



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ
(EXECUTIVE MBA)**

Διπλωματική Εργασία

**ΚΕΡΔΟΣΚΟΠΙΚΕΣ ΦΟΥΣΚΕΣ
ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΚΡΙΣΕΙΣ**

ΙΩΑΝΝΗΣ ΠΑΠΑΖΟΓΛΟΥ

Πειραιάς, 2013

ΚΕΡΔΟΣΚΟΠΙΚΕΣ ΦΟΥΣΚΕΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΚΡΙΣΕΙΣ

Ιωάννης Παπάζογλου

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις αλλά και οι κερδοσκοπικές φούσκες είναι ένα φαινόμενο στη σύγχρονη οικονομική ιστορία που προκαλεί θαυμασμό αλλά και φόβο. Έχουν παρατηρηθεί κερδοσκοπικές φούσκες σε διάφορους τομείς της οικονομίας ανά τα χρόνια, και πάντα έχουν αρκετά κοινά σημεία μεταξύ τους, ανεξαιρέτως με ποια χώρα ή σε ποια εποχή εκδηλώνονται.

Κύριος στόχος αυτής της εργασίας είναι να γίνει κατανοητό το υπόβαθρο πάνω στο οποίο αναπτύσσονται οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις, και να γίνει ξεκάθαρο το ποια είναι τα πραγματικά αίτια των κρίσεων (με μια αντιπαραβολή στην πρόσφατη κρίση του 2008), όπως και τις αντιδράσεις των επενδυτών, της αγοράς αλλά και των Κεντρικών Τραπεζών σε περιόδους κρίσης.

Πρέπει να σημειωθεί ότι η εγγραφή της παρούσας εργασίας δεν έχει ακολουθήσει κάποια από τις υπάρχουσες χρηματοοικονομικές σχολές ώστε να κρίνει βάση των πορισμάτων που έχουν καταλήξει. Αποτελεί περισσότερο μια προσέγγιση στο πραγματιστικό πρόβλημα που υπάρχει με τις κρίσεις και τις κερδοσκοπικές φούσκες από πλευράς του τελικού 'καταναλωτή', και βασίζεται στις απόψεις και γεγονότα που έχουν ήδη λάβει χώρα, λαμβάνοντας υπόψη όλες τις σχολές, έχοντας μια πιο ολιστική προσέγγιση στα προβλήματα και στα αίτια της κρίσης.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

	Σελίδα
Περίληψη	
Κατάσταση Διαγραμμάτων	i
Κεφάλαιο 1: Εισαγωγή	1
Κεφάλαιο 2: Κερδοσκοπικές Φούσκες	4
2.1. Η Δημιουργία μιας Φούσκας	5
2.2 Το στάδιο της κρίσης	7
2.3 Ιστορική Αναδρομή στις Φούσκες και κρίσεις	9
2.4. Οι αλλαγές του χρηματοοικονομικού συστήματος στα μέσα του 19ου αιώνα	13
2.5. Οι 'καινοτομίες' που άμβλυαν την κρίση	16
Κεφάλαιο 3: Η Πρόσφατη κρίση του 2008	19
3.1. Η δημιουργία των προϋποθέσεων της κρίσης	19
3.2. Η αρχή της κρίσης	22
3.3. Η ηρεμία πριν την Καταιγίδα	25
3.4. Η ώρα της κατάρρευσης	28
3.5. Μετάδοση της κρίσης σε αγορές του εξωτερικού	31
Κεφάλαιο 4: Η Συμβολή του Hyman Minsky	36
4.1. Το μοντέλο του Minsky	36
4.2. Η Θεωρία της Οικονομικής Αστάθειας	38
4.3. Ορθολογικότητα των αγορών	40
4.4. Η Επέκταση της Πίστωσης	41
4.5. Η αποτυχία των τραπεζών για τον έλεγχο της πίστωσης	44
4.6. Τύποι ανάδρασης στα σημάδια οικονομικής άνθισης	45
4.7. Η Αγορά των Μετοχών και Ακινήτων	46
Κεφάλαιο 5: Η Ψυχολογία της Κρίσης	48
5.1. Η αλλαγή στις προσδοκίες	48
5.2. Χρηματοοικονομικές Δυσχέρειες	49
5.3. Πανικός και Καταστροφές	50
5.4. Η παγκόσμια μετάδοση της κρίσης	51
5.5. Μηχανισμοί Μετάδοσης	53
5.6. Τα Μαθήματα της Ιστορίας	54
5.7. Οι επιπτώσεις των σοκ της Νομισματικής και της Πιστωτικής Αγοράς	56
5.8. Ο ρόλος ενός δανειστή τελευταίας λύσης	59

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

1. Εισαγωγή

Μετά την Μεγάλη χρηματοοικονομική κρίση του 2008, ο κόσμος μόλις έχει αρχίσει να δείχνει σημάδια σταθερότητας, χωρίς όμως να έχει επανέλθει η ισορροπία σε όλες τις οικονομίες του κόσμου. Πολλοί είναι αυτοί που απορούν γιατί εκδηλώθηκε αυτή κρίση και πως δεν έγινε κάτι για να αντιμετωπιστεί.

Αυτό που πολλοί όμως ξεχνούν είναι πως οι οικονομικές κρίσεις δεν είναι κάτι καινούργιο, αλλά πρακτικά μας συνοδεύουν για πάρα πολλά χρόνια. Με την εμφάνιση του καπιταλισμού, οι κρίσεις άρχισαν να εμφανίζονται σε πιο τακτά χρονικά διαστήματα, με διαφορετικές αιτίες και αποτελέσματα κάθε φορά, αλλά ακολουθώντας μια κοινή τακτική. Όπως έχουν παρομοιάσει αρκετοί οικονομολόγοι στο παρελθόν, οι κρίσεις είναι σαν τα ακραία καιρικά φαινόμενα. Αν και λειτουργούν με σχετικά προβλέψιμο τρόπο, ο τρόπος με τον οποίο μπορεί παροδικά να κοπάσουν και να φουντώσουν ξανά είναι απρόβλεπτος. Σχεδόν πάντα υπάρχουν σημάδια που μας καθοδηγούν σε μια επερχόμενη κρίση, αλλά πολλές φορές τα αγνοούμε μέχρι να είναι πλέον αργά.

Αυτό που έχει παρατηρηθεί πάντως είναι πως οι κρίσεις πλέον έχουν ενσωματωθεί μέσα στο καπιταλιστικό σύστημα. Τα ίδια χαρακτηριστικά που επιτρέπουν στον καπιταλισμό να έχει ζωτικότητα, να μπορεί να εισάγει συνεχώς χρηματοοικονομικές καινοτομίες ή να είναι πιο ανθεκτικό στην ανάληψη ρίσκου, μπορούν και να λειτουργήσουν ως καταλύτες για κερδοσκοπικές φούσκες και χρηματοοικονομικές κρίσεις που μπορούν και επηρεάζουν όχι μόνο την τρέχουσα οικονομία που τις δημιούργησε, αλλά και παράπλευρες οικονομίες, εξαπλώνοντας την έτσι σε πολλές οικονομίες του κόσμου.

Στην παρακάτω εργασία θα ασχοληθούμε με τη γενικότερη θεωρία των κερδοσκοπικών φουσκών και των οικονομικών κρίσεων. Θα αναλυθεί η δημιουργία και ο κύκλος ζωής μιας φούσκας και πως εξελίσσεται σε οικονομική κρίση, καθώς και ποια είναι εκείνα τα σημάδια που κάνουν πλέον φανερή την ύπαρξη της και την διαδικασία μεταμόρφωσης της σε κρίση, μαζί με σύντομες αναφορές σε μερικές από τις πιο γνωστές και μεγαλύτερες σε έκταση κρίσεις του παρελθόντος.

Στη συνέχεια θα ασχοληθούμε την πρόσφατη χρηματοοικονομική κρίση του 2008, που έδειξε πλέον σε όλο τον κόσμο πως οι παγκόσμιες οικονομίες είναι διασυνδεδεμένες και πως το χρηματοοικονομικό μας σύστημα είναι αρκετά ευαίσθητο ώστε να προκαλέσει αστάθεια πολύ εύκολα. Πιο συγκεκριμένα, θα εξεταστούν τα γεγονότα που οδήγησαν μέχρι και την κατάρρευση της Lehman Brothers, όπου επίσημα σήμανε και την έναρξη των προβλημάτων σε παγκόσμιο επίπεδο, και πως όλα αυτά συνετέλεσαν στο να αλλάξει το

παγκόσμιο χρηματοοικονομικό πεδίο, σε βαθμό που μέχρι και σήμερα δεν έχει έλθει μια ισορροπία. Εδώ φαίνεται πως και οι καινοτομίες που συμπεριλαμβάνονται μέσα στον καπιταλισμό και που φαινομενικά εισήχθησαν για δώσουν ώθηση στην οικονομία, ήταν και αυτές που έθεσαν τα θεμέλια για την χρηματοοικονομική κρίση που ξέσπασε στην πορεία.

Ο Himan Minsky έχει αποτελέσει έναν από τους μεγαλύτερους οικονομολόγους του τελευταίου αιώνα. Η συμβολή του έγκειται στο γεγονός ότι μπόρεσε και έθεσε τις βάσεις καθώς και το μοντέλο πάνω στο οποίο μπορούν να αποτυπωθούν οι προγενέστερες κρίσεις, και να μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την αναγνώριση μελλοντικών κρίσεων. Λόγω της θεωρίας του, η στιγμή έναρξης της κρίσης ονομάζεται και Στιγμή Μίνσκυ. Γίνεται αναφορά στην θεωρία του, και πιο συγκεκριμένα στην Θεωρία της Οικονομικής Αστάθειας, που πρακτικά συνέδεσε τα κενά μεταξύ της αστάθειας των αγορών και της κερδοσκοπικής οικονομίας, και πως η κερδοσκοπία ωθεί και τείνει να φέρει τη γενικότερη οικονομία σε αστάθεια.

Έπειτα γίνεται αναφορά στην ψυχολογία των επενδυτών στις αγορές. Όπως αναφέρεται και πιο κάτω στην εργασία αυτή, η ισορροπία των αγορών προϋποθέτει και ένα αίσθημα ασφάλειας και εμπιστοσύνης. Εμπιστοσύνη ότι οι υποχρεώσεις θα καλυφθούν, ότι η αγορά θα συνεχίσει να αναπτύσσεται, και ότι 'αυτή τη φορά τα πράγματα είναι διαφορετικά'. Πολλές φορές, το έναυσμα για τις κρίσεις βασίζεται σε ένα μικρό εξωγενή παράγοντα, ο οποίος καταφέρνει να αλλάξει την εμπιστοσύνη των επενδυτών, και να φέρει αλλαγή στις προσδοκίες τους. Θα αναλυθεί ποια είναι η συνήθης συμπεριφορά των επενδυτών, και πως αυτή η αγελαία συμπεριφορά μπορεί να επιφέρει καταστροφικά αποτελέσματα, και πως μπορεί να επεκταθεί εκτός της τοπικής αγοράς σε παγκόσμιο επίπεδο.

Ο Κέυνς, ένας από τους μεγαλύτερους οικονομολόγους της ιστορίας, είχε σαν βασικό άξονα για τις θεωρίες του την κυβέρνηση. Πίστευε ακράδαντα πως η κυβέρνηση έπρεπε να παρεμβαίνει και να βοηθά τη στιγμή που πρέπει την αγορά ώστε να διατηρείται η ισορροπία και να μην υπάρχουν έκτροπα. Πάνω σε αυτή τη λογική, θα εξετάσουμε το ρόλο και τη συμβολή των κεντρικών τραπεζών στην αντιμετώπιση της πρόσφατης οικονομικής κρίσης. Θα γίνει μια αναφορά για τις κινήσεις που ακολούθησαν, πού ήταν περισσότερο πυροσβεστικές παρά προληπτικές και προτάσεις όπως και η εξέταση κάποιων μεθόδων που έχουν προταθεί και δεν έχουν εφαρμοστεί ακόμα.

Τέλος, η εργασία κλείνει με προτάσεις για αποφυγή των μελλοντικών κρίσεων εστιάζοντας σε κάποια από τα βασικότερα προβλήματα που βοηθούν και υποσκάπτουν κερδοσκοπικές φούσκες, καθώς και πως αυτά μπορούν να αποφευχθούν.

Σκοπός αυτής της εργασίας είναι να δοθεί μια καλύτερη εικόνα στα προβλήματα που προκαλούν τη δημιουργία κερδοσκοπικών φουσκών και στη συνέχεια τους τις οικονομικές κρίσεις, και να δοθούν κάποιες προτάσεις πάνω στην αντιμετώπιση τους. Αυτό είναι μια συνδυαστική προσέγγιση λύσεων, όπου πρέπει να στοχεύει σε πολλαπλά σημεία ταυτόχρονα, που πρακτικά είναι και οι 'εστίες' των κρίσεων.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

2. Κερδοσκοπικές Φούσκες

Οι φούσκες και οι οικονομικές κρίσεις είναι ένα επαναλαμβανόμενο γεγονός στις οικονομικές αγορές, από τα πολύ παλιά χρόνια (με πρώτα δείγματα οικονομικής κρίσης στη Μεσοποταμία) έως και τις τρέχουσες ημέρες, στη σκιά της μεγάλης κρίσης του 2008. Πολλές φούσκες στην ιστορία είναι προάγγελοι κρίσεων, όπου γίνονται αντιληπτές μόνο όταν η κατάσταση είναι μη αναστρέψιμη. Σε μια τυπική φούσκα, διακρίνουμε δύο φάσεις:

i) Τη δημιουργία της φούσκας, όπου σε αυτή την φάση σχηματίζεται η φούσκα και άλλες ανομοιογένειες, και

ii) Το στάδιο της κρίσης, όπου όλοι οι κίνδυνοι και το οικονομικό ρίσκο που έχει συσσωρευτεί με την ανάπτυξη της φούσκας υλοποιείται, και αποτελεί το έναυσμα μιας κρίσης.

Πρακτικά ο όρος φούσκα αναφέρεται σε όταν η τιμή ενός περιουσιακού στοιχείου (από ομόλογα μέχρι και ακίνητα) ξεπερνά κατά πολύ την βασική υποκειμενική αξία του. Αν και ο ακριβής ορισμός του τι είναι αυτό που συγκροτεί και δημιουργεί μια φούσκα, έχει γίνει ξεκάθαρο στον χώρο της οικονομίας ότι δεν αποτελούν φούσκες όλες οι προσωρινά αυξημένες τιμές των περιουσιακών στοιχείων. Αντίθετα, έχει παρατηρηθεί ότι οι απότομες αυξήσεις περιουσιακών στοιχείων που έχουν εξελιχθεί σε φούσκες, τείνουν να συνδέονται με κάποια συγκεκριμένα χαρακτηριστικά (όπως την εκρηκτική αύξηση από την αξιολόγηση στοιχείων ενεργητικού). Πολλοί οικονομολόγοι βέβαια, δίνουν τον όρο φούσκα σε περιόδους όπου η τιμή κάποιου κεφαλαίου ξεπερνά την υποκειμενική του αξία, λόγω της πεποίθησης των επενδυτών ότι μπορούν να μεταπωλήσουν το συγκεκριμένο κεφάλαιο σε υψηλότερη τιμή στο μέλλον σε άλλους επενδυτές (μια πρακτική που συνετέλεσε πολύ στην παγκόσμια κρίση του 2008).

Οι κερδοσκοπικές φούσκες προσδίδουν μεγάλο ενδιαφέρον στους οικονομολόγους επειδή αυτές οι αλλαγές στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων επηρεάζουν την πραγματική κατανομή της οικονομίας. Επιπρόσθετα, αντικείμενο μελέτης και προσπάθειας πρόβλεψης είναι το σκάσιμο των φουσκών αυτών, μιας και επηρεάζει δραματικά τους ισολογισμούς των εταιριών, οικονομικών ιδρυμάτων, τραπεζών αλλά ακόμα και τα νοικοκυριά, επιβραδύνοντας την ανάπτυξη και τις σχετικές αυτής δραστηριότητες. Λόγω αυτών των επιδράσεων που επιφέρουν στην οικονομία, οι οικονομολόγοι προσπαθούν να προσδιορίσουν τις καταστάσεις όπου μια φούσκα θα δημιουργηθεί, αλλά και το πώς θα την αποτρέψουν.

2.1. Η Δημιουργία μιας Φούσκας

Η φάση στην οποία δημιουργείται μια φούσκα είναι όταν παρατηρείται για πρώτη φορά μια διόγκωση στις τιμές των κεφαλαίων και ανισορροπίες στα περιουσιακά στοιχεία. Τις περισσότερες φορές, οι ανισορροπίες αυτές συσσωρεύονται σταδιακά στο παρασκήνιο των οικονομικών εξελίξεων, και η μεταβλητότητα τους είναι χαμηλή. Όπως είπε και ο Hyman Minsky (1978), η αρχή των ανισορροπιών αυτών γίνεται συνήθως από κάποια αρχική μετατόπιση (initial displacement) στην αγορά, η οποία μπορεί να είναι είτε τεχνολογικής φύσεων (πχ τα .Com), απελευθέρωση κάποιων οικονομικών περιορισμών ή κανονισμών, ή ακόμα και οικονομικών καινοτομιών (ασφάλεια καταθέσεων), και δημιουργεί προσδοκίες για κέρδος και οικονομική ανάπτυξη. Αυτό οδηγεί σε μια φάση ανάπτυξης όπου σχεδόν πάντα συνοδεύεται με πολύ χαμηλή μεταβλητότητα, αύξηση των πιστώσεων που παρέχονται από τραπεζικά και ασφαλιστικά ιδρύματα, και μεγάλες αυξήσεις στον επενδυτικό τομέα.

Οι τιμές των κεφαλαίων αυξάνονται, στην αρχή με ένα συντηρητικό ρυθμό και στη συνέχεια με μεγαλύτερη ένταση. Οι τιμές αρχίζουν να ξεπερνούν αυτές που είχαν προβλεφθεί λόγω της αρχικής μετατόπισης, και αρχίζει να επικρατεί ένα κλίμα ευφορίας στην αγορά, όπου πλέον οι επενδυτές και οι συναλλαγές των υπερεκτιμημένων κεφαλαίων ακολουθούν φρενήρεις ρυθμούς, και οι τιμές αυξάνονται κατακόρυφα. Σε αυτό το σημείο, κάποιοι επενδυτές αρχίζουν να είναι ελαφρώς καχύποπτοι, ή να αρχίζουν να υποψιάζονται τη δημιουργία μιας φούσκας. Οι πιο αισιόδοξοι προσπαθούν πυρετωδώς να δικαιολογήσουν τις συγκεκριμένες υπερτιμήσεις, ενώ το μεγαλύτερο μέρος των επενδυτών, αγνοώντας τα στοιχεία του παρελθόντος, αρχίζει να έχει την πεποίθηση ότι «Αυτή τη φορά είναι διαφορετικά», ενώ ένα μικρότερο ποσοστό αυτών πιστεύει ότι θα έχει προλάβει να ξεπουλήσει τα κεφάλαια σε κάποιον άλλο επενδυτή πριν το σκάσιμο της φούσκας.

Στην διάρκεια αυτής της ευφορίας της αγοράς, συνεισφέρουν στην ανάπτυξη της φούσκας και τα διάφορα χρηματοοικονομικά ιδρύματα, οίκοι αξιολόγησης (π.χ. S&P, Fitch) και ασφαλιστικές εταιρίες (π.χ. AIG) τα οποία πιστεύουν και προσπαθούν να διαβεβαιώσουν την αγορά ότι ανεξάρτητα από τα γεγονότα του παρελθόντος, η οικονομία έχει μπει σε μια φάση όπου δεν ισχύουν οι παλιοί κανόνες. Δεν είναι τυχαίο που τόσο στην πρόσφατη στεγαστική φούσκα στις ΗΠΑ, αλλά και στην Ελλάδα, επικρατούσε (και επικροτούταν) το σενάριο ότι τα ακίνητα αποτελούν την πιο ασφαλή επένδυση, και ότι η γη/ σπίτια δεν πρόκειται να χάσουν την αξία τους, παρά μόνο να κερδίσουν.

Εφόσον έχει μπει η αγορά σε αυτή την πορεία, η φούσκα έχει ήδη δημιουργηθεί και ακολουθεί μια αρκετά προβλέψιμη πορεία, που είναι κοινή κάθε χρηματοοικονομικής κρίσης

του παρελθόντος. Οι τράπεζες καθιστούν την πίστωση ολοένα ευκολότερη και φθηνότερη, αυξάνοντας δραματικά τη μόχλευση μέσα στην αγορά, και έτσι οι επενδυτές έχουν ολοένα και περισσότερα όπλα για την αγορά ενός υπερτιμημένου και περιζήτητου οικονομικού στοιχείου. Μέσα σε αυτόν τον αγώνα δρόμου από τους επενδυτές, είναι που αρχίζουν να θολώνουν τα διακριτά σημεία μεταξύ ασφαλών επενδύσεων και ριψοκίνδυνων, μιας και όλες φαίνεται να 'μπαινούν στο ίδιο καλάθι', και να αλλάζουν χέρια μεταξύ επενδυτών, με τις τιμές τους να αυξάνονται. Αυτό οδηγεί σε αυξημένη ζήτηση, σε σημείο που αρχίζει να υπερβαίνει την προσφορά.

Όπως αναφέρει και ο Νουριέλ Ρουμπινί, το αληθινό πρόβλημα ξεκινάει σε αυτή την φάση, επειδή όλα τα περιουσιακά στοιχεία που έχουν συντελέσει στην δημιουργία της φούσκας, χρησιμοποιούνται από άπληστους κερδοσκόπους ως εγγύηση, και λόγω της συνεχόμενης αύξησης στην τιμή της εγγύησης αυτής, ένας κερδοσκόπος δανείζεται ακόμα περισσότερα, και επενδύει σε νέες ριψοκίνδυνες αλλά υπερτιμημένες επενδύσεις. Όλο αυτό αρχίζει να μοιάζει σαν ένα φαύλο κύκλο, ο οποίος συνεχώς τροφοδοτεί και διογκώνει την κερδοσκοπική φούσκα. Αυτό είναι κάτι που παρατηρήθηκε κατά κόρον στις ΗΠΑ, όπου λίγο μετά το 2000, οι τιμές των σπιτιών ανέβηκαν σημαντικά, αλλά οι μισθοί παρέμειναν σταθεροί. Αυτό οδήγησε τα νοικοκυριά να οδηγούνται σε εκταμιεύσεις δανείων, χρησιμοποιώντας το σπίτι τους σαν εγγύηση ώστε να δανειστούν περισσότερα. Με την πάροδο των χρόνων, και εφόσον η τιμή των ακινήτων ολοένα αυξανόταν, τα νοικοκυριά δανείζονταν ακόμη περισσότερα, βασιζόμενα στην υπεραξία των ακινήτων τους, χρησιμοποιώντας αυτά που είχαν αγοράσει (από τα ήδη υπάρχοντα ακίνητα, αναβαθμίσεις/ ανακαινίσεις, δεύτερα σπίτια κλπ) ως επιπρόσθετες εγγυήσεις. Είναι ενδεικτικό το γεγονός ότι, το τελευταίο τρίμηνο του 2005, οι αναλήψεις χρημάτων που είχαν σαν εγγυήσεις ακίνητα, κορυφώθηκαν σε ρυθμό της τάξης του ενός τρισεκατομμυρίου δολαρίων.

Αυτός ο φαύλος κύκλος δανεισμού και επενδύσεων που έχει δημιουργηθεί, έχει σαν αποτέλεσμα να ωθήσει το ηθικό των επενδυτών αλλά και την οικονομική ανάπτυξη στα ύψη. Ο κόσμος και οι επιχειρήσεις αρχίζουν να ζουν και να ξοδεύουν πέρα από τις δυνατότητες τους, και το κλίμα ευφορίας οδηγεί σε παράτολμες επενδύσεις που κανονικά θα έμοιαζαν παράλογες (όπως η άνευ προηγουμένου αγορά ακινήτων στην Χαβάη από τους Ιάπωνες το 1989). Η μανία αυτή για δανεισμό οδηγεί στη δημιουργία του σκιώδους τραπεζικού συστήματος των αμοιβαίων κεφαλαίων αντιστάθμισης κινδύνου, και στην μεγάλη επιρροή ως προς τις αγορές από επενδυτικές τράπεζες, ασφαλιστές, κεφάλαια χρηματαγοράς, αλλά και κάθε επιχείρηση η οποία διακρατούσε περιουσιακά στοιχεία τα οποία ανατιμούνταν, εφόσον οι τιμές των ακινήτων αυξανόταν ραγδαία.

2.2 Το στάδιο της κρίσης

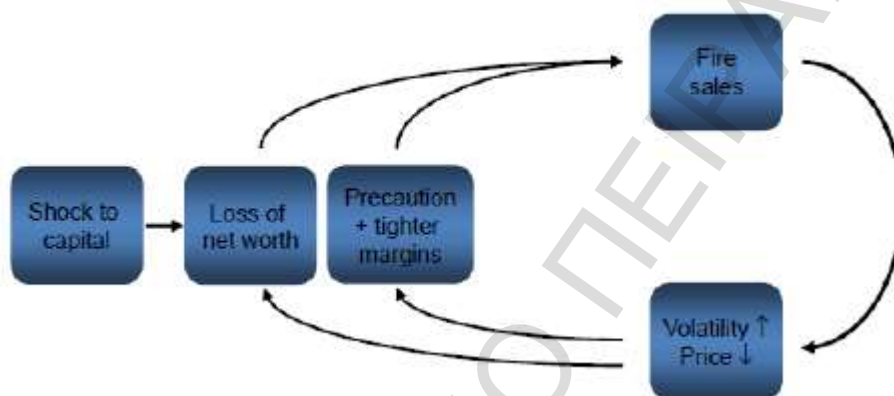
Η φούσκα από μόνη της, δεν δημιουργεί μια κρίση. Όπως είχε πει το 1848 ο οικονομολόγος Τζον Στιουαρτ Μιλ, οι πιστώσεις και τα χρέη είναι αυτά που την προκαλούν. Στην φάση της ανάπτυξης της φούσκας, παρουσιάζεται μια πολύ μεγάλη αύξηση των πιστώσεων, αλλά και όσοι έχουν εμπλακεί στη φούσκα αυτή βασίζονται υπερβολικά σε αυτή, με αυξητικό ρυθμό. Καθώς αρχίζουν να παρατηρούνται τα πρώτα σημάδια κερδοσκοπίας και 'εύκολου' κέρδους, επικρατεί ένα απερίσκεπτο κλίμα στην αγορά όπου αυξάνει κατά πολύ το ποσοστό πίστωσης, όχι μόνο σαν ποσότητα, αλλά και σε επενδυτές που μέχρι πρότινος θεωρούνταν ριψοκίνδουνοι.

Σε μια τυπική φούσκα που έχει οδηγήσει τις τιμές των περιουσιακών στοιχείων σε ραγδαία άνοδο, και έχει κάνει τους επενδυτές να εξακολουθούν να πιστεύουν ότι «Αυτή την φορά τα πράγματα είναι διαφορετικά», και να παρουσιάζουν στοιχεία πως η αύξηση δεν έχει τελειώσει ακόμα (παρόλο που πλέον τα σημάδια μιας κερδοσκοπικής φούσκας είναι ορατά). Έρχεται όμως η στιγμή όπου τα περιουσιακά αυτά στοιχεία σταματούν να ανατιμούνται και να αυξάνεται η τιμή τους.

Αυτή η απότομη αλλαγή συνήθως ενεργοποιείται από ένα γεγονός το οποίο οδηγεί στο σκάσιμο της φούσκας, και πολλές φορές μπορεί να είναι και ένα φαινομενικά ασήμαντο γεγονός, ή κάτι που λαμβάνει χώρα σε διαφορετική γεωγραφική έκταση από εκεί που αναπτύσσεται η φούσκα. Αυτή η μεταβατική στιγμή είναι γνωστή και ως Minsky moment και ουσιαστικά είναι η στιγμή όπου το σύνολο των επενδυτών, αν όχι ενήμεροι, είναι τουλάχιστον υποψιασμένοι πως μια κερδοσκοπική φούσκα έχει δημιουργηθεί στο παρασκήνιο των εμπορικών δραστηριοτήτων τους. Η σιγουριά ότι οι τιμές θα ανέβουν σταματάει, και ο δανεισμός αρχίζει να γίνεται ολοένα και πιο δύσκολος. Όσο κατά τη διάρκεια της δημιουργίας της φούσκας, η μόχλευση και το φθηνό χρήμα τροφοδοτούσαν την αύξηση των τιμών, τώρα με την έλλειψη χρήματος, οι τιμές αρχίζουν να πέφτουν και αρχίζει μια ραγδαία πτώση.

Αυτή η πτώση των τιμών των διαφόρων περιουσιακών στοιχείων οδηγεί τους δανειολήπτες σε δυο προβλήματα: α) έλλειψη ρευστότητας και β) την ανάγκη για κάλυψη ελαχίστου περιθωρίου. Πρακτικά οι δανειολήπτες απαιτούν περισσότερα μετρητά ώστε να καλύψουν τις πτωτικές τιμές. Αυτό τους αναγκάζει να αρχίσουν να ξεπουλάνε διάφορα περιουσιακά στοιχεία σε πολύ χαμηλές τιμές, για να ελαχιστοποιήσουν τις απώλειες. Αυτή

η πώληση των στοιχείων και κεφαλαίων, οδηγεί την αγορά σε πλεονάζουσα προσφορά, που ξεπερνά κατά πολύ τη ζήτηση, οδηγώντας τις τιμές ακόμα πιο χαμηλά. Σε έναν πυρετό μαζικής εξόδου και προσπάθειας πώλησης στοιχείων, ακολουθεί ένας πανικός και με τον ίδιο τρόπο κατά τη δημιουργία της φούσκας όπου οι τιμές ξεπέρασαν την βασική υποκειμενική τους αξία, τώρα πέφτουν κατά πολύ κάτω από αυτή.



Διάγραμμα 1: Αντίδραση επενδυτών στο σκάσιμο της φούσκας

Κατά τη διάρκεια της κρίσης, υπάρχουν διάφοροι μηχανισμοί ενίσχυσης (amplification mechanisms) όπου έχουν σημαντικό αντίκτυπο. Αυτοί οι μηχανισμοί επηρεάζουν σημαντικά τις επιπτώσεις που έχει το σκάσιμο μιας φούσκας στην οικονομία και 'μεταδίδουν' τα προβλήματα αυτά και σε άλλους τομείς της οικονομίας. Ένα πολύ καλό παράδειγμα αυτών των μηχανισμών αποτελούν οι τράπεζες στη διάρκεια της ραγδαίας πτώσης. Στη διάρκεια της έλλειψης ρευστότητας από τις αγορές, καταφεύγουν συνήθως στην υπεραντιστάθμιση. Επέβαλαν περικοπές στα δάνεια, προκαλώντας πιστωτική ασφυξία στις αγορές και σε μια συνέχιση και αύξηση της κρίσης ρευστότητας που επηρεάζει την οικονομία. Αυτό οδηγεί σε πολλούς πιστωτές και επιχειρήσεις να αποσύρουν τα διαθέσιμα κεφάλαια τους από τις τράπεζες, ενισχύοντας έτσι την κρίση. Αυτές οι παράπλευρες απώλειες αρχίζουν και έχουν μια επίδραση ντόμινο στην αγορά (για παράδειγμα οι μαζικές αναλήψεις μπορεί να οδηγήσουν σε χρεωκοπία μια τράπεζα, επηρεάζοντας έτσι όλο το χρηματοοικονομικό σύστημα).

Αυτοί οι μηχανισμοί ενίσχυσης του χρέους, είναι ακόμα ισχυρότεροι ανάλογα με το ποσοστό μόχλευσης που τροφοδοτήθηκε η πρώτη φάση, της δημιουργίας της φούσκας. Ο λόγος είναι ότι κατά το σκάσιμο της κερδοσκοπικής φούσκας και του σχηματισμού της

κρίσης, οι μηχανισμοί μόχλευσης σχεδόν εξαφανίζονται, οπότε οι επιπτώσεις είναι μεγάλες. Για παράδειγμα, κατά το σκάσιμο της φούσκας των .Com το 2000, αν και προκάλεσε σημαντικές οικονομικές απώλειες σε επιχειρήσεις και ιδρύματα, οι επιπτώσεις που είχε στην πραγματική οικονομία ήταν κατά πολύ λιγότερες σε σύγκριση με την πρόσφατη κρίση των στεγαστικών δανείων στις ΗΠΑ. Η ειδοποιός διαφορά της πρόσφατης κρίσης ήταν η ραγδαία αύξηση στην πίστωση και τον δανεισμό.

Γενικά, ένα σημαντικό κομμάτι που θα βοηθήσει στο να κατανοηθούν οι οικονομικές κρίσεις και το σκάσιμο των κερδοσκοπικών φουσκών, δεν είναι μόνο οι επιδράσεις νόμιμο που προκαλούνται, αλλά και οι παράπλευρες απώλειες τους καθώς και η ενδογενής επίδραση στην οικονομία. Αυτά τα δυο οδηγούν σε αυξημένο ενδογενές ρίσκο, το οποίο όχι μόνο ενισχύει το αρχικό σοκ από το σκάσιμο της φούσκας, αλλά παρατείνει την παραμονή των δυσμενών συνθηκών και επιπτώσεων στην αγορά.

Η κατανόηση του που παρατηρούνται παράπλευρες απώλειες και πού η διεύρυνση των οικονομικών απωλειών είναι επίσης σημαντική για την λήψη της στρατηγικής που θα πρέπει να ακολουθηθεί κατά τη διάρκεια της κρίσης, Η έγκαιρη κατανόηση τους μπορεί να βοηθήσει στην αποτροπή μεγάλων προβλημάτων στην αγορά, αλλά και να αφήσει ανεπηρέαστες τις γειτονικές οικονομίες.

2.3 Ιστορική Αναδρομή στις Φούσκες και κρίσεις

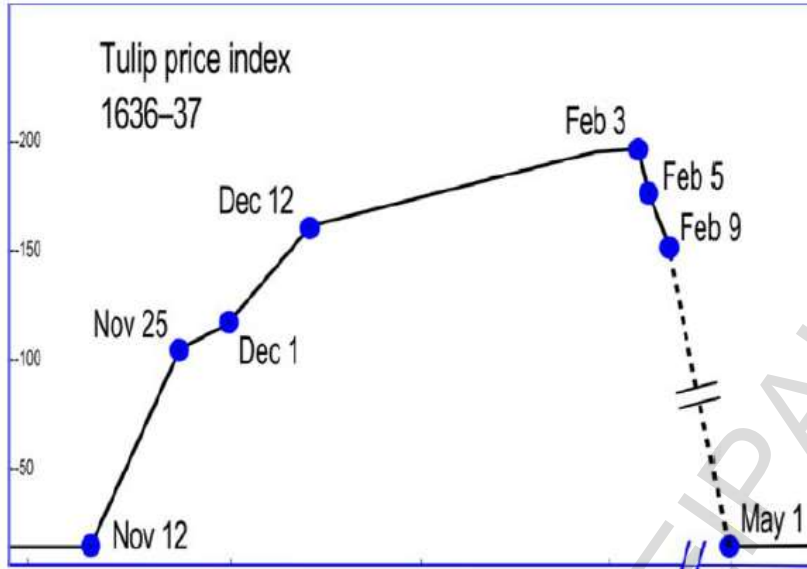
Ιστορικά, οι φούσκες και οικονομικές κρίσεις είναι ένα συνηθισμένο φαινόμενο, με αρκετά μεγάλη συχνότητα. Υπάρχουν ιστορικές ενδείξεις για κερδοσκοπικές φούσκες κατά τη διάρκεια όλων των περιόδων όπου υπάρχουν καταγεγραμμένα οικονομικά στοιχεία. Αυτό που είναι αρκετά ενδιαφέρον όμως είναι, ότι οι φούσκες αυτές παρουσιάζονταν ανεξάρτητα από την φάση ανάπτυξης της εκάστοτε οικονομικής αγοράς. Παρουσιάζονταν από ανεπτυγμένες οικονομίες και δυνατές συγκριτικά με τον ανταγωνισμό οικονομικές αγορές, μέχρι και σε αναπτυσσόμενες αγορές.

Αυτό που παρατηρεί κάποιος, βλέποντας όλα αυτά τα ιστορικά δεδομένα είναι πως, αν και κάθε μια από τις περιπτώσεις όπου μια κερδοσκοπική φούσκα/ οικονομική κρίση εμφανιζόταν ήταν σε ξεχωριστό κομμάτι της αγοράς με τις δικές του ιδιαιτερότητες, το βασικό πρότυπο και διαδικασία ανάπτυξης τους ήταν σχετικά επαναλαμβανόμενο. Πιο συγκεκριμένα, αυτό που έχει παρατηρηθεί σαν μια τυπική διαδικασία σχηματισμού μιας

φούσκας και εξέλιξης της σε οικονομική κρίση είναι το εξής: Μια περίοδος όπου η τιμή ενός περιουσιακού στοιχείου ή κεφαλαίου, συνήθως λόγω μιας καινοτομίας ή τεχνολογικής ανάπτυξης (πχ ο σιδηρόδρομος), και η τιμή αυτού του περιουσιακού στοιχείου διογκώνεται τόσο ώστε να δημιουργεί μια φούσκα. Στη συνέχεια η φούσκα σκάει, και με το σκάσιμο της ενεργοποιούνται διάφοροι μηχανισμοί ενίσχυσης που μεγιστοποιούν το πρόβλημα (έλλειψη ρευστότητας, μαζικές αναλήψεις από τράπεζες), όπου οδηγούν σε συρρίκνωση της οικονομίας και σημαντικές απώλειες, όπου θα χρειαστεί να περάσουν αρκετά χρόνια μέχρι να φτάσουν σε κανονικά επίπεδα.

Τα πρώτα σημάδια μιας οικονομικής κρίσης παρατηρήθηκαν στην αρχαία Μεσοποταμία. Εκεί οι έμποροι δάνειζαν τους αγρότες, και λόγω της φύσης της δουλειάς τους υπήρχε πίστωση, ώστε να αποπληρωθούν μόλις ήταν έτοιμες οι σοδιές. Όταν οι συνθήκες δεν βοηθούσαν και οι σοδιές ήταν λιγότερες από ότι περίμεναν, οδηγούσε σε αδυναμία αποπληρωμής του χρέους τους, και είτε συνοδευόταν από επιπρόσθετη πίστωση, όπου οδηγούσε πολλές φορές σε οικονομικές ανισσοροπίες όλου του κράτους, ή οι πιστωτές ενεργούσαν σαν τράπεζες σε κατάσταση ανάγκης και έκαναν απαλοιφή/ διαγραφή του χρέους, δίνοντας ένα σημείο επανεκκίνησης της αγοράς.

Από τις πιο γνωστές, αλλά και αρκετά καλά καταγεγραμμένες περιπτώσεις κερδοσκοπικής φούσκας, και πιο συγκεκριμένα ενός νέου είδους, της φούσκας ενεργητικού, είναι η περίπτωση της Τουλιπομανίας στην Ολλανδία του 1634-1637, η φούσκα του Μισισίπη το 1710-1719 και η Φούσκα της Εταιρίας Νοτίων Θαλασσών το 1720. Στη Τουλιπομανία, όπως ονομάστηκε από τους ιστορικούς, οι κερδοσκόποι πουλούσαν σπάνιους βολβούς τουλίπας σε εξαιρετικά υψηλό κόστος. Ολοένα και περισσότεροι επένδυαν σε βολβούς, έχοντας βάλει ενέχυρο δάνεια, σπίτια ακόμα και επιχειρήσεις. Όταν η φούσκα έσκασε και οι τιμές άρχισαν να καταρρακτούν, το μεγαλύτερο ποσοστό του κόσμου έχασε όλη του την περιουσία, αφήνοντας την χώρα να αιμορραγεί οικονομικά. Το πιο σημαντικό όμως στη συγκριμένη περίπτωση ήταν ότι σαν η πρώτη φούσκα ενεργητικού, έθεσε τις βάσεις για ακόμα μεγαλύτερες φούσκες, όπου οι επιδράσεις τους δεν αμφισβητούνται από κανένα.



Διάγραμμα 2: Αύξηση τιμών βολβών τουλίπας κατά το 1636-1637.

Μια από τις φούσκες που βασίστηκε στις βάσεις που έθεσε η τουλιπομανία, ήταν η Εταιρεία του Μισισίπη του Τζον Λο, όπου επικράτησε στη Γαλλική αγορά το 1710. Όταν η φούσκα είχε φτάσει στο ζενίθ της το 1719, είχαν εμπλακεί σε αυτήν πάρα πολλές επιχειρήσεις, μέχρι και η εθνική τράπεζα. Ομοίως, στη Βρετανική αγορά δημιουργήθηκε μια εταιρία με την επωνυμία Εταιρεία Νότιων Θαλασσών, η οποία στο ζενίθ της ήλεγχε μεγάλο μέρος του Βρετανικού εθνικού χρέους. Και οι δύο αυτές φούσκες είχαν κοινό σημείο ότι δημιούργησαν ένα κλίμα κερδοσκοπίας που γέννησε μια μανία για μετοχές και εταιρικά μερίδια κάθε είδους. Όταν οι τιμές των μετοχών και μεριδίων αυτών ξεφούσκωσε, οδήγησε στην κατάρρευση των χρηματιστηρίων, την οικονομία της κάθε χώρας σε ερείπια, και εμπόδισαν την ανάπτυξη για αρκετά χρόνια. Η σημαντικότητα των συγκεκριμένων περιπτώσεων είναι ότι ήταν τα πρώτα περιστατικά κρίσης ενεργητικού, αλλά όχι τα τελευταία. Αν και οι συγκεκριμένες φούσκες επηρέασαν τις τοπικές αγορές, ήταν το ξεκίνημα για νέους τύπους κρίσεων όπου θα μπορούσαν να επηρεάσουν όλο τον κόσμο.

Σαν αποτέλεσμα αυτού, μια από τις πιο δραματικές καταρρεύσεις της οικονομίας του 19^{ου} αιώνα, είναι η παγκόσμια κρίση του 1873. Οι επενδυτές από την ηπειρωτική Ευρώπη έκαναν κερδοσκοπικές επενδύσεις στους σιδηρόδρομους των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής, αλλά και της Λατινικής Αμερικής. Παράλληλα, λόγω του τέλους του γαλλοπρωσικού πολέμου, οι τιμές των ακινήτων σε Γερμανία και Αυστρία εκτοξεύτηκαν κατακόρυφα. Όταν η άνοδος αυτή σταμάτησε, τα χρηματιστήρια των χωρών που είχαν συμμετάσχει σε αυτή την κερδοσκοπική κίνηση υπέστησαν σοβαρές ζημιές, και οδήγησαν

τους Ευρωπαίους επενδυτές σε ρευστοποιήσεις επενδύσεων. Αποτέλεσμα αυτού είναι να δημιουργηθούν πιέσεις στις ΗΠΑ και στη Λατινική Αμερική, ζητώντας να ρευστοποιηθούν τα φουσκωμένα ομόλογα του σιδηρόδρομου. Όταν παρουσιάστηκε αδυναμία εξόφλησης τους, η εταιρία και η τράπεζα Northern Pacific κατέρρευσαν, και έδωσαν τη σκυτάλη σε ένα άνευ προηγουμένου πανικό στις αγορές της Γουόλ Στριτ, αλλά και σε όλα τα χρηματιστήρια στην Ευρώπη, και ένα μεγάλο μέρος των τότε ισχυρών οικονομιών οδηγήθηκε σε οικονομικό κατήφορο.

Το νέο μοντέλο των κερδοσκοπικών φουσκών είχε δημιουργηθεί. Ξεκινούσαν από τις ανεπτυγμένες οικονομίες σαν αποτέλεσμα ενός κερδοσκοπικού δανεισμού σε αναπτυσσόμενες χώρες, και λόγω αυτού του υπερβολικού δανεισμού, οι επενδύσεις σταδιακά κατέρρεαν, οδηγώντας τις οικονομίες σε τραπεζική κρίση. Όσο η κρίση αυτή οδηγούσε τις οικονομίες αυτές σε αποπληθωριστικό κατήφορο, οι γειτονικές οικονομίες που εξαρτιόνταν από αυτές τις αναπτυσσόμενες χώρες για εξαγωγές αγαθών, έβλεπαν την οικονομία τους να μαραζώνει. Τα κρατικά έσοδα κατέρρεαν, και πολλές χώρες οδηγούνταν σε αθέτηση πληρωμών απέναντι σε εξωτερικούς δανειστές, αλλά και αθέτηση αποπληρωμής του εσωτερικού τους χρέους.

Στα επόμενα χρόνια, οι ΗΠΑ υπέφεραν από πολλαπλές τραπεζικές κρίσεις και απώλειες, με τη μεγαλύτερη αυτή του 1907. Ήταν η συγκεκριμένη κρίση που οδήγησε στη δημιουργία της Ομοσπονδιακής Τράπεζας αποθεμάτων (Federal Reserve Bank), όπου δημιουργήθηκε με σκοπό να παρέχει υποστήριξη με τη μορφή δανεισμού ύστατης ανάγκης σε μελλοντικές κρίσεις. Η περίοδος ανάπτυξης που ακολούθησε, ειδικά η έκρηξη του χρηματιστηρίου τη δεκαετία του 1920, έμελε να οδηγήσει σε μια από τις πιο μεγάλες κρίσεις του 19^{ου} αιώνα, και το κραχ του 1929, και οδήγησε σε καταρρεύσεις τραπεζικών ιδρυμάτων, αποτέλεσμα των μαζικών αναλήψεων. Η μεγάλη κρίση ακολούθησε το τυπικό πρότυπο μιας κερδοσκοπικής φούσκα ενεργητικού, που οδήγησε τις τιμές των μετοχών και παράπλευρα των ακινήτων στα ύψη, και κατέληξε σε κατάρρευση τους.

Αυτό που πρέπει να παρατηρηθεί είναι, πως στην κρίση του 1929, ένας σημαντικός παράγοντας ενίσχυσης της κρίσης ήταν οι πιστώσεις που είχαν δοθεί σε επιχειρήσεις. Κατά τη διάρκεια της ανάπτυξης της φούσκας, πολλές μετοχές και ακίνητα άλλαζαν χέρια σε ολοένα αυξανόμενες τιμές. Αυτό που τροφοδότησε την κίνηση αυτή ήταν η αυξανόμενη πίστωση από τράπεζες και ασφαλιστικά ιδρύματα, με πολύ χαμηλά επιτόκια και 'εύκολο' χρήμα για όλους. Προσπαθώντας να περιορίσει την πολιτική αυτή, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα άσκησε πολιτική περιορισμού της πίστωσης, αυξάνοντας τα επιτόκια στα τραπεζικά ιδρύματα, ώστε να αποτρέψει τον εύκολο δανεισμό. Η ειρωνεία είναι ότι οι

κινήσεις αυτές, αν και είχαν σαν στόχο την εξομάλυνση της αγοράς και την επαναφορά της σε κανονικά επίπεδα, βοήθησαν στο να καταρρεύσει το χρηματιστήριο το 1929, οδηγώντας τελικά στο Μεγάλο Κραχ. Το Κραχ αυτό εξαπλώθηκε και σε τραπεζικά ιδρύματα σε όλο τον κόσμο, και το πρώτο ίδρυμα που 'λύγισε' ήταν η μεγαλύτερη Τράπεζα στην Αυστρία (Credit-Anstalt) το 1931.

2.4. Οι αλλαγές του χρηματοοικονομικού συστήματος στα μέσα του 19ου αιώνα

Τα αποτελέσματα που επέφερε η κρίση του 1929 ήταν η μεγαλύτερη ύφεση στην ιστορία των ΗΠΑ, αλλά και πολλών Ευρωπαϊκών χωρών που είχαν εμπλακεί στη φούσκα του χρηματιστηρίου. Η ανεργία στις ΗΠΑ έφτασε στο 24,9%, και πάνω από 9000 τράπεζες έκλεισαν ή ανέστειλαν τις λειτουργίες τους. Η κρίση αυτή αμβλύθηκε με τους 'εμπορικούς πολέμους' εκείνης της εποχής, όπου ξεκίνησαν με τον περίφημο Δασμό Σμουτ-Χόλι, και πυροδότησε αντίποινα δασμούς από τον υπόλοιπο εμπορικό κόσμο, οδηγώντας και το εμπόριο σε πρωτοφανή ύφεση. Ήταν οι επιπτώσεις αυτών των γεγονότων όπου οδήγησαν πολλές χώρες να υποβαθμίσουν τα χρέη τους μέσω πληθωρισμού, και σε πολλές περιπτώσεις να αθετήσουν τις υποχρεώσεις αποπληρωμής των χρεών τους, και είχαν σαν αποτέλεσμα την διεξαγωγή του Δεύτερου Παγκόσμιου Πολέμου.

Το τέλος του Δεύτερου Παγκόσμιου Πολέμου ακολουθήθηκε από ένα γενικό μετασχηματισμό του χρηματοοικονομικού συστήματος. Προς το τέλος του 1944, οικονομολόγοι και υπεύθυνοι οικονομικής πολιτικής των Συμμαχικών χωρών σύναψαν τη συνθήκη συναλλαγματικών ισοτιμιών Μπρέτον-Γούντς, ή όπως έγινε γνωστό κανόνας χρυσού-δολαρίου, καθώς και συμφωνήθηκε η δημιουργία του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου. Πρακτικά το δολάριο έγινε το παγκόσμιο αποθεματικό νόμισμα, και η τιμή που θα μπορούσαν οι χώρες που είχαν δολάρια στην κατοχή τους να το εξαργυρώσουν ήταν 35 δολάρια ανά ουγγιά. Η συνθήκη αυτή διήρκεσε περίπου στα 25 χρόνια, όπου και κατέρρευσε το 1971, όταν οι ΗΠΑ είχαν διαθέσει τεράστιο όγκο δολαρίων στη παγκόσμια αγορά (κυρίως λόγω του πολέμου του Βιετνάμ), όπου το χρέος ήταν μη βιώσιμο. Ουσιαστικά, οι πιστωτές των ΗΠΑ είχαν τέτοια αποθέματα δολαρίων ώστε να μην επαρκεί ο χρυσός που είχαν οι ΗΠΑ για να τα εξαργυρώσουν. Η συνθήκη του Μπρέτον Γουντς κατέρρευσε, και συνάφθηκε ένα νέο σύστημα, το σύστημα ελαστικών συναλλαγματικών ισοτιμιών, όπου πρακτικά οι νομισματικές αρχές κάθε χώρας μπορούσαν να τυπώσουν όσο χρήμα ήθελαν.

Η περίοδος που ακολούθησε ονομάστηκε περίοδος Μεγάλης Εξομάλυνσης, επειδή όλοι πίστευαν ότι το νέο χρηματοπιστωτικό σύστημα με τις ελαστικές συναλλαγματικές ισοτιμίες, τις κεντρικές τράπεζες σε κάθε χώρα, αλλά και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, θα εξομάλυνε τις κρίσεις και δεν θα παρουσιάζονταν πια. Δυστυχώς, η αλήθεια ήταν διαφορετική, και το πρώτο παράδειγμα δεν άργησε να εμφανιστεί.

Τη δεκαετία του 1980, η Ιαπωνία υπέφερε από μια πρωτοφανής για τη περίοδο κερδοσκοπική φούσκα με επίκεντρο τις μετοχές και τα ακίνητα. Η συγκεκριμένη περίπτωση απεικονίζει τα προβλήματα που μπορούν να προκαλέσουν οι φούσκες στις κεντρικές τράπεζες. Σε μια προσπάθεια τόνωσης της ανάπτυξης, η κεντρική τράπεζα της Ιαπωνίας κρατούσε τα επιτόκια χαμηλά, και τροφοδότησε την αγορά με εύκολο χρήμα. Υπήρχε μεγάλος βαθμός χρηματοοικονομικής καινοτομίας, και απελευθέρωσης των δανείων, μιας και οι τράπεζες έδιναν ανταγωνιστικά δάνεια για ακίνητα, έναν τομέα που μέχρι πρότινος δεν ήταν ειδικότητά τους. Ο χρηματιστηριακός δείκτης εκτινάχθηκε από τις 10000 μονάδες στις 40000, και οι τιμές των ακινήτων διπλασιάστηκαν. Χαρακτηριστικό είναι πως την περίοδο εκείνη, η γη γύρω από το Αυτοκρατορικό Ανάκτορο του Τόκιο είχε αγοραία αξία ίση με όλα τα ακίνητα της Καλιφόρνιας. Έχοντας αντιληφθεί την φούσκα που δημιουργήθηκε στα ακίνητα και στις τιμές του χρηματιστηρίου, η Κεντρική Τράπεζα της Ιαπωνίας το 1989 ανέβασε τα επιτόκια από 2,5% σε 6%. Επιπρόσθετα περιόρισε το ρυθμό δανεισμού στον τομέα των ακινήτων έτσι ώστε, να μην μπορεί να υπερβεί το συνολικό ρυθμό αύξησης των δανείων, και ανάγκασε όλες τις τράπεζες να αναφέρουν περιστατικά δανεισμού σε κατασκευαστικές εταιρίες και μη τραπεζικά οικονομικά ιδρύματα. Και οι δυο αυτές παρεμβάσεις είχαν σαν αποτέλεσμα να οδηγήσουν τον τομέα των ακινήτων να απομολχευτεί, οδηγώντας τις τιμές σε πτώση. Τα αποτελέσματα ήταν πολλές επιχειρήσεις να πουλάνε σε εξευτελιστικές τιμές τα ακίνητα τους, δημιουργώντας χρέη που δεν μπορούσαν να αποπληρωθούν, και έπληξε τα τραπεζικά ιδρύματα.

Η δεκαετία του 1990 στην Ιαπωνία, ονομάστηκε Χαμένη Δεκαετία (Ushinawareta Junen). Η οικονομία της παρέπαιε μεταξύ ανόδου και κάμψης, με την ετήσια ανάπτυξη να φτάνει με το ζόρι στο 1% μετά από χρόνια. Η προσπάθεια να μην πληγεί ανεπανόρθωτα η οικονομία της Ιαπωνίας οδήγησε στο να αγνοήσουν τον ηθικό κίνδυνο που προέκυψε, και οι εποπτικές αρχές και τράπεζες να στηρίζουν επιχειρήσεις που ήταν πρακτικά χρεωκοπημένες, ώστε να κρύψουν την έκταση των ζημιών τους. Η μη λήψη μέτρων για επιχειρηματική πολιτική και τραπεζική αναδιάρθρωση κράτησε ζωντανές επιχειρήσεις και τράπεζες που παρέμεναν οριακά λειτουργικές. Η λύση άρχισε να έρχεται στο τέλος της

δεκαετίας του 1990 με ανακεφαλαιοποιήσεις και συγχωνεύσεις στον τραπεζικό τομέα. Ακόμα και σήμερα όμως, η οικονομία της Ιαπωνίας δεν έχει ανακάμψει πλήρως.

Πολλοί οικονομικοί αναλυτές είχαν πει πως η περίπτωση της Ιαπωνίας ήταν η εξαίρεση και όχι ο κανόνας. Δυστυχώς όμως τα γεγονότα τους διέψευσαν. Η κρίση επηρέασε τη Νορβηγία στα τέλη της δεκαετίας του 1980, και κράτησε μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του 1990, όταν μεγάλο μέρος του τραπεζικού συστήματος των Σκανδιναβικών χωρών (Φινλανδία, Σουηδία) κατέρρευσε, λόγω της μείωσης στη ρώσικη ζήτηση για σκανδιναβικά προϊόντα, μετά την πτώση του τείχους του Βερολίνου. Το 1994, το Μεξικό έπετα από μια πρωτοφανή υπερτίμηση του νομίσματος τους, έφτασε πολύ κοντά στην κρίση αφού η κυβέρνηση είχε ένα πολύ μεγάλο και μη βιώσιμο χρέος, του οποίου η ονομαστική αξία ήταν μεταφρασμένη σε ξένο νόμισμα. Χρειάστηκε να παρέμβουν οι ΗΠΑ και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο για να σταθεροποιηθεί η κατάσταση. Το τελικό αποτέλεσμα ήταν ένα χρέος κοντά στα 50 δισεκατομμύρια δολάρια.

Η συγκεκριμένη ήταν η πρώτη μιας σειράς κρίσεων μετοχικού κεφαλαίου σε αναδυόμενες αγορές. Το κοινό γνώρισμα όλων ήταν μη βιώσιμα ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, τα οποία χρηματοδοτήθηκαν με ριψοκίνδυνο τρόπο. Ήταν βραχυπρόθεσμο χρέος με ονομαστική αξία εκφρασμένη σε ξένο νόμισμα. Όταν οι ξένοι επενδυτές πανικοβλήθηκαν και αποφάσισαν να αποσύρουν τα δάνεια τους, τα εγχώρια νομίσματα που είχαν υπερτιμηθεί, δεν μπορούσαν να αντέξουν το χρέος αυτό και κατέρρευσαν. Επιπρόσθετα, όσο η σχετική αξία του εγχώριου νομίσματος μειωνόταν, η πραγματική αξία τους χρέους που ήταν σε δολάρια ή σε άλλα νομίσματα ανέβαινε, κάνοντας την αποπληρωμή όλο και πιο δύσκολη.

Στο τέλος της δεκαετίας του 1990, αναδυόμενες οικονομίες σε όλο τον κόσμο έπεσαν θύματα αυτού του είδους κρίσης. Επενδύσεις που είχαν γίνει σε χώρες της Ανατολικής Ασίας (Κορέα, Ινδονησία, Ταϊλάνδη) ήταν οι αιτίες να δημιουργηθούν κερδοσκοπικές φούσκες, παρουσιάζοντας εκρηκτικές ανόδους σε περιουσιακά στοιχεία. Οι τιμές των μετοχών υπερτιμήθηκαν και οι ριψοκίνδυνες και χαμηλής απόδοσης επενδύσεις υπερέβησαν το όριο των εθνικών αποταμιεύσεων. Η φούσκα έσκασε στην Ταϊλάνδη, όταν το τοπικό νόμισμα (μπαχτ) δεν ήταν ικανό να στηρίξει τα χρέη. Οι επενδυτές απέσυραν τα κεφάλαια τους, αντλώντας έτσι τα απαραίτητα συναλλαγματικά αποθέματα, η χώρα έφτασε σε κατάσταση πανικού, και οι τιμές των ακινήτων όπως και οι τιμές των ακινήτων κατέρρευαν. Ο πανικός αυτός επεκτάθηκε και στις γειτονικές χώρες της Ανατολικής Ασίας, όπου και αυτές ακολούθησαν τα ίδια συμπτώματα. Το νόμισμα τους υποτιμήθηκε και το χρέος τους εκτινάχθηκε. Η Ρωσία ακολούθησε το 1998, λόγω της καθοδικής τιμής του πετρελαίου και

της κρίσης στις χώρες της Ασίας, όπου δήλωσε αναστολή των χρεών της και υποτίμησε το νόμισμα της. Το 1999, το Πακιστάν και το Εκουαδόρ πλήχθηκαν από κρίσεις δημόσιου χρέους, ενώ και η Βραζιλία βίωσε μια συναλλαγματική κρίση. Ακολούθησαν η Ουκρανία το 2000, η Τουρκία και η Αργεντινή το 2001.

Το κοινό σημείο όλων των κρίσεων ήταν μια κερδοσκοπική άνοδος και μια υπέρμετρη συσσώρευση χρέους. Από την ίδια την κυβέρνηση, τις επιχειρήσεις, τις τράπεζες μέχρι και τα νοικοκυριά, δανείζονταν υπερβολικά και μάλιστα σε ξένο νόμισμα. Οι τράπεζες και άλλα χρηματοοικονομικά ιδρύματα δάνειζαν υπερβολικά, με πολύ χαμηλό επιτόκιο, και πολλές φορές με επισφαλείς εγγυήσεις. Όταν όλοι καταλάβαιναν ότι ήταν στο επίκεντρο μιας κερδοσκοπικής φούσκας και ότι το χρέος τους δεν ήταν βιώσιμο, ακολουθούσε ο πανικός και έπειτα η κρίση. Το αποτέλεσμα ήταν το ίδιο σε όλες τις χώρες. Υποτιμημένο νόμισμα, πακέτα στήριξης που οδήγησαν σε μακροχρόνια περίοδο ύφεσης ακολούθησαν, και το τελικό κόστος το επιβαρύνθηκαν οι φορολογούμενοι.

2.5. Οι 'καινοτομίες' που άμβλυαν την κρίση

Αν και η πρόσφατη οικονομική κρίση έχει πολλά κοινά σημεία με όλες τις προηγούμενες που έχουν καταγραφεί στην ιστορία, πολλές από τις αιτίες της είναι σχετικά πρωτόγνωρες, και έχουν βασιστεί πάνω στο καινούργιο χρηματοπιστωτικό σύστημα που επικρατεί. Πολλές από αυτές τις 'χρηματοοικονομικές' καινοτομίες που εισήχθησαν, σημάδεψαν την κρίση αυτή, και σίγουρα αποτελούν στοιχεία που πρέπει να παρακολουθηθούν ώστε να αποφευχθούν μελλοντικές κρίσεις ενεργητικού και κερδοσκοπικές φούσκες.

Αυτό που ωθεί την κάθε κερδοσκοπική φούσκα, είναι η απληστία των επενδυτών και των τρέιντερ. Ανάλογα με τις δυνατότητες και τα μέσα που έχουν κατά καιρούς, προσπαθούν να διογκώσουν τα κέρδη τους όσο το δυνατό πιο πολύ. Αυτό που όμως λειτούργησε σαν μηχανισμός ενίσχυσης της απληστίας των τρέιντερ, ήταν οι νέοι χρηματοοικονομικοί μηχανισμοί που εμφανίστηκαν, αλλά και οι νέες δομές κινήτρων και ανταμοιβών που υιοθετήθηκαν. Τις τελευταίες δεκαετίες οι ανταμοιβές που λαμβάνει ο τραπεζικός τομέας αλλά και οι τρέιντερ σε μορφή μπόνους, αυξάνονταν ολοένα και περισσότερο, και αυτά συνδέονταν με τα βραχυπρόθεσμα κέρδη, γεγονός που τους ωθούσε να αναλαμβάνουν υπερβολικούς κινδύνους, να δανείζονται χωρίς όριο, και ο τελικός τους στόχος να είναι καθαρά και μόνο η κερδοσκοπία τους, αντί η μακροπρόθεσμη ευημερία του οργανισμού για τον οποίο εργάζονταν. Σα να μην έφτανε αυτό, οι εποπτικές αρχές που κανονικά θα έπρεπε

να είχαν σταματήσει αυτή την ξέφρενη πορεία του δανεισμού και της κερδοσκοπίας, συνήθως ενθάρρυναν αυτές τις καινοτομίες όπου έδωσαν το δικό τους στίγμα στην κρίση: δάνεια αρνητικής απόσβεσης, στεγαστικά δάνεια με πληρωμή των τόκων μόνο, τιτλοποίηση δανείων και ομολόγων, όπως επίσης και η δημιουργία των CDO, ήταν μερικά από αυτά που εφαρμόστηκαν τις δεκαετίες αυτές.

Στην πραγματικότητα, οι νέες αυτές χρηματοοικονομικές καινοτομίες έστρεψαν την προσοχή των δανειστών αποκλειστικά στην βραχυπρόθεσμη κερδοφορία, και αγνοούσαν παντελώς τους κινδύνους του αν αξίζει να δώσουν τα συγκεκριμένα δάνεια. Τράπεζες και άλλα χρηματοοικονομικά ιδρύματα δάνειζαν νοικοκυριά και επιχειρήσεις, χωρίς να λαμβάνουν υπόψη την πιστοληπτική ικανότητα του δανειζομένου. Τα δάνεια αυτά μετατρέπονταν σε σύνθετα χρεόγραφα, και πωλούνταν σε επενδυτές σε όλο τον κόσμο, όπου έτρεχαν να προλάβουν να αγοράσουν ομόλογα και χρεόγραφα χωρίς να εκτιμήσουν τον κίνδυνο τους. Η διαδικασία αυτή ονομάστηκε τιτλοποίηση, και τα χρεόγραφα αυτά τα διοχέτευαν μέσω της Γουόλ Στριτ. Και όπως αναφέρθηκε παραπάνω, αντί οι εποπτικές αρχές και οι οίκοι αξιολόγησης να εμποδίσουν τη διαδικασία αυτή, αντίθετα συμμετείχαν σε αυτή τη διαδικασία, μιας και αποκόμιζαν μεγάλες ανταμοιβές. Έτσι γέμισε η αγορά ομολόγων τοξικά απόβλητα και επεκτάθηκαν σε όλο τον κόσμο, δίνοντας στην πρόσφατη κρίση τρομακτικές διαστάσεις.

Η τιτλοποίηση των ριψοκίνδυνων δανείων αυτών και η διάχυση τους στην αγορά ήταν ένα κομμάτι από το πρόβλημα όμως. Με την αύξηση των τοξικών ομολόγων, αναπτύχθηκε και το λεγόμενο σκιώδες τραπεζικό σύστημα, που αναπτύχθηκε λόγω της αδράνειας της κρατικής παρέμβασης και μετέτρεψε το χρηματοοικονομικό σύστημα σε ένα ευάλωτο και επιρρεπές στην κατάρρευση σύστημα. Τα σκιώδη χρηματοοικονομικά συστήματα ήταν πρακτικά οργανισμοί όπου εκμεταλλεύονταν τον εύκολο δανεισμό από τα τραπεζικά ιδρύματα, την Ομοσπονδιακή Τράπεζα, αλλά και χώρες του εξωτερικού, και τα χρησιμοποιούσαν για να δανείζουν ριψοκίνδυνες επενδύσεις με φαινομενικά μεγάλο βραχυπρόθεσμο χρέος, και ουσιαστικά εισήγαγαν τον όρο των δανείων μειωμένης εξασφάλισης. Είναι χρηματοοικονομικά ιδρύματα που μοιάζουν με τράπεζες, ενεργούν σαν τράπεζες, δανείζουν και δανείζονται σαν τράπεζες, αλλά δεν υπόκεινται στην ίδια εποπτεία με τις τράπεζες. Με άλλα λόγια, βάση των καταθέσεων τους και των χρημάτων που έχουν διαθέσιμα προσφέρουν δάνεια, και το επιτόκιο που δίνουν αποτελεί το κέρδος τους. Η βασική τους διαφορά είναι ότι ενώ οι υποχρεώσεις των τραπεζών είναι ρευστοποιήσιμες, το ενεργητικό του σκιώδους τραπεζικού ιδρύματος είναι μη ρευστοποιήσιμο. Σε περιπτώσεις

πανικού της αγοράς (όπως και έγινε μερικά χρόνια αργότερα), ήταν και ένας από τους λόγους που βοήθησαν στην ραγδαία εξάπλωση της κρίσης.

Το παράδοξο είναι πως τα επίσημα οικονομικά ιδρύματα, αντί να κινηθούν εναντίων σε αυτό το σκιώδες τραπεζικό σύστημα, άρχισαν να το ανταγωνίζονται, και δάνειζαν χωρίς προηγούμενο. Αυτή η κατηγορία δανείων ονομάστηκε από τους οικονομολόγους δάνεια NINJA (no income, no job, no assets), όπου αγνοούσαν παντελώς την διαδικασία εξακρίβωσης εισοδήματος και οικονομικών καταστάσεων, και έδιναν το δάνειο χωρίς κανένα έλεγχο.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

3. Η Πρόσφατη κρίση του 2008

3.1. Η δημιουργία των προϋποθέσεων της κρίσης

Εάν κάποιος καλούταν να περιγράψει την πρόσφατη κρίση βάση των όσων έχουν προβληθεί και επικοινωνηθεί στον κόσμο, θα έλεγε για μια στεγαστική φούσκα που διογκώθηκε στην Αμερική τη διάρκεια του 2007-2008, και είχε σαν αποτέλεσμα την κατάρρευση της Lehman Brothers όπου ήταν και η αιτία να προκληθεί πανικός στις παγκόσμιες αγορές και να επεκταθεί η κρίση σε όλο τον κόσμο. Η αλήθεια όμως δεν είναι τόσο απλή και 'αθώα' όπως φαίνεται. Για να δούμε τα αίτια της κρίσης, και το πώς ξεκίνησε και επεκτάθηκε τόσο εύκολα παγκόσμια, πρέπει να δούμε πως ξεκίνησε να επηρεάζει το οικονομικό σύστημα, από τις αρχές του 1970.

Με την εισαγωγή του συστήματος των ελαστικών συναλλαγματικών ισοτιμιών, οι τράπεζες άρχισαν να ψάχνουν νέους τρόπους για να αναπτύξουν τα έσοδα τους. Αποτέλεσμα αυτού τη δεκαετία του 1970 ήταν τα χρεόγραφα που εξασφαλιζόνταν με ενυπόθηκες απαιτήσεις, ενυπόθηκα δάνεια δηλαδή (κατά κύριο λόγο στεγαστικά) όπου δημιουργούσε ομόλογα βάση των δανείων αυτών. Η φιλοσοφία της 'καινοτομίας' αυτής ήταν αντί να περιμένει το χρονικό διάστημα της συνολικής αποπληρωμής του δανείου και να συγκεντρώσει τα κέρδη του βραχυπρόθεσμου δανείου, μετέτρεπαν την υποχρέωση αυτή σε ομόλογο και το πουλούσαν, λαμβάνοντας προκαταβολικά το χρηματικό ποσό που αντιστοιχούσε σε αυτό το ομόλογο. Οι αγοραστές των ομολόγων αυτών θα λάμβαναν τη ροή εσόδων από τους δανειστές/ ιδιοκτήτες των σπιτιών που θα ξεπλήρωναν τις υποθήκες τους.

Το σχέδιο αυτό έχαιρε άκρας αποδοχής από τις χρηματαγορές. Σε συνδυασμό με την τιτλοποίηση, τη μετατροπή δηλαδή των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων σε ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία και τη διάθεση τους στην ανοιχτή αγορά, μετατράπηκαν σε αυτά που έγιναν γνωστά ως ενυπόθηκα χρεόγραφα. Με την πάροδο του χρόνου, ολοένα και περισσότερα τραπεζικά και χρηματοοικονομικά ιδρύματα συμμετείχαν σε αυτή τη διαδικασία, αλλά και κυβερνητικοί οργανισμοί (πιο γνωστοί ήταν οι Freddie Mac και Fannie Mae, που επηρέασαν και τη μελλοντική πορεία). Οι καινοτομίες βέβαια δεν σταμάτησαν εδώ. Οι οργανισμοί που ουσιαστικά παρήγαγαν αυτά τα ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια βοήθησαν στη συνέχεια στο στήσιμο μιας εταιρίας ειδικού σκοπού (Special Purpose Entity – SPV). Η SPV εξέδιδε τα ενυπόθηκα χρεόγραφα, πουλώντας τα στους επενδυτές, και έτσι ο δανειστής του ενυπόθηκου στεγαστικού δανείου έβγαζε ένα σημαντικό κέρδος

χωρίς να χρειαστεί να περιμένει όλα τα χρόνια μέχρι την λήξη του δανείου, ενώ η SPV αποκόμιζε ένα σημαντικό κέρδος από αυτή τη συναλλαγή. Ο αγοραστής του χρεογράφου προσδοκούσε σε μια σταθερή ροή χρήματος, που προέκυπτε από τους δανειζόμενους (νοικοκυριά) που θα αποπλήρωναν τα δάνεια τους.

Αν και τα ενυπόθηκα ομόλογα εμφανίστηκαν προς το τέλος του 1970, άρχισαν να γίνονται πολύ δημοφιλή κατά τη δεκαετία του 1990, λόγω της χρεωκοπίας αρκετών ταμειωτηρίων στις ΗΠΑ, όπου έδωσε την αφορμή στα τραπεζικά ιδρύματα να υποστηρίξουν ολοένα και περισσότερο τη διαδικασία της τιτλοποίησης, και καθιέρωσε τον συλλογισμό του 'ξεπουλήματος' του δανείου, παρά την διακράτηση του με τον κίνδυνο να μην αποπληρωθεί από τον δανειζόμενο. Τα δάνεια πλέον τα αναλάμβαναν ασφαλιστικές εταιρίες και άλλοι θεσμικοί επενδυτές που ήθελαν να αναλάβουν το ρίσκο. Ο ρόλος των τραπεζών λόγω αυτού άρχισε να αλλάζει, επειδή κανονικά όταν πρόκειται να εκδώσει ένα δάνειο, πρέπει να εκτιμήσει τον κίνδυνο να το παραχωρήσει ή όχι, να ελέγξει τον δανειζόμενο και να πάρει την τελική απόφαση. Με την τιτλοποίηση όμως, ο στόχος άλλαξε και ήταν να 'ξεφορτωθεί' όσο περισσότερα δυνατό ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια με την μορφή ενυπόθηκων ομολόγων γίνεται, άρα άρχισε να ρίχνει και τις διαδικασίες ελέγχου στον δανεισμό. Κάθε πώληση ενός δανείου έφερνε άμεσα περισσότερα χρήματα, και με τον τρόπο αυτό η τράπεζα δεν ανησυχούσε για τις συνέπειες μιας αθέτησης πληρωμής ενός δανείου.

Όσο η τιτλοποίηση χρησιμοποιούταν ολοένα και περισσότερο στα τέλη της δεκαετίας του 1990, όλοι οι φορείς παροχής δανείων, δημόσιοι και μη, άρχισαν να υποβάλλουν λιγότερους ελέγχους για την ποιότητα των μελλοντικών δανειοληπτών, και σε συνδυασμό με τα χαμηλά επιτόκια που επικρατούσαν, δόθηκαν μεγάλα ποσά χρήματος στην αγορά. Η τιτλοποίηση δεν έμεινε μόνο στα στεγαστικά δάνεια. Σύντομα επεκτάθηκε και σε άλλα είδη δανείων όπως ήταν τα καταναλωτικά, πιστωτικών καρτών, και ότι άλλο έβγαινε σε μορφή δανείου. Τιτλοποιούνταν επίσης και εταιρικά δάνεια, για εμπορικές και βιομηχανικές δραστηριότητες. Κατά το 2001, δεν υπήρχε κάτι που να μη μπορούσε να τιτλοποιηθεί και να καταλήξει στην αγορά ομολόγων. Φυσικά, το ίδιο πρόβλημα ίσχυε και για αυτά όσο και για τα στεγαστικά. Η τράπεζα που τα εξέδιδε, δεν διενεργούσε τον απαραίτητο εποπτικό έλεγχο, αλλά φρόντιζε να τα ξεφορτωθεί στην αγορά ομολόγων και χρεογράφων.

Στην κατάσταση αυτή θα έπρεπε να είχαν βάλει φρένο οι εποπτικές αρχές και οι οίκοι αξιολόγησης. Οι τελευταίοι όμως, είχαν πολύ μεγάλα οφέλη με το να παρέχουν θετικές αξιολογήσεις στα χρεόγραφα που προέκυπταν από τιτλοποίηση. Έτσι και κέρδιζαν αρκετά καλές αμοιβές από κάθε χρεόγραφο που τιτλοποιούνταν, αλλά και εξασφάλιζαν μελλοντικές αναθέσεις από τα συγκεκριμένα ιδρύματα. Όπως αργότερα διαπιστώθηκε από τον

οικονομολόγο Στήβεν Μιμ, πάνω από τα μισά κέρδη των οίκων αξιολόγησης προέκυπταν αξιολογώντας με AAA ένα μεγάλο ποσοστό από χρεόγραφα που ήταν αρκετά επικίνδυνα.

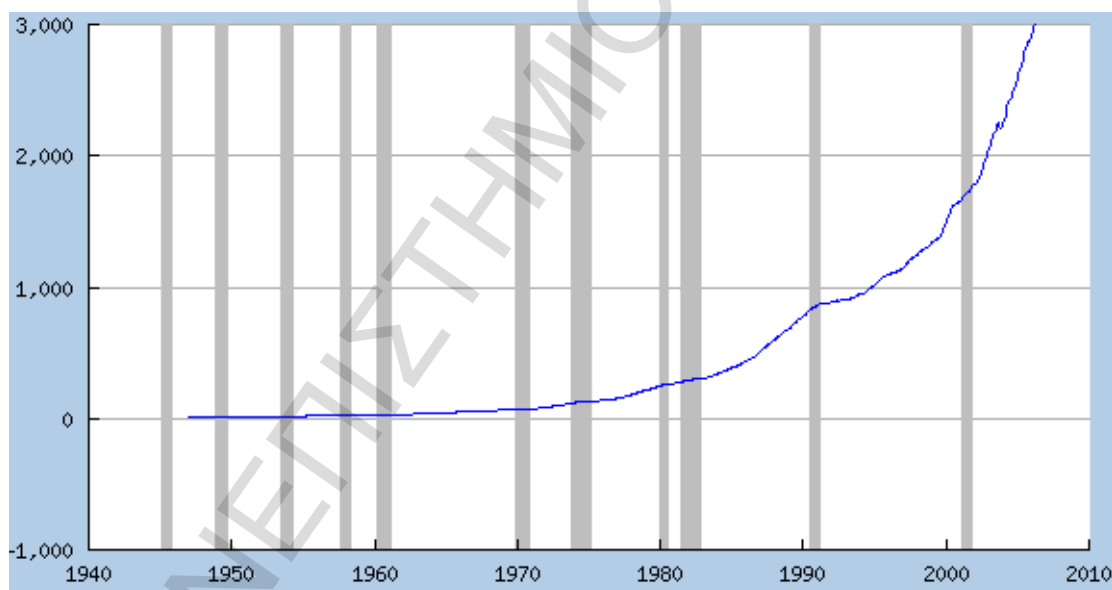
Σύντομα έγινε αντιληπτό ότι όποιος διατηρούσε ένα τέτοιο ενυπόθηκο χρεόγραφο, εγκυμονούσε κάποιο κίνδυνο. Ανά πάσα στιγμή ο δανειζόμενος θα μπορούσε να αθετήσει την αποπληρωμή του, ή να άλλαζε την κατανομή της χρηματοδότησης, επηρεάζοντας και τους τόκους που θα προέκυπταν. Αυτή τη φορά, η 'λύση' ήρθε από την Γουόλ Στριτ, με τα CDO (collateralized debt obligation). Τα CDO ήταν ουσιαστικά τα ίδια ενυπόθηκα χρεόγραφα, τμηματοποιημένα σε τρεις κατηγορίες: κοινά CDO, ενδιάμεσα και ανώτερα. Τα κοινά είχαν τα μεγαλύτερα οφέλη, αλλά και μεγαλύτερα ρίσκα. Σε περίπτωση αθέτησης αποπληρωμής του δανείου, αυτά ήταν που θα εμφάνιζαν πρώτα τις απώλειες. Τα ενδιάμεσα είχαν μικρότερο ρίσκο από τα κοινά, αλλά και πάλι να σημείωναν απώλειες σε περίπτωση αθέτησης αποπληρωμής, ενώ τα ανώτερα ήταν αυτά με το χαμηλότερο ρίσκο, και τα προωθούσαν ως απαλλαγμένα από κάθε ρίσκο, όπου θα πληρώνονταν πρώτοι και θα σημείωναν απώλειες τελευταίοι. Η λογική πίσω από τα CDO ήταν εκπληκτική. Με τον τρόπο αυτό θα μπορούσαν να πάρουν ένα μεγάλο σύνολο από ριψοκίνδυνα χρεόγραφα, με αξιολόγηση BBB και να τα μοιράσουν σε κομμάτια. Τα ανώτερα κομμάτια, αυτομάτως έπαιρναν αξιολόγηση AAA, ενώ τα υπόλοιπα συνδυάζονταν με άλλα κομμάτια χρεογράφων με υψηλές αξιολογήσεις, και έτσι 'κρύβονταν' κάτω από αυτά. Με αυτό τον τρόπο, διοχετεύτηκαν στην αγορά ομολόγων και χρεογράφων μεγάλες ποσότητες από τοξικά και ριψοκίνδυνα χρεόγραφα, αλλά με υψηλές αξιολογήσεις. Ο συνδυασμός αυτός δημιούργησε τα CDO σε CDO. Ακόμα, τα συνδυασμένα CDO τεμαχίζονταν και αυτά και διαθέτονταν ως παράγωγα CDO, καθώς και πολλά ακόμα τεχνάσματα γύρω από αυτά.

Οι κίνδυνοι που δημιουργήθηκαν από αυτά τα τεχνάσματα ήταν αρκετά μεγάλοι. Ο πιστωτικός κίνδυνος που εγκυμονούσε σε αυτά κατακερματισμένα χρεόγραφα μεταφέρθηκε σε όλων των τύπων τα χρεόγραφα, και σε παγκόσμια κλίμακα. Ο τεμαχισμός τους αυτός είχε γίνει τόσο πολύπλοκος, ώστε να μην γίνονται εύκολα ανιχνεύσιμα, αλλά και ήταν δύσκολα ρευστοποιήσιμα. Η πολυπλοκότητα που είχαν ήταν τέτοια, ώστε χρειάστηκαν αρκετές εταιρίες να εφεύρουν δικούς τους τύπους αξιολόγησης των CDO και χρεογράφων γενικότερα για να μπορούν να τους αποδώσουν μια τιμή αγοράς. Και πάλι όμως, οι τιμές αυτές δεν ήταν πραγματικές, μιας και βασιζόντουσαν σε υποθέσεις, και με τον τρόπο που διογκωνόταν η φούσκα αυτή, δεν έπαχνε κανείς τις βασικές υποκειμενικές τους αξίες. Αυτό το εύθραυστο χρηματοοικονομικό σύστημα, που δεν βασιζόταν σε πραγματικές αξίες παρά μόνο σε υποθέσεις, αλλά και ο συνδυασμός της άγνοιας μαζί με την αδιαφορία για το πώς θα αντιδράσει το χρηματοοικονομικό σύστημα σε απότομες αλλαγές τους και πιέσεις, ήταν

κάποια από τα βασικά συστατικά για να συσταθεί η πρόσφατη κρίση και να επεκταθεί με τέτοιο βαθμό σε όλες τις αγορές.

3.2. Η αρχή της κρίσης

Βάση των προαναφερθέντων, η κατάσταση στις ΗΠΑ, αλλά και στον υπόλοιπο κόσμο ήταν σχεδόν ίδια. Οι περισσότερες επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά βασίζονταν στη μόχλευση για τις δραστηριότητές τους, από ελεγμένα αλλά και σκιώδη τραπεζικά ιδρύματα. Αξίζει να αναφερθεί ότι χρέος του αμερικάνικου ιδιωτικού τομέα το 1981 ήταν ίσο με το 123% του ΑΕΠ, ενώ μέχρι το τέλος του 2008 είχε φτάσει στο 290%. Η αναλογία χρέους των νοικοκυριών προς το εισόδημα τους εκτινάχθηκε από το 65% το 1981, στο 135% το 2008. Το μεγαλύτερο από αυτό το χρέος βασιζόταν πάνω στη φούσκα των στεγαστικών δανείων. Η παράλογη ευφορία που επικρατούσε έκανε τον κόσμο να πιστεύει ότι οι τιμές θα ανεβαίνουν μόνο και πως όλα πάνε καλά.



Διάγραμμα 3: Ρυθμός αύξησης στεγαστικών δανείων στις Η.Π.Α. από τις εμπορικές τράπεζες

Ήταν όμως την άνοιξη του 2006 που είχαν αρχίσει να φαίνονται τα πρώτα σημάδια της συγκεκριμένης χρηματοοικονομικής κρίσης. Ολοένα και αυξανόμενος αριθμός στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης που είχαν εκδοθεί τα τελευταία χρόνια είχαν αρχίσει να αθετούν τις πληρωμές τους και να αρχίζει να μαζεύεται ένα μεγάλο ποσό ληξιπρόθεσμων οφειλών. Όπως αναφέρει και ο Νουριέλ Ρουμπνί, τα συγκεκριμένα δάνεια χαρακτηρίζονταν

από πολύ χαμηλά επιτόκια και εξαρτιόνταν από την αναχρηματοδότηση με επίσης χαμηλά επιτόκια. Η αναχρηματοδότηση όμως των συγκεκριμένων στεγαστικών δανείων που δεν είχε δοθεί ούτε κάποια προκαταβολή ούτε κάποιο άλλο κεφάλαιο, ήταν εφικτή μόνο εάν οι τιμές των σπιτιών συνέχιζαν την ανοδική τους πορεία.

Οι πρώτοι που επηρεάστηκαν από τα ληξιπρόθεσμα αυτά οφέλη ήταν ιδρύματα που είχαν αναπτυχθεί λόγω του σκιώδους τραπεζικού συστήματος, μιας και ήταν επιχειρήσεις που βασίζονταν σε βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση, οπότε η οποιαδήποτε καθυστέρηση για αυτούς ήταν μοιραία. Όσο έβλεπαν το χρέος να συσσωρεύεται και την έλλειψη χρηματοδότησης νέων ομολόγων να ελαττώνετε, στράφηκαν σε μεγαλύτερα ιδρύματα για δανεισμό. Με τον τρόπο αυτό, ξεκίνησαν οι πρώτες χρεωκοπίες. Στα τέλη του 2006, κοντά στα δέκα ιδρύματα είχαν χρεοκοπήσει, γεγονός που επιβράδυνε το ρυθμό της τιτλοποίησης και των στεγαστικών δανείων. Ακολουθώντας αυτό τον φαύλο κύκλο, οι χρεωκοπίες συνέχισαν, και τον Μάρτιο του 2007 τα ιδρύματα που είχαν καταρρεύσει είχαν ξεπεράσει τα 50.

Αν και οι περισσότεροι δεν έδιναν σημασία σε αυτά, μεταξύ αυτών και η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ, παρουσιάστηκε από μια εταιρία στο Λονδίνο ένας καινούργιος δείκτης των χρεογράφων, ο δείκτης ABX. Ο δείκτης ABX ήταν ένας οικονομικός δείκτης που μετρά τη συνολική αξία των στεγαστικών δανείων που είχαν δοθεί σε δανειολήπτες ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου ή σε δανειολήπτες με αδύναμη πίστωση. Ο δείκτης αυτός χρησιμοποιεί συμβάσεις αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου ώστε να μπορέσει να αποδώσει μια γενική τιμή, και αποτελείται από 20 ομόλογα που απαρτίζονται από ομάδες ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου. Χρησιμοποιώντας αυτό σαν δείκτη, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα είναι σε θέση να προσδιορίσουν εάν η αγορά των συγκεκριμένων χρεογράφων βελτιώνεται ή επιδεινώνεται.

Βάση του συγκεκριμένου δείκτη, οι τιμές των χρεογράφων ήταν σε συνεχή πτώση, με αποτέλεσμα να αρχίσουν να χάνουν την αξία τους με ρυθμό γεωμετρικής προόδου. Η συνειδητοποίηση του γεγονότος ότι τα στοιχεία που είχαν ιδρύματα και επενδυτές έχαναν την αξία τους είχε δύο αποτελέσματα. Τα ιδρύματα να βάζουν φρένο στον αλόγιστο δανεισμό, και τους επενδυτές να αρχίσουν να ψάχνουν να πουλήσουν απεγνωσμένα τα χρεόγραφα που είχαν στην κατοχή τους. Η κρίση είχε πλέον ξεσπάσει και η αγορά άρχισε να αντιδρά όπως και σε κάθε κρίση στην ιστορία. Με πανικό και αβεβαιότητα.

Η προσοχή στράφηκε μετά στα αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου (Hedge Funds). Τα κεφάλαια αυτά ανατροφοδοτούνταν από βραχυπρόθεσμες επενδύσεις ιδρυμάτων αλλά και επενδυτών, όπως και από βραχυπρόθεσμες συμφωνίες επαναγοράς.

Βάση του δείκτη ABX, τα αμοιβαία κεφάλαια αυτά δεν εποπτεύονταν και ήταν εξαιρετικά μοχλευμένα (το πιο επισφαλές είχε αναλογία χρέους προς ίδια κεφάλαια 20 προς 1). Στις ολοένα αυξανόμενες πιέσεις που δέχονταν, και στην προσπάθεια να συγκεντρώσουν ρευστό ώστε να μπορούν να καλύψουν το ελάχιστο περιθώριο, πολλές τράπεζες και ιδρύματα δοκίμασαν να κάνουν κάτι που δεν είχαν κάνει μέχρι τότε. Να πουλήσουν τα CDO που είχαν δοθεί σαν εγγύηση, κάτι που δεν είχε αποτελέσει στο παρελθόν αντικείμενο συναλλαγής. Τότε μπήκαν και τα CDO κάτω από την ανάλυση του δείκτη ABX, και άρχισε να αποκαλύπτεται η φούσκα πάνω στην οποία είχαν αναπτυχθεί και διογκωθεί.

Το καλοκαίρι του 2007, άρχισαν να καταρρέουν και τα αμοιβαία κεφάλαια, με πιο γνωστά αυτά της Bear Stearns (εφόσον είχαν χάσει το 90% της αξίας τους). Ακολούθησε μια μαζική απόσυρση καταθέσεων (στα χνάρια της κρίσης του 1929), και κάπου στα 500 αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου καταστράφηκαν σε διάστημα μερικών μηνών. Οι πιστωτές τους δεν ήξεραν τον βαθμό που ήταν επηρεασμένο το κάθε κεφάλαιο σε ψεύτικα περιουσιακά στοιχεία, και για τον λόγο αυτό προτίμησαν να σώσουν ότι προλάβαιναν. Τα αμοιβαία αυτά κεφάλαια που ήταν καταχωρημένα σε εταιρίες δομημένων επενδυτικών προϊόντων (κατασκευάσματα των επενδυτικών τραπεζών για να μην τα εμφανίζουν στους ισολογισμούς τους) είδαν μια μαζική μεταφορά 200 δισεκατομμυρίων δολαρίων σε διάστημα 4 εβδομάδων, σημειώνοντας έτσι τεράστιες απώλειες.

Το καλοκαίρι του 2007 πολλά χρηματοοικονομικά ιδρύματα, τράπεζες και εταιρίες δομημένων επενδυτικών προϊόντων άρχισαν να βλέπουν τα περιουσιακά στοιχεία που είχαν στη διάθεση τους να αρχίσουν να αποκαλύπτονται και να δείχνουν το μέγεθος της φούσκας. Η αβεβαιότητα επικρατούσε και οι απώλειες των στεγαστικών δανείων εκτινάσσονταν. Προς το τέλος του καλοκαιριού, δυο από τα μεγαλύτερα αμοιβαία κεφάλαια της Goldman Sachs έχασαν κοντά στο μισό της αξίας τους, γεγονός που ώθησε τους επενδυτές σε ακόμα μεγαλύτερη αβεβαιότητα, παρά της προσπάθειας της Goldman Sachs να διαβεβαιώσει τους επενδυτές πως ήταν ελεγχόμενο το πρόβλημα. Προς το τέλος του καλοκαιριού του 2007, όλα τα σημάδια της κρίσης ήταν ορατά, με την κατάρρευση των αξιών και την αύξηση των κατασχέσεων λόγω αθετήσεων πληρωμών. Ήταν εκείνη την στιγμή που η κρίση άρχισε να επηρεάζει και άλλους τομείς στην οικονομία. Λόγω των απωλειών από τα αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου, όπου βασίζονταν και χρηματοδοτούνταν πολλές φορές από απλές μετοχές, οι δείκτες στα χρηματιστήρια άρχισαν να παρουσιάζουν αστάθεια, η οποία κλόνηζε τις αγορές.

Ήταν εκείνη την περίοδο όπου τα σπρεντ στα επιτόκια που δανείζονταν οι ευρωπαϊκές κεντρικές τράπεζες άρχισαν να ανεβαίνουν με γοργούς ρυθμούς. Οι ευρωπαϊκές αγορές δεν

ήταν συνηθισμένες σε αυτό. Ήταν το πρώτο σημάδι που υποδήλωνε την έλλειψη ρευστότητας στον δανεισμό μεταξύ των τραπεζών, αλλά και την έλλειψη εμπιστοσύνης των τραπεζών μεταξύ τους. Ήταν τότε που άρχισαν οι τράπεζες να σχηματίζουν σενάρια αθέτησης πληρωμών των δανείων τους από τις άλλες ευρωπαϊκές τράπεζες. Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα ήρθε πυροσβεστικά, και μαζί με την Ομοσπονδιακή Τράπεζα, δάνεισαν πάνω από 200 δισεκατομμύρια δολάρια σε διάστημα μιας εβδομάδας. Αν και αυτό βοήθησε να εξομαλυνθεί προσωρινά η κατάσταση, δυο μήνες μετά τα σπρεντ αυξήθηκαν πάλι. Αν και η Ομοσπονδιακή Τράπεζα μείωσε τα επιτόκια της ώστε να διευκολύνει τον δανεισμό, δημιουργήθηκε ένα οξύμωρο. Καμία τράπεζα δεν ήθελε να δανειστεί από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα, επειδή θα υποδήλωνε στην αγορά ότι ήταν αδύναμη και στα πρόθυρα κατάρρευσης ώστε να χρειαστεί ένα δανειστή έκτακτης ανάγκης.

Η συνέχεια που ακολούθησε ήταν μια αντιγραφή των κρίσεων των προηγούμενων χρόνων, προσαρμοσμένη στα σημερινά πρότυπα. Οι αξίες των CDO κατέρρεαν, ενώ ακόμα και οι μερίδες με αξιολόγηση AAA έχαναν καθημερινά την αξία τους. Η τιτλοποίηση είχε σταματήσει, ενώ οι οίκοι αξιολόγησης, αργοπορημένα, άρχιζαν να υποβαθμίζουν σειρές από χρεόγραφα, δημιουργώντας μεγαλύτερη αναστάτωση στην αγορά.

3.3. Η ηρεμία πριν την Καταιγίδα

Κατά την έκρηξη όλων των φαινομένων που αναφέρθηκαν παραπάνω (αθετήσεων των πληρωμών, υποβάθμιση χρεογράφων) έκανα όλα τα τραπεζικά και ασφαλιστικά ιδρύματα να αναθεωρούν τα κεφάλαια τους, και να αναζητούν δανειστές έκτακτης ανάγκης. Το μήνυμα όμως που είχαν μεταφέρει οι υπεύθυνοι των Κεντρικών Τραπεζών, τόσο στις ΗΠΑ όσο και στην Βρετανία, ήταν ότι δεν θα υπάρχει καμία κάλυψη ή δανεισμός σε ιδρύματα που δεν το αξίζουν. Η λογική πίσω από αυτό το μήνυμα ήταν να αφήσουν όλα τα ιδρύματα που αγνοούσαν τους κινδύνους των πράξεων τους να υποφέρουν τις συνέπειες, ώστε να θέσουν τις σωστές βάσεις για το μέλλον.

Το πρόβλημα πίσω από αυτό όμως, ήταν ότι ειδικά στο κομμάτι των τραπεζών, δεν ήταν εύκολο να διαχωριστούν την στιγμή εκείνη οι φερέγγυες από τις αφερέγγυες τράπεζες. Ο τρόπος που είχαν συσταθεί οι ισολογισμοί τα προηγούμενα χρόνια, με εταιρίες ειδικού σκοπού που ουσιαστικά επωμίζονταν τις υποχρεώσεις των τραπεζών, ενώ αυτές κρατούσαν τους ισολογισμούς τους καθαρούς, ήταν κάτι που δυσκόλευε την κατάσταση. Βέβαια, και οι τράπεζες έκαναν ότι μπορούσαν για να αποδείξουν ότι οι απώλειες που παρουσιάζονταν δεν ήταν τόσο μεγάλες, και ότι τα ποσοστά αθέτησης ήταν ακόμη σε

ελεγχόμενα επίπεδα. Ο λόγος που η αγορά ήταν σε κατάσταση πανικού ήταν καθαρά ψυχολογικός, και όχι πραγματικός. Οι τράπεζες όμως κρύβονταν πίσω από το δάχτυλο τους, αφενός επειδή δεν ήθελαν να παρουσιαστούν ως προβληματικές, αφετέρου επειδή ακόμη και τα απλά περιουσιακά στοιχεία που είχαν στην κατοχή τους αιμορραγούσαν. Από ενυπόθηκα στεγαστικά μέχρι και δάνεια πιστωτικών καρτών, όλα είχαν υψηλούς δείκτες αθέτησης.

Ήταν την περίοδο εκείνη όπου οι καταθέτες άρχισαν να έχουν άποψη για το μέγεθος του προβλήματος, και άρχισαν να οδηγούνται σε μαζικές αναλήψεις καταθέσεων. Τα μικρότερα τραπεζικά ιδρύματα βρίσκονταν σε δυσχερή θέση, και έβλεπαν τον κίνδυνο κατάρρευσης τους να πλησιάζει. Η κατάσταση αυτή άρχισε να σπέρνει τον πανικό, και όλα θύμιζαν την μεγάλη κατάρρευση του 1930. Βλέποντας το τραπεζικό σύστημα να κλονίζεται, οι υπεύθυνοι των κεντρικών τραπεζών άρχισαν να παρέχουν απλόχερα δάνεια, αναιρώντας την προηγούμενη πολιτική τους, προσπαθώντας να διασφαλίσουν ότι τα τραπεζικά ιδρύματα δεν θα παρασυρθούν από τον πανικό στην αγορά, δανείζοντας τα και αυξάνοντας το όριο ασφάλισης των καταθέσεων. Επιπρόσθετα, σε μια κίνηση να τονώσουν τα κεφάλαια τους οι τράπεζες ώστε να ενισχύσουν τους ισολογισμούς τους, στράφηκαν σε επενδυτικές εταιρίες ξένων αγορών (κατά κύριο λόγο της Μέσης Ανατολής). Παραχώρησαν κρατικά επενδυτικά κεφάλαια με αντάλλαγμα προνομιούχων μετοχών, έτσι ώστε να μπορούν οι τράπεζες να προχωρήσουν σε ανακεφαλαιοποίηση τους χωρίς όμως να δώσουν το δικαίωμα στις επενδυτικές εταιρίες στη Μέση Ανατολή να αποκτήσουν το δικαίωμα ψήφου ή συμμετοχή στο διοικητικό συμβούλιο. Οι κινήσεις αυτές ήταν μια τόνωση του κεφαλαίου, όπου σε συνδυασμό με τη χρηματοδότηση από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα έδωσαν την εικόνα ότι θα μπορούσαν επιτέλους να ξεμπλοκάρουν οι αγορές και να μειώσουν τα σπρεντ. Με την κίνηση αυτή, στο τέλος του 2007, οι αγορές άρχισαν να σταθεροποιούνται, τα σπρεντ για τα διατραπεζικά δάνεια μειώθηκαν από τις 110 μονάδες σε κάτι λιγότερο από 50, και άρχισε να επικρατεί η πεποίθηση ότι τα χειρότερα πέρασαν.

Στην πραγματικότητα όμως, το πρόβλημα ήταν πιο βαθύ. Έχοντας παγώσει την τιτλοποίηση δανείων, ως αποτέλεσμα της αποφυγής κινδύνου από τα ιδρύματα και της έλλειψης ζήτησης στην αγορά, οι τράπεζες και τα επενδυτικά ιδρύματα έμειναν με με αρκετά δάνεια στην κατοχή τους, τα οποία δεν μπορούσαν να τα μετατρέψουν σε χρεόγραφα και να τα εκποιήσουν, αλλά και το ρίσκο που είχαν αυτά τα δάνεια αυξανόταν καθημερινά, μιας και ο κίνδυνος αθέτησης τους ήταν μεγάλος. Εκτός αυτών, υπήρχαν και πάρα πολλά διατραπεζικά δάνεια, των οποίων η αξία ήταν τεράστια, και πλέον δεν υπήρχε η απαιτούμενη εισροή εσόδων ώστε να μπορούν να αποπληρωθούν. Καθώς όλα τα περιουσιακά στοιχεία

που είχαν στην κατοχή τους έχαναν την αξία τους και πωλούνταν σε εξευτελιστικές τιμές, οι παράπλευρες απώλειες άρχισαν να αυξάνονται. Την άνοιξη του 2008 το χρηματιστήριο άρχισε να έχει μεγάλες απώλειες, οι τράπεζες ανακοίνωναν απαξιώσεις και απώλειες καθώς διάφορα χρηματοοικονομικά προϊόντα υποβαθμίζονταν από τους οίκους αξιολόγησης.

Οι μειώσεις αυτές δεν μπορούσαν άλλο να κρυφτούν από τους ισολογισμούς, και οι τράπεζες έπρεπε να ανακοινώσουν απαξιώσεις στα χαρτοφυλάκια των περιουσιακών τους στοιχείων. Μέχρι τον Μάρτιο του 2008, οι απαξιώσεις σε τραπεζικά ιδρύματα σε όλο τον κόσμο έφτασαν τα 260 δισεκατομμύρια δολάρια. Ονόματα όπως η City group και η AIG υπέφεραν από απαξιώσεις αξίας 40 και 30 δισεκατομμυρίων δολαρίων. Τα πρώτα θύματα αυτής της κατάστασης ήταν οι επενδυτικές τράπεζες. Ενώ κάποιες ανήκαν σε ομίλους εμπορικών τραπεζών (όπως η City group, JP Morgan Chase) και είχαν στήριξη από τις αντίστοιχες εμπορικές τράπεζες, οι ανεξάρτητες επενδυτικές τράπεζες (Lehman Brothers, Goldman Sachs, Bear Stearns) δεν είχαν μια μητρική εταιρία που μπορούσαν να βασιστούν για βοήθεια, και ήταν αυτές που είχαν το μεγαλύτερο ποσοστό μόχλευσης. Τον Μάρτιο του 2008, η Bear Stearns, έχοντας αναφέρει ότι το 88% των ρευστών περιουσιακών της στοιχείων έχει εξαφανιστεί, ξεπουλήθηκε σε ρυθμό αστραπής σε ένα Σαββατοκύριακο στην JP Morgan Chase. Στην πώληση αυτή μεσολάβησε πολύ και η Ομοσπονδιακή Τράπεζα έχοντας παίξει κεντρικό ρόλο πώληση ασφαλίσεων έναντι του κινδύνου αθέτησης αποπληρωμής για μια σωρεία από τοξικά περιουσιακά στοιχεία που είχαν στην κατοχή τους άλλες τράπεζες. Σε περίπτωση κατάρρευσης της, και σε συνέχεια κατάρρευση και αυτών των περιουσιακών στοιχείων, οι απώλειες στην αγορά και το ντόμινο χρεωκοπιών παγκοσμίως θα ήταν πολύ μεγάλο, και για αυτό τον λόγο έγινε αυτή η αστραπιαία εξαγορά.

Αναγνωρίζοντας τον κίνδυνο των περιουσιακών στοιχείων που διακρατούσαν τράπεζες, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα προέβη σε μια κίνηση που ερχόταν σε πλήρη αντιπαράθεση με την θέση της έως εκείνη στιγμή. Άρχισε να ανταλλάσσει ρευστοποιήσιμα βραχυπρόθεσμα έντοκα γραμμάτια του δημοσίου με δύσκολα ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία που είχαν αυτοί οι οργανισμοί. Αν και ο σκοπός ήταν να δώσουν άλλη μια ένεση ρευστότητας στο χρηματοοικονομικό σύστημα, απόρροια της μαζικής υπερανάλησης από καταθέτες, η διαδικασία αυτή λειτούργησε και ως δανειστής ύστατης ανάγκης σε επενδυτικές τράπεζες, μέρος του σκιώδους τραπεζικού συστήματος (όπως η Goldman Sachs και η Morgan Stanley). Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα ήταν φανερό ότι δεν ήθελε να επιτρέψει καμία χρεωκοπία όπου θα έσπερνε τον πανικό σε παγκόσμια κλίμακα και θα οδηγούσε σε κατάρρευση του χρηματοοικονομικού συστήματος, αλλά πλέον δημιουργούσε θέμα ηθικού

κινδύνου, αφού με την διάσωση του σκιώδους τραπεζικού συστήματος, ήταν σα να επιβράβευε τις πρακτικές που ακολούθησαν.

3.4. Η ώρα της κατάρρευσης

Στην πορεία των τελευταίων μηνών, τα περισσότερα τραπεζικά ιδρύματα, αλλά και βιομηχανικές εταιρίες ήταν σε σοβαρή κάμψη. Αυτό επεκτεινόταν από μικρά ιδρύματα, έως και κολοσσούς όπως η AIG. Χρησιμοποιώντας ασφάλιστρα έναντι κινδύνου αθέτησης, πολλά ασφαλιστικά ιδρύματα είχαν ασφαλίσει μερίδες CDO για τρισεκατομμύρια δολάρια. Όσο η αξία τους έπεφτε και οι απώλειες μεγάλωναν, οι εταιρίες αυτές έπρεπε να καταβάλουν τα ασφάλιστρα, και λόγω του μεγάλου βαθμού μόχλευσης τους δεν είχαν την δυνατότητα να το κάνουν.

Κάποια από τα CDO αυτά βασίζονταν σε δημοτικά ομόλογα δήμων των ΗΠΑ (και όχι μόνο). Με την μαζική υποβάθμιση των CDOs, και εν συνεχεία των χρεογράφων από τα οποία προέρχονταν, με αποτέλεσμα τα μέχρι πρότινος εξαιρετικά σταθερά δημοτικά ομόλογα να κλονιστούν, και να οδηγηθούν σε πλειστηριασμό, επεκτείνοντας τον πανικό και στην αγορά αυτή. Σε διάστημα λίγων μηνών, κεντρικές και τοπικές κυβερνήσεις είδαν το κόστος δανεισμού τους να αυξάνεται δραματικά. Και ήταν πολλοί οι δήμοι στην Αμερική όπου κατά τη διάρκεια της διόγκωσης της φούσκας είδαν τις τιμές των ακινήτων τους να αυξάνονται δραματικά και είχαν επωφεληθεί από αυτό (πιο κλασσικό παράδειγμα η Καλιφόρνια), όπου τώρα έβλεπαν τα έσοδα τους να καταρρακώνονται μπροστά κλιμακούμενες υπερημερίες και τις αγωγές κατάσχεσης. Το φαινόμενο αυτό επεκτάθηκε το καλοκαίρι του 2008, και ουσιαστικά επέκτεινε τις παράπλευρες απώλειες της κρίσης.

Σε συνέχεια αυτού, επενδυτικές εταιρίες που χρηματοδοτούνταν από την κυβέρνηση (όπως η Fannie Mae και η Freddie Mac), οι οποίες το καλοκαίρι του 2008 είχαν δανειστεί σε αναλογία 40 προς ένα, άρχισαν να δείχνουν τα σοβαρά προβλήματα που αντιμετώπιζαν. Την περίοδο αυτή, και τα δυο παρουσίαζαν σημαντικές απώλειες που οφείλονταν στις εγγυήσεις που έδιναν για τα αθετημένα ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια (τα οποία είχαν φτάσει σε τέτοιο βαθμό που ξεπερνούσαν τις αμοιβές που είχαν λάβει αρχικά για αυτά), και πλέον είχαν φτάσει σε σημείο που όλα τα δάνεια και οι δανειολήπτες θεωρούνταν επικίνδυνοι λόγω του μεγάλου αριθμού αθετήσεων πληρωμών, ακόμα και από δανειστές όπου λίγους μήνες πριν θα φάνταζε αδύνατο να μην μπορούν να αποπληρώσουν τις υποχρεώσεις τους. Το πιο σημαντικό όμως ήταν το γεγονός ότι είχαν έναν πολύ μεγάλο αριθμό από χρεόγραφα μειωμένης εξασφάλισης σε σημείο που το κεφάλαιο τους είχε σχεδόν εξανεμιστεί.

Οι εταιρίες αυτές, όπως και οι δήμοι των ΗΠΑ, πάντα είχαν την έμμεση υποστήριξη του Υπουργείου Οικονομικών. Με την κατάσταση όπως είχε δημιουργηθεί λόγω των απωλειών που είχαν σημειώσει, η αθέτηση των πληρωμών ήταν ένα πιθανό σενάριο, όπου εάν πραγματοποιούνταν θα έθετε σε κίνδυνο την φερεγγυότητα των ΗΠΑ ως κράτος, και θα βύθιζε τις αγορές (χρηματοοικονομικές αλλά και των ενυπόθηκων δανείων) σε ένα πανικό ο οποίος θα εξαπλωνόταν άμεσα σε ξένες αγορές. Σε ακόμη μια πυροσβεστική κίνηση, η κυβέρνηση των ΗΠΑ εξαγόρασε το χρέος των δυο ιδρυμάτων αυτών, προσπαθώντας να αποφύγει την χρεοκοπία τους.

Τα ιδρύματα που την στιγμή εκείνη είχαν τις μεγαλύτερες απώλειες και μετά βίας διατηρούνταν ζωντανά ήταν η Lehman Brothers και η Merrill Lynch, έχοντας εκτεθεί σε πολύ μεγάλο βαθμό σε τοξικά περιουσιακά στοιχεία, και λόγω της μειωμένης εμπιστοσύνης από την αγορά, η ρευστότητα τους να έχει αμφισβητηθεί. Το Σάββατο 13 Σεπτεμβρίου 2008 οι υπεύθυνοι της Ομοσπονδιακής Τράπεζας συγκέντρωσαν τους μεγαλύτερους χρηματοοικονομικούς παράγοντες προκειμένου να αποφασιστεί ένας τρόπος σωτηρίας της Lehman Brothers. Ο φόβος δεν ήταν η επικείμενη χρεωκοπία, αλλά το σοκ που θα επέφερε στις αγορές και η ταχύτητα με την οποία θα εξαπλωνόταν ο πανικός. Η συνάντηση έληξε δίχως να έχει βγει κάποιο αποτέλεσμα. Το πρωί της Δευτέρας 15 Σεπτεμβρίου 2008 οι δυο επενδυτικές αυτές τράπεζες 'χώρισαν' την κοινή τους πορεία κατάρρευσης. Η Merrill Lynch ενσωματώθηκε κάτω από την Bank of America με συνοπτικές διαδικασίες, ενώ η Lehman Brothers κήρυξε πτώχευση.

Η πρώτη που επηρεάστηκε από την χρεωκοπία αυτή ήταν η AIG, όπου είχε ασφαλίσει το μεγαλύτερο μέρος των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης, και είδε όλους τους οίκους αξιολόγησης να στρέφονται εναντίων της και να υποβαθμίζουν τη πιστοληπτική της ικανότητα. Η υποβάθμιση αυτή πρακτικά αμφισβητούσε και επίσημα πλέον όλες τις εγγυήσεις που είχε παραχωρήσει σε όλες τις μερίδες CDO τα προηγούμενα χρόνια, όπου η ονομαστική τους αξία ήταν κοντά στα 500 δισεκατομμύρια δολάρια. Η κυβέρνηση των ΗΠΑ οδηγήθηκε σε ένα δάνειο αξίας 85 δισεκατομμυρίων δολαρίων, με την προϋπόθεση ότι θα αναλάμβανε την διαχείριση της, και πήρε το μεγαλύτερο μέρος των μετοχών της. Σε συνέχεια αυτού, η κυβέρνηση αγόρασε όλα τα CDO στην ονομαστική τους αξία από τις τράπεζες που είχαν αγοράσει ασφάλεια από την AIG, σε μια προσπάθεια να μετριάσει τον πανικό.

Δυστυχώς όμως, ήταν μόνο οι πρώτες από τις πολλές πυροσβεστικές ενέργειες που έπρεπε να κάνει. Πολλοί άλλοι τομείς της χρηματαγοράς εμφάνισαν άμεσα προβλήματα και καταρρακώνονταν με γοργούς ρυθμούς. Λίγο ή πολύ, πολλά κεφάλαια, ακόμα και τα πιο

ασφαλή θεωρητικά, δεν αντιστάθηκαν και είχαν ρίξει ένα μέρος των χρημάτων των επενδυτών σε τοξικά ομόλογα και χρεόγραφα, τα οποία συσχετιζόνταν με την Lehman Brothers (και φυσικά όλα αυτά έγιναν στα κρυφά, και οι επενδυτές δεν γνώριζαν τίποτα για το που είχαν πάει τα χρήματα τους). Μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers, οι κρυφές αυτές επενδύσεις βγήκαν στην φόρα, και πρακτικά επηρέασε σχεδόν όλους τους τομείς της οικονομίας, καθιστώντας φανερό πως η χρηματοοικονομική φούσκα των χρεογράφων (που στο απόγειο της είχε φτάσει τα 4 τρισεκατομμύρια δολάρια) είχε απλώσει τις ρίζες της παντού. Ο πανικός επεκτάθηκε και στον βραχυπρόθεσμο δανεισμό των εταιριών (εμπορικά χρεόγραφα βραχυπρόθεσμης λήξης) που αποτελούσε την κύρια πηγή κεφαλαίου κίνησης τους. Μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers, η αγορά κεφαλαίων πρακτικά πάγωσε, σε όλες τις της μορφές. Πολλές εταιρίες, από μεγάλες και φερέγγυες μέχρι μικρές ανώνυμες, δεν είχαν διαθέσιμα κεφάλαια για να πραγματοποιήσουν τις καθημερινές τους δραστηριότητες για αρκετές βδομάδες, δημιουργώντας τον κίνδυνο μεγάλες και σταθερές εταιρίες να γίνουν αφερέγγυες λόγω της έλλειψης ρευστότητας. Προκειμένου να αποφευχθεί μια μαζική απόσυρση των κεφαλαίων τους σαν λύση έκτακτης ανάγκης για χρηματοδότηση, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα άρχισε να κάνει τον δανειστή έκτακτης ανάγκης και σε εταιρίες που δεν σχετιζόνταν με τον χρηματοοικονομικό τομέα (κάτι που δεν είχε ξαναγίνει στο παρελθόν), με μοναδική προϋπόθεση να έχουν θετική αξιολόγηση.

Παράλληλα, παρόλο την κάλυψη από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα, πολλές τράπεζες (εμπορικές και επενδυτικές) ακόμη παρουσίαζαν σοβαρά προβλήματα βιωσιμότητας λόγω μαζικής απόσυρσης καταθέσεων. Οι τράπεζες είχαν περισσότερες υποχρεώσεις, με τις πιο σημαντικές να είναι τα ομόλογα που έδιναν για να χρηματοδοτήσουν τα περιουσιακά τους στοιχεία. Ο δανεισμός ήταν πλέον εξαιρετικά ακριβός, και πλέον ο κίνδυνος για μια μαζική απαίτηση των υποχρεώσεων ήταν ορατή. Σαν λύση ύστατης ανάγκης πολλές από αυτές τις τράπεζες πωλήθηκαν κάτω από μεγάλους κολοσσούς, ενώ αρκετές άλλες συγχωνεύτηκαν. Πρακτικά, σε διάστημα λιγότερο του ενός έτους, το τραπεζικό και επενδυτικό σχήμα είχε αλλάξει άρδην.

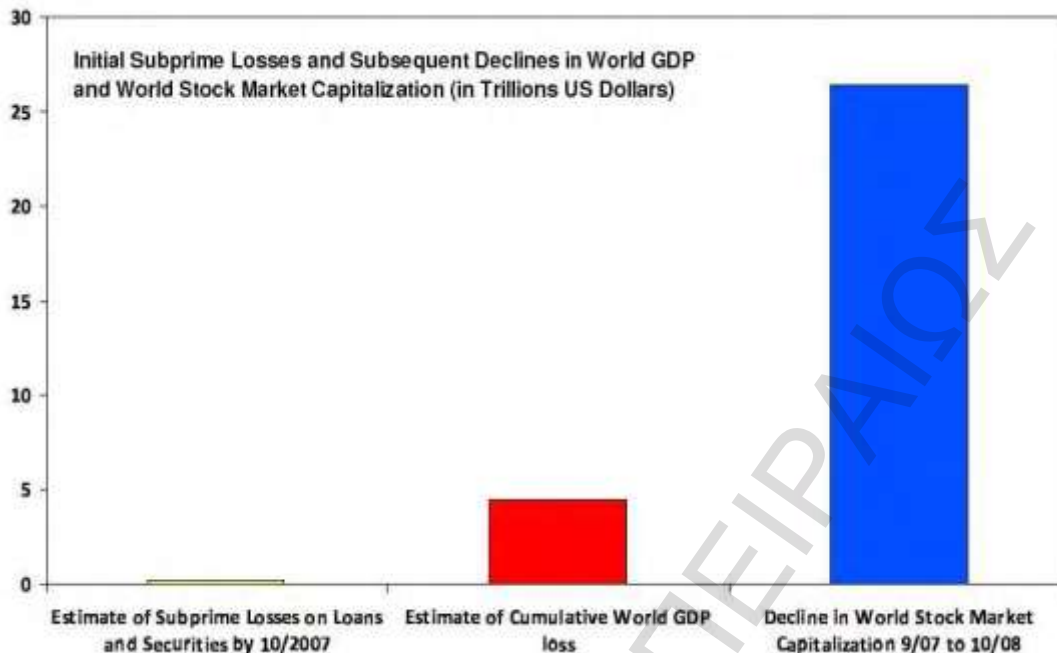
Η κάλυψη από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα, η αύξηση του ποσού για την εγγύηση των καταθέσεων αλλά και η αύξηση των πιστωτικών ορίων σε όλους τους οργανισμούς ήταν κινήσεις που πρακτικά κατεύνασαν τον πανικό, και σταμάτησαν την ξέφρενη κατάρρευση. Το κόστος βέβαια ήταν μεγάλο, τόσο οικονομικά όσο και ηθικά. Αυτό διότι σώθηκαν πολλές αφερέγγυες τράπεζες και οργανισμοί με μόνο στόχο να σταματήσει ο πανικός, όπου είχαν εκμαιεύσει τις καταθέσεις των επενδυτών προς όφελος της κερδοσκοπίας τους. Εντούτοις, οι κινήσεις αυτές μετρίασαν τον πανικό αλλά όχι τα προβλήματα. Αυτό για το οποίο δεν

μπορούσε να κάνει τίποτα όμως η Ομοσπονδιακή Τράπεζα, ήταν την εξάπλωση της κρίσης στις παγκόσμιες αγορές.

3.5. Μετάδοση της κρίσης σε αγορές του εξωτερικού

Το κοινό χαρακτηριστικό των κρίσεων ανά τα χρόνια είναι ότι ποτέ δεν πλήττουν πραγματικά υγιείς οικονομίες. Συνήθως υπάρχουν υποβόσκουσες αδυναμίες και μια συρροή από εφαρμογές κακών πολιτικών που ουσιαστικά αναπτύσσουν εγχώριες φούσκες, που περιμένουν ένα οποιοδήποτε γεγονός για να σκάσουν. Παρόλα αυτά, κατά την εξέλιξη της κρίσης στις ΗΠΑ, ο υπόλοιπος κόσμος πίστευε πως δεν θα επηρέαζε κάποια άλλη αγορά. Αυτό βασιζόταν και σε μελέτες που είχαν προωθηθεί από αναλυτές της Goldman Sachs τα προηγούμενα χρόνια, πως οι αναπτυσσόμενες οικονομίες (BRICS) βασιζόνταν στην εσωτερική τους ζήτηση, και σε ένα σενάριο κρίσης θα περνούσαν αλώβητες από τις απώλειες προϊόντων μειωμένης εξασφάλισης. Τον Σεπτέμβρη του 2008, ο Γερμανός υπουργός Οικονομικών Πέτερ Στάινμπρουκ δήλωσε ότι η κρίση που είχε εκδηλωθεί στις ΗΠΑ ήταν δικό τους πρόβλημα και δεν θα επηρέαζε την Ευρώπη, και πως αυτό ήταν άποψη που συμερίζονταν και άλλοι υπουργοί οικονομικών της G7. Λίγες ημέρες μετά, και εφόσον ένα μεγάλο μέρος του Γερμανικού τραπεζικού συστήματος είχε καταρρεύσει, δήλωσε ότι η Ευρώπη ήταν στο χείλος του γκρεμού.

Με την εξέλιξη των χρηματοοικονομικών αγορών και την ανάπτυξη των δικτύων λήξης και χορήγησης δανείων, καθώς και ανταλλαγής κεφαλαίων και χρεογράφων, αναπτύχθηκε και η πολυπλοκότητα τους. Οι δοσοληψίες είχαν γίνει τόσο περίπλοκες, ώστε ελάχιστοι μπορούσαν να αντιληφθούν το πώς επηρεάζονται από άλλες οικονομίες. Αυτός ήταν και ο βασικός λόγος που μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers, πολλοί δεν γνώριζαν πως ένα μεγάλο μέρος από εμπορικά χρεόγραφα βραχυπρόθεσμης λήξης που είχαν χάσει την αξία τους, βρισκόταν σε Ευρωπαϊκό ή Ασιατικό έδαφος. Η ξαφνική συνειδητοποίηση αυτή προκάλεσε πανικό στις αγορές, που και εδώ έφερε τα κλασσικά αποτελέσματα. Μαζική απόσυρση χρημάτων από τα κεφάλαια, και αύξηση των επιτοκίων των τραπεζών που είχαν παράσχει βραχυπρόθεσμα δάνεια σε ξένες τράπεζες.



Διάγραμμα 4: Απώλειες στο παγκόσμιο Α.Ε.Π. από ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια.

Η κατάρρευση της Lehman Brothers δεν ήταν η αιτία που επεκτάθηκε η κρίση στις ξένες αγορές. Ήταν το γεγονός που έκανε τους επενδυτές να συνειδητοποιήσουν ότι όλα τα προϊόντα μειωμένης εξασφάλισης που είχαν αγοράσει από την αγορά των ΗΠΑ (εγγυημένες δανειακές υποχρεώσεις και ενυπόθηκα χρεόγραφα) βασίζονταν πάνω στην φούσκα που είχε κατασκευαστεί στην Γουόλ Στριτ. Πρακτικά, όποτε κάποιος που είχε δανειστεί ένα ενυπόθηκο στεγαστικό δάνειο στις ΗΠΑ αθετούσε την πληρωμή του, οι συνέπειες επηρέαζαν επενδυτές σε όλο τον κόσμο που είχαν αγοράσει CDO αυτού του δανείου. Οι απώλειες λόγω αυτών των CDO δεν επηρέασαν μόνο το τραπεζικό σύστημα, αλλά είχαν και παράπλευρες απώλειες. Οι ευρωπαϊκές εταιρίες βασίζονται πιο πολύ στις χρηματαγορές για την χρηματοδότηση τους, οπότε με το έναυσμα της κρίσης, πολλές Ευρωπαϊκές τράπεζες ελαχιστοποίησαν τον δανεισμό, και αυτόν με αρκετά υψηλά επιτόκια, καθιστώντας έτσι τον εταιρικό τομέα ανήμπορο να κινηθεί για τις καθημερινές του δραστηριότητες. Επίσης, πολλές χώρες των Βαλκανίων βασίζονταν στον δανεισμό από θυγατρικές εταιρίες των κεντρικών Ευρωπαϊκών τραπεζών. Με το μπλοκάρισμα του δανεισμού γενικά και ανεξαιρέτα, οι χώρες αυτές (π.χ. Ουκρανία, Λετονία) οδηγήθηκαν σε έλλειψη ρευστότητας και οδηγήθηκαν σε ύφεση.

Εν συντομία, αυτοί ήταν οι βασικοί τρόποι που επηρεάστηκαν οι παγκόσμιες αγορές από την κατάρρευση προϊόντων μειωμένης εξασφάλισης. Άμεσα θύματα ήταν χώρες που

είχαν άμεσες διαπραγματευτικές συναλλαγές μαζί της, και στη συνέχεια επηρεάστηκαν όσοι βασιζόνταν πάνω στις τράπεζες αυτές ή θυγατρικές τους, από εταιρίες μέχρι και χώρες ολόκληρες. Ένας σημαντικός καταλύτης της εξάπλωσης της κρίσης, ήταν και η αγελαία συμπεριφορά των επενδυτών στα χρηματιστήρια. Η πτώση του Αμερικάνικου χρηματιστηρίου οδήγησε σε ελεύθερη πτώση και όλα τα χρηματιστήρια στον κόσμο, όχι μόνο επειδή οι εμπορικές δραστηριότητες γίνονται πλέον σε παγκόσμιο επίπεδο, αλλά επειδή η συμπεριφορά των επενδυτών ήταν τέτοια που μεταδιδόταν σε όλο τον κόσμο, και σαν αυτοεκπληρούμενη προφητεία, έγινε ένας πολύ ισχυρός καταλύτης για την εξάπλωση της κρίσης παγκοσμίως. Οι επενδυτές προσπαθούσαν να ξεφορτωθούν ριψοκίνδυνα ομόλογα, αναστατώνοντας όλη την αγορά.

Εκτός από τις χρηματοοικονομικές αγορές, το παγκόσμιο εμπόριο σχεδόν πάγωσε για ένα διάστημα. Για να γίνει κατανοητή η έκταση του προβλήματος, ας ξεκινήσουμε με την Κίνα. Η Κίνα είναι ένας από τους μεγαλύτερους εξαγωγείς στον κόσμο, και οι ΗΠΑ εισάγουν κατά κόρον από την Κίνα. Από την στιγμή που διογκώθηκε η κρίση, οι τράπεζες σταμάτησαν να εκδίδουν ενέγγυες πιστώσεις (η εγγύηση ότι τα μετακινούμενα αγαθά θα πληρωθούν όταν φτάσου στον προορισμό τους), γεγονός το οποίο έκανε τις ΗΠΑ να μειώσουν δραματικά τις εισαγωγές. Η δραματική μείωση των εισαγωγών αυτών οδήγησε την κινέζικη οικονομία σε ύφεση, οδηγώντας χιλιάδες εργοστάσια σε κλείσιμο. Η κρίση όμως δεν έπληξε μόνο την Κίνα, αλλά και τις γειτονικές χώρες που βασιζόταν για τις αλυσίδες εφοδιασμού της. Σχεδόν όλες οι οικονομίες στην Ασία ήταν άμεσα ή έμμεσα συνδεδεμένες με εμπορικές δραστηριότητες με τις ΗΠΑ, οπότε η μείωση στις εξαγωγές επηρέασε χώρες όπως Νότια Κορέα, Σιγκαπούρη, Ταϊλάνδη κλπ. Ενδεικτικά στις αρχές του 2009, οι εξαγωγές από Κίνα και Γερμανία είχαν μειωθεί έως και 30%, ενώ οι εξαγωγές από την Ιαπωνία μειώθηκαν κατά 45%.

Αυτό που όμως πρέπει να γίνει αποδεκτό είναι ότι, αν και η κρίση στις ΗΠΑ έπαιξε σημαντικό ρόλο στην παγκόσμια κρίση, δεν ήταν ο βασικός υπαίτιος. Όταν έσκασε η στεγαστική φούσκα στις ΗΠΑ, αποτέλεσε την αιτία για να οδηγηθούν και οι άλλες χώρες σε σκάσιμο των δικών τους στεγαστικών φουσκών, οι οποίες δημιουργήθηκαν από τα τοπικά τραπεζικά ιδρύματα που είχαν οδηγηθεί σε ένα υπερδανεισμό των τοπικών και γειτονικών αγορών. Ενδεικτικό της μόχλευσης αυτής είναι τα ποσοστά στα Ευρωπαϊκά ιδρύματα το καλοκαίρι του 2008 (πριν την κατάρρευση της Lehman Brothers). Η ING είχε μόχλευση 49:1, η Deutsche Bank με μόχλευση 53:1 και η Barclays με 61:1, τη στιγμή που η Lehman Brothers πριν καταρρεύσει είχε μόχλευση 31:1. Τα CDOs μπορεί να ήταν πατέντα της Γουόλ Στριτ, αλλά επεκτάθηκε και στις παγκόσμιες τράπεζες, όπου γέμισαν όλες τις αγορές με

τοξικά χρεόγραφα. Το 2007, Ευρωπαϊκά δάνεια αξίας κοντά στα 500 δισεκατομμύρια δολάρια έγιναν βάση για ενυπόθηκα χρεόγραφα και CDO. Με το σκάσιμο της στεγαστικής φούσκας, τα χρεόγραφα αυτά έχασαν την αξία τους και οι τράπεζες είδαν τις απώλειες να αυξάνονται εκθετικά. Ενδεικτικά, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα εκτίμησε τις απώλειες αυτές κοντά στο μισό τρισεκατομμύριο δολάρια. Πολλές οικονομίες πλέον σε όλο τον κόσμο είχαν τα ίδια συμπτώματα: στεγαστικές φούσκες, υπερβολική εξάρτηση από τον δανεισμό, χαμηλά ελεγκτικά πρότυπα και πολλά περιουσιακά στοιχεία υψηλού κινδύνου.

Στην Ευρώπη, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα αύξησε τα επιτόκια δανεισμού, προσπαθώντας να βάλει φρένο στον ξέφρενο δανεισμό. Η απόφαση αυτή επηρέασε τόσο τις δυνατές Ευρωπαϊκές οικονομίες (όπως την Γερμανία), αλλά συνέτριψε μικρότερες οικονομίες που είχαν μεγαλύτερη ανάγκη τον δανεισμό (Ισπανία, Ελλάδα, Πορτογαλία κλπ). Ειδικά οι Μεσογειακές χώρες είχαν μεγαλύτερα ελλείμματα στα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών και σε συνδυασμό με το μεγάλο δημόσιο χρέος οδηγήθηκαν σε βαθιά ύφεση.

Λόγω των νομισματικών διακυμάνσεων και της κρίσης, το δολάριο υποτιμήθηκε. Πρακτικά, ενώ βοήθησε τις άλλες οικονομίες να ενισχυθεί το δικό τους νόμισμα έναντι του δολαρίου, αύξανε το κόστος των εμπορευμάτων τους για την αγορά των ΗΠΑ, κάνοντας τα προϊόντα των αγορών αυτών πιο ακριβά και έτσι ανεπιθύμητα. Οδηγώντας έτσι τις παγκόσμιες οικονομίες σε εμπορική ύφεση, κατά ένα παράδοξο τρόπο, οι αγορές ψάχνοντας μια ασφαλή επένδυση, κατέληξαν στο δολάριο. Ενώ οι ΗΠΑ ήταν καταμεσής της κρίσης, το νόμισμα τους έδειχνε πιο σταθερό και σίγουρο συγκριτικά με το νόμισμα άλλων αγορών, ακόμα και των αναδυόμενων. Αυτό οδήγησε τους ξένους επενδυτές σε μια μαζική αγορά δολαρίων, και σε πολύ μικρότερο βαθμό νομίσματα αναδυόμενων αγορών (Ρωσία, Κίνα κλπ), με αντάλλαγμα νομίσματα και ομολογίες μικρότερων συγκριτικά οικονομιών. Αυτός ήταν και ένας σημαντικός λόγος που τον χειμώνα του 2008, η κρίση επηρέασε πολύ περισσότερο τον υπόλοιπο κόσμο παρά τις ΗΠΑ.

Ενώ η οικονομία στις ΗΠΑ συρρικνώθηκε με ρυθμό 6%, στις άλλες χώρες ήταν πολύ πιο δραματική. Οι οικονομίες της Ασίας που ήταν συνδεδεμένες μεταξύ τους είδαν τα μεγαλύτερα ποσοστά συρρίκνωσης. Η Ιαπωνία είχε ρυθμό συρρίκνωσης 12,7% ενώ η Νότια Κορέα 13,2%. Ακόμα και η Κίνα είχε πέσει κάτω από τα βιώσιμα επίπεδα ανάπτυξης, και το υπόλοιπο του κόσμου είχε αντίστοιχη τύχη. Τα αποτελέσματα αυτά όμως δεν ήταν λόγω της χρεωκοπίας της Lehman Brothers. Σαφώς ήταν ένας σημαντικός καταλύτης, αλλά όχι η αιτία. Όπως αναφέρθηκε και πιο πριν, τα σημάδια της κρίσης στις ΗΠΑ είχαν αρχίσει να παρουσιάζονται από τα μέσα του 2006, και προσπαθούσαν να την περιορίσουν με νύχια και με δόντια. Η ίδια κρίση όμως είχε ήδη επεκταθεί σε όλο τον κόσμο μέσω της

χρηματαγοράς, της αγοράς ενυπόθηκων χρεογράφων μειωμένης εξασφάλισης, της υπέρμετρης μόχλευσης και των εμπορικών σχέσεων. Και σίγουρα οι υπόλοιπες χώρες δεν ήταν θύματα της κατάστασης αυτής. Κάθε μια χώρα είχε εκκολάψει τη δική της χρηματοοικονομική φούσκα και είχε εκμεταλλευτεί το χρηματοπιστωτικό σύστημα για κερδοσκοπικούς σκοπούς. Ακόμα και χώρες που είχαν τις μικρότερες φούσκες, ήταν άμεσα εξαρτημένες εξαγωγικά από αναπτυσσόμενες οικονομίες που ζούσαν πάνω στη διόγκωση μιας φούσκας.

Οι κεντρικές τράπεζες ανά τον κόσμο έκαναν ότι μπορούσαν για να μετριάσουν τον πανικό και τον ρυθμό εξάπλωσης της κρίσης σε άλλους τομείς της οικονομίας, αλλάζοντας τον τρόπο που λειτουργούσαν και τις αρχές τους, δανείζοντας ανεξαιρέτως, αναπτύσσοντας έτσι το θέμα του ηθικού κινδύνου. Η συγκεκριμένη κρίση όμως είχε επεκταθεί τόσο πολύ σε διαφορετικούς κλάδους και τομείς της οικονομίας, όπου δεν υπήρχε η επιλογή να αφεθούν και να τιμωρηθούν οι υπεύθυνοι της με την πιθανή τους χρεοκοπία. Το σενάριο αυτό θα λειτουργούσε πολλαπλασιαστικά σε όλους τους τομείς της οικονομίας, και ενδεχομένως να είχε πολύ χειρότερες συνέπειες.

4. Η Συμβολή του Hyman Minsky

4.1. Το μοντέλο του Minsky

Ο οικονομολόγος Hyman Minsky έχει αναπτύξει ένα μοντέλο, το οποίο χρησιμοποιήθηκε για να αποτυπώσει τις οικονομικές κρίσεις στις Η.Π.Α., στη Μεγάλη Βρετανία και σε άλλες αγορές. Ο Minsky τόνισε τις κυκλικές διακυμάνσεις στην παροχή πιστώσεων, η οποία αυξανόταν όταν άνθιζε η οικονομία, και συρρικνωνόταν όταν υπήρχε ύφεση. Κατά την διάρκεια της φάσης της ανάπτυξης της οικονομίας, οι επενδυτές έγιναν περισσότερο αισιόδοξοι για τις μελλοντικές επενδύσεις και αναθεώρησαν θετικά τις εκτιμήσεις τους για κερδοφορία από μια ευρεία γκάμα επενδύσεων, οπότε έγιναν πιο πρόθυμοι για να δανειστούν. Την ίδια στιγμή, οι αξιολογήσεις των ρίσκων των επενδυτών από τους δανειστές μειώθηκαν, και έτσι και αυτοί με την σειρά τους έγιναν πιο πρόθυμοι να παρέχουν δάνεια, ακόμα και σε επενδύσεις που μέχρι πρότινος θα φάνταζαν αρκετά ριψοκίνδυνες.

Όταν η οικονομία επιβραδύνεται, οι επενδυτές γίνονται λιγότερο αισιόδοξοι, και πιο πολύ προσεκτικοί. Την ίδια στιγμή, οι απώλειες των δανείων που έχουν δώσει οι δανειστές αυξάνονται, και γίνονται περισσότερο επιφυλακτικοί. Ο Minsky πίστευε πως αυτές οι διακυμάνσεις στην παροχή πιστώσεων οδήγησαν σε εύθραυστες οικονομικές καταστάσεις και αύξαναν την πιθανότητα για μια οικονομική κρίση.

Ο Minsky πίστευε πως τα γεγονότα που οδηγούν σε μια κρίση, ξεκινούν με ένα σοκ, κάποια εξωγενή επιρροή στο μακροοικονομικό σύστημα. Αν το σοκ αυτό είναι αρκετά μεγάλο και 'επίμονο', τότε οι προοπτικές της οικονομίας και οι κερδοφόρες ευκαιρίες που παρουσιάζονται, θα ωφελήσουν τουλάχιστον ένα τομέα της οικονομίας. Εταιρίες και ιδιώτες θα αρχίσουν να δανείζονται προκειμένου να εκμεταλλευτούν αυτή την αύξηση των αναμενόμενων κερδών, που συσχετίζονται με μια μεγάλη γκάμα επενδύσεων. Ο ρυθμός ανάπτυξης αυξάνεται και μαζί του και η αισιοδοξία των επενδυτών. Η φύση αυτού του είδους των σοκ ποικίλει μεταξύ των διάφορων καταγεγραμμένων οικονομικών αναπτύξεων. Το σοκ το 1920 στις Η.Π.Α. ήταν η απότομη αύξηση στην παραγωγή αυτοκινήτων. Στην Ιαπωνία τη δεκαετία του '80, ήταν οι οικονομική ανεξαρτητοποίηση και η αύξηση της τιμής συναλλάγματος του Γιεν.

Βέβαια, σε όλη αυτή την ανάπτυξη, οι τραπεζικές πιστώσεις είναι πολύ ασταθής: την μια στιγμή τα τραπεζικά ιδρύματα σαν δανειστές έχουν επηρεαστεί από το κλίμα της

ευφορίας, και δανείζουν πιο εύκολα, ενώ την άλλη στιγμή έχουν γίνει εξαιρετικά προσεκτικοί και πρακτικά αφήνουν τους δανειζόμενους εκτεθειμένους. Αλλά, ακόμα και εάν υπήρχε κεντρικός έλεγχος για να αποφευχθεί η αστάθεια αυτή, η αύξηση στις πιστώσεις ενός συγκεκριμένου τομέα μπορεί να οδηγήσει σε κρίση. Ας πάρουμε για παράδειγμα μια τυχαία αύξηση στην ζήτηση κάποιου συγκεκριμένου προϊόντος ή υπηρεσίας. Με τον καιρό, η αύξηση αυτή στην ζήτηση φτάνει στα όρια που υπάρχουν για τη δυνατότητα παραγωγής του συγκεκριμένου αγαθού ή υπηρεσίας. Οι τιμές στην αγορά αυξάνονται, και όσο μεγαλύτερη είναι η αύξηση στα κέρδη, τόσο έλκονται ξένοι επενδυτές και εταιρίες. Αναπτύσσονται θετικά σχόλια και επενδυτικό κλίμα, μιας και η ανάπτυξη των επενδύσεων οδηγεί σε ανάπτυξη του Εθνικού Εισοδήματος, το οποίο με τη σειρά του τροφοδοτεί άλλες επενδύσεις, οπότε ο ρυθμός ανάπτυξης του Εθνικού Εισοδήματος επιταχύνεται.

Ο Minsky σημείωσε, πως σε αυτό το σημείο είναι που αναπτύσσεται η ευφορία. Οι επενδυτές αγοράζουν αγαθά και χρεόγραφα για να επωφεληθούν από τις υπεραξίες που συσχετίζονται με τις αναμενόμενες αυξήσεις στις τιμές των αγαθών και χρεογράφων αυτών. Οι αρχές αναγνωρίζουν ότι πλέον κάτι το εξαιρετικό συμβαίνει στη συγκεκριμένη οικονομία, και ενώ έχουν στα υπόψη τους τις παλαιότερες μανίες, έχουν πειστεί πως 'αυτή την φορά είναι διαφορετικά', με μια αντίστοιχη πλειάδα επεξηγήσεων της άποψης αυτής. Η ευφορία αυτή οδηγεί σε αύξηση της αισιοδοξίας για την οικονομική ανάπτυξη, και τον ρυθμό της ανάπτυξης των εταιριών και του ενεργητικού των επιχειρήσεων που ασχολούνται με την παραγωγή ή την διανομή των αγαθών αυτών και υπηρεσιών. Οι απώλειες των δανείων που πραγματοποιούνται φθίνουν, και οι δανειστές ανταποκρίνονται σε αυτό με μεγαλύτερη ακόμα αισιοδοξία, και μειώνουν τις ελάχιστες προκαταβολές των δανείων και τα ελάχιστα περιθώρια. Αν και ο αριθμός των τραπεζικών δανείων αυξάνεται, η μόχλευση, η αναλογία δηλαδή του χρέους προς το κεφάλαιο ή τα ίδια κεφάλαια, μειώνεται, μιας και η 'αξία' των δανειστών αυξάνεται με ραγδαίο ρυθμό, λόγω της αύξησης των τιμών των ακινήτων ή των χρεογράφων που έχουν στην κατοχή τους. Σα συνέπεια αυτού, οι τράπεζες μπορεί να αυξήσουν τα δάνεια τους σε ομάδες δανειστών, καθαρά και μόνο για να μη χάσουν μερίδιο αγοράς, λόγω του ότι οι ανταγωνιστές τους αυξάνουν τα δάνεια τους με πιο μεγάλο ρυθμό. Όλο και περισσότερες επιχειρήσεις και νοικοκυριά, που πιο παλιά μπορεί να ήταν πιο επιφυλακτικοί σε τέτοιες κινήσεις, αρχίζουν να συμμετέχουν σε αυτό τον αγώνα για υψηλά κέρδη. Αυτό που έχουν όλοι στο νου τους, είναι ότι ποτέ δεν ήταν ευκολότερο να κερδίσεις χρήματα. Η κερδοσκοπία των ιδίων κεφαλαίων ξεφεύγει από τα όρια της ορθολογικής συμπεριφοράς, σε αυτό που έχει καταγραφεί ως 'μανία' ή 'φούσκα'.

Το σημάδι που θα προηγηθεί της κρίσης, μπορεί να είναι η χρεοκοπία μιας τράπεζας ή μιας εταιρίας, η αποκάλυψη μιας απάτης ή η ραγδαία πτώση στην τιμή μιας μετοχής ή χρεογράφου. Τότε αρχίζει ο πανικός, οι τιμές φθίνουν, και οι χρεοκοπίες αυξάνονται. Η ρευστοποίηση είναι μερικές φορές ομαλή, αλλά αποσυντονίζεται πλήρως όταν συνειδητοποιούν οι επενδυτές πως ελάχιστοι μπορούν να πουλήσουν σε τιμές παραπλήσιες της μέγιστης αξίας. Ο πανικός τρέφεται με τον εαυτό του έως ότου οι τιμές πέσουν σε τέτοιο επίπεδο, όπου οι επενδυτές δελεάζονται να αγοράσουν τα λιγότερο ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία ή ένας δανειστής έκτακτης ανάγκης (π.χ. I.M.F.) καταφέρει να πείσει τους επενδυτές, πως τα χρήματα θα είναι διαθέσιμα στα προσυμφωνημένα ποσά των επενδυτών, ώστε οι τιμές των χρεογράφων να σταματήσουν να μειώνονται.

Πολλοί έχουν σχολιάσει ότι το μοντέλο του Minsky δεν είναι έγκυρο, και πως κάθε κρίση είναι ξεχωριστή και δεν συσχετίζεται με τις προηγούμενες. Αν και σε όλες τις κρίσεις, ο τύπος του σοκ ήταν διαφορετικός, ο τρόπος αντίδρασης της αγοράς διέφερε κλπ, όλες ακολούθησαν το ίδιο πρότυπο και τα ίδια βήματα από την μανία, στον πανικό και την καταστροφή.

4.2. Η Θεωρία της Οικονομικής Αστάθειας

Η συμβολή του Hyman Minsky στην Οικονομική θεωρία είναι πολύ μεγάλη, αλλά έγινε ιδιαίτερα γνωστός για την Θεωρία της Οικονομικής Αστάθειας (Financial Instability Hypothesis), ή όπως έγινε γνωστή στον κόσμο σαν Στιγμή Μίνσκυ (Minsky Moment). Η μεγαλύτερη του αυτή συμβολή πρακτικά συνέδεσε την οικονομική αστάθεια των αγορών με την κερδοσκοπική επενδυτική οικονομία. Η βασική ιδέα πίσω από αυτή την θεωρία είναι ότι η εσωτερική δυναμική των καπιταλιστικών οικονομιών οδηγεί, σε μια περίοδο που χαρακτηρίζεται από την επιτυχή λειτουργία της καπιταλιστικής οικονομίας, σε μια ανάδειξη των δομών αυτών της οικονομίας που συντελούν στον αποπληθωρισμό χρέους, την κατάρρευση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων και σε οικονομική κρίση. Βάση του Minsky, δύο συστήματα τιμών συνυπάρχουν σε μια καπιταλιστική οικονομία: Ένα που βασίζεται στην αξία του Ενεργητικού και των Κεφαλαίων, όπου καθορίζεται από την παρούσα αξία των προσδοκώμενων κερδών, και ένα που βασίζεται στο επίπεδο της τρέχουσας συναλλαγής. Οι καπιταλιστικές οικονομίες που συσσωρεύουν κεφάλαιο θα πρέπει επίσης να έχουν ένα σύνθετο και εξειδικευμένο χρηματοοικονομικό σύστημα που να εξελίσσεται σε πραγματικό χρόνο.

Η αστάθεια υπόκειται κάτω από την φαινομενική σταθερότητα των οικονομικών αγορών. Κατά τη διάρκεια περιόδων σταθερότητας, όπου ο ρυθμός ανάπτυξης των τιμών των μετοχών ξεπερνά το επιτόκιο, οι επενδυτές παρασύρονται στο να αναλάβουν μεγαλύτερα ρίσκα για τις επενδύσεις τους, που τους οδηγεί σε μεγαλύτερη μόχλευση και την υπερτίμηση κεφαλαίων και μετοχών. Ο Minsky αναγνώρισε τρεις τύπους οικονομικής στάσης που οδηγούν σε συσσώρευση αφερέγγυου χρέους: i) Χρηματοδότηση Αντιστάθμισης Κινδύνου, κατά την οποία όλοι οι δανειστές μπορούν να καλύψουν τις πληρωμές του χρέους τους (τόκους και αρχικό κεφάλαιο) από τις χρηματοροές των επενδύσεων τους, ii) Κερδοσκοπική οικονομία, κατά την οποία οι δανειζόμενοι ανταποκρίνονται στις πληρωμές των τόκων από τις επενδύσεις τους, αλλά πρέπει να γίνει μετακύληση του χρέους του για να αποπληρώσουν το αρχικό τους δάνειο, και iii) Χρηματοδότηση από πυραμίδα Ponzi, όπου οι δανειζόμενοι δεν μπορούν ούτε να αποπληρώσουν τους τόκους ούτε το αρχικό χρέος της επένδυσής τους, και βασίζονται εξολοκλήρου στις ανοδικές τιμές ενός περιουσιακού στοιχείου ώστε να τους επιτρέψει να αναχρηματοδοτήσουν το χρέος τους.

Ο συνδυασμός των οικονομικών στάσεων που αναφέρθηκαν καθορίζει την γενική ευρωστία ή αστάθεια σε μια συγκεκριμένη οικονομική δομή, που κυμαίνεται από Χρηματοδότηση Αντιστάθμισης Κινδύνου μέχρι και χρηματοδότηση πυραμίδας Ponzi παρέχοντας μεγαλύτερη αστάθεια. Όσο περισσότερο διαρκεί μια περίοδος οικονομικής σταθερότητας, οι επενδυτές τείνουν σε πιο ριψοκίνδυνους τύπους χρηματοδότησης (Ponzi) που συχνά οδηγεί διάφορα οικονομικά ιδρύματα σε κατάρρευση. Εάν η Χρηματοδότηση Ponzi επικρατήσει στο χρηματοοικονομικό σύστημα (όπως και έγινε με την κρίση του 2008), τότε η κατάρρευση του θα καταρρακώσει και άλλους τύπους χρηματοδότησης, που δεν θα μπορούν να δανειστούν ανεξάρτητα με την ωριμότητα ή σταθερότητα της επένδυσής τους. Τα οικονομικά ιδρύματα πολύ συχνά βρίσκουν τρόπους να παρακάμπτουν τους κανονισμούς ώστε να μπορούν να αναλάβουν μεγαλύτερα ρίσκα (που οδηγούν σε μεγαλύτερα κέρδη) κατά τη διάρκεια σταθερότητας της οικονομίας.

Οι παρατηρήσεις αυτές οδήγησαν τον Minsky στο να αναπτύξει δυο θεωρίες για την οικονομική σταθερότητα. Η πρώτη ήταν ότι η οικονομία στο σύνολο της έχει συστήματα χρηματοδότησης βάση των οποίων εντείνεται η σταθερότητα, και συστήματα χρηματοδότησης τα οποία προωθούν και επιφέρουν την οικονομική αστάθεια, και η δεύτερη ότι σε περιόδους οικονομικής σταθερότητας, η οικονομία μετατρέπει τις οικονομικές σχέσεις που κάνουν το σύστημα σταθερό, σε οικονομικές σχέσεις που οδηγούν σε γενικότερη αστάθεια.

Οι περιοδικές μεταβολές μεταξύ σταθερότητας και αστάθειας παράγουν ενδογενείς επιχειρηματικούς κύκλους. Ο Minsky το υποστήριξε αυτό, ισχυριζόμενος ότι αυτές οι εναλλαγές του χρηματοοικονομικού συστήματος μεταξύ ευρωστίας και αστάθειας είναι ένα αναπόσπαστο μέρος του καπιταλιστικού οικονομικού συστήματος και της διαδικασίας που δημιουργεί οικονομικούς κύκλους. Αυτοί οι κύκλοι είναι ενδογενείς στο οικονομικό σύστημα, και όπως τονίζει ο Minsky, μέσω της εσωτερικής δυναμικής των καπιταλιστικών οικονομιών, και του συστήματος των παρεμβάσεων και ρυθμίσεων που έχουν σχεδιαστεί για να κρατούν την οικονομία σε λειτουργία μέσα σε λογικά πλαίσια.

4.3. Ορθολογικότητα των αγορών

Ο όρος 'μανία' δηλώνει ότι χάνεται η αίσθηση της πραγματικότητας με ορθολογισμό, και ο κόσμος τείνει σε στοιχεία που θυμίζουν μαζική υστερία. Οι μανίες συσχετίζονται συνήθως με έναν γενικό παραλογισμό, ή σε μια ψυχολογία της μάζας. Η σχέση μεταξύ των ορθολογικών ατόμων και των παράλογων ατόμων ή ομάδων, μπορεί να είναι αρκετά σύνθετη, και μπορεί να γίνει μια σειρά από διακρίσεις. Μια υπόθεση είναι, ότι η ψυχολογία της μάζας, είναι μια μορφή αγελαίας σκέψης, όταν πρακτικά όλοι οι εμπλεκόμενοι στην αγορά αλλάζουν την άποψη τους την ίδια στιγμή, και κινούνται σαν ένα 'κοπάδι'. Εναλλακτικά, μεμονωμένα άτομα ή ομάδες αλλάζουν τις απόψεις τους για την ανάπτυξη της αγοράς σε διαφορετικά στάδια σαν μέρος μιας συνεχόμενης διαδικασίας, οι περισσότεροι ξεκινούν ορθολογικά, και καταλήγουν να χάνουν με ρυθμό γεωμετρικής έκθεσης την αίσθηση της πραγματικότητας στην αγορά.

Η ψυχολογία της μάζας (ή και υστερία) είναι εδραιωμένη σαν μια περιστασιακή απόκλιση από την πραγματικότητα. Σύμφωνα με το μοντέλο του Minsky, αυτού του τύπου ο παραλογισμός ξεκινάει με το κλίμα της αισιοδοξίας και με ένα σοκ σε κάποια από τα βασικά χαρακτηριστικά του οικονομικού συστήματος, που οδηγεί σε αύξηση της αισιοδοξίας από τους επενδυτές και από τις τράπεζες σαν δανειστές. Όλο και πιο υψηλές προσδοκίες αναμένονται για ένα συνεχές κλίμα ευημερίας και αύξηση κερδών οδηγεί τους επενδυτές σε αγορές όλο και πιο επικίνδυνων μετοχών. Οι τράπεζες δίνουν όλο και πιο ριψοκίνδυνα δάνεια, και η αισιοδοξία αυτή γίνεται αυτό-εκπληρούμενη προφητεία, μέχρι να εξελιχθεί σε φούσκα.

Ο παραλογισμός σε αυτή την περίπτωση παρατηρείται στο ότι χάνονται τα σημεία μεταξύ του στόχου και της διαδικασίας, και στο τέλος ο στόχος γίνεται η διαδικασία. Οι δανειστές γίνονται τόσο αισιόδοξοι για τη διαδικασία (παραγωγής κέρδους), όπου δεν

έκαναν στους ίδιους τους εαυτούς τους την ερώτηση για το που θα βρουν οι δανειστές τα χρήματα να αποπληρώσουν τους τόκους, εάν οι δανειστές σταματούσαν να τους παρέχουν μετρητά με τη μορφή καινούργιων δανείων.

4.4. Η Επέκταση της Πίστωσης

Οι κερδοσκοπικές κρίσεις αναπτύσσονται μέσω της χρηματικής ανάπτυξης και της πιστωτικής επέκτασης που παρέχουν τα τραπεζικά ιδρύματα. Η χρηματική ανάπτυξη και η πιστωτική επέκταση δεν οδηγούν σε μανία, υπάρχουν πολύ περισσότερες οικονομικές αναπτύξεις από μανίες στην οικονομική ιστορία. Όμως, κάθε μανία έχει συσχετιστεί με μια πιστωτική επέκταση. Τον τελευταίο αιώνα, η επέκταση των πιστώσεων ανήκει αποκλειστικά στις τράπεζες και στο χρηματοπιστωτικό σύστημα (πιο παλιά, μη τραπεζικοί οργανισμοί και δανειστές καθόριζαν την επέκταση της πίστωσης). Για παράδειγμα, η τουλιπομανία του 17^{ου} αιώνα αναπτύχθηκε με πιστώσεις από τους πωλητές των βολβών των τουλιπών, μια τότε μορφή της 'χρηματοδότησης'. Σε πολλές περιπτώσεις, η πιστωτική επέκταση ήταν το αποτέλεσμα της ανάπτυξης εναλλακτικών λύσεων για αυτό που χρησιμοποιούταν μέχρι τότε ως παραδοσιακό χρήμα. Για παράδειγμα, στις Η.Π.Α., το πρώτο κομμάτι του 19^{ου} αιώνα, η πιστωτική επέκταση προέκυψε από την αντικατάσταση των χρεογράφων για ασήμι, σε τριγωνική ανταλλαγή μεταξύ Η.Π.Α., Κίνας και Αγγλίας. Το αποτέλεσμα αυτής της επιπόησης, ήτα ότι όλο το ασήμι έμενε στις Η.Π.Α., και προστιθόταν στο χρηματικό δυναμικό της.

Η πιστωτική επέκταση δεν είναι μια αλληλουχία από περιστατικά, αλλά αντίθετα, μια συστηματική ανάπτυξη όπου έχει συνεχιστεί για πολλές εκατοντάδες χρόνια μιας και οι εμπλεκόμενοι σε οικονομικές αγορές αναζητούν τρόπους να μειώσουν τα κόστη των συναλλαγών, αλλά και της διασφάλισης της ρευστότητας κρατώντας τα υπόλοιπα χρήματα. Ο τρόπος με τον οποίο κάθε γεγονός διαδραματίζεται, μπορεί να μοιάζει τυχαίος (πχ. Η ανταλλαγή των ομολόγων με ασήμι για πληρωμές στην Κίνα). Η ανάπτυξη νέων εναλλακτικών για τα υπάρχοντα χρήματα μοιάζει να γίνεται περιοδικά, σε ανταπόκριση ως προς τις διαφορετικές αλλαγές των θεσμικών ρυθμίσεων, αλλά η διαδικασία είναι συνεχής. Η χρηματική επέκταση είναι συστηματική και ενδογενής, παρά τυχαία και εξωγενής.

Κατά τη διάρκεια μιας οικονομικής ανάπτυξης, η ποσότητα χρήματος που ορίζεται ως μέσο για πληρωμές, αυξάνεται συνεχόμενα και η υπάρχουσα προσφορά χρήματος χρησιμοποιείται πιο αποτελεσματικά, για να χρηματοδοτήσει και την ανάπτυξη στην οικονομική δραστηριότητα, αλλά και τις αγορές ακινήτων κι χρεογράφων κατά τη διάρκεια

αναζήτησης κεφαλαιακού κέρδους. Η προσπάθεια των κεντρικών τραπεζών να περιορίσουν και να ελέγξουν την ανάπτυξη της προσφοράς χρήματος έχει αντισταθμιστεί εν μέρει με την ανάπτυξη νέων, και πολύ κοντινών υποκατάστατων για χρήματα. Τέτοιες προσπάθειες υπάρχουν από παλιά, συμπεριλαμβανομένου και της επανάληψης των τμηματικών πληρωμών, αλλά και τη δυνατότητα μετατροπής εθνικού συναλλάγματος σε χρυσό μετά το τέλος των πολέμων. Επίσης, η απονομισματοποίηση των μικρότερων μεταλλικών χρημάτων (ο χαλκός που αντικαταστάθηκε από το ασήμι, και σε συνέχεια το ασήμι από το χρυσό), ήταν ένας τρόπος προσπάθειας ελέγχου πάνω στη διάθεση των χρημάτων. Το κύριο αποτέλεσμα που προέκυψε με την πάροδο των χρόνων, είναι ότι είναι πιο εύκολο να προσδιορίσουμε το τι είναι χρήματα (και αυτό συμπεριλαμβάνει και τα υποκατάστατα του) από το να μετρηθεί η διαθέσιμη χρηματική ποσότητα.

Το σχηματισμένο ιστορικό γεγονός είναι πως κάθε φορά που μια νομισματική αρχή σταθεροποιεί ή ελέγχει κάποια ποσότητα χρήματος, M , είτε σε συγκεκριμένο αριθμό είτε σε προκαθορισμένο ρυθμό ανάπτυξης, περισσότερα χρήματα αλλά και παραπλήσια υποκατάστατα θα δημιουργηθούν σε μια περίοδο ευφορίας. Εάν ο ορισμός του χρήματος ορίζεται με καθορισμένα ρευστά χρεόγραφα, η ευφορία μπορεί να οδηγήσει σε νομισματοποίηση των πιστώσεων με τρόπους που είναι αρκετά ακραίοι: η 'ταχύτητα' του χρήματος (ταχύτητα προσδιορίζεται ως οι συνολικές δαπάνες ή το εθνικό εισόδημα ως προς τη διαθέσιμη ποσότητα χρήματος) θα αυξηθεί, ακόμα και εάν η ποσότητα του χρήματος, όπως προσδιορίζεται από τον κλασικό τρόπο, παραμείνει ίδια. Σε αυτή την περίπτωση για παράδειγμα, έχουμε τα χρήματα σαν M_1 , συνάλλαγμα συν καταθέσεις όψεως M_2 , το M_3 που ισούται με το M_1 συν τις καταθέσεις προθεσμίας, που αποτελείται από το M_2 συν υψηλά ρευστοποιήσιμα κρατικά χρεόγραφα κ.ο.κ. Η διαδικασία αυτή μοιάζει ατελείωτη, με κάθε οικονομική ανάπτυξη η αγορά θα δημιουργήσει νέες μορφές χρήματος και υποκατάστατων του.

Σε επίπεδο ιδιωτών, μια πρόσφατη 'ανακάλυψη' των τραπεζών ήταν η γραμμή πίστωσης που δίνεται από μία τράπεζα σε έναν ιδιοκτήτη ακινήτου (HEL- Home Equity Loan). Οι τράπεζες και άλλοι δανειστές δέχονται να δανείσουν σε νοικοκυριά (ιδιώτες) ένα ποσό, το οποίο μπορεί να είναι ίσο με την κεφαλαιακή αξία του σπιτιού του ιδιώτη, ή πολύ κοντά στην αξία αυτή. (Στην αρχή, τα δάνεια αυτά ονομάζονταν και σαν δεύτερη υποθήκη). Η διαθεσιμότητα της γραμμής πίστωσης αυτής σήμαινε ότι οι ιδιοκτήτες των ακινήτων μπορούσαν να εξοικονομήσουν τη διαθεσιμότητα των χρημάτων τους και των 'υποκατάστατων' χρημάτων τους, οπότε η αύξηση αυτή στη γραμμή πίστωσης οδηγεί σε δαπάνες με την ίδια διαθεσιμότητα χρήματος. Η αγοραστική δύναμη των ιδιωτών δεν μπορεί

άμεσα να προεκταθεί στην αγοραστική δύναμη μιας χώρας, μιας και η αύξηση της διαθέσιμης πίστωσης που είναι διαθέσιμη σε έναν ιδιώτη μπορεί, να αφαιρέσει τη διαθέσιμη ποσότητα πίστωσης σε έναν άλλο ιδιώτη, το οποίο όμως εξαρτάται τόσο από τα τραπεζικά ιδρύματα όσο και από την έκταση της ευφορίας.

Ο Minsky τόνιζε τον όρο 'ποιότητα' του χρέους, για να μπορεί να μετρήσει την ευαισθησία μιας πιστωτικής υποδομής. Οι ορισμοί κερδοσκοπική και σύστημα Ponzi τονίζουν, κατά τον Minsky, την ευαισθησία αυτή. Η επίπτωση του όρου 'Ponzi Finance' χρησιμοποιείται όταν μια εταιρία μπορεί να μην είναι σε θέση να πληρώσει το χρέος της εγκαίρως, παρά μόνο εάν υπάρχει κάποιο 'θαύμα'. Ένα 'βουνό' από χρέη συνημμένο με τη χρηματοδότηση ριψοκίνδυνων επιχειρήσεων είναι εγγενώς επικίνδυνο. Το μοντέλο που εισήγαγε τονίζει ότι κατά την περίοδο της οικονομικής ευφορίας η ποσότητα του χρέους αυξάνεται, επειδή οι δανειστές και οι επενδυτές αποστρέφονται την έννοια του κινδύνου και γίνονται πιο πρόθυμοι στο να παρέχουν δάνεια, όπου παλαιότερα θα έμοιαζαν αρκετά ριψοκίνδυνα. Κατά την οικονομική ύφεση που ακολουθεί, πολλές εταιρίες παρατηρούν ολοένα και λιγότερες ραγδαίες αυξήσεις στα κέρδη τους από αυτές που ανέμεναν, με αποτέλεσμα κάποιες εταιρίες που συμμετείχαν σε ομάδες Hedge Finance, να παραπέμπονται σε κερδοσκοπικές ομάδες, ενώ κάποιες ομάδες που είναι στις κερδοσκοπικές ομάδες να παραπέμπονται στις ομάδες Ponzi.

Οι συναλλαγματικές επιστολές ήταν απαιτήσεις για μελλοντικές πληρωμές από έναν προμηθευτή αγαθών, και δημιουργήθηκαν αρχικά επειδή η διαθεσιμότητα ρευστού ήταν αρκετά ανελαστική. Ο πωλητής των αγαθών παρείχε πίστωση στους προμηθευτές των αγαθών αυτών, για να διευκολύνει την πώληση τους. Οι προμηθευτές ήταν υποχρεωμένοι να αποπληρώσουν το ποσό αυτό σε 90 ή 120 ημέρες. Αυτού του είδους οι συναλλαγματικές συχνά προεξοφλούνταν στις τράπεζες, όπου παρείχαν στους κατόχους των συναλλαγματικών αυτών μετρητά με την μορφή τραπεζογραμματίων ή ακόμα και μετρητά, και τον 19^ο αιώνα, με τραπεζικές καταθέσεις. Οι συναλλαγματικές αυτές συχνά χρησιμοποιούνταν για πληρωμές, με μια μορφή όπως οι μεταχρονολογημένες επιταγές. Όταν ο πωλητής των αγαθών λάμβανε στα χέρια του μια συναλλαγματική από τον αγοραστή, τότε ο πωλητής με τη σειρά του χρησιμοποιούσε την συναλλαγματική αυτή για να αποπληρώσει δικές του οφειλές. Ο κάθε αποδέκτης της συναλλαγματικής μπορούσε να προσθέσει το όνομα του στο λογαριασμό αυτόν, με έναν παρόμοιο τρόπο που κάποιος επικυρώνει μια επιταγή, και έτσι η συναλλαγματική αυτή μπορούσε να έχει 5 ή 10 επικυρωτές. Λόγο της αυξημένης χρήσης των συναλλαγματικών για πληρωμές λογαριασμών, η Τράπεζα της Αγγλίας, την περίοδο της ανάπτυξης του 1852 με 1857, είχε

μείωση στη ροή του χρήματος κατά 9 εκατομμύρια στερλίνες, ενώ οι καταθέσεις πέντε μεγάλων τραπεζών αυξήθηκαν από 17,7 εκατομμύρια στερλίνες σε πάνω από 40 εκατομμύρια. Ενώ αρχικά οι συναλλαγματικές επιστολές είχαν εκδοθεί για να συνδεθούν με συγκεκριμένες διεργασίες και το ποσό της επιστολής αυτής να είναι ίσο ή σχεδόν ίσο με το κόστος των πωληθέντων. Διαδοχικά, η σύνδεση μεταξύ της πώλησης των αγαθών αυτών και των συναλλαγματικών επιστολών εξαφανίστηκε. Τα προβλήματα ήταν δεδομένο να εμφανιστούν όταν η αναλογία του χρέους των ωφελούμενων ποσών που αντιπροσωπεύονταν από συναλλαγματικές επιστολές που έκδιε ένα δανειστής, γινόταν πολύ μεγαλύτερη από την υπάρχουσα περιουσία του, κάτι που παρατηρείτε αρκετά συχνά σε περιόδους οικονομικής ευφορίας. Οι μαζικές αναλήψεις συναλλαγματικών επιστολών ήταν καταστροφικές. Ο Hawtrey δήλωσε πως κατά την κρίση του Λονδίνου το 1866, αλλά και της Νέας Υόρκης το 1907, υπήρξε κατάχρηση του χρηματοοικονομικού συστήματος. Όταν ένας από τους επικυρωτές της συναλλαγματικής χρεοκοπούσε, όλη η αλυσίδα των επικυρωτών που είχαν 'υπογράψει' την συναλλαγματική αυτή χρεοκοπούσε, και πολλές φορές λόγω του πανικού που δημιουργήθηκε, και όχι τόσο λόγω του μεγάλου χρέους τους.

4.5. Η αποτυχία των τραπεζών για τον έλεγχο της πίστωσης

Κατά τη διάρκεια της μεγάλης υποτίμησης στην Αμερική το 1907, ήταν κοινός αποδεκτό ότι οι τράπεζες είχαν 'ξεχάσει' το ρόλο τους και, εάν οι τράπεζες ήταν συνετές και εγκρατείς, θα μπορούσαν να είχαν χρησιμοποιήσει τη δύναμη που έχουν στην αγορά για να σταθεροποιήσουν το πιστωτικό σύστημα αντί να αναζητούν 'πελάτες' για περισσότερα δάνεια. Θα μπορούσαν να είχαν διορθώσει την αστάθεια που είχε δημιουργηθεί, και υπήρχε η εντύπωση της απεριόριστης επεκτασιμότητας της πίστωσης. Το κεντρικό τραπεζικό σύστημα δημιουργήθηκε για να μπορεί να ελέγχει την ανάπτυξη των πιστωτικών ορίων, και την αστάθεια στην παροχή τους. Σε αυτό βοήθησε αργότερα η εξέλιξη από κερδοσκοπικό τραπεζικό σύστημα σε κεντρικό. Υπήρχε έντονη διαμάχη για τον καταμερισμό της εργασίας μεταξύ ιδιωτικού και κεντρικού τραπεζικού συστήματος το 1907. Οι μεγαλύτερες τράπεζες στη Νέα Υόρκη αποσκοπούσαν καθαρά και μόνο στη δημιουργία κέρδους, ώστε αυτό συνέβαλε στην πιστωτική αστάθεια που προέκυψε, και έτσι έγιναν οι βασικοί παράγοντες της ίδιας τους της κατάρρευσης. Εδώ βέβαια δημιουργείται και η διαμάχη μεταξύ του βραχυπρόθεσμου κέρδους και της μακροπρόθεσμης οικονομικής σταθερότητας. Κανείς δεν είχε θεσπίσει τον κανόνα ότι οι τράπεζες στη Νέα Υόρκη θα έπρεπε να συμπεριφερθούν υπεύθυνα ως προς το κοινό οικονομικό καλό. Θα μπορούσε όμως, να είχε λειτουργήσει

προς συμφέρον τους. Το πρόβλημα αυτό βέβαια δεν είναι καθαρά τραπεζικό, αλλά και πολιτικό σχετικά με το ποιος θα πρέπει να 'επιβλέπει' για το κοινό όφελος.

4.6. Τύποι ανάδρασης στα σημάδια οικονομικής άνθισης

Βάση του Hyman Minsky υπάρχουν δυο τύποι ανάδρασης από τις αυξήσεις στις τιμές των ακινήτων και των μετοχών στον ρυθμό της ανάπτυξης του Εθνικού Εισοδήματος. Ο ένας τύπος ορίζει ότι, από τις αυξήσεις στο εισόδημα των νοικοκυριών θα αυξηθούν και οι δαπάνες των νοικοκυριών αυτών. Τα νοικοκυριά έχουν σαν στόχο την αποταμίευση, είτε τον πλούτο. Όσο ο πλούτος τους αυξάνεται από την αύξηση στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων, τα νοικοκυριά αποταμιεύουν λιγότερο από τα εισοδήματά τους, και η κατανάλωση δαπανών αυξάνεται.

Ο δεύτερος τύπος ορίζει ότι, από τις αυξήσεις στις τιμές των μετοχών, οι επιχειρήσεις μπορούν να αντλούν περισσότερα χρήματα από τους ήδη υπάρχοντες, αλλά και νέους επενδυτές σε χαμηλότερα κόστη, και με αυτό τον τρόπο να αναλάβουν νέα έργα που κανονικά θα ήταν λιγότερο κερδοφόρα. Έτσι, το κόστος του κεφαλαίου σε μια επιχείρηση ποικίλει αντιστρόφως με το επίπεδο των τιμών των μετοχών: Όσο μεγαλύτερες είναι οι τιμές των μετοχών για αυτές τις επιχειρήσεις σε σχέση με τα κέρδη των επιχειρήσεων αυτών, τόσο μικρότερο είναι το κόστος του κεφαλαίου. Όσο χαμηλότερο είναι το κόστος του κεφαλαίου για τις επιχειρήσεις, τόσο μεγαλύτερες θα είναι οι επενδύσεις σε εγκαταστάσεις και εξοπλισμό, αφού μεγαλύτερη τιμή μετοχικής αξίας σημαίνει ότι οι επιχειρήσεις μπορούν να παράγουν κέρδος με μικρότερο ρυθμό αλλά και πάλι να είναι πολύ κερδοφόρες.

Υπάρχει μια συμμετρία μεταξύ των αυξήσεων στην οικονομική δραστηριότητα σε αντίδραση των αυξήσεων στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων, και αντίστοιχα στη μείωση των οικονομικών δραστηριοτήτων. Όταν οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων μειώνονται. Κατά τη διάρκεια της φάσης της ανάπτυξης, οι επιχειρήσεις, αυξάνουν τα ποσά που δανείζονται, σε αντίδραση της αύξησης της καθαρής θέσης τους. Οι τράπεζες αυξάνουν τον αριθμό των δανείων, και 'ελαστικοποιούν' τις προϋποθέσεις για να πάρει μια επιχείρηση δάνειο. Κατά την περίοδο όπου οι αξίες των περιουσιακών στοιχείων καταρρέουν, οι τράπεζες επιβαρύνονται με μεγάλες απώλειες δανείων, και κάποιες τράπεζες μπορεί να χάσουν τα κεφάλαιά τους από αυτές τις απώλειες, και να οδηγηθούν σε χρεοκοπία ή σε συγχωνεύσεις με τράπεζες όπου τα κεφάλαιά τους είναι σε καλύτερη κατάσταση, ή να λάβουν κρατική βοήθεια.

Αυτή η ισχυρή θετική συσχέτιση μεταξύ των αυξήσεων στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων και των οικονομικών αναπτύξεων, και το αντίστροφο, γεννά το ερώτημα για το αν την κυρίαρχη επιρροή ασκείτε από τις τιμές των περιουσιακών στοιχείων και του πλούτου, ή αν αντίστροφα, την κυρίαρχη επιρροή ασκείτε από την οικονομική ανάπτυξη των περιουσιακών στοιχείων.

4.7. Η Αγορά των Μετοχών και Ακινήτων

Πολλές φούσκες που διαδραματίζονται στην αγορά των μετοχών, συσχετίζονται με φούσκες στην αγορά των ακινήτων αντίστοιχα. Υπάρχουν τρεις διαφορετικοί τύποι συσχέτισης μεταξύ των δύο αυτών αγορών. Ο πρώτος είναι ότι σε πολλές χώρες, ειδικά στις μικρότερες και αυτές που κάνουν τα πρώτα βήματα στον τομέα της εκβιομηχάνισης, ένα πολύ μεγάλο κομμάτι της αγοράς των μετοχών αποτελείται από εταιρίες ακινήτων, κατασκευαστικές εταιρίες, και εταιρίες σε άλλους τομείς που είναι άμεσα συσχετισμένοι με την αγορά ακινήτων, συμπεριλαμβανομένου και του τραπεζικού τομέα. Μια δεύτερη συσχέτιση είναι αυτή όπου οι ιδιώτες των οποίων ο πλούτος έχει αυξηθεί δραματικά σαν αποτέλεσμα της αύξησης των τιμών της αγοράς των ακινήτων, θέλουν να κρατήσουν τον πλούτο τους διαφοροποιημένο, και έτσι αγοράζουν μετοχές (δεν υπάρχουν και πολλοί άλλοι τρόποι διαφοροποίησης του πλούτου). Ένας τρίτος τύπος συσχέτισης είναι ένα είδωλο του δεύτερου τρόπου, δηλαδή οι ιδιώτες όπου έχουν κερδοφορήσει εκτενώς από την αύξηση στην αγορά των μετοχών, και επενδύουν το κέρδος αυτό στην αγορά ακινήτων, αγοράζοντας μεγαλύτερα και πιο ακριβά σπίτια (και δεύτερη κατοικία κοκ). Για παράδειγμα, οι διακυμάνσεις στην αγορά ακινήτων του Μανχάταν έχει συσχετιστεί με την αύξηση της κερδοφορίας που είχε παρουσιαστεί στο χρηματιστήριο της Wall Street.

Η μεταπήδηση του κλίματος της ευφορίας από τη μια αγορά στην άλλη, είναι κάτι που είναι εύκολα κατανοητό. Όταν οι τιμές των ακινήτων ανεβαίνουν, κάποιος επενδυτής μπορεί να πραγματοποιήσει υπεραξίες, χωρίς ιδιαίτερες γνώσεις. Όταν οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων πέφτουν, οι μέτοχοι γνωρίζουν πως θα έχουν πρόβλημα, και πρέπει να μειώσουν το χρέος τους. Ειδικά οι επενδυτές αυτοί όπου έχουν μεγάλο δείκτη μόχλευσης, γνωρίζουν πως ο πλούτος τους μειώνεται με πολύ μεγαλύτερο ρυθμό από αυτόν των τιμών των μετοχών, και αρχίζουν να πουλάνε, αλλιώς η ιδιοκτησία τους θα πουληθεί από τους δανειστές τους. Η οικονομική ύφεση οδηγεί σε σχεδόν μηδενική ζήτηση για ακίνητα, για ιδιοκατοχή αλλά και για επενδυτικές κινήσεις. Οι φόροι και οι τόκοι στα δάνεια από την άλλη, συνεχίζουν χωρίς διακοπή. Ο Homer Hoyt είχε γράψει ότι, αργά και αμείλικτα, ακόμα και οι

κερδοσκόποι των ακινήτων, όπου δεν έχουν τόσο άμεσα προβλήματα όπως η υπόλοιπη αγορά, θα επηρεαστούν.

Η ανάλυση αυτή του Homer Hoyt για τη συσχέτιση μεταξύ της αγοράς των μετοχών και ακινήτων, μπορεί πολύ εύκολα να εφαρμοστεί στην κρίση της Ιαπωνίας το 1989. Η ραγδαία πτώση των τιμών των ακινήτων, σήμαινε ότι οι περισσότεροι δανειστές πτώχευσαν λόγω των δανείων που είχαν πάρει για τα ακίνητα αυτά. Η αξίες των τραπεζικών δανείων σε πιστωτικούς οργανισμούς και άλλου τύπου οικονομικές εταιρίες μειώθηκαν απότομα. Και αυτή η κατακόρυφη πτώση στις τιμές των ακινήτων οδήγησε με τη σειρά του σε πτώση των κεφαλαίων των τραπεζών, μιας και είχαν στην κατοχή τους μεγάλο αριθμό ακινήτων.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

5. Η Ψυχολογία της Κρίσης

5.1. Η αλλαγή στις προσδοκίες

Το βασικό μοντέλο της αλληλουχίας των γεγονότων που οδηγούν σε μια οικονομική κρίση, είναι ένα σοκ που οδηγεί σε οικονομική ανάπτυξη και σε συνέχεια σε οικονομική ευημερία, η ανάπτυξη του κλίματος τη ευφορίας, και στη συνέχεια μια παύση στην αύξηση των τιμών των ακινήτων/ μετοχών. Ένα αίσθημα αγωνίας θα αρχίσει να αναπτύσσεται όταν οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων αυτών αρχίζει να μειώνονται. Το μοτίβο που ακολουθεί είναι συγκεκριμένο πλέον. Ο πανικός είναι σχεδόν σίγουρος και μια οικονομική κατάρρευση θα ακολουθήσει.

Η θεωρία των ορθολογικών προσδοκιών υποθέτει ότι οι επενδυτές προσαρμόζουν τις αποφάσεις τους, σχεδόν άμεσα, σε ανταπόκριση κάθε ερεθίσματος, και ότι οι επενδυτές βλέπουν σχεδόν άμεσα τις μακροπρόθεσμες επιπτώσεις του κάθε ερεθίσματος στις τιμές των ακινήτων, των μετοχών και γενικά των περιουσιακών στοιχείων. Σε αντίθεση με την παραδοχή αυτή, η ιστορία μέχρι τώρα έχει αποδείξει ότι, στον πραγματικό κόσμο οι προσδοκίες αλλάζουν είτε πολύ αργά σε κάποιες περιπτώσεις, είτε πολύ άμεσα σε κάποιες άλλες, καθώς διαφορετικές ομάδες ανθρώπων συνειδητοποιούν, κάποιες φορές σε διαφορετικό χρόνο, και κάποιες άλλες σχεδόν ταυτόχρονα, ότι οι τρέχουσες προβλέψεις για τις τιμές των αγαθών στο εγγύς μέλλον διαφέρουν σε σχέση με τις παλιότερες προβλέψεις για τα αγαθά αυτά.

Αυτή η αλλαγή στη νοοτροπία των επενδυτών από την αισιοδοξία στην απαισιοδοξία και αντίστροφα, είναι η πηγή της αστάθειας στις αγορές, καθώς μερικοί δανειστές, ιδιώτες είτε επιχειρήσεις, συνειδητοποιούν ότι το χρέος τους είναι πολύ μεγαλύτερο από το εισόδημα τους. Αυτοί οι δανειστές τότε, αρχίζουν να προσαρμόζονται στις καινούργιες τους αντιλήψεις σχετικά με το οικονομικό τους μέλλον, με το να μετριάζουν τις δαπάνες τους, ώστε να έχουν τα απαραίτητα μετρητά προκειμένου να μπορέσουν να αποπληρώσουν τα χρέη τους, ή να αυξήσουν τις αποταμιεύσεις τους. Μερικές εταιρίες μπορεί να πουλήσουν θυγατρικές ή εταιρικά τμήματα προκειμένου να αποκτήσουν τα χρήματα προκειμένου να αποπληρώσουν τα χρέη τους. Οι δανειστές αναγνωρίζουν ότι έχουν πολλά επικίνδυνα δάνεια και έτσι αναζητούν αποπληρωμή των εκπρόθεσμων δανείων από τους δανειζόμενους που είναι φαινομενικά σε πιο επίφοβη οικονομική κατάσταση, και έτσι γίνονται αρκετά διστακτικοί στην

ανανέωση τέτοιων δανείων. Επίσης, μειώνουν τα περιθώρια πίστωσης για καινούργιους επενδυτές.

Αυτή η περίοδος οικονομικής αναταραχής μπορεί να διαρκέσει εβδομάδες, μήνες, ακόμα και αρκετά χρόνια, ή μπορεί να διαδραματιστεί και σε διάρκεια μερικών ημερών. Οι οικονομικές αναταραχές που ακολούθησαν την κατάρρευση του Χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης το 1929 συνεχίστηκαν για τα επόμενα 4 χρόνια. Η Ιαπωνία ήταν σε οικονομικό 'μαρασμό' για πάνω από δέκα χρόνια, μετά την κατάρρευση των τιμών των μετοχών και ακινήτων, τον Ιανουάριο του 1990. Αντίθετα, η Κορέα, επανήλθε από την οικονομική της αστάθεια του 1998, στην αρχή του 1999.

Μια πρόταση είχε γίνει, ώστε αν μια κυβέρνηση γνωρίζει περισσότερα, ή κάποια συγκεκριμένα στοιχεία που πιστεύει ότι δεν τα γνωρίζουν οι κερδοσκόποι, τότε η πλέον αρμόζουσα λύση είναι ότι η κυβέρνηση αυτή πρέπει να γνωστοποιήσει τα στοιχεία αυτά, ή να αναπροσαρμόσει τις προβλέψεις της. Έτσι η κυβέρνηση μπορεί να καθησυχάσει τους επενδυτές, με το να ανακοινώσει τα στοιχεία αυτά. Πολλά άτομα στις κυβερνήσεις έχουν οικονομικές γνώσεις και προφίλ, αλλά πολύ συχνά τα άτομα αυτά έρχονται σε αντιπαράθεση με άλλους. Έτσι, η δυνατότητα του να υπάρχει μια 'κυβερνητική εικόνα' για τα ζητήματα αυτά θα μπορούσε να γίνει μόνο εάν κάποιος (ο πρωθυπουργός ή η κεντρική τράπεζα π.χ.), να καταφέρει να επιτύχει ομοφωνία μεταξύ των ατόμων αυτών. Μια ιστορική αναδρομή δεν υποστηρίζει τη θέση αυτή, μιας και οι απόψεις των κυβερνητικών στελεχών είχαν πολύ μικρό αντίκτυπο κατά τη διάρκεια ενός κλίματος ευφορίας. Ενώ σε κάποιες περιπτώσεις, μερικές συμβουλές μπορεί να είναι αρκετές, σε τέτοιες περιόδους ευφορίας, οι προειδοποιήσεις είναι ανεπαρκής.

5.2. Χρηματοοικονομικές Δυσχέρειες

Ο όρος δυσχέρεια χρησιμοποιείται πάρα πολύ σε συζητήσεις και μελέτες για οικονομικές κρίσεις. Ο όρος βέβαια, είναι ανακριβής. Από τη μία ορίζει μια κατάσταση ταλαιπωρίας και από την άλλη μια ανεπιθύμητη κατάσταση. Η εμπορική δυσχέρεια (Commercial Distress) αντικατοπτρίζει τον πρώτο όρο, ενώ η Χρηματοοικονομική δυσχέρεια τον δεύτερο. Η εμπορική δυσχέρεια συνεπάγεται ότι οι τιμές, οι επιχειρησιακές δραστηριότητες και η κερδοφορία έχουν μειωθεί δραματικά, και ότι πολλές εμπορικές και επιχειρηματικές εταιρίες έχουν χρεοκοπήσει. Η χρηματοοικονομική δυσχέρεια για μια μεμονωμένη εταιρία πχ., σημαίνει ότι η κερδοφορία έχει μειωθεί δραματικά και αυτό έχει σαν αποτέλεσμα σημαντικές απώλειες, οπότε υπάρχει μια πολύ μεγάλη πιθανότητα να μην

μπορέσει να πληρώσει τους προγραμματισμένους τόκους, από τα εκκρεμή χρέη της. Η χρηματοοικονομική δυσχέρεια για μια οικονομία επιβάλλει την ανάγκη για οικονομικές αναδιαρθρώσεις.

Η δυσχέρεια αυτή δεν είναι μια οικονομική κατάσταση που είναι εύκολα μετρήσιμη. Οι επενδυτές μπορεί αν είναι φοβισμένοι όταν οι αξίες ορισμένων μεταβλητών διαφοροποιηθούν αρκετά από τις μέσες τιμές. Μερικές από αυτές τις μεταβλητές περιλαμβάνουν τα αποθέματα χρυσού στην κεντρική τράπεζα, την αναλογία του χρέους προς τα κεφάλαια αρκετών εταιριών κλπ. Μπορεί αν υπάρχει μια μορφή 'ταυτόχρονης αφύπνισης', όταν προσεγγίζεται κάποιο οικονομικό όριο. Όταν η αναλογία π.χ., του κυβερνητικού χρέους προς το Α.Ε.Π. είναι στο 60%, μπορεί να λειτουργήσει σαν προειδοποιητικός παράγοντας για κάποιους επενδυτές, επειδή θα θεωρούν ριψοκίνδυνο να επενδύσουν σε μια χώρα με τόσο υψηλό δείκτη χρέους.

Οι αιτίες και τα συμπτώματα της δυσχέρειας παρατηρούνται την ίδια χρονική περίοδο, και περιλαμβάνουν από αλματώδη αύξηση στις τιμές των τόκων σε μερικούς, ή όλους τους τομείς της κεφαλαιακής αγοράς, μια απότομη υποτίμηση του νομίσματος στη διεθνή αγορά, αύξηση των χρεοκοπιών. Αυτές οι εξελίξεις αποκαλύπτουν το γεγονός ότι οι δανειστές έχουν ξεπεράσει τη δυναμική τους και ότι αναζητούν τρόπους να μειώσουν την έκθεση τους σε ριψοκίνδυνες επενδύσεις. Η δυσχέρεια μπορεί επίσης να προέλθει από μια αύξηση στη ροή των κονδυλίων από την κυβέρνηση. Μια κακή παραγωγή αγροτικών προϊόντων για παράδειγμα, μπορεί να απαιτήσει την αύξηση των εισαγωγών, και αυτό με την σειρά του μια αύξηση στις τιμές των επιτοκίων των κονδυλίων αυτών από τις παγκόσμιες αγορές.

Η βασική έννοια της χρηματοοικονομικής δυσχέρειας είναι η έλλειψη εμπιστοσύνης από τις αγορές. Ο βασικός λόγος είναι επειδή κανείς δεν γνωρίζει τι μπορεί αν ακολουθήσει μετά. Από μια αργή ανάκαμψη στην οικονομία αλλά και στην εμπιστοσύνη των επενδυτών, καθώς σταδιακά αρκετά κομμάτια της οικονομίας διορθώνονται, ή μια κατάρρευση των τιμών, πανικός, 'επιδρομές' στις τράπεζες για ρευστοποιήσεις των παγίων ενεργητικών.

5.3. Πανικός και Καταστροφές

Μια καταστροφή, πρακτικά είναι η κατάρρευση στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων, ή ακόμα μια χρεοκοπία μιας μεγάλης εταιρίας ή τράπεζας. Ο πανικός, 'μια ξαφνική φοβία χωρίς αίτιο' όπως τον έχουν περιγράψει οι ψυχολόγοι, δραστηριοποιείται συνήθως σε αγορές περιουσιακών στοιχείων, ή στην 'βιασύνη' ρευστοποίησης των λιγότερο ρευστών περιουσιακών στοιχείων σε χρήματα ή κρατικά ομόλογα (με την παραδοχή ότι οι

κυβερνήσεις δεν χρεοκοπούν, επειδή θα μπορούν πάντα να εκδώσουν περισσότερα χρήματα). Μια οικονομική κρίση συμπεριλαμβάνει ένα από αυτά, είτε και τα δύο, σε οποιαδήποτε σειρά. Ο τρόπος που λειτουργεί το σύστημα σε μια τέτοια περίπτωση είναι απόλυτος.

Ο κύκλος του χρέους αποπληθωρισμού συμπεριλαμβάνει μια πτώση στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων και των βασικών προϊόντων, που οδηγούν σε μείωση των αξιών των εγγυήσεων και αναγκάζει τις τράπεζες να ζητήσουν αποπληρωμές δανείων, και να αρνηθούν την παροχή καινούργιων. Οι επιχειρήσεις οδηγούνται σε πωλήσεις βασικών προϊόντων και αποθεμάτων επειδή οι τιμές τους πέφτουν, και η πτώση των τιμών οδηγεί ολοένα και περισσότερες εταιρίες σε χρεοκοπία. Τα νοικοκυριά πωλούν χρεόγραφα και οι επιχειρήσεις αναβάλουν τον δανεισμό και τις επενδυτικές δραστηριότητες, και οι τιμές πέφτουν ακόμα περισσότερο. Μεγαλύτερες μειώσεις στις αξίες των εγγυήσεων των δανείων οδηγούν σε περαιτέρω ρευστοποιήσεις. Οι χρεοκοπίες των επιχειρήσεων οδηγούν στις τράπεζες να έχουν μεγάλες απώλειες από δάνεια, και έτσι με τη σειρά τους να χρεοκοπούν και αυτές. Με τη χρεοκοπία τραπεζικών ιδρυμάτων, οι καταθέτες πανικόβλητοι οδηγούνται σε αναλήψεις των χρημάτων τους (παρόλο την ασφάλεια καταθέσεων που παρέχετε από τις κεντρικές τράπεζες). Οι αναλήψεις των καταθέσεων οδηγούν τις τράπεζες σε περισσότερες κλήσεις των δανείων και περισσότερα χρεόγραφα να πωληθούν. Εμπορικοί οίκοι, επιχειρήσεις, επενδυτές και τράπεζες είναι σε ανάγκη άμεσου ρευστού χρήματος. Και επειδή δεν μπορούν να πουλήσουν τα πιο ριψοκίνδυνα χρεόγραφα, ρευστοποιούν τα καλύτερα χρεόγραφα τους, και έτσι οι τιμές τους πέφτουν. Οι τράπεζες μπορεί να βοηθήσουν τις επιχειρήσεις αυτές με νέα χρηματοδότηση, με την προοπτική ή ελπίδα ότι οι τιμές θα επανέλθουν ξανά. Οι τραπεζικοί αναλυτές μπορούν, σε ακραίες περιπτώσεις, να 'εθελουφλήσουν', όσο οι τράπεζες συνεχίζουν να παρέχουν δάνεια και χρεόγραφα στο κόστος, να παρατείνουν τις αποπληρωμές των δανείων, ή να προσθέσουν δάνεια, ώστε να λάβουν ένα κομμάτι των τόκων από τους επίφοβους δανειζόμενους. Όμως, όταν η χρεοκοπία διαδραματιστεί, το σύνολο των 'τοξικών' δανείων πρέπει να αξιολογηθεί. Αλλιώς, επιχειρήσεις, τράπεζες, νοικοκυριά θα είναι σαν τουβλάκια σε ντόμινο, και η πτώση του ενός θα συμπαρασύρει όλους τους άλλους.

5.4. Η παγκόσμια μετάδοση της κρίσης

Πολύ λίγες κρίσεις έχουν παραμείνει σε καθαρά εθνικό επίπεδο. Μερικές χώρες δεν μπορούν να επηρεαστούν από παγκόσμιες κρίσεις που έχουν επηρεάσει γειτονικές τους

χώρες, και για προφανής λόγους. Η Γαλλία δεν είχε επηρεαστεί το 1873 επειδή είχε ήδη υποστεί αποπληθωρισμό το 1871 και 1872 στην προσπάθεια να αποπληρώσει αποζημιώσεις στην Πρωσία.

Στο μεγαλύτερο κομμάτι τους όμως, οι οικονομικές κρίσεις εξαπλώνονται από τη μια χώρα στην άλλη. Πολλοί οικονομολόγοι έχουν παρατηρήσει ότι, οι οικονομικές κρίσεις τείνουν να είναι παγκόσμιες, και είτε να επηρεάσουν διάφορες χώρες ταυτόχρονα, ή εναλλακτικά να επεκταθούν από το 'κέντρο' το οποίο προήλθαν, σε άλλες χώρες. Ένας από τους τύπους διασύνδεσης μεταξύ των χωρών σε μια τέτοια περίπτωση, είναι η εμπορική 'διαιτησία' που διασύνδεει τις παγκόσμιες αγορές μεταξύ τους. Οι επιπτώσεις αυτού του κανονισμού στις τιμές των ίδιων ή παραπλήσιων αγαθών, είναι ότι η διαφορά στην τιμή τους δεν μπορεί να υπερβαίνει τα κόστη μεταφοράς τους. Οι διασυνδέσεις μεταξύ αγορών βασικών προϊόντων σε διαφορετικές χώρες, μπορεί να περιλαμβάνει μόνο ένα μικρό ποσό του εμπορίου.

Ομοίως, και η αγορές των χρεογράφων σε διάφορες χώρες είναι επίσης διασυνδεδεμένες, αφού οι τιμές των παγκόσμια εμπορεύσιμων χρεογράφων είναι διαθέσιμες σε διάφορες αγορές στον κόσμο, και πρέπει να είναι πρακτικά οι ίδιες, με τη μόνη διαφοροποίηση που επιτρέπεται να είναι η διαφοροποίηση του συναλλάγματος. Οι τιμές αυτών των παγκοσμίως εμπορεύσιμων χρεογράφων είναι που απαριθμούνται στα χρηματιστήρια ανά τον κόσμο, και αυξάνονται ή μειώνονται μαζί. Οι τιμές των χρεογράφων εσωτερικού συνήθως μεταβάλλονται μαζί με τα παγκόσμια χρεόγραφα, ακόμα και αν υπάρχουν λίγες πραγματικές συναλλαγές, ως αποτέλεσμα των ψυχολογικής διασύνδεσης των χρεογράφων μεταξύ τους, ή με αντίκτυπο στα επιτόκια που μεταδίδονται μέσω κινήσεων βραχυπρόθεσμων κεφαλαίων.

Το 1929, όλα οι χρηματιστηριακές αγορές κατέρρευσαν ταυτόχρονα, και έπειτα, τον Οκτώβρη του 1987 πρακτικά όλες οι χρηματιστηριακές αγορές υποχώρησαν την ίδια ώρα (η ειρωνεία είναι πως η μόνη εξαίρεση ήταν ο δείκτης Nikkei του Τόκυο, όπου έδειχνε ότι ήταν ο πιο υπερτιμημένος). Λόγω των ισχυρών συσχετίσεων μεταξύ των τιμών των μετοχών σε διάφορες χώρες, πολλοί επενδυτές που αναζητούν ελαχιστοποίηση του κινδύνου και διαφοροποίησαν τις μετοχές τους σε διαφορετικές αγορές μετοχών, είχαν πολύ μικρότερη μείωση στον κίνδυνο από αυτό που ήθελαν. Όταν οι αλλαγές στις τιμές των μετοχών είναι μικρές, οι συσχετίσεις μεταξύ των μετακινήσεων των τιμών των μετοχών σε διαφορετικές διεθνείς αγορές είναι μικρές. Όταν οι προοπτικές αλλάζουν, και η τιμή της μετοχής αυξάνεται, τότε η συσχέτιση γίνεται μεγαλύτερη.

5.5. Μηχανισμοί Μετάδοσης

Η αναπτύξεις και ο πανικός μεταδίνονται από τη μια χώρα στην άλλη με διαφορετικούς τρόπους, συμπεριλαμβανομένου και της 'διαιτησίας' των βασικών αγαθών (arbitrage) ή των χρεογράφων, είτε μετακινήσεις χρημάτων σε διάφορε μορφές, συνεργασία μεταξύ των Νομισματικών Αρχών, και τέλος, καθαρά θέμα ψυχολογίας.

Οι αγορές χρεογράφων και περιουσιακών στοιχείων σε διάφορες χώρες είναι συνδεδεμένες μέσω κινήσεων κεφαλαίων. Ο πληθωρισμός στην Η.Π.Α. στα τέλη της δεκαετίας του '90, αλλά και στις αρχές της δεκαετίας του '70. Οδήγησε σε μια αύξηση στη ροή κεφαλαίων από τις Η.Π.Α. προς τη Γερμανία, την Ιαπωνία και σε άλλες χώρες, και το αποτέλεσμα ήταν ότι ο πληθωρισμός σε αυτές τις χώρες ανέβηκε, μιας και η νομισματική τους βάση και η διαθεσιμότητα χρήματος είχε αυξηθεί. Οι κινήσεις κεφαλαίων μπορεί να είναι αποτέλεσμα κάποιων πραγματικών αίτιων που αναγκάζουν τους επενδυτές να τα μετακινήσουν, όπως ένας πόλεμος ή μια επανάσταση, τεχνικές καινοτομίες και το άνοιγμα καινούργιων αγορών. Η ιδιωτικοποίηση κάποιων μέχρι πρότινος κυβερνητικών οργανισμών σε διαφορετικές χώρες είναι συχνά αιτία που ωθεί την ροή κεφαλαίων ξένων επενδυτών.

Αν αναλογιστεί κάποιος τη διασύνδεση μεταξύ της ανατίμησης ενός νομίσματος και του αποπληθωρισμού τη αγοράς αγαθών της χώρας αυτής (ή αντίστοιχα τη διασύνδεση μεταξύ της υποτίμησης ενός νομίσματος και του πληθωρισμού της χώρας αυτής), η αύξηση σε ξένη συναλλαγματική αξία του τοπικού νομίσματος οδηγεί σε πτώσεις στις τιμές των αγαθών που εμπορεύονται σε παγκόσμια βάση, και σε χρεοκοπίες και αποκεφαλαιοποιήσεις των οικονομικών ιδρυμάτων. Η ανατίμηση του Γιέν έριξε κατακόρυφα τις τιμές των αγαθών που εμπορεύονται σε παγκόσμια βάση στην Ιαπωνία.

Οι αναπτύξεις και οι εκρήξεις μιας φούσκας είναι συνδεδεμένα σε παγκόσμια κλίμακα, με διάφορους τρόπους. Μια οικονομική άνθηση σε μια χώρα, σχεδόν πάντα προσελκύει χρήμα από το εξωτερικό. Σα συνέπεια, η ανάπτυξη μιας χώρας μπορεί να μειώσει τη ροή του χρήματος σε άλλες χώρες. Για παράδειγμα, κατά τη διάρκεια της οικονομικής ανάπτυξης στην Ιαπωνία, πολλοί Ιάπωνες είχαν αγοράσει σπίτια στη Χαβάη για εξοχικά. Πολλές Ιαπωνικές εταιρίες ακινήτων είχαν αγοράσει γη στη Χαβάη, προκειμένου να αναπτύξουν την υποδομή. Όταν η οικονομική ανάπτυξη στην Ιαπωνία σταμάτησε λόγω της κρίσης, η Χαβάη μπήκε σε μια περίοδο οικονομικής στασιμότητας, για πάνω από μια δεκαετία.

5.6. Τα Μαθήματα της Ιστορίας

Η νομισματική ιστορία των τελευταίων 400 ετών ήταν υπερπλήρης με οικονομικές κρίσεις. Το πρότυπο που ακολουθούταν ήταν ότι η αισιοδοξία των επενδυτών αυξανόταν παράλληλα όσο αυξάνονταν και οι αγορές, ο ρυθμός ανάπτυξης των πιστώσεων αυξανόταν και η οικονομική ανάπτυξη επιταχυνόταν, και ένας ολοένα αυξανόμενος αριθμός ιδιωτών ξεκινούσαν να επενδύουν σε βραχυπρόθεσμες επενδύσεις και κεφαλαιουχικά κέρδη περισσότερο, σε σύγκριση με αποδόσεις που συσχετίζονται με τη παραγωγικότητα των περιουσιακών στοιχείων που αποκτούσαν. Η αύξηση στην παροχή πιστώσεων σε συνδυασμό με τις θετικές προοπτικές που δημιουργούνται για την οικονομία, συχνά οδηγούσαν σε οικονομική άνθηση, καθώς οι επενδυτικές δαπάνες αυξάνονταν σε ανταπόκριση των πιο θετικών προοπτικών και της ακόμα μεγαλύτερης διαθεσιμότητας των πιστώσεων, και όσο τα νοικοκυριά δαπανούσαν χρήματα, όσο ο πλούτος τους αυξανόταν. Τέτοιες κρίσεις την περίοδο αυτή ήταν η Ολλανδική Τουλιπομανία την περίοδο του 1630, η φούσκα της Νότιας Θάλασσας στο Λονδίνο το 1720, και σχετικά πιο πρόσφατα, η φούσκα των μετοχών στην Αμερική στα τέλη της δεκαετίας του 1920.

Οι οικονομικές αναταραχές από τις αρχές του 1970 ήταν αποτέλεσμα των επιπτώσεων των νομισματικών κρίσεων και των κρίσεων των πιστωτικών αγορών, όπου εκτείνονταν πέρα από τα σύνορα της κάθε χώρας. Αρκετά από τα σοκ αυτά ήταν νομισματικά, και συμπεριλάμβαναν απρόβλεπτες αλλαγές στα ποσοστά αύξησης της ποσότητας του χρήματος, και τις συνοδευτικές αλλαγές στα αναμενόμενα ποσοστά του πληθωρισμού και των επιτοκίων. Κάποια από αυτά τα σοκ ήταν υπαίτια για την 'χαλάρωση' ή την κατάργηση οικονομικών κανονισμών που διευκόλυναν τις αλλαγές στην κατανομή των τραπεζικών δανείων και πίστωσης σε συγκεκριμένες ομάδες δανειστών. Κάποιες ομάδες που ήταν αποκλεισμένες λόγω των οικονομικών κανονισμών, ξαφνικά έγιναν υποψήφιοι πελάτες στα τραπεζικά ιδρύματα. Σε πολλές περιπτώσεις, ένα πιστωτικό σοκ και ένα νομισματικό σοκ συνέβαιναν την ίδια περίοδο, και είχαν συμπληρωματικές επιπτώσεις στην ροή κεφαλαίων εκτός των εθνικών συνόρων.

Μια αύξηση στις ροές κεφαλαίων σε μια χώρα, επάγει αύξηση στις τιμές του νομίσματος στην αγορά συναλλάγματος, αλλά και αύξηση στις τιμές των χρεογράφων και άλλων περιουσιακών στοιχείων που είναι διαθέσιμα στην εγχώρια αγορά. Οι αυξήσεις στις τιμές αυτές κατά τη διάρκεια του κύκλου της 'μανίας' οδηγούν τις τιμές της αγοράς να αυξηθούν πάνω από το κανονικό δείκτη τιμών ισορροπίας. Κάποια από τα σοκ αυτά, δημιούργησαν ένα πρότυπο χρηματικών ροών από τους δανειστές στους δανειζόμενους, το οποίο δεν

μπορεί να διατηρηθεί επ' άπειρον. Μια πτώση στην ροή του χρήματος από το εξωτερικό, σχεδόν πάντα οδηγεί σε υποτίμηση του εθνικού νομίσματος στην αγορά συναλλάγματος (σε κάποιες περιπτώσεις, αυτή η πτώση οδήγησε σε υποτιμήσεις των περιουσιακών στοιχείων της τάξης του 50-60%).

Το πρώτο μεγάλο σοκ σε αυτό το μεγάλο χρονικό διάστημα, ήταν η αύξηση του ετήσιου ρυθμού πληθωρισμού στις Η.Π.Α., στον βαθμό του 5-6% το δεύτερο μισό της δεκαετίας του 1960. Τα προηγούμενα είκοσι χρόνια, ο ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού ήταν κάτω από 3%, και συνήθως κάτω από το ποσοστό πληθωρισμού της Γερμανίας και των χωρών της Δυτικής Ευρώπης. Το έλλειμμα στις ετήσιες πληρωμές των Η.Π.Α. διογκώθηκε επειδή μια πτώση της τιμής του δολαρίου στην διεθνή αγορά συναλλάγματος έμοιαζε αρκετά πιθανή. Είτε το δολάριο Αμερικής θα υποτιμούταν, είτε το Γερμανικό μάρκο και το Ιαπωνικό γιεν θα ανατιμούταν. Οι επενδυτές και οι επιχειρήσεις μετέφεραν τα κεφάλαια τους από τις Η.Π.Α. για να αποφύγουν απώλειες από αυτές τις αναμενόμενες αλλαγές. Επειδή οι Η.Π.Α. ήταν διστακτικές στο να υποτιμήσουν την αξία του δολαρίου, και αντίστοιχα η Γερμανία, Γαλλία και Ιαπωνία ήταν επίσης διστακτικές στο να ανατιμήσουν τις νομισματικές τους μονάδες, η αστάθεια των πληρωμών αυξήθηκε, με αποτέλεσμα τα συναλλαγματικά διαθέσιμα της Γερμανίας, της Ιαπωνίας και άλλων χωρών που είχαν πλεόνασμα πληρωμών, να αυξηθούν σε πολύ μεγάλο βαθμό. Τότε, το 1971, όταν παρατηρήθηκε επιβράδυνση της οικονομικής ανάπτυξης των Η.Π.Α. και ο ρυθμός του πληθωρισμού μειώθηκε, η Federal Reserve υιοθέτησε μια πιο επεκτατική νομισματική πολιτική, και οι πτώσεις των επιτοκίων στα χρεόγραφα δολαρίου Αμερικής οδήγησαν σε μια ακόμα μεγαλύτερη ροή βραχυπρόθεσμων κεφαλαίων από τη Νέα Υόρκη, σε ξένα οικονομικά κέντρα.

Ο παγκόσμιος πληθωρισμός στις αρχές της δεκαετίας του 1970, ήταν μια απροσδόκητη περίοδος ηρεμίας, που προέκυψε από τον συνδυασμό της ανάπτυξης της διαθέσιμης ποσότητας χρήματος των Η.Π.Α., που ήταν το αποτέλεσμα της διευκόλυνσης της νομισματικής πολιτικής και της αύξησης των διαθέσιμων χρηματικών ροών στη Γερμανία και σε άλλες χώρες της Δυτικής Ευρώπης, που προέκυψαν από τα πλεονάσματα πληρωμών που είχαν. Όσο περισσότερο αυξανόταν ο δείκτης πληθωρισμού των Η.Π.Α. συγκριτικά με της Γερμανίας, της Ολλανδίας και της Ελβετίας στα τέλη της δεκαετίας του 1960, η ανάγκη για μια αναπροσαρμογή των ρυθμιζόμενων ισοτιμιών των εθνικών νομισμάτων τους γινόταν αναπόφευκτη. Επειδή ο ρυθμός αύξησης του πληθωρισμού των Η.Π.Α. ξεπερνούσε τον αντίστοιχο της Γερμανίας κατά 2% το χρόνο, το σύστημα των ρυθμιζόμενων ισοτιμιών δεν ήταν εφικτό να εφαρμοστεί, και έτσι η εγκατάλειψη των ισοτιμιών για το Γερμανικό μάρκο και των άλλων Ευρωπαϊκών νομισμάτων ήταν αναπόφευκτη.

Οι απότομες αυξήσεις στην αύξηση της προσφοράς χρήματος στις Η.Π.Α. αλλά και σε άλλες βιομηχανικές χώρες στις αρχές της δεκαετίας του 1970, οδήγησαν σε μια παγκόσμια οικονομική άνθηση, αύξηση στην ζήτηση πρώτων υλών και εκτίναξη στις τιμές του πετρελαίου και άλλων βασικών αγαθών. Ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ των χωρών που παρήγαγαν τα αγαθά αυτά, αυξήθηκε αντίστοιχα. Το εμπόργκο των Αραβικών Εμιράτων στην διακίνηση του πετρελαίου στις Η.Π.Α. αλλά και στην Ολλανδία τον Οκτώβριο του 1973, κορύφωσε την ζήτηση για πετρέλαιο και η τιμή του ανέβηκε δραματικά. Οι επενδυτές αντέδρασαν στις αναμενόμενες αυτές αυξήσεις του ρυθμού του πληθωρισμού, με την αύξηση των αγορών χρυσού και άλλων πολύτιμων μετάλλων, ακίνητα και ότι θεωρούσαν 'hard asset'.

Όσο ο παγκόσμιος ρυθμός αύξησης του πληθωρισμού αυξανόταν στις αρχές της δεκαετίας του 1970, υπήρξε ένα σοκ στην πιστωτική αγορά που οδήγησε σε άνοδο τραπεζικών δανείων στο Μεξικό, Βραζιλία, Αργεντινή και άλλες αναπτυσσόμενες αγορές. Τα δάνεια είχαν αυξηθεί κατά 30% σε σχέση με τις προηγούμενες χρονιές. Τράπεζες που είχαν τα κεντρικά τους στην Ευρώπη, χρησιμοποίησαν δολάρια Αμερικής που αποκτήθηκαν από offshore αγορές καταθέσεων (όπως στο Λονδίνο, τη Ζυρίχη και το Λουξεμβούργο), για να παρέχουν δάνεια στις κυβερνήσεις και κυβερνητικούς οργανισμούς στη Λατινική Αμερική, και να εκμαιεύσουν ότι άνηκε κανονικά στην αγορά των τραπεζών των Η.Π.Α. Οι τράπεζες των Η.Π.Α. κινήθηκαν επιθετικά, με σκληρό ανταγωνισμό, για να μην αφήσουν να μειωθεί το δικό τους ποσοστό στην αγορά. Επίσης, ήθελαν να παρακάμψουν τους κανονισμούς που περιόριζαν την ανάπτυξη των εγχώριων δανείων και περιουσιακών στοιχείων. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα, το εξωτερικό χρέος των δανειστών να αυξάνεται με ένα ρυθμό της τάξης του 20% ανά χρόνο.

5.7. Οι επιπτώσεις των σοκ της Νομισματικής και της Πιστωτικής Αγοράς

Το χαρακτηριστικό στοιχείο της περιόδου στις αρχές του 1970, ήταν η μεταβλητότητα των χρηματικών ροών σε διάφορες χώρες όπως μετρήθηκε από τις αλλαγές στην αναλογία του εμπορικού ισοζυγίου των χωρών ως προς το Α.Ε.Π. τους, όπου ήταν κατά πολύ μεγαλύτερο από οποιαδήποτε άλλη περίοδο. Όταν η Μεξικάνικη οικονομία ανθούσε και τα ξένα κεφάλαια απέρρεαν στην χώρα, το εμπορικό ισοζύγιο έφτασε στο 7% του Α.Ε.Π. Όταν τα ξένα αλλά και τα Μεξικάνικα κεφάλαια αναλήφθηκαν, μιας και το Μεξικό βίωσε μια οικονομική κρίση, το εμπορικό πλεόνασμα έφτασε το 4% του Α.Ε.Π. Αυτή η αλλαγή ήταν

μαζική και απότομη, και είχε πολλές επιπτώσεις στην αγορά συναλλάγματος του πέσο, αλλά και στις τιμές των χρεογράφων του πέσο και στα περιουσιακά στοιχεία του Μεξικού επίσης, όπως και στο ρυθμό του πληθωρισμού και της φερεγγυότητας Μεξικάνικων επιχειρήσεων, επενδυτών και τραπεζών.

Αυτές οι απότομες αλλαγές στην αναλογία του εμπορικού ισοζυγίου ως προς το Α.Ε.Π., σε πολλές χώρες προήλθε από τις απότομες αλλαγές στην ποσότητα αλλά και στην 'κατεύθυνση' των χρηματικών ροών, εκτός των συνόρων. Η θεωρία του Minsky για την κυκλική διακύμανση στην παροχή της πίστωσης μπορεί να επεκταθεί και σε πρότυπο για διασυνοριακή ροή χρημάτων. Μια αύξηση στη ροή των κονδυλίων σε μια χώρα οδηγεί σε αύξηση στην τιμή του νομίσματος στη διεθνή αγορά συναλλάγματος, και έτσι αυξάνει τις τιμές των χρεογράφων και άλλων περιουσιακών στοιχείων που διακινούνται στη χώρα αυτή. Η αύξηση στη ροή διασυνοριακών κονδυλίων συχνά συσχετιζόταν με τις αυξήσεις στον ρυθμό ανάπτυξης των εγχώριων πιστώσεων και το αποτέλεσμα ήταν οικονομική άνθηση.

Κάποιες από τα σοκ σε πιστωτικές και νομισματικές μονάδες οδήγησαν σε αύξηση στη ροή του χρήματος σε μια χώρα και αυξήσεις στις τιμές των βασικών αγαθών, συναλλάγματος, μετοχών και ακινήτων στη χώρα αυτή. Όσο οι τιμές των μετοχών και των χρεογράφων αυτών αυξάνονταν, ο ρυθμός των αποδόσεων τους ήταν μεγάλος και σίγουρος ότι θα αυξηθεί και άλλο. Η αισιοδοξία για το επενδυτικό μέλλον αυξάνεται. Τότε ένα άλλο σοκ θα ενεργοποιήσει μια αντίστροφη ροή κονδυλίων σε διασυνοριακό επίπεδο, και το αποτέλεσμα θα είναι οικονομικό κραχ όπου παρατηρούνται μεγάλες πτώσεις στις τιμές του συναλλάγματος, των χρεογράφων και άλλων περιουσιακών στοιχείων. Αυτά τα 'τύπου μανίας' σοκ ήταν το αποτέλεσμα από τις εκτεταμένες αλλαγές στις προτιμήσεις των επενδυτών για χρεόγραφα και άλλα περιουσιακά στοιχεία, που είναι καταμερισμένα σε διαφορετικού τύπου συνάλλαγμα.

Μια πιθανή εξήγηση για την μεγάλη μεταβλητότητα των διασυνοριακών ροών τα τελευταία 40 χρόνια είναι ότι τα σοκ, ειδικά αυτά που εμπλέκονται και με αλλαγή στη νομισματική πολιτική, είναι πολύ μεγαλύτερα από ότι τις προηγούμενες περιόδους, περιόδους όπου το συνάλλαγμα ήταν καθηλωμένο ή όταν υπήρχε δέσμευση σε ισοτιμίες για εθνικό συνάλλαγμα. Ένα από τα βασικά επιχειρήματα για την περίπτωση των κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών είναι ότι το συνάλλαγμα δεν είναι πλέον δεσμευμένο σε πραγματική αξία, οι κεντρικές τράπεζες έχουν πολύ μεγαλύτερη ανεξαρτησία και ελευθερία να αλλάξουν τις νομισματικές τους πολιτικές προκειμένου να επιτύχουν τους εγχώριους οικονομικούς τους στόχους. Όταν ένα νόμισμα δεν ήταν συνδεδεμένο σε χρυσό ή σε άλλη νομισματική μονάδα, οι κεντρικές τράπεζες θα μπορούσαν να αλλάξουν το δικό τους

επιτόκιο και το ρυθμό ανάπτυξης της δικής τους ποσότητας χρήματος. Στην πραγματικότητα, η δέσμευση υπέρ μιας ισοτιμίας για το εθνικό νόμισμα περιόριζε τις δυνατότητες της νομισματικής πολιτικής της κεντρικής τράπεζας, και ειδικά την εφαρμογή πιο ανταγωνιστικών νομισματικών πολιτικών. Αυτή η δέσμευση στην ισοτιμία σήμαινε ότι ο εθνικός ρυθμός πληθωρισμού δεν θα μπορούσε να διαφέρει σημαντικά από τους ρυθμούς πληθωρισμού των μεγαλύτερων εμπορικών συνεργατών. Σε περίπτωση απουσίας δέσμευσης σε μια ισοτιμία, οι πολιτικές που υιοθετούνται από τις κεντρικές τράπεζες θα οδηγούσαν σε αλλαγές στον τρέχων αλλά και στον αναμενόμενο ρυθμό πληθωρισμού, όπου θα οδηγούσαν σε αλλαγές στη ροή διασυνοριακών κονδυλίων. Ως εκ τούτου, η επεξήγηση για τις μεγάλες διακυμάνσεις στη διασυνοριακή ροή κονδυλίων είναι ότι οι αλλαγές στη νομισματική πολιτική και ο αναμενόμενος ρυθμός πληθωρισμού είναι μεγαλύτερος.

Η μεγάλη μεταβλητότητα των διασυνοριακών ροών χρημάτων, εν μέρει αποτυπώνει το γεγονός ότι τα νομισματικά προβλήματα ήταν πολύ μεγαλύτερα όταν τα εθνικά νομίσματα ήταν δεσμευμένα με κάποια άλλη μορφή πλούτου (π.χ. χρυσού). Τα σοκ που προκαλούνταν τότε οδηγούσαν σε αλλαγές στις εκτιμήσεις των επενδυτών για τους ρυθμούς του πληθωρισμού σε κάποια συγκεκριμένη χώρα και ως εκ τούτου τις αναμενόμενες τιμές συναλλάγματος στο εγγύς μέλλον. Οι επεκτατικές νομισματικές πολιτικές των Η.Π.Α. τις δεκαετίες του 1960 & 1970, οδήγησε τους επενδυτές στο να αναδιαμορφώσουν τις προβλέψεις τους για τον ρυθμό πληθωρισμού των Η.Π.Α. προς τα πάνω, και να αναδιαμορφώσουν αρνητικά τις προβλέψεις τους για την αναμενόμενη τιμή του δολαρίου στην αγορά συναλλάγματος. Οι επενδυτές πωλούσαν χρεόγραφα δολαρίου Αμερικής ώστε να αποκτήσουν κεφάλαια για να προμηθευτούν χρεόγραφα ξένων νομισμάτων, και οι αγορές τους σε ξένα νομίσματα οδήγησαν σε σημαντική μείωση της συναλλαγματικής ισχύς του δολαρίου στην αγορά συναλλάγματος. Σαν αποτέλεσμα αυτού, οι αγορές από αυτούς τους επενδυτές σε Γερμανικό μάρκο, Ελβετικό φράγκο κ.ο.κ., οδήγησε στη κατακρήμνιση της αγοραστικής αξίας του δολαρίου, που ανέμενα μέχρι τότε.

Μια δεύτερη, συμπληρωματική εξήγηση για τη μεγάλη μεταβλητότητα στις αναλογίες των εμπορικών ισοζυγίων και του δείκτη του Α.Ε.Π., είναι πως όταν οι χώρες δεν έχουν το εθνικό τους νόμισμα δεσμευμένο σε άλλη μορφή πλούτου, ένα σοκ δεδομένου μεγέθους με τη μορφή της αύξησης στη ζήτηση των χρεογράφων εκφρασμένα σε ένα νόμισμα, έχει μεγαλύτερη επίδραση στο Α.Ε.Π. της χώρας που προκαλείται από την αύξηση στις τιμές των χρεογράφων και των ακίνητων που ανταλλάσσονται στην εγχώρια αγορά. Όταν ένα νόμισμα είναι δεσμευμένο, η άμεση επίδραση της αύξησης των αποταμιεύσεων σε μια χώρα ήταν ότι τα διεθνή διαθέσιμα της κεντρικής τράπεζας αυξάνονταν, και οι νομισματικές υποχρεώσεις

αυξάνονταν αντίστοιχα. Οι τιμές των χρεογράφων που ήταν διαθέσιμα στη χώρα αυτή επίσης αυξάνονταν, σε ανταπόκριση της αύξησης των αγορών από ξένους επενδυτές. Οι πωλητές των χρεογράφων θα χρησιμοποιούσαν τα κέρδη τους για να προμηθευτούν και άλλα χρεόγραφα από εγχώριους επενδυτές, και έτσι οι τιμές των χρεογράφων θα ανέβαιναν.

Όταν ένα νόμισμα δεν ήταν δεσμευμένο, μια σημαντική αύξηση της εξωτερικής ζήτησης για χρεόγραφα του συγκεκριμένου νομίσματος, θα ξεκινούσε τη διαδικασία προσαρμογής για να διασφαλίσει ότι το εμπορικό ισοζύγιο της χώρας θα άλλαζε τόσο, όσο και το αντίστοιχο ποσοστό της αύξησης της ροής των καταθέσεων από το εξωτερικό. Το άορατο χέρι της αγοράς (σύμφωνα με τον Keynes) λειτούργησε ώστε να διασφαλίσει ότι η άμεση επίπτωση της αύξησης της ροής των καταθέσεων από άλλες χώρες είναι ότι οι εγχώριες επενδυτικές δαπάνες αυξήθηκαν, το κόστος του κεφαλαίου που μειώθηκε και ότι οι δαπάνες των νοικοκυριών αυξήθηκαν σε απόκριση της αύξησης της περιούσιας τους. Το μεγαλύτερο μέρος της αύξησης του συνόλου των δαπανών θα προερχόταν από τα νοικοκυριά, μιας και στις περισσότερες χώρες οι καταναλωτικές δαπάνες είναι τρεις με τέσσερις φορές μεγαλύτερες από τις επενδυτικές δαπάνες.

Η άλλη όψη αυτής της αύξησης στις καταναλωτικές δαπάνες, είναι ότι οι αποταμιεύσεις των νοικοκυριών μειώνονται (από την άλλη, δεν υπάρχει συγκρίσιμη αλλαγή στην σχέση αποταμιεύσεων-επενδύσεων όταν το νόμισμα είναι δεσμευμένο, μιας και το αντίστοιχο της αύξησης της ροής των καταθέσεων από το εξωτερικό, θα μπορούσε να αλλάξει τα διεθνή διαθέσιμα της κεντρικής τράπεζας). Το αναπόφευκτο αποτέλεσμα είναι ότι οι εγχώριες αποταμιεύσεις μειώνονται σχετικά με την εγχώρια επένδυση στη χώρα που λαμβάνει μεγάλη ροή από διασυννοριακές καταθέσεις. Η αλλαγή της σχετικής τιμής αποτυπώνεται στο γεγονός ότι το νόμισμα της χώρας ανατιμήθηκε στην αγορά συναλλάγματος (όπου είναι το αντίστοιχο της κυμαινόμενης συναλλαγματικής ισοτιμίας, της αύξησης της κατοχής διεθνώς διαθεσίμων από την κεντρική τράπεζα όταν το νόμισμα είναι δεσμευμένο). Από μόνη της, η ανατίμηση του νομίσματος δεν θα έχει κάποια επίπτωση στις αποταμιεύσεις των νοικοκυριών, αλλά στο βαθμό που η αύξηση στη ζήτηση για εισαγωγές οδήγησε σε μείωση στη κατανάλωση εγχώριων αγαθών, το Α.Ε.Π. θα μειωθεί.

5.8. Ο ρόλος ενός δανειστή τελευταίας λύσης

Οι οικονομικές αναταραχές από τα μέσα του 1960, είναι αποτέλεσμα της μεγάλης μεταβλητότητας των διασυννοριακών ροών κονδυλίων. Η αύξηση στη ροή των κονδυλίων σε

μια χώρα οδηγεί σε αύξηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του νομίσματος της, και αντίστοιχα αύξηση στις τιμές των χρεογράφων και περιουσιακών στοιχείων. Η φούσκα των ακινήτων στις Σκανδιναβικές χώρες στα μέσα της δεκαετίας του 1980, ήταν αποτέλεσμα από την αύξηση των εισροών κονδυλίων από άλλες χώρες. Οι κρίσεις συναλλάγματος σε ένα μεγάλο αριθμό χωρών είχε σαν αποτέλεσμα την αντιστροφή της ροής των κονδυλίων.

Ο ρόλος ενός δανειστή έκτακτης ανάγκης σε εγχώριο πλαίσιο, θα πρέπει να μπορεί να εμπλακεί και σε διεθνές επίπεδο. Ο εγχώριος δανειστής έκτακτης ανάγκης μπορεί, σε συγκεκριμένες περιπτώσεις, να παρατηρήσει ότι υπάρχει παράλογη ευφορία στην αγορά μετοχών ή στην αγορά ακινήτων, ή σε κάποιες άλλες αγορές. Ο αντισταθμιστικός ρόλος ενός παγκοσμίου δανειστή μπορεί να παρατηρούσε ότι, η αύξηση του εξωτερικού χρέους σε μια ή περισσότερες χώρες είναι πολύ ταχεία για να είναι βιώσιμη, και η προσαρμογή σε ένα βιώσιμο επίπεδο θα είναι αρκετά κοστοβόρα μπορεί να προξενήσει άλλα προβλήματα. Οι επενδυτές θα πρέπει να καταλήξουν στις δικές τους αποφάσεις για τις συνέπειες της κατάστασης.

Οι εγχώριοι δανειστές έκτακτης ανάγκης παρέχουν ρευστότητα για να μειώσουν τις πιθανότητες ότι οι αυξήσεις σε ζητήσεις επενδυτών για ποιο επικίνδυνα χρεόγραφα θα μπορούσαν να επεκταθούν σε κρίση φερεγγυότητας, όσο οι τιμές των επικίνδυνων περιουσιακών στοιχείων μειώνονται δραματικά. Οι εγχώριοι δανειστές έκτακτης ανάγκης έχουν συσταθεί για να διασφαλίσουν την σταθερότητα του οικονομικού συστήματος, αν και όχι απαραίτητα κάποιων μεμονωμένων τραπεζών. Το αντίστοιχο σκεπτικό για ένα παγκόσμιο δανειστή, είναι να μπορεί να επιβραδύνει την απότομη υποτίμηση ενός εθνικού νομίσματος μετά το τέλος μιας μανίας που οδήγησε έναν μεγάλο αριθμό μη βιώσιμων ροών σε μια χώρα. Κατά τη διάρκεια της φάσης της μανίας, το νόμισμα της χώρας θα ανατιμηθεί σε απόκριση της αύξησης των εισροών. Όταν οι εισροές κεφαλαίων αρχίσουν να φθίνουν, το εθνικό νόμισμα θα υποτιμηθεί.

Ένας ρόλος ενός παγκοσμίου δανειστή έκτακτης ανάγκης θα ήταν να προτείνει ότι το μέγεθος διεθνών ροών κεφαλαίου σε μια χώρα είναι πολύ μεγάλο για να είναι βιώσιμο, και ότι μια ενδεχόμενη προσαρμογή για να μειωθούν οι εισροές κεφαλαίων θα οδηγήσει σε υποτίμηση του νομίσματος. Όταν η υποτίμηση λάμβανε χώρα, τότε οι παγκόσμιοι δανειστές θα μπορούσαν να παρέχουν πιστώσεις προκειμένου να μειωθεί το ενδεχόμενο να εμπλακούν κερδοσκόποι. Η άμεση διαθεσιμότητα πιστώσεων θα περιορίσει και την πιθανότητα διάδοσης.

6. Μαθήματα του Παρελθόντος

Κατά την διάρκεια της τελευταίας κρίσης, έχουν αποδοθεί πολλές ευθύνες στο ποια ήταν η πραγματική αιτία της κρίσης, πως ο κόσμος επηρεάστηκε από τις συνεχώς αυξανόμενες τιμές και πως το τραπεζικό σύστημα επέτρεψε την εμφάνιση της κρίσης αυτής. Κάνοντας μια αναζήτηση σε όλες τις προγενέστερες κρίσεις της ιστορίας, υπάρχουν κάποιες ομοιότητες και διαφορές στις διορθωτικές κινήσεις που έγιναν μετά τις κρίσεις. Για παράδειγμα, το 1826 μόλις είχε σκάσει μια κερδοσκοπική φούσκα στην Βρετανία, η τότε κυβέρνηση έσπευσε να περάσει μια νομοθεσία για αναθεώρηση του τραπεζικού συστήματος. Ομοίως μετά την Μεγάλη Ύφεση στις Η.Π.Α. το 1929, η κυβέρνηση έσπευσε σε μια σειρά από νομοθεσίες για να προστατεύσει την αγορά, που ήταν από τις πιο εκτεταμένες σειρές μεταρρυθμίσεων. Αντίθετα όμως, μετά το πέρας της τρέχουσας κρίσης και παρόλες τις εκκλήσεις για αλλαγές και μεταρρυθμίσεις, δεν έχουν υπάρξει διορθωτικές αλλαγές που να αναθεωρήσουν την εποπτεία, την επίβλεψη αλλά και τον τρόπο που λειτουργούν τα τραπεζικά και επενδυτικά ιδρύματα. Ο λόγος είναι ότι η τελευταία κρίση έληξε με σχετικά λίγες απώλειες (συγκριτικά με τις απώλειες που θα υπήρχαν εάν δεν γινόταν καμία κίνηση από τις κεντρικές τράπεζες), και παρατηρείται πως υπάρχει μια δυσκαμψία στην αλλαγή νομοθεσίας.

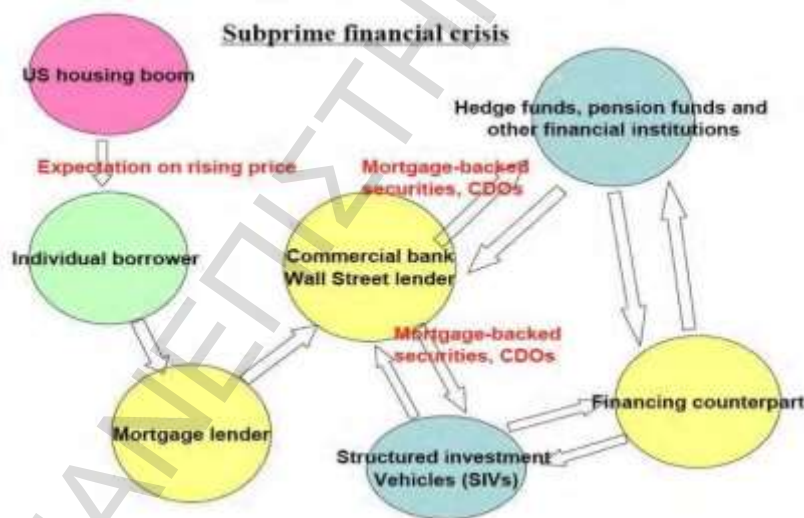
Αυτό είναι εξαιρετικά επικίνδυνο, λόγω του ότι τα ίδια προβλήματα που έχτισαν την τελευταία φούσκα υπάρχουν ακόμα, τη στιγμή που ακόμα ο κόσμος δεν έχει συνέλθει πλήρως από την κρίση αυτή. Παρακάτω θα τονιστούν κάποια δομικά προβλήματα που επέκτειναν την κρίση αυτή και για τα οποία δεν έχει γίνει καμία διορθωτική κίνηση.

6.1. Αλλαγές στις Τιμές των ακινήτων

Ένας από τους συνήθεις ύποπτους σε μια κερδοσκοπική φούσκα είναι πολλές φορές είναι το σκάσιμο της φούσκας των στεγαστικών δανείων (όπως έγινε και στην πρόσφατη κρίση στις Η.Π.Α. αλλά και σε πολλές άλλες χώρες), που οδήγησε σε μια επιτάχυνση τη αδυναμίας εξόφλησης των δανείων, που με τη σειρά του οδήγησε σε μείωση της αξίας των υποθηκών που δηλώθηκαν για τα δάνεια αυτά μέσω τιτλοποίησης (Mortgage-Backed Securities ή αλλιώς MBS). Ενώ οι τιμές αυτές κορυφώνονται κατά τη διάρκεια της κρίσης, στο ξεκίνημα της κρίσης σταθεροποιούνται, ενώ στη συνέχεια μειώνονται. Μια σειρά από μελέτες έχουν δείξει μια ισχυρή συσχέτιση μεταξύ της υποτίμησης των τιμών των κατοικιών και των ακινήτων και τις αδυναμίες εξόφλησης των στεγαστικών δανείων. Στην περίπτωση

της τελευταίας κρίσης του 2008, μπορούμε να παρατηρήσουμε ότι από το 2001 τα ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια υψηλού κινδύνου ήταν αρκετά ριφοκίνδυνα, αλλά η πραγματική τους επικινδυνότητα καλυπτόταν από τις συνεχόμενες ανατιμήσεις των κατοικιών, δίνοντας χώρο σε επιλογές όπως ο τερματισμός και η αναχρηματοδότηση των στεγαστικών δανείων. Μόνο όταν η προπληρωμή των δανείων έγινε πολύ ακριβή (με μηδενική ή αρνητική καθαρή θέση της κατοικίας, όπου αύξανε το κόστος μελλοντικής αναχρηματοδότησης) άρχισαν οι αθετήσεις αποπληρωμής και υπήρχε αδυναμία εξόφλησης πολλών δανείων. Η εξήγηση ότι η εκάστοτε κρίση βασίζεται στην πτώση των τιμών των ακινήτων έχει κάποιες σωστές αλλά και λάθος πλευρές: Σωστό επειδή όπως αναφέρθηκε και πριν πρακτικά πυροδοτεί την κρίση, και λάθος επειδή λαμβάνει την πτώση των τιμών των ακινήτων ως έναν εξωγενή παράγοντα, και πως είναι κάτι που αφήνει έκπληκτους τους επενδυτές.

Η τιτλοποίηση στεγαστικών δανείων με υποθήκη (MBS) είναι ένα σύνολο από στεγαστικά δάνεια που δημιουργούν μια ροή πληρωμών με την πάροδο του χρόνου, που καταβάλλονται στους κατόχους τους. Οι πληρωμές λαμβάνονται από αυτά που παράγονται από τους δανειζόμενους που πρέπει να εξοφλήσουν τους τόκους των χρεών τους. Όπως φαίνεται και στο παρακάτω σχήμα, υπάρχει ένα ολόκληρο δίκτυο που ζει γύρω από αυτή τη διαδικασία και έχει δώσει μορφή στην τιτλοποίηση στεγαστικών δανείων.



Διάγραμμα 5: Η διαδικασία τιτλοποίησης μέσω της αύξησης των στεγαστικών δανείων.

Παράλληλα με την αύξηση και διόγκωση των τιμών των ακινήτων, παρατηρείται και εκρηκτική αύξηση στις ονομαστικές τιμές των MBS που έχουν εκδοθεί, και στη συνέχεια η κατάρρευση τους, που δικαιολογεί τον ορισμό τους ως μέρος μιας φούσκας. Βάση μελέτης

που είχε κάνει η McKinsey Global Institute, οι συνολικές τιμές των ασφαλειών των CDO (Collateralized Debt Obligations) αυξήθηκε από \$150 δισεκατομμύρια δολάρια το 2004, στα \$500 δισεκατομμύρια δολάρια το 2006, και στα \$2 τρισεκατομμύρια δολάρια το τέλος του 2007. Η ονομαστική αξία των CDO αυξήθηκε από \$600 δισεκατομμύρια δολάρια στα \$26 τρισεκατομμύρια δολάρια το τέλος του 2006. Η συγκεκριμένη φούσκα τροφοδοτήθηκε πρώτα από την απληστία και την επιθυμία των επενδυτών για ολοένα μεγαλύτερα κέρδη στις επενδύσεις τους. Αυτό έγινε δυνατό χάρη σε όλες τις χρηματοοικονομικές καινοτομίες που αναφέρθηκαν σε προηγούμενο κεφάλαιο, που δημιούργησαν τις ψευδαισθήσεις ότι ο κίνδυνος αθέτησης των πληρωμών από τους δανειζόμενους ήταν σχεδόν αμελητέος. Όλες αυτές οι χρηματοοικονομικές καινοτομίες, συμπεριλαμβανομένων των CDO και των διαφόρων παραγώγων τους στους τομείς των δανείων και των τρόπων χρηματοδότησης νέων δανείων/ επενδύσεων, ασφαλιζονταν με μεγάλη προθυμία από τα ασφαλιστικά ιδρύματα, εταιρίες αμοιβαίων κεφαλαίων, εμπορικές και επενδυτικές τράπεζες, συνταξιοδοτικά ταμεία, ταμεία διαχείρισης κρατικών δανείων και ούτω καθεξής. Ήταν επίσης αυτά τα ιδρύματα που πλήγηκαν πρώτα όταν έσκασε η φούσκα το 2007, και κατέγραψαν τις μεγαλύτερες απώλειες.

Το τεράστιο μέγεθος της ονομαστικής αξίας της τιτλοποίησης των στεγαστικών δανείων που διακρατούνταν στα βιβλία των τραπεζών, ασφαλιστικών ιδρυμάτων και άλλων επιχειρήσεων, εξηγεί εν μέρη την διεύρυνση της κρίσης. Όταν άρχισε να ξεφουσκώνει η φούσκα των στεγαστικών δανείων, ο ρυθμός αθέτησης πληρωμών των δανείων εκτινάχθηκε στα ύψη, και οι κάτοχοι των τιτλοποιημένων στεγαστικών δανείων άρχισαν να παρουσιάζουν μεγάλες ζημιές. Σαν αποτέλεσμα, πολλά ιδρύματα άρχισαν να παρουσιάζουν ανεπάρκεια κεφαλαίων και ρευστοποίησης, που οδήγησε σε χρεωκοπίες, πώληση κεφαλαίων σε εξωφρενικά χαμηλές τιμές και κυβερνητικά πακέτα διάσωσης.

6.2. Οι ανταμοιβές και η απληστία των επενδυτών

Όπως έγινε ευρέως γνωστό μετά το ξέσπασμα της κρίσης οι τράπεζες, επενδυτικά ιδρύματα αλλά και ασφαλιστικές εταιρίες φέθηκαν αλόγιστα κυνηγώντας ένα ξέφρενο σύστημα ανταμοιβών παραβιάζοντας τις αρχές των εταιριών που είχαν θέσει οι μέτοχοι, και αψηφούσαν τις οποιοσδήποτε επιπτώσεις στο χρηματοοικονομικό σύστημα. Το μεγαλύτερο

πρόβλημα στις ανταμοιβές αυτές βέβαια δεν ήταν οι χρηματικές ανταμοιβές αυτές καθαυτές, αλλά ο τρόπος αξιολόγησης και τρόπος παροχής της ανταμοιβής αυτής.

Πολλές μελέτες και αναφορές που έγιναν στην συνέχεια, υποδήλωσαν ότι ένας από τους λόγους του προβλήματος αυτού έγκειται στην εταιρική διακυβέρνηση και στον τρόπο ελέγχου μιας επιχείρησης. Αυτό που ήταν εμφανές σε όλα τα ιδρύματα που είχαν εμπλακεί στην κρίση του 2008 (αλλά και σε όλες τις κερδοσκοπικές φούσκες της ιστορίας), ενώ η πολιτική της εταιρίας και η εντολή των μετόχων ήταν να μεγιστοποιήσουν τα μακροπρόθεσμα κέρδη της εταιρίας, και να σταθεροποιηθεί στην αγορά, οι άνθρωποι που ήταν στο κομμάτι των πωλήσεων (από απλούς πωλητές μέχρι και τους μάνατζερ τους) ήθελαν να μεγιστοποιήσουν το βραχυπρόθεσμο εισόδημα τους, χωρίς να τους ενδιαφέρει και τόσο η βιωσιμότητα της επιχείρησης μέσα στα επόμενα χρόνια. Αυτό συνέβαινε λόγω του ότι οι τρέιντερ που βρίσκονταν μέσα στον παλμό της αγοράς, ήξεραν περισσότερα για το τι συμβαίνει και πως κινείται η αγορά, οπότε αναπροσαρμόζονταν πιο εύκολα. Ο τρόπος ειδικά με τον οποίο λειτουργούσαν οι τρέιντερ αυτοί, κρατώντας κρυφά ένα δικό τους χαρτοφυλάκιο, κατέστησε ακόμα πιο δύσκολο το να μπορεί να γίνει σωστός έλεγχος στις πρακτικές που εφαρμόζουν, και σε τι βαθμό οι επενδύσεις τους εμπεριέχουν ηθικό κίνδυνο ή όχι.

Τα αποτελέσματα της άγνοιας αυτής, ή ακόμα της παρακίνησης ανάληψης ηθικού κινδύνου από τους μάνατζερ (και από αρκετούς διευθυντές ακόμα), ήταν οι τρέιντερ και πωλητές να αψηφούν τον κίνδυνο, να έχουν κίνητρα για να επιδοθούν σε οποιοδήποτε τρόπο μεγιστοποίησης των κερδών (έτσι δημιουργήθηκαν και τα CDO) και των μπόνους, με πρακτικές μεγάλης μόχλευσης και κινδύνου. Με αυτό τον τρόπο τα τοξικά ομόλογα πλημμύρισαν την αγορά, και όταν τα προβλήματα αυτών παρουσιάστηκαν, οι τρέιντερ και οι τραπεζίτες είχαν ήδη συγκεντρώσει όλες τις αμοιβές τους. Ακόμα και σε διαφορετικές περιπτώσεις, όπως αυτής της Lehman Brothers, όπου οι υπάλληλοι διακρατούσαν ένα μεγάλο μέρος των μετοχών της εταιρίας (που θεωρητικά θα είχαν στο μυαλό τους το μακροπρόθεσμο όφελος της εταιρείας), αλλά παρόλα αυτά τα αποτελέσματα ήταν καταστροφικά. Αυτό φανέρωσε ότι οι λανθασμένες πρακτικές πολλές φορές είναι αποτέλεσμα των συμφερόντων των μεγαλομετόχων, και όταν ταυτίζονται και οι απλοί τρέιντερ μαζί τους, τότε τα αποτελέσματα είναι μοιραία.

Επιπρόσθετα των προαναφερθέντων, έρχεται να δράσει και η αγελαία συμπεριφορά που δρα σαν καταλύτης στην ανάληψη του ηθικού κινδύνου. Η απόδοση των τρέιντερ συγκρίνεται βάση του μέσου όρου απόδοσης στην αγορά, οπότε όταν όλη η αγορά τείνει σε πιο ριψοκίνδυνες επενδύσεις, όσο και να μην πιστεύει ένας μάνατζερ σε αυτό ή αν έχει

ηθικούς ενδοιασμούς, δεν μπορεί να αφήσει τον ανταγωνισμό να κερδίζει έδαφος με τις πρακτικές αυτές. Και ως συνήθως σε αγελαίες συμπεριφορές, υπάρχει μια λογική δικαιολόγηση των καινούργιων (και όχι τόσο ηθικών) πρακτικών όπως ότι πρόκειται για αναδιάρθρωση της οικονομίας, νέες ευκαιρίες που δεν μπορούν να είναι λάθος κλπ, αλλά και το γεγονός ότι εφόσον όλοι κάνουν το ίδιο, πως γίνεται να είναι λάθος;

Αποτέλεσμα όλων των παραπάνω είναι οι υπάλληλοι των χρηματοοικονομικών εταιριών να έχουν στόχο μόνο τα βραχυπρόθεσμα κέρδη τους, και να επικρατεί η πεποίθηση ότι και να δημιουργηθεί κάποιο πρόβλημα η κυβέρνηση θα βοηθήσει να επιστρέψει η ισορροπία (γεγονός που δυστυχώς επαληθεύεται επανειλημμένα στην διάρκεια της ιστορίας). Σε συνδυασμό με την κουλτούρα των μπόνους όπου επιβραβεύονται όταν αποδίδουν οι επενδύσεις τους αλλά δεν υπάρχει τιμωρία όταν αποτυγχάνουν και κοστίζουν χρήματα στην εταιρεία, ενθαρρύνουν ακόμα περισσότερο τακτικές ανάληψης κινδύνου.

6.3. Μηδαμινός έλεγχος πίστωσης και αδυναμία των ελεγκτικών οργανισμών

Στις περιόδους ανάπτυξης μιας κερδοσκοπικής φούσκας, ένα από τα κοινά γνωρίσματα είναι ο εύκολος δανεισμός, η μείωση των διαδικασιών ελέγχου, και η αύξηση ιδρυμάτων που παρέχουν δάνεια και δεν υπόκεινται κάτω από τους ελεγκτικούς μηχανισμούς. Στοιχεία που δείχνουν την 'χαλάρωση' των κανονισμών ελέγχου εμφανίζονται σε κάθε κρίση, και η πρόσφατη κρίση δεν αποτελεί εξαίρεση. Ακόμη χειρότερα, η τιτλοποίηση που έλαβε χώρα στην κρίση του 2008, οδήγησε τους δανειστές και δανειζόμενους σε μια ψευδαίσθηση ασφάλειας, και οδήγησε σε μείωση ελέγχων και των προϋποθέσεων δανεισμού που έπρεπε να πληροί κάποιος.

Εάν κάποιος κάνει μια έρευνα στις αρχές της δεκαετίας του 1990, θα διαπιστώσει ότι ο τότε υπεύθυνος του Υπουργείου Οικονομικών (και νυν υπεύθυνος της Ομοσπονδιακής Τράπεζας) Άλαν Γκρίνσπαν κατάφερε να περάσει μέσω του Κογκρέσου την κατάργηση οποιοδήποτε μηχανισμού που θα επέβλεπε την ανάπτυξη και την χρήση των παράγωγων χρηματοοικονομικών μέσων, παρά τις εκκλήσεις οικονομολόγων και άλλων πολιτικών ότι αυτό αφήνει ανεξέλεγκτη την αγορά και, όπως είχε πει τότε και ο Τζορτζ Σόρος ότι δημιουργούνται έτσι όπλα μαζικής οικονομικής καταστροφής. Όντας ο πιο ένθερμος υποστηρικτής της αποτελεσματικότητας αυτό-ρύθμισης των χρηματοπιστωτικών αγορών, ο Άλαν Γκρίνσπαν ήταν και αυτός που αντιμετώπισε την κρίση που αμβλύθηκε από την απόφαση του αυτή.

Η έλλειψη ελέγχου αυτή, σε συνδυασμό με τα χαμηλά επιτόκια που δίνονταν από τραπεζικά ιδρύματα, οδήγησαν σε αύξηση της μόχλευσης στην αγορά με ολοένα και πιο χαμηλά επίπεδα ελέγχου των δανειστών (τυπικό παράδειγμα ήταν τα δάνεια NINJA που αναφέρθηκαν σε προηγούμενο κεφάλαιο) και η εκπαίδευση των υπαλλήλων των τραπεζικών ιδρυμάτων ολοένα έφθινε (μιας και οι έλεγχοι που έπρεπε τυπικά να γίνουν δεν γινόντουσαν).

Year	Originations	Originations Securitisation Rate (%)	Subprime	Subprime Securitized	Subprime Securitisation Rate (%)	ARM
2001	2215	60.7	160	96	60.0	355
2002	2885	63.0	200	122	61.0	679
2003	3945	67.5	310	203	65.5	1034
2004	2920	62.6	530	401	79.8	1464
2005	3120	67.7	625	508	81.3	1490
2006	2980	67.6	600	483	80.5	1340

Πίνακας 1: Ρυθμός αύξησης στεγαστικών δανείων στις Η.Π.Α. το διάστημα 2000-2006

Το πρόβλημα αμβλύθηκε ακόμη περισσότερο με το σκιώδες τραπεζικό σύστημα και τις Εταιρίες Ειδικού Σκοπού (SPV). Ενώ τα τραπεζικά ιδρύματα ελέγχονταν από τους ελεγκτικούς οργανισμούς και μηχανισμούς, τα υπόλοιπα ξέφευγαν από τους ελέγχους που έπρεπε να γίνουν, αυξάνοντας σημαντικά τον συστημικό κίνδυνο. Ενδεικτικό του μεγέθους αυτού είναι πως στις αρχές του 2007, τα τιτλοποιημένα εμπορικά χρεόγραφα που διακινούνταν εκτός τραπεζικού συστήματος είχαν ονομαστική αξία \$2,2 τρισεκατομμύρια δολάρια, και τιτλοποιημένα ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια είχαν ονομαστική αξία \$1,8 τρισεκατομμύρια δολάρια, την στιγμή που οι συνολικοί ισολογισμοί των πέντε μεγαλύτερων τραπεζικών ιδρυμάτων έφταναν τα \$4 τρισεκατομμύρια δολάρια.

Δεδομένου της συνύπαρξης των δυο τραπεζικών συστημάτων, και ενώ το ένα υπόκειται κάτω από αυστηρούς μηχανισμούς ελέγχου και παρακολούθησης, ενώ το άλλο είχε λιγότερες κεφαλαιακές απαιτήσεις και σχεδόν καθόλου παρακολούθηση, έγινε σύντομα ξεκάθαρο σε πιο από τα δυο θα συγκεντρώνονταν οι επενδυτές και επενδυτικά ιδρύματα για να μεγιστοποιήσουν το κέρδος τους. Η μοναδική εξασφάλιση που υπήρχε ήταν ότι ιδρύματα όπως η Bearn Stearns, η AIG και η Merrill Lynch που ασφάλιζαν τιτλοποιημένα χρεόγραφα από το σκιώδες τραπεζικό σύστημα, ήταν πολύ μεγάλα για να καταρρεύσουν.

Πολλοί κατηγόρησαν την Ομοσπονδιακή Τράπεζα, αλλά και άλλες Κεντρικές Τράπεζες ανά τον κόσμο για το γεγονός ότι, ενώ γνώριζαν για την ύπαρξη του σκιώδους τραπεζικού συστήματος και τους ενδεχόμενους κινδύνους που μπορεί να επιφέρει, δεν έκαναν τίποτα για να το ελέγξουν. Ακόμα περισσότερο, κατηγορούν την Ομοσπονδιακή Τράπεζα για τις λάθος νομισματικές πολιτικές που άσκησε την περίοδο 2003-2006, όπου μείωσε τα επιτόκια σε τέτοιο πολύ μεγάλο βαθμό, και την κατάχρηση που έκαναν σε τιτλοποιημένα ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια υψηλού κινδύνου οι Fannie Mae και Freddie Mac, που ελέγχονταν από την κυβέρνηση. Αυτά τα λάθη συνεχίστηκαν με την λανθασμένη διάγνωση ότι η κρίση ήταν πρόβλημα ρευστότητας αντί ένα πρόβλημα που δημιουργήθηκε από τους αντισυμβαλλόμενους κινδύνους. Στη συνέχεια, ήταν ο ίδιος ο Άλαν Γκρίνσπαν που παραδέχτηκε πως έκαναν λάθος προβλέψεις και υποθέσεις, αφού πίστευαν πως οι οργανισμοί και οι τράπεζες θα έκαναν τα πάντα να προστατεύσουν τους μετόχους τους και τα συμφέροντά τους, αντίθετα από ότι πραγματικά έγινε.

6.4. Οι αστοχίες των Οίκων αξιολόγησης

Οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας έχουν κατηγορηθεί ως κύριοι παράγοντες στην πρόσφατη πιστωτική και οικονομική κρίση. Ο ρόλος τους ήταν να δημιουργήσουν ένα κλίμα διαφάνειας με βαθμολογίες, αξιολογώντας με ακρίβεια την επικινδυνότητα των χρηματοοικονομικών προϊόντων που παράγουν τραπεζικά και χρηματοοικονομικά ιδρύματα. Η αξιολόγηση που θα παρείχαν θα ήταν η βάση για την σωστή αξιολόγηση κινδύνου από δανειστές ενυπόθηκων δανείων και δημιουργούς δομημένων χρηματοπιστωτικών προϊόντων. Το πρόβλημα παρουσιάστηκε όταν όλα τα μερίδια που είχαν αξιολογηθεί με AAA παρουσίασαν ένα βαθμό αθέτησης πληρωμών που ξεπερνούσε κατά πολύ το προσδοκώμενο, και η τιμή τους μειώθηκε σημαντικά.

Όλοι οι οίκοι αξιολόγησης, για να μπορέσουν να αποδώσουν την δική τους αξιολόγηση, έχουν αναπτύξει δικά τους ποσοτικά στατιστικά μοντέλα, τα οποία προσομοιώνουν και προβλέπουν την στατιστική πιθανότητα αθέτησης μιας πληρωμής ενός ενυπόθηκου στεγαστικού δανείου, ενός επενδυτικού κεφαλαίου ή οποιουδήποτε χρηματοοικονομικού παραγώγου. Ένα από τα πηγαία λάθη αυτών των μοντέλων, ήταν το γεγονός ότι βασιζόταν και σε στατιστικά στοιχεία του παρελθόντος, και πιο συγκεκριμένα (την περίοδο της ανάπτυξης της χρηματοοικονομικής φούσκας) βασιζόταν σε στατιστικά στοιχεία της περιόδου 1990 – 2000. Η συγκεκριμένη περίοδος είχε το χαμηλότερο ποσοστό χρεωκοπιών ή αθετήσεων πληρωμών δανείων, τα επιτόκια ήταν σχετικά χαμηλά και οι τιμές γενικότερα

ανέβαιναν. Καθ' αυτό τον τρόπο, η πιθανότητα μιας στεγαστικής φούσκας που θα οδηγούσε σε πολλά ανεξόφλητα δάνεια ή μιας απότομης αύξησης στις τιμές των ακινήτων/ κεφαλαίων δεν προβλεπόταν μέσα στα μοντέλα αυτά. Σαν συνέπεια αυτού, τα μοντέλα που χρησιμοποιούσαν οι οίκοι αξιολόγησης αγνοούσαν την πιθανότητα μιας κρίσης στα ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια (πόσο μάλλον το γεγονός να επεκταθεί σε παγκόσμια κλίμακα) καθώς και τις παράπλευρες απώλειες σε άλλους τομείς που θα προκαλούσαν από τις καταρρεύσεις.

Επίσης, σε μια εποχή όπου οι επενδυτές έψαχναν τον οίκο αξιολόγησης που θα έδινε την καλύτερη αξιολόγηση, πολλοί οίκοι εν γνώσει τους ανέλαβαν τον ηθικό κίνδυνο αυτό, ώστε να παραμείνουν ανταγωνιστικοί στην αγορά και να κερδίσουν περισσότερους πελάτες. Σε συνδυασμό με την πολυπλοκότητα του να μπουν καινούργια δεδομένα για προσημειώσεις στα στατιστικά μοντέλα ώστε να μπορούν να προβλέψουν τυχόν προβλήματα, και την ακόμα μεγαλύτερη πολυπλοκότητα που έπρεπε να αξιολογηθούν τα χρηματοοικονομικά παράγωγα της Γουόλ Στριτ (CDO κλπ), τα μοντέλα δεν άλλαξαν καθόλου και παρέμειναν ως είχαν. Όπως έγινε ευρέως γνωστό το 2009 από τον Veldkamp, η εσκεμμένη πολυπλοκότητα των CDO, των τιτλοποιημένων ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων και όλων των παραγώγων τους, και φυσικά το γεγονός ότι ήταν και ένα καινούργιο δημιούργημα και έτσι δεν υπήρχαν προγενέστερα ιστορικά και στατιστικά στοιχεία για αυτά, ήταν ένας από τους πιο σημαντικούς παράγοντες που επιβάρυνε τις λανθασμένες αξιολογήσεις. Οι εκτιμήσεις από διαφορετικά μοντέλα (που πολλά ήταν από τους ίδιους δημιουργούς αυτών των CDO) και οι διαφορετικές υποθέσεις και εκτιμήσεις τους από την αγορά και τους επενδυτές έρχονταν για να ολοκληρώσουν την εικόνα της πολυπλοκότητας που είχε δημιουργηθεί και να θολώσει τα νερά στις αξιολογήσεις τους. Εν συντομία, η μεγάλη πολυπλοκότητα που είχαν τα χρηματοοικονομικά προϊόντα αυτά παρουσίαζε και μεγάλη ευαισθησία σε ότι αφορά τα λάθη που θα προκύπταν από τις εκτιμήσεις τους. Έτσι τα διάφορα περιουσιακά στοιχεία αποκτούσαν σαν αξιολόγηση την μέγιστη από τις εκτιμώμενες, γεγονός που ήταν απλά μια βεβαιασμένη εκτίμηση. Εάν κάποιος οίκος αξιολόγησης προσέφερε μια χαμηλότερη αξιολόγηση, τότε οι επενδυτές στρέφονταν σε άλλους που παρείχαν μια καλύτερη. Πολλές εκτιμήσεις αναφέρουν ότι αρχικά δεν υπήρχαν και πολλά κίνητρα για μια πιο αντικειμενική και μεροληπτική αξιολόγηση των κεφαλαίων αυτών, και όταν προέκυψε η ανάγκη αυτή ο βαθμός πολυπλοκότητας ήταν τέτοιος που δεν επέτρεπε διορατικό έλεγχο. Και φυσικά, όλη αυτή η πολυπλοκότητα και πολλαπλές 'δικλείδες' ασφαλείας που είχαν τα διάφορα κεφάλαια ήταν κάτι που δεν γνώριζε ο τελικός επενδυτής, οπότε δεν ήξερε και τους πιθανούς κινδύνους που θα αναλάμβανε.

Φυσικά, λόγω και της διόγκωσης της φούσκας υπήρχε το κλίμα στην αγορά ότι οι επενδύσεις στα κεφάλαια αυτά δεν είχαν κίνδυνο κατάρρευσης ή χρεωκοπίας των ιδρυμάτων που τα παρείχαν, μια εικόνα που απείχε από την πραγματικότητα (όπως έδειξε και η πορεία των πραγμάτων) και βασιζόταν σε λάθος μηνύματα που είχαν πλημμυρίσει την αγορά. Τα μεσαίου μεγέθους ρίσκα φαινόταν να έχουν εξανεμιστεί λόγω της διαφοροποίησης της φύσεως των επενδύσεων τους, όπως είχαν εξελιχθεί τα χρηματοοικονομικά παράγωγα. Αυτό οδήγησε σε μια μεγάλη μετριοπάθεια στις διακυμάνσεις του Α.Ε.Π. των ανεπτυγμένων χωρών, και σε συνέπεια του μεγάλη χρηματοδότηση αγνοώντας τον χρηματοπιστωτικό κίνδυνο σε μικρότερες οικονομίες. Και φυσικά εντός του τραπεζικού συστήματος, όπου τα διατραπεζικά δάνεια μεταξύ ιδρυμάτων σε όλο τον κόσμο αυξάνονταν ραγδαία, η άγνοια του ρίσκου επικρατούσε λόγω των λανθασμένων αξιολογήσεων, μέχρι που αποκαλύφθηκαν οι αδυναμίες τους και άρχισαν να παρουσιάζουν αυξανόμενες απώλειες. Έτσι ο διατραπεζικός δανεισμός σταμάτησε απότομα, οδηγώντας πολλά ιδρύματα σε ασφυκτικές πιέσεις ρευστότητας τόσο των τραπεζικών ιδρυμάτων, αλλά και των δανειστών και επενδυτών.

6.5. Τραπεζική Εποπτεία και λανθασμένα ποσοτικά μοντέλα κινδύνου

Πολλοί οικονομολόγοι κατηγορούν την Κεφαλαιακή Συμφωνία Βασιλεία II ότι δεν βοήθησε τις τράπεζες να κατηγοριοποιήσουν σωστά τις διάφορες κατηγορίες των περιουσιακών στοιχείων που διακρατούσαν και να αξιολογήσουν τον κίνδυνο τους, και ότι το πλαίσιο που επιτηρούσε την κεφαλαιακή επάρκεια τους ήταν ένας από τους σοβαρότερους λόγους την κρίσης των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων. Η Βασιλεία είναι ένα σύνολο από οδηγίες και προτροπές προς τα τραπεζικά ιδρύματα ώστε να προστατέψουν τα κεφάλαια τους από συστημικούς και διαχειριστικούς κινδύνους, με σκοπό να εφαρμοστεί από όλες τις τράπεζες παγκοσμίως. Η Βασιλεία II παρείχε πιο αναλυτικές οδηγίες για τον υπολογισμό του κινδύνου διάφορων περιουσιακών στοιχείων που διακρατούνταν από τις τράπεζες, επέκτεινε τον ορισμό του κινδύνου και ουσιαστικά είχε σαν σκοπό να προστατέψει τις τράπεζες από διάφορα νομικά παραθυράκια και πιθανόν κινδύνους.

Παρά τη σαφήνεια και τις λεπτομέρειες που παρείχε η Βασιλεία II (και το γεγονός ότι η τελική τροποποίηση από τα μέλη της G10 έγιναν στις αρχές του 2006), δεν μπορούσε να προστατεύσει μεγάλα τραπεζικά ιδρύματα από φαινόμενα πανικού στην αγορά (όπως μαζικές αναλήψεις, αποδιοργάνωση αγοράς κλπ) που χαρακτηρίζουν μια μεγάλη

χρηματοοικονομική κρίση. Το πλαίσιο πάνω στο οποίο βασίστηκε έθετε σαν δεδομένο ότι η αγορά θα ήταν πολύ πιο σταθερή και ώριμη από ότι πραγματικά ήταν. Τα μεγαλύτερα προβλήματα που αναδείχθηκαν σχεδόν άμεσα από την εφαρμογή της ήταν ότι τα κεφαλαιακά αποθέματα ασφαλείας που κρατούσαν οι τράπεζες δεν ήταν αρκετά για να μπορέσουν να καλύψουν μια μεγάλη χρηματοπιστωτική κρίση, ότι οι τράπεζες χρειάζονταν περισσότερα κεφάλαια υψηλής ποιότητας και ότι η ποιότητα αυτή δεν θα ήταν κάτι που θα άλλαζε εύκολα σε περίοδο κρίσης (όπως έγινε στο μεγαλύτερο ποσοστό των υπεραξιολογημένων κεφαλαίων).

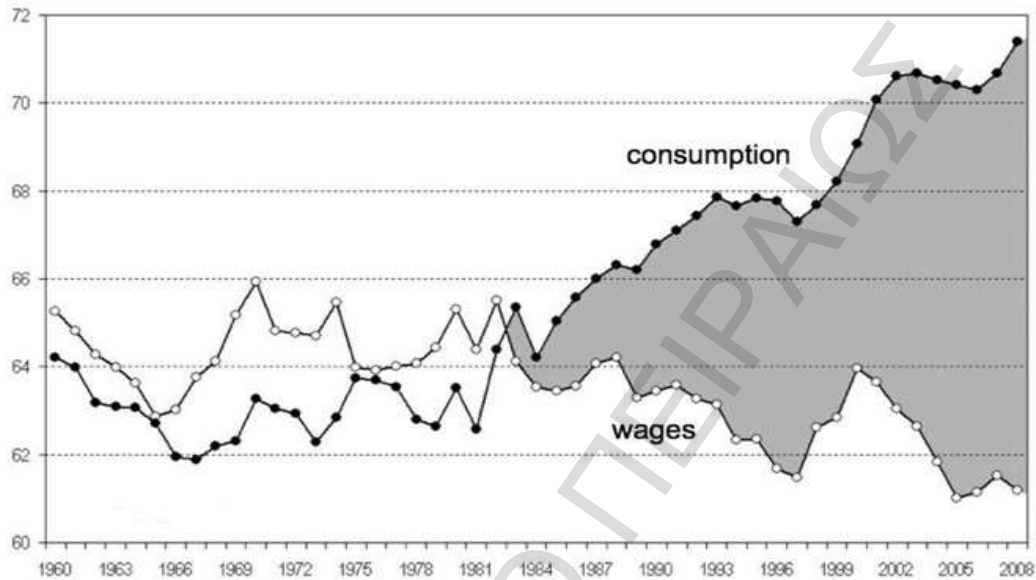
Βέβαια, και τα στατιστικά μοντέλα που έχουν και οι τράπεζες για αξιολόγηση των κεφαλαίων τους επίσης αποδείχτηκαν ελλιπή. Η ανεπάρκεια τους να προσδιορίζουν τις φούσκες όταν αυτές διογκώνονται (π.χ. Στην Ιαπωνία, Νότια Κορέα, dotcom) δεν βασίζεται τόσο στην αδυναμία των μοντέλων αλλά όσο και στην ψυχολογία των αγορών ότι 'αυτή τη φορά είναι διαφορετικά' και πως ήρθε η στιγμή της νέας οικονομίας. Η έλλειψη αναγνώρισης του κινδύνου και αποστροφής από αυτόν (ανεξάρτητα του φαινομενικού βραχυπρόθεσμου κέρδους) είναι κάτι που έχει οδηγήσει επανειλημμένα στην ιστορία τις τράπεζες σε κακές αποφάσεις.

6.6. Αυτή τη φορά είναι διαφορετικά

Τα χρόνια πριν το ξέσπασμα της κρίσης, τα χαρακτήριζε μια αλόγιστη κατανάλωση χρημάτων και πόρων με την πεποίθηση ότι είχε βρεθεί η χήνα με τα χρυσά αυγά που παρήγαγε χρήματα αέναα, και φυσικά όλο αυτό καλυπτόταν με την πεποίθηση ότι 'αυτή την φορά είναι διαφορετικά', οπότε αυτή η υπερβολική αύξηση πλούτου ήταν δικαιολογημένη. Τα ποσοστά ανάπτυξης που είχαν οι αγορές έφταναν σε ένα ποσοστό 10-15%, την στιγμή που οι πραγματικές τους δυνατότητες έφταναν για έναν ρυθμό 2-3%. Σαφώς και κάποιοι τομείς θα έχουν αυξημένη ανάπτυξη κερδών και εσόδων, αλλά δεν γίνεται να ισχύει καθολικά σε όλη την οικονομία, τουλάχιστον όχι χωρίς μια διαρθρωτική αλλαγή (είτε οικονομική είτε τεχνολογική).

Την τελευταία εικοσαετία σχεδόν προ της κρίσης (πιο συγκεκριμένα μετά το 1987, όπου παρουσιάστηκε η κρίση της Μαύρης Δευτέρας), αυτή η παράλογη (για τα φυσιολογικά δεδομένα της οικονομίας) αύξηση στον τομέα της οικονομίας κυριαρχούσε. Ενδεικτικό είναι πως οι τιμές των ακινήτων στις Η.Π.Α. από το 1995 και μετά είδαν μια αύξηση επί της αξίας τους έναντι του Α.Ε.Π. της τάξης του 130-160%. Αυτή η ξαφνική κερδοφορία και αίσθηση

πλούτου ήταν που οδήγησε και τους ρυθμούς κατανάλωσης των νοικοκυριών κι των αγορών γενικότερα σε κατακόρυφη αύξηση.



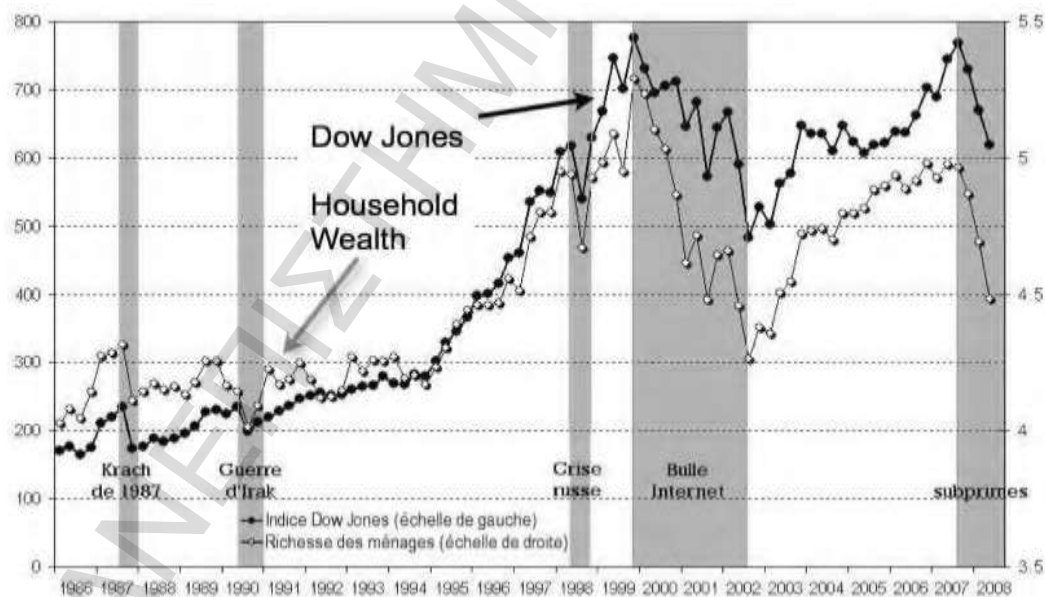
Διάγραμμα 6: Συνολική κατανάλωση των Α.Ε.Π. για Η.Π.Α., Ε.Ε. και Ιαπωνίας έναντι των μισθών

Η υπερβολική και εύκολη μόχλευση που παρέχόταν (από μορφή ενυπόθηκου στεγαστικού δανείου, καταναλωτικών δανείων κλπ) έδωσε νέα ώθηση στον ρυθμό κατανάλωσης μέχρι τότε, όπου ενώ αύξανε τον ρυθμό κατανάλωσης (προερχόμενος από υψηλότερα κέρδη μέχρι τότε), μείωνε θεαματικά και τον ρυθμό αποταμιεύσεων. Πρακτικά ο κόσμος γινόταν πιο φτωχός αλλά αισθανόταν πιο πλούσιος. Το αληθινό πρόβλημα πίσω από αυτό ήταν ότι όλη αυτή η ανάπτυξη, και η κατανάλωση που βασιζόταν σε υψηλότερη κερδοφορία δεν βασιζόταν σε απτή αύξηση της παραγωγής ή κάποιου άλλου μετρήσιμου (και διατηρήσιμου) αγαθού, παρά μόνο στις 'καινοτομίες' του χρηματοοικονομικού τομέα και των παραγώγων του, όπου όμως δεν μπορεί πραγματικά να προσφέρει αύξηση της παραγωγικότητας μιας χώρας ή ενός κλάδου και δεν είναι διατηρήσιμα μακροπρόθεσμα. Κατά την ανάπτυξη όμως της κερδοσκοπικής φούσκας τα τελευταία 15 χρόνια περίπου αυτό αγνοήθηκε.

Η όλη κρίση όμως δεν έλαβε την έκταση αυτή επειδή το πρόβλημα ήταν μόνο στον τομέα των στεγαστικών δανείων. Υπήρχε μεγάλη συσχέτιση μεταξύ της αύξησης του πλούτου των νοικοκυριών και της αύξησης του χρηματιστηριακού δείκτη (και αυτό παρατηρήθηκε στις περισσότερες από τις ανεπτυγμένες οικονομίες). Λόγω της συνεχόμενης ανατίμησης των ακινήτων κατά τη διάρκεια της κερδοσκοπικής φούσκας, που προκαλούσαν

από τα συνεχόμενα κέρδη από τις χρηματιστηριακές αγορές, δινόταν το έναυσμα για περαιτέρω αυξήσεις στις τιμές και αύξηση των τιμών όλων των περιουσιακών στοιχείων με αποτέλεσμα να δημιουργηθεί ένας φαύλος κύκλος όπου οι τιμές των ακινήτων έσπρωχναν προς τα πάνω την χρηματοοικονομική αγορά και αυτή με τη σειρά της τις τιμές των ακινήτων.

Όσο τα κέρδη από τα χρηματοοικονομικά κεφάλαια επανεπενδύονταν, οι περιουσίες των επενδυτών συνέχιζαν να αυξάνονται χωρίς να υπάρχει σύνδεση με κάποιο υλικό αγαθό που να εξαργυρώνει την αξία τους, και η αύξηση αυτή μπορούσε να συνεχιστεί χωρίς καμία παρεμπόδιση. Όμως, τα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία αντιπροσωπεύουν το δικαίωμα ενός μεριδίου της υπεραξίας που παράγεται, και όσο κανείς δεν ασκεί το δικαίωμα αυτό δεν δημιουργείται κάποιο πρόβλημα. Όταν όμως όλοι οι δικαιούχοι το ασκήσουν, ανακαλύπτουν ότι υπόκεινται στο νόμο της αξίας, που σημαίνει ότι δεν μπορεί να κατανεμηθεί περισσότερος πραγματικός πλούτος(πραγματική αξία) από αυτόν που υπάρχει. Και εδώ αποτυπώνεται και στο γυμνό μάτι πως ένα ουσιαστικό πρόβλημα είναι η διαφορά που προκύπτει από το συνεχή πληθωρισμό του χρηματοοικονομικού τομέα σε σχέση με την πιο συντηρητική ανάπτυξη της πραγματικής οικονομίας.



Διάγραμμα 7: Σύγκριση της χρηματιστηριακής αγοράς Dow Jones με την αύξηση του πλούτου των νοικοκυριών.

Η έλλειψη αναγνώρισης της βασικής αιτίας της οικονομικής κρίσης που απορρέει από την ψευδαίσθηση της μηχανής που κόβει χρήματα, ήταν ενδεικτική του πνεύματος της

εποχής. Αξιολογώντας την στάση της αγοράς διαπιστώνει κάποιος ότι οι απώλειες δεν ήταν μόνο η ύφεση που παρατηρείται σε επιχειρήσεις και στον οικονομικό τομέα, αλλά ότι και η προηγούμενη ανάπτυξη που σημειώθηκε δεν ήταν πραγματική, αλλά ζούσε μόνο όσο η κερδοσκοπική φούσκα υπήρχε και συντηρούσε αυτή την ψευδαίσθηση αέναης ανάπτυξης, που όμως δεν είχε πραγματικό αντίκρισμα. Χαρακτηριστικό αυτού είναι το γεγονός ότι περίπου το 40% των κερδών από τα πιο σημαντικά οικονομικά ιδρύματα των Η.Π.Α. βασιζόταν σε χρηματοοικονομικές καινοτομίες, τα οποία φυσικά και εξανεμίστηκαν στο ξέσπασμα της κρίσης.

6.7. Ο σωτήρας της τελευταίας στιγμής

Οι Ομοσπονδιακή Τράπεζα αλλά και άλλες Κεντρικές Τράπεζες ανά τον κόσμο διαδραματίζουν στις τελευταίες κερδοσκοπικές φούσκες το ρόλο του σωτήρα έκτακτης ανάγκης. Αξίζει να κάνουμε μια αναδρομή στο 1996, όταν ο Άλαν Γκρίνσπαν είχε κάνει μια ομιλία για τους κίνδυνους της παράλογης ευφορίας που είχε δημιουργηθεί γύρω από την δημιουργία της φούσκας των dotcom. Οι αγορές που πίστευαν ότι μια απότομη αύξηση στα επιτόκια θα ακολουθούσε του διαγγέλματος αυτού αντέδρασαν περίεργα, και λόγω αυτού του γεγονότος η Ομοσπονδιακή Τράπεζα δεν προέβη σε καμία άλλη δήλωση περί της συγκεκριμένης φούσκας. Η επόμενη κίνηση έγινε το 2001, εφόσον είχε ήδη σκάσει η φούσκα αυτή, όπου έριξε τα επιτόκια στο 1% και δημιούργησε ένα κλίμα εύκολου χρήματος στην αγορά (που τροφοδότησε τη στεγαστική φούσκα του 2008). Και αρκετά χρόνια μετά, εφόσον έσκασε η φούσκα τότε η Ομοσπονδιακή Τράπεζα έσπευσε να βοηθήσει. Το μοτίβο αυτό ισχύει και στις παλιότερες κρίσεις (πχ. Μεγάλη Ύφεση του 1929), όπου όσο υπήρχε η διόγκωση των περιουσιακών στοιχείων δεν προέβαινε σε καμία ενέργεια μετρίασης τους, και η παρέμβαση ερχόταν μόνο όταν είχε ήδη σκάσει η φούσκα και οι απώλειες ήταν τεράστιες. Αντί να προσπαθήσουν να περιορίσουν την δημιουργία τους, αρκούσαν σε κινήσεις μετριασμού των απωλειών.

Όποιος επενδυτής ή τραπεζικό/ ασφαλιστικό ίδρυμα έκανε μια αναδρομή στις αντιδράσεις της Ομοσπονδιακής Τράπεζας, εύκολα θα συμπέρανε ότι όταν και εάν δημιουργηθεί το πρόβλημα θα σπεύσει για σωτηρία, οπότε δίνεται η ευκαιρία για ανάληψη μεγαλύτερου ρίσκου. Και η ιστορία μέχρι τώρα είναι γνωστή: τα επιτόκια θα είναι χαμηλά για ένα μεγάλο διάστημα, δεν θα υπάρχει πρόβλημα ανάληψης ηθικού κινδύνου από τους επενδυτές, θα επικρατήσει ένα κλίμα ότι η νέα οικονομία ισχύει και τα λάθη του παρελθόντος

δεν θα επαναληφθούν, μέχρι να παρουσιαστεί ένα πρόβλημα που θα ρίξει τις τιμές, και τότε θα επέμβει η Ομοσπονδιακή Τράπεζα να μετριάσει τις απώλειες (που δημιουργεί ακόμα μεγαλύτερες προϋποθέσεις για εσκεμμένη δημιουργία κερδοσκοπικής φούσκας).

Κατά καιρούς έχουν ακουστεί πολλές απόψεις που προσπαθούν να δικαιολογήσουν την παθητικότητα αυτή των Κεντρικών Τραπεζών. Είτε ότι δεν μπορεί να παρατηρηθεί μια κερδοσκοπική φούσκα παρά μόνο όταν είναι ήδη αργά, είτε ότι εάν οποιαδήποτε αύξηση ενεργητικού αυτόματα μεταφράζεται σε φούσκα, τότε η ανάπτυξη θα μειωθεί στο έπακρο. Το αληθινό θέμα όμως είναι πως με τις κινήσεις που είχαν γίνει (όπως η μείωση των επιτοκίων στο 1%), οι Κεντρικές Τράπεζες δημιουργούν προϋποθέσεις κερδοσκοπίας, χωρίς να παρέχουν περαιτέρω έλεγχο των χρημάτων ή της αξιοποίησης τους. Η πιο επικρατής άποψη που διατυπώθηκε από τον Νουριέλ Ρουμπινί ήταν πως οι Ομοσπονδιακές Τράπεζες δεν ασκούν νομισματική Πολιτική για τον έλεγχο και αποφυγή της δημιουργίας της φούσκας, όχι από φόβο μήπως αποτρέψει την οικονομία από ανάπτυξη, αλλά μήπως δεν μπορέσει ούτε αυτή να αποδειχτεί αρκετά αποτελεσματική.

Η υιοθέτηση της προσέγγισης της ελεύθερης αγοράς σε ότι αφορά τις φούσκες ενεργητικού τα τελευταία χρόνια έχει επιδεινώσει το πρόβλημα των κρίσεων, αλλά σε συνδυασμό με την παθητική συμπεριφορά και την ταυτόχρονη χρηματοδότηση με εύκολο και φθηνό χρήμα στην αγορά χωρίς ίχνος εποπτικής εξουσίας μέχρις ότου το πρόβλημα φτάσει στο αδιαχώρητο είναι που υποθάλλει το ενδεχόμενο μελλοντικών κρίσεων.

7. Ο ρόλος των κεντρικών τραπεζών στην αντιμετώπιση της τρέχουσας οικονομικής κρίσης

7.1. Σύνομη Αναδρομή στη συμβολή της Ομοσπονδιακής Τράπεζας και της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας στην κρίση

Αναμφισβήτητα οι Κεντρικές Τράπεζες έχουν υψηλό μερίδιο ευθύνης για την δημιουργία της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης. Ιδιαίτερως η Ομοσπονδιακή Τράπεζα θεωρείται από αρκετούς οικονομολόγους η κύρια υπεύθυνη για την ανάπτυξη της στεγαστικής φούσκας στις ΗΠΑ, η οποία σε συνδυασμό με το χαλαρό εποπτικό έλεγχο και την ανεπαρκή διαχείριση κινδύνου, προκάλεσε ισχυρότατους κλυδωνισμούς σε ολόκληρο το χρηματοπιστωτικό σύστημα της Αμερικής και εν συνεχεία παγκοσμίως.

Τα επιτόκια μειώνονταν συνεχώς, μάλιστα σε βαθμό που έφθασαν να είναι χαμηλότερα και από τον ρυθμό πληθωρισμού. Ο ανεπαρκής έλεγχος της Ομοσπονδιακής Τράπεζας στις εμπορικές τράπεζες και η πολύ χαλαρή νομισματική πολιτική της, οδήγησαν τις τράπεζες να παρέχουν ολοένα και περισσότερα δάνεια σε άτομο με χαμηλό εισόδημα και καθόλου αξιοπιστία, με μόνο στόχο να αναπτύξουν την κερδοφορία τους. Οι πρακτικές δανειοδότησης στην αγορά στεγαστικών δανείων χαρακτηρίζονταν από επιπολαιότητα, ακόμα και παραπλάνηση. Μάλιστα η Ομοσπονδιακή Τράπεζα δέχθηκε έντονη κριτική και κατηγορήθηκε παγκοσμίως ότι ήταν αποκλειστικά δική της ευθύνη για την πρόβλεψη του επερχόμενου κινδύνου και ότι η ο ισχυρισμός της ότι κανείς άλλος δεν κατάφερε να την προβλέψει, αποτελεί δικαιολογία.

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα έχει σαφώς και αυτή υψηλό μερίδιο ευθύνης για την επέκταση της οικονομικής κρίσης στην Ευρώπη. Παρόλο που είχε ήδη ξεκινήσει στην Αμερική, πολλοί οικονομολόγοι θεωρούν ότι επέδειξε αδικαιολόγητη ολιγωρία. Χαρακτηριστικό παράδειγμα της παντελούς άγνοιας για τις διαστάσεις που είχε πάρει η κρίση στην Αμερική, ήταν η αύξηση του επιτοκίου τον Ιούλιο του 2008 από το 4% στο 4,25% ακολουθώντας την αρχή της στόχευσης του πληθωρισμού. Έπειτα και από την κατάρρευση της Lehman Brothers, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα άρχισε να αντιλαμβάνεται πλήρως την κατάσταση προχωρώντας σε μείωση του επιτοκίου, δυστυχώς όμως αρκετά καθυστερημένα σε σχέση με την Ομοσπονδιακή Τράπεζα. Προχώρησε άμεσα στη διοχέτευση ρευστότητας στην αγορά λαμβάνοντας διάφορα μέτρα ώστε να σταθεροποιηθεί η κατάσταση.

7.2. Ενέργειες της Ομοσπονδιακής Τράπεζας για την αντιμετώπιση της κρίσης

Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα αντέδρασε με επιθετική πολιτική στην οικονομική κρίση που προέκυψε το καλοκαίρι του 2007. Η μείωση των επιτοκίων των ομοσπονδιακών κεφαλαίων από 5,25% στο 1 % αποτέλεσε μια πολύ έξυπνη κίνηση για την τόνωση της νομισματικής πολιτικής. Επιπλέον, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα εφάρμοσε μια σειρά από προγράμματα που σχεδιάστηκαν για τη στήριξη της ρευστότητας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και τη βελτίωση των συνθηκών στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Τα νέα αυτά προγράμματα οδήγησαν σε σημαντικές αλλαγές στον ισολογισμό της Ομοσπονδιακής Τράπεζας.

Υπό το πρίσμα της συνεχούς βελτίωσης της λειτουργίας των χρηματοπιστωτικών αγορών, πολλά από τα νέα αυτά προγράμματα πλέον έχουν λήξει ή έχουν κλείσει. Αυτά περιλαμβάνουν τα εξής: Money Market Investor Funding Facility (MMIFF), the Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (AMLF), the Commercial Paper Funding Facility (CPFF), the Primary Dealer Credit Facility (PDCF), the Term Securities Lending Facility (TSLF), and the Term Auction Facility (TAF). Οι προσωρινές συμφωνίες ανταλλαγής επιτοκίων ρευστότητας μεταξύ της Ομοσπονδιακής Τράπεζας και άλλων ξένων Κεντρικών Τραπεζών έληξε τον Φεβρουάριο του 2010. Ωστόσο τον Μάιο του 2010, προσωρινές γραμμές ανταλλαγής ρευστότητας σε δολάρια είχαν αποκατασταθεί με ορισμένες FCBs. Στη συνέχεια, οι ρυθμίσεις αυτές επεκτάθηκαν έως την 01/08/2011 και στη συνέχεια έως την 01/08/2012.

Τα εργαλεία (προγράμματα) που περιγράφονται παραπάνω μπορούν να χωριστούν σε τρεις κατηγορίες ή ορθότερα σε «3 σετ εργαλείων». Το πρώτο σετ εργαλείων, τα οποία είναι στενά συνδεδεμένα με τον παραδοσιακό ρόλο της Κεντρικής Τράπεζας, δεδομένου ότι αποτελεί τον δανειστή έσχατης ανάγκης (lender of last resort), περιλαμβάνει την παροχή βραχυπρόθεσμης ρευστότητας στις τράπεζες και σε άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Τα προγράμματα Term Auction Facility (TAF), Primary Dealer Credit Facility (PDCF), και Term Securities Lending Facility (TSLF), εμπίπτουν στην κατηγορία αυτή. Το Term Auction Facility (TAF) το χρησιμοποιεί η Ομοσπονδιακή Τράπεζα για την παροχή βραχυπρόθεσμων δανείων ρευστότητας στις τράπεζες. Το Primary Dealer Credit Facility (PDCF), είναι ένα πρόγραμμα δανειοδοτικής διευκόλυνσης. Το PDCF παρέσχε σε μια νύκτα δάνεια κυρίως σε εμπόρους έναντι αποδεκτών εξασφαλίσεων. Το Term Securities Lending Facility (TSLF), είναι ένα πρόγραμμα που «βγάζει» σε πλειστηριασμό δάνεια αμερικανικών τίτλων δημοσίου

σε εμπόρους έναντι αποδεκτών εξασφαλίσεων. Επειδή οι τράπεζες χρηματοδότησης των αγορών είναι παγκόσμιας εμβέλειας, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα ενέκρινε διμερείς συμφωνίες ανταλλαγής νομισμάτων με 14 ξένες Κεντρικές Τράπεζες.

Το δεύτερο σετ εργαλείων περιλαμβάνει την παροχή ρευστότητας απευθείας στους δανειολήπτες και τους επενδυτές σε βασικές αγορές. Τα προγράμματα Commercial Paper Funding Facility (CPFF), Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (AMLF), Money Market Investor Funding Facility (MMIFF) και το Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF) εμπίπτουν στην κατηγορία αυτή. Το πρόγραμμα Commercial Paper Funding Facility (CPFF), το οποίο διευρύνει περαιτέρω την ασφάλεια των δανείων που δίνει η Ομοσπονδιακή Τράπεζα συμπεριλαμβάνοντας εμπορικά χρεόγραφα. Το Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (AMLF), είναι ένα πρόγραμμα που χορηγεί δάνεια σε χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και συνεργάτες τους, για να χρηματοδοτήσουν αγορές επιλεγμένων, υψηλής ποιότητας αμοιβαίων κεφαλαίων. Το Money Market Investor Funding Facility (MMIFF), σχεδιάστηκε για να προσφέρει ρευστότητα στους επενδυτές στην αγορά των ΗΠΑ. Το Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF), είναι ένα πρόγραμμα που παρέχει δάνεια σε επιλεγμένους επενδυτές για να χρηματοδοτήσουν αγορές επιλεγμένων ABS.

Με το τρίτο σετ των εργαλείων, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα επεκτείνει τα παραδοσιακά εργαλεία της ανοικτής αγοράς (Open Market Operations), για να υποστηρίξει τη λειτουργία των χρηματοπιστωτικών αγορών μέσω της αγοράς μακροπρόθεσμων τίτλων για το χαρτοφυλάκιο της. Τον Μάρτιο του 2009, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα ανακοίνωσε ότι σχεδιάζει να αγοράσει μέχρι και 300 δισεκατομμύρια δολάρια μακροπρόθεσμων χρεογράφων του δημοσίου και ενυπόθηκους τίτλους μέχρι και 1250 δισεκατομμυρίων δολαρίων.

Τον Αύγουστο του 2009, η Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοικτής Αγοράς (Federal Open Market Committee, FOMC) ανακοίνωσε ότι, για να προωθήσει την ομαλή μετάβαση των αγορών, θα επιβραδύνει σταδιακά το ρυθμό των αγορών της σε ομόλογα. Τον Σεπτέμβριο του 2009, η FOMC προβαίνει σε παρόμοια δήλωση για τις αγορές των ενυπόθηκων τίτλων. Τον Νοέμβριο του 2009, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα ανακοίνωσε ότι οι συνολικές αγορές θα είναι 175 δισεκατομμύρια δολάρια, κάπως λιγότερο από ό, τι είχε ανακοινωθεί προηγουμένως, αντικατοπτρίζοντας την περιορισμένη διαθεσιμότητα των οφειλών.

Δεδομένου ότι η απόδοση των χρηματοοικονομικών αγορών έχει βελτιωθεί, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα έχει καταργήσει μερικά από τα προγράμματα. Το MMIFF έληξε στις 30/10/2009. Τα AMLF, CPFF, PDCF, και TSLF έκλεισαν στις 01/02/2010. Οι προσωρινές

συμφωνίες ανταλλαγής επιτοκίων ρευστότητας μεταξύ της Ομοσπονδιακής Τράπεζας και άλλων Κεντρικών Τραπεζών περατώθηκαν τον Φεβρουάριο του 2010. Τον Δεκέμβριο του 2010, η Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοικτής Αγοράς (FOMC) ενέκρινε την παράταση του καθεστώτος μέχρι την 01/08/2011. Τον Ιούνιο του 2011, η FOMC ανακοινώνει μια ακόμα παράταση του έως την 01/08/2012. Το TALF έκλεισε με νέα δάνεια, όπως αναμενόταν.

Τον Νοέμβριο του 2010, η FOMC αποφάσισε να επεκτείνει τους τίτλους της και ανακοίνωσε την πρόθεσή της να αγοράσει επιπλέον 600 δισεκατομμύρια δολάρια μακροπρόθεσμων τίτλων από το τέλος του δεύτερου τριμήνου του 2011. Η επέκταση ολοκληρώθηκε όπως είχε προγραμματιστεί, στις 20 Ιουνίου 2011.

Στις 21 Σεπτεμβρίου 2011, η FOMC ανακοίνωσε ότι θα παρατείνει τη μέση διάρκεια της των τίτλων της, με την αγορά ονομαστικών ομολόγων 400 δισεκατομμυρίων δολαρίων με εναπομένονσα ληκτότητα από 6 έτη έως 30 έτη και την πώληση ισόποσων ονομαστικών ομολόγων με υπόλοιπο διάρκειας 3 έτη ή λιγότερο, έως το τέλος του Ιουνίου του 2012.

Αυτά τα τρία σετ εργαλείων πολιτικής - δανεισμού για τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, παρείχαν απευθείας ρευστότητα στις αγορές και συνέβαλαν στην αγορά μακροπρόθεσμων τίτλων. Η αρετή αυτών των πολιτικών στην τρέχουσα οικονομική συγκυρία είναι ότι επιτρέπουν την Ομοσπονδιακή Τράπεζα να συνεχίσει να σπρώχνει προς τα κάτω τα επιτόκια και να διευκολύνει τις συνθήκες στις αγορές. (Bernanke, 2009)

7.3. Ενέργειες της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας για την αντιμετώπιση της κρίσης

Η πρώτη κίνηση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας για να αποφύγει την εμβάθυνση και διεύρυνση της παγκόσμιας αναταραχής, αφορούσε τα ρύθμιση των επιτοκίων. Μείωσε το βασικό επιτόκιο της κατά 325 μονάδες από τον Οκτώβριο του 2008. Αυτή ήταν η μεγαλύτερη περικοπή που αποφασίστηκε ποτέ σε τόσο σύντομο χρονικό διάστημα στην Ευρώπη. Με τη μείωση αυτή, βασική επιδίωξη της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας ήταν να περιοριστούν οι κίνδυνοι και να διατηρηθεί στο ανώτατο δυνατό βαθμό η σταθερότητα των τιμών.

Εκτός από τη μείωση των επιτοκίων, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα έλαβε έκτακτα μέτρα πολιτικής για την αντιμετώπιση της κρίσης, τα λεγόμενα «Μη συμβατικά μέτρα» (Non-standard measures), που σχετίζονται με τη διαχείριση της ρευστότητας. Τον Αύγουστο του 2007, στις αρχές δηλαδή που άρχισε η πίεση στις αγορές, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα προσωρινά και σε σύντομο χρονικό διάστημα παρείχε πρόσθετη ρευστότητα στις τράπεζες

όπου κρινόταν απαραίτητο. Μάλιστα όπως ισχυρίστηκε ο τότε Πρόεδρος της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας Jean - Claude Trichet στο συνέδριο του Πανεπιστημίου Εθνικής και Παγκόσμιας Οικονομίας στη Σόφια τον Ιούνιο του 2009, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα ήταν η πρώτη Κεντρική Τράπεζα που έλαβε μη συμβατικά μέτρα.

Όταν η κρίση εντάθηκε στα μέσα Σεπτεμβρίου του 2008 , η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα άρχισε να εφαρμόζει ένα νέο τρόπο παροχής ρευστότητας. Ξεκίνησε να παρέχει αναχρηματοδότηση στις τράπεζες πάνω από τα επίπεδα που είχαν απορροφήσει ώστε να εκπληρώνουν τις απαιτήσεις των αποθεματικών τους υπό κανονικές συνθήκες. Η προσέγγισή αυτή περιλαμβάνει τρία βασικά «δομικά στοιχεία».

Το πρώτο δομικό στοιχείο είναι ότι όλες οι τακτικές πράξεις αναχρηματοδότησης προσαρμόστηκαν αναλόγως. Ακολουθήθηκε μια διαδικασία ενός σταθερού επιτοκίου που κατανέμεται σε ολόκληρα τα ποσά και διευρύνθηκε σημαντικά η διάρκεια των πράξεων της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας. Οι τράπεζες απέκτησαν πρόσβαση σε επίπεδα υψηλής ρευστότητας με πολύ ευνοϊκά επιτόκια.

Το δεύτερο δομικό στοιχείο είναι ο μακρύς κατάλογος των περιουσιακών στοιχείων που παίρνει η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα ως εγγύηση. Αυτή η λίστα υπήρχε ήδη πολύ καιρό πριν από την κρίση, αλλά άρχισε να επεκτείνεται περισσότερο και ώστε υπάρχει μεγαλύτερη ασφάλεια και εξασφάλιση. Τα πρώτα δύο δομικά στοιχεία προσφέρουν υψηλή αναχρηματοδότηση με αντίστοιχη μεγάλη ασφάλεια. Όμως για να καταφέρουν να «φθάσουν» στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, πρέπει να συνδεθούν με το τρίτο δομικό στοιχείο, που είναι ο μεγάλος αριθμός των αντισυμβαλλομένων που είναι σε θέση να λάβουν μέρος σε πράξεις αναχρηματοδότησης. Ακόμη και πριν την οικονομική κρίση, ο αριθμός αυτός ήταν υψηλότερος από σε σχέση με τις άλλες μεγάλες Κεντρικές Τράπεζες. Μετά τις αλλαγές στο πλαίσιο λειτουργίας της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, τον Οκτώβριο του περασμένου έτους, ο αριθμός αυτός αυξήθηκε περαιτέρω.

Όλα αυτά τα «Μη συμβατικά μέτρα» (Non-standard measures), συμπληρώθηκαν με περαιτέρω έκτακτα μέτρα που αποφάσισε το Διοικητικό Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας στις αρχές Μαΐου και Ιουνίου του 2009.

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα παρέχει ρευστότητα και μακροπρόθεσμη αναχρηματοδότηση διάρκειας 12 μηνών. Αυτό συμβάλλει ακόμη περισσότερο στην ωριμότητα με την οποία θα παρέχεται η ρευστότητα στις τράπεζες με σταθερό επιτόκιο.

Η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων (European Investment Bank - EIB) γίνεται «αποδεκτός αντισυμβαλλόμενος» σε πράξεις νομισματικής πολιτικής του Ευρώ-

συστήματος. Η πρόσβαση στη ρευστότητα του Ευρώ-συστήματος είναι ένα φυσικό συμπλήρωμα στις πρωτοβουλίες χρηματοδότησης της ΕΙΒ.

Επιπλέον, το Ευρώ-σύστημα θα αγοράσει ομολογίες (euro-denominated covered bonds) που εκδίδονται στη ζώνη του ευρώ αξίας περίπου 60 δισεκατομμυρίων ευρώ. Αυτές οι αγορές έχουν ως στόχο ένα σημαντικό τμήμα της αγοράς (private securities market), η οποία έχει πληγεί ιδιαίτερα από την αναταραχή στις χρηματοπιστωτικές αγορές.

Στη ζώνη του ευρώ, για να εξασφαλιστεί η σταθερή πρόσβαση στη χρηματοδότηση για τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις σε μεγάλο βαθμό, σημαίνει ότι θα πρέπει να διατηρηθεί η βιωσιμότητα του τραπεζικού συστήματος. Οι τράπεζες παίζουν κυρίαρχο ρόλο στην οικονομία και η ανάγκη να εστιάσει η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα σε μη συμβατικά μέτρα για τον τραπεζικό τομέα, ήταν αναγκαία (Jean - Claude Trichet, 2009).

7.4. Δραστηριότητες των Κεντρικών Τραπεζών & Προληπτική Εποπτεία

Οι εποπτικές λειτουργίες συνεπάγονται από μια σειρά καθηκόντων, τα οποία μπορούν να ομαδοποιηθούν σε τρεις κατηγορίες: (α) δραστηριότητες για την προστασία των επενδυτών, οι οποίες επικεντρώνονται κυρίως στην έκδοση και επιβολή κανόνων επαγγελματικής δεοντολογίας, καθώς και στη δημοσιοποίηση πληροφοριών, (β) μικροπροληπτική εποπτεία, στην οποία περιέχεται το σύνολο των δραστηριοτήτων εποπτείας, επιτόπιας και μη, της ασφάλειας και της ευρωστίας των επιμέρους ιδρυμάτων, με σκοπό κυρίως την προστασία των καταθετών και άλλων πιστωτών μικρής κλίμακας και (γ) προληπτική ανάλυση σε μακροοικονομικό επίπεδο, η οποία περικλείει όλες τις δραστηριότητες που αποβλέπουν στην παρακολούθηση της έκθεσης σε συστημικό κίνδυνο, καθώς και στον εντοπισμό ενδεχόμενων κινδύνων διατάραξης της σταθερότητας που απορρέουν από μακροοικονομικές εξελίξεις ή εξελίξεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές, καθώς και από την υποδομή των αγορών. Ενώ όλες οι Κεντρικές Τράπεζες ασκούν εν γένει τα καθήκοντα που εντάσσονται στην τρίτη κατηγορία, οι δραστηριότητες που σχετίζονται με την προστασία των επενδυτών, ιδίως στις αγορές κινητών αξιών, σπάνια περιλαμβάνονται στις αρμοδιότητες τους.

7.5. Επιχειρήματα υπέρ της Προληπτικής Εποπτείας

Τα επιχειρήματα υπέρ του συνδυασμού της προληπτικής εποπτείας με τις δραστηριότητες των Κεντρικών Τραπεζών μπορούν να ομαδοποιηθούν σε τρεις βασικές κατηγορίες:

i) Συνεργίες όσον αφορά την πληροφόρηση μεταξύ εποπτικών λειτουργιών και βασικών λειτουργιών των Κεντρικών Τραπεζών. Το επιχείρημα των συνεργιών όσον αφορά την πληροφόρηση τονίζει τη σημασία που ενδέχεται να έχουν οι εμπιστευτικές πληροφορίες που συλλέγονται για εποπτικούς σκοπούς για την επίβλεψη των συστημάτων πληρωμών και τον «έλεγχο της αντοχής» άλλων υποδομών των αγορών, που έχουν ουσιαστική σημασία για την ομαλή άσκηση της νομισματικής πολιτικής. Η πρόσβαση των Κεντρικών Τραπεζών σε πληροφορίες εποπτικής φύσεως, κυρίως σχετικά με χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που έχουν ιδιαίτερη συστημική σημασία, είναι εξίσου ουσιώδης για την άσκηση μακροπροληπτικής εποπτείας.

ii) Επικέντρωση στον συστημικό κίνδυνο. Το επιχείρημα του συστημικού κινδύνου βασίζεται στη στενή σχέση ανάμεσα στους προληπτικούς ελέγχους των επιμέρους χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και την αξιολόγηση των κινδύνων για το σύνολο του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Ακόμη και σε χώρες όπου έχει εφαρμοστεί ο διαχωρισμός της εποπτείας από τις δραστηριότητες των Κεντρικών Τραπεζών, όπως στο Ηνωμένο Βασίλειο, την Ιαπωνία και τον Καναδά, αναγνωρίζεται ότι η Κεντρική Τράπεζα έχει την αδιαφιλονίκητη αρμοδιότητα για τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Η επικέντρωση των Κεντρικών Τραπεζών στη διατήρηση της συστημικής σταθερότητας τους επιτρέπει να αξιολογούν καλύτερα όχι μόνο το ενδεχόμενο κραδασμών σε μακροοικονομικό επίπεδο ή διαταραχών στις εγχώριες και διεθνείς κεφαλαιαγορές, αλλά και την πιθανή επίδρασή τους, καθώς και την επενέργεια κοινών παραγόντων που επηρεάζουν τη σταθερότητα ομίλων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων

iii) Ανεξαρτησία και τεχνική εμπειρογνωμοσύνη. Το επιχείρημα της ανεξαρτησίας και της τεχνικής εμπειρογνωμοσύνης προβάλλει την ποιότητα της συμβολής των Κεντρικών Τραπεζών στη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Η ανεξαρτησία της εποπτικής αρχής από πολιτικές παραβάσεις είναι σημαντική για την αποτελεσματική άσκηση εποπτείας. Αυτό αληθεύει ιδίως σε ορισμένες χώρες με αναδυόμενες αγορές, όπου τα λεγόμενα «δάνεια πολιτικής σκοπιμότητας», δηλαδή τα δάνεια που χορηγούνται έπειτα από επίσημες ή ανεπίσημες πιέσεις εκ μέρους κρατικών αρχών, εξακολουθούν να αποτελούν πραγματικότητα. Γενικότερα, οι νόμοι, οι κανονισμοί και οι διοικητικές πράξεις ενδέχεται να

επηρεάσουν τις επιχειρηματικές επιλογές των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Σε αυτές τις περιπτώσεις, όταν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα αντιμετωπίζουν προβλήματα λόγω των εσφαλμένων κινήτρων που τους δόθηκαν, οι πιέσεις που ασκούνται για τη διάσωσή τους θα μπορούσαν να είναι πολύ ισχυρές. Η ανεξαρτησία των Κεντρικών Τραπεζών θα μπορούσε να προστατεύσει την εποπτεία από αδικαιολόγητες εξωτερικές παρεμβάσεις, καθώς και από τον κίνδυνο επηρεασμού των κανονισμών από τα εποπτευόμενα ιδρύματα.

7.6. Επιχειρήματα υπέρ του Διαχωρισμού

Τρία είναι τα πιο συχνά επιχειρήματα που προβάλλονται υπέρ της εκχώρησης εκτεταμένων εποπτικών εξουσιών σε ενιαίο φορέα εκτός της Κεντρικής Τράπεζας:

i) Το ενδεχόμενο σύγκρουσης συμφερόντων ανάμεσα στην εποπτεία και τη νομισματική πολιτική και ο ηθικός κίνδυνος. Το επιχείρημα της σύγκρουσης συμφερόντων βασίζεται στο ενδεχόμενο ότι ένας προβληματισμός εποπτικού χαρακτήρα για την ευπάθεια του τραπεζικού συστήματος, να οδηγήσει την Κεντρική Τράπεζα στην άσκηση λιγότερο αυστηρής νομισματικής πολιτικής από ότι απαιτείται, για τη διασφάλιση της σταθερότητας των τιμών. Το βασικό επιχείρημα είναι ότι με τη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών, η Κεντρική Τράπεζα προάγει στην πραγματικότητα αυτομάτως τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα και θα πρέπει να επικεντρώνεται μόνο στο στόχο της σταθερότητας των τιμών. Ενεργώντας κατ' αυτόν τον τρόπο, θα μπορούσε να λάβει υπόψη τη χρηματοπιστωτική αστάθεια μόνο στο βαθμό που αυτή έχει σημασία για τις προοπτικές του πληθωρισμού. Στην ακραία του μορφή, αυτό το επιχείρημα συνεπάγεται ότι το μόνο που θα κατόρθωνε οποιαδήποτε ρητή εξέταση της χρηματοπιστωτικής αστάθειας από την Κεντρική Τράπεζα θα ήταν να αποσταθεροποιήσει την οικονομία λόγω του ηθικού κινδύνου. Προκειμένου να ενισχύσει αυτήν την περιορισμένη αλλά ευεργετική εντολή καταπολέμησης του πληθωρισμού, η Κεντρική Τράπεζα δεν θα πρέπει να έχει αποκλειστική ή ακόμη από κοινού αρμοδιότητα για την εποπτεία.

Το σχετικό επιχείρημα του ηθικού κινδύνου υπέρ του διαχωρισμού συνδέεται με το ρόλο των Κεντρικών Τραπεζών στη διαχείριση των κρίσεων, ο οποίος πηγάζει από τις εποπτικές τους αρμοδιότητες. Αυτό λέγεται ότι δημιουργεί τον ηθικό κίνδυνο της υπερβολικής ανάληψης κινδύνου από τα εποπτευόμενα ιδρύματα, εφόσον η Κεντρική Τράπεζα θα προέβαινε στη διάσωση των τραπεζών μέσω έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα (ή μέσω επηρεασμού των επιτοκίων), πιθανώς επιδιώκοντας παράλληλα να καλύψει κάποια αδυναμία της εποπτικής λειτουργίας. Το επιχείρημα μπορεί να μετριαστεί εάν

αναγνωρίσουμε ότι η έκτακτη ενίσχυση σε ρευστότητα χορηγείται κατά προτίμηση έναντι επαρκούς ασφάλειας και επιβαρύνεται με εύλογο επιτόκιο (ακόμη και επιτόκιο ποινής). Επιπρόσθετα, μια πιθανώς σημαντικότερη πηγή ηθικού κινδύνου σχετίζεται με τον τρόπο υλοποίησης των μέτρων λύσης και εκκαθάρισης, τα οποία συνήθως δεν εμπίπτουν στην αρμοδιότητα των Κεντρικών Τραπεζών. Ωστόσο, η σημασία του ηθικού κινδύνου μπορεί μερικές φορές να τονίζεται σε γενικές γραμμές υπερβολικά, εφόσον, για παράδειγμα, οι αρμόζουσες κυρώσεις μπορούν να επιβληθούν στους διαχειριστές και τους μετόχους ιδρυμάτων που βρίσκονται σε αδυναμία πληρωμής.

ii) Η τάση δημιουργίας χρηματοοικονομικών ομίλων και η σύγχυση των διακρίσεων μεταξύ χρηματοοικονομικών προϊόντων και ιδρυμάτων. Το επιχείρημα της τάσης δημιουργίας χρηματοοικονομικών ομίλων έχει χρησιμοποιηθεί ευρέως στις πρόσφατες συζητήσεις. Βασίζεται σε στοιχεία που αποδεικνύουν ότι στενότεροι δεσμοί αναπτύσσονται σταδιακά μεταξύ τραπεζών, εταιρειών επενδύσεων, εταιρειών διαχείρισης ενεργητικού και ασφαλιστικών εταιρειών, ενώ η παραδοσιακή διάκριση μεταξύ διαφορετικών χρηματοοικονομικών προϊόντων είναι συγκεχυμένη, με αποτέλεσμα διαφορετικοί τύποι χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων να ανταγωνίζονται στην ουσία στις ίδιες αγορές. Υπό τις συνθήκες αυτές, οι κατά τομέα αρμόδιοι εποπτικοί φορείς θα μπορούσαν να είναι λιγότερο αποτελεσματικοί στην παρακολούθηση των συνολικών χρηματοδοτικών ανοιγμάτων των μεγάλων και σύνθετων χρηματοοικονομικών ομίλων, ενώ οι διαφορές των κατά τομέα κανόνων ή πρακτικών θα μπορούσαν να αλλοιώσουν τους «ίσους όρους ανταγωνισμού» μεταξύ ανταγωνιστικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Ποικίλα μέσα συντονισμού των διάφορων κατά τομέα αρμόδιων αρχών, όπως επιτροπές, μνημόνια συνεννόησης, μικτή συμμετοχή στα όργανα λήψης αποφάσεων και άλλα, θα μπορούσαν να αμβλύνουν το πρόβλημα και έχουν αποδειχθεί επιτυχή σε πολλές χώρες. Αλλά το επιχείρημα της τάσης δημιουργίας χρηματοοικονομικών ομίλων σχετίζεται συχνά και με το σκοπό της επίτευξης πιο αποτελεσματικών εποπτικών πλαισίων και του περιορισμού των επιβαρύνσεων που επιβάλλουν οι διάφοροι κανονισμοί στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Έτσι, δεν προκαλεί έκπληξη ότι ο χρηματοπιστωτικός κλάδος συχνά στηρίζει μεταρρυθμίσεις για τη θέσπιση ενιαίου εποπτικού φορέα.

iii) Η ανάγκη αποφυγής της υπερβολικής συγκέντρωσης εξουσιών στην Κεντρική Τράπεζα. Το επιχείρημα της συγκέντρωσης των εξουσιών συνδέεται στενά με τα προηγούμενα επιχειρήματα. Η ανάθεση σε μια ανεξάρτητη Κεντρική Τράπεζα κανονιστικών και εποπτικών καθηκόντων, ιδίως αν αυτά εκτείνονται στο σύνολο του χρηματοπιστωτικού τομέα, θα μπορούσε να θεωρηθεί επιζήμια για το σύστημα της διάκρισης των εξουσιών στο

οποίο βασίζονται οι δημοκρατίες για να αποφύγουν ενδεχόμενη κατάχρηση κατά την άσκηση των δημόσιων λειτουργιών.

Ενώ δεν έχει συμφωνηθεί κάποιο πλαίσιο για τη στάθμιση αυτών των υπέρ και των κατά και για την εξαγωγή μη αμφιλεγόμενων συμπερασμάτων, η εμπειρία έχει δείξει ότι η δαπανηρή διαδικασία υλοποίησης θεσμικών μεταβολών του εποπτικού πλαισίου συχνά αποτελεί αντίδραση σε ενδείξεις κακής λειτουργίας των ισχυουσών ρυθμίσεων. Μέχρι στιγμής, η λειτουργική εμπειρία, όχι μόνο στη ζώνη του ευρώ αλλά και στις Ηνωμένες Πολιτείες, υποδεικνύει ότι οι Κεντρικές Τράπεζες εκτελούν τα εποπτικά καθήκοντα με τρόπο αποτελεσματικό. Ταυτόχρονα, δεν έχει ακόμη αποκτηθεί μεγάλη εμπειρία για την αποτελεσματικότητα του μοντέλου που βασίζεται σε ενιαίο φορέα τύπου FSA (Financial Services Authority - Το FSA είναι μια δικαστική αρχή, που είναι υπεύθυνη για τη ρύθμιση του κλάδου των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών στο Ηνωμένο Βασίλειο).

7.7. Ο Εποπτικός Ρόλος της Ομοσπονδιακής Τράπεζας

Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα όπως πολλές Κεντρικές Τράπεζες σε όλο τον κόσμο, συνεργάζεται με αρκετούς φορείς για τη ρύθμιση και την εποπτεία του τραπεζικού συστήματος. Οι συγκεκριμένες ευθύνες του εποπτικού της ρόλου περιλαμβάνουν τα εξής: α) την εποπτεία περίπου 5.000 επιχειρήσεις που ελέγχουν μία ή περισσότερες τράπεζες (Bank Holdings Companies), συμπεριλαμβανομένου και των μεγάλων και πολύπλοκων χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων, β) Την εποπτεία 850 περίπου τραπεζών σε εθνικό επίπεδο που είναι μέλη της Ομοσπονδιακής Τράπεζας και γ) την εποπτεία των ξένων τραπεζικών οργανισμών που δραστηριοποιούνται στις Ηνωμένες Πολιτείες.

Η συμμετοχή της Ομοσπονδιακής Τράπεζας στη ρύθμιση και την εποπτεία παρέχει δύο πολύ σημαντικά οφέλη. Πρώτον λόγω του ευρύ φάσματος των γνώσεων της, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα είναι η πλέον κατάλληλη για την επίβλεψη μεγάλων και πολύπλοκων χρηματοπιστωτικών οργανισμών και για την αντιμετώπιση τόσο των κινδύνων ασφαλείας και αξιοπιστίας, όσο και των κινδύνων για τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Δεύτερον η συμμετοχή της Ομοσπονδιακής Τράπεζας στην εποπτεία των τραπεζών όλων των μεγεθών, βελτιώνει σημαντικά την ικανότητά της να εκτελεί τις λειτουργίες της ως Κεντρική Τράπεζα, συμπεριλαμβανομένων των αποφάσεων της για την νομισματική πολιτική και την προώθηση της οικονομικής σταθερότητας.

Η οικονομική κρίση έχει καταστήσει σαφές ότι όλα τα μεγάλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που είναι διασυνδεδεμένα μεταξύ τους, μια πιθανή τους αποτυχία, θα μπορούσε

να απειλήσει τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος και ολόκληρης της οικονομίας. Συνεπώς εύκολα αντιλαμβάνεται κανείς ότι θα πρέπει να υπόκεινται σε ισχυρή εποπτεία. Η προώθηση της ασφάλειας και της ευρωστίας των επιμέρους τραπεζικών οργανισμών απαιτεί τις παραδοσιακές δεξιότητες των τραπεζικών εποπτικών αρχών, όπως η εμπειρία στις μεθόδους διαχείρισης κινδύνου. Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα έχει αναπτύξει τέτοιες δεξιότητες με την πολύχρονη εμπειρία της στην εποπτεία των τραπεζών όλων των μεγεθών, συμπεριλαμβανομένων και των περιφερειακών τραπεζών. Αλλά η εποπτεία των μεγάλων και πολύπλοκων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και η ανάλυση των δυνητικών κινδύνων για το χρηματοπιστωτικό σύστημα στο σύνολό τους απαιτούν όχι μόνο παραδοσιακές εποπτικές δεξιότητες, αλλά και μια σειρά από άλλες μορφές εμπειρογνωμοσύνης, όπως: της μακροοικονομικής ανάλυσης και πρόβλεψης, της διορατικότητας στις παγκόσμιες οικονομικές εξελίξεις, της γνώσης των εγχώριων και διεθνών χρηματοοικονομικών αγορών, συμπεριλαμβανομένων των αγορών χρήματος, κεφαλαίων, συναλλάγματος και παραγώγων, και τέλος της στενής γνώσης των οικονομικών υποδομών, συμπεριλαμβανομένων των συστημάτων πληρωμών και των συστημάτων εκκαθάρισης και διακανονισμού των χρηματοοικονομικών μέσων. Κατά την εκτέλεση των καθηκόντων της ως Κεντρική Τράπεζα, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα έχει εκτεταμένη γνώση και εμπειρία σε κάθε ένα από τους σημαντικούς τομείς για την αποτελεσματική και ενοποιημένη εποπτεία. Για παράδειγμα, τα μέλη του προσωπικού της Ομοσπονδιακής Τράπεζας διαθέτουν εμπειρία στον τομέα των μακροοικονομικών προβλέψεων για την χάραξη της νομισματικής πολιτικής και τον εντοπισμό των οικονομικών κινδύνων σε οργανισμούς και στις αγορές. Επιπλέον, αποκτούν σε βάθος γνώση της αγοράς μέσα από την καθημερινή συμμετοχή στις χρηματοπιστωτικές αγορές ώστε να εφαρμόζουν τη νομισματική πολιτική και να εκτελούν οικονομικές συναλλαγές για λογαριασμό του αμερικανικού υπουργείου οικονομικών. Ομοίως, η εκτεταμένη γνώση της Ομοσπονδιακής Τράπεζας στα συστήματα πληρωμών και διακανονισμών έχει αναπτυχθεί μέσω της λειτουργίας του, σε ένα από τα μεγαλύτερα συστήματα του κόσμου.

Η συμμετοχή της Ομοσπονδιακής Τράπεζας στην εποπτεία των τραπεζών όλων των μεγεθών σε όλη τη χώρα βελτιώνει σημαντικά την ικανότητα της για την αποτελεσματική εκτέλεση των καθηκόντων της ως Κεντρική Τράπεζα. Ίσως η πιο σημαντική ικανότητα της Ομοσπονδιακής Τράπεζας καθώς η κρίση δεν έχει απομακρυνθεί ακόμα, είναι ο εντοπισμός και η αντιμετώπιση των διαφόρων απειλών για τη διατήρηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, η οποία ικανότητα βασίζεται σε μεγάλο βαθμό στις πληροφορίες, την τεχνογνωσία και τις εξουσίες που διαθέτει η Ομοσπονδιακή Τράπεζα, ως επόπτης των

τραπεζών αλλά και ως Κεντρική Τράπεζα. Όχι μόνο στην σημερινή κρίση, αλλά και σε επεισόδια όπως το κραχ του 1987 και τις τρομοκρατικές επιθέσεις της 11ης Σεπτεμβρίου το 2001, ο εποπτικός ρόλος της Ομοσπονδιακής Τράπεζας ήταν απαραίτητος για την αντιμετώπιση των απειλών κατά της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας.

7.8. Βελτίωση του Εποπτικού Ρόλου της Ομοσπονδιακής Τράπεζας

Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα, διεξάγει διαρκώς εντατικούς ελέγχους και αναθεωρήσεις των ρυθμιστικών και εποπτικών της κανονισμών με σκοπό τη συνεχή βελτίωση. Για την βελτίωση τόσο της εποπτείας, όσο και της ικανότητάς της να εντοπίζει τους πιθανούς κινδύνους για το χρηματοπιστωτικό σύστημα, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα έχει κάνει κάποιες σημαντικές αλλαγές στο εποπτικό της πλαίσιο. Για την καλύτερη κατανόηση των δεσμών μεταξύ των επιχειρήσεων και των αγορών που έχουν τη δυνατότητα μιας πιθανής υπονόμησης της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα έχει υιοθετήσει μια πιο διεπιστημονική προσέγγιση, αξιοποιώντας την ευρεία εμπειρογνωμοσύνη της στην οικονομία, στις χρηματοπιστωτικές αγορές, στα συστήματα πληρωμών και στην εποπτεία των τραπεζών που αναλύθηκαν προηγουμένως. Αυξάνεται η παραδοσιακή προσέγγιση της εποπτείας της, που επικεντρώνεται σε πιο εξονυχιστικό έλεγχο των εταιρειών με μεγαλύτερη χρήση τεχνικών και αξιολογήσεων σε ομάδες και κλάδους επιχειρήσεων, ώστε να προσδιοριστούν κοινές πηγές των κινδύνων και των βέλτιστων πρακτικών για τη διαχείριση αυτών των κινδύνων. Για τη πληρέστερη συλλογή στοιχείων για αυτές τις ομάδες επιχειρήσεων, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα έχει αναπτύξει ένα ενισχυμένο πρόγραμμα ποσοτικής παρακολούθησης για τις μεγάλες επιχειρήσεις που ελέγχουν μία ή πολλές τράπεζες (Bank Holdings Companies), που χρησιμοποιεί ανάλυση δεδομένων και τυπική μοντελοποίηση με σκοπό να βοηθήσει στον εντοπισμό των αδυναμιών, τόσο σε επίπεδο επιχείρησης όσο και για τον χρηματοπιστωτικό τομέα ως σύνολο.

Οι βελτιώσεις στο εποπτικό πλαίσιο θα οδηγήσουν σε καλύτερα αποτελέσματα μόνο εάν η εποπτική διαδικασία εκτελείται με επιτυχία καθημερινά και με την έγκαιρη αντιμετώπιση των κινδύνων με τα αντίστοιχα έγκαιρα διορθωτικά μέτρα. Στο μέλλον, η εποπτεία των τραπεζών και ο έλεγχος των εποπτικών καθηκόντων της Ομοσπονδιακής Τράπεζας θα είναι πιο συγκεντρωτικά, με κοινή ευθύνη από ανωτέρους αξιωματούχους, το εποπτικό προσωπικό της Ομοσπονδιακής Τράπεζας και ενεργή εποπτεία από το Συμβούλιο των Διοικητών (Board of Governors). Εποπτικές ανησυχίες θα πρέπει να κοινοποιούνται αμέσως στις επιχειρήσεις, με πιο συχνή συμμετοχή των ανώτερων διευθυντικών στελεχών

των τραπεζών, των διοικητικών συμβουλίων και των ανωτέρων αξιωματούχων της Ομοσπονδιακής Τράπεζας. Εφόσον είναι αναγκαίο, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα δύναται να αυξήσει τη χρήση των επίσημων και ανεπίσημων ενεργειών ώστε να εξασφαλιστεί η έγκαιρη και αποτελεσματική αποκατάσταση των όποιων σοβαρών θεμάτων προκύψουν.

Εν ολίγοις, το ευρύ φάσμα της εμπειρογνωμοσύνης της Ομοσπονδιακής Τράπεζας, την καθιστά μοναδικά κατάλληλη για την επίβλεψη μεγάλων, πολύπλοκων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και να βοηθήσει στον εντοπισμό των κινδύνων για το σύνολο του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Επιπλέον, οι γνώσεις που παρέχονται από την εποπτεία των τραπεζών, αυξάνει σημαντικά την αποτελεσματικότητά της στην εφαρμογή νομισματικής πολιτικής και την προώθηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα ενισχύει την ρύθμιση και αναμόρφωση του εποπτικού πλαισίου της, για τη βελτίωση της εποπτείας και της ικανότητά της στον εντοπισμό δυνητικών απειλών για τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Λαμβάνονται συνεχώς μέτρα για την ενίσχυση της εποπτείας και της αποτελεσματικότητας των εποπτικών δραστηριοτήτων της (Bernarke, 2010).

7.9. Ο Εποπτικός Ρόλος της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας

Σε δέκα από τις δώδεκα χώρες της ζώνης του ευρώ, οι εθνικές Κεντρικές Τράπεζες είτε έχουν άμεση αρμοδιότητα για την άσκηση προληπτικής εποπτείας, είτε συμμετέχουν ενεργά σε αυτήν τη δραστηριότητα. Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα είναι επιφορτισμένη με ειδικά καθήκοντα, που αφορούν την προληπτική εποπτεία των τραπεζών και δύναται να συμμετέχει σημαντικά στο καθορισμό του εποπτικού πλαισίου και εποπτικών κανόνων, που πρέπει να ακολουθούν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Βέβαια αυτός ο εποπτικός ρόλος της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας τίθεται σε εφαρμογή, εφόσον δοθεί η απαραίτητη έγκριση από το Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Μέχρι στιγμής ελάχιστες τέτοιες αρμοδιότητες της έχουν ανατεθεί και συνεπώς η κύρια προληπτική εποπτεία παραμένει στις εθνικές εποπτικές αρχές κάθε χώρας, όπου η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα υποστηρίζει και προωθεί τη συνεργασία μεταξύ τους.

Κάθε κράτος μέλος της Ευρώπης μπορεί να ζητά την αρωγή της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας σε θέματα που αφορούν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, την εποπτεία και τη σταθερότητα τους, καθώς και τη σταθερότητα του συνόλου των αγορών. Συνεπώς δύναται να αυξάνει τη επιρροή της σε κάθε κράτος μέλος, σε όλα τα παραπάνω πολύ σημαντικά ζητήματα.

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα είναι οργανωμένη σε υπηρεσιακές μονάδες (Γενικές Διευθύνσεις και Διευθύνσεις) που αποτελούνται από τμήματα και τομείς. Οι μονάδες οι οποίες είναι επιφορτισμένες με τις εποπτικές διαδικασίες και την αξιολόγηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας είναι οι εξής: η Γενική Διεύθυνση Δραστηριοτήτων Αγορών (DG Market Operations), η Γενική Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών (DG Economic), η Γενική Διεύθυνση Πληρωμών και Υποδομών Αγοράς (DG Payments and Market Infrastructure), η Γενική Διεύθυνση Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (DG Financial Stability), η Γενική Διεύθυνση Διεθνών και Ευρωπαϊκών Σχέσεων (DG International and European Relations).

Στις 25 Φεβρουαρίου του 2009, μια ομάδα εξαιρετικών επιστημόνων στη χρηματοπιστωτική εποπτεία, με επικεφαλής τον πρώην Διευθύνοντα Σύμβουλο του ΔΝΤ και πρώην Διοικητή της Τράπεζας της Γαλλίας Jacques de Larosiere, δημοσίευσαν μια έκθεση σχετικά την εποπτεία του χρηματοπιστωτικού συστήματος, γνωστή και ως «The de Larosiere Report». Η έκθεση de Larosiere επικεντρώθηκε σε τέσσερα βασικά θέματα: (α) αίτια της οικονομικής κρίσης, (β) η οργάνωση της εποπτείας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και αγορών στην Ευρωπαϊκή Ένωση, (γ) ενίσχυση της ευρωπαϊκής συνεργασίας για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα, την εποπτεία, την έγκαιρη προειδοποίηση και (δ) την οργάνωση των εποπτικών αρχών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, ώστε να συνεργάζονται σε παγκόσμιο επίπεδο. Η έκθεση προτείνει 31 συστάσεις για την ρύθμιση και την εποπτεία των χρηματοπιστωτικών αγορών.

Η έκθεση de Larosiere συνιστούσε τη δημιουργία ενός νέου επιπέδου μακροπροληπτικής εποπτείας που θα ονομάζεται Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου (European Systemic Risk Council - ESRC), υπό την προεδρία του Προέδρου της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας. Η πρόταση αυτή εγκρίθηκε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή με ορισμένες αλλαγές, όπως η αλλαγή του ονόματος, σε Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου (European Systemic Risk Board - ESRB). Στις 16 Δεκεμβρίου του 2010 ιδρύθηκε το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου (The European Systemic Risk Board - ESRB), για την αντιμετώπιση της συνεχιζόμενης χρηματοπιστωτικής κρίσης. Είναι επιφορτισμένο με τη μακροοικονομική προληπτική εποπτεία του χρηματοπιστωτικού συστήματος εντός της Ένωσης, προκειμένου να συμβάλει στην πρόληψη ή τον περιορισμό των συστημικών κινδύνων για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Το ESRB συμβάλλει στην ομαλή λειτουργία της εσωτερικής αγοράς και διασφαλίζει τη συμβολή του χρηματοπιστωτικού τομέα στην οικονομική ανάπτυξη. Είναι ένα ανεξάρτητο όργανο της Ευρωπαϊκής Ένωσης και αποτελεί μέρος του Ευρωπαϊκού Συστήματος Χρηματοπιστωτικής

Εποπτείας (European System of Financial Supervision - ESFS), σκοπός του οποίου είναι να εξασφαλίσει την εποπτεία του χρηματοπιστωτικού συστήματος της Ένωσης. Το ESRB φιλοξενείται και υποστηρίζεται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα. Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα παρέχει αναλυτική, στατιστική, διοικητική και υλικοτεχνική υποστήριξη στο ESRB και τεχνικές συμβουλές οι οποίες προέρχονται από τις εθνικές Κεντρικές Τράπεζες και εποπτικές αρχές.

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ακολούθησε επίσης τη σύσταση της έκθεσης de Larosiere για να συστήσει ένα νέο Ευρωπαϊκό Σύστημα Χρηματοπιστωτικής Εποπτείας (European System of Financial Supervision - ESFS) δημιουργώντας τρεις νέες Ευρωπαϊκές Εποπτικές Αρχές. Οι τρεις αυτές εποπτικές αρχές είναι: α) η Επιτροπή των Ευρωπαϊκών Εποπτικών Αρχών Κεφαλαιαγοράς (European Securities Regulators - CESR), β) Η Επιτροπή Ευρωπαϊκών Αρχών Τραπεζικής Εποπτείας (the Committee of European Banking Supervisors - CEBS), και η Επιτροπή των Ευρωπαϊκών Εποπτικών Αρχών Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors - CEIOPS). Το ESFS θα διατηρεί την αποκεντρωμένη δομή που χαρακτηρίζει το ισχύον σύστημα των εθνικών εποπτικών αρχών, ενώ παράλληλα θα συντονίζει τις δράσεις των εθνικών αρχών ώστε να διατηρούνται υψηλού επιπέδου πρότυπα εποπτείας και να διασφαλίζει τη στενή συνεργασία με άλλες εποπτικές αρχές.

Βάσει του ESFS, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα δεν θα έχει κανένα ρόλο στην εποπτεία των τραπεζών, αλλά θα ηγηθεί των προσπαθειών στο πλαίσιο του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών (The European System of Central Banks - ESCB) σχετικά με τη μακροοικονομική προληπτική εποπτεία. Συγκεκριμένα αυτές οι δραστηριότητες μακροπροληπτικής εποπτείας περιλαμβάνουν: α) ανάλυση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, β) ανάπτυξη ενός συστήματος έγκαιρης προειδοποίησης και επισήμανσης των κινδύνων και των τρωτών σημείων του χρηματοπιστωτικού τομέα σε συγκεκριμένες κρίσεις και σε θέματα που έχουν διασυνοριακές διαστάσεις και δ) την ανάπτυξη μακροπροληπτικής εποπτείας.

Τα κύρια καθήκοντα του ESFS αρχών είναι: α) να παρέχει νόμιμη διαμεσολάβηση μεταξύ των εθνικών εποπτικών αρχών, β) να θεσπίσει δεσμευτικά εποπτικά πρότυπα, γ) να εγκρίνει δεσμευτικές τεχνικές αποφάσεις που ισχύουν για τα επιμέρους χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, δ) έχει την εποπτεία και το συντονισμό των εποπτικών σωμάτων, ε) να αδειοδοτεί και να εποπτεύει μεγάλα ιδρύματα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, ζ) να διασφαλίζει τη συνεχή συνεργασία με το ESRB ώστε να εξασφαλίζεται ότι υπάρχει επαρκής μακροοικονομική προληπτική εποπτεία και η) να αναλαμβάνει έναν ισχυρό και συντονιστικό ρόλο σε

καταστάσεις κρίσης. Η κύρια αποστολή των εθνικών εποπτικών αρχών θα είναι να επιβλέπουν ενδελεχώς την καθημερινή λειτουργία των επιχειρήσεων.

Η Ευρωπαϊκή Ένωση και κατ' επέκταση η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, χρησιμοποιώντας και την έκθεση de Larosiere ως βάση αλλά και διάφορα άλλα μέτρα, έχει ως πρόθεση να δημιουργήσει ένα νέο Ευρωπαϊκό Χρηματοπιστωτικό Εποπτικό Σύστημα το οποίο θα στηρίζεται σε πέντε βασικούς στόχους.

Πρώτον, να παρέχεται στην Ευρωπαϊκή Ένωση ένα εποπτικό πλαίσιο που θα εντοπίζει νωρίς τους δυνητικούς κινδύνους, να τους αντιμετωπίζει αποτελεσματικά προτού να έχουν κάποιο αντίκτυπο και να είναι ικανό να διαχειριστεί τις προκλήσεις των σύνθετων διεθνών χρηματοπιστωτικών αγορών. Η δέσμη νομοθετικών μέτρων που υποβλήθηκε στο Ευρωπαϊκό Συμβούλιο και εγκρίθηκε, περιλαμβάνει δύο στοιχεία: μέτρα για τη δημιουργία ενός ευρωπαϊκού οργανισμού ελέγχου, για να επιβλέπει την μακροπροληπτική σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος στο σύνολό του και προτάσεις σχετικά με την αρχιτεκτονική του ευρωπαϊκού συστήματος χρηματοπιστωτικής εποπτείας.

Δεύτερον, η Ευρωπαϊκή Ένωση προτίθεται να προχωρήσει σε μεταρρυθμίσεις όπου η ευρωπαϊκή ή εθνική ρύθμιση είναι ανεπαρκής ή ατελής, προτείνοντας μια σειρά από στοιχεία, συμπεριλαμβανομένων των: 1) ένα ολοκληρωμένο νομοθετικό μέσο καθορισμού ρυθμιστικών και εποπτικών προτύπων για τα αμοιβαία κεφάλαια υψηλού κινδύνου, τα ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια και άλλους σημαντικούς παράγοντες της αγοράς, 2) μια «Λευκή Βίβλο» σχετικά με τα απαραίτητα εργαλεία για την έγκαιρη αντιμετώπιση παρόμοιων κρίσεων, 3) μέτρα για την αύξηση της διαφάνειας και τη διασφάλιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας στα παράγωγα χρηματοοικονομικά και άλλα σύνθετα δομημένα προϊόντα, 4) προτάσεις για την αντιμετώπιση του κινδύνου ρευστότητας και της υπερβολικής μόχλευσης και 5) ένα πρόγραμμα για τη δημιουργία ενός πιο ασφυκτικού συνόλου εποπτικών κανόνων.

Τρίτον, οι Ευρωπαίοι επενδυτές, καταναλωτές και οι επιχειρήσεις μικρού και μεσαίου μεγέθους να μπορούν να είναι σίγουροι για τις αποταμιεύσεις τους και την πρόσβασή τους στις αγορές. Θα παρέχονται πρόσθετα μέτρα για την ενίσχυση της προστασίας των καταθέσεων των τραπεζών, των επενδυτών, των κατόχων ασφαλιστηρίων συμβολαίων και να εφαρμόζονται μέτρα για την υπεύθυνη χορήγηση και λήψη δανείων.

Τέταρτον, με σκοπό τη βελτίωση της διαχείρισης κινδύνου των χρηματοπιστωτικών εταιρειών, θα ενισχυθεί η Σύσταση του 2004 σχετικά με την αμοιβή των διευθυντικών στελεχών και να δημιουργηθεί νέα Σύσταση σχετικά με τις αμοιβές στον τομέα των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, ακολουθούμενη από νομοθετικές προτάσεις ώστε να

συμπεριληφθούν καθεστώτα αμοιβών εντός του πεδίου εφαρμογής της προληπτικής εποπτείας.

Πέμπτον, για να διασφαλίζει μια πιο αποτελεσματική επιβολή κυρώσεων σε περίπτωση παρεκτροπών των αγορών, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή προτίθεται να αναθεωρήσει την οδηγία για την κατάχρηση αγοράς και να υποβάλει προτάσεις για το πώς θα μπορούσαν οι κυρώσεις αυτές να εφαρμοστούν, κατά τρόπο ορθότερο και πιο εναρμονισμένο.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

8. Συμπεράσματα

Ανατρέχοντας στις οικονομικές κρίσεις των τελευταίων χρόνων που πολλές φορές φορές επεκτάθηκαν και σε παγκόσμιες κρίσεις, βλέπουμε ότι ακολουθήθηκε ένα κοινό μονοπάτι. Η κρίση ξεκινάει με μια πτώση στην εμπιστοσύνη των επενδυτών που μεταφράζεται σε πτώση ζήτησης και την εκκίνηση μιας οικονομικής κρίσης. Η συσχέτιση που επικρατεί της κρίσης και του αποδυναμωμένου και με έλλειψη εμπιστοσύνης οικονομικό σύστημα οδηγεί σε επέκταση του ρίσκου και της αστάθειας σε εμπόριο, ανταλλαγές μεταξύ τραπεζικών ιδρυμάτων κλπ., που καταλήγει σε πτώση των εσόδων σε όλες τις χώρες και επεκτείνεται σε παγκόσμια κρίση. Πολλοί έχουν πει ότι οι κρίσεις είναι συνυφασμένες με το καπιταλιστικό σύστημα, μιας και τα δυο εμφανίστηκαν τον 17^ο αιώνα, και έκτοτε παρουσιάζονται συχνά (οι κρίσεις) με διαφορετικές καταστάσεις και αιτίες, αλλά σχεδόν πάντα με το ίδιο μοτίβο.

Στην πρόσφατη οικονομία, το παραπάνω μοτίβο ξεκίνησε το καλοκαίρι του 2006 όταν άρχισε να αυξάνεται ο αριθμός των αθετήσεων εξόφλησης πληρωμών που έσπειρε μια αίσθηση δυσπιστίας στις οικονομικές αγορές, και ακολούθησε η πτώση τιμών και το ντόμινο καταρρεύσεων τραπεζών και άλλων χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων μέσα στο 2008. Οι κεντρικές τράπεζες ανά τον κόσμο έσπευσαν να βοηθήσουν να αποφευχθούν τα χειρότερα και να επικρατήσει οριστικό χάος στις αγορές και ενέτειναν τις ενέργειες τους βάση της αυξανόμενης έντασης των αθετήσεων πληρωμών, αγνοώντας το τεράστιο μέγεθος των υποκείμενων ανισορροπιών (ή ίσως δεν επιθυμούσαν να λάβουν μέτρα που θα αντιμετώπιζαν το πρόβλημα σε πλήρη έκταση του) που αποκαλύφθηκαν με την έξαρση της κρίσης. Και ούτως η άλλως, η δημιουργία και η διόγκωση της φούσκας έπρεπε να είναι αναμενόμενη με όλες τις ενέργειες που είχαν γίνει κατά το παρελθόν: εξαιρετικά χαμηλά επιτόκια, αυξημένη ρευστότητα στις αγορές, υπερτίμηση των περιουσιακών στοιχείων, όλα αυτά ήταν ενδείξεις μιας κερδοσκοπικής φούσκας μπροστά στα οποία οι κεντρικές τράπεζες εθελουφλούσαν. Με τα χρέη των διαφόρων τομέων της οικονομίας να ξεπερνούν κατά πολύ το Α.Ε.Π. της κάθε χώρας, θα έπρεπε να είναι ένα εμφανές σημάδι της επερχόμενης κρίσης και να ήταν ξεκάθαρο πως όταν παρουσιάζονται και εμφανίζονται τέτοια δείγματα ακόμη και σε μια σταθερή οικονομία, την αποσταθεροποιούν και επηρεάζουν το σύνολο του οικονομικού συστήματος. Και σε όλες τις κρίσεις μέχρι τώρα, τα συμπτώματα αυτά καλύπτονται από διάφορους οικονομικούς οίκους ή κυβερνήσεις σε άγνοια, με το να ονομάζονται καινοτομίες (οικονομικές ή τεχνολογικές) και να επεκτείνεται η πεποίθηση ότι η οικονομία έχει περάσει σε νέα χρονικά, και πρακτικά υπάρχει δωρεάν χρήμα για όλους. Για

μια βιώσιμη μακροπρόθεσμη ανάπτυξη, η αύξηση του πλούτου στον οικονομικό τομέα πρέπει να είναι ίση με την πραγματική αύξηση της παραγωγικότητας (που την παρούσα στιγμή είναι στο 2-3% της πραγματικής αξίας στις ανεπτυγμένες χώρες).

Επικρατεί μια άποψη πως οι κρίσεις μπορούν να σταματηθούν εγκαίρως εάν η εμπιστοσύνη επανέλθει στις αγορές με την παύση της πτώσης των τιμών των περιουσιακών στοιχείων, και πως η κρίση είναι καθαρά ένα θέμα ρευστότητας στο οποίο εάν παρέμβουν κεντρικές τράπεζες και κυβερνήσεις, θα μπορούν να επιληφθούν του προβλήματος και να επαναφέρουν την ισορροπία στις αγορές. Ένας τρόπος είναι να ανιχνευτεί εγκαίρως η υποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων που διακρατούνται και υποτιμούνται από τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα, ή την αναγνώριση και σταδιακή 'αφαίρεση' των τοξικών χρεογράφων ή περιουσιακών στοιχείων που προκαλούν το πρόβλημα, ελπίζοντας ότι έτσι θα μπορέσουν τα υπόλοιπα περιουσιακά στοιχεία να επανέλθουν στις προηγούμενες τιμές τους.

Αν και πολλοί οικονομολόγοι ασπάζονται την παραπάνω άποψη, χάνουν το ουσιώδες πρόβλημα των κρίσεων, ποιο συγκεκριμένα από πού ξεκινάνε αυτές οι απώλειες. Οι απώλειες αυτές ή μειώσεις στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων (από τις πρώτες κρίσεις μέχρι και σήμερα) δεν είναι απλά μια πτώση στους επιχειρηματικούς κύκλους ή απλά μια έλλειψη ρευστότητας που προκλήθηκε από ένα τυχαίο εξωγενές περιστατικό. Προκύπτουν από το γεγονός ότι οι προηγούμενες αυξήσεις και ανατιμήσεις των περιουσιακών στοιχείων δεν ήταν αληθινές, αλλά μέσω πληθωριστικών μεθόδων αυξήθηκαν οι τιμές και διογκώθηκαν τόσο λόγω του γεγονότος ότι ζούσαν πάνω σε μια κερδοσκοπική φούσκα χωρίς πραγματική βάση από την πραγματική και παραγωγική οικονομία, και πολλές φορές αυτή η αλήθεια είναι αρκετά επίπονη για να την παραδεχτούν. Ειδικά στην πρόσφατη κρίση, οι επιχειρήσεις που βρίσκονταν στο κέντρο της 'οικονομικής καινοτομίας' αυτής (π.χ. στην Γουόλ Στριτ), πείστηκαν ότι ήταν πιο πλούσιες από ότι πραγματικά ήταν. Κάθε κερδοσκοπική φούσκα ουσιαστικά 'απαλύνει' τις απώλειες της προηγούμενης και παρέχει τις βάσεις για την επόμενη. Προσπαθώντας να υποστηρίξουμε την ρευστότητα σε μια κρίση, πρακτικά είναι σα να συνεχίζουμε να χρηματοδοτούμε τη μηχανή παραγωγής εύκολου χρήματος, που στην ουσία προκάλεσε και την κρίση, δίνοντας χρήματα του κράτους (και κατά συνέπεια των φορολογούμενων) για να ξεχρεώσουν επικίνδυνα ενυπόθηκα δάνεια και τοξικά χρεόγραφα, που ούτως ή άλλως ήταν αρκετά ριψοκίνδυνα. Ενθαρρύνοντας τις υπερβολικές δαπάνες ώστε να ενισχυθεί η οικονομία και να ξεφύγει η κρίση είναι επίσης λανθασμένη άποψη, μιας και πάλι χρηματοδοτείται μια λανθασμένη οικονομία όπου όσα χρήματα και αν της δοθούν, το αποτέλεσμα θα είναι το ίδιο.

8.1. Είναι οι κρίσεις συνυφασμένες με το οικονομικό μας σύστημα;

Παρατηρώντας τις τελευταίες κρίσεις που έχουν πλήξει τον οικονομικό κόσμο, κάποιος παρατηρεί ότι οι κερδοσκοπικές φούσκες και οι οικονομικές κρίσεις που τις ακολουθούν, αν και σχεδόν πάντα έχουν και ακολουθούν ένα κοινό μοτίβο (όπως αναφέρθηκε και πιο πάνω), πάντα πιάνουν την αγορά σε κατάσταση άγνοιας και τα αποτελέσματα είναι δραματικά. Πολλές φορές επίκεντρο της κρίσης αποτελεί κάτι διαφορετικό, όπως και η αιτία για το σκάσιμο της φούσκας, αλλά όμως τα συμπτώματα για την διόγκωση της κερδοσκοπικής φούσκας και την μετατροπή της σε οικονομική κρίση (όπως φυσικά και τα επακόλουθα που φέρνει) είναι τα ίδια στην ιστορία.

Πολλοί οικονομολόγοι κατανοούν τις διαδικασίες και την πορεία που δημιουργείται μια οικονομική κρίση, αλλά παρόλα αυτά είναι ανήμποροι στο να βοηθήσουν να εφαρμοστούν πολιτικές ώστε να αποτραπούν οι κρίσεις ή να σταματηθούν όσο το δυνατό πιο έγκαιρα. Το πρόβλημα είναι πως οι περισσότερες από τις 'θεραπίες' που παρέχονται αφορούν μόνο το κομμάτι της ρευστότητας, και πιο συγκεκριμένα του δανεισμού. Πιο συγκεκριμένα αφορούν κατά κύριο λόγο τον τραπεζικό τομέα, ώστε να παρέχουν δάνεια με χαμηλά επιτόκια ώστε να αυξηθεί ο δανεισμός στις επιχειρήσεις και στα νοικοκυριά, ανεξάρτητα με το αν οι επιχειρήσεις ή γενικότερα οι τομείς που δανείζονται μπορεί στο μέλλον να αποτελέσουν βάση για μελλοντικά αποτελέσματα, μιας και αρκετές κρίσεις έχουν δημιουργηθεί από την υπερβολική μόχλευση, τον εύκολο δανεισμό και τις μηδαμινές προϋποθέσεις που πρέπει να έχουν οι δανειστές. Αυτό τονίζει ένα πολύ βασικό σημείο του χρηματοοικονομικού τομέα, που είναι ότι η γνώση και η κατανόηση του χρηματοοικονομικού συστήματος έχουν πολύ μικρή σημασία όταν είναι αντιμέτωποι με μια κρίση. Όλοι γνωρίζουν ότι οι κρίσεις εκμεταλλεύονται δομικά προβλήματα του χρηματοπιστωτικού συστήματος, όλοι γνωρίζουν ότι κάτι πρέπει να αλλάξει, αλλά δεν γίνεται κάποια δραστική κίνηση για αλλαγή, είτε επειδή δεν εφαρμόζεται είτε επειδή και ιδρύματα φέρνουν αντίσταση στις αλλαγές αυτές.

Έχουν γίνει πολλές προσπάθειες για προβλέψεις οικονομικών κρίσεων ώστε να σταματηθούν την σωστή στιγμή χωρίς να επηρεάσουν την χρηματοοικονομική αγορά, χωρίς επιτυχία όμως. Δυστυχώς οι κρίσεις δεν είναι εύκολο να αναγνωριστούν νωρίς και να σταματηθούν έγκαιρα, μιας και πρακτικά είναι πολλές οι συνιστώσες που απαρτίζουν μια κρίση. Για παράδειγμα, στην πρόσφατη κρίση του 2008, δεν ήταν μόνο ο μεγάλος βαθμός δανεισμού που ήταν η αιτία για το ξέσπασμα της κρίσης, αλλά ο συνδυασμός του με την υπερτίμηση των περιουσιακών στοιχείων, τις 'καινοτομίες' στις συναλλαγές στην Γουόλ

Στρίτ καθώς και το σύγχρονο χρηματοοικονομικό σύστημα που επιτρέπει συναλλαγές ανά τον κόσμο σε δευτερόλεπτα. Καθώς οι κρίσεις μοιάζουν σαν μια Λερναία Ύδρα με πολλά κεφάλια, που κόβοντας ένα εμφανίζονται περισσότερα, φαινομενικά είναι αδύνατο να προβλεφθούν και να καταπολεμηθούν τη σωστή στιγμή.

Θεωρητικά όμως, υπάρχει τρόπος να καταπολεμηθούν οι μελλοντικές κρίσεις. Ο τρόπος είναι να σταματήσουμε να βλέπουμε την κρίση σαν ένα μεμονωμένο γεγονός που δρα ξαφνικά, αλλά σαν ένα σύνολο από συνιστώσες που επωάζουν κρυμμένες κάτω από την απότομη ανάπτυξη οικονομικών και λοιπών περιουσιακών στοιχείων. Φυσικά αυτό δεν σημαίνει ότι οι επιλογές θα είναι ή ανάπτυξη και οικονομική κρίση ή στασιμότητα και ασφάλεια. Παρακάτω θα δοθεί έμφαση στα στοιχεία που αποτελούν αίτια για την ανάπτυξη μιας κερδοσκοπικής φούσκας, και τρόποι μετρίασης τους. Φυσικά αυτό απαιτεί συντονισμό από τις ελεγκτικές αρχές, ωριμότητα από τους επενδυτές και συχνό έλεγχο.

8.2. Απορρύθμιση της αγοράς και των Οικονομικών ιδρυμάτων

Ένας από τους βασικούς αίτιους της κρίσης είναι η απορρύθμιση της οικονομίας. Σκοπός της απορρύθμισης όταν ψηφίστηκε το 1999 ήταν για να εκσυγχρονίσει την οικονομία στις Η.Π.Α. και να την βοηθήσει να αναπτυχθεί περαιτέρω. Αυτό έγινε με την κατάργηση του νόμου Γκλάς – Στίγκαλ, ο οποίος μέχρι τότε απαγόρευε στις εμπορικές τράπεζες να διακινούν και χρεόγραφα, αναγκάζοντας τις τράπεζες να επιλέξουν στο να εκδίδουν δάνεια ή χρεόγραφα. Επίσης, το 1999 καταργήθηκε και ο νόμος Τραπεζικών Συμμετοχών ο οποίος απαγόρευε στα τραπεζικά ιδρύματα που εμπορεύονταν χρεόγραφα που κατέχουν δύο ή περισσότερες τράπεζες να αγοράζουν τραπεζικά ιδρύματα σε άλλα κράτη.

Η απορρύθμιση μπορεί όντως να βοηθήσει την ελεύθερη αγορά να αναπτυχθεί, αλλά χρειάζεται πολύ εντατικό έλεγχο και στενή παρακολούθηση. Βέβαια στις Η.Π.Α., όπου τον έλεγχο των είχαν αναλάβει η Ομοσπονδιακή Τράπεζα, Κρατικά Τραπεζικά ιδρύματα, φορείς ελέγχου κλπ., και τελικά εκδηλώθηκε η κρίση, δεν είναι και ιδιαίτερα θετικό γεγονός. Χρειάζεται να επιβληθούν εκ νέου νόμοι όπως ο Γκλάς – Στίγκαλ προκειμένου να τεθούν κάποιοι κανονισμοί ώστε να οριοθετηθούν οι ρόλοι των τραπεζικών και ασφαλιστικών ιδρυμάτων, και να τα αποτρέψουν από το κυνήγι της κερδοσκοπίας όπως και επιδόθηκαν τα τελευταία χρόνια. Ενδεικτικό αυτού είναι τα CDOs που ήταν αποτέλεσμα της αναζήτησης νέων τρόπων γρήγορης κερδοφορίας και ενώ η συνολική τους αξία, από σχεδόν τίποτα στις αρχές του 2000 που δημιουργήθηκαν, έφτασαν στα 62 τρισεκατομμύρια δολάρια το 2007. Αυτό όμως δεν σημαίνει ότι πρέπει να απαγορευτούν και όλα τα χρηματοοικονομικά

παράγωγα και άλλα μέσα που χρησιμοποιούνται, αλλά αντίθετα να εξετάζονται σωστά ώστε όντως να μπορούν να βοηθήσουν σε μια βιώσιμη οικονομική ανάπτυξη.

Πρέπει να επαναδιατυπωθεί επίσης ο ρόλος των ελεγκτικών μεθόδων και ενδεχομένως τα άτομα που είναι σε ελεγκτικούς οργανισμούς για να εφαρμοστούν τα παραπάνω. Ενδεικτικά στις Η.Π.Α., οι εργαζόμενοι στους κρατικούς ελεγκτικούς οργανισμούς έπαιρναν έναν χαμηλό σχετικά μισθό, ανάλογα με όσα θα έβγαζε κάποιος στα πρώτα του χρόνια σε μια ιδιωτική εταιρία στην Γουόλ Στριτ. Επομένως δεν υπήρχε κάποιο έναυσμα για να μαζευτούν τα ταλέντα του συγκεκριμένου κλάδου στους κρατικούς οργανισμούς και να επιβάλουν σωστούς και εποικοδομητικούς ελέγχους, δημιουργώντας τις σωστές βάσεις για μια υγιή χρηματοοικονομική εποπτεία.

8.3. Απληστία των Επενδυτών

Πολλοί έχουν χαρακτηρίσει την απληστία σαν μια από τις πιο βασικές αιτίες των χρηματοοικονομικών κρίσεων. Από την εποχή της Τουλιπομανίας όπου οι κερδοσκόποι έσπευδαν να προμηθευτούν βολβούς τουλίπας ώστε να τους μεταπωλήσουν σε ακόμα μεγαλύτερες τιμές, όπου φυσικά και οι δανειστές έδιναν απερίσκεπτα τα χρήματα τους ώστε να χρηματοδοτήσουν τις ανταλλαγές αυτές, μέχρι και σήμερα με τις συνεχείς αγοραπωλησίες των ενυπόθηκων χρεογράφων και τα νοικοκυριά να αγοράζουν σπίτια τα οποία δεν μπορούσαν να αποπληρώσουν, με τις τράπεζες να δανείζουν ώστε να υποστηρίξουν τις δραστηριότητες αυτές. Το βασικό ερώτημα είναι πλέον, πως μπορούμε να προσδιορίσουμε την απληστία, και πώς να την περιορίσουμε.

Βάση της ιστορίας του Τζόρνταν Μπέλφορντ, επενδυτή που λόγο της απληστίας του από μεγαλοεπενδυτής κατέληξε στην φυλακή λόγω συμμετοχής σε εγκληματικές δραστηριότητες, η απληστία ξεκινά εκεί που αρχίζει η συμμετοχή σε παράνομες δραστηριότητες. Στην καθημερινότητα όμως, αυτό δεν ισχύει. Το σύνολο του κόσμου που συμμετείχε ήταν απλά ιδιαίτερα αισιόδοξοι που έψαχναν να εκμεταλλευτούν ευκαιρίες στην αγορά, και που τους παρουσιάστηκαν. Επίσης, η απληστία είναι κάτι που αναγνωρίζεται συνήθως μετά το ξέσπασμα της κρίσης. Για παράδειγμα, όταν η Γουόλ Στριτ παρουσίαζε τις χρηματοοικονομικές της καινοτομίες, και κερδοφορούσαν χωρίς φυσικά να παραβούν κανένα νόμο, κανείς δεν τους αποκάλεσε άπληστους. Και η απληστία δεν ήταν αποτέλεσμα μεμονωμένων ατόμων. Όπως είπε και η οικονομολόγος Ρήνα Άγκαργουάλ (Business Week, 2008) “Στην πραγματικότητα, ευθύνεται η απληστία όλου του χρηματοοικονομικού συστήματος”.

Από παρατηρήσεις που προκύπτουν συγκρίνοντας τις τελευταίες κρίσεις, σε διαστήματα οικονομικής ανάπτυξης πάντα θα εμφανίζονται κερδοσκοπικά δείγματα. Οι κερδοσκόποι κερδίζουν και επανεπενδύουν περισσότερα χρήματα, γεγονός που ωθεί περισσότερο κόσμο στο να επενδύσει με τη σειρά του σε σημείο που τα περιουσιακά στοιχεία υπερτιμούνται, λόγο υπερβολικής μόχλευσης. Όσο το κλίμα στην αγορά είναι θετικό η μόχλευση αυξάνεται και οι επενδύσεις μεγαλώνουν, μέχρι που να γίνει κάτι και να ξεσπάσει η κρίση.

Πρακτικά, η απληστία δεν είναι κάτι που μπορεί ποτέ να ελεγχθεί. Είναι ένα χαρακτηριστικό της ανθρώπινης φύσης που υπήρχε και θα συνεχίσει να υπάρχει. Αυτό που μπορεί όμως να ελεγχθεί ώστε να υπάρχει έλεγχος της αγοράς είναι το επίπεδο μόχλευσης που πρακτικά τροφοδοτεί την απληστία. Όπως αναφέρθηκε πιο πριν, η διόγκωση της κερδοσκοπικής φούσκας ξεκινάει όταν οι επενδυτές, κερδοσκόποι και μη, έχουν εύκολη πρόσβαση σε δανεισμό και τον χρησιμοποιούν για να μεγιστοποιήσουν το κέρδος τους μέσω υπερτιμημένων επενδύσεων. Αυτό μπορεί να αποφευχθεί με την σωστή αξιολόγηση του δανειζόμενου από τα τραπεζικά ιδρύματα, όπου θα πρέπει να γίνεται ενδελεχής έλεγχος των περιουσιακών του στοιχείων και εάν όντως έχουν αντίκρισμα ή βασίζονται σε υπερτιμήσεις περιουσιακών στοιχείων. Επίσης, θα πρέπει να υπάρχει σωστή ενημέρωση στην χρηματοοικονομική αγορά για τους ρυθμούς της χρηματοοικονομικής ανάπτυξης και τους ρυθμούς ανάπτυξης της πραγματικής οικονομίας. Όταν η χρηματοοικονομική ανάπτυξη αρχίζει να ξεπερνά την πραγματική οικονομία, πρέπει να σημάνει το σημείο όπου πρέπει να αξιολογηθούν τα χρεόγραφα και τα περιουσιακά στοιχεία που διακινούνται, μιας και είναι στο σημείο αυτό που αρχίζει να δημιουργείται μια κερδοσκοπική φούσκα. Με τους τρόπους αυτούς μπορεί να μπει ένα όριο στην παράλογη κερδοφορία που βασίζεται στην απληστία, ωθώντας τους επενδυτές σε πιο συγκροτημένες κινήσεις.

8.4. Η χαμένη Εμπιστοσύνη στις αγορές

Ένα πράγμα που μας διδάσκουν οι κρίσεις ανά τα χρόνια είναι πως οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων και οι αξίες τους μέσα στην αγορά βασίζονται, όχι τόσο στα περίπλοκα μαθηματικά μοντέλα που τα υποστηρίζουν ή στην τρέχουσα κατάσταση της οικονομίας αλλά, περισσότερο βασίζονται στην εμπιστοσύνη των επενδυτών. Εμπιστοσύνη στην συνεχή οικονομική ανάπτυξη, στην δυνατότητα αποπληρωμής των χρεών, στις εταιρίες που τα υποστηρίζουν. Στην περίοδο διόγκωσης μιας κερδοσκοπικής φούσκας, η εμπιστοσύνη θεωρείται δεδομένη. Στα πρώτα σημάδια της κρίσης όμως η εμπιστοσύνη αυτή

κλονίζεται, η αγορά καταρρέει και η εμπιστοσύνη αυτή δεν επανέρχεται. Ακόμα και στην πρόσφατη κρίση, παρόλο την βοήθεια που παρείχαν οι κεντρικές τράπεζες και οι κυβερνήσεις, ενώ τόνωσαν την βραχυπρόθεσμη εμπιστοσύνη (πιο πολύ την πεποίθηση ότι θα υπάρξει και αυριανή ημέρα), η μακροπρόθεσμη εμπιστοσύνη στις αγορές δεν έχει επανέρθει. Η έλλειψη εμπιστοσύνης μεταξύ οικονομικών ιδρυμάτων και των τραπεζών, παρόλο την ευρωστία που μπορεί να έχει και την υγιή οικονομική κατάσταση της, μπορεί να τις οδηγήσει σε πιστωτική παράλυση και ενδεχομένως χρεωκοπία. Αυτό μπορεί να αντιμετωπιστεί με χρηματοδοτικά μέτρα και τις δυνάμεις της αγοράς.

Τίποτα δεν μπορεί να αντισταθεί στην έλλειψη εμπιστοσύνης, δεδομένου ότι η εμπιστοσύνη αποτελεί το θεμέλιο όχι μόνο της οικονομίας αλλά και της κοινωνίας γενικότερα. Πρόσφατες κινήσεις ενίσχυσης της εμπιστοσύνης ως προς τον οικονομικό τομέα φέρνουν τις κυβερνήσεις ως δανειστή έκτακτης ανάγκης. Αλλά συλλογικά οι άνθρωποι είναι πιο έξυπνοι από ό, τι οι κυβερνήσεις και φορείς λήψης αποφάσεων πιστεύουν. Είναι κοινό μυστικό ότι οι κυβερνήσεις δεν έχουν αποταμιεύσεις για τις 'δύσκολες στιγμές', ειδικά τις εποχές προ κρίσης, οπότε αμφιβάλλουν για τον ρόλο του δανειστή που θα κληθεί να παίξει η κυβέρνηση, μιας και τελικά την εκταμίευση θα την κάνουν οι ίδιοι οι άνθρωποι σαν φορολογούμενοι. Ότι είναι πρακτικά οι ίδιες οι καταθέσεις τους που καλούνται να διασώσουν τα ριψοκίνδυνα οικονομικά ιδρύματα που θεωρητικά, πρέπει να χρεωκοπήσουν για να τιμωρηθούν για την λήψη του ηθικού κινδύνου.

Οπότε πως μπορεί να γίνει η αποκατάσταση της εμπιστοσύνης; Είναι μια διαδικασία που θα απαιτήσει πολλά χρόνια και λεπτούς χειρισμούς. Πρέπει κατά πρώτον να γίνουν ευρέως γνωστά τα προβλήματα που οδήγησαν στην κρίση, να αναγνωριστούν τα λάθη και να γίνει προσπάθεια ανάληψης τους και διόρθωσης τους. Αυτό πρέπει να γίνει φυσικά από κυβερνήσεις, χρηματοοικονομικά ιδρύματα και τράπεζες, που είχαν ένα από τα μεγαλύτερα μερίδια ευθύνης τόσο στη πρόσφατη κρίση αλλά και στο παρελθόν. Η παραδοχή και αναγνώριση των προβλημάτων του παρελθόντος είναι κάτι που μπορεί να αποτελέσει την βάση για την περαιτέρω αύξηση της εμπιστοσύνης, και αυτή η αναγνώριση τους σαν βασικό μέρος της κρίσης μπορεί να είναι η αρχή της λύσης στο θέμα της εμπιστοσύνης, με σχετικά μικρό κόστος.

Το αίσθημα της δικαιοσύνης είναι επίσης ένα βασικό ζήτημα για την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης στις αγορές. Είναι ένα βασικό σημείο που πρέπει να του δοθεί δέουσα προσοχή, και ξεκινώντας από τους ελεγκτικούς οργανισμούς ώστε να μπορούν οι επενδυτές να γνωρίζουν ότι τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα πλέον όντως λειτουργούν κάτω από βασικές προϋποθέσεις. Αυτό απαιτεί νέους κανονισμούς για να ξεπεραστούν συγκρούσεις

συμφερόντων, θέματα ηθικού κινδύνου, και φυσικά η αίσθηση ότι η χρηματοοικονομική αγορά λειτουργεί σωστά, και οι εταιρίες που ανέλαβαν με δική τους πρωτοβουλία αυξημένο ρίσκο θα αναλάβουν μόνες τους τις συνέπειες, και όχι οι φορολογούμενοι πολίτες.

8.5. Το Κυνήγι Βραχυπρόθεσμου Κέρδους

Ο βασικός λόγος που τα τραπεζικά ιδρύματα δέχτηκαν με μεγάλη χαρά τα χρηματοοικονομικά παράγωγα της Γουόλ Στρίτ ήταν επειδή μπορούσαν να έχουν άμεση κερδοφορία από τα μακροπρόθεσμα δάνεια που παρείχαν στον κόσμο. Βλέποντας την ευκαιρία να πάρουν σήμερα αυτά που θα λάβουν από δάνεια είκοσι και τριάντα χρόνων, γιατί να μην το κάνουν; Πηγαίνοντας πιο πίσω, σε όλες τις κρίσεις βλέπουμε ότι ο κόσμος επενδύει αλόγιστα σε κάτι που θα του επιφέρει μέγιστο κέρδος σε πολύ μικρό χρονικό διάστημα, από τους Σιδηρόδρομους στις Η.Π.Α. μέχρι την Ιντερνετική φούσκα του 2000.

Εδώ το πρόβλημα είναι συνδυαστικό, μιας και παίζει ρόλο και η απληστία των επενδυτών για να κερδοσκοπήσουν το μέγιστο δυνατό στο συντομότερο χρονικό διάστημα, τροφοδοτώντας έτσι μια κερδοσκοπική φούσκα. Υπάρχουν βέβαια και επενδυτές που καταλαβαίνουν την δημιουργία της φούσκας αυτής, και σε μια λογική τζόγου προσπαθούν να αυξήσουν τα κέρδη τους και να αποσυρθούν προτού παρουσιαστεί το πρόβλημα. Παρόλο που όλοι οι επενδυτές και όσοι εμπλέκονται στις χρηματοοικονομικές αγορές γνωρίζουν ότι δεν υπάρχει κάποιο περιουσιακό στοιχείο που να αποφέρει αυξημένα κέρδη σε πολύ μικρό χρονικό διάστημα, εθελουφλούν πολλές φορές πιστεύοντας ότι η οικονομία έχει μεταβεί σε νέο στάδιο και πως αυτή την φορά είναι διαφορετικά.

Δυστυχώς σε αυτή την περίπτωση ισχύει η παροιμία πως ότι λάμπει δεν είναι χρυσός. Κανένα χρηματοοικονομικό στοιχείο που παρέχει βραχυπρόθεσμο αυξημένο κέρδος δεν έχει αποδειχτεί βιώσιμο. Εδώ πρέπει η ίδια η χρηματοοικονομική αγορά να επιδείξει ωριμότητα και να μπορεί να φιλτράρει καλύτερα τις πραγματικά ωφέλιμες επενδύσεις, που θα μπορέσουν να επιφέρουν πραγματικό, βιώσιμο μακροπρόθεσμο κέρδος και ανάπτυξη. Οι κυβερνήσεις αλλά και οι Κεντρικές Τράπεζες θα έπρεπε να δίνουν ώθηση σε μακροπρόθεσμες επενδύσεις, ίσως με μερικά κίνητρα παραπάνω (π.χ. καλύτερους όρους δανεισμού) και να βοηθούν τους τομείς της οικονομίας που όντως θα βοηθήσουν την πραγματική ανάπτυξη (τον συνδυασμό χρηματοοικονομικής και παραγωγικής ανάπτυξης). Επίσης η μόχλευση για την χρηματοδότηση των βραχυπρόθεσμων επενδύσεων θα πρέπει να είναι πολύ πιο αυστηρή, με μεγαλύτερα επιτόκια, ώστε να σταματήσει τις μαζικές

επενδύσεις που θα υπερτιμήσουν ένα περιουσιακό στοιχείο και θα κάνει την αγορά να ψάχνει για γρήγορα κέρδη.

Σημαντική ώθηση στην αποτροπή των ριψοκίνδυνων βραχυπρόθεσμων επενδύσεων μπορεί να γίνει από τις κυβερνήσεις και τα κράτη ανά τον κόσμο με την προώθηση ανάπτυξης των υποδομών, της εκπαίδευσης και της επιχειρηματικότητας και καινοτομίας, με την προοπτική να προαχθεί η παραγωγική ανάπτυξη και την δημιουργία πραγματικού πλούτου σε τομείς μέχρι τώρα που δεν έχουν αναπτυχθεί αρκετά (π.χ. νέες μορφές ενέργειας), ώστε να αποφευχθεί η επανάληψη ανάπτυξης μόνο στον χρηματοοικονομικό τομέα.

8.6. Οι οίκοι αξιολόγησης

Κανείς δεν μπορεί να αρνηθεί τον ρόλο που είχαν οι οίκοι αξιολόγησης στην πρόσφατη οικονομική κρίση. Θα μπορούσε να πει κάποιος ότι για χάρη της 'πελατείας' τους, αξιολογούσαν όλα τα υπερτιμημένα και ριψοκίνδυνα CDO με αξιολογήσεις AAA και τα έριχναν στην αγορά, χωρίς να αξιολογούν τον ενδεχόμενο της κατάρρευσης τους. Όπως αναφέρθηκε σε προηγούμενο κεφάλαιο, οι οίκοι αξιολόγησης είχαν αναλάβει πελατειακό ρόλο, και αν δεν ήταν ο ένας οίκος που θα έδινε καλή αξιολόγηση θα ήταν κάποιος άλλος στην θέση του, που θα έπαιρνε και τον πελάτη στο τέλος της ημέρας. Ο ρόλος που είχαν και συνεχίζουν να έχουν στη σημερινή χρηματοοικονομική αγορά είναι τέτοιος, που τους επιτρέπει να αξιολογούν ολόκληρα κράτη και να αλλάζουν την συμπεριφορά των χρηματοοικονομικών επενδυτών.

Εν αρχή θα πρέπει να αλλαχθούν τα μοντέλα τους ώστε να γίνουν αντιληπτά και πιο εύκολα κατανοητά στον αγορά. Η πολυπλοκότητα με την οποία αξιολογούν τις επενδύσεις αλλά και τα CDO κατά τα προηγούμενα χρόνια, είναι κάτι που προστατεύει τους οίκους να λειτουργούν με βάση τα δικά τους συμφέροντα και τη δική τους ατζέντα, και πρακτικά να προσθέτουν στην πολυπλοκότητα της χρηματοοικονομικής αγοράς. Όπως έχει πει και ο Ρίτσαρντ Μπράνσον, ιδρυτής της Virgin Group, 'Η πολυπλοκότητα είναι εχθρός μας. Ο οποιοσδήποτε μπορεί να φτιάξει κάτι πολύπλοκο. Το πιο δύσκολο κατόρθωμα είναι να φτιάξουμε κάτι απλό'. Και αυτό κρύβει μια σημαντική αλήθεια. Για παράδειγμα, στην κρίση του 2008, σχεδόν κανείς δεν ήξερε πως είχαν παραχθεί τα CDO, σε πια κεφάλαια αντιστοιχούσαν, ποια ήταν η πραγματική αξία τους και πως τα αξιολογούσαν οι διάφοροι οίκοι αξιολόγησης. Οι αλημείες και τα μαγειρέματα της Γουόλ Στρίτ προστατεύονταν πίσω από ισχυρά τείχη πολυπλοκότητας τα οποία ενισχύονταν από τους οίκους αξιολόγησης.

Αυτό που πρέπει να αλλάξει στην εν λόγω περίπτωση, είναι να ενταθεί το μέγεθος των ελέγχων στους οίκους αξιολόγησης, αλλά και να περιοριστεί η επιρροή που ασκούν στην χρηματοοικονομική αγορά. Για παράδειγμα, πολλοί κατηγορούν την Goldman Sachs πως είναι από τους κύριους υπαίτιους τόσο της στεγαστικής κρίσης στις Η.Π.Α. αλλά και σε άλλες χώρες όπως και η Ελλάδα. Η εξουσία και η επιρροή που έχουν, σε συνδυασμό με την παγκοσμιοποίηση του χρηματοοικονομικού πεδίου, επιτρέπει στους οίκους αξιολόγησης να μπορούν να έχουν συναλλαγές σε όλο τον κόσμο, χωρίς εποπτικό έλεγχο. Λόγω αυτού πρέπει να υπάρχει μεγαλύτερη διαφάνεια στις αξιολογήσεις, μιας και οι επενδυτές πρέπει να γνωρίζουν ακριβώς το ρίσκο που συνοδεύει ένα περιουσιακό στοιχείο, και όχι να είναι κρυμμένο πίσω από περίπλοκες εξηγήσεις που συνοδεύουν μια αξιολόγηση.

Οι οίκοι αξιολόγησης κερδίζουν χρήματα ακόμα και όταν οι αξιολογήσεις τους πέφτουν έξω. Το θέμα της ανταμοιβής τους πρέπει να επαναδιαπραγματευτεί, ώστε να διαφοροποιηθούν τα κίνητρα τους και φυσικά να αρχίσουν να έχουν αντίκτυπο πάνω τους οι λανθασμένες αξιολογήσεις (τόσο σε θέμα αξιοπιστίας όσο και οικονομικό). Για την περαιτέρω εφαρμογή του, πρέπει νομικά να απαγορευτεί η συσχέτιση των οίκων αξιολόγησης με τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα που αξιολογούν, ώστε να μην υπάρχει ούτε κοινό υπόβαθρο, ούτε να εμπορεύεται ο οίκος αξιολόγησης (ακόμα και να έχει στην κατοχή του) χρεόγραφα που αξιολογεί.

8.7. Η Επόμενη Μέρα

Ένα κοινώς παραδεκτό γεγονός είναι πως υπάρχει η ανάγκη για ένα 'ξεφούσκωμα' του χρηματοοικονομικού τομέα. Είναι κάτι που ξεκίνησε με την κατάργηση του Κανόνα του Χρυσού, και ξαφνικά έδωσε μια απότομη ώθηση στην οικονομία, εφόσον δεν χρειαζόταν να υπάρχει αναλογία πραγματικού πλούτου και του χρηματοοικονομικού. Πολλοί οικονομολόγοι πιστεύουν πως η επαναφορά του είναι κάτι θεμελιώδες και πρέπει να γίνει ώστε να επανέλθει η ισορροπία στον οικονομικό τομέα. Αυτό το επιχείρημα δεν μπορεί να εφαρμοστεί, μιας και είναι σαν να ζητάμε από ένα πολύ γρήγορο αγωνιστικό αυτοκίνητο να κινείται με 60 χλμ/ώρα, για αποφυγή ατυχήματος. Έχει παρατηρηθεί μεγάλη αύξηση των χρηματοοικονομικών επενδύσεων, και αυτό οφείλεται κατά κύριο λόγο στην αλόγιστη συμπεριφορά του κόσμου και στην έλλειψη ελέγχου.

Αντίθετα, για το μέλλον πρέπει να δημιουργηθούν μηχανισμοί που να είναι σχεδιασμένοι ώστε να μπορούν να ελέγξουν την υπερανάπτυξη του χρηματοοικονομικού τομέα ώστε να διασφαλιστεί σταθερότητα. Λειτουργώντας σωστά, ο χρηματοοικονομικός τομέας μπορεί να

παρέχει πολλές ωφέλιμες υπηρεσίες όπως αποτελεσματική χρηματοδότηση σε εταιρίες, κυβερνήσεις αλλά ακόμα και στα νοικοκυριά. Πιο σημαντικό, όταν ο χρηματοοικονομικός τομέας λειτουργεί σωστά και αποτελεσματικά, αντιπροσωπεύει την πραγματική οικονομία. Η απότομη αύξηση του πλούτου που είχε παρατηρηθεί τα προηγούμενα χρόνια και συσχετιζόταν με τον χρηματοοικονομικό τομέα ήταν πλασματική και βασιζόταν σε τεχνητές πολύπλοκες μεθόδους και χρηματοοικονομικά παράγωγα. Οι Κρατικές και Ομοσπονδιακές Τράπεζες, καθώς και οι ελεγκτικοί μηχανισμοί πρέπει να δραστηριοποιηθούν ώστε να διατηρούν την συσχέτιση μεταξύ του πλούτου που παράγεται από την πραγματική οικονομία και τον χρηματοοικονομικό τομέα.

Ένα βασικό στοιχείο που έπαιξε ρόλο στην στεγαστική κρίση του 2008 ήταν η αίσθηση του πλούτου που είχαν όλοι οι εμπλεκόμενοι, από τους επενδυτές μέχρι και τους ιδιοκτήτες των σπιτιών που υπερτιμούνταν καθημερινά. Και εδώ πρέπει να γίνει μια δομική αλλαγή. Το γεγονός ότι το σπίτι το οποίο κατέχεις (πολλές φορές που ακόμα ξεπληρώνουν το ενυπόθηκο στεγαστικό δάνειο) ανατιμάται και αυξάνεται η αξία του δεν πρέπει να σημαίνει ότι και ο ιδιοκτήτης του γίνεται αυτόματα και πιο πλούσιος. Αντίθετα σημαίνει ότι αυξάνεται και το κόστος συντήρησης του, διατήρησης του και γενικότερα της κατοίκησης του (πρακτικά ο πληθωρισμός ξεκινά από τις τιμές των κατοικιών και επηρεάζει τον τομέα γύρω από αυτά). Πρέπει οι τιμές των ακινήτων και των μετοχών που βασίζονται στον στεγαστικό τομέα να ενσωματωθούν σαν δομικά στοιχεία μέτρησης του πληθωρισμού, καθώς και τα κέρδη από αυτά. Θα μπορούσε ακόμα να δημιουργηθεί και ένας δείκτης ο οποίος θα λαμβάνει υπόψη του μια γενικότερη έννοια του πληθωρισμού για τις Κεντρικές Τράπεζες, και να βασίζεται στις τιμές των πάγιων τιμών των ενυπόθηκων περιουσιακών στοιχείων, το κεφάλαιο κίνησης, τα χρεόγραφα που δημιουργούνται από αυτά, και όλα αυτά σε αναλογία με την πραγματική οικονομία. Με αυτό τον τρόπο θα υπάρχει πάντα μια δικλείδα ασφαλείας στο στεγαστικό τομέα που να κρούει τους κώδωνες του κινδύνου εάν τείνουν να υπερτιμηθούν.

Με τέτοια εργαλεία, η χρηματοοικονομική στρατηγική που θα ακολουθηθεί θα μπορεί να έχει έλεγχο επί του πληθωρισμού των περιουσιακών στοιχείων, και σαφώς θα μπορούσε να επεκταθεί και σε άλλα περιουσιακά στοιχεία πέραν του στεγαστικού. Μπορούν να τεθούν κανονισμοί και ελεγκτικοί μηχανισμοί ώστε να υπάρχουν προειδοποιήσεις όταν η αναλογία του χρηματοοικονομικού πλούτου σε συγκεκριμένα χρεόγραφα αρχίζει να ξεπερνά αυτή της πραγματικής οικονομίας, ώστε να ελέγχεται και να αξιολογείται για τον αν πρόκειται για μια κερδοσκοπική φούσκα ή μια πραγματική ανάπτυξη, και έπειτα να ακολουθούν διάφορες ενέργειες. Με αυτό τον τρόπο, και όντας δημοσιοποιημένο, τόσο η αγορά όσο και οι

κεντρικές τράπεζες μπορούν να έχουν μια συνεχή παρακολούθηση και ενημέρωση για την πορεία της οικονομίας.

Στην περίπτωση που κάποιοι επενδυτές και χρηματοοικονομικά ιδρύματα επιλέξουν να αναλάβουν τα ρίσκα μιας ριψοκίνδυνης επένδυσης, θα πρέπει να είναι έτοιμα να αναλάβουν και τις συνέπειες σε περίπτωση κατάρρευσης τους, και να γίνει δομικό κομμάτι της αγοράς το γεγονός ότι σε περίπτωση ανάληψης μεγάλου ρίσκου δεν θα υπάρχει κάλυψη ή δανεισμός τελευταίας στιγμής από κεντρικές τράπεζες ή κυβερνήσεις. Αυτό θα περιορίσει τον ηθικό κίνδυνο που υπάρχει στον χρηματοοικονομικό τομέα, και θα οδηγήσει τα διάφορα ιδρύματα να εξετάζουν καλύτερα την περίπτωση ανάληψης κάποιου ρίσκου.

Η πρόσφατη κρίση αποκάλυψε το πόσο εύθραυστη είναι πλέον η παγκόσμια ισορροπία, τόσο σε χρηματοοικονομικό επίπεδο αλλά τόσο και σε κοινωνικό. Εάν δεν ληφθούν τα μαθήματα που πρέπει από τις προηγούμενες κρίσεις, να εφαρμοστούν μέτρα για πρόβλεψη και περιορισμών τους στο μέλλον, είναι σίγουρο ότι θα ακολουθήσουν πολύ μεγαλύτερες και σοβαρότερες κρίσεις. Όλος ο κόσμος είναι συνδεδεμένος μεταξύ του, ένας επενδυτής στις Η.Π.Α. μπορεί να εμπορευτεί χρεόγραφα στην άλλη άκρη του κόσμου, και πλέον μια κρίση σε μια γωνιά του πλανήτη δεν θα αφήσει ανεπηρέαστες τις υπόλοιπες οικονομίες.

Τώρα είναι η ευκαιρία ώστε να ανασχεδιαστούν τα δομικά πλαίσια προστασίας που θα βοηθήσουν την δημιουργία και υποστήριξη μιας πιο σταθερής οικονομίας στο μέλλον. Η ανάγκη υπάρχει, και αυτό γίνεται γνωστό με κάθε κρίση. Τα δομικά στοιχεία πρέπει να είναι η τμηματοποίηση των επενδύσεων, διεύρυνση του επενδυτικού τομέα και να αρχίσουν να επιβάλλονται κυρώσεις σε όσους πρέπει. Για να επιτευχθεί πρέπει οι επιχειρήσεις και οι κυβερνήσεις να γνωρίζουν επακριβώς που πάνε οι επενδύσεις τους, να υπάρχει απόλυτη διαφάνεια και πλήρη κατανόηση του ρίσκου (κάτι αντίθετο με τις μέχρι τώρα κρίσεις) και φυσικά να υπάρχει η διασφάλιση του κεφαλαίου από τραπεζικά ιδρύματα μέχρι και επιχειρήσεις. Όλα αυτά έρχονται σε αντίθεση με τις μέχρι τώρα πρακτικές που εφαρμόζουν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που στοχεύουν περισσότερο σε βραχυπρόθεσμα κέρδη. Σαφώς είναι ένα δύσκολο εγχείρημα, και θα υπάρξουν αρκετές δυσκολίες στην εφαρμογή και υιοθέτηση του, αλλά μπορεί να αποτελέσει τις βάσεις για μια πιο σταθερή οικονομία στο μέλλον σε παγκόσμιο επίπεδο. Χρειάζεται αναθεώρηση των ελεγκτικών οργανισμών και μεθόδων σε όλο τον κόσμο, θα πρέπει να επιβληθεί πειθαρχία στην αγορά, αλλά είναι κάτι που μακροπρόθεσμα θα μπορεί να είναι βιώσιμο και σωστά δομημένο. Εδώ μπορούν οι αναδυόμενες αγορές να αρχίσουν να εφαρμόζουν τέτοιες πολιτικές ώστε να διασφαλίσουν την μόνιμη θέση τους στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό στερέωμα.

Την στιγμή αυτή ο κόσμος ακόμα δεν έχει έρθει σε ισορροπία μετά την τελευταία κρίση. Αυτή είναι η κατάλληλη στιγμή για να γίνουν οι δομικές αλλαγές, προτού ανακαλυφθεί κάποια νέα χρηματοοικονομική καινοτομία και κυριεύσει τον κόσμο πάλι μια παράλογη ευφορία.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ξενόγλωσση (Βιβλίο)

Kindleberger, C.P, 2005, Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises, Wiley, USA

Minsky, H.P., 1982, Can 'It' Happen Again?, M.E. Sharpe, USA

Minsky, H.P., 1986, Stabilizing an Unstable Economy, McGraw-Hill, USA

Roubini, N., 2010, Crisis Economics: A Crash Course in the Future of Finance, Penguin Press HC, USA

Ξενόγλωσση (Ηλεκτρονικές Πηγές)

Beckworth, D., 2011, The Passive Tightening of ECB Policy,
<<http://macromarketmusings.blogspot.com/2011/09/passive-tightening-of-ecb-policy.html>>

Bernanke, B., 2010, The Fed's Role in Bank Supervision,
<<http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20100317a.htm>>

Bernanke, Ben S. 2006. Speech to the Independent Community Bankers of America National Convention and Techworld,
<<http://www.federalreserve.gov/BoardDocs/Speeches/2006/20060308/default.htm>>

Blanchard, O.J, 2008, The Crisis: Basic Mechanisms, and Appropriate Policies,
<<http://ssrn.com/abstract=1324280>>

Economist.com, 2007, Crunch Time,
<http://www.economist.com/daily/news/displaystory.cfm?story_id=9623634&top_story=1>

Economist.com, 2009, Efficiency and beyond,
<<http://www.economist.com/node/14030296/print>>

Greenspan, Alan. 2002. Monetary Policy and the Economic Outlook. Testimony before the Joint Economic Committee of the U.S. Congress.
<<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/testimony/2002/20020417/default.htm>>

Greenspan, Alan. 2005. Mortgage Banking. Speech to the American Bankers Association Annual Convention.
<<http://www.federalreserve.gov/BOARDDOCS/SPEECHES/2005/200509262/default.htm>>

Goodhart, C., 2010, The Changing Role of Central Banks,
<<http://www.bis.org/events/conf100624/goodhartpaper.pdf>>.

Krugman, P., 2009, How Did Economists Get It So Wrong?, New York Times Magazine,
<http://www.nytimes.com/2009/09/06/magazine/06Economic-t.html?_r=1>

Papademos, L., 2009, The Role of ECB in Financial Crisis Management,
<http://www.ecb.int/press/key/date/2009/html/sp090527_1.en.html>.

Richter, F. & Wahl, P., 2011, The Role of the ECB in the Financial Crash & Euro-Zone Crisis,
<<http://www.obela.org/system/files/WEED%20report%20on%20the%20role%20of%20the%20ECB%20in%20the%20crisis.pdf>>

Roubini, N., 2006, The Biggest Slump in US Housing in the Last 40 Years...or 53 Years?
<http://www.gold-eagle.com/editorials_05/mauldin082806.html>

Salomon, F., 2009, Recipe for Disaster. The Formula That Killed Wall Street, Wired Magazine, <http://www.wired.com/techbiz/it/magazine/17-03/wp_quant?>