαντικά σε αγορές που ως πρόσφατα χαρακτηρίζονταν από μειωμένη ρευστότητα. Παραδοσιακά, τα χρηματοπιστωτικά μέσα διαχωρίζονταν σε μέσα υψηλής και μέσα χαμηλής ρευστότητας. Τα μέσα υψηλής ρευστότητας (μετοχές και κρατικά ομόλογα) μετά την έκδοσή τους αποτιμώνταν και διακινούνταν σε οργανωμένες αγορές ή σε μεγάλες εξω-χρηματιστηριακές αγορές ειδικών διαπραγματευτών, ενώ τα μέσα χαμηλής ρευστότητας (τραπεζικά δάνεια, στεγαστικά δάνεια, εταιρικοί χρεωστικοί τίτλοι, τίτλοι εταιριών σε λύση ή επιτήρηση, κλπ) μετά την έκδοσή τους διακρατούνταν από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και σπάνια (εκτός ίσως από τα 'καλά' μέσα) αποτιμώνταν και διακινούνταν στις δευτερογενείς αγορές.

Σήμερα, η διάκριση αυτή μεταξύ αγορών χαμηλής και υψηλής ρευστότητας δεν υφίσταται στον ίδιο βαθμό. Ενώ ορισμένα χρηματοπιστωτικά μέσα πράγματι δεν χαρακτηρίζονται από υψηλή ρευστότητα, εν τούτοις η τάση κατάρτισης συναλλαγών επί αυτών ακολουθεί ανοδική πορεία, η οποία γίνεται εντονότερη εφόσον τα μέσα αυτά αποτελούν αντικείμενο τιτλοποίησης. Σε περιόδους ομαλότητας των αγορών, οι επενδυτές αποτιμούν και συναλλάσσονται επί μεγαλύτερου εύρους χρηματοπιστωτικών μέσων σημαντικού κινδύνου, ενώ σε περιόδους ανωμαλίας των αγορών η ρευστότητα στις αγορές μειώνεται δραστικά, επαναφέροντας τις μεγάλες αποκλίσεις ρευστότητας μεταξύ αυτών των χρηματοπιστωτικών μέσων.

Οι εξελίξεις αυτές μεταμόρφωσαν το χρηματοπιστωτικό σύστημα με την ανάδειξη της αγοράς ως τον κύριο άξονα μεσολάβησης. Η χρηματοπιστωτική διαμεσολάβηση σήμερα βασίζεται λιγότερο στην παραδοσιακή τραπεζική δραστηριότητα και περισσότερο στις συναλλακτικές διαδικασίες της αγοράς και στην διάχυση του επενδυτικού κινδύνου. Σήμερα, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα αντιλούν τα κεφάλαιά τους όχι μόνο μέσω καταθέσεων, αλλά μέσω της αγοράς στην οποία μεταφέρουν σημαντικό τμήμα του πιστωτικού τους κινδύνου υπό τη μορφή διακινούμενων αξιολογίων βελτιώνοντας σημαντικά τους ισολογισμούς τους. Η πρακτική αυτή τους επιτρέπει να προχωρήσουν σε περαιτέρω επενδύσεις.

Δηλαδή, σημαντικό τμήμα των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων έχει μετακινηθεί από την παραδοσιακή επιχειρηματική στρατηγική "originate-and-hold" στην νέα επιχειρηματική στρατηγική "originate-and-distribute", όπως επιβεβαιώνεται από την αυξανόμενη απόκλιση μεγέθους που παρατηρείται σήμερα μεταξύ της συνολικής αξίας καταθέσεων και της συνολικής αξίας χορηγήσεων από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα προς στον μη χρηματοπιστωτικό τομέα, υποδηλώνοντας αυξημένη χρήση κεφαλαίων προερχόμενα από πηγές άλλες εκτός των καταθέσεων (funding gap).

Η συγκέντρωση χρηματοπιστωτικής δραστηριότητας έχει οδηγήσει στη διαμόρφωση μεγάλων και πολυσύνθετων χρηματοπιστωτικών οργανισμών με διαφοροποιημένες κάθετες και οριζόντιες δομές, διαφορετικές καταστατικές διατάξεις, διαφορετικές δομές επιχειρηματικών κινήτρων και περιορισμών και διαφορετικές ρυθμίσεις δραστηριότητας, ως βασικούς παράγοντες του σύγχρονου χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Η άμεση μέσω της αγοράς μεσολαβητική χρηματοπιστωτική δραστηριότητα λειτουργεί ομαλά υπό ορισμένες μόνο προϋποθέσεις. Η κεφαλαιαγορά λειτουργεί αποτελεσματικά μόνον όταν χαρακτηρίζεται από υψηλή ρευστότητα. Όταν η αγορά είναι επαρκώς ρευστή, οποιαδήποτε μεμονωμένη συναλλαγή αγοράς/πώλησης χρηματοπιστωτικών μέσων δεν επιφέρει σημαντική επίδραση στην τιμή του μέσου αυτού λόγω του υψηλού αριθμού των προθύμων αντισυμβαλλομένων στις δυο πλευρές της συναλλαγής. Η υψηλή ρευστότητα της αγοράς επίσης διασφαλίζει ότι οι επενδυτές μπορούν να καταρτίσουν συναλλαγές χωρίς καθυστέρηση ή απώλεια κεφαλαιακής αξίας λόγω της αρνητικής επίδρασης επί της τιμής ή κατάχρησης αγοράς. Είναι επομένως προφανές ότι η για οποιονδήποτε λόγο εμπλοκή στην ομαλή συναλλακτική λειτουργία των αγορών χρήματος και κεφαλαίου αποτελεί προ-στάδιο εμφάνισης κρίσης.

Στο σύγχρονο χρηματοπιστωτικό σύστημα, η διαθεσιμότητα πιστώσεων και ρευστότητας έχει επιμεριστεί σε δύο αγορές: αφενός στην αγορά της επίσημης παραδοσιακής τραπεζικής δραστηριότητας χορήγησης πιστώσεων έναντι εγγυήσεων, και αφετέρου στην άτυπη αγορά χορήγησης πιστώσεων, που περιλαμβάνει μεγάλο αριθμό άτυπων και ανεξέλεγκτων μηχανισμών δανεισμού (διαπροσωπικός δανεισμός, συνεταιριστικός δανεισμός, διεταιρικός δανεισμός, κλπ). Βεβαίως, ενώ σημαντικό ποσοστό των συνολικών χορηγούμενων πιστώσεων λιανικής και μικρών επιχειρήσεων διενεργείται μέσω της άτυπης αγοράς δανεισμού, το κύριο ποσοστό

χορηγούμενων πιστώσεων λιανικής και σχεδόν το σύνολο των πιστώσεων μεγάλων εταιριών διενεργείται μέσω της επίσημης τραπεζικής αγοράς.

Στο νέο αυτό πλαίσιο, ο επενδυτικός ρόλος των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και των μη τραπεζικών χρηματοπιστωτικών οργανισμών ενισχύθηκε, καθώς αυτά μεσολαβούν εκ μέρους των επενδυτών για την κατάρτιση επενδυτικών συναλλαγών. Οι μη τραπεζικοί οργανισμοί έλαβαν την μορφή αρχικά οργανισμών θεσμικών επενδύσεων χωρίς δανειακή επιβάρυνση (αμοιβαία κεφάλαια, ασφαλιστικά ταμεία) και αργότερα οργανισμών ανάληψης επενδυτικού κινδύνου με αυξάνουσα δανειακή επιβάρυνση (π.χ. hedge funds, private equity funds).

Έχοντας δημιουργήσει μια τεράστια βάση επενδυτών σε χρεωστικούς τίτλους, το επόμενο βήμα στην διαδικασία τραπεζικής αποδιαμεσολάβησης ήταν η διευκόλυνση της μεταφοράς στοιχείων του ενεργητικού τους που παραδοσιακά χρηματοδοτούνταν από ίδια κεφάλαια και συνεπώς εμφανίζονταν στα στοιχεία ισολογισμού των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων (εταιρικά δάνεια, στεγαστικές υποθήκες, χρέη πιστωτικών καρτών, κλπ) σε ξεχωριστές εταιρίες (ειδικού σκοπού ή επενδύσεων) που χρηματοδοτούνται από εξωτραπεζικούς παροχείς ρευστότητας, χωρίς την αντίστοιχη αναφορά στον ισολογισμό τους.

Μορφή των σύγχρονων χρηματοπιστωτικών κρίσεων

Ως συνέπεια της ταχέως διογκούμενης δραστηριότητας τραπεζικής αποδιαμεσολάβησης, οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις εμφανίζονται πλέον περισσότερο ως πρόβλημα των αγορών και λιγότερο ως πρόβλημα των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων καθαυτών. Η πιθανότητα εμφάνισης πανικού απόσυρσης καταθέσεων από τράπεζες είναι πλέον σημαντικά μικρότερη σε σχέση με το παρελθόν, και σήμερα οι κρίσεις λαμβάνουν τη μορφή συναλλακτικής εμπλοκής στην αγορά (market gridlock) (Hendricks et al, 2006). Η εμπλοκή εκφράζεται ως πρόβλημα ρευστότητας που οδηγεί σε αδυναμία κανονικής άσκησης επιχειρηματικής δραστηριότητας ή κανονικής λειτουργίας της αγοράς, οφειλόμενη στην επενέργεια πολυσύνθετων διαδικασιών και αντιθετικών δυνάμεων που είναι εγγενείς στην επιχειρηματική δραστηριότητα ή την αγορά, με αποτέλεσμα την επιβράδυνση ή/και αποτελμάτωση της αναγκαίας προσαρμογής της αγοράς.

Στο σύγχρονο χρηματοπιστωτικό σύστημα, η εμπλοκή στην αγορά μπορεί να προκληθεί, παραδείγματος χάριν, από μια απότομη πτώση στην τιμή ενός χρηματοπιστωτικού μέσου που προκαλεί εκτεταμένα και αυτοτροφοδοτούμενη ρευστοποίηση στο πλαίσιο της διογκούμενης συλλογικής βιασύνης για τη διασφάλιση της αναγκαίας ρευστότητας. Συνήθως, η απότομη πτώση τιμής ενός χρηματοπιστωτικού μέσου οδηγεί τους αντισταθμίζοντες κερδοσκόπους να λάβουν επενδυτικές θέσεις αγοράς επί του μέσου αυτού, περιορίζοντας την περαιτέρω πτώση του. Η συστημική κρίση προκύπτει μόνον όταν οι επενδυτές αυτοί είναι είτε αδύναμοι είτε μη διατεθειμένοι να προχωρήσουν σε αγορές, διότι οι ίδιες κεφαλαιακές ζημίες έχουν περιορίσει την αντισταθμιστική και ειδική διαπραγματευτική τους ικανότητα ή διότι τυχόν δομικές αποτυχίες στα συστήματα εκκαθάρισης και διακανονισμού συναλλαγών αλλά και πληρωμών έχουν καταστήσει την παρέμβασή τους δυσχερή.

Η πτώση τιμών οδηγεί όλο και περισσότερους επενδυτές σε πωλήσεις τίτλων, οδηγώντας τις τιμές τους σε συνεχώς χαμηλότερα επίπεδα. Τελικά, η πτώση τιμών μπορεί να είναι τόσο μεγάλη και επίμονη με αποτέλεσμα να μην εμφανίζονται αγοραστές, να στερεύει η ρευστότητα στις αγορές, να περιορίζεται η διαμεσολαβητική και επενδυτική δραστηριότητα των εταιριών και να επέρχεται τελικά εμπλοκή στις

αγορές. Η πορεία είναι αυτο-τροφοδοτούμενη: η μεγάλη πτώση τιμών επιφέρει κεφαλαιακές ζημίες στους επενδυτές, οδηγώντας τους σε περιορισμό της παρεχόμενης ρευστότητας στην αγορά που επιταχύνει περαιτέρω την πτώση τιμών. Η συλλογική βιασύνη παράγει την εμπλοκή αγοράς που χαρακτηρίζει τις σημερινές, εστιασμένες στην αγορά, συστημικές κρίσεις.¹

Η εμπλοκή επεκτείνεται από την αποτυχία αντισταθμιστικού συντονισμού μεταξύ των συμμετεχόντων στις διαφορετικές δια-κλαδικές και δια-συνοριακές αγορές, με αποτέλεσμα όλοι ν' αποφασίζουν ταυτοχρόνως τη μείωση της έκθεσής τους στον κίνδυνο κεφαλαιακής απώλειας, απέχοντας από χρηματοπιστωτική δραστηριότητα (εκτέλεση συναλλαγών στις αγορές, έκδοση νέων τίτλων στις πρωτογενείς αγορές, πράξεις δανεισμού τίτλων και χρημάτων, κ.λπ.). Ενώ κανένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα δεν χαρακτηρίζεται αναγκαστικά από πρόβλημα φερεγγυότητας ή περιορισμένης ρευστότητας στη φάση αυτή, κάθε ίδρυμα περιορίζει την δραστηριότητά του προσπαθώντας να προστατεύσει τα κεφάλαια και τα κέρδη του. Στο σύνολό τους, οι συνδυασμένες ατομικές αντιδράσεις των εταιριών επιφέρουν συρρίκνωση ή και κατάρρευση της χρηματοπιστωτικής δραστηριότητας. Υπό ορισμένες συνθήκες, το χρηματοπιστωτικό σύστημα μπορεί να παραλύσει και να καταστεί αδύνατο να εκτελέσει τις βασικές του λειτουργίες.

Στο σύγχρονο χρηματοπιστωτικό σύστημα, ο δανεισμός είναι αναγκαστικός και διαρκής. Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα δανείζονται κεφάλαια για να επεκτείνουν τους ισολογισμούς τους ώστε να αυξηθεί η επενδυτική τους δραστηριότητα. Υιοθετούν την στρατηγική αυτή με στόχο την αύξηση της απόδοσης των επενδυμένων ιδίων κεφαλαίων τους (σε έκταση που υπερβαίνει το κόστος δανεισμού). Ως αποτέλεσμα, σήμερα παρατηρείται ότι τα μεγάλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα χαρακτηρίζονται από τόσο υψηλό δανεισμό ώστε, προκειμένου να παραμείνουν φερέγγυα, να μην αντέχουν την πραγματοποίηση κεφαλαιακής απώλειας που υπερβαίνει συνήθως το 10% της αξίας του ενεργητικού τους. Προφανής συνέπεια του εκτεταμένου δανεισμού είναι η ανάγκη των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, αντιμετωπίζοντας απότομη πτώση τιμών, να ελέγχουν προσεκτικά τις απώλειές τους και να λαμβάνουν μέτρα περιορισμού των αναληφθέντων κινδύνων.²

Παράγοντες αυτοτροφοδότησης των σύγχρονων χρηματοπιστωτικών κρίσεων

- ¹. Η αποτυχία της αγγλικής τράπεζας Northern Rock δεν ήταν, όπως ευρέως θεωρείται, το αποτέλεσμα πανικού απόσυρσης καταθέσεων καθαυτού. Τα προβλήματα της τράπεζας επήλθαν από την εμπλοκή στη αγορά βραχυπρόθεσμων δανείων από την οποία εξαρτώνταν για τη χρηματοδότησή της. Οι σειρές αναμονής για την απόσυρση καταθέσεων σχηματίστηκαν μόνο μετά την αποτυχία που προκάλεσε η εμπλοκή.
- ². Πράγματι, ο δανεισμός δημιουργεί κίνητρο άμεσης ρευστοποίησης των χρηματοπιστωτικών επενδύσεων του ενεργητικού των οποίων η τιμή μειώνεται, ιδιαίτερα δε εάν προβλέπεται περαιτέρω πτώση της τιμής αυτής. Για παράδειγμα, εάν ένα ίδρυμα έχει στον ισολογισμό του λόγο ξένων προς ίδια κεφάλαια 10:1, τότε η πραγματοποίηση κεφαλαιακής απώλειας έστω και 1% στην αξία των χρηματοοικονομικών επενδύσεων του θα επιφέρει απώλεια 10% στην συνολική κεφαλαιοποίησή του. Δηλαδή, ευρεία ρευστοποίηση των εν λόγω χρηματοοικονομικών επενδύσεων παράλληλα και πολλά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα οδηγεί τις τιμές τους σε χαμηλότερα επίπεδα επιφέροντας περαιτέρω κεφαλαιακή ζημία στο ίδρυμα αυτό

Η ένταση και μετάδοση των χρηματοπιστωτικών κρίσεων έχει μακροοικονομικό χαρακτήρα. Η ανάληψη χρηματοπιστωτικών κινδύνων συνδέεται με επενδυτικές ενέργειες ατομικών εταιριών που έχουν τη μορφή εξωτερικών επιδράσεων: δηλαδή έχουν κόστος και οφέλη για το σύνολο της κοινωνίας, που δεν εντάσσεται στους υπολογισμούς του κάθε ιδιώτη επενδυτή, ούτε αποτιμάται στην αγορά.³ Μια μεγάλη αποτυχία αγοράς επιβάλλει οικονομικό κόστος στην κοινωνία, που είναι πολύ μεγαλύτερου αυτού που υπέστησαν οι επενδυτές ατομικά. Σε μια οικονομία όπου υπάρχουν σημαντικές εξωτερικές επιδράσεις, οι ανταγωνιστικές αγορές είναι κοινωνικά αναποτελεσματικές. Το έργο της δημόσιας πολιτικής, στην προκειμένη περίπτωση της ρυθμιστικής παρέμβασης, είναι η προσπάθεια μετριασμού της αναποτελεσματικότητας αυτής (Alexander et. 2007).

Οι χρηματοπιστωτικές εξωτερικές επιδράσεις είναι ιδιαίτερα ισχυρές γιατί μεταδίδονται μακροοικονομικά. Οι χρηματοπιστωτικές αγορές είναι αγορές αποθεμάτων για τρέχοντα ή μελλοντικά στοιχεία του ενεργητικού επιχειρήσεων, η αξία των οποίων σήμερα εξαρτάται από τις προσδοκίες για τη μελλοντική τους αξία. Στο βαθμό που οι προσδοκίες είναι σε επαρκή βαθμό κοινά αποδεκτές, οποιοσδήποτε παράγοντας που οδηγεί σε γενική μεταβολή της μελλοντικής τους αξίας έχει άμεσο αντίκτυπο στις χρηματοπιστωτικές αγορές, καθώς και στις σημαντικές μακροοικονομικές μεταβλητές, όπως το επιτόκιο και η συναλλαγματική ισοτιμία.

Συνεπώς, η οικονομική αποτυχία μίας και μόνο επιχείρησης μπορεί, επηρεάζοντας τις προσδοκίες, να έχει επιδράσεις όχι μόνο στις επιχειρήσεις με τις οποίες συναλλάσσεται άμεσα, ή έστω στις επιχειρήσεις που παράγουν παρόμοια προϊόντα, αλλά επίσης, μέσω της μεταβολής προσδοκιών, στις χρηματοπιστωτικές αγορές ως σύνολο, και στη συνέχεια, μέσω του επιτοκίου ή της συναλλαγματικής ισοτιμίας, στην πραγματική οικονομία στο εσωτερικό και στο εξωτερικό.

Ωστόσο, όπως επεσήμανε ο Keynes (1936), παρά την παρουσία εξωτερικών επιδράσεων με υψηλό μεταδοτικό χαρακτήρα, μια ιδιαιτερότητα των προσδοκιών της αγοράς είναι ότι μπορούν να είναι εξαιρετικά σταθερές ή γαλήνιες για σημαντικές χρονικές περιόδους, ακόμη και εάν οι υποκείμενες συνθήκες στην πραγματική οικονομία είναι ενδεχομένως αποφασιστικά δυσμενείς. Περίοδοι ηρεμίας των αγορών, χαρακτηριζόμενες από σταθερές προσδοκίες και εμπιστοσύνη της αγοράς, μπορούν να διατηρούν την ψευδαίσθηση ότι οι χρηματοπιστωτικές αγορές αληθινά αντικατοπτρίζουν μια ισχυρή πραγματική οικονομία. Η θραύση της ψευδαίσθησης αυτής μπορεί να είναι καταστροφική για τις αγορές και την οικονομία.

Οι αγορές είναι εύλογα σταθερές και ρευστές μόνο εφόσον χαρακτηρίζονται από μεγάλο εύρος συμμετεχόντων με ετερογενείς αντιλήψεις και στόχους (Persaud, 2000, 2003). Μια αγορά είναι ρευστή όταν οι αγοραστές ευρέως ισορροπούνται από τους πωλητές. Οι αγορές γίνονται μη ρευστές όταν οι ενέργειες αγοραστών και πωλητών ομοιογενοποιούνται, ειδικά στις περιπτώσεις όπου όλοι θέλουν να πωλήσουν.⁴

³. Βεβαίως στο σημείο αυτό γίνεται αναφορά στον συστημικό χαρακτήρα του προβλήματος χωρίς να υποτιμώνται άλλες αποτυχίες αγοράς που επίσης αποτελούν ζήτημα δημόσιας πολιτικής, όπως η ασυμμετρία πληροφόρησης μεταξύ παρόχων και χρηστών κεφαλαίων, που αποτελεί κίνητρο προστασίας των επενδυτών και δανειοληπτών.

⁴. Μια αγορά που έχει 2 επενδυτές, ένας εκ των οποίων θέλει να πωλήσει και ο άλλος θέλει να αγοράσει είναι περισσότερο ρευστή σε σχέση με

Η φιλελευθεροποίηση και διεθνοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών που έχει λάβει χώρα κατά τη διάρκεια των τελευταίων 30 ετών έχουν επιφέρει συρρίκνωση της ετερογένειας αντιλήψεων και ενεργειών στις σύγχρονες αγορές. Η υιοθέτηση κοινών χρηματοοικονομικών στόχων και αναλυτικών μεθοδολογιών, η ανάπτυξη κοινών οργανωτικών-θεσμικών δομών και η χρήση κοινών πληροφοριών τείνουν να εξαφανίσουν την διαφοροποίηση αντιλήψεων μεταξύ των συμμετεχόντων στις αγορές, επιτρέποντας την μεγάλη αύξηση των διατομεακών συσχετίσεων διακύμανσης τιμών των χρηματοπιστωτικών μέσων (ειδικά σε περίοδο χρηματιστηριακής πτώσης) με τρόπους που ήταν αδύνατοι στο παρελθόν.

Η φιλελευθεροποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών έχει επιπλέον επιφέρει αυξανόμενη επαγγελματικοποίηση της χρηματοοικονομικής διαχείρισης και εκτενή συγκέντρωση μεγέθους των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων (BIS, 1998, ch. V). Πολλοί επαγγελματίες επενδυτές ακολουθούν το γνωστό θεσμικό δόγμα ότι «είναι καλύτερο για τη φήμη διαχειριστή να αποτύχει συμβατικά από το να επιτύχει αντισυμβατικά» (Keynes 1936, σ. 158). Έτσι, οποιεσδήποτε και να είναι οι επενδυτικές προτιμήσεις του ιδιώτη επενδυτή, η τάση σύγκλισης των επαγγελματικών ή συμβατικών στρατηγικών διαχείρισης από τους σύγχρονους θεσμικούς επενδυτές που διαχειρίζονται συλλογικά τα κεφάλαια των ατομικών επενδυτών ομογενοποιεί την επενδυτική αντίληψη στην αγορά. Επιπλέον, η διόγκωση της επαγγελματικής επένδυσης συνοδεύεται από αύξηση της επαγγελματικής παραγωγής, επεξεργασία και διάχυση πληροφοριών που ενισχύουν το περιβάλλον ομοιογένειας.

Η συγκέντρωση μεγέθους στην παροχή υπηρεσιών διαμεσολάβησης αποτελεί επίσης σημαντικό παράγοντα ομογενοποίησης (Group of Ten, 2001, IMF 2004). Το μεγαλύτερο μέρος των χρηματοοικονομικών επενδύσεων σήμερα τελεί υπό τη διαχείριση τεραστίων συλλογικών επενδυτικών σχημάτων χαμηλότερου ή υψηλότερου κινδύνου, ασφαλιστικών-συνταξιοδοτικών κεφαλαίων, ασφαλιστικών εταιριών, κ.λπ. Τα κεφάλαια αυτά διακινούνται κλειδωμένα σε πολύπλοκα σύνολα (μαζικές συναλλαγές χονδρικής-OTC, τιτλοποιημένες χρηματοοικονομικές απαιτήσεις, έτοιμα πακεταρισμένα επενδυτικά προϊόντα, κ.λπ.) με αποτέλεσμα να τείνουν να ομογενοποιούν περαιτέρω τις προηγουμένως διαφοροποιημένες αγορές.

Καθώς η συγκέντρωση μεγέθους στην παροχή υπηρεσιών διαμεσολάβησης προχωρά, οι διαδικασίες διαχείρισης κινδύνων αποκτούν κοινά χαρακτηριστικά σε όλο το εύρος παρεχόμενων υπηρεσιών των εταιριών του χρηματοοικονομικού τομέα: τραπεζικές, επενδυτικές και ασφαλιστικές υπηρεσίες, υπηρεσίες επαγγελματικής διαχείρισης.⁵ Ενώ παλαιότερα οι τεχνικές διαχείρισης κινδύνων είχαν κυρίως γενικό δια-τομεακό χαρακτήρα, σήμερα τείνουν αυξανόμενα να έχουν συγκεκριμένο εταιρικό χαρακτήρα, εφαρμοζόμενες κατ' επέκταση και ομοίωση σε κάθε άλλον

μια αγορά που έχει 1.000 επενδυτές όλοι εκ των οποίων θέλουν να πωλήσουν ή να αγοράσουν. Η δεύτερη είναι μεγαλύτερη, αλλά ρηχότερη.

⁵. Οι τεχνικές διαχείρισης κινδύνου στηρίζονται στην χρήση στατιστικών και μαθηματικών μεθόδων ανάλυσης διακυμάνσεων και συν-διακυμάνσεων μεταξύ τιμών αγοράς και άλλων σχετικών μεταβλητών. Η ανάλυση χρησιμοποιείται για την εκτίμηση της ικανότητας ενός χρηματοπιστωτικού ιδρύματος να λειτουργεί με ασφάλεια σε διαφορετικούς συνδυασμούς χρηματοοικονομικής διάρθρωσης ενεργητικού και δανειακής επιβάρυνσης. Οι στρατηγικές διαχείρισης κινδύνων παίζουν κριτικό ρόλο στην διαμόρφωση της συμπεριφοράς των επενδυτικών σε μεταβολές των συνθηκών αγοράς.

διαφορετικό τομέα επιχειρηματικής δραστηριότητας, στο πλαίσιο μιας υπόρητης αντίληψης ότι εάν ενθαρρυνθεί η υιοθέτηση καλής συμπεριφοράς σε εταιρικό επίπεδο, το χρηματοπιστωτικό σύστημα συνολικά αναπόφευκτα θα αυτο-προστατευτεί. Οι σύγχρονες τεχνικές διαχείρισης κινδύνου αναπόφευκτα οδηγούν τις εταιρίες στην διατήρηση χαρτοφυλακίου επενδύσεων που, σε περιόδους ομαλότητας των αγορών, απολαμβάνουν υψηλές προσδοκώμενες αποδόσεις, χαμηλή μεταβλητότητα τιμών, και χαμηλές συσχετίσεις τιμών με άλλα χρηματοπιστωτικά μέσα. Δηλαδή, η σύνθεση χαρτοφυλακίου επενδύσεων που εμφανίζει δεδομένα χαρακτηριστικά υιοθετείται ευρέως από πολλούς επενδυτές.

Υποθέστε, εντούτοις, ότι η μεταβλητότητα τιμής ενός δεδομένου χρηματοπιστωτικού μέσου που είναι τμήμα του χαρτοφυλακίου αυτού αυξάνεται αισθητά για κάποιον εξωγενή λόγο. Η άνοδος της μεταβλητότητας τιμής του μέσου αυτού θα αναγκάσει τα ευρέως υιοθετούμενα εσωτερικά υποδείγματα υπολογισμού κινδύνων των εταιριών να επισημάνουν την αναγκαία μείωση του κινδύνου αυτού, η οποία επιτυγχάνεται καλύτερα με την πώληση των χρηματοπιστωτικών μέσων που εμφανίζουν υψηλή μεταβλητότητα τιμής. Καθώς οι επενδυτές που έχουν υιοθετήσει τη δεδομένη σύνθεση χαρτοφυλακίου χρηματοπιστωτικών μέσων προσπαθούν όλοι να πωλήσουν συγχρόνως τα ίδια ακριβώς χρηματοπιστωτικά μέσα, η χρηματοπιστωτική αστάθεια αυξάνεται περαιτέρω και επεκτείνεται σε άλλα χρηματοπιστωτικά μέσα, οδηγώντας σε αυξημένες συσχετίσεις μεταβλητότητας τιμών, αναγκάζοντας τα υποδείγματα υπολογισμού κινδύνου να επισημάνουν μια περαιτέρω μείωση κινδύνου μέσω γενικευμένων πωλήσεων. Οι προηγουμένως μη συσχετισμένες τιμές μεταξύ διαφορετικών χρηματοπιστωτικών μέσων τώρα συσχετίζονται αυξανόμενα, οδηγώντας σε γενική ρευστοποίηση, ενισχυόμενη από την ανάλογη – με βάση τα σήματα των κατ' ουσία ομοίων υποδειγμάτων υπολογισμού κινδύνων – συμπεριφορά άλλων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, η οποία λαμβάνει την μορφή σωρευόμενης μεταδοτικής ασθένειας σε όλο το χρηματοπιστωτικό σύστημα. Η προσπάθεια μείωσης του κινδύνου επιφέρει αντιθέτως άνοδο αυτού και πτώση τιμών. Οι αγορές όχι μόνο δεν αυτο-σταθεροποιούνται, αλλά απο-σταθεροποιούνται και ο μόνος τρόπος να βραχυκυκλωθεί η συστημική κατάρρευση είναι η εξωγενής παρέμβαση του κράτους, το οποίο χρησιμοποιεί το χρήμα των φορολογουμένων για την αγορά των χρηματοπιστωτικών μέσων, θέτοντας τέλος στην πτώση της τιμής τους (Laganá et al. 2006).

Η συμπεριφορά μαζικής ρευστοποίησης τίτλων ενισχύεται από την ισχύ κανόνων λογιστικής παρουσίασης που επιβάλουν την αποτίμηση κεφαλαιακών στοιχείων που κατηγοριοποιούνται ως εμπορεύσιμοι ή διαθέσιμοι προς πώληση επενδυτικοί τίτλοι σε τρέχουσες τιμές αγοράς (mark-to-market) (σε αντίθεση με τα στοιχεία που κατηγοριοποιούνται ως διακρατούμενα μέχρι την ωριμότητά τους τα οποία αποτιμώνται στο ιστορικό τους κόστος), με αποτέλεσμα οι κεφαλαιακές ζημίες να εμφανίζονται άμεσα στα οικονομικά αποτελέσματα και στα εποπτικά ίδια κεφάλαια των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, οδηγώντας τελικά σε πτωτική αναθεώρηση της πιστοληπτική τους διαβάθμισης, η οποία επιδεινώνει περαιτέρω το αρνητικό κλίμα.

Δηλαδή, ενώ σε περιόδους ομαλότητας των αγορών, τα υποδείγματα διαχείρισης κινδύνου μπορούν να καλύψουν ευρύ φάσμα ετερογενούς επενδυτικής συμπεριφοράς, σε περιόδους ανωμαλίας των αγορών τα υποδείγματα αυτά ενθαρρύνουν τις εταιρίες να ενεργήσουν απαρέγκλιτα ως 'αγέλη', αυτο-κατευθυνόμενες ομαδικά στην άκρη του γκρεμού (Persaud, 2000). Δοθέντος ότι τα υποδείγματα διαχείρισης κινδύνου στηρίζονται όλα στην επιδίωξη όμοιων στόχων (μείωση απαιτούμενων κεφαλαίων) με βάση όμοιες πληροφορίες (δημόσιες διαβαθμίσεις πιστοληπτικής

ικανότητας, τρέχουσες τιμές αγοράς), καμία τεχνική βελτίωσή τους δεν μπορεί να αποτρέψει την πορεία προς τον γκρεμό.

Η αυξανόμενη ομογενοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών ενισχύεται περαιτέρω - με ενδεχομένως εντονότερες αποσταθεροποιητικές συνέπειες - από την στρατηγική επενδυτική συμπεριφορά των συμμετεχόντων της αγοράς. Ο Keynes (1936) συνέλαβε την ουσία της στρατηγικής επενδυτικής συμπεριφοράς στις χρηματοπιστωτικές αγορές στη διάσημη αναλογία της με ένα παιχνίδι διαγωνισμού ομορφιάς. Στον διαγωνισμό του Keynes, η ομορφιά δεν είναι αντικειμενική στο μάτι του θεατή, αλλά το παιχνίδι κερδίζεται από εκείνους που μπορούν ακριβώς να αξιολογήσουν σωστά αυτό που οι άλλοι σκέφτονται υποκειμενικά ότι είναι όμορφο.

Στις χρηματοπιστωτικές αγορές, η γνώση αυτού που οι άλλοι πιστεύουν είναι το κλειδί στη γνώση της συμπεριφοράς των αγορών. Η αγορά καθοδηγείται από την πεποίθηση των συμμετεχόντων σχετικά με αυτό που η μέση άποψη θεωρεί ότι η μέση άποψη θεωρεί, κλπ. Δηλαδή, ο καλός επενδυτικός κερδοσκόπος στην αγορά είναι αυτός που μαντεύει σωστά πως η μέση γνώμη σκέφτεται ότι η μέση γνώμη θα σκεφθεί. Μόλις η στρατηγική συμπεριφορά ληφθεί υπόψη, τότε, ακόμη και στα απλοποιημένα υποδείγματα υπολογισμού κινδύνων, οι τιμές μπορούν να παρουσιαστούν ως συστηματικά παρεκκλίνουσες από τα επίπεδα που θεωρούνται ως ανταγωνιστικές τιμές αγοράς (Persaud 2003). Ομοίως, η 'φούσκες τιμών' παράγονται από την ίδια συμπεριφορά (Allen et al, 2006).

Δεν είναι δύσκολο να διαπιστώσει κανείς ότι η ομογενοποίηση αλληλεπιδρά και ενθαρρύνει τη στρατηγική επενδυτική συμπεριφορά. Δεδομένου ότι οι αγορές χαρακτηρίζονται από αυξανόμενη ομοιογένεια, οι επαγγελματίες διαμεσολαβητές γίνονται όλο και περισσότερο ενήμεροι για την αλληλεξάρτηση των ενεργειών τους. Ο μεταβαλλόμενος χαρακτήρας των χρηματοπιστωτικών αγορών έχει οδηγήσει σε μεγαλύτερη ομογενοποίηση της στρατηγικής συμπεριφοράς, ειδικά σε περιόδους ανωμαλίας των αγορών.

Αντιθέτως, η ετερογένεια επενδυτικής συμπεριφοράς ενισχύεται από την γενικευμένη πεποίθηση στην σταθερότητα των αγορών. Όταν η μέση άποψη θεωρεί ότι η μέση άποψη θεωρεί ότι οι αγορές είναι σταθερές, η πεποίθηση αυτή γίνεται συμβατική συνθήκη, η οποία δημιουργεί και διατηρεί την ετερογενή επενδυτική συμπεριφορά. Στο πλαίσιο αυτό, η δύναμη των σταθερών προσδοκιών είναι μεγάλη: η σταθερότητα στην προσδοκώμενη μεταβολή των χρηματιστηριακών τιμών καθορίζει την τελική διακύμανση των τρεχουσών τιμών. Όταν όμως η γενικευμένη πεποίθηση στην σταθερότητα των αγορών παύσει, τότε έρχεται η πλημμύρα.

Η τρέχουσα κρίση είναι το αποτέλεσμα της υιοθέτησης ομοιογενούς συμπεριφοράς στις διεθνείς αγορές: όλοι οι επενδυτές ζητούσαν εναλλακτικές επενδύσεις αυξημένης απόδοσης έναντι υψηλότερου κινδύνου, τις οποίες όλοι προτρέπονταν (και τελικά επέλεξαν) να χρηματοδοτήσουν μέσω αυξημένου δανεισμού, όλα τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα δημιουργούσαν και προσέφεραν ανταγωνιστικά νέα καινοτομικά επενδυτικά προϊόντα υψηλής απόδοσης έναντι υψηλής πολυπλοκότητας και αδιαφάνειας, και τελικά ο έντονος ανταγωνισμός μεταξύ όλων των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων για την διάθεση των σύνθετων αυτών χρηματοπιστωτικών μέσων που ακολούθησε, οδήγησαν συνολικά στην εμφάνιση και διάρκεια της τρέχουσας κρίσης ως αποτέλεσμα ενός πολύπλοκου συνδυασμού αυθαίρετων αποτιμήσεων και κεφαλαιακών ζημιών που προκλήθηκαν από τα συνεχιζόμενα προβλήματα ρευστότητας στις αγορές, που είχαν πρωτοεμφανιστεί στην αγορά στεγαστικής πίστης μειωμένης εξασφάλισης των ΗΠΑ.

Είναι βεβαίως εύκολο να κατηγορηθούν εκείνοι που δημιούργησαν και διέθεσαν τις τιτλοποιήσεις ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης ως αμελείς και εσκεμμένα απατεώνες στη διαδικασία αναδοχής των τίτλων αυτών, ή εκείνοι που συσκέυασαν και αποτίμησαν τα πακέτα ενυπόθηκων τίτλων για την μη καταβολή της δέουσας επιμέλειας, αλλά και εκείνοι που αναδιάρθρωσαν τα χαρτοφυλάκιά τους για ανευθυνότητα στην αξιολόγηση του ενεχόμενου κινδύνου τους. Εντούτοις, είναι δύσκολο να αποδοθεί ευθύνη σε μια συγκεκριμένα κατηγορία επαγγελματιών έναντι άλλης ή έναντι όλων όσων είχαν αναμιχθεί στη διαδικασία.

Εκείνοι που είχαν αναμειχθεί στα πρώτα στάδια της αλυσίδας δεν επρόκειτο ποτέ να αναλάβουν τον τελικό κίνδυνο, ενώ εκείνοι που αναμείχθηκαν στα τελευταία στάδια της αλυσίδας δεν ήξεραν ποιος ήταν τελικά ο κίνδυνος. Οι εποπτικές αρχές αποδείχθηκαν ανεπαρκώς προετοιμασμένες, καθώς είχαν αποδεχθεί ότι η εφαρμοζόμενη προσέγγιση στη διαχείριση συστημικού κινδύνου που απορρέει από την χρήση εσωτερικών υποδειγμάτων υπολογισμού κινδύνου και η διαβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων επαρκούσαν για την αποτίμηση της ευαισθησίας κινδύνου στο νέο περιβάλλον της απότομης ανόδου δραστηριότητας στην παραγωγή και διάθεση σύνθετων χρηματοπιστωτικών μέσων μειωμένης εξασφάλισης. Ενθαρρυντικές χρηματοοικονομικές συνθήκες και ταχεία χρηματοοικονομική καινοτομία οδήγησαν στην υπερβολή, με τις οποιεσδήποτε ευεργετικές συνέπειες της υπερχειλίσις της χρηματοοικονομικής δημιουργικότητας να βαλτώνουν, τουλάχιστον προσωρινά, από το επίπονο ξετύλιγμα της μη συνειδητής και ενίοτε παραπλανητικής πιστωτικής επέκτασης.

Δημόσια Παρέμβαση για την Αποτροπή Συστημικού Κινδύνου και κρίσεων

Η ανάληψη χρηματοοικονομικού κινδύνου είναι αντικείμενο ανησυχίας για τους ασκούντες δημόσια πολιτική διότι οι ενέργειες ανάληψης κινδύνων δημιουργούν *εξωτερικές επιδράσεις* στην οικονομία, δηλαδή σημαντικού κόστους κινδύνους που επιβάλλονται σε όλη την κοινωνία, οι οποίοι όμως δεν προϋπολογίζονται από τον ατομικό επενδυτή, ούτε αποτιμώνται από την αγορά. Σε μια οικονομία όπου υπάρχουν σημαντικές εξωτερικές επιδράσεις, οι ανταγωνιστικές αγορές καθίστανται ανεπαρκείς μηχανισμόί αποτίμησης κινδύνου και διαμόρφωσης ανταγωνιστικών τιμών.

Στο πλαίσιο αυτό, ο στόχος της δημόσιας πολιτικής (υπό την έννοια της ρύθμισης της χρηματοοικονομικής δραστηριότητας) είναι ο περιορισμός αυτών των ανεπαρκειών αγοράς. Στο χρηματοοικονομικό σύστημα υπάρχουν και άλλες αποτυχίες αγοράς, όπως η ασυμμετρία στην αποκάλυψη και χρήση πληροφοριών από τους παρόχους χρηματοοικονομικών υπηρεσιών (τράπεζες, εταιρίες παροχής επενδυτικών υπηρεσιών) στους χρήστες των υπηρεσιών αυτών (δανειολήπτες, επενδυτές).

Ο ρόλος της κεντρικής τράπεζας

Η αντιμετώπιση του συστημικού κινδύνου που ενέχεται στην παραδοσιακή μεσολαβητική δραστηριότητα των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων λαμβάνει χώρα μέσω της εφαρμογής μέτρων από την κεντρική τράπεζα, όπως:

- η άσκηση ελέγχου επί του συνολικού επιπέδου χορηγήσεων από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, το μέγεθος των οποίων επιτρέπει σε αυτά να επηρεάσουν, μέσω του πολλαπλασιαστή πιστώσεων, το συνολικό επίπεδο ρευστότητας στο χρηματοπιστωτικό σύστημα,

- η άσκηση ρυθμιστικού ελέγχου επί του κινδύνου που ενέχεται στην υπερβάλλουσα χορήγηση δανείων,
- η απαίτηση αύξησης των στοιχείων ενεργητικού ή των ιδίων κεφαλαίων ή/και μείωσης των καταθέσεων όψεως στο παθητικό των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων,
- η ενεργοποίησή της ως χορηγός ρευστότητας έσχατης ανάγκης (*lender of last resort*) σε συνδυασμό με την ενεργοποίηση του κράτους ως εγγυητή καταθέσεων,
- η χορήγηση πιστώσεων έσχατης ανάγκης άμεσα σε μεμονωμένα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (ή και σε άλλες εταιρίες, ανάλογα με το καταστατικό της κεντρικής τράπεζας) που αντιμετωπίζουν βραχυχρόνιο πρόβλημα ρευστότητας, και
- η άσκηση αποφασιστικής πειθούς επί των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων να συμπλεύσουν σε μια ομαδική προσπάθεια ενίσχυσης της ρευστότητας στην αγορά, η οποία θα έχει περισσότερα συνολικά οφέλη για κάθε ένα εξ αυτών ατομικά.

Η κατάλληλη άσκηση των βασικών αυτών μέτρων είναι επαρκώς αποτελεσματική και η ανακοίνωση της ενεργοποίησής τους από μόνη της είναι ικανή – δοθείσης της αξιοπιστίας της κεντρικής τράπεζας – να τονώσει την ρευστότητα στην αγορά. Βεβαίως, η ενεργοποίηση των μέτρων αυτών πρέπει να είναι προσεκτική ώστε τα προτρεπόμενα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και φορείς αγοράς να μην βασίζονται υπέρμετρα την διασφάλιση της φερεγγυότητάς τους στην παρέμβαση της κεντρικής τράπεζας αλλά στη βελτίωση της ίδιας διαχειριστικής ικανότητας και διακυβέρνησής τους.

Η δυνατότητα χορήγησης πιστώσεων έσχατης ανάγκης αποτελεί από τις σημαντικότερες λειτουργίες της κεντρικής τράπεζας. Στον ρόλο τους αυτόν, οι κεντρικές τράπεζες τυπικά έχουν την αρμοδιότητα χορήγησης βραχυπρόθεσμης ρευστότητας στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα έναντι κατάλληλων ρητρών χρήσης της ρευστότητας (ώστε να μην διατίθεται για την χρηματοδότηση τρέχουσας πιστωτικής δραστηριότητας) και έναντι κατάθεσης εγγυήσεων υπό την μορφή δέσμευσης χρηματοοικονομικών απαιτήσεων ή χρηματοπιστωτικών μέσων υψηλής ρευστότητας (αποτιμώμενες σε προ της κρίσης τιμές). Προκειμένου να λάβει απόφαση χορήγησης ρευστότητας, η κεντρική τράπεζα πρέπει να αξιολογήσει το ίδρυμα που έχει ανάγκη την ρευστότητα. Η συνήθης ιστορικά πρακτική για τις κεντρικές τράπεζες ήταν να δανείζουν ελεύθερα έναντι εγγυήσεων χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που θεωρούνται ότι αντιμετωπίζουν βραχυχρόνιο πρόβλημα ρευστότητας και όχι θεμελιώδες πρόβλημα φερεγγυότητας.

Σήμερα, έστω και εάν το συνολικό ειδικό βάρος των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων στο χρηματοπιστωτικό σύστημα έχει μειωθεί, τα μεγάλα ιδρύματα παραμένουν αρκούντως σημαντικά με αποτέλεσμα η τυχόν διάρρηξη της ομαλής τους λειτουργίας θα μπορούσε να αποτελέσει παράγοντα συστημικού κινδύνου λόγω των ακόλουθων χαρακτηριστικών τους (*Hendricks et al, 2006, Berger and Udell, 2004*):

- εμφανίζουν υψηλό βαθμό δανειακής επιβάρυνσης, με λόγο ιδίων προς ξένα κεφάλαια μεταξύ 5% και 10%.
- συνεχίζουν να εμφανίζουν υψηλά ποσοστά βραχυπρόθεσμων καταθέσεων όψεως στο παθητικό του ισολογισμού τους που δύναται να αποτελέσουν αντικείμενο άμεσης απόσυρσης,
- εμφανίζουν μεγάλο εύρος και συνθετότητα χρηματοοικονομικής δραστηριότητας αλλά και οργανωτικής και νομικής διάρθρωσης που καθιστούν την εξωτερική αξιολόγηση (π.χ. από *credit rating agencies*) της χρηματοοικονομικής τους κατάστασης δύσκολη και θέτουν σημαντική ζητήματα αποτελεσματικής διακυβέρνησής τους,

- εμφανίζουν σημαντικά πιστωτικά ανοίγματα μεταξύ τους λόγω συναλλαγών στην διατραπεζική αγορά, στην εξωχρηματοπιστηριακή αγορά (OTC) παραγώγων, και στα συστήματα πληρωμών, εκκαθάρισης και διακανονισμού συναλλαγών,
- εμφανίζουν αυξημένη ευαισθησία δραστηριότητας και κερδοφορίας στις κυκλικές διακυμάνσεις της οικονομίας αλλά και αυξημένη μυωπία στη διαδικασία χορήγησης πιστώσεων, τείνοντας να μην διδάσκονται από την (αρνητική) εμπειρία του παρελθόντος και να συνεχίζουν την χορήγηση κακών δανείων (motto: "bad loans are made in good times"), και
- εμφανίζουν αυξημένους νομικούς, ρυθμιστικούς και λειτουργικούς κινδύνους λόγω της υψηλού κινδύνου και ενίοτε ανεξέλεγκτης επενδυτικής δράσης στελεχών τους.

Τα παραπάνω χαρακτηριστικά και η εξέλιξη της τρέχουσας χρηματοπιστωτικής κρίσης δημιούργησαν νέες προκλήσεις στον ρόλο των κεντρικών τραπεζών ως χορηγών ρευστότητας έσχατης ανάγκης, που σχετίζονται τόσο με την ρευστότητα αγοράς (market liquidity) όσο και την ρευστότητα αναχρηματοδότησης (funding liquidity) (Davis, 2008). Η απόσυρση των εμπορικών τραπεζών από την δραστηριότητα της διατραπεζικής αγοράς και των θεσμικών επενδυτών από τις συναλλαγές στην αγορά χρήματος ανάγκασε τις κεντρικές τράπεζες να αναλάβουν τον ρόλο του αντισυμβαλλομένου στις αγορές, εκτείνοντας το εύρος των χρηματοπιστωτικών μέσων που αποδέχονται ως εγγυήσεις. Η εξέλιξη αυτή έθεσε σε νέα βάση το ζήτημα του παραδοσιακού ρόλου των κεντρικών τραπεζών ως χορηγοί ρευστότητας έσχατης ανάγκης και του ρόλου του κράτους ως εγγυητή καταθέσεων, όπου ο πρώτος ρόλος ασκείται σε περιπτώσεις προσωρινής έλλειψης ρευστότητας χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων που συνεχίζουν την δραστηριότητά τους, ενώ ο δεύτερος ασκείται σε περιπτώσεις αφερεγγυότητας και πτώχευσης των ιδρυμάτων. Η τρέχουσα κρίση ανέδειξε με σαφήνεια αφενός την *de facto* άρση της διάκρισης αυτής και αφετέρου την ανταγωνιστική συνύπαρξη των δύο ρόλων: η άσκηση του ρόλου του χορηγού πιστώσεων έσχατης ανάγκης σε ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα έναντι πολύ καλής ποιότητας εγγυήσεων επιτρέπει, σε περίπτωση αφερεγγυότητας και πτώχευσης του ιδρύματος αυτού, μόνο κακής ποιότητας διαθέσιμων εγγυήσεων (και συνεπώς κεφαλαίων από την εκποίησή τους) για τους καταθέτες, τους εγγυητές καταθέσεων και τους πιστωτές (Goodhart, 1988, OECD 2008e).

Πέραν του ρόλους τους ως διαμορφωτές νομισματικής πολιτικής και ως χορηγοί πιστώσεων έσχατης ανάγκης, οι κεντρικές τράπεζες ασκούν επίσης τον ρόλο του επόπτη των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Η τρέχουσα κρίση έχει δείξει ότι στο ρόλο αυτόν, οι κεντρικές τράπεζες απέτυχαν. Πράγματι, λαμβανομένου υπόψη ότι σε περιόδους ανωμαλίας των αγορών, τα εσωτερικά υποδείγματα διαχείρισης κινδύνου ενθαρρύνουν τα εποπτευόμενα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να ενεργήσουν ως 'αγέλη', αυτοκατευθυνόμενα ομαδικά στην άκρη του γκρεμού, οι κεντρικές τράπεζες βρίσκονται σε δύσκολη θέση διότι βασίστηκαν στην αυτο-εποπτική (αν)αποτελεσματικότητα των εσωτερικών αυτών υποδειγμάτων. Παράλληλα το πλαίσιο που διέπει την άσκηση της εποπτικής τους δραστηριότητας ανταποκρίθηκε στην πρόκληση κυρίως μέσω της περαιτέρω απελευθέρωσης και 'ρυθμιστικής εναρμόνισης' των χρηματοπιστωτικών αγορών, απαιτώντας ότι όλοι οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί ακολουθήσουν την ίδια ρυθμιστική πολιτική (π.χ. διατήρηση ίδιων κεφαλαιακών απαιτήσεων για κάθε κατηγορία κινδύνων, ίδιων οργανωτικών και λειτουργικών απαιτήσεων για κάθε κατηγορία υπηρεσιών, ίδιων απαιτήσεων διαφάνειας για κάθε κατηγορία χρηματοπιστωτικών μέσων ή συναλλαγών, ίδιων προτύπων χρηματοοικονομικής πληροφόρησης, κλπ), επιτείνοντας τελικά την ομογενοποίηση συμπεριφοράς των αγορών.

Η αδυναμία των εσωτερικών υποδειγμάτων έχει μια τεχνική και μια φιλοσοφική διάσταση (Persaud, 2007).⁶ Η τεχνική διάσταση περιλαμβάνει το γεγονός ότι τα υποδείγματα αυτά λειτουργούν με βάση την προϋπόθεση ότι ο κάθε χρήστης τους είναι ο μοναδικός που κάνει χρήση αυτών. Η προϋπόθεση αυτή ίσχυε στην εποχή του συστήματος Bretton Woods όπου υπήρχαν έλεγχοι κεφαλαίων και εγχώριοι κερματισμοί αγορών, αλλά δεν ισχύει σήμερα. Σήμερα, οι συμμετέχοντες στις αγορές όλου του πλανήτη έχουν τα ίδια στατιστικά δεδομένα στους Η/Υ τους, τις ίδιες πληροφορίες αποδόσεων χρηματοπιστωτικών μέσων και τις μεταξύ τους

⁶ . Μπορεί να αναρωτηθεί κανείς εάν τα προβλήματα των εσωτερικών υποδειγμάτων υπολογισμού κινδύνου μπορούν να κατανοηθούν απλώς με βάση τις συνήθειες κριτικές που αφορούν είτε στην χρήση στατιστικών/μαθηματικών προσεγγίσεων αφαιρετικής μορφής (reduced form systems of equations) αντί χρήσης δομικών παραμέτρων για την ανάλυση συσχετίσεων στα δεδομένα, είτε στο ενδεχόμενο διάρρηξης των συσχετίσεων ως αποτέλεσμα μεταβολών στην υποκείμενη δομή του υποδείγματος, είτε στην έκταση αντίδρασης της ασκούμενης πολιτικής σε μεταβολές των μακροοικονομικών συνθηκών (π.χ. συνήθης κριτική τύπου Lucas). Υπάρχει διαφορά μεταξύ της παραγωγής πληροφοριών για συσχετίσεις και της κατανόησης των παραχθέντων συσχετίσεων.

Η παραγωγή πληροφοριών μπορεί να επιτευχθεί μέσω χρήσης πολλών εναλλακτικών μεθόδων. Ωστόσο, ο στόχος πρέπει να είναι η ερμηνεία των παραγόμενων συσχετίσεων και όχι απλώς η ανάδειξη και κερδοσκοπική εκμετάλλευσή τους. Η τελευταία μπορεί να αποφέρει σημαντικά κέρδη βραχυπρόθεσμα όταν η δομή της οικονομίας και των αγορών είναι εύλογα σταθερή, αλλά η κατανόηση του τρόπου λειτουργίας και ενδεχόμενης μεταβολής της οικονομίας και των αγορών απαιτεί θεωρητική ανάλυση. Υπάρχει επίσης το πρόβλημα ότι οι εξωγενείς παράγοντες είναι διαφορετικοί (λίγοι μεγάλοι και γενικοί, περισσότεροι μικροί και τοπικοί) με αποτέλεσμα την δυσκολία αξιολόγησης των επιπτώσεών τους με βάση τα διαθέσιμα δεδομένα.

Το βασικό πρόβλημα είναι ότι τα υποδείγματα υπολογισμού κινδύνου και τα οικονομετρικά υποδείγματα, όσο περίπλοκα και να γίνουν, παραμένουν υπερβολικά απλοϊκά. Ένα υπόδειγμα συνιστά αναγκαστικά αφαίρεση από το σύνολο των λεπτομερειών του πραγματικού κόσμου. Με δεδομένη την εμπειρική παρατήρηση ότι η διαφοροποίηση επενδύσεων μειώνει το συνολικό κίνδυνο χαρτοφυλακίου, οι Η/Υ επεξεργάζονται ταχύτατα τους όγκους ιστορικών δεδομένων ψάχνοντας για αρνητικές συσχετίσεις μεταξύ των χρηματιστηριακών τιμών εμπορεύσιμων χρηματοπιστωτικών μέσων, η κατάλληλη χρήση των οποίων θα μπορούσε να θωρακίσει τα επενδυτικά χαρτοφυλάκια από απότομες και μεγάλες μεταβολές στις χρηματοοικονομικές συνθήκες. Όταν όμως αυτές οι χρηματιστηριακές τιμές, αντί να αντισταθμίζουν και ακυρώνουν τις μεταξύ τους μεταβολές, όλες πήραν την κατηφόρα την 09.08.2007, προξένησαν τεράστιες ζημιές στις επενδύσεις κάθε διαφορετικής κατηγορίας κινδύνου.

Η περισσότερο αξιόπιστη εξήγηση της αδυναμίας των πλέον προηγμένων υποδειγμάτων διαχείρισης κινδύνου να λειτουργήσουν αποτελεσματικά είναι το γεγονός ότι τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν, με βάση την δομή των υποδειγμάτων αυτών, για την παραγωγή πληροφοριών προέρχονται αδιαχώριστα από περιόδους ευφορίας και περιόδους κατήφειας των αγορών, δηλαδή από περιόδους με εντελώς διαφορετικές δυναμικές. Η φάση συρρίκνωσης του πιστωτικού και επιχειρηματικού κύκλου της οικονομίας, καθοδηγούμενη από κατήφεια και φόβο, είναι ιστορικά περισσότερο σύντομη και απότομη σε σχέση με τη φάση πιστωτικής και επιχειρηματικής επέκτασης. Επιπλέον, η περιοδικότητα των φάσεων αυτών είναι σημαντικά διαφορετική: η αμερικανική οικονομία ήταν, τον τελευταίο μισό αιώνα, σε φάση συρρίκνωσης μόνο κατά το 15% περίπου της περιόδου αυτής. Είναι ωστόσο, για αυτό το 15% που οι τεχνικές διαχείρισης κινδύνου πρέπει να είναι πλήρως προετοιμασμένες. Οι αρνητικές συσχετίσεις μεταξύ χρηματοπιστωτικών μέσων διαφορετικών κατηγοριών κινδύνου, που είναι παρούσες σε περιόδους ευφορίας και ανάκαμψης των αγορών, μπορούν να διαρραγούν όταν λάβει χώρα μια γενική πτώση τιμών, ακυρώνοντας την στρατηγική βελτίωσης της σχέσης κινδύνου:απόδοσης μέσω διαφοροποίησης.

Όσο εγγύτερα στην πραγματικότητα και να είναι δομημένα τα σύγχρονα υποδείγματα υπολογισμού κινδύνου, δεν μπορούν να συλλάβουν αυτό που αποτελεί εγγενές χαρακτηριστικό του πιστωτικού και επιχειρηματικού κύκλου: την απρόβλεπτη ανθρώπινη επενδυτική αντίδραση που εναλλάσσεται μεταξύ ευφορίας και κατήφειας και φόβου και επαναλαμβάνεται συνεχώς μεταξύ γενεών χωρίς σημαντική απόδειξη εκμάθησης από τα λάθη του παρελθόντος. Φούσκες χρηματιστηριακών τιμών χτίζονται και σκάζουν σήμερα όπως έκαναν και 200 χρόνια πριν κατά την ανάδυση του χρηματιστηριακού καπιταλισμού, παρά τον ανταγωνιστικό μετασχηματισμό των αγορών στο μεταξύ. Η επενδυτική αυτή συμπεριφορά έχει χαρακτηριστεί ως ανορθολογική, αλλά οι εμπλεκόμενοι στην πρόβλεψη τιμών και αγορών, περιλαμβανομένων και των εποπτικών αρχών, πρέπει να νοιάζονται εάν αυτή είναι επαρκώς παρατηρήσιμη και συστηματική ώστε να επιτρέπει την κατά το δυνατόν ακριβέστερη πρόβλεψη των ασυνεχειών στις χρηματοπιστωτικές αγορές.

συσχετίσεις, κάνουν χρήση παρόμοιων υποδειγμάτων αριστοποίησης απόδοσης χαρτοφυλακίων, και προτείνουν τις ίδιες περίπου επενδυτικές επιλογές χαρτοφυλακίου. Δηλαδή, οι συμμετέχοντες στην αγορά σήμερα δεν είναι παθητικοί αλλά μετακινούνται ομαδικά και ταχύτατα εκτός ανεπιθύμητων και εντός επιθυμητών αγορών, δημιουργώντας τεράστιες μετακινήσεις κεφαλαίων διεθνώς. Κάτω από την πίεση της ομαδικής μετακίνησης, τα επιθυμητά χρηματοπιστωτικά μέσα δεν μπορούν να παραμένουν υποτιμημένα, ασυσχέτιστα και χαμηλού κινδύνου, τουναντίον.

Η κατεύθυνση αντίδρασης ως αποτέλεσμα διαπίστωσης αυξημένου κινδύνου λόγω κάποιου εξωγενούς παράγοντα που προτείνει ένα εσωτερικό υπόδειγμα κινδύνου υιοθετείται από όλους τους συμμετέχοντες στην αγορά που κάνουν χρήση τέτοιων υποδειγμάτων, οδηγώντας σε ένα άγριο κύκλο αυτοτροφοδοτούμενων πωλήσεων με αποτέλεσμα την εξαφάνιση της ρευστότητας σε «μαύρη τρύπα». Η έκταση στην οποία συμβαίνει αυτό σχετίζεται λιγότερο με την ποιότητα του χρηματοπιστωτικού μέσου καθαυτού και περισσότερο με το βάθος της διαφορετικής συμπεριφοράς των επενδυτών.

Οι κεντρικές τράπεζες ως εποπτικές αρχές δεν μπορούν να υποστηρίξουν ότι ξεπλάγησαν από το φαινόμενο αυτό, δοθέντος ότι πολλά στελέχη τους υποστήριξαν ότι είναι μεν υπαρκτό αλλά υπερβολικά ακραίο για να θεωρηθεί ρεαλιστικό.

Η φιλοσοφική διάσταση του προβλήματος περιλαμβάνει την επιλογή της υιοθέτησης από τις εποπτικές αρχές των υποδειγμάτων αυτών ως επαρκείς μηχανισμούς αυτο-επόπτευσης των εταιριών. Ο λόγος που οι αγορές και οι συμμετέχοντες σε αυτές ρυθμίζονται, πέραν των διατάξεων του κοινού εταιρικού δικαίου, είναι ότι από καιρό σε καιρό αυτές αποτυγχάνουν με τεράστιες αρνητικές συνέπειες στην ζωή των ανθρώπων. Εάν η ρύθμιση στοχεύει στην αποτροπή της αποτυχίας των αγορών και των συμμετεχόντων σε αυτές, τότε δεν πρέπει να στηρίζεται στην χρήση υποδειγμάτων που βασίζονται σε τιμές αγοράς ή σε άλλα εργαλεία που βασίζονται σε τιμές αγοράς (π.χ. mark-to-market accounting). Οι τιμές αγοράς δεν μπορούν να προστατεύσουν από τις αποτυχίες αγοράς. Ωστόσο, η κατεύθυνση αυτή υιοθετείται ακριβώς από τη σύγχρονη εποπτεία, η οποία προτείνει περισσότερη διαφάνεια τιμών, περισσότερο ευαίσθητα στον κίνδυνο υποδείγματα υπολογισμού κινδύνων, και περισσότερο ευαίσθητους στις τιμές προληπτικούς ελέγχους. Τα εποπτικά αυτά εργαλεία είναι σαν ζώνες ασφαλείας που παύουν να λειτουργούν όταν πατά κανείς το γκάζι.

Επομένως, εάν οι κεντρικές τράπεζες συνεχίζουν, αναφορικά με την αυτο-επόπτευση των εταιριών, να βασίζονται στο ρόλο των τιμών αγοράς στη λειτουργία των εσωτερικών υποδειγμάτων κινδύνου και στη λογιστική παρουσίαση των μεταβολών στην αξία ενεργητικού τους, τότε πρέπει να αποδεχθούν ότι σε περιόδους ανωμαλίας των αγορών οι ίδιες πρέπει να επιτελέσουν ρόλο όχι μόνο χορηγού πιστώσεων έσχατης ανάγκης αλλά επίσης και αγοραστή 'τοξικών' προϊόντων έσχατης ανάγκης (όπως εξαναγκάζονται να κάνουν σήμερα), επιτρέποντας την μετακύληση του κόστους προσαρμογής/κρίσης στους φορολογούμενους, διαφορετικά καταδικάζουν την οικονομία να ακολουθεί εντεινόμενους κύκλους αστάθειας (Buiter and Siebert, 2008).

Η εναλλακτική λύση για την αποφυγή της αστάθειας είναι η θέσπιση ρυθμιστικών μηχανισμών που λειτουργούν ενάντια στα κίνητρα αγοράς - που τροφοδοτούνται από την λειτουργία των εσωτερικών υποδειγμάτων κινδύνου, την παροχή αμοιβών απόδοσης στα στελέχη κλπ - πάνω στην συμπεριφορά των συναλλασσομένων να επιβεβαιώσουν με το παραπάνω

επενδυτικές επιλογές που η αγορά θεωρεί ως σίγουρο στοίχημα. Αυτό όμως απαιτεί φιλοδοξία και κουράγιο.

Ο ρόλος του κράτους

Σε περιόδους ανωμαλίας των αγορών που συνοδεύονται από πραγματοποίηση μεγάλων κεφαλαιακών ζημιών των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, τα τελευταία έχουν τρεις βασικές επιλογές ανακεφαλαιοποίησης:

- Αύξηση κεφαλαίου μέσω έκδοσης μετοχών ή εταιρικών ομολόγων, η οποία αλλάζει την υφιστάμενη μετοχική σύνθεση ή τη σχετική θέση των μετόχων. Στην περίπτωση αυτή ευνοούνται, λόγω αδυναμίας εύρεσης κεφαλαίων, οι επενδυτές που είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν κίνδυνο, όπως τα SWFs ή τα hedge funds.
- Αύξηση των παρακρατηθέντων κερδών και μείωση των διανεμόμενων μερισμάτων, έτσι ώστε η ανακεφαλαιοποίηση να χτιστεί εσωτερικά στη βάση μιας μεσο-μακροχρόνιας διαδικασίας.
- Μείωση του επιπέδου δανεισμού πελατών ή άλλων ιδρυμάτων με στόχο την μείωση των μεγεθών του ισολογισμού τους ώστε το νέο περιορισμένο επίπεδο ιδίων κεφαλαίων να είναι συνεπές με την τρέχουσα αξία ενεργητικού και τις ελάχιστες κεφαλαιακές απαιτήσεις. Ωστόσο, η επιλογή αυτή μπορεί να οδηγήσει σε πιστωτική συρρίκνωση και ενδεχομένως σε ύφεση (όπως συνέβη στα παρελθόν).

Με δεδομένες τις παραπάνω επιλογές σε περιόδους ανωμαλίας των αγορών, υπάρχουν πέντε βασικές πολιτικές που μπορούν να ασκηθούν από τις κυβερνήσεις για την αποτροπή του συστημικού κινδύνου. Οι πολιτικές αυτές, με σειρά προτεραιότητας κατά την άσκησή τους, είναι οι ακόλουθες (OECD, 2008a, 2008b):

- i Πολιτική τόνωσης της ρευστότητας - στο πλαίσιο της τρέχουσας κρίσης όλες οι χώρες κάνουν το μέγιστο που μπορούν μέσω των κεντρικών τραπεζών τους.
- ii Πολιτική εγγύησης δανείων με στόχο την διευκόλυνση των εργασιών της διατραπεζικής αγοράς - στο πλαίσιο της τρέχουσας κρίσης οι ευρωπαϊκές χώρες υιοθετούν την πολιτική αυτή περισσότερο σε σχέση με τις ΗΠΑ.
- iii Πολιτική εγγύησης καταθέσεων, με στόχο την αποτροπή πανικού απόσυρσης καταθέσεων - στο πλαίσιο της τρέχουσας κρίσης όλες οι χώρες κάνουν το μέγιστο που μπορούν, έχοντας όμως σε ορισμένες περιπτώσεις διαπράξει το σημαντικό λάθος (που διορθώθηκε αργότερα) να παρέχουν εγγύηση σε μερικά μόνο χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και όχι σε άλλα.
- iv Πολιτική διαχωρισμού μεταξύ 'καλών' και 'κακών' χρηματοπιστωτικών στοιχείων στους ισολογισμούς των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και απομάκρυνσης των 'κακών' στοιχείων. Η πολιτική αυτή λαμβάνει τη μορφή είτε (α) ενός προγράμματος 'διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων' με αγορά των 'τοξικών' στοιχείων ενεργητικού από το κράτος, είτε (β) την εθνικοποίηση των προβληματικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, τον διαχωρισμό των 'κακών' στοιχείων του ισολογισμού και τελικά την πώληση των 'αποτοξινωμένων' ιδρυμάτων πίσω στον ιδιωτικό τομέα.
- v Πολιτική άμεσης ανακεφαλαιοποίησης των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων μέσω εύρεσης νέων μετόχων - στο πλαίσιο της τρέχουσας κρίσης πολλές χώρες προσπέρασαν το 4^ο βήμα και προχώρησαν κατευθείαν στο 5^ο ουσιαστικά μέσω αγοράς προνομιούχων μετοχών από τις κυβερνήσεις τους.
- vi Άλλες πολιτικές ενίσχυσης της ρευστότητας - δημιουργία πιστωτικών διευκολύνσεων μέσω της ιδιωτικής θέσπισης SPVs που χρηματοδοτούνται

με δημόσιο χρήμα για την αγορά από επενδυτές, όπως τα αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων, εταιρικών χρηματοπιστωτικών μέσων πολύ μικρής διάρκειας (1 μήνας) με πιστοληπτική διαβάθμιση A-1/P-1/F-1, αλλά και εταιρικών τίτλων μικρής διάρκειας (3 μήνες), καθώς και άλλα προγράμματα χρηματοδότησης από τους δημοσίους οργανισμούς ασφάλισης καταθέσεων που εγγυώνται την έκδοση εταιρικών χρεογράφων υψηλής ποιότητας και παρέχουν πλήρη κάλυψη μη εντόκων καταθετικών λογαριασμών για την κάλυψη συναλλαγών.

Η πολιτική iii στοχεύει στην άμεση αποτροπή του πανικού απόσυρσης καταθέσεων μέσω της παροχής διασφάλισης στους καταθέτες ότι θα λάβουν τα κεφάλαιά τους σε περίπτωση τελικής πτώχευσης πιστωτικού ιδρύματος. Ωστόσο, παρά την άμεση αποτελεσματικότητα του μέτρου αυτού, η διασφάλιση που παρέχει η εγγύηση καταθέσεων έχει αντιθέτως λειτουργήσει και ως ενισχυτικός παράγοντας ανάληψης κινδύνου από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (moral hazard). Το πρόβλημα έγκειται στο γεγονός ότι η εγγύηση καταθέσεων παρέχει κίνητρο στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να αναλάβουν αυξημένο επενδυτικό κίνδυνο, ειδικά σε ευνοϊκές συγκυρίες, με σκοπό την ενίσχυση των κερδών τους, αλλά δεν παρέχει ταυτόχρονα κίνητρο στους καταθέτες να παρακολουθούν ή να περιορίζουν την συμπεριφορά των ιδρυμάτων.

Η τρέχουσα κρίση θέτει το δίλημμα της επιλογής μεταξύ πολιτικών iv και v. Το μέγεθος της κρίσης έχει πανικοβάλλει τις κυβερνήσεις, οι οποίες τείνουν να υιοθετούν την πολιτική v, η οποία θεωρείται ότι: (α) εφαρμόζεται ταχύτερα, (β) συνιστά αμεσότερη βοήθεια στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και έχει υψηλότερη πιθανότητα τόνωσης της εμπιστοσύνης στις αγορές, (γ) ανταποκρίνεται καλύτερα στον 'ανταγωνισμό' μεταξύ κρατών, (δ) αποφεύγει το δύσκολο ζήτημα της αποτίμησης (και συνεπώς της πολιτικής στήριξης) των εξυαζόμενων 'τοξικών' επενδύσεων και συνεπώς το ενδεχόμενο δημόσιας ζημιάς, και (ε) αποφεύγει το ζήτημα της στρεβλής αποτίμησης ως αποτέλεσμα τυχόν δικαστικής ενέργειας σε περίπτωση χρεοκοπίας εταιριών που θα επέτρεπε αλλαγή των συμβατικών όρων των δανείων. Στο πλαίσιο της πολιτικής v οι νέες εκδόσεις ομολογιακών τίτλων από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα μπορούν να αποτελέσουν αντικείμενο εγγύησης, την οποία τα ιδρύματα μπορούν να χρησιμοποιήσουν άμεσα εάν έχουν ευκαιρίες κερδοφόρας χορήγησης πιστώσεων στην οικονομία. Η απευθείας επένδυση στο μετοχικό κεφάλαιο των ιδρυμάτων έχει το πλεονέκτημα να συνιστά άμεση συναλλαγή, ενώ η αναδιοργάνωση του προσωπικού, των υποδομών, των διαδικασιών δημοπρασίας τίτλων και ελέγχων κινδύνου που απαιτούνται για την αγορά και διαχείριση χρηματοπιστωτικών μέσων, που προτείνει η πολιτική iv είναι χρονοβόρα.

Ωστόσο, η υιοθέτηση της πολιτικής v είναι αποτελεσματική μόνο εάν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα συνεχίζουν να έχουν επιχειρηματικές ευκαιρίες αποδοτικής χορήγησης πιστώσεων (εξαρτώμενες ουσιαστικά από την πορεία της οικονομίας και τον κάθε κλάδο) προς τις οποίες θα διαθέσουν τα νεο-αποκτηθέντα κεφάλαια και δεν ανησυχούν, παρά την ενισχυμένη κεφαλαιακή τους θέση, ότι θα αντιμετωπίσουν μελλοντικά χειροτέρευση του ενεργητικού τους λόγω αυξημένων προβλέψεων ανεκπλήρωτων απαιτήσεων.

Το πρόβλημα με την αισιόδοξη αυτή άποψη είναι ότι πολλές διεθνείς οικονομίες οδεύουν ή ήδη βρίσκονται σε ύφεση, ενώ η αγορά κατοικίας στις ΗΠΑ δεν έχει ακόμη σταθεροποιηθεί. Το ενεργητικό των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων συνεχίζει να χειροτερεύει και ενδεχομένως το πρόβλημα επεκταθεί σε άλλα στοιχεία του ισολογισμού τους. Επίσης, οι τιμές των σύνθετων χρηματοπιστωτικών μέσων δεν έχουν βελτιωθεί και

η τρέχουσα εκτίμηση των συνολικών ζημιών υπερβαίνει το 1 τρις δολαρίων ΗΠΑ.

Από την άλλη πλευρά, η υιοθέτηση της πολιτικής *in* έχει το πλεονέκτημα ότι τα διαθέσιμα κεφάλαια δεν διοχετεύονται σε 'μαύρη τρύπα' καθόσον χειροτερεύει η πορεία τη οικονομίας και μειώνονται περαιτέρω οι τρέχουσες τιμές. Η υιοθέτηση της πολιτικής *in* λογικά προηγείται της πολιτικής *v*. Στις ΗΠΑ και ίσως στην Ευρώπη πολλά 'τοξικά' χρηματοπιστωτικά μέσα συνεχίζουν να παραμένουν είτε στους ισολογισμούς των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων είτε σε εταιρίες-οχήματα που έχουν συμβατική σχέση με αυτά. Εάν οι διεθνείς οικονομίες και οι αγορές κατοικίας συνεχίζουν να χειροτερεύουν τότε η αξία ενεργητικών των ιδρυμάτων αυτών θα χειροτερεύει επίσης. Εάν δεν ανακοπεί η χειρότερηση αυτή, τότε ειδικά οι ΗΠΑ αντιμετωπίζουν το δυσάρεστο ενδεχόμενο να βρεθούν στην κατάσταση της Ιαπωνίας στο τέλος της δεκαετίας '90 που αναγκάστηκε να κλείσει αφερέγγυες τράπεζες και να προικοδοτεί με αυξανόμενα κεφάλαια τα υπόλοιπα ιδρύματα, τα οποία στη συνέχεια δεν είχαν αποτέλεσμα. Ωστόσο, σε περίπτωση που η υιοθέτηση της πολιτικής *in* καταλήξει σε εθνικοποίηση προβληματικού πιστωτικού ιδρύματος, τότε τυχόν χειρότερηση του ενεργητικού του ιδρύματος αυτού θα επιβαρύνει το εθνικό χρέος.

Η έκταση στην οποία η υιοθέτηση της πολιτικής *v* τελικά συμφέρει τους μετόχους των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων που θα κάνουν χρήση των παρεχόμενων εγγυήσεων βασίζεται στην επιτυχία ανακεφαλαιοποίησης των ιδρυμάτων, η οποία εξαρτάται από το ποσοστό ανάκαμψης των παρασχεθέντων εγγυήσεων δανείων (π.χ. το ποσοστό της αρχικής αξίας αγοράς που θα επιτύχει η δημοπρασία ενός ανακτηθέντος σπιτιού), την πορεία της οικονομίας, και την έκταση ανάκαμψης των τιμών των χρηματοπιστωτικών μέσων που εμφανίζουν πρόβλημα.

Βεβαίως, στην Ευρώπη τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα είναι συγκριτικά λιγότερο εκτεθειμένα σε 'τοξικά' χρηματοπιστωτικά μέσα αποτιμώμενα σε τρέχουσες τιμές (*mark-to-market*) και συνεπώς η υιοθέτηση της πολιτικής *v* μπορεί να επιτύχει την αναγκαία ανακεφαλαιοποίηση με περισσότερη ευκολία, υποβαθμίζοντας την αναγκαιότητα διαχωρισμού 'καλών' και 'κακών' στοιχείων του ισολογισμού και της διαχείρισής τους σε *ad hoc* βάση μέσω εθνικοποίησης. Αυτό πρακτικά σημαίνει ότι οι ευρωπαϊκές τράπεζες αντιμετωπίζουν λιγότερο πρόβλημα φερεγγυότητας και περισσότερο πρόβλημα άμεσης ρευστότητας, λόγω αυξημένης αδυναμίας άντλησης κεφαλαίων και αυξημένης απόκλισης μεταξύ της ωριμότητας στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού. Συνεπώς, τυχόν χρεοκοπίες χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων δεν θα έχουν εκτενή συστημική επίδραση και μπορούν να τελέσουν υπό κατά περίπτωση διαχείριση.

Ως ζήτημα αρχής, η υιοθέτηση οποιασδήποτε πολιτικής αποτροπής συστημικού κινδύνου από το κράτος πρέπει να μεταφέρει το βάρος προσαρμογής όσο γίνεται περισσότερο στους μετόχους των προβληματικών ιδρυμάτων, οι οποίοι είναι αυτοί που οφείλουν να αναλάβουν τον κίνδυνο (αυτή είναι άλλωστε η υποχρέωση μετοχικής συμμετοχής - *residual risk*) και όσο γίνεται λιγότερο στους φορολογούμενους. Ο ρόλος της κρατικής παρέμβασης δεν είναι να εξαγοράζει προβληματικούς μετόχους, εκτός εάν αυτό συνιστά αναγκαίο κακό στο πλαίσιο της καλύτερης δυνατής προσπάθειας ενίσχυσης της οικονομίας.

Η επιλογή της απευθείας κρατικής παρέμβασης μέσω της υιοθέτησης της πολιτικής *v* αποφέρει το καλύτερο αποτέλεσμα μόνον εφόσον έχει διασφαλιστεί ότι η πορεία της οικονομίας δεν θα χειροτερέψει περισσότερο από το αναμενόμενο, διακινδυνεύοντας να βρεθεί αντιμέτωπη

με μια προβληματική κατάσταση ανάλογη εκείνης στην οποία βρέθηκε η Ιαπωνία την δεκαετία του '90.

Σε κάθε περίπτωση, η αναγκαία ανακεφαλαιοποίηση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων πρέπει αναπόφευκτα να διέλθει μέσω της άσκησης πολιτικής *in* που περιλαμβάνει την απαλλαγή του προβληματικού πιστωτικού ιδρύματος από τα 'τοξικά' στοιχεία του ισολογισμού του.

Η μη υιοθέτηση της πολιτικής *in* σημαίνει ότι έχει αξιολογηθεί με προσοχή ότι αυτό που προέχει είναι η ταχύτητα παραγωγής αποτελεσμάτων σε σύντομο χρόνο από το πακέτο κεφαλαιακής παρέμβασης του κράτους. Αυτό σημαίνει ότι έχει αξιολογηθεί με προσοχή πως αυτό που προέχει είναι ότι το όφελος από την εξοικονόμηση χρόνου που θα απαιτούσε η αναμόρφωση της οργανωτικής υποδομής λειτουργίας των προβληματικών ιδρυμάτων σύμφωνα με την πολιτική *in* (το οποίο συνίσταται στην τόνωση της ανάπτυξης μέσω του περιορισμού των αρνητικών επιπτώσεων από τον αναπόφευκτο πιστωτικό στραγγαλισμό, γεγονός που ωφελεί τον φορολογούμενο μόνο έμμεσα) υπερτερεί του οφέλους από την αγορά και διαχείριση 'τοξικών' χρηματοπιστωτικών μέσων, επιτρέποντας στους μετόχους να αναλάβουν μεγαλύτερο βάρος της προσαρμογής (γεγονός που ωφελεί τον φορολογούμενο άμεσα). Δηλαδή, το έμμεσο όφελος είναι μεγαλύτερο από το άμεσο κόστος.

Αντιστρόφως, η μη αποτελεσματική υιοθέτηση της πολιτικής *in* σημαίνει ότι το υποκείμενο πρόβλημα φερεγγυότητας των προβληματικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων δεν έχει τελέσει υπό κατάλληλη διαχείριση, με αποτέλεσμα να απαιτηθεί μελλοντικά περισσότερο δημόσιο χρήμα για την αποτροπή χειροτέρευσης του ισολογισμού των ιδρυμάτων αυτών. Δηλαδή, το έμμεσο όφελος είναι μικρότερο από το άμεσο κόστος.

Εάν η επερχόμενη ύφεση των οικονομιών αποδειχθεί μεγαλύτερη από την προσδοκώμενη, τότε η μείωση της απασχόλησης θα έχει μεγαλύτερες αρνητικές συνέπειες σε σχέση με την μείωση της παραγωγής στην ανακεφαλαιοποίηση και εξυγίανση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Τα ιδρύματα αυτά θα αντιμετώπιζαν αυξημένη δυσκολία εύρεσης κερδοφόρων ευχερειών χορήγησης πιστώσεων με αποτέλεσμα την περαιτέρω χειροτέρευση του ενεργητικού τους, καθιστώντας τα εφαρμοζόμενα κρατικά πακέτα διάσωσης ανεπαρκή και μεταφέροντας αυξανόμενο τμήμα του κόστους διάσωσης στους φορολογούμενους.

Στην περίπτωση αυτή, η υιοθέτηση της πολιτικής *v* δεν φέρει αξιόλογο μελλοντικό κέρδος στο κράτος και τους φορολογούμενους, αλλά τουλάχιστον θα απαλλάξει τα προβληματικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα από τα 'τοξικά' στοιχεία ισολογισμού τους, μεταφέροντας το βάρος της ανακεφαλαιοποίησης και ανάπτυξης στην ομάδα διαχείρισης και του μετόχους τους.

Φαίνεται ότι ίσως είναι προτιμότερη αφενός η επιλεκτική χρήση της πολιτικής *v*, με άμεση ένεση κεφαλαίων, στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που αντιμετωπίζουν σημαντικό πρόβλημα και αυξημένη πιθανότητα πτώχευσης, και αφετέρου η επιλεκτική χρήση της πολιτικής *in* στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που αντιμετωπίζουν περιορισμένο ή ελάχιστο πρόβλημα, μέσω ενός πακέτου παρέμβασης με στόχο την απαλλαγή τους από τα 'τοξικά' προϊόντα και την υποστήριξη των διαπραπείζων συναλλαγών μεταξύ τους, μεταφέροντας το βάρος ανακεφαλαιοποίησής τους στην αγορά καθώς βελτιώνονται οι συνθήκες κερδοφόρων ευχερειών χορήγησης πιστώσεων.

Οι πολιτικές *vi* θέτουν εγκριτικούς όρους και προϋποθέσεις, όπως ότι τα χρησιμοποιούμενα SPVs πρέπει να λάβουν άδεια λειτουργίας και

επιτρέπεται να αγοράσουν χρηματοπιστωτικά μέσα βραχυχρόνιας διάρκειας μέχρι ορισμένης μέγιστης συνολικής αξίας, και ότι οι εκδότες εταιρικών τίτλων πρέπει επίσης να λάβουν έγκριση της έκδοσης από τους φορείς χρηματοδότησης, η οποία (έγκριση) δεν μπορεί να υπερβαίνει ορισμένο μέγιστο επίπεδο.

Κατευθύνσεις Ρυθμιστικής και Εποπτικής Πολιτικής

Πέραν των μέτρων άμεσης παρέμβασης του κράτους και της κεντρικής τράπεζας για τη διατήρηση της ρευστότητας, η τρέχουσα κρίση αυτή δίνει σημαντικά μαθήματα στις αγορές και τις εποπτικές αρχές και θέτει τις ακόλουθες προκλήσεις μακροπρόθεσμης πολιτικής ρύθμισης και εποπτείας των αγορών (FSF, 2008, OECD, 2008a, 2008b, 2008c):

1 Ο παρεμβατικός ρόλος του κράτους και των κεντρικών τραπεζών, σε περιόδους ανωμαλίας των αγορών, χρήζει αναθεώρησης στις ακόλουθες κατευθύνσεις:

α) Η παρέμβαση της κεντρικής τράπεζας πρέπει να έχει μεγαλύτερο εύρος αναφορικά με: (i) την διάρκεια της παρεχόμενης ρευστότητας (από *overnight* σε μερικές εβδομάδες), (ii) την αποδοχή εγγυήσεων (περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα ως αποδεκτά, υποκείμενα βεβαίως σε κόστος και ρήτρες χρήσης τους) και αντισυμβαλλομένων, και (iii) την διενέργεια συναλλαγών ανοικτής αγοράς (υποκείμενες σε κατάλληλα *haircuts* για τις αποδεκτές εγγυήσεις ώστε να περιορίζεται ο πιστωτικός κίνδυνος στους ισολογισμούς των κεντρικών τραπεζών, έχοντας όμως επίγνωση ότι η πολιτική αυτή δύναται να αποβεί σε βάρος των καταθετών και πιστωτών σε περίπτωση πτώχευσης ατομικού χρηματοπιστωτικού ιδρύματος, να ενθαρρύνει την περαιτέρω ανάληψη κινδύνου από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, και να σηματοδοτήσει μια αναληθή αντίληψη αφερεγγυότητας ατομικού ιδρύματος που κάνει χρήση των εγγυήσεων).

(β) Η λειτουργία των συστημάτων εγγύησης καταθέσεων πρέπει να αναθεωρηθεί με βασικούς στόχους: (i) την άρση περιορισμών (ελέω φόβου στρέβλωσης του ανταγωνισμού) στην διάχυση πληροφοριών σχετικά με τις εγγυήσεις αυτές, ώστε να ελαχιστοποιείται ο κίνδυνος κατάχρησης των παρεχόμενων εγγυήσεων (*moral hazard*), (ii) την προσαρμογή των ασφαλιστρών κινδύνων επί των εισφορών στο κεφάλαιο εγγύησης καταθέσεων, ώστε να αποφεύγεται η υπερβολική ανάληψη κινδύνων από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ή η έμμεση άντληση ρευστότητας μέσω εξωχώριων υποκαταστημάτων τους, και (iii) την επιμήκυνση του επιπέδου, του εύρους και της περιόδου κάλυψης καταθέσεων, συμπεριλαμβανομένης και της άμεσης πρόσβασης στις ασφαλισμένες καταθέσεις, ώστε να αποφεύγεται ο πανικός απόσυρσης καταθέσεων.

(γ) Η ανακεφαλαιοποίηση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων πρέπει να είναι δυνατή μέσω της άσκησης μεγαλύτερου εύρους πολιτικών που περιλαμβάνουν αφενός την διαχείριση περιουσιακών στοιχείων στους ισολογισμούς των ιδρυμάτων με αγορά 'τοξικών' στοιχείων ενεργητικού από το κράτος και ενδεχόμενη εθνικοποίηση προβληματικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, και αφετέρου την εύρεση νέων μετόχων για την ταχύτερη και αμεσότερη βοήθεια στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και συνεπώς την τόνωση της εμπιστοσύνης στις αγορές.

2 Υπογραμμίζεται ο κρίσιμος ρόλος της ρευστότητας στη ρύθμιση της επενδυτικής δραστηριότητας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Το ζήτημα της ρευστότητας πρέπει να αντιμετωπιστεί σε σχέση με τους σύγχρονους πιστωτικούς κινδύνους που έχουν ανακύψει στο πλαίσιο του γενικευμένου δανεισμού και των μειωμένων απαιτήσεων εξασφάλισης δανείων. Στο πλαίσιο αυτό, η εποπτεία του χρηματοπιστωτικού συστήματος πρέπει να αναμορφωθεί στις ακόλουθες κατευθύνσεις:

(α) Απαιτείται η παρακολούθηση της αντοχής και ευέλικτης προσαρμογής (**resilience**) όχι μόνο των ατομικών ιδρυμάτων αλλά του συνολικού χρηματοπιστωτικού συστήματος μέσω της ανάπτυξης μεθόδων ελέγχου της αντοχής του συστήματος αυτού (**macro stress-tests**) (Eatwell and Persaud, 2008).

Η παρακολούθηση αυτή προϋποθέτει την αποτελεσματικότερη διασύνδεση μεταξύ μικρο- και μακρο-σταθεροποίησης, δηλαδή μεταξύ της μικροοικονομικής ανάληψης κινδύνων από τις ατομικές εταιρίες και της μακροοικονομικής αλληλεπίδρασης και διάδρασης μεταξύ των εταιριών. Η πρακτική αλληλεπίδραση μεταξύ μικροοικονομικής ανάληψης κινδύνου και μακροοικονομικής επίδοσης γίνεται εμφανής στη διασύνδεση μεταξύ διαχείρισης κινδύνου, χρηματοοικονομικής μετάδοσης και επιχειρηματικού κύκλου: υψηλές κεφαλαιακές απαιτήσεις επί των επενδυτικών ανοιγμάτων στην πτωτική φάση του κύκλου οδηγούν τις εταιρίες να περιορίζουν την πιστωτική τους επέκταση επιδεινώνοντας την πτώση, ενώ οι χαμηλές υψηλές κεφαλαιακές απαιτήσεις στην ανοδική φάση του κύκλου λόγω της αντιλαμβανόμενης μείωση κινδύνου οδηγούν τις εταιρίες σε αυξημένη πιστωτική επέκταση, επιταχύνοντας την άνοδο (BIS, 2001, IMF, 2004).

Η διασύνδεση αυτή θέτει το ζήτημα της αναθεώρησης των κανόνων της Βασιλείας II για την τραπεζική εποπτεία και των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (ΔΛΠ) (Taylor and Goodhart, 2006). Η επίδραση της Βασιλείας II στον επιχειρηματικό κύκλο εξαρτάται από το χρονικό ορίζοντα κατά τη διάρκεια του οποίου τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα αξιολογούν τον κίνδυνο. Τα ιδρύματα που χρησιμοποιούν χρονικά συγκεκριμένες εκτιμήσεις του κινδύνου με βάση την τρέχουσα εμπειρία αδυναμίας εκπλήρωσης χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων είναι πιθανότερο να οδηγηθούν στην υιοθέτηση πολιτικών προκυκλικής πιστωτικής επέκτασης σε αντίθεση με τα ιδρύματα που χρησιμοποιούν εκτιμήσεις κινδύνου καθόλη τη διάρκεια του κύκλου με βάση την μέση εμπειρία αδυναμίας εκπλήρωσης χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων στο σύνολο του κύκλου. Τα τελευταία τείνουν να επιβραδύνουν την πιστωτική τους επέκταση με τη δημιουργία κεφαλαίου κατά την φάση ανάκαμψης, το οποίο θα είναι διαθέσιμο για την κάλυψη των απωλειών από την πιστωτική συρρίκνωση στην φάση της οικονομικής ύφεσης. Οι εποπτικές αρχές καλούνται να εξετάσουν τον τρόπο χρήσης της παρεχόμενης διακριτικής ευχέρειας (Basel II, Pillar 2) για τον περιορισμό των προκυκλικών επιπτώσεων και να ενθαρρύνουν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να υιοθετούν μακροπρόθεσμη προοπτική δραστηριότητας.

Παράλληλα, ενώ η υιοθέτηση των ΔΛΠ ενισχύει την χρηματοοικονομική διαφάνεια, τείνει να ενισχύει επίσης την χρηματοοικονομική αστάθεια, δοθέντος ότι τα στοιχεία ισολογισμού των εταιριών αποτιμώνται με βάση τρέχουσες τιμές (**mark-to-market**) (Plantin, Saprà and Shin, 2008). Τα ΔΛΠ και οι κανόνες της Βασιλείας II αλληλεπιδρούν μεταξύ τους. Τα ΔΛΠ μπορεί να βελτιώνουν την πειθαρχία της αγοράς (Basel II, Pillar 3), αλλά μπορεί επίσης να έρχονται σε αντίθεση με ορισμένες πολιτικές προληπτικής εποπτείας που θα περιορίζαν την προκυκλικότητα. Τα ΔΛΠ αναδεικνύουν τις πραγματοποιημένες αδυναμίες εκπλήρωσης χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων (είτε ατομική υποχρέωση, είτε τμήμα ομαδικής υποχρέωσης), αλλά δεν αναδεικνύουν τις προσδοκώμενες ζημιές. Το ΔΛΠ-39 που διέπει την δημιουργία προβλέψεων δεν συμβαδίζει με τις βασικές πρακτικές διαχείρισης πιστωτικού κινδύνου και συνεπώς δεν συμβάλλει στον περιορισμό του ορίζοντα διαχείρισης κινδύνων των ιδρυμάτων. Σε περιόδους ανωμαλίας των αγορών, η αναγκαστική ρευστοποίηση χρηματοπιστωτικών μέσων λόγω προβλημάτων ρευστότητας ή υψηλού δανεισμού επιφέρει μεταβολή της τρέχουσας τιμής τους όχι λόγω νέας πληροφόρησης στις αγορές αλλά λόγω μεταβολών στην

ρευστότητα των ρευστοποιώντων εταιριών (liquidity effect)(Allen and Carletti, 2008). Στο πλαίσιο αυτό, η υιοθέτηση της εύλογης αξίας (fair value accounting) μπορεί να έχει προκυκλικές επιπτώσεις ιδιαίτερα σε περιόδους μειωμένης ρευστότητας στις αγορές. Περαιτέρω, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα λαμβάνουν ευνοϊκή φορολογική μεταχείριση μόνο έναντι προβλέψεων αδυναμίας εκπλήρωσης υποχρεώσεων όταν αυτές πραγματοποιούνται, και όχι έναντι ex ante προβλέψεων αδυναμίας εκπλήρωσης υποχρεώσεων που αναμένονται να συμβούν σε μελλοντική κυκλική ύφεση.

Οι συνέπειες της Βασιλείας II είναι δύσκολο να προβλεφθούν και μπορεί να είναι αρνητικές ή περιοριστικές σε άλλες χώρες. Πολλά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα έχουν περίσσειμα κεφαλαίων έτσι ώστε τα εποπτικά κεφάλαια δεν ασκούν δεσμευτική πίεση. Για τις εξελιγμένες τράπεζες, η Βασιλεία II ενθαρρύνει την σύγκλιση πρακτικών εποπτείας και κατανομής κεφαλαίων. Ένα ενδεχόμενο είναι ότι οι κανόνες της Βασιλείας II θα μπορούσαν να έχουν ως αποτέλεσμα την μεταφορά πιστώσεων υψηλότερου κινδύνου από τα μεγάλα διεθνή χρηματοπιστωτικά ιδρύματα στα εγχώρια ιδρύματα των αναδυόμενων αγορών που είναι λιγότερο ικανά να τις διαχειριστούν. Τα πρώτα θα χρησιμοποιήσουν τη μέθοδο των εσωτερικών διαβαθμίσεων (IRB) και συνεπώς θα εκχωρήσουν υψηλότερους συντελεστές στάθμισης κινδύνου για τις υψηλού κινδύνου πιστώσεις σε σχέση με τα εγχώρια ιδρύματα που θα χρησιμοποιούν την τυποποιημένη προσέγγιση.

Η πρόκληση του καθορισμού της υπερβάλλουσας προκυκλικότητας και του κατάλληλου χρόνου παρέμβασης με τη λήψη προληπτικών μέτρων είναι πιο επιτακτική από ποτέ. Κατά μία έννοια, η μέτρηση της προκυκλικότητας θέτει στις εποπτικές αρχές ενώπιον ενός συνεχώς κινούμενου στόχου, δεδομένης της μεταβαλλόμενης φύσης των επιχειρηματικών κύκλων και των χρηματοπιστωτικών συστημάτων. Στο πλαίσιο αυτό, η υπερβολική προκυκλικότητα θα μπορούσε να καθοριστεί ως το επίπεδο διακυμάνσεων που προκαλεί έναν συνδυασμό περιττής τόνωσης της πραγματικής οικονομίας και προβλημάτων στην ακεραιότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Οι αναλαμβανόμενες δράσεις καταπολέμησης της υπερβολικής προκυκλικότητας είναι περισσότερο αποτελεσματικές και αξιόπιστες, όταν λαμβάνονται κατά τη διάρκεια της ανοδικής φάσης του κύκλου, όπου οι κίνδυνοι συσσωρεύονται, και όχι κατά την διάρκεια της ύφεσης, όπου οι κίνδυνοι υλοποιούνται. Γενικότερα, η λήψη αποφάσεων πολιτικής σε διαφόρους τομείς (νομισματικό, προληπτική εποπτεία, συναλλαγματική ισοτιμία) πρέπει να είναι προσεκτική όσον αφορά στις πηγές της προκυκλικότητας του χρηματοοικονομικού συστήματος.

Συνεπώς, η κατανόηση της διασύνδεση μεταξύ διαχείρισης κινδύνου, χρηματοοικονομικής μετάδοσης και επιχειρηματικού κύκλου και των επιπτώσεων της στην χρηματοοικονομική σταθερότητα απαιτεί την υιοθέτηση καινοτομικών προσεγγίσεων διασύνδεσης των κεφαλαιακών απαιτήσεων και της κυκλικής πορείας της οικονομίας, δίνοντας έμφαση στη συσχέτιση των αναλαμβανόμενων χρηματοοικονομικών επενδύσεων με: (i) τους στόχους νομισματικής πολιτικής, (ii) το μακροπρόθεσμο ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης, και (iii) κάποιο περιθώριο που αντανakλά διαρθρωτικές αλλαγές στον λόγο δανειακών κεφαλαίων προς ΑΕΠ του χρηματοπιστωτικού τομέα (Goodhart and Persaud, 2008).

- (β) Απαιτείται ο επαναπροσδιορισμός της εποπτείας ώστε να: (i) εστιάζεται στα ατομικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα με ουσιαστική εποπτεία των πηγών/χρήσεων ρευστότητας και της διαφοροποίησής τους και συνεπώς της συνολικής ικανότητας των χρηματοπιστωτικών οργανισμών να αναλαμβάνουν κινδύνους, (ii) ασκείται με διαφοροποιημένη ένταση μεταξύ των χρηματοπιστωτικών οργανισμών (χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, και λοιποί οργανισμοί) ανάλογα με τα διαφοροποιημένα προβλήματα καθενός εξ αυτών, δίνοντας προτεραιότητα

σε αυτούς με υψηλή δανειακή επιβάρυνση σε σχέση προς τις βραχυχρόνιες επενδύσεις τους (π.χ, οργανισμοί που χρηματοδοτούνται από *overnight repos* ή άλλα βραχυχρόνια μέσα χρηματαγοράς έχουν μικρή ικανότητα διακράτησης επενδύσεων υψηλής μεταβλητότητας τιμών και ρευστότητας), ανεξάρτητα από τον νομικό ή επιχειρηματικό τους χαρακτήρα (Buiter, 2008), και (iii) επαινεί, μέσω χαμηλότερων κεφαλαιακών απαιτήσεων, τους οργανισμούς εκείνους που χρηματοδοτούν την επενδυτική τους δραστηριότητα από μακροπρόθεσμες πηγές κεφαλαίων και υπέχουν μακροπρόθεσμων χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων, δυνάμενες να ενεργήσουν ως απορροφητές κινδύνου σε περιόδους ανωμαλίας των αγορών.

3 Ειδικότερα, η διαχείριση της ρευστότητας επιβάλλει τη αναθεώρηση των κανόνων κεφαλαιακής επάρκειας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων με στόχο:

(α) την αναπροσαρμογή της στάθμισης κινδύνου διαφορετικών κατηγοριών ανοιγμάτων αλλά και των συντελεστών μετατροπής εκτός ισολογισμού χρηματοπιστωτικών μέσων σε εντός ισολογισμού στοιχεία (σύνθετα χρηματοπιστωτικά μέσα, υπό δεδομένη πιστοληπτική διαβάθμιση), με αποτέλεσμα την επαρκή ενσωμάτωση των διαφορετικών κινδύνων στους δείκτες φερεγγυότητας και τις οικονομικές καταστάσεις των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και τον περιορισμό του ρυθμιστικού *arbitrage* (Basel II, Pillar 1), καθώς επίσης και την αναμόρφωση των υποδειγμάτων υπολογισμού κινδύνου με στόχο την ενσωμάτωση της επίδρασης που ασκεί επί του συνολικού πιστωτικού κινδύνου ο κίνδυνος όχι μόνο ενός συγκεκριμένου επενδυτικού ανοίγματος αλλά επίσης του συνολικού διαφοροποιημένου επενδυτικού χαρτοφυλακίου και συνεπώς του μεγέθους του επενδυτικού ανοίγματος, συμπεριλαμβάνοντας έτσι την επίδραση της συνολικής συγκέντρωσης κινδύνου στο χαρτοφυλάκιο επενδύσεων και ελαχιστοποιώντας την επίδραση ενός και μόνο συστημικού παράγοντα (Gordy, 2003, Blunder-Wignall and Atkinson, 2008).

(β) την διασύνδεση των παραγόμενων από τα ίδια τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (ειδικά στο πλαίσιο υιοθέτησης της μεθόδου IRB) εκτιμήσεων κινδύνου με το σύνολο του επιχειρηματικού κύκλου και όχι μόνο με συγκεκριμένη φάση του, την αποσύνδεση των δεικτών δανειακής επιβάρυνσης από τις τρέχουσες τιμές αγοράς, την αποσύνδεση των πολιτικών επιλογής αντισυμβαλλομένου χορήγησης πιστώσεων από την φάση του επιχειρηματικού κύκλου, την αποσύνδεση της χρήσης πολιτικών μερισματικής απόδοσης και αγοράς ιδίων μετοχών για την ενίσχυση των ιδίων κεφαλαίων από την φάση του επιχειρηματικού κύκλου (γενναιόδωρες στην ανοδική φάση του κύκλου, και αντιστρόφως), και την αρτιότερη προσαρμογή έναντι κινδύνου των προβλέψεων επιχειρηματικής κερδοφορίας, (Bernanke et al, 1999).

(γ) την ενίσχυση της εποπτικής διαδικασίας και των εργαλείων παρακολούθησης και ελέγχου αντοχής (*stress-tests*) των ατομικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων για τη διόρθωση των αδυναμιών αρχικού υπολογισμού εποπτικών κεφαλαίων (Basel II, Pillar 2), αλλά και την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και πειθαρχίας των αγορών μέσω αυξημένης διαφάνειας πληροφοριών και αναφορών κινδύνου (Basel II, Pillar 3) ώστε να βελτιώσει την διαμόρφωση τρεχόντων αποτιμήσεων με βάση τις (τελικά μη προβλέψιμες) μελλοντικές ταμειακές ροές.

(δ) Απαιτείται η βελτίωση του εποπτικού ρόλου των διοικήσεων και της διακυβέρνησης των εταιριών στις διαδικασίες ανάληψης και διαχείρισης κινδύνων των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.

4 Έχει καταστεί αδιαμφισβήτητο γεγονός ότι οι εσωτερικές μετρήσεις κινδύνου και συνεπώς η συνολική αποτελεσματικότητα των εσωτερικών υποδειγμάτων αξιολόγησης και αποτίμησης σύνθετων χρηματοπιστωτικών μέσων, που χρησιμοποιούνται ως οδηγός επενδυτικής πολιτικής από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και θεωρούνται ως μέτρο αυτο-επόπτευσης

των ιδρυμάτων από τις εποπτικές αρχές, επηρεάζονται σημαντικά από την φάση του επιχειρηματικού κύκλου, ενθαρρύνοντας την ανάληψη αυξημένου κινδύνου στην κορυφή του επιχειρηματικού κύκλου, το επίπεδο του οποίου τείνει να επιδεινώνεται στην κάμψη του επιχειρηματικού κύκλου. Τα υποδείγματα αυτά χρησιμοποιούν μεθοδολογίες αποτίμησης *mark-to-market* στη βάση των οποίων παράγουν σήματα αντίδρασης των ιδρυμάτων έναντι επενέργειας δυσμενών εξωγενών παραγόντων, τα οποία όμως σε περιόδους ανωμαλίας των αγορών τελικά οδηγούν, λόγω της ομοιογενούς επενδυτικής συμπεριφοράς, σε αυξημένο συστημικό κίνδυνο. Δηλαδή το βασικό μειονέκτημα των υποδειγμάτων αυτών είναι ότι στηρίζονται σε αποκαλυφθείσες τιμές αγοράς για να προστατεύσουν από τις αποτυχίες που σχετίζονται με τις τρέχουσες τιμές αγοράς. Γενικότερα, οι πολιτικές διαχείρισης κινδύνων που σχετίζονται με την υπερβολική έκθεση σε σύνθετα χρηματοπιστωτικά μέσα όχι μόνον αφελών ή απρόσεκτων επενδυτών αλλά και πλέον ενημερωμένων και έμπειρων επενδυτών στις χρηματοπιστωτικές αγορές, απαιτούν ιδιαίτερη προσοχή και κατάλληλη προσαρμογή. Όσο και καλή να είναι η *ex post* διαχείριση κινδύνων, δεν μπορεί να μειώσει τους κινδύνους από την *ex ante* μείωση εγγυήσεων και την 'χαλαρή' αναδοχή δανείων. Στο πλαίσιο αυτό απαιτείται η αποτελεσματικότερη παρακολούθηση των μετρήσεων κινδύνων και η κατάλληλη χρήση των παραγόμενων ενδείξεων από τα εποπτικά όργανα των εταιριών, τα οποία προϋποθέτουν την αποτελεσματικότερη διακυβέρνησή τους.

- 5 Διαφωτίζεται η δυσμενή επίδραση των κινήτρων αγοράς που επέτρεψαν την χωρίς έλεγχο ανάπτυξη δικτύων δημιουργίας και προώθησης (ακόμη και σε λιανικούς επενδυτές) σύνθετων χρηματοπιστωτικών μέσων με περιορισμένη διαφάνεια και κατανόηση των χαρακτηριστικών και των ενεχόμενων κινδύνων, αλλά και τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να χρησιμοποιούν εταιρίες-οχήματα ειδικού σκοπού για τη μεταφορά πιστωτικών κινδύνων, μη λογιζομένων στις δημοσιευμένες οικονομικές τους καταστάσεις, προκειμένου να χρηματοδοτούν επενδύσεις.

Στο πλαίσιο αυτό, με απώτερο σκοπό την διατήρηση της αξιοπιστίας των αγορών, η διευρυμένη επιχειρηματική δραστηριότητα των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων με βάση το υπόδειγμα "*originate and distribute*" απαιτεί αυστηρότερη παρακολούθηση, η διαδικασία τιτλοποίησης απαιτήσεων και η πολυπλοκότητα των τιτλοποιημένων χρηματοπιστωτικών μέσων απαιτούν περισσότερη διαφάνεια, με στόχο την διακίνησή τους σε οργανωμένες αγορές και την ατομίτητά τους μέσω αυτών. Κανείς δεν είναι σίγουρος που ακριβώς κείτονται οι κίνδυνοι με αποτέλεσμα την αδυναμία εκτίμησής τους από τους επενδυτές, την έξοδό τους από την αγορά, την συρρίκνωσή της και τελικά τον περιορισμό της αξιοπιστίας της.

Απαιτείται η παροχή κινήτρων για την παρακολούθηση από τα ίδια χρηματοπιστωτικά ιδρύματα της διαδικασίας έκδοσης και του υπολογισμού απόδοσης των σύνθετων χρηματοπιστωτικών μέσων που δημιουργούν και διακινούν, αλλά και αυστηρότερη παρακολούθηση των οχημάτων ειδικού σκοπού που θεσπίζουν για την διάθεση των μέσων αυτών. Η διαφάνεια δεν πρέπει να αφορά μόνο στα σύνθετα χρηματοπιστωτικά μέσα και τους εκδότες τους αλλά και στις πολιτικές διακράτησης και διάθεσής τους στις αγορές (δοθέντος ότι επηρεάζεται ο κίνδυνος ρευστότητας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων). Ειδικότερα, τα *hedge funds* και τα *private equity funds* ως εναλλακτικοί πάροχοι ρευστότητας πρέπει να αποκαλύψουν περισσότερες πληροφορίες για τις δραστηριότητες και τα επενδυτικά ανοίγματά τους και ενδεχομένως να υποστούν περιορισμό του εύρους άσκησης της δραστηριότητάς τους.

- 6 Απαιτείται καλύτερος συντονισμός των αρμοδίων φορέων άσκησης πολιτικής σε πολλαπλά επίπεδα για τη διατήρηση της μακροπρόθεσμης

σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, στις ακόλουθες κατευθύνσεις:

- (α) Οι αρμοδιότητες: (i) του ασκούντος τη νομισματική πολιτική, του χορηγού ρευστότητας έσχατης ανάγκης και του εγγυητή της μακροπρόθεσμης χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, που παραδοσιακά ασκούνται από την κεντρική τράπεζα, (ii) της προληπτικής ρύθμισης και εποπτείας της λειτουργικής επάρκειας και χρηματοοικονομικής φερεγγυότητας των ίδιων των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, που ασκείται είτε από την κεντρική τράπεζα (σε ορισμένες χώρες) είτε από διακριτή και ανεξάρτητη εποπτική αρχή (σε άλλες χώρες) είτε από υβριδικά σχήματα (σε άλλες χώρες), και (iii) της γενικής εποπτείας της λειτουργίας και διακυβέρνησης του χρηματοπιστωτικού συστήματος σε εγχώρια και διεθνή διάσταση, που ασκείται (κυρίως συμβουλευτικά) από το εποπτεύον Υπουργείο Οικονομίας κάθε χώρας, πρέπει να αποσαφηνιστούν προσεκτικά και να ασκηθούν αποτελεσματικά με κύριο άξονα τον καλύτερο συντονισμό, παραγωγή και διάχυση πληροφοριών για την αποτροπή συστημικών κρίσεων, καθώς και την σαφή ιεράρχηση και καταμερισμό ευθύνης και αρμοδιότητας λήψης μέτρων παρέμβασης.
- (β) Με δεδομένο ότι: (i) η ανάπτυξη εταιριών-οχημάτων ειδικού σκοπού επιτράπηκε από τις περισσότερες κεντρικές τράπεζες αλλά όχι από όλες (π.χ. Ισπανία), επηρεάζοντας τον ανταγωνισμό μεταξύ των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, (ii) η δημιουργία των εταιριών αυτών ήταν εκτενέστερη από τις επενδυτικές τράπεζες συναλλαγών χονδρικής και περιορισμένη από τα παραδοσιακά ιδρύματα λιανικής τραπεζικής και (iii) το πρόβλημα εμφανίστηκε συγκριτικά εντονότερο στις περιπτώσεις όπου η εποπτεία των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων ασκούνταν από άλλους φορείς και όχι τις κεντρικές τράπεζες (ΗΠΑ, ΗΒ, Γερμανία, εκτός όμως της Ολλανδίας), φαίνεται ότι το τριαδικό σύστημα εποπτείας (Υπουργείο, Εποπτική Αρχή, Κεντρική Τράπεζα) δεν είχε την αναμενόμενη αποτελεσματικότητα. Τελικά τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που δεν είχαν αναπτύξει υπέρμετρη δραστηριότητα τιτλοποίησης απαιτήσεων διότι οι εποπτικές αρχές τους δεν τους το είχαν επιτρέψει, βρέθηκαν στην δυσάρεστη θέση να υποφέρουν από την κρίση χωρίς να ευθύνονται. Είναι προφανές λοιπόν ότι απαιτείται κατάλληλη αναδιάρθρωση των εποπτικών δομών ώστε να αποσοβηθούν μελλοντικά οι συνέπειες από την έλλειψη συντονισμού μεταξύ αρμοδίων εποπτικών αρχών.
- (γ) Διαφορές στο επίπεδο, εύρος και χρόνο κάλυψης καταθέσεων και στο γενικό πλέγμα εγγυήσεων μεταξύ διαφορετικών κρατών και μεταξύ διαφορετικών ιδρυμάτων εντός του ίδιου κράτους δημιουργούν σημαντικό ζήτημα αθέμιτου ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος μεταξύ τους με αποτέλεσμα την μετακίνηση καταθέσεων και την διαφοροποίηση του κόστους συναλλαγών, ιδιαίτερα δε σε ενδο-ευρωπαϊκό επίπεδο χαρακτηριζόμενο από το ίδιο νόμισμα και ρυθμιστικό πλαίσιο, απαιτώντας τον κατάλληλο συντονισμό των κεντρικών τραπεζών και κρατών στην κατεύθυνση της κατάλληλης εναρμόνισης.
- (δ) Με δεδομένη την πρόσβαση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων σε εξωχώριες πηγές ρευστότητας μέσω των υποκαταστημάτων που διαθέτουν στο εξωτερικό, απαιτείται ουσιαστική συνεργασία και συντονισμός μεταξύ κεντρικών τραπεζών για τον έλεγχο πρόσβασης σε πηγές ρευστότητας και την αποτροπή έμμεσης παραβίασης κανόνων ρευστότητας.
- 7 Είναι αναγκαία η αναθεώρηση της λειτουργίας των οργανισμών διαβάθμισης της πιστοληπτικής ικανότητας χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων (credit rating agencies) με στόχο τον επαναπροσδιορισμό του πεδίου άσκησης δραστηριότητας, την ανεξαρτησία της παραγωγής διαβαθμίσεων και τον περιορισμό των εσωτερικών συγκρούσεων συμφερόντων (πληρώνονται από τους εκδότες χρηματοπιστωτικών μέσων που αξιολογούν και όχι τους επενδυτές που υπηρετούν, τα έσοδα από παροχή συμβουλών

είναι πολύ υψηλότερα από τα έσοδα από παροχή υπηρεσιών πιστοληπτικής αξιολόγησης), την ενίσχυση της παρακολούθησης των αξιολογούμενων εταιριών (με την βελτίωση των τεχνικών παρακολούθησης μέσω της προσθήκης παραμέτρων ρευστότητας) και την ταχύτερη πρόβλεψη δυνητικών προβλημάτων και αντίδραση σε αυτά. Ενδεχομένως θα συνέβαλλε η διευκόλυνση προσφυγής επενδυτών στα δικαστήρια ενάντια σε υπερβολικά αποκλίνουσες 'γνώμες' από τις εταιρίες πιστοληπτικής αξιολόγησης.

- 8 Κρίνεται σκόπιμη η αναθεώρηση της φορολογικής πολιτικής έναντι των οχημάτων ειδικού σκοπού και των εναλλακτικών επενδυτικών οχημάτων με στόχο την αποτροπή της χρήσης τέτοιων οχημάτων για την απόκρυψη δραστηριότητας από τους δημοσιευμένους ισολογισμούς και την μείωση της φορο-αποφυγής.
- 9 Τέλος, απαιτείται η διαχείριση της συνολικής ρευστότητας σε παγκόσμια κλίμακα, θέτοντας το ζήτημα της κατάλληλης αρχιτεκτονικής του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος. Η πολιτική πρόκληση είναι σαφής: Είναι δυνατόν να εξασφαλιστούν τα οφέλη ενός ευέλικτου χρηματοπιστωτικού συστήματος, ικανού να κινητοποιήσει τα κεφάλαια σε διεθνή κλίμακα, ενώ ταυτόχρονα εγγυάται την προστασία των εθνικών οικονομιών και της παγκόσμιας οικονομίας από τους συστημικούς κινδύνους που φέρνει η χρηματοπιστωτική απελευθέρωση; Τα βασικά στοιχεία μιας νέας αρχιτεκτονικής του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος μπορεί να αντληθούν από τις παρακάτω διαπιστώσεις (Eatwell and Taylor, 2000, D'Arista and Griffith-Jones, 2008):
 - a. Δοθέντος ότι η διεθνής χρηματοοικονομική απελευθέρωση οδηγεί σε σημαντική αύξηση κινδύνου τόσο στην εθνική όσο και τη διεθνή πραγματική οικονομία, μια αποτελεσματική πολιτική ως προς τις αγορές κεφαλαίων πρέπει να έχει διεθνή χαρακτήρα, προς το καλύτερο συμφέρον όλων.
 - b. Η απόδοση των διεθνοποιημένων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων πρέπει να αξιολογείται από την άποψη της συμβολής τους στην ανάπτυξη και σταθερότητα της πραγματικής οικονομίας.
 - c. Η χρηματοοικονομική σταθερότητα απαιτεί έναν χορηγό ρευστότητας έσχατης ανάγκης.
 - d. Η αποτελεσματική ρύθμιση αποτελεί αναγκαία προϋπόθεση για την ύπαρξη αποτελεσματικού χορηγού ρευστότητας έσχατης ανάγκης.
 - e. Με δεδομένη την κλίμακα των κινήσεων κεφαλαίων σήμερα, μια διεθνής χρηματοπιστωτική πολιτική θα είναι δυνατή μόνο εάν υπάρχει υψηλός βαθμός αμοιβαίας συνεργασίας μεταξύ εθνικών νομισματικών και εποπτικών αρχών.
 - f. Η διεθνής οικονομία αποτελείται από εθνικές οικονομίες σε εντελώς διαφορετικά χαρακτηριστικά και επίπεδα ανάπτυξης τόσο στην πραγματική οικονομία όσο και στον χρηματοπιστωτικό τομέα. Μία και μόνο πολιτική συνταγή είναι πολύ απίθανο ότι θα είναι κατάλληλη για όλες. Οι εθνικές πολιτικές πρέπει να είναι σεβαστές και να υποστηρίζονται στο πλαίσιο μιας συνολικής διεθνούς χρηματοπιστωτικής αρχιτεκτονικής. Μια γενική και ενιαία δέσμευση προς την απελευθέρωση, την άρση εμποδίων, και τη διαφάνεια για όλες τις χώρες θα καταλήξει σε αποτυχία και θα θέσει σε κίνδυνο την ανάπτυξη της διεθνούς οικονομίας της αγοράς.
 - g. Είναι κοινά αποδεκτό ότι οι εθνικές χρηματοπιστωτικές αγορές πρέπει να ρυθμίζονται. Αλλά όταν οι χρηματοπιστωτικές αγορές είναι ανοιχτές, δεν υπάρχει ουσιαστική διαφορά εποπτικών ενεργειών μεταξύ των εθνικών αγορών και της διεθνούς αγοράς. Έτσι, οι ρυθμιστικές αρχές και πρακτικές που ισχύουν για τις πρώτες ισχύουν και για την τελευταία. Οι γενικοί στόχοι της εθνικής ρυθμιστικής αρχής είναι η προστασία των επενδυτών, η διατήρηση των υψηλότερων δυνατών επιπέδων ακεραιότητας, συμπεριφοράς και επαγγελματικότητας των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, και η ελαχιστοποίηση του συστημικού

- κινδύνου. Αυτοί πρέπει να είναι οι στόχοι της διεθνούς χρηματοοικονομικής ρύθμισης.
- h. Το κυρίαρχο καθήκον της διεθνούς χρηματοοικονομικής ρύθμισης είναι η ελαχιστοποίηση του συστημικού κινδύνου που προκύπτει από τη λειτουργία των αγορών κεφαλαίου και παραγώγων. Ταυτόχρονα, η ρυθμιστική αρχή πρέπει να αποτρέπει τη δημιουργία κινδύνου μη ηθικής συμπεριφοράς (*moral hazard*). Είναι ζωτικής σημασίας να παρέχεται προστασία έναντι της αποτυχίας των ιδιωτικών επιχειρήσεων, που θέτει σε κίνδυνο την αποτελεσματική λειτουργία της αγοράς στο σύνολό της. Ωστόσο οι εταιρίες χρηματιστηριακής διαμεσολάβησης που λαμβάνουν κακές αποφάσεις πρέπει να επιτρέπεται να αποτύχουν.
 - i. Οι απαιτήσεις διεθνούς χρηματοπιστωτικής ρύθμισης δεν μπορούν να ικανοποιηθούν από καθαρά συνεργατικές και συνεταιριστικές δομές. Απαιτείται ένας νέος διεθνής ρυθμιστικός φορέας με κατάλληλες εξουσίες, που τις ασκεί εντός ενός συμφωνημένου πλαισίου σύνδεσης του φορέα αυτού με τις εθνικές ρυθμιστικές δομές, οι οποίες αποτελούν ζωτικό συστατικό του.

Συμπεράσματα

Τα βασικά χαρακτηριστικά της κρίσης συνοψίζονται ως εξής: Επιθετικές πολιτικές χορήγησης δανείων, συμμορφούμενοι αξιολογητές πιστοληπτικής ικανότητας, και αυτάρεσκοι δανειολήπτες πολλαπλασιάστηκαν και συνέβαλλαν στην τροφοδότηση της αύξησης τιμών των ακινήτων. Προκειμένου να διευρύνουν τα κέρδη τους εκμεταλλευόμενοι τα κίνητρα αγοράς (απορρυθμισμένες συναλλαγές, χαμηλό κόστος δανεισμού, κυνήγι υψηλών αποδόσεων, υψηλές εγγυήσεις και ασφάλειες έναντι αποτυχίας,) οι χορηγοί στεγαστικών δανείων – οι οποίοι σχεδίαζαν να πωλήσουν τα ενυπόθηκα δάνεια σε οργανισμούς τιτλοποίησης και διάθεσής τους υπό μορφή νέων επενδυτικών τίτλων σε περισσότερες κατηγορίες ανυποψίαστων επενδυτών, επιτυγχάνοντας τη μεταφορά των υποκείμενων απαιτήσεων εκτός ισολογισμού τους και συνεπώς εκτός εποπτικών κεφαλαιακών υποχρεώσεων, με απώτερο στόχο την περαιτέρω ενίσχυση της πιστωτικής τους επέκτασης – σταμάτησαν να ανησυχούν για την επιστροφή των δανείων αυτών. Καθοδηγούμενοι από τον κερδοσκοπικό παροξυσμό και τον εντεινόμενο ανταγωνισμό, κατά κανόνα προέβαιναν σε επιπόλαιες μόνο προσπάθειες αξιολόγησης της ικανότητας των δανειοληπτών να αποπληρώσουν τα δάνειά τους. Τα υποθηκευμένα δάνεια συσκευάστηκαν σε επενδυτικούς τίτλους και μεταπώληθηκαν με υπερσύγχρονους αλλά απόκρυφους τρόπους σε επενδυτές σε ολόκληρο τον κόσμο. Στη διαδικασία συνέβαλλε η κερδοσκοπική εμφάνιση νέων εταιριών-επενδυτών, οι οποίες προχώρησαν σε κερδοσκοπική αύξηση της δανειακής τους επιβάρυνσης για την έκδοση βραχυχρόνιων τίτλων χαμηλού κόστους χρηματοδότησης από τα έσοδα της πώλησης των οποίων επένδυαν στην αγορά μακροχρόνιων τιτλοποιημένων προϊόντων υψηλότερης απόδοσης αλλά χαμηλότερης ρευστότητας και διαφάνειας. Η κρίση προήλθε αφενός από την συνεχιζόμενη πώληση τιτλοποιημένων προϊόντων μειούμενης εξασφάλισης και αφετέρου από την αδυναμία λήψης νέων πιστώσεων για την αναχρηματοδότηση της εκδοτικής δραστηριότητας με αποτέλεσμα τελικά την παύση, λόγω της αυξανόμενης αναντιστοιχίας μεταξύ του χρόνου ληκτότητας χρηματοοικονομικών απαιτήσεων και υποχρεώσεων και της συρρικνούμενης ρευστότητας, του κύκλου αναχρηματοδότησης και επανεπένδυσης και την αδυναμία των εταιριών αυτών να αποπληρώσουν τις οφειλόμενες βραχυχρόνιες υποχρεώσεις τους αλλά και να διαθέσουν περαιτέρω τις τιτλοποιημένες μακροπρόθεσμες επενδύσεις τους, ελλείψει αγοραστών. Οι εποπτικές αρχές αποδείχθηκαν ανεπαρκώς προετοιμασμένες, καθώς είχαν αποδεχθεί ότι η εφαρμοζόμενη προσέγγιση στη διαχείριση συστημικού κινδύνου των χρηματοπιστωτικών οργανισμών στην βάση των σημάτων που παρήγαγαν τα εσωτερικά

υποδείγματα υπολογισμού κινδύνου και των διαβαθμίσεων πιστοληπτικής αξιολόγησής τους επαρκούσαν για την αποτίμηση της ευαισθησίας κινδύνου στο νέο περιβάλλον της απότομης ανόδου δραστηριότητας στην παραγωγή και διάθεση σύνθετων χρηματοπιστωτικών μέσων μειωμένης εξασφάλισης.

Τα γεγονότα αυτά συμφωνούν με την καλά τεκμηριωμένη ιστορική εμπειρία, που περιγράφεται στην κλασική μελέτη του Charles Kindleberger (2002) «Manias, Crashes and Panics: Η History of financial Crises». Το χρηματοπιστωτικό σύστημα ήταν καθαυτό υπεύθυνο της κρίσης, και θα συνεχίσει να είναι. Όταν η χρηματοοικονομική υπερβολή απείλησε την επιβίωση του καπιταλισμού την δεκαετία του '30, η απάντηση ήταν η άσκηση πολιτικής αusterής ρύθμισης των αγορών. Οι εθνικές και διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές τέθηκαν υπό έλεγχο και θεσμοθετήθηκε η διαφοροποίησή τους. Αυτό το περιορισμένα ευέλικτο χρηματοπιστωτικό σύστημα λειτούργησε αποτελεσματικά από το τέλος του Β' Παγκοσμίου Πολέμου μέχρι τις αρχές της δεκαετίας του '70, και συνέπεσε με την επιτυχεστέρα περίοδο συνεχούς οικονομικής ανάπτυξης που παρατηρήθηκε ποτέ.

Από τα μέσα του '70, οι αυξανόμενες πιέσεις επέφεραν την ευρεία φιλελευθεροποίηση των εγχωρίων και διεθνών αγορών που έχει οδηγήσει στην δημιουργία της σύγχρονης παγκοσμιοποιημένης αγοράς. Η φιλελευθεροποίηση έχει συνοδευτεί από την δημιουργία εξαιρετικά ταχείας τεχνολογικής προόδου στην παραγωγή και επεξεργασία πληροφοριών και χρηματοοικονομικής καινοτομίας που έχουν μετασχηματίσει χρηματοπιστωτικά μέσα και αγορές. Η ρύθμιση των αγορών αυτών υπολείπεται των απαιτήσεων που επιβάλλει η συμπεριφορά τους. Η αυξανόμενη χρήση δανεισμού μέσω των διεθνών αλληλεξαρτώμενων αγορών για την χρηματοδότηση επενδύσεων θέτει έναν τεράστιο κίνδυνο για την παγκόσμια οικονομική ευημερία. Ο τρόπος με τον οποίο η πρακτική αυτή μπορεί πράγματι να ρυθμιστεί διεθνώς αποτελεί ένα από τα σημαντικότερα ζητήματα δημόσιας πολιτικής σήμερα και τα επόμενα χρόνια (Alexander et al. 2007).

Η αντίδραση των κρατών και των εποπτικών αρχών στην κρίση είναι επίσης επαρκώς προβλέψιμη. Ήδη από τις χρηματοοικονομικές κρίσεις του 1987, του 1992, και του 1997-8, την κατάρρευση του LTCM κ.λπ., οι δημόσιες αρχές προτείνουν τα ίδια μέτρα πολιτικής για την αντιμετώπιση κρίσεων: περισσότερη διαφάνεια, περισσότεροι προληπτικοί έλεγχοι και καλύτερη διαχείριση κινδύνων. Τα ίδια περίπου προτείνουν και σήμερα. Ωστόσο παραμένει γεγονός ότι όσο καλά και να είναι τα παραπάνω μέτρα, είναι μάλλον κοινή πεποίθηση ότι οι κρίσεις αυτές δεν θα είχαν αποτραπεί.

Η ιστορία της σύγχρονης παγκόσμιας οικονομίας διδάσκει ότι τα μειονεκτήματα που προκύπτουν από την εξάπλωση των απελευθερωμένων χρηματοπιστωτικών αγορών μπορεί να αντισταθμιστούν από την εκλογικευμένη δημόσια παρέμβαση. Ας μη ξεχνούμε ότι τα 25 χρόνια που ακολούθησαν την λήξη του 2ου παγκοσμίου πολέμου χαρακτηρίστηκαν από στρατηγική απελευθέρωση αγορών σε ελεγχόμενο διεθνές περιβάλλον που συνέβαλε στην πραγματοποίηση και διατήρηση των υψηλότερων και μακροβιότερων ποσοστών οικονομικής ανάπτυξης και απασχόλησης στη σύγχρονη εποχή. Αλλά τα τελευταία 30 χρόνια, η τυφλή απορύθμιση και η πολιτική δυσμένεια της ρυθμιστικής παρέμβασης έχουν κυριαρχήσει επί της διεθνούς οικονομικής πολιτικής, συμβάλλοντας στην αβεβαιότητα και αστάθεια των αγορών, που περισσότερο συχνά σε σχέση με το παρελθόν οδηγούν στην εμφάνιση χρηματοοικονομικών κρίσεων με τεράστιες αρνητικές συνέπειες στην πραγματικές οικονομίες και την ευημερία των ανθρώπων. Η πολιτική αυτή πρέπει να αλλάξει. Οι διεθνείς αγορές πρέπει

να μετασχηματιστούν από αφέντες σε υπηρέτες της ανάπτυξης και της ευημερίας.

Βιβλιογραφία

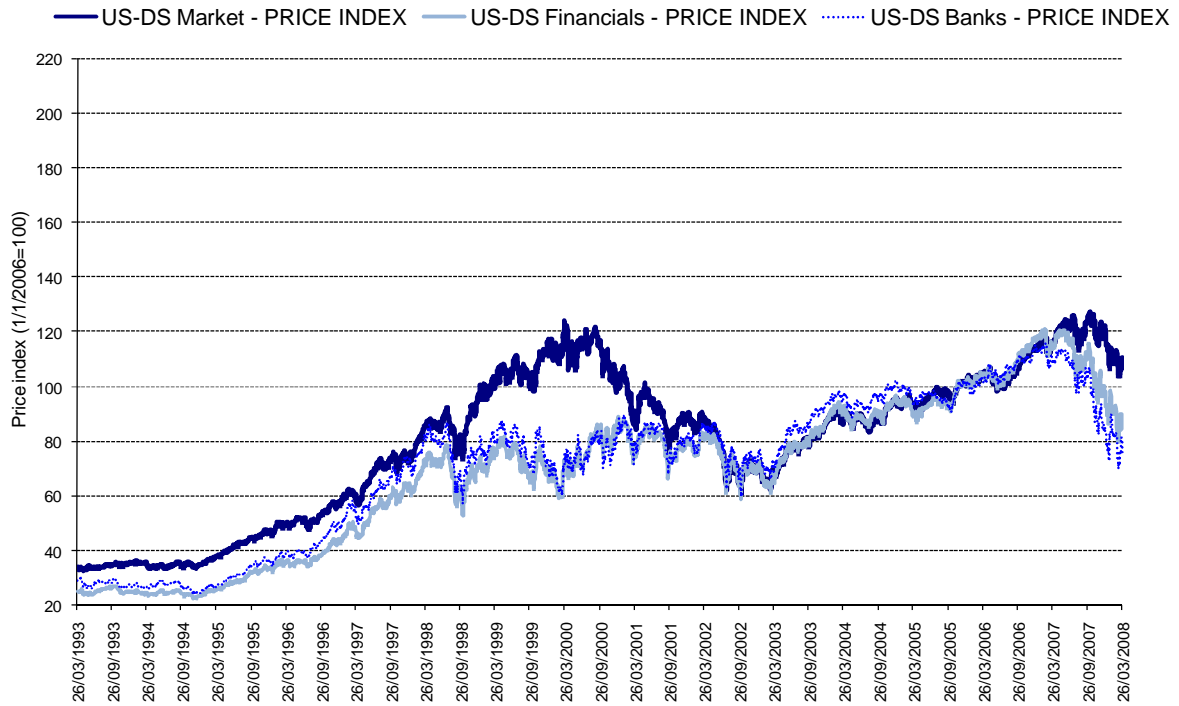
- Alexander, K., J. Eatwell, A. Persaud and R. Reoch, 2007, *Financial Supervision and Crisis Management in the EU*, Policy Study IP/A/ECON/IC/2007-069, Brussels: EU Parliament
- Allen, F, S. Morris and H. S. Shin, 2006, 'Beauty contests and iterated expectations in asset markets', *Review of Financial Studies*, 19(3):719-752
- Allen F. and E. Carletti, 2008, "Should financial institutions mark-to-market?", Banque de France, *Financial Stability Review*, 12, pp. 1-6
- Bank of England, 2007, *Financial Stability Report*, London: Bank of England
- Bank of International Settlements, 1998, *Annual Report*, BIS
- 2006, *BCBSQ: Results of the fifth quantitative impact study*, 16 June 2006
- Berger A. N. and G. F. Udell, 2004, "The institutional memory hypothesis and the procyclicality of bank lending behaviour", *Journal of Financial Intermediation*, 13, pp. 458-95.
- Blundell-Wignal, A. and P. Atkinson, 2008, "The sub-prime crisis - causal distortions and regulatory reform", στο *Lessons from the financial turmoil of 2007 and 2008*, Reserve Bank of Australia
- Buiter, W. and A. Sibert, 2007, "The Bank must take three steps to ease the turbulence", *Financial Times*, September 06.
- D'Arista, J. and S. Griffith-Jones, 2008, "Agenda and Criteria for Financial Regulatory Reform", Columbia University mimeo, http://www0.gsb.columbia.edu/ipd/pub/DAristaGriffithJones_Financial_regulatory.reform.pdf
- Davis, E.P., 2008, "Liquidity, financial crises and the lender of last resort - How much of a departure is the sub-prime crisis?" στο *Lessons from the financial turmoil of 2007 and 2008*, Reserve Bank of Australia
- Diamond, Douglas W., and P.H. Dybvig, 1983, "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity." *Journal of Political Economy*, 91, pp. 401-19.
- Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, 2008, *Ετήσια Έκθεση 2007*, Αθήνα.
- Eatwell, J. and A. Persaud, 2008, "A practical approach to the regulation of risk", *Financial Times*, August 25.
- 2008, "Fannie and Freddie, damned by a Faustian bargain", *Financial Times*, July 17.
- Eatwell, J and L. Taylor, 2000, *Global Finance at Risk: The Case for International Regulation*, NY: New Press
- Financial Stability Forum, 2008, "Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience", 7 April
- European Central Bank (ECB), 2008, Bulletin, vol. 2, "Securitization in the Euro area". ECB:Frankfurt.
- Goodhart, C., 1988, *The Evolution of Central Banks*, Cambridge: MIT Press
- 1997, "Disintermediation", *The New Palgrave Dictionary in Economics*
- Goodhart, C. & A. Persaud, 2008a, "How to avoid the next crash." *Financial Times*, January 30.
-2008b, "A party pooper's guide to financial stability", *Financial Times*, June 4.

- Gordy, M.B., 2003, "A risk-factor model foundation of ratings-based bank capital rules", *Journal of Financial Intermediation*, 12(3), pp. 199-232.
- Group of Ten, 2001, Report on Consolidation in the Financial Sector, January 25.
- Hendricks, D., J. Kambhu and P. Mosser, 2006, "Systemic Risks and the financial System", *NAS-FRBNY Conference on New Directions in Understanding Systemic Risk*, Federal Reserve Bank of New York
- International Monetary Fund, 2004, *Financial Sector Regulation: Issues and Gaps*, IMF, Washington
- Keynes, J. M., 1936, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London: Macmillan
- Kindleberger, C. P., 2002, *Manias, Crashes and Panics: A History of Financial Crises*, 4th edition, Basingstoke: Palgrave
- Laganá, M., M. Peřina, I. von Köppen-Mertes and A. Persaud, 2006, "Implications for liquidity from innovation and transparency in the European corporate bond market." ECB Occasional Paper No. 50, August.
- Navaro, de O., G. Retuerto, (2008), "Sub-prime crisis and fixed-income markets", *CNMV Bulletin*, Q1, pp. 57-76.
- OECD, 2008a, "The OECD response to the financial and economic crisis", OECD Secretariat, November 21.
-2008b, "Near-term and longer run policy issues in the current financial crisis", OECD Secretariat, DAF/CMF(2008)17
-2008c, "The subprime crisis: size, deleveraging and some policy options", OECD Secretariat, DAF/CMF(2008)1
-2008d, "The recent financial market turmoil, contagion risks and policy responses: how well are we weathering the storm", OECD Secretariat, DAF/CMF(2008)9
- Persaud, A., 2000, 'Sending the herd off the cliff edge: the dangerous interaction between modern risk management practices and investor behaviour'. *First Prize, Jacques de Larosiere Awards in Global Finance*, Institute of International Finance, Washington
- 2003, 'Market liquidity and risk management', in Persaud, A. (ed.) *Liquidity Black Holes: Understanding, Quantifying and Managing Financial Liquidity Risk*, London: Risk Books.
-2007, "Why bank risk models failed", *VOX*, 4 April, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/1029>
- Plantin G., H. Sapra, and H.S. Shin, 2008, "Fair value accounting and financial stability", Banque de France, *Financial Stability Review*, No. 12, October
- Taylor, A. and C. Goodhart, 2006, "Procyclicality and volatility in the financial system: the implementation of Basel II and IAS 39", in S. Gerlah and P. Gruenwald (eds) *Procyclicality of financial systems in Asia*, Basington: Palgrave Macmillan.

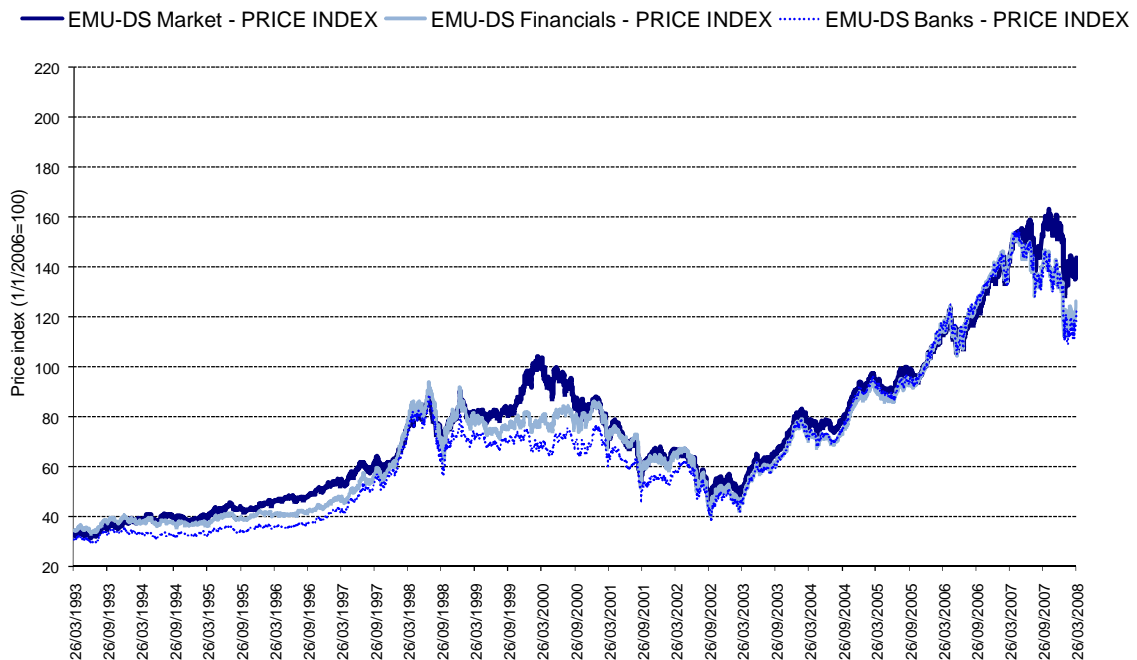
Σχήματα και Πίνακες

Σχήμα 1: Πορεία επιλεγμένων διεθνών χρηματιστηριακών δεικτών, 1993:3 - 2008:3

UNITED STATES

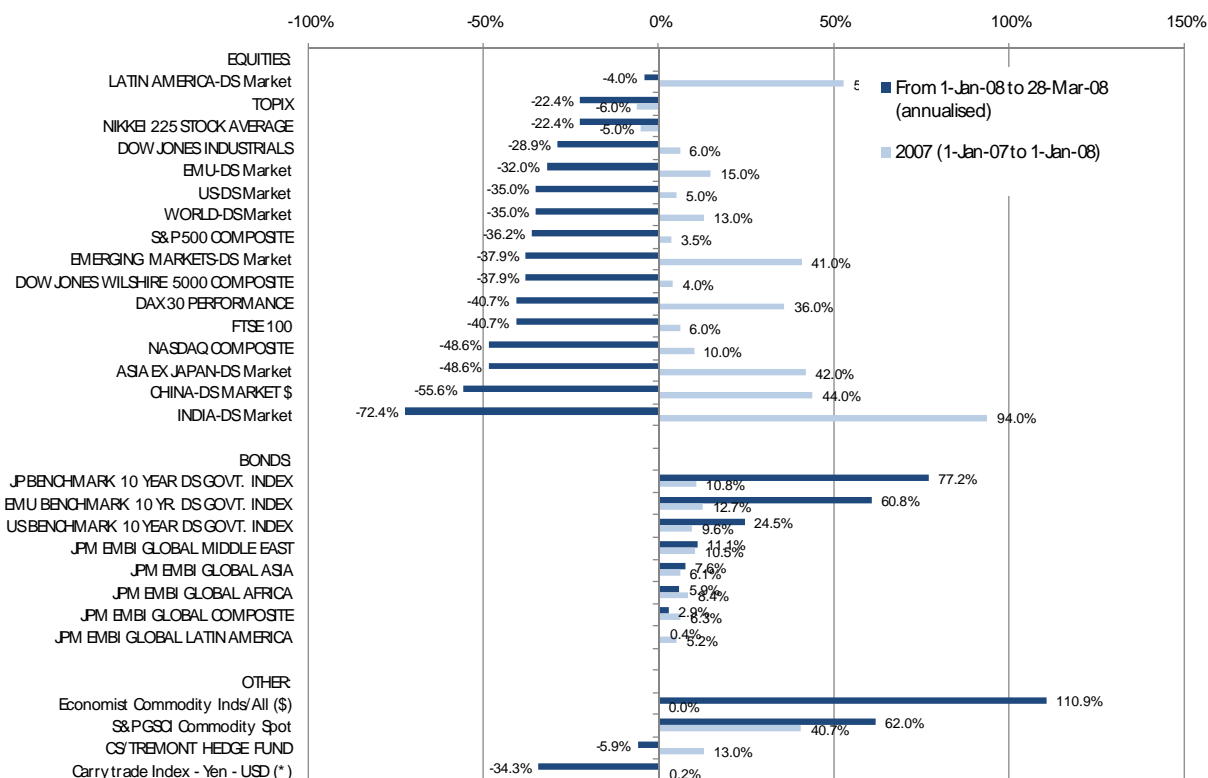


EURO AREA



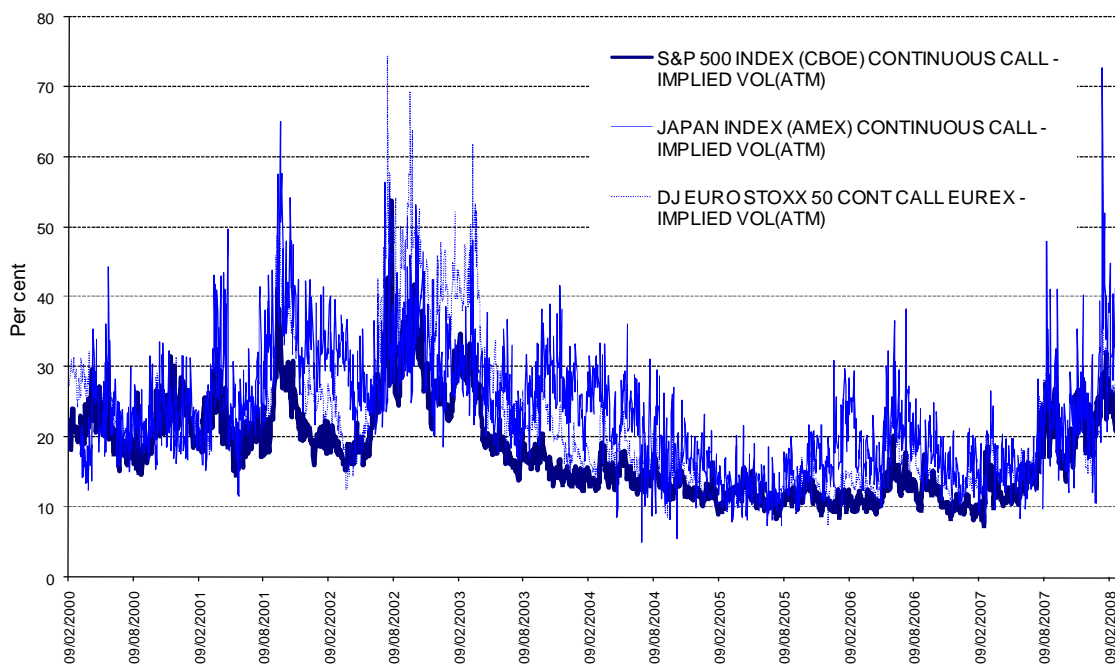
Πηγή: OECD (2008d), με βάση στοιχεία από Datastream, 1/1/2006 = 100

Σχήμα 2: Αποδόσεις εναλλακτικών επενδύσεων, 2008
(% ετήσια μεταβολή, δολάρια ΗΠΑ)



Πηγή: OECD (2008d), με βάση στοιχεία από Thomson Financial

Σχήμα 3: Αποδόσεις εναλλακτικών επενδύσεων, 2000-2008
(% ετήσια μεταβολή, δολάρια ΗΠΑ)



Πηγή: OECD (2008d), με βάση στοιχεία από Thomson Financial / Datastream.

Πίνακας 1: Εκτιμήσεις ζημιών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων
 (% μεταβ. κεφαλαιοποίησης μεγαλύτερων τραπεζών, δισεκ. USD)

	2008:Q1	2007	2006	2005
United States	-102.5	-359.4	188.0	-20.2
United Kingdom	-51.7	-108.4	130.5	-17.5
Switzerland	-44.7	-44.5	55.7	22.1
Italy	-38.7	76.5	63.2	47.4
Japan	-34.6	-112.2	-49.6	204.6
France	-27.0	-31.6	108.6	13.1
Canada	-23.9	12.1	31.2	37.0
Germany	-11.3	-3.6	34.3	14.8
Sweden	-2.7	-4.3	26.7	0.7
Netherlands	-0.0	0.5	0.5	0.1
Belgium	0.7	5.5	54.0	20.0
G10 total	-336.5	-569.5	643.0	322.1
Global	-691.7	-132.3	1,227.0	525.3

Σημ. Τα μεγέθη αναφέρονται στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που περιλαμβάνονται στους δείκτες Datastream, Πηγή: OECD (2008d), με βάση στοιχεία από Thomson Financial / Datastream.