



ΔΙΑΤΜΗΜΑΤΙΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Διπλωματική Εργασία

**ΕΚΤ ΚΑΙ FED: Ο ΡΟΛΟΣ ΚΑΙ ΟΙ ΕΝΕΡΓΕΙΕΣ ΤΟΥΣ
ΣΤΗΝ ΤΡΕΧΟΥΣΑ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ**

της

ΜΑΡΙΝΑΣ ΝΤΑΛΟΥΚΑ

Επιβλέπων Καθηγητής : κ. Νούλας Αθανάσιος

Υποβλήθηκε ως απαιτούμενο για την απόκτηση του μεταπτυχιακού
διπλώματος ειδίκευσης στη Διοίκηση Επιχειρήσεων
(με εξειδίκευση στη Χρηματοοικονομική Διοίκηση)

Οκτώβριος 2011

Ένα μεγάλο ευχαριστώ στους γονείς μου για τη συμπαράστασή τους, στους καθηγητές για τις γνώσεις που μου προσέφεραν και ιδιαίτερα στον κ. Νούλα Αθανάσιο, καθηγητή του τμήματος Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής, για την καθοδήγησή του κατά τη διάρκεια εκπόνησης της παρούσας διπλωματικής εργασίας.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Βιώνουμε μια σφοδρή κρίση, της οποίας το μέγεθος και το βάθος ακόμα δεν είναι δυνατόν να εκτιμηθούν. Η τρέχουσα κρίση ξέσπασε τον Αύγουστο του 2007, με το σκάσιμο μιας κερδοσκοπικής φούσκας σε ένα τμήμα της αγοράς ενυπόθηκων δανείων των ΗΠΑ, η οποία συνοδεύτηκε από στεγαστική φούσκα και στη συνέχεια είδαμε να εκφυλίζεται σε πλανητική τραπεζική κρίση προκαλώντας απόλυτο χάος στο διεθνή χρηματοπιστωτικό χώρο.

Ανατρέχοντας σε κρίσεις του παρελθόντος, διαπιστώνεται αυτή η στενή διασύνδεση μεταξύ φούσκας δανείων και ακινήτων τη στιγμή που είναι κοινώς αποδεκτό ότι οι χρηματοοικονομικές κρίσεις προκαλούνται από υπερβολές. Η δημιουργία αυτών των συνθηκών πυροδοτήθηκε στις αρχές του 21^{ου} αιώνα με την αλόγιστη χορήγηση ενυπόθηκων τραπεζικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης σε ανθρώπους με περιορισμένες πιστοληπτικές δυνατότητες, η οποία διευκολύνθηκε από τη χαλάρωση των πιστωτικών ελέγχων. Το φθηνό χρήμα που υπήρχε έκανε τους χορηγούς ενυπόθηκων δανείων να επινοήσουν νέους τρόπους, για να προσελκύσουν επενδυτές και να αποκομίσουν κέρδη. Τα νέα όμως χρηματοοικονομικά εργαλεία που επινοήθηκαν και στηρίζονταν στα ενυπόθηκα τραπεζικά δάνεια αποδείχτηκαν σαθρά, προκαλώντας μια διαδοχή ακραίων και φοβερών γεγονότων, αφού χρηματοοικονομικοί οργανισμοί που βρίσκονταν στο ζενίθ της ισχύος τους κατέρρευσαν.

Η κρίση κατέδειξε την ύπαρξη ρηγμάτων στα θεμέλια του διεθνούς τραπεζικού συστήματος. Η αποστράγγιση ρευστότητας από τις αγορές υπήρξε γεγονός καταστροφικό που προκάλεσε την πρωτόγνωρη παρέμβαση των Κεντρικών Τραπεζών για την άμβλυνση της κρίσης και την αποτροπή μιας ενδεχόμενης κατάρρευσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Σκοπός λοιπόν της παρούσας εργασίας είναι να μελετηθούν δυο από τις μεγαλύτερες Κεντρικές Τράπεζες, η Fed και η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, που έπαιξαν καίριο ρόλο τόσο στη δημιουργία της κρίσης, εν αγνοία τους βέβαια, όσο και στην προσπάθεια διάσωσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Ξεκινώντας στο πρώτο κεφάλαιο γίνεται ανασκόπηση της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2007, με ιδιαίτερη έμφαση στις αιτίες που συνέβαλαν καθοριστικά στην εμφάνισή της. Ακολουθεί σύντομος απολογισμός των συνεπειών της και παρουσιάζονται τα χαρακτηριστικά εκείνα που την ξεχωρίζουν από τις προηγούμενες κρίσεις.

Στο δεύτερο κεφάλαιο γίνεται σκιαγράφηση των δυο Κεντρικών Τραπεζών, ώστε να κατανοηθεί η δομή, η λειτουργία και οι στόχοι τους. Ιδιαίτερο βάρος δίνεται στη νομισματική πολιτική που ακολουθούν και κυρίως στα εργαλεία που χρησιμοποιούν για την επίτευξή της. Τα εργαλεία αυτά, σε συνδυασμό με άλλα επιπρόσθετα μη συμβατικά μέτρα, αποτέλεσαν τη βάση για την τόνωση των αγορών.

Στο τρίτο κεφάλαιο παρατίθενται απόψεις για τις ακολουθούμενες πολιτικές των Κεντρικών Τραπεζών και κυρίως της Κεντρικής Τράπεζας των ΗΠΑ (Fed) που οδήγησαν στην αναταραχή του 2007. Κατηγορήθηκαν όχι μόνο για την επιτοκιακή τους πολιτική και την ολιγορία τους αλλά και για την χαλαρή εποπτεία και ελλιπή ρύθμιση της πιστωτικής διαδικασίας.

Στο τέταρτο κεφάλαιο αναλύεται η αντίδραση της Fed και της ΕΚΤ εν όψει της κρίσης. Γίνεται εκτενής αναφορά στα μέτρα που έλαβαν και στις ενέργειές τους με στόχο να επικρατήσει ηρεμία και να επιτραπεί η επαναλειτουργία της πιστωτικής αγοράς. Το σίγουρο είναι ότι παρενέβησαν σε μια πρωτοφανή κλίμακα και επιστράτευσαν μέτρα που δεν είχαν μέχρι τότε ληφθεί.

Στο πέμπτο κεφάλαιο παρουσιάζεται ο εποπτικός ρόλος των Κεντρικών Τραπεζών, όπως αυτός έχει εξελιχθεί με αφορμή την κρίση και την αποτυχία τους να θέσουν υπό τον έλεγχό τους συστημικούς κινδύνους που υπονόμωσαν το χρηματοπιστωτικό σύστημα. Έχουν ήδη γίνει σημαντικές μεταρρυθμίσεις παγκοσμίως, όσον αφορά τη δημιουργία επιπλέον εποπτικών μηχανισμών, ενώ οι Κεντρικές Τράπεζες βρίσκονται αντιμέτωπες με νέες προκλήσεις για επέκταση του εποπτικού τους ρόλου.

Στο έκτο και τελευταίο κεφάλαιο, αντλούμε συμπεράσματα από τη μελέτη της αρθρογραφίας που έχει προηγηθεί και από την τρέχουσα πραγματικότητα, αφού οι κλυδωνισμοί στις αγορές εξακολουθούν να υφίστανται και οι αρμόδιες αρχές, συμπεριλαμβανομένων και των δυο Κεντρικών Τραπεζών, Fed και ΕΚΤ, συνεχίζουν να λαμβάνουν μέτρα για την αναχαίτιση της πρωτοφανούς κρίσης που βιώνουμε.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο

Η ΤΡΕΧΟΥΣΑ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

1.1.Ιστορικό της κρίσης.....	7
1.2.Τα αίτια της κρίσης.....	12
1.3.Συνέπειες της κρίσης.....	24
1.4.Χαρακτηριστικά της κρίσης.....	28

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο

ΟΙ ΚΕΝΤΡΙΚΕΣ ΤΡΑΠΕΖΕΣ:FED ΚΑΙ ΕΚΤ

2.1.Αναδρομή στην Ιστορία των Κεντρικών Τραπεζών.....	35
2.2.Βασικές Λειτουργίες των Κεντρικών Τραπεζών.....	36
2.3.Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ.....	38
2.3.1.Η Δομή της Fed.....	39
2.3.2.Ιστορική Αναδρομή της Fed.....	42
2.3.3.Νομισματική Πολιτική της Fed.....	43
2.3.4.Εργαλεία Επίτευξης της Νομισματικής Πολιτικής.....	45
2.4.Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα.....	49
2.4.1.Η Δομή της ΕΚΤ.....	52
2.4.2.Νομισματική Πολιτική της ΕΚΤ.....	53
2.4.3.Εργαλεία Επίτευξης της Νομισματικής Πολιτικής.....	57

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο

Η ΣΥΜΒΟΛΗ ΤΩΝ ΚΕΝΤΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΣΤΗ ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ ΤΗΣ ΤΡΕΧΟΥΣΑΣ ΚΡΙΣΗΣ

3.1.Η συμβολή της Fed στη δημιουργία της κρίσης.....	60
3.2.Η συμβολή της ΕΚΤ στη δημιουργία της κρίσης.....	66

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^ο

ΟΙ ΕΝΕΡΓΕΙΕΣ ΤΩΝ ΚΕΝΤΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

4.1.Ενέργειες της Fed για την κρίση.....	69
4.1.1.Η επίδραση των μη συμβατικών μέτρων στον ισολογισμό της Fed.....	77
4.2.Ενέργειες της ΕΚΤ για την κρίση.....	78

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5^ο

Ο ΕΠΟΠΤΙΚΟΣ ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΚΕΝΤΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ

5.1.Μακροπροληπτική και Μικροπροληπτική Εποπτεία.....	86
5.2.Η γένεση της προληπτικής τραπεζικής εποπτείας και η εξέλιξή της μετά την κρίση.....	88
5.3.Ο εποπτικός ρόλος της Fed.....	90
5.4.Η διασφάλιση χρηματοπιστωτικής σταθερότητας στην ΕΕ.....	94
5.5.Ο εποπτικός ρόλος της ΕΚΤ.....	95
5.6.Το νέο θεσμικό πλαίσιο χρηματοπιστωτικής εποπτείας στην ΕΕ.....	98

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6^ο

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....

102

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....

105

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο

Η ΤΡΕΧΟΥΣΑ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

1.1. Ιστορικό της κρίσης

Η τρέχουσα κρίση στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές ξεκίνησε το 2007 στην αγορά στεγαστικής πίστης μειωμένης εξασφάλισης (sub-prime mortgage market) των ΗΠΑ, μετατράπηκε ραγδαία σε κρίση του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος και μεταφέρθηκε στην πραγματική οικονομία επηρεάζοντας όλες τις περιοχές του κόσμου. Η αρχική αναταραχή που προκλήθηκε σε ένα τομέα στεγαστικών δανείων της Αμερικής και η ταχεία επέκταση της κρίσης διεθνώς αποδεικνύει ότι έχουμε να κάνουμε με μια βαθιά κρίση διαφορετική από άλλες προηγούμενων ετών, η οποία αναδεικνύει διάφορα συστημικά προβλήματα (Aiginger,2009).

Από τα τέλη της δεκαετίας του '90 και μέχρι το ξέσπασμα της κρίσης, η ακίνητη περιουσία θεωρούνταν μια από τις ασφαλέστερες και πιο κερδοφόρες επενδύσεις. Για τον λόγο αυτό οι τιμές κατοικιών σε όλη τη χώρα αυξάνονταν με ένα σύνθετο ετήσιο ποσοστό της τάξεως του 8%, ενώ μέχρι το 2006 το μέσο κόστος ενός ακινήτου ήταν περίπου τέσσερις φορές μεγαλύτερο από το εισόδημα μιας μέσης οικογένειας (Reavis,2009). Η ζήτηση λοιπόν ξεπερνούσε την προσφορά. Παρά το γεγονός ότι το εισόδημα των νοικοκυριών παρέμενε σταθερό κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου, όλο και περισσότεροι άνθρωποι ήταν σε θέση να αποκτήσουν ένα σπίτι λόγω της χαλάρωσης των πιστωτικών κανόνων που ξεκίνησε από την κυβέρνηση Κλίντον και συνεχίστηκε από την κυβέρνηση Μπους.

Δάνεια υψηλού κινδύνου, συμπεριλαμβανομένων στεγαστικά δάνεια μειωμένης εξασφάλισης χορηγούνταν σε όλο και λιγότερο φερέγγυους οφειλέτες, ενώ η σχέση συνολικού χρέους αμερικανικών νοικοκυριών προς ΑΕΠ αυξήθηκε από 50% τη δεκαετία του '80 σε 100% μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του 2000 (Aiginger,2009). Η επιθυμία που κυριαρχούσε τότε ήταν κάθε Αμερικανός να έχει τη δυνατότητα να αγοράσει το δικό του σπίτι . Αποτέλεσμα ήταν να χαλαρώσουν τα κριτήρια τραπεζικών χρηματοδοτήσεων στον τομέα των στεγαστικών δανείων και να παρέχονται δάνεια σε άτομα των οποίων η πιστοληπτική τους ικανότητα και το εισόδημα δεν μπορούσαν να

θεωρηθούν σταθερά ή αρκετά υψηλά, κάτι που όμως εκείνη την περίοδο ήταν πολιτικά αποδεκτό.

Επίσης το περιβάλλον χαμηλών πραγματικών επιτοκίων ευνόησε την ανάληψη από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα αυξημένων κινδύνων προχωρώντας σε δανεισμό αφερέγγυων δανειοληπτών. Αυτές οι επιθετικές πολιτικές χορήγησης δανείων και η εκρηκτική αύξηση της μόχλευσης των νοικοκυριών τροφοδότησαν την άνοδο των τιμών των ακινήτων. Καθώς οι τιμές τους αυξάνονταν, την ίδια πορεία ακολουθούσε και η αξία του ενεχύρου σε ένα στεγαστικό δάνειο έως το 2006 και συνεπώς ο κίνδυνος πτώχευσης του νοικοκυριού δεν ενείχε αναμενόμενες απώλειες για τις τράπεζες. Η ανάπτυξη αυτή στην αγορά κατοικιών, από τα τέλη της δεκαετίας του '90 μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του 2000, έδωσε ώθηση στην οικονομία των ΗΠΑ, αυξάνοντας την κατανάλωση και δημιουργώντας νέες θέσεις εργασίας στον κατασκευαστικό κλάδο και τις κτηματομεσιτικές υπηρεσίες.

Ο κίνδυνος για τις τράπεζες μειώθηκε εφαρμόζοντας το επιχειρηματικό μοντέλο «originate and distribute», που αποτελούσε μια στρατηγική που χρησιμοποιούσαν οι τράπεζες τις τελευταίες δυο δεκαετίες με την οποία δημιουργούσαν και διέθεταν τιτλοποιημένες απαιτήσεις δανείων. Σύμφωνα με αυτή, ο χρηματοοικονομικός τομέας συγκέντρωνε τα υποθηκευμένα δάνεια με τη μορφή δεξαμενής (pool), τα χώριζε με βάση τις διάφορες κατηγορίες κινδύνου και στη συνέχεια τα τιτλοποιούσε και τα διένειμε υπό μορφή νέων χρηματοπιστωτικών μέσων στους επενδυτές.

Κυρίαρχο ρόλο στη διαδικασία αυτήν είχαν τα οχήματα ειδικού σκοπού (Special Purpose Vehicle-SPV) τα οποία διεξήγαγαν τις συναλλαγές τιτλοποίησης. Εξέδιδαν σε αντίκρισμα χρεόγραφα που βασίζονταν στα δάνεια, τα λεγόμενα ABS (Asset-Backed Security) και τα διένειμαν σε θεσμικούς επενδυτές, συνταξιοδοτικά ταμεία, Hedge Funds, ασφαλιστικές εταιρίες και μεγάλες επιχειρήσεις.¹

Η πρακτική της τιτλοποίησης αποτελούσε έναν τρόπο μετατροπής των τραπεζικών δανείων σε εμπορεύσιμα περιουσιακά στοιχεία και ταυτοχρόνως έναν τρόπο για τις τράπεζες να μεταβιβάζουν τις απαιτήσεις τους εκτός ισολογισμού, απαλλασσόμενες από την υποχρέωση να τηρούν επιπλέον αποθεματικά για την κάλυψη του πιστωτικού κινδύνου, τον οποίον πλέον αναλάμβαναν οι τελικοί επενδυτές των

¹ P.Askenazy και D. Cohen, (2010), «Οικονομική κρίση: αίτια και προοπτικές»

SPV.² Στη συνέχεια συνεργάζονταν με τις εταιρίες πιστοληπτικής αξιολόγησης (Moody's, S & P, Fitch) προκειμένου να βαθμολογήσουν τα τιτλοποιημένα δάνεια, ενώ αποτέλεσμα των υψηλών βαθμολογήσεων τους ήταν να απαιτείται από τους επενδυτές μικρή ποσότητα εγγυήσεων για την κάλυψη του κινδύνου που αναλάμβαναν και ως εκ τούτου να υπάρχει μεγάλη ζήτηση αυτής της κατηγορίας των αξιογράφων.

Το 2006, όταν τα επιτόκια άρχισαν να αυξάνονται ως αποτέλεσμα του πληθωρισμού, η αγορά ακινήτων περιήλθε σε κορεσμό και η νομισματική πολιτική έγινε πιο περιοριστική, άρχισε να γίνεται φανερή η πρώτη φούσκα που έσπασε στην αγορά κατοικιών στις ΗΠΑ. Η άνοδος των τιμών των ακινήτων σταμάτησε στα μέσα του 2006 και από τότε οι τιμές άρχισαν να πέφτουν και να σταθεροποιούνται τον Απρίλιο του 2009.

Η πτώση των τιμών, που διήρκεσε για 3 περίπου χρόνια, οδήγησε τα νοικοκυριά σε καθυστερήσεις πληρωμών προς τις τράπεζες κάτι που είχε πολλαπλασιαστικές επιπτώσεις μέσω του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Πολλοί δανειολήπτες είχαν εισέλθει στη φάση των υψηλότερων αποπληρωμών και επιτοκίων που δεν μπορούσαν πλέον να αντικαταστήσουν ή να εξυπηρετήσουν με φθηνότερα δάνεια και άρχισαν να αντιλαμβάνονται ότι η αξία του σπιτιού που είχαν αγοράσει έπεφτε κάτω από την αξία του δανείου τους και ότι τους συνέφερε τελικά να το παραδώσουν στην τράπεζα. Καθώς λοιπόν όλο και περισσότερα νοικοκυριά χρεοκοπούσαν, τόσο περισσότερα σπίτια εισέρχονταν στην κτηματομεσιτική αγορά ωθώντας απότομα τις τιμές τους προς τα κάτω, συμπαρασύροντας και τις εγγυήσεις για τα δάνεια.

Η κατάρρευση της αγοράς ακινήτων προκάλεσε αδυναμία εξόφλησης των υποχρεώσεων στην αγορά ενυπόθηκων δανείων μειωμένης εξασφάλισης. Στις 20 Ιουνίου του 2007, δύο συλλογικά κεφάλαια επένδυσης υψηλού κινδύνου (hedge funds) της πέμπτης μεγαλύτερης επενδυτικής τράπεζας των ΗΠΑ, της Bear Stearns, που είχαν υψηλή έκθεση σε τιτλοποιημένα αξιόγραφα μειωμένης εξασφάλισης κατέρρευσαν, ενώ δύο ημέρες αργότερα η Bear Stearns παρείχε \$ 3.2 δις σε δάνεια για να κρατήσει τα hedge funds στη ζωή. Η ζημιά όμως είχε γίνει και μέχρι τον επόμενο μήνα τα κεφάλαια είχαν απολέσει πάνω από το 90% της αξίας τους. Αυτό ήταν μόνο η κορυφή του παγόβουνου που είχε ήδη δημιουργηθεί.

² P.Askenazy και D. Cohen, (2010), «Οικονομική κρίση: αίτια και προοπτικές»

Η κατάρρευση της Bear Stearns αποκάλυψε τον συνδυασμό δυο φαινομένων που προηγούνται των χρηματοπιστωτικών κρίσεων, της πιστωτικής επέκτασης η οποία αυξάνει τη μόχλευση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, όπως συνέβη στην περίπτωση με τα hedge funds και της φούσκας στην αγορά ενός πραγματικού ή χρηματοοικονομικού κεφαλαιακού αγαθού που συνεπάγεται ασυνήθιστα υψηλές τιμές, όπως συνέβη στην αγορά κατοικίας (Acharya et al,2009, Carmassi et al,2009).

Τον Αύγουστο του 2007, στην Ευρώπη, η γαλλική τράπεζα BNP Paribas ανέστειλε προσωρινά την εξαγορά μεριδίων τριών δομημένων επενδυτικών οχημάτων της (SIVs) και αυτό έδωσε σήμα στο επενδυτικό κοινό ότι στο χαρτοφυλάκιό της βρίσκονται σύνθετα χρηματοπιστωτικά μέσα μειωμένης εξασφάλισης και αμφιβόλου ποιότητας. Η ανακοίνωσή της πάγωσε την αγορά τιτλοποιήσεων και οδήγησε την κρίση στο επόμενο στάδιο που χαρακτηρίστηκε από την έλλειψη διαφάνειας και τον κίνδυνο αντισυμβαλλομένου (counterparty risk). Ακολούθησε τους επόμενους μήνες η εξαγορά της τράπεζας Merrill Lynch για την αποφυγή πτώχευσης, η χρηματοδοτική παρέμβαση της κυβέρνησης των ΗΠΑ για τη διάσωση των τραπεζών στεγαστικής πίστης Freddie Mac και Fannie Mae και η αντιμετώπιση προβλημάτων ρευστότητας από την μεγαλύτερη ίσως αμερικάνικη ασφαλιστική εταιρία στον κόσμο, την American International Group (AIG).

Σημείο κορύφωσης αποτέλεσε η πτώχευση της τέταρτης μεγαλύτερης επενδυτικής τράπεζας των ΗΠΑ, της Lehman Brothers. Στην περίπτωση αυτή οι αρχές των Ηνωμένων Πολιτειών αφού διέσωσαν πρώτα ορισμένες τράπεζες, έκριναν σκόπιμο ότι δεν θα ήταν πρόβλημα να αφήσουν την Lehman Brothers να καταρρεύσει για παραδειγματισμό πειθαρχίας και ευθύνης των μετόχων και των πιστωτών. Η τέταρτη όμως τράπεζα σε μέγεθος των ΗΠΑ είχε \$600 δισεκ. υποχρεώσεις στις κεφαλαιαγορές σε χιλιάδες επενδυτές σε όλο τον κόσμο, συμμετείχε ως μέλος σε 30 διεθνή συστήματα πληρωμών, διακανονισμού και φύλαξης τίτλων και είχε συνάψει 900.000 συμβάσεις παραγωγών με τρίτους, αξίας τρισεκ. δολαρίων, με διεθνείς τράπεζες και θεσμικούς επενδυτές.³ Η πτώχευσή της δημιούργησε αμέσως παγκόσμιο χάος και μετέφερε την κρίση σε όλες τις κεφαλαιαγορές παγκοσμίως.

³ Eurobank EFG Economic Research, « Η κρίση του 2007-2009: τα αίτια, η αντιμετώπιση και οι προοπτικές», 2009

Τα γεγονότα αυτά οδήγησαν τους επενδυτές σε ραγδαία επαναξιολόγηση των επενδύσεών τους, ενώ συνειδητοποίησαν ότι δεν είχαν καταλάβει όσα όφειλαν για τη φύση και το μέγεθος των αναληφθέντων κινδύνων, με αποτέλεσμα την ταχύτερη πτώση τιμών στις αγορές των τιτλοποιημένων απαιτήσεων υψηλού κινδύνου. Έως τότε ένας τεράστιος αριθμός δομημένων προϊόντων διαπραγματεύονταν σε μη οργανωμένες αγορές (over the counter), υπήρχε ασύμμετρη και ατελής πληροφόρηση σχετικά με αυτά τα προϊόντα που επέτρεπαν στους επενδυτές να αναλαμβάνουν κινδύνους που δεν τιμολογούνταν σωστά και πολλά νέα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ήταν αδιαφανή και λειτουργούσαν χωρίς κανένα ρυθμιστικό εμπόδιο.

Οι ιδιωτικές χρηματοοικονομικές αγορές λειτουργούν σωστά όμως μόνο αν υπάρχει επαρκής πληροφόρηση, τόσο για τους συμμετέχοντες στην αγορά όσο και για τις ρυθμιστικές και εποπτικές αρχές. Όταν οι επενδυτές δεν μπορούν να τιμολογήσουν σωστά τα σύνθετα προϊόντα, δεν μπορούν να αξιολογήσουν σωστά ούτε τις συνολικές απώλειες που αντιμετωπίζουν τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα και εφόσον δε μπορούν να ξέρουν ποιος κατέχει τον κίνδυνο που συνεπάγονται τα «τοξικά προϊόντα», αυτό μετατρέπεται σε γενικευμένη αβεβαιότητα. Αποτέλεσμα, η αυξημένη αποστροφή προς τον κίνδυνο, η έλλειψη εμπιστοσύνης μεταξύ των αντισυμβαλλομένων και η μαζική παροχή ρευστότητας στις χρηματοοικονομικές αγορές (Acharya et al,2009).

Η αυξημένη αβεβαιότητα για την πορεία των αγορών οδήγησε σε αυξημένη μεταβλητότητα χρηματιστηριακών τιμών και από τον Ιανουάριο του 2008 τα χρηματιστήρια ξεκίνησαν μια καθοδική πορεία. Το πάγωμα των κεφαλαιαγορών οδήγησε τα χρηματοπιστωτικά συστήματα διεθνώς σε αναστάτωση. Οι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί που είχαν επιλέξει επιχειρηματικές πολιτικές δημιουργίας και διάθεσης τιτλοποιημένων απαιτήσεων δανείων διαπίστωναν την αδυναμία πώλησής τους. Οι εταιρίες-οχήματα δομημένων επενδύσεων βρέθηκαν αντιμέτωπες με εκτεταμένη αποχή επενδυτών και τους ήταν εξαιρετικά δύσκολο να συνάψουν νέα δάνεια αναχρηματοδότησης της δραστηριότητάς τους.

Η κατάσταση αυτή οδήγησε τα πιστωτικά ιδρύματα σε διακράτηση ρευστότητας και απροθυμία χορήγησής της σε άλλα ιδρύματα πέραν ενός πολύ βραχυχρόνιου ορίζοντα. Το πρόβλημα για τις τράπεζες διογκώθηκε γιατί άδεια σπίτια άρχισαν να χάνουν την αξία τους πολύ γρήγορα. Τώρα, ακόμα και τμήματα της τιτλοποίησης που θεωρούνταν σχετικά ασφαλή πραγματοποιούσαν ζημιές. Οι τράπεζες

στην προσπάθειά τους να κρατήσουν σταθερό τον λόγο ιδίων κεφαλαίων προς ενεργητικό, όπως επιβάλλεται από τις εποπτικές αρχές, προχωρούσαν στην πώληση στοιχείων του ενεργητικού τους, αλλά αυτό είτε ήταν αδύνατο είτε γινόταν σε υπερβολικά χαμηλές τιμές. Η ασφυξία στην διατραπεζική αγορά χρήματος λόγω της κρίσης εμπιστοσύνης μεταξύ των πιστωτικών οργανισμών και ο περιορισμός της δυνατότητας αναχρηματοδότησης άμεσων υποχρεώσεων των τραπεζών, άρχισε να επηρεάζει αρνητικά όπως ήταν φυσικό και την πραγματική οικονομία κάνοντας αδύνατο για τους ιδιώτες και τις επιχειρήσεις να δανειστούν.

1.2. Τα αίτια της κρίσης

Το φαινόμενο της τρέχουσας παγκόσμιας κρίσης είναι πολύπλοκο καθώς δεν υπάρχει μια αιτία για αυτήν αλλά επέδρασαν διαχρονικά, σωρευτικά και συνδυαστικά πολλαπλοί ρυθμιστικοί, εποπτικοί, χρηματοοικονομικοί, πολιτικοί και ψυχολογικοί παράγοντες. Το σίγουρο είναι ότι η παγκοσμιοποίηση του χρηματοπιστωτικού συστήματος έχει δημιουργήσει σημαντικές αλληλεξαρτήσεις αγορών, οικονομιών και χωρών σε τέτοιο βαθμό που τοπικές χρηματοοικονομικές κρίσεις μεταφέρονται με μεγάλη ταχύτητα στο υπόλοιπο διεθνές χρηματοπιστωτικό χώρο.⁴

Στην τρέχουσα κρίση σχετικά ανεξάρτητοι παράγοντες άλλαξαν και προκάλεσαν ενδογενείς καταστάσεις. Η κρίση από μόνη της δεν ήταν ανεξάρτητη, αλλά προήλθε από στρεβλώσεις και κίνητρα που δημιουργήθηκαν από παλιές πολιτικές ενέργειες (Blundell-Wignall et al,2008). Τα αίτια της κρίσης μπορούν να αποδοθούν στην αλληλεπίδραση των εξής παραγόντων:

α) Οι μεγάλες παγκόσμιες μακροοικονομικές ανισορροπίες

Τα πολύ χαμηλά επιτόκια που διατηρήθηκαν επί μακρόν κυρίως στις ΗΠΑ συνετέλεσαν στην δημιουργία της φούσκας ακινήτων. Σύμφωνα με τον Taylor (2009) οι νομισματικές υπερβολές αποτέλεσαν την κύρια αιτία της κρίσης, αφού η Federal Reserve στις αποφάσεις της σχετικά με τον καθορισμό του βασικού επιτοκίου έπρεπε

⁴ Eurobank EFG Economic Research, « Η κρίση του 2007-2009: τα αίτια, η αντιμετώπιση και οι προοπτικές», 2009

να είχε ακολουθήσει τον κανόνα⁵ που ο ίδιος είχε προτείνει το 1992, βασιζόμενος στην πολιτική που η Fed είχε ακολουθήσει κατά τη διάρκεια των προηγούμενων 20 χρόνων. Ο κανόνας του Taylor είναι ένας κανόνας νομισματικής πολιτικής που σχεδιάστηκε για να προτείνει στις κεντρικές τράπεζες ένα τρόπο καθορισμού μιας συγκεκριμένης τιμής για το βραχυπρόθεσμο επιτόκιο λαμβάνοντας υπόψη τον πληθωρισμό και την μακροοικονομική δραστηριότητα.

Το πραγματικό επιτόκιο ορίστηκε σε επίπεδα χαμηλότερα από αυτά που θα έπρεπε για μεγάλο χρονικό διάστημα, χαρακτηριστικά ήταν κάτω του 1% έως το 2004, κάτι που δείχνει ότι η νομισματική πολιτική υπήρξε πολύ χαλαρή εκείνη την περίοδο, αφού προκάλεσε μια ασυνήθιστα μεγάλη απόκλιση από τον κανόνα του Taylor. Είναι λοιπόν ξεκάθαρο με βάση τη μελέτη του Taylor (2009), ότι την περίοδο 2000 με 2006 συνέβησαν νομισματικές υπερβολές που προκάλεσαν τη φούσκα ακινήτων στις ΗΠΑ, γιατί οι τράπεζες ήταν σε θέση να αποκτήσουν φθηνή χρηματοδότηση και κατά συνέπεια να παρέχουν και φτηνά δάνεια.

Υποστηρίζεται ακόμη ότι τα χαμηλά επιτόκια κατά την περίοδο 2002-2004 προκλήθηκαν από παγκόσμιους παράγοντες που δεν βρίσκονταν υπό τον έλεγχο των νομισματικών αρχών. Η εξήγηση αυτή εστιάζεται στην παγκόσμια αποταμίευση, ότι δηλαδή υπήρξε ένα παγκόσμιο πλεόνασμα αποταμίευσης που ώθησε τα επιτόκια των ΗΠΑ προς τα κάτω. Πολλές ασιατικές χώρες παρουσίασαν υψηλά ποσοστά αποταμίευσης ως αποτέλεσμα της ταχείας εκβιομηχάνισής τους, του χαμηλού κόστους εργασίας και των εξαγωγών βιομηχανικών αγαθών τους στην Αμερική.

Η αυξημένη αποταμίευση των χωρών αυτών, εμφανής στα πλεονάσματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών τους, τοποθετήθηκε σε ομόλογα και άλλα αξιόγραφα των ΗΠΑ διευρύνοντας το έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών των ΗΠΑ. Οι παραπάνω ανισορροπίες είχαν ως συνέπεια φτηνό χρήμα, μεγάλη ρευστότητα και χαμηλά πραγματικά επιτόκια, τα οποία στη συνέχεια έδωσαν ώθηση σε υπάρχουσες ανισορροπίες του χρηματοοικονομικού τομέα όπως η φούσκα ακινήτων και το κυνήγι των υψηλών αποδόσεων από τη μεριά των επενδυτών.

⁵ Ο κανόνας του Taylor στη γενική του μορφή διατυπώνεται ως εξής: $i_t = \pi_t + R + \alpha (\pi_t - \pi^*) + \beta (Y_t - Y^* / Y^*)$. Σύμφωνα με την εξίσωση αυτή ο προσδιορισμός του βραχυπρόθεσμου επιτοκίου εξαρτάται από το τρέχον επίπεδο του πληθωρισμού, το πραγματικό επιτόκιο, τις αποκλίσεις του πληθωρισμού και της παραγωγής από τον πληθωρισμό στόχο και την δυνητική παραγωγή καθώς και από τις μεταβλητές α και β .

Σε ένα τέτοιο περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων όπου τα αμερικάνικα ομόλογα δημοσίου είχαν καταστεί πλέον μη ελκυστικά, οι επενδυτές οδηγήθηκαν σε αναζήτηση υψηλότερων αποδόσεων έναντι ανάληψης υψηλότερου κινδύνου (search for yield). Η επιθυμία πραγματοποίησης υψηλότερων αποδόσεων δε μπορούσε να ικανοποιηθεί από τις παραδοσιακές επενδυτικές ευκαιρίες, οδηγώντας σε αυξημένη ζήτηση για νέα επενδυτικά εργαλεία και προϊόντα υψηλότερου κινδύνου αλλά και σε αύξηση δανεισμού για την χρηματοδότησή τους, ο οποίος είχε καταστεί ευκολότερος και φθηνότερος. Σε αυτό το σημείο εισήχθησαν οι ενυπόθηκοι τίτλοι μειωμένης εξασφάλισης και δεν χρειάστηκε πολύς χρόνος για να γίνουν το νέο αγαπημένο επενδυτικό εργαλείο του χρηματοπιστωτικού κλάδου αφού προσέφεραν αποδόσεις που κυμαίνονταν από 5% έως 9% (Reavis, 2009).

Οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί προκειμένου να ικανοποιήσουν τους πελάτες τους και να βελτιώσουν την κερδοφορία τους άρχισαν να χαλαρώνουν τα κριτήρια για τη χορήγηση πιστώσεων, ειδικότερα στον τομέα των στεγαστικών δανείων, να προσφέρουν πολύπλοκα δομημένα προϊόντα με υψηλές αποδόσεις και να δημιουργούν νέες αγορές για την μεταφορά των κινδύνων σε τρίτους. Εξάλλου μέχρι το 2005, ο πιστωτικός κίνδυνος θεωρούνταν ελάχιστος, διότι η αξία των ακινήτων στις ΗΠΑ παρέμενε σε ανοδικά επίπεδα. Έτσι αν κάποιος αθετούσε την υποχρέωση αποπληρωμής του δανείου του, η τράπεζα θα προχωρούσε σε κατάσχεση του ακινήτου το οποίο άξιζε περισσότερο από ότι όταν είχε συναφθεί το δάνειο. Η έλλειψη εγκράτειας δανεισμού από πλευράς τραπεζών δικαιολογείται και από τη δυνατότητα τιτλοποίησης των στεγαστικών δανείων. Με την τιτλοποίηση οι τράπεζες έδωχναν τα δάνεια και κατ'επέκταση και τον πιστωτικό κίνδυνο από τον ισολογισμό τους και έτσι δεν νοιάζονταν για τον κίνδυνο που συνεπάγονταν, επειδή θα τα κρατούσαν για λίγες βδομάδες και στη συνέχεια θα τα πωλούσαν στις νέες αγορές.

β) Η απορρύθμιση στον τραπεζικό τομέα και η ελλιπής εποπτεία

Οι εποπτικές αρχές στις ΗΠΑ κατήγησαν σταδιακά πολλούς περιοριστικούς όρους του παρελθόντος. Η κατάργηση της Glass Steagall Act, το 1999, αποτέλεσε μια από τις πιο κρίσιμες ρυθμιστικές αλλαγές που έπαιξε τον ρόλο της στην πρόσφατη χρηματοοικονομική κρίση. Η πράξη αυτή, γνωστή και ως Banking Act, είχε ψηφιστεί το 1933 και απαγόρευε την παράλληλη άσκηση παραδοσιακής εμπορικής τραπεζικής και επενδυτικής τραπεζικής από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, ώστε να ελέγχεται το

επίπεδο κινδύνου που αναλάμβαναν οι επενδυτές και να αποφεύγεται η κατάχρηση από τα ιδρύματα.

Συνεπώς, η κατάργησή της το 1999, σήμανε την έναρξη του ανταγωνισμού μεταξύ των τραπεζών, των χρηματιστηριακών εταιριών και των ασφαλιστικών οργανισμών. Επίσης τροφοδότησε την ανάπτυξη ιδρυμάτων σκιαώδους τραπεζικής (shadow banking system) όπως είναι τα συλλογικά κεφάλαια επένδυσης υψηλού κινδύνου (hedge funds), που αποτέλεσαν τα πιο μυστικοπαθή χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, καθώς η αξία franchise που είχαν βασιζόταν σχεδόν αποκλειστικά στις επιδόσεις των επενδυτικών στρατηγικών τους και αυτό το είδος της πνευματικής ιδιοκτησίας ήταν ίσως το πιο δύσκολο να πατενταριστεί. Παρόλο που τα hedge funds υπήρξαν από τους μεγαλύτερους επενδυτές σε ριψοκίνδυνους ενυπόθηκους τίτλους, μερικοί αναλυτές δεν τα κατηγορούν, καθώς άντλησαν δεκάδες δισεκατομμύρια δολάρια από τα μέσα της δεκαετίας του 2000 για επενδύσεις υποδομής στην Ινδία, στην Αφρική και στη Μέση Ανατολή (Reavis,2009).

Άλλοι οικονομικοί αναλυτές κατηγορούν την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των ΗΠΑ (Securities & Exchange Commission- SEC) η οποία, τον Αύγουστο του 2004, ελαστικοποίησε τους κανόνες μόχλευσης για τις επενδυτικές τράπεζες όπως αυτοί ίσχυαν νωρίτερα με την Securities Exchange Act του 1934. Πριν το 2004, οι επενδυτικές τράπεζες εποπτεύονταν από αυστηρούς κανόνες που επέτρεπαν μια αναλογία χρέους προς ίδια κεφάλαια, 15 προς 1. Σύμφωνα όμως με το νέο καθεστώς αυτές μπορούσαν οικειοθελώς να επωφεληθούν από ρυθμιστικές αλλαγές στη διαχείριση του κινδύνου τους κάτω από ένα πρόγραμμα ενοποιημένης εποπτείας και μάλιστα με λιγότερο αυστηρούς κανόνες που τους επέτρεπαν σε ορισμένες περιπτώσεις να αυξήσουν τον λόγο δανειακών προς ιδίων κεφαλαίων ακόμα και έως 40 προς 1 (Blundell-Wignall,2008).

Αυτή η εναλλακτική προσέγγιση κατέστη δυνατό στις επενδυτικές τράπεζες να χρησιμοποιήσουν εσωτερικά υποδείγματα για τον υπολογισμό των κεφαλαιακών τους απαιτήσεων. Αξίζει να σημειωθεί, ότι ενώ θεωρητικά η τροπολογία αυτή απαιτούσε μεγαλύτερο έλεγχο από την SEC, στην πράξη επέτρεψε στις μεγάλες επενδυτικές τράπεζες να αυξήσουν την μόχλευσή τους όσο αυτές ήθελαν (Acharya et al,2009).

Ακόμη, η ανάληψη αυξανόμενων επενδυτικών κινδύνων διευκολύνθηκε από την εφαρμογή των κανόνων της Βασιλείας II που ενθάρρυνε τη συγκέντρωση

χρηματοπιστωτικών μέσων μειωμένης κεφαλαιακής κάλυψης στα επενδυτικά χαρτοφυλάκια των τραπεζών, επιτρέποντας επέκταση της επιχειρηματικής τους δραστηριότητας με λιγότερα εποπτικά ίδια κεφάλαια και ευκαιριών αντιστάθμισης συναλλαγών (αρμπιτράζ), κάτι που τις οδήγησε να αναπτύξουν δραστηριότητες εκτός ισολογισμού.

Μια άλλη ενέργεια που συνέβαλε στην απορρύθμιση και επιτάχυνε την οικονομική κρίση ήταν η Commodity Futures Modernization Act που υπογράφηκε το 2000 και άφησε μεγάλο μέρος των πολλών τρισεκατομμυρίων δολαρίων της αγοράς παραγώγων ανεξέλεγκτο. Οι ενυπόθηκοι τίτλοι και οι ανταλλαγές πιστωτικού κινδύνου (CDS) ήταν δύο τύποι παραγώγων που έγιναν αρκετά δημοφιλή κατά τη διάρκεια δημιουργίας της φούσκας ακινήτων. Οι μεν πρώτοι θεωρούνταν χαμηλού κινδύνου λόγω του ότι οι τιμές κατοικιών ανέβαιναν σταθερά και είχαν υψηλές ετήσιες αποδόσεις της τάξεως του 5% με 9%, ενώ τα CDS ήταν έτσι δομημένα ώστε να μοιάζουν με ασφαλιστήρια συμβόλαια, συνήθως για ομόλογα, εταιρικά χρέη (corporate debt) και χρεόγραφα ενυπόθηκων δανείων που υπόσχονταν κάλυψη ζημιών σε περίπτωση χρεοκοπίας. Ο αγοραστής του CDS πλήρωνε προμήθεια για μια χρονική περίοδο ως αντάλλαγμα για την κάλυψή του σε περίπτωση απωλειών. Τα CDS πωλούνταν από χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, ασφαλιστικές εταιρίες, επενδυτικούς οργανισμούς, συνταξιοδοτικά ταμεία προκειμένου να απομακρύνουν τον πιστωτικό κίνδυνο από τα βιβλία τους και αποτέλεσαν, ιδιαίτερα στις αρχές του 2000 με την αύξηση των ενυπόθηκων χρεογράφων, έναν τρόπο για να αντισταθμιστεί ο κίνδυνος από ενδεχόμενη υπερημερία του οφειλέτη.

Όμως κερδοσκόποι επενδυτές, αγόραζαν και πωλούσαν τα CDS χωρίς να έχουν άμεση σχέση με την υποκείμενη επένδυση, απλά στοιχημάτιζαν στο αν οι επενδύσεις θα πετύχαιναν ή όχι. Υπήρξε λοιπόν, έξαρση της κερδοσκοπικής δραστηριότητας, καθώς τα CDS αποτελούσαν αντικείμενο διαπραγμάτευσης από επενδυτή σε επενδυτή χωρίς κάποια εποπτική αρχή να καθορίζει την αξία τους ή να εξασφαλίζει ότι ο πωλητής έχει πόρους για να καλύψει τις ζημιές σε περίπτωση αθέτησης των υποχρεώσεων.

Αποτέλεσμα αυτού του πολύ χαλαρά ρυθμιζόμενου περιβάλλοντος, οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί, οι οποίοι πλέον αγόραζαν και πωλούσαν χρεόγραφα με σκοπό το κέρδος, έγιναν όπως χαρακτηριστικά καθιερώθηκε να λέγεται «too big to

fail». Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα δηλαδή έγιναν τόσο μεγάλα και απέκτησαν τέτοια υψηλή μόχλευση που οι ισολογισμοί τους μπορεί και να ξεπερνούσαν ακόμη και το ΑΕΠ της χώρας στην οποία βασίζονταν. Στην Ισλανδία, αρκετές εγχώριες τράπεζες είχαν αποκτήσει «τοξικά» προϊόντα των οποίων η αξία ήταν μεγαλύτερη από ολόκληρη την οικονομία της χώρας. Η απορρύθμιση που υπήρξε σε συνδυασμό με τα νέα επενδυτικά προϊόντα, που ήταν επακόλουθό της, έφεραν στην βιομηχανία τεράστιο πλούτο. Σύμφωνα με τον Simon Johnson (2009), τα κέρδη του χρηματοπιστωτικού τομέα από το 1973 μέχρι το 1985 ποτέ δεν είχαν ξεπεράσει το 16% των εγχώριων εταιρικών κερδών, ενώ μέχρι τις αρχές του 2000 έφτασαν το 41%.

Οι ημικρατικοί οργανισμοί ενυπόθηκων δανείων, Fannie Mae και Freddie Mac, που είχαν ιδρυθεί από την αμερικάνικη κυβέρνηση για να δημιουργήσουν μια δευτερογενή αγορά ενυπόθηκων δανείων επί ακινήτων, έχουν ένα σημαντικό μερίδιο ευθύνης στη δημιουργία της φούσκας ακινήτων. Στις τράπεζες αυτές είχε ανατεθεί από το Κογκρέσο η στήριξη της αγοράς ακινήτων και ήταν υπεύθυνες για την αγορά και την τιτλοποίηση στεγαστικών δανείων προκειμένου να διασφαλιστεί συνεχής διαθεσιμότητα κεφαλαίων στα ιδρύματα που δάνειζαν τους αγοραστές ακινήτων. Οι Fannie Mae και Freddie Mac χρηματοδοτούνταν από την κυβέρνηση και μπορούσαν να δανείζονται με σχετικά χαμηλό επιτόκιο. Το Κογκρέσο λοιπόν, στα μέσα της δεκαετίας του '90, πίεζε τις επιχειρήσεις αυτές να αυξήσουν τα δάνεια σε δανειολήπτες χαμηλού εισοδήματος με αποτέλεσμα να χαλαρώσουν τα πιστωτικά κριτήρια και να αγοράζουν ή να εγγυώνται στεγαστικά δάνεια μειωμένης εξασφάλισης. Εξάλλου σύμφωνα με τους Blundell-Wignall, Atkinson και Lee (2008) η κυβέρνηση Μπους, με το αμερικάνικο όνειρο, ήθελε να βοηθήσει τις οικογένειες χαμηλού εισοδήματος να αποκτήσουν σπίτι, ανοίγοντας έτσι το δρόμο στις τράπεζες να παρέχουν αφθονία στεγαστικών δανείων αμφιβόλου ποιότητας. Σύμφωνα με τον Taylor (2009) είχε προταθεί το 2005 να θεσπιστεί με νόμο η Federal Housing Enterprise Regulatory Reform Act προκειμένου να ελέγξει αυτές τις υπερβολές, η οποία όμως τελικά δεν ψηφίστηκε.

Παρόλο που πολλοί αναλυτές δίνουν μεγάλο μερίδιο ευθύνης για την κρίση στην ομοσπονδιακή κυβέρνηση που παρότρυνε την ανάπτυξη της αγοράς στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης, σύμφωνα με τον William Poole (2010) η ευθύνη ανήκει κατά κύριο λόγο στον ιδιωτικό τομέα, αφού το βασικό πρόβλημα ήταν η αποτυχία μιας ορθής οικονομικής ανάλυσης τόσο από αυτόν όσο και από τις ρυθμιστικές αρχές. Ο ίδιος υποστηρίζει ότι η αδυναμία πλήρους κατανόησης των

κινδύνων των δανείων μειωμένης εξασφάλισης και πρόβλεψης της μείωσης των τιμών ακινήτων, βαραίνει κυρίως τους διαχειριστές των χαρτοφυλακίων που ακολούθησαν ριψοκίνδυνες πολιτικές και όχι την ομοσπονδιακή κυβέρνηση που απλώς προωθούσε πολιτικές για την ενθάρρυνση της ιδιοκατοίκησης.

Ένας άλλος παράγοντας που γονάτισε σχεδόν τον χρηματοπιστωτικό κλάδο των ΗΠΑ ήταν, σύμφωνα με τον *Reavis (2009)* οι στενές σχέσεις που είχαν δημιουργηθεί με την πάροδο των ετών ανάμεσα στις τράπεζες της Wall Street και την Ουάσιγκτον. Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα της Wall Street αντλούσαν τη δύναμή τους από το ότι ήταν υπερβολικά μεγάλα για να αποτύχουν και επωφελήθηκαν από το γεγονός ότι η Ουάσιγκτον πίστευε ότι αυτά σε συνδυασμό με την ελεύθερη ροή κεφαλαίων στις αγορές της ήταν από τους σημαντικότερους παράγοντες που καθόριζαν τη θέση της Αμερικής στον κόσμο. Μέχρι το ξέσπασμα της κρίσης, το 90% των συνολικών καταθέσεων στις ΗΠΑ βρισκόταν σε 20 τράπεζες. Εξάλλου δεν αποτελούσε μυστικό ότι οι τράπεζες της Wall Street ασκούσαν τεράστια πολιτική επιρροή. Η βιομηχανία χρεογράφων και επενδύσεων, η οποία περιελάμβανε τις Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch, Lehman και Bear Stearns, παρείχαν 97,7 εκατομμύρια δολάρια σε ομοσπονδιακούς πολιτικούς υποψηφίους στις εκλογές του 2004 και 70,5 εκατομμύρια δολάρια για την εκλογή του Κογκρέσου το 2006.

Πέρα όμως από τις χρηματικές συναλλαγές τους, υπήρχε διαπλοκή μεταξύ αυτών των δυο. Χαρακτηριστικά στην Goldman Sachs είχε δοθεί το παρατσούκλι «Government Sachs» για τον τεράστιο αριθμό των στελεχών της που αποκτούσαν θέσεις στον δημόσιο τομέα, συμπεριλαμβανομένων του Χένρι Πόλσον, ο οποίος ήταν διευθύνων σύμβουλος της Goldman από το 1998 μέχρι το 2006 και ο οποίος έγινε υπουργός Οικονομικών των ΗΠΑ υπό την προεδρία του Τζορτζ Μπους, ο Robert Rubin, ο οποίος είχε καθήκοντα του αναπληρωτή προέδρου της Goldman Sachs όταν κλήθηκε να υπηρετήσει ως υπουργός Οικονομικών των ΗΠΑ υπό τον πρόεδρο Μπιλ Κλίντον και ο Jon Corzine, κυβερνήτης του Νιου Τζέρσεϋ, ο οποίος διετέλεσε Διευθύνων Σύμβουλος της Goldman Sachs κατά το μεγαλύτερο μέρος της δεκαετίας του '90 (*Reavis, 2009*).

γ) Η αλλαγή επιχειρηματικής στρατηγικής και η άνοδος της επιχειρηματικής δραστηριότητας στον τομέα της χρηματοοικονομικής καινοτομίας

Σύμφωνα με τους Blundell-Wignall, Atkinson και Lee (2008) η αναζήτηση των αιτιών της κρίσης πρέπει να κατευθυνθεί στην εκρηκτική ανάπτυξη μετά το 2004 των τιτλοποιημένων απαιτήσεων στεγαστικών δανείων (residential mortgage backed securities- RMBS) καθώς αυτή η κατηγορία χρεογράφων βρέθηκε στο επίκεντρο της κρίσης. Ο χρηματοοικονομικός τομέας ,ανταποκρινόμενος στην αυξημένη ζήτηση διεθνώς για νέα καινοτομικά προϊόντα υψηλής απόδοσης από τους επενδυτές, προχώρησε στην υιοθέτηση ενός νέου τραπεζικού επιχειρηματικού μοντέλου του «originate-and-distribute» με στόχο τη δημιουργία και τη διάθεση σύνθετων και εξειδικευμένων χρηματοπιστωτικών μέσων υψηλότερης απόδοσης έναντι υψηλότερου κινδύνου, θέλοντας να επωφεληθεί από τα κίνητρα που είχαν δημιουργηθεί με την πάροδο του χρόνου.

Το επιχειρηματικό μοντέλο των τραπεζών, κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του '90, κινήθηκε προς την κατεύθυνση μιας νέας κερδοσκοπικής κουλτούρας, με έμφαση στην ταχύτερη αύξηση της τιμής της μετοχής και στη γένεση κερδών σε βάρος της παραδοσιακής μεσολαβητικής δραστηριότητας της λήψης καταθέσεων και της χορήγησης πιστώσεων με περιθώριο. Οι στόχοι των τραπεζών μετατοπίστηκαν από την χρηματοδότηση της πραγματικής οικονομίας, του εμπορίου και των παραγωγικών επενδύσεων στην κερδοσκοπία, στα χρηματοοικονομικά στοιχήματα και στη χρηματοοικονομική καινοτομία που έγιναν βασικές δραστηριότητες ή και αυτοσκοπός για ορισμένες μεγάλες τράπεζες, οδηγώντας σε αυξημένα κέρδη και μάλιστα με λιγότερα εποπτικά ίδια κεφάλαια. Εφόσον τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα μπορούσαν να αυξήσουν τα έσοδά τους μέσω επενδυτικών συναλλαγών, μειώνοντας παράλληλα τα ελάχιστα απαιτούμενα ίδια κεφάλαια, η απόδοση ιδίων κεφαλαίων και η χρηματιστηριακή τιμή τους θα αυξανόταν.

Στο πλαίσιο αυτό, η αμοιβή των στελεχών των τραπεζών καθοριζόταν περισσότερο από την βραχυχρόνια αύξηση της χρηματιστηριακής απόδοσης και λιγότερο από την παραδοσιακή μεσολαβητική τραπεζική δραστηριότητα. Διαμορφώθηκε δηλαδή μια λανθασμένη δομή και ύψος κινήτρων αναφορικά με τις έκτακτες αμοιβές των στελεχών στο διεθνές τραπεζικό χώρο (bonuses), ευνοώντας

βραχυχρόνιες κερδοσκοπικές δραστηριότητες και ανάληψη υπερβολικών κινδύνων εις βάρος των συμφερόντων των μετόχων.

Τα χρηματοπιστωτικά συστήματα οδηγήθηκαν σε ριζοκίνδυνες επενδύσεις χωρίς να τιμολογούν σωστά τον κίνδυνο. Οι χορηγοί στεγαστικών δανείων πουλούσαν τα ενυπόθηκα δάνεια σε οργανισμούς τιτλοποίησης και τα διέθεταν υπό μορφή νέων επενδυτικών τίτλων σε διάφορες κατηγορίες επενδυτών. Καθοδηγούμενοι από τον κερδοσκοπικό παροξυσμό και τον εντεινόμενο ανταγωνισμό προέβαιναν σε επιτόλαιες προσπάθειες αξιολόγησης της ικανότητας των δανειοληπτών να αποπληρώσουν τα δάνειά τους, αφού με την τιτλοποίηση πετύχαιναν τη μεταφορά των υποκείμενων απαιτήσεων εκτός ισολογισμού τους και συνεπώς εκτός εποπτικών κεφαλαιακών υποχρεώσεων. Συνεπώς σταμάτησαν να ανησυχούν για την επιστροφή των δανείων αυτών. Σύμφωνα με τον Simon Johnson (2009), η σημερινή κρίση προκλήθηκε από ισχυρές ελίτ, στις οποίες απέδωσε τον όρο τραπεζική "ολιγαρχία", των οποίων τα συμφέροντα διαδραμάτισαν κεντρικό ρόλο στη δημιουργία της κρίσης αναλαμβάνοντας πάρα πολλούς κινδύνους, έχοντας την έμμεση υποστήριξη της κυβέρνησης μέχρι την αναπόφευκτη κατάρρευση.

Η διαδικασία τιτλοποίησης χρηματοοικονομικών απαιτήσεων αποτελούσε τεχνική μετασχηματισμού απαιτήσεων που περιλάμβανε το πακετάρισμα μιας ομάδας επενδύσεων και στη συνέχεια την ανακατασκευή τους σε κατηγορίες επενδυτικών τίτλων διαφοροποιημένου κινδύνου οι οποίοι πωλούνταν μέσω της κεφαλαιαγοράς σε διαφορετικές κατηγορίες επενδυτών με τη βοήθεια διαβάθμισης κινδύνου από τους οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης (credit rating agencies-CRAs). Οι συναλλαγές τιτλοποίησης διενεργούνταν μέσω της δημιουργίας αξιογράφων επί υποκείμενων χρηματοπιστωτικών μέσων (asset-backed securities-ABS) που παρείχαν απόδοση στη βάση επιστροφής μετρητών από τις υποκείμενες επενδύσεις. Μια ειδική κατηγορία ABS που έπαιξε σημαντικό ρόλο στην κρίση είναι οι υποχρεώσεις εγγυημένου χρέους (credit default obligations-CDOs) που αποτέλεσαν σύνθετοι επενδυτικοί τίτλοι και διαχώριζαν τον πιστωτικό κίνδυνο πακετάροντας και πουλώντας τίτλους διαφορετικών κατηγοριών πιστοληπτικής διαβάθμισης.

Η διαδικασία τιτλοποίησης υποστηριζόταν από πολλούς μεσάζοντες φορείς σε όλα τα στάδιά της έναντι αδρής αμοιβής και τελικά ο πιστωτικός κίνδυνος μεταφερόταν σε μια δομή η οποία ήταν τόσο αδιαφανή όπου ακόμα και ο πιο εξειδικευμένος

επενδυτής δεν είχε πραγματική ιδέα για το τι είχε στην κατοχή του. Ανάμεσα σε αυτούς τους μεσάζοντες φορείς ήταν και οι εταιρίες-οχήματα ειδικού σκοπού (SPV), στις οποίες μεταφέρονταν οι χρηματοοικονομικές απαιτήσεις από τους δημιουργούς των χρηματοπιστωτικών μέσων, οι οποίοι στη συνέχεια τις πακέταραν σε διαφορετικές κατηγορίες κινδύνου με σκοπό την πώλησή τους στους τελικούς επενδυτές.

Η αδιαφάνεια που χαρακτήριζε την δόμηση των καινοτόμων χρηματοπιστωτικών προϊόντων συνέβαλε στην αστάθεια του συστήματος. Σύμφωνα με τον Taylor (2009), οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας υποτίμησαν τον κίνδυνο των νέων επενδυτικών εργαλείων εξαιτίας της έλλειψης ανταγωνισμού τους, της ανευθυνότητάς τους και της αδυναμίας εκτίμησης του κινδύνου, λόγω της πολυπλοκότητας των νέων προϊόντων. Οι οίκοι βαθμολόγησης κατηγορήθηκαν για ανεπάρκεια και για μεροληψία, που πιθανόν να πήγαζε από το γεγονός ότι οι εκδότες των τίτλων ήταν αυτοί που πλήρωναν για την αξιολόγηση. Δεδομένου ότι η βαθμολόγηση παρεχόταν έναντι αμοιβής, οι οργανισμοί αυτοί είχαν το κίνητρο να προβαίνουν σε υπεραισιόδοξες εκτιμήσεις που καθιστούσαν τους δυνητικούς αγοραστές των τίτλων οδηγώντας σε μια τεράστια αύξηση των πωλήσεών τους.

Χιλιάδες τράπεζες και επενδυτές, τα τελευταία χρόνια, στηρίχτηκαν στην αξιοπιστία των βαθμολογήσεων των οίκων για να τοποθετήσουν τρισεκατομμύρια σε κινητές αξίες που νόμιζαν ότι ήταν χαμηλού κινδύνου, αλλά αποδείχτηκαν «τοξικά» προϊόντα. Τα νέα τιτλοποιημένα και πακεταρισμένα προϊόντα ήταν τόσο αδιαφανή και σύνθετα στην κατανόησή τους, που οι εκδότες τους και κυρίως οι επενδυτές έχασαν την αίσθηση του ενεχόμενου κινδύνου, μέχρι που το ξέσπασμα της κρίσης τους έφερε αντιμέτωπους με την πραγματικότητα.

Βέβαια, η τιτλοποίηση απαιτήσεων καθαυτή, δεν αποτελεί αρνητική εξέλιξη, αφού διαχωρίζει ορισμένα χρηματοπιστωτικά μέσα από τον κίνδυνο αντισυμβαλλομένου και αφερεγγυότητας, που ενδεχομένως χαρακτηρίζει τους εκδότες τους, προς όφελος των επενδυτών και εξασφαλίζει ρευστότητα στην αγορά. Το όφελος όμως, είναι πραγματοποιήσιμο υπό την προϋπόθεση ότι οι προσδοκώμενες ταμειακές ροές που απορρέουν από τους υποκείμενους τίτλους είναι γνωστές ή επαρκώς προβλέψιμες και αυτό συμβαίνει εφόσον τα κριτήρια αναδοχής που χρησιμοποιούνται

για την τιτλοποίηση και διάθεση υποχρεώσεων είναι τυποποιημένα και χαρακτηρίζονται από διαφάνεια.⁶

Το νόημα της τιτλοποίησης είναι ακριβώς ότι μεταφέροντας τον πιστωτικό κίνδυνο από τους δανειστές στους επενδυτές, οι κίνδυνοι θα διαχέονται στο σύνολο της οικονομίας με την ελάχιστη συστημική επίδραση. Στην πραγματικότητα όμως οι τράπεζες και άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα είχαν σημαντική έκθεση σε ενυπόθηκα δάνεια, MBSs, και CDOs κρατώντας μάλιστα το λεγόμενο “equity tranche” των τιτλοποιήσεων, δηλαδή το κομμάτι με το μεγαλύτερο ρίσκο απωλειών αλλά και την υψηλότερη αναμενόμενη απόδοση. Αν όμως είχαν ακολουθήσει πιστά το επιχειρηματικό μοντέλο τιτλοποίησης «originate-and-distribute», θα μεταβιβάζονταν πλήρως ο πιστωτικός κίνδυνος των ενυπόθηκων δανείων προς τους επενδυτές της κεφαλαιαγοράς και οι τράπεζες δεν θα είχαν υποστεί ζημίες εκατοντάδων δισεκατομμυρίων δολαρίων (Acharya, 2009).

Από τα παραπάνω λοιπόν, συνάγεται ότι δεν είχαν γίνει κατανοητοί από τις διοικήσεις των διεθνών τραπεζών αλλά και από τις εποπτικές αρχές, το μέγεθος της πολυπλοκότητας των κινδύνων από την ανάπτυξη των χρηματοοικονομικών καινοτομιών, την χρηματοοικονομική μόχλευση και την χρηματοδότηση των τραπεζών από τις κεφαλαιαγορές και τη διατραπεζική αγορά.

δ) Η ανθρώπινη αδυναμία, οι συμπεριφορές αγέλης από τους επενδυτές (herd behaviour) και η απληστία

Πολλοί αναλυτές συμφωνούν στο ότι ο άνθρωπος παράγοντας έπαιξε καθοριστικό ρόλο στην δημιουργία της τρέχουσας κρίσης. Προσεγγίσεις επιστημών αναφορικά με τα όρια του ανθρώπινου ορθολογισμού, τον ρόλο της ψυχολογίας και της αβεβαιότητας στην οικονομική και επενδυτική δραστηριότητα, όπως είναι για παράδειγμα η ψυχολογία κοπαδιού στους επενδυτές, οι αποφάσεις τους με βάση τι πράττουν οι άλλοι και όχι ποιες είναι οι σωστές τιμές, υποβαθμίστηκαν. Με βάση τη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική (Behavioral Finance) οι επενδυτές δεν κάνουν πάντα τις βέλτιστες επιλογές καθώς μπορεί να χαρακτηρίζονται από φραγμένο ορθολογισμό (bounded rationality) ή περιορισμένο αυτοέλεγχο. Οι Thaler και Sunstein (2008) υποστηρίζουν ότι δεν μπορούμε να προστατευτούμε έναντι μελλοντικών

⁶ Χ.Μερτζάνης, «Η τρέχουσα χρηματοπιστωτική κρίση: χαρακτηριστικά και προκλήσεις»

κρίσεων αν δεν γίνουν κατανοητές οι δυνητικά καταστροφικές συνέπειες του φραγμένου ορθολογισμού και του περιορισμένου αυτοελέγχου.

Σύμφωνα με τον Lo (2008), οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις ενδέχεται να είναι αναπόφευκτη πτυχή του σύγχρονου καπιταλισμού και το αποτέλεσμα αλληλεπιδράσεων της ανθρώπινης συμπεριφοράς και της απρόσκοπτης ικανότητας του ανθρώπου να καινοτομεί, να ανταγωνίζεται και να εξελίσσεται. Στη σημερινή κρίση διαδραμάτισε κεντρικό ρόλο το ανθρώπινο στοιχείο και κυρίως τα συναισθήματα της απληστίας και του φόβου για το άγνωστο. Ο ίδιος υποστηρίζει ότι κατά τη διάρκεια εκτεταμένων περιόδων ευημερίας, οι συμμετέχοντες στην αγορά τείνουν να εφησυχάζουν ως προς τον κίνδυνο απωλειών είτε εξαιτίας συστηματικής υποτίμησης των κινδύνων είτε μείωσης αποστροφής τους προς αυτόν έναντι της αυξημένης απόδοσης. Βασιζόμενοι επίσης στον Keynes και στην υπόθεση της χρηματοοικονομικής αστάθειας του Minsky κατά τη διάρκεια εκτεταμένων περιόδων οικονομικής ευημερίας, τα καπιταλιστικά χρηματοοικονομικά συστήματα αναπτύσσουν αδυναμίες που εκθέτουν τη μακροοικονομία στον κίνδυνο του χρέους και του αποπληθωρισμού (Konzelmann et al.,2010).

Παρατεταμένοι περίοδοι οικονομικής ανάπτυξης και ευημερίας μπορεί να προκαλέσουν ένα συλλογικό αίσθημα ευφορίας και εφησυχασμού των επενδυτών, το οποίο όπως έχουν αποδείξει επιστήμονες, δε διαφέρει καθόλου από την νάρκη που προκαλείται σε έναν εξαρτημένο από την κοκαΐνη. Έτσι λοιπόν οι επενδυτές που αγόραζαν τους πολύπλοκους τίτλους πιθανόν και να γνώριζαν αλλά να αφήφισαν τον κίνδυνο που αντιμετώπιζαν. Άλλωστε η απληστία ,δηλαδή η εξασφάλιση απόδοσης αγνοώντας με ανορθολογικό τρόπο το ρίσκο, ήταν στο πνεύμα της εποχής. Επομένως οι «σπόροι» αυτής της κρίσης αναπτύχθηκαν κατά τη διάρκεια της μακράς περιόδου ευημερίας που προηγήθηκε αυτής, όπου οι άνθρωποι έγιναν πιο ανεκτικοί στον κίνδυνο. Έπειτα η απληστία μετατράπηκε σε φόβο και όλα άρχισαν να καταρρέουν (Lo,2008).

Η ανησυχία για το ποιος κρατά απαξιωμένα χρεόγραφα παρέλυσε τις πιστωτικές αγορές, με τις τράπεζες να αρνούνται να δανείσουν η μία στην άλλη, λόγω του φόβου ότι οι δανειολήπτες μπορεί να χρεοκοπήσουν ή να έχουν δανείσει σε άλλες τράπεζες που να αντιμετώπιζαν τέτοιο κίνδυνο, με αποτέλεσμα να προκύψουν προβλήματα

ρευστότητας στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ακόμη και σε αυτά που θεωρούνταν πολύ μεγάλα για να αποτύχουν (too-big-to-fail).

1.3. Συνέπειες της Κρίσης

Η πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση αποτελεί μια από τις μεγαλύτερες στην παγκόσμια οικονομία που έχει μεταφερθεί με σφοδρότητα στην πραγματική οικονομία προκαλώντας ύφεση και πτώση της απασχόλησης σε παγκόσμια κλίμακα. Επεκτάθηκε ταχύτατα στις αναπτυγμένες χώρες και στη συνέχεια σε ολόκληρο τον κόσμο με δραματικές επιπτώσεις στο τραπεζικό σύστημα και στις επιχειρήσεις. Καθώς όμως η κρίση βρίσκεται ακόμη σε εξέλιξη, είναι πολύ πρόωρο να προβεί κανείς σε λεπτομερή ανάλυση των συνεπειών της για τον λόγο αυτό κρίνεται σκόπιμη μια γενική αναφορά στις επιπτώσεις που έχει προκαλέσει.

Όταν ξέσπασε η κρίση τον Αύγουστο του 2007, αρχικά επηρεάστηκαν στις ΗΠΑ η αγορά ακινήτων, οι εργολάβοι και οι δανειστές υποθηκών, που βρέθηκαν στο επίκεντρό της, αλλά όμως πολύ γρήγορα μεταφέρθηκε σε όλες τις ευρωπαϊκές χώρες καθώς και στην Κίνα και εξελίχθηκε σε γενική κρίση ρευστότητας και σε πιστωτική κρίση που επηρέασε διάφορες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων.

Η αγορά σταμάτησε να χρηματοδοτεί τις χρηματοπιστωτικές οντότητες, ακολούθησε πανικός στις αγορές και το πιστωτικό σύστημα πάγωσε διαταράσσοντας τη ροή κεφαλαίων στην οικονομία. Οι τράπεζες αρνούσαν να δανείσουν η μια στην άλλη και άρχισαν να περιορίζουν τις πιστώσεις και να θεσπίζουν αυστηρότερα πιστωτικά κριτήρια. Οι επενδυτές πλέον ήταν εξαιρετικά προσεκτικοί κατά την αγορά χρεογράφων και ομολόγων καταφεύγοντας σε ασφαλέστερες εναλλακτικές επενδύσεις (κρατικά ομόλογα) με αποτέλεσμα οι αποδόσεις των βραχυπρόθεσμων έντοκων γραμματίων να οδηγηθούν κάτω του μηδενός.

Η έκταση των προβλημάτων ήταν τόσο μεγάλη που, όπως σημειώθηκε νωρίτερα, μερικοί από τους μεγαλύτερους παγκόσμιους χρηματοπιστωτικούς κολοσσούς κατέρρευσαν, άλλοι εξαγοράστηκαν σε πολύ χαμηλές τιμές, κρατικοποιήθηκαν ή ζήτησαν βοήθεια από τις κυβερνήσεις για τη διάσωσή τους. Τα συνολικά ποσά που ξόδεψαν οι κυβερνήσεις για διασώσεις τραπεζών εκτινάχθηκαν στα

ύψη, ενώ κάποιες άλλες καθυσάχασαν τους επενδυτές και τους καταθέτες ότι τα χρήματά τους είναι ασφαλή (Seneviratne,2009).

Η διεθνής μετάδοση των οικονομικών προβλημάτων ήταν εμφανής το 2008 με τη μεγάλη αύξηση των ασφαλίσεων κινδύνου σε παγκόσμιο επίπεδο, η οποία προέκυψε από την αύξηση της αποστροφής προς τον κίνδυνο και των πραγματικών απωλειών των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων που είχαν υπερβολική μόχλευση. Οι δείκτες αποστροφής κινδύνου εκτινάχτηκαν στις χρηματοπιστωτικές αγορές στα τέλη του 2008, αντανakλώντας τον κίνδυνο αντισυμβαλλομένου και τον κίνδυνο υπερημερίας από τις μεγάλες πραγματικές απώλειες των περιουσιακών στοιχείων (Duca et al,2010).

Η απομόχλευση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, διαδικασία κατά την οποία πωλούσαν στοιχεία του ενεργητικού τους για την αποπληρωμή υποχρεώσεών τους που δεν μπορούσαν πλέον να χρηματοδοτήσουν, επιτάχυνε περαιτέρω την κρίση ρευστότητας και προκάλεσε μείωση του διεθνούς εμπορίου (Seneviratne,2009). Η κατάσταση αυτή οδήγησε τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά σε συρρίκνωση των δραστηριοτήτων τους , γεγονός που σήμαινε μείωση του προσωπικού, αύξηση της ανεργίας, λιγότερη παραγωγή, λιγότερο εισόδημα και επιμήκυνση της ύφεσης. Η έλλειψη πιστώσεων συνέβαλλε μαζί με την πτώση της καταναλωτικής και επιχειρηματικής εμπιστοσύνης και στην κατάρρευση του παγκόσμιου εμπορίου.

Η μείωση των προοπτικών οικονομικής ανάπτυξης οδήγησε σε δραματική πτώση των τιμών των μετοχών, των πρώτων υλών και των τιμών στις αγορές ενέργειας σε όλο τον κόσμο. Οι επενδύσεις μειώθηκαν, αρχικά οι ξένες άμεσες επενδύσεις και αυτές που αφορούσαν μεγάλα κατασκευαστικά έργα και έπειτα αυτές στη βιομηχανία εξοπλισμού και στις αγορές όπου οι τεχνολογικές εξελίξεις είχαν παραμεληθεί όπως η αυτοκινητοβιομηχανία (Aiginger,2009).

Η τρέχουσα κρίση, σε γενικές γραμμές, από το 2008 επηρέασε ολόκληρη την οικονομία μέσω τριών καναλιών μετάδοσης, που είναι τα εξής⁷:

⁷ European Commission,(2009), “Economic crisis in Europe: Causes, consequences and responses”, Economic and Financial Affairs, Διαθέσιμο: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication15887_en.pdf

- I. Το ίδιο το χρηματοπιστωτικό σύστημα: Παρόλο που οι απώλειες αρχικά προέρχονταν κυρίως από τις Ηνωμένες Πολιτείες, εκτιμάται ότι οι απομειώσεις των τραπεζών είναι μεγαλύτερες στην Ευρώπη, κυρίως στο Ηνωμένο Βασίλειο και στη ζώνη του ευρώ από ό, τι στις ΗΠΑ. Ακόμη με τη διαδικασία της απομόχλευσης οι τράπεζες μείωσαν δραστικά την έκθεσή τους στις αναδυόμενες αγορές με το κλείσιμο πιστωτικών γραμμών και την ανακεφαλαιοποίησή τους.
- II. Τον πλούτο: Τα κριτήρια δανεισμού έγιναν πιο αυστηρά, ο πλούτος των νοικοκυριών μειώθηκε αισθητά μαζί με τις τιμές των περιουσιακών στοιχείων. Αποτέλεσμα, η αποταμίευση να αυξηθεί και η ζήτηση για διαρκή καταναλωτικά αγαθά καθώς και οι επενδύσεις σε ακίνητα να πέσουν κατακόρυφα.
- III. Το παγκόσμιο εμπόριο: Το παγκόσμιο εμπόριο κατέρρευσε, κυρίως το τελευταίο τρίμηνο του 2008, καθώς σημειώθηκε δραματική μείωση στις επενδύσεις και στη ζήτηση αγαθών. Η συρρίκνωση του εμπορίου ήταν πολύ μεγαλύτερη από ότι αναμενόταν με βάση την προϊστορία των υφέσεων, λόγω του συνδυασμού του σοκ από την πλευρά της ζήτησης, της παγκοσμιοποίησης και της δημιουργίας διεθνών αλυσίδων παραγωγής.

Η αντίδραση των χωρών ήταν άμεση σε ό,τι αφορά τη λήψη μέτρων για την αντιμετώπιση της κρίσης. Τα μέτρα αυτά, αν και διέφεραν από χώρα σε χώρα, είχαν στόχο τη βελτίωση της ρευστότητας, την κινητοποίηση των επενδύσεων με σκοπό την αναθέρμανση της οικονομίας και τη συγκράτηση της απασχόλησης. Οι κεντρικές τράπεζες δημιούργησαν διευκολύνσεις ρευστότητας για τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και τους εκδότες χρηματοπιστωτικών μέσων. Μάλιστα η αρχική αντίδραση της Federal Reserve ήταν να μειώσει τον Σεπτέμβριο του 2007 το βασικό επιτόκιο, με την ελπίδα ότι οι εμπορικές τράπεζες θα μπορούσαν να παρέχουν κεφάλαια σε επιχειρήσεις που αποκόπηκαν από την αγορά. Το επιτόκιο αυτό βρισκόταν στο 5,25% από τον Ιούνιο του 2006 μέχρι τον Αύγουστο του 2007 και παρά το γεγονός ότι η Fed συνήθως άλλαζε τον στόχο του επιτοκίου κατά είκοσι πέντε μονάδες βάσης κάθε φορά, η πρώτη μείωση το Σεπτέμβριο ήταν κατά πενήντα μονάδες βάσης.

Καθώς η οικονομία σταδιακά αποδυναμωνόταν, η Fed συνέχισε να μειώνει το επιτόκιο φθάνοντάς το 3% στα τέλη Ιανουαρίου του 2008. Τον Μάρτιο του 2008 και μετά τη διάσωση της μεγάλης επενδυτικής τράπεζας Bear Stearns, η Fed μειώνει το επιτόκιο κατά 75 μονάδες βάσης, δηλαδή στο 2,25%, ενώ τον Απρίλιο αυτό φτάνει στο 2%

όπου και διατηρείται μέχρι τον Σεπτέμβριο κατά τον οποίο η Lehman Brothers κηρύττει πτώχευση. Μια μέρα μετά την αποτυχία της Lehman, η Fed διασώζει τη μεγάλη ασφαλιστική εταιρεία American International Group (AIG) και τον Οκτώβριο θα μειώσει το επιτόκιο στο 1%. Η στροφή στην ασφάλεια ήταν τόσο μεγάλη που τον Νοέμβριο και τον Δεκέμβριο του 2008 η μέση απόδοση των εντόκων γραμματίων κυριολεκτικά φτάνει στο μηδέν για μερικές μέρες. Ήταν αυτό το σημείο στο οποίο η οικονομική δραστηριότητα μειώθηκε σημαντικά, συμπαρασύροντας την παραγωγή και την απασχόληση σε παγκόσμιο επίπεδο (Poole,2010). Η ΕΚΤ προχώρησε πιο διστακτικά στη μείωση των επιτοκίων, καθώς περιοριζόταν από το βασικό της στόχο, που είναι η διατήρηση χαμηλού πληθωρισμού. Έτσι ξεκίνησε τις μειώσεις μόλις τον Οκτώβριο του 2008 από το 4,25% στο 1% τον Ιούνιο του 2009. Παρόλα αυτά, πρέπει να τονιστεί ότι ο μηχανισμός μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής είχε, ιδίως στην οξεία φάση της κρίσης, ουσιαστικά παραλύσει.

Σημάδια ανάκαμψης υπήρξαν στις οικονομίες και συγκεκριμένα αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης στις μεγάλες ανεπτυγμένες οικονομίες σύμφωνα με το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο. Ειδικότερα, από το δεύτερο εξάμηνο του 2010 οι παγκόσμιες οικονομικές συνθήκες βελτιώθηκαν, υπήρξε καλύτερευση στις αγορές του χρηματιστηρίου και οι συνθήκες τραπεζικού δανεισμού σε μεγάλες ανεπτυγμένες οικονομίες έγιναν λιγότερο αυστηρές ακόμη και για μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις. Η παγκόσμια δραστηριότητα αυξήθηκε με ρυθμό λίγο πάνω από το 3,5% το τρίτο τετράμηνο του 2010. Ενώ αναμενόταν για εκείνο το τετράμηνο, επιβράδυνση του ρυθμού ανάπτυξης, τελικά οι συνθήκες ήταν καλύτερες από τις προβλεπόμενες, λόγω της ισχυρότερης κατανάλωσης στις Ηνωμένες Πολιτείες και την Ιαπωνία. Η παγκόσμια παραγωγή αναμένεται να αυξηθεί κατά 4,5% μέχρι το τέλος του 2011. Στις προηγμένες οικονομίες η δραστηριότητα προβλέπεται να αυξηθεί κατά 2,5% κατά τη διάρκεια του 2012, ενώ στις αναπτυσσόμενες οικονομίες η ανάπτυξη θα παραμείνει ανοδική στο 6,5%, αφού οι χώρες της Ασίας συνεχίζουν να αναπτύσσονται με ταχύτερους ρυθμούς και να παρουσιάζουν ισχυρή ανάκαμψη⁸.

Συνεπώς, ενώ το 2009 η παγκόσμια οικονομία είχε έρθει αντιμέτωπη με αρνητικούς ρυθμούς ανάπτυξης και με τη χειρότερη ύφεση της μεταπολεμικής

⁸ International Monetary Fund,(2009) “Global Economic Slump Challenges policies”
Διαθέσιμο : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/update/01/pdf/0109.pdf>

περιόδου, οι τελευταίες προβλέψεις του ΔΝΤ, για τον παγκόσμιο ρυθμό ανάπτυξης, εμφανίζονται σχετικά αισιόδοξες. Αυτό βέβαια δεν σημαίνει ότι δεν εξακολουθούν να υπάρχουν προβλήματα και αδυναμίες στις αγορές ακινήτων, στα εισοδήματα των νοικοκυριών και ανεργία σε υψηλά επίπεδα ακόμα και στις πιο ισχυρές οικονομίες. Τα ασφάλιστρα κινδύνου μπορεί να έχουν μειωθεί σε σχέση με τα πρώτα χρόνια της κρίσης, όταν ο κίνδυνος κατάρρευσης κυριαρχούσε, όμως παραμένουν πολύ υψηλότερα από το επίπεδο που βρίσκονταν πριν το ξεκίνημα της κρίσης και αυτό γιατί η αγορά θα τιμολογεί πιο ορθολογικά τον πιστωτικό κίνδυνο στο μέλλον.

Η αναταραχή στις αγορές κατέστησε σαφές το πόσο σύνθετοι και γρήγοροι είναι οι μηχανισμοί μετάδοσης στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Η διαδικασία των τιτλοποιήσεων και η παγκοσμιοποίηση δημιούργησε ιδρύματα πολύ στενά συνδεδεμένα μεταξύ τους. Το σίγουρο είναι ότι οι παραδοσιακές πολιτικές των τραπεζών, που αφορούν την σχολαστική αξιολόγηση της ικανότητας των δανειοληπτών να αποπληρώσουν τα δάνειά τους καθώς και των κινητών αξιών που προσφέρονται για επενδύσεις, θα επανέλθουν πιο ισχυρές από ότι ήταν προηγουμένως.

Επίσης η κρίση ανέδειξε την υποχρέωση που έχουν οι διοικήσεις να αναπτύσσουν επιχειρηματικά μοντέλα που θα είναι βιώσιμα, χωρίς αυτό να αποκλείει την αξιοποίηση βραχυπρόθεσμων επιχειρηματικών ευκαιριών ούτε την είσοδο σε νέα εγχειρήματα που υπόσχονται μελλοντική ροή εσόδων στο μεταβαλλόμενο περιβάλλον της αγοράς. Εάν όμως τα κέρδη προέρχονται από δραστηριότητες που είναι βιώσιμες μόνο υπό ευνοϊκές συνθήκες της αγοράς και συνεπάγονται δυσανάλογα επίπεδα κινδύνου, τότε αυτές θα πρέπει να είναι αποτρεπτικές (Ackermann,2008).

1.3. Χαρακτηριστικά της κρίσης

Η φύση της τρέχουσας κρίσης είναι ιδιαίτερα ασυνήθιστη. Εμφανίστηκε σε ένα χρηματοοικονομικό περιβάλλον χαρακτηριζόμενο από έξι έτη σημαντικής οικονομικής ανάπτυξης και μια δεκαετία αξιοσημείωτης χρηματοοικονομικής σταθερότητας. Η

πρώτη φούσκα που έσπασε στην αγορά κατοικιών στις ΗΠΑ, το καλοκαίρι του 2007, ήταν σημαντική όχι μόνο για το μέγεθός της αλλά και για την φύση της.⁹

Κατά το παρελθόν οι περισσότερες κρίσεις χαρακτηρίζονταν από υπερβολική πιστωτική επέκταση, αδυναμία εκπλήρωσης υποχρεώσεων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, πανικό απόσυρσης καταθέσεων και σημαντικές κεφαλαιακές απώλειες στους λογαριασμούς απαιτήσεων από χορηγηθείσες πιστώσεις. Όμως τόσο η πηγή όσο και το μέγεθος των προβλημάτων ήταν εύκολο να προσδιοριστούν, επιτρέποντας την λήψη διορθωτικών ενεργειών.

Αντίθετα η τρέχουσα κρίση δεν είναι το αποτέλεσμα αφερέγγυων τραπεζικών δανείων, χαρακτηρίζοντας την αδυναμία εκπλήρωσης υποχρεώσεων περισσότερο σύμπτωμα και όχι αιτία της. Η κρίση προέκυψε από τον τρόπο που τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα διαχειρίστηκαν τα επενδυτικά τους χαρτοφυλάκια συνέπεια των κινήτρων ελεύθερης αγοράς, με σημαντικές συνέπειες στη σταθερότητα του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος.¹⁰

Η τρέχουσα κρίση είναι ποσοτικά αλλά και ποιοτικά διαφορετική από οποιοδήποτε άλλη του παρελθόντος. Αν και ξεκίνησε σε συγκεκριμένα κράτη ως χρηματοοικονομική κρίση μετατράπηκε γρήγορα σε παγκόσμια οικονομική κρίση. Η φύση της αποκάλυψε βασικές αδυναμίες στο εσωτερικό διαφόρων χωρών σε όλο τον κόσμο, που βασίζονταν στο συνδυασμό χρέους και μόχλευσης, χρηματοοικονομικού πολλαπλασιασμού και τιτλοποίησης, διαρθρωτικών εξελίξεων στις ιδιωτικές οικονομίες και μη βιώσιμων ασυμμετριών στην παγκόσμια συσσώρευση κεφαλαίου, με αποτέλεσμα να δημιουργηθούν ανισορροπίες στο εμπόριο, στις επενδύσεις και στην κατανάλωση (Morgan,2009).

Όπως υποστηρίζει ο Soros (2008) είναι η πρώτη φορά ύστερα από τη Μεγάλη Ύφεση που το διεθνές χρηματοοικονομικό σύστημα έφτασε τόσο κοντά σε μια πραγματική κατάρρευση. Αυτή είναι η καθοριστική διαφορά ανάμεσα στην τρέχουσα χρηματοοικονομική κρίση και στις προηγούμενες.

Η κρίση του 2008 δε μοιάζει με τις νομισματικές κρίσεις των χωρών της Λατινικής Αμερικής των τελευταίων 50 ετών. Αυτές χαρακτηρίζονταν από υψηλό

⁹ Χ.Μερτζάνης, «Η τρέχουσα χρηματοπιστωτική κρίση: χαρακτηριστικά και προκλήσεις»

¹⁰ Χ.Μερτζάνης, «Η τρέχουσα χρηματοπιστωτική κρίση: χαρακτηριστικά και προκλήσεις»

πληθωρισμό και μικρή αξιοπιστία των τοπικών νομισματικών αρχών και συνήθως, αν μετά το ξέσπασμα της κρίσης ερχόταν στην εξουσία μια κυβέρνηση που θεωρούνταν αξιόπιστη, η οικονομία επανερχόταν γρήγορα στα προ κρίσης επίπεδα. Επίσης, δεν μοιάζει με τις χρηματοοικονομικές κρίσεις στα τέλη της δεκαετίας του '90 στην Ν. Α. Ασία και την Ρωσία, γιατί αυτές είχαν τοπικό χαρακτήρα, ήταν πολύ λιγότερο συστημικές και έτσι ήταν καλύτερα δυνατή η διαχείρισή τους.¹¹

Η κρίση του 1929 ίσως έχει περισσότερα κοινά στοιχεία με την πρόσφατη κρίση. Μετά το χρηματιστηριακό κραχ του '29 η οικονομία των ΗΠΑ βυθίστηκε σε ύφεση η οποία συνεχίστηκε έως το 1933, με το πραγματικό εισόδημα να μειώνεται κατά 36%. Ακολούθησε σειρά πτωχεύσεων από τις τράπεζες, μέχρι το κλείσιμό τους από τον Πρόεδρο Ρούζβελτ (Lastra, Wood 2010). Και στις δύο περιπτώσεις των κρίσεων είχε προηγηθεί μια μακροχρόνια φάση πιστωτικής επέκτασης, μόχλευσης και οικονομικής άνθισης. Υπό αυτές τις συνθήκες, δημιουργήθηκαν φούσκες στις αγορές φυσικού και χρηματοοικονομικού κεφαλαίου που εγκυμονούσαν συστημικό κίνδυνο. Όταν οι φούσκες έσπασαν, μεγάλες τράπεζες πτώχευσαν, η κατανάλωση και το ΑΕΠ μειώθηκαν, το διεθνές εμπόριο συρρικνώθηκε και η ανεργία αυξήθηκε. Η αιτία που προκάλεσε την κατάρρευση του '29 ήταν η σημαντική πίεση που ασκούνταν στη ρευστότητα των τραπεζών, ενισχυόμενη από τις κινήσεις της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ (Fed). Οι τράπεζες αναγκάζονταν να πουλήσουν τις συμμετοχές τους στα κρατικά ομόλογα, προσθέτοντας έτσι την έλλειψη κεφαλαίων στην έλλειψη ρευστότητας.

Σύμφωνα με τους Lastra και Wood (2010), υπάρχουν δύο τύποι κρίσεων: οι τραπεζικές κρίσεις οι οποίες προκαλούνται από έλλειψη κεφαλαίων ή από έλλειψη ρευστότητας και απειλούν την οικονομία και οι χρηματοοικονομικές κρίσεις οι οποίες μπορεί να καταστρέψουν τον πλούτο, αλλά δεν θέτουν σε κίνδυνο την οικονομία στο σύνολό της. Στη μελέτη τους τονίζουν ότι η κρίση του 2007-09 ήταν τραπεζική κρίση που προκλήθηκε από έλλειψη κεφαλαίων, ενώ η κρίση του '29 προκλήθηκε από έλλειψη ρευστότητας. Σύμφωνα με τους Brunnermeir και Pederson (2007) κρίση ρευστότητας υπάρχει όταν συντρέχουν δύο πράγματα ταυτόχρονα: α) όταν γίνεται εξαιρετικά δύσκολη η πώληση ορισμένων περιουσιακών στοιχείων καθώς δεν υπάρχουν αγοραστές, δηλαδή στεγνώνει η ρευστότητα στην αγορά και β) όταν οι

¹¹ Eurobank EFG Economic Research, « Η κρίση του 2007-2009: τα αίτια, η αντιμετώπιση και οι προοπτικές», 2009

δανειστές μειώνουν σημαντικά τον αριθμό δανείων που χορηγούν ή σταματούν τις πιστώσεις εξολοκλήρου που σημαίνει ότι εξαφανίζεται η χορήγηση ρευστότητας ή το κόστος της αυξάνεται δραματικά.

Οι ομοιότητες που υπάρχουν μεταξύ της τρέχουσας αναταραχής και των κρίσεων του παρελθόντος είναι οι εξής:

- ❖ απότομη αύξηση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων σε πολλές χώρες πριν την κρίση
- ❖ ανεξέλεγκτη πιστωτική επέκταση σε ορισμένες βασικές οικονομίες πριν την κρίση, ιδιαίτερα στις ενυπόθηκες αγορές ανεπτυγμένων οικονομιών που οδήγησαν σε απότομη αύξηση του συστημικού κινδύνου και
- ❖ έλλειψη εποπτείας του ρυθμιστικού πλαισίου λειτουργίας του διεθνούς χρηματοπιστωτικού χώρου (Claessens et al,2010).

Αξίζει να σημειωθεί ότι η έξαρση στην αγορά ακινήτων στις ΗΠΑ ήταν κάτι ασυνήθιστο τόσο ως προς την έντασή της όσο και ως προς τη διάρκειά της και αποτέλεσε κοινό χαρακτηριστικό και άλλων χωρών που επλήγησαν σοβαρά, όπως το Ηνωμένο Βασίλειο, η Ισλανδία και πολλές χώρες της Ανατολικής Ευρώπης. Όσον αφορά την πιστωτική επέκταση αυτή ήταν παρόμοια και με άλλες κρίσεις του παρελθόντος. Σύμφωνα με τους Claessens, Köse και Terrones (2010) η πιστωτική επέκταση συμπίπτει με μεγάλες κυκλικές διακυμάνσεις της οικονομικής δραστηριότητας, με την παραγωγή, την κατανάλωση και τις επενδύσεις να αυξάνονται πάνω από το κανονικό κατά την φάση δημιουργίας της. Στην ανοδική αυτή πορεία, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών τείνει να επιδεινώνεται και συχνά αυξάνονται οι εισροές ιδιωτικών κεφαλαίων. Αυξήσεις στις τιμές των κατοικιών και στην πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία συχνά συνοδεύουν τέτοιες εκρήξεις πιστώσεων.

Η υπερβολική πιστωτική επέκταση αντανακλά όχι μόνο μακροοικονομικές συνθήκες αλλά και διάφορες διαρθρωτικές αδυναμίες, όπως είναι η συμπεριφορά αγέλης από τους επενδυτές, οι ελαστικές δανειοδοτικές πρακτικές, ο άκρατος ανταγωνισμός και οι ασυμμετρίες στην πληροφόρηση. Επίσης συνδέεται με ραγδαία χρηματοοικονομική απελευθέρωση και ανεπαρκώς ρυθμιζόμενη καινοτομία στον χρηματοπιστωτικό τομέα. Σύμφωνα με τους Kunt και Detragiache (1998) και οι προηγούμενες κρίσεις ήταν απόρροια μιας ανεξέλεγκτης πιστωτικής επέκτασης, η

οποία προερχόταν από χρηματοοικονομική απελευθέρωση που δεν συνοδευόταν από τις απαιτούμενες ρυθμιστικές και εποπτικές μεταρρυθμίσεις. Έτσι και στην τρέχουσα κρίση το ρυθμιστικό και εποπτικό πλαίσιο για την χρηματοοικονομική καινοτομία ήταν ανεπαρκές, με αποτέλεσμα τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να λειτουργούν εκτός των τραπεζικών κανονισμών.

Αντίθετα, ο White (2008) υποστηρίζει ότι αυτή τη φορά η χρηματοοικονομική απελευθέρωση και οι εξελίξεις στις αγορές, όπως η διεύρυνση της αγοράς ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων στις Ηνωμένες Πολιτείες, η αυξανόμενη χρήση του μοντέλου «originate and distribute» από τις τράπεζες, η ανάπτυξη νέων πολύπλοκων δομημένων προϊόντων, η εξάρτηση από τα δομημένα οχήματα εκτός ισολογισμού των πιστωτικών ιδρυμάτων και η εμπιστοσύνη στις υπηρεσίες των οίκων αξιολόγησης, παρατηρήθηκαν σε διαφορετικό βαθμό από προηγούμενες κρίσεις. Αυτά τα νέα στοιχεία, ενώ αρχικά θεωρούνταν ότι θα βοηθούσαν στη διαφοροποίηση του κινδύνου, ουσιαστικά μείωσαν την ποιότητα των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας και οδήγησαν στην αύξηση της αδιαφάνειας. Το αποτέλεσμα ήταν να δημιουργηθεί μεγάλη αβεβαιότητα τόσο για το μέγεθος των ζημιών όσο και για το ποιες τράπεζες παρουσίαζαν σημαντικές απώλειες.

Σύμφωνα με τους Claessens, Köse και Terrones (2010) η κρίση που διανύουμε είναι διαφορετική από τις προηγούμενες ως προς τέσσερα τουλάχιστον σημεία:

- ❖ στην ευρεία χρήση πολύπλοκων και αδιαφανών χρηματοπιστωτικών μέσων,
- ❖ στις σημαντικές διασυννοριακές αλληλεξαρτήσεις και αλληλοσυνδέσεις των χρηματοπιστωτικών αγορών που αυξήθηκαν σε σύντομο χρονικό διάστημα με τις Ηνωμένες Πολιτείες να βρίσκονται στο επίκεντρο,
- ❖ στον υπερβολικό βαθμό μόχλευσης των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και
- ❖ στον σημαντικό ρόλο που διαδραμάτισαν τα νοικοκυριά στη δημιουργία της.

Η μόχλευση των νοικοκυριών διέφερε από αυτή προηγούμενων κρίσεων, αφού το χρέος τους ως ποσοστό του προσωπικού διαθέσιμου εισοδήματος ήταν 127% την περίοδο έξαρσης στον τομέα της στέγασης, από 70% που ήταν το 1990. Σε αυτό συνετέλεσαν τα εξαιρετικά χαμηλά επιτόκια και οι καινοτομίες στον χρηματοπιστωτικό τομέα. Ακόμη, ενώ η τιτλοποίηση αποτελούσε συνήθη πρακτική για προνομιούχα δάνεια (prime), την τελευταία δεκαετία το πεδίο εφαρμογής της άλλαξε και μέχρι το

2007 περισσότερο από το 70% των ενυπόθηκων δανείων στις ΗΠΑ είχε τιτλοποιηθεί σε σύγκριση με το 2000 που το ποσοστό αυτό ήταν λιγότερο από 35% (Ashcraft and Schuermann,2007).

Ο Marer (2010) υποστήριξε ότι η παγκόσμια κρίση του 2007-2009 μπορεί να θεωρηθεί ως τρεις αλληλεξαρτώμενες και αμοιβαία ενισχυόμενες κρίσεις: χρηματοπιστωτική, κρίση ρευστότητας και κρίση στην πραγματική οικονομία. Σύμφωνα με τον Marer η ουσία της παγκόσμιας κρίσης ήταν η ξαφνική εμφάνιση τεράστιου όγκου μη εξυπηρετούμενων δανείων και άλλων περιουσιακών στοιχείων στις τράπεζες και σε άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Αυτό προκάλεσε μεγάλες ζημιές και μειώσεις στην αξία της καθαρής θέσης των ιδρυμάτων, κάτι που περιόρισε την ικανότητά τους και την προθυμία τους να χρηματοδοτήσουν τον ιδιωτικό τομέα, δημιουργώντας έτσι χρηματοπιστωτική κρίση η οποία είχε πολλαπλές αρνητικές επιπτώσεις στην πραγματική οικονομία. Αποτέλεσμα των προβλημάτων που αντιμετώπισαν οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί ήταν να εξασθενήσει η ρευστότητα στο χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Το πρόβλημα ρευστότητας επιδεινώθηκε σημαντικά τον Σεπτέμβριο του 2008 με την απρόσμενη απόφαση του αμερικάνικου υπουργείου Οικονομικών και της Fed να αφήσουν την Lehman Brothers να πτωχεύσει αμέσως μετά τη διάσωση της επενδυτικής τράπεζας Bear Stearns και της μεγαλύτερης ασφαλιστικής εταιρείας AIG από την αμερικάνικη κυβέρνηση. Η απόφαση όμως αυτή δημιούργησε τέτοια αβεβαιότητα, όσον αφορά τον πιστωτικό κίνδυνο, που οι ιδιωτικές πιστωτικές αγορές πάγωσαν και κανένας πλέον δεν ήθελε να δανείσει τις τράπεζες ή να επενδύσει. Έτσι, η κατάρρευση της Lehman προκάλεσε παγκόσμια κρίση ρευστότητας επιδεινώνοντας το πρόβλημα που αντιμετώπιζαν οι δανειολήπτες σε παγκόσμιο επίπεδο.

Στο βαθμό που η δανειοδότηση συνεχιζόταν, τα κριτήρια έγιναν αυστηρότερα και το κόστος σημαντικά υψηλότερο. Αυτό είναι ένα κανάλι μέσω του οποίου εξαπλώθηκε η κρίση στην παγκόσμια πραγματική οικονομία. Ένα άλλο κανάλι ήταν η τεράστια απώλεια πλούτου που υπέστη ο ιδιωτικός τομέας, καθώς οι τιμές κατοικιών υποχώρησαν δραματικά και οι χρηματιστηριακές αγορές κατέρρευσαν. Ο συνδυασμός των μειωμένων πιστώσεων και της απώλειας του πλούτου προκάλεσε κατακόρυφη μείωση στην κατανάλωση, στις επενδύσεις, στο ΑΕΠ, ενώ τα ποσοστά ανεργίας αυξήθηκαν δραματικά δημιουργώντας την παγκόσμια οικονομική κρίση. Οι τρεις

παραπάνω κρίσεις, δηλαδή η χρηματοοικονομική, η κρίση ρευστότητας και η οικονομική, ενίσχυσαν η μια την άλλη προκαλώντας τη σοβαρότερη παγκόσμια οικονομική δυσπραγία τις τελευταίες έξι δεκαετίες.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο

ΟΙ ΚΕΝΤΡΙΚΕΣ ΤΡΑΠΕΖΕΣ: FED ΚΑΙ ΕΚΤ

2.1. Αναδρομή στην Ιστορία των Κεντρικών Τραπεζών

Οι κεντρικές τράπεζες με το πέρασμα των χρόνων πέρασαν από διάφορα στάδια έως τη σημερινή τους εξέλιξη και υπέστησαν σημαντικές ιδεολογικές αλλαγές. Σε κάθε ένα από αυτά, η κατανόηση του ρόλου των κεντρικών τραπεζών διέφερε σημαντικά. Την περίοδο μετά τον Δεύτερο Παγκόσμιο Πόλεμο, το οικονομικό σύστημα οικοδομήθηκε από τους νικητές του πολέμου με την συνθήκη του Breton-Woods το 1944. Η συνθήκη αυτή όριζε ότι το διεθνές εμπόριο έπρεπε να ρυθμίζεται από τους εξής κανόνες: α) την ύπαρξη σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών, β) την φιλελευθεροποίηση του εμπορίου μέσω πολυμερών διαπραγματεύσεων και γ) την επιβολή ελέγχων στη διακίνηση των κεφαλαίων. Οι ΗΠΑ ανέλαβαν ρόλο ηγέτη της παγκόσμιας οικονομίας και η ισοτιμία κάθε νομίσματος καθοριζόταν πλέον σε αναφορά με το δολάριο. Το πεδίο εφαρμογής των κεντρικών τραπεζών την περίοδο εκείνη διευρύνθηκε και έγινε αναπόσπαστο κομμάτι μιας ευρύτερης οικονομικής πολιτικής. Οι λειτουργίες μιας κεντρικής τράπεζας ήταν οι εξής:

- Παροχή συμβουλών πάνω στην οικονομική πολιτική,
- Διαχείριση του συστήματος ελέγχου της πολιτικής και
- Επίβλεψη της διαχείρισης των χρηματοπιστωτικών αγορών κυρίως της αγοράς χρήματος και της αγοράς ξένου συναλλάγματος.

Ύστερα όμως από την κατάργηση του συστήματος των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών το 1972, υιοθετήθηκε ο μονεταρισμός, ως οικονομική θεωρία και ο νεοφιλελευθερισμός, ως πολιτική ιδεολογία, από τις νεοεκλεγείσες κυβερνήσεις της Μάργκαρετ Θάτσερ, που ανέλαβε την πρωθυπουργία του Ηνωμένου Βασιλείου και του Ρήγκαν, που ανέλαβε την προεδρία των Ηνωμένων Πολιτειών. Ο νεοφιλελευθερισμός σήμαινε ελεύθερη μεταφορά και επένδυση των κεφαλαίων σε όποια περιοχή του πλανήτη παρείχε τις υψηλότερες αποδόσεις, ενώ η θεωρία του μονεταρισμού, η οποία είχε διαδοθεί από τον Milton Friedman, υποστήριζε ότι η ποσότητα του χρήματος που κυκλοφορεί σε μια οικονομία είναι καθοριστικής σημασίας για την οικονομική της ανάπτυξη (Richter, Wahl, 2011).

Ξεκίνησε λοιπόν, μια νέα και αρκετά διαφορετική περίοδος, όπου η ποσότητα του χρήματος και το ύψος των επιτοκίων που όριζαν οι κεντρικές τράπεζες, καθόριζαν πλέον το μέλλον της οικονομίας. Συνεπώς, η καταπολέμηση του πληθωρισμού έγινε ο πρωταρχικός τους στόχος. Μέχρι το ξέσπασμα της χρηματοοικονομικής αναταραχής, οι περισσότερες κεντρικές τράπεζες είχαν υιοθετήσει άλλες λιγότερο και άλλες περισσότερο τον μονεταρισμό ως θεωρητικό υπόβαθρο για τις πολιτικές τους. Με τις νέες αυτές πεποιθήσεις, ανατέθηκε σε αυτές πολύ περιορισμένος ρόλος που αφορούσε κυρίως τη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών καταναλωτή.

Την ίδια στιγμή, η ανεξαρτησία από τις κυβερνήσεις θεωρήθηκε ζωτικής σημασίας για τη λειτουργία των κεντρικών τραπεζών. Προκειμένου να περιοριστούν οι πληθωριστικές πιέσεις λόγω των δημοσίων δαπανών, σύμφωνα με τον μονεταρισμό, η κεντρική τράπεζα δεν θα πρέπει να είναι εργαλείο της κυβέρνησης, αλλά να αντισταθμίζει τις καταστάσεις και αυτό είναι δυνατό μόνο αν είναι τελείως ανεξάρτητη από την κυβέρνηση. Οι λειτουργίες επομένως των κεντρικών τραπεζών διέπονταν από δυο κύρια χαρακτηριστικά: α) τη σχεδόν αποκλειστική αφοσίωση στην σταθερότητα των τιμών και β) τη θεσμική ανεξαρτησία τους από τις πολιτικές αρχές.

Επιπλέον η νέα οικονομική θεωρία συγκεκριμενοποίησε τα μέσα τα οποία οι κεντρικές τράπεζες έπρεπε να χρησιμοποιούν για να πετύχουν τους στόχους τους, μεταξύ αυτών ήταν το βραχυπρόθεσμο επιτόκιο, το οποίο αποτέλεσε το πρωταρχικό εργαλείο για την χάραξη της νομισματικής πολιτικής μετά τη δεκαετία του '80 (Richter, Wahl,2011).

2.2. Βασικές Λειτουργίες των Κεντρικών Τραπεζών

Μια κεντρική τράπεζα είναι ένας δημόσιος οργανισμός που χαράσσει τη νομισματική πολιτική μιας χώρας ή στην περίπτωση της ευρωζώνης, μια ομάδας χωρών. Σε μια κεντρική τράπεζα ανατίθενται συνήθως καθήκοντα που σχετίζονται με:

- Τη ρύθμιση της προσφοράς χρήματος,
- Τον έλεγχο των επιτοκίων και
- Τη διαχείριση των συναλλαγματικών αποθεμάτων ή των συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Στις περισσότερες περιπτώσεις οι κεντρικές τράπεζες έχουν εποπτικές αρμοδιότητες στον τραπεζικό τομέα ή έχουν υπό τον έλεγχό τους την προσφορά πιστώσεων. Σε περιόδους οικονομικών κρίσεων, διαδραματίζουν τον εξαιρετικά σημαντικό ρόλο του τελικού αναχρηματοδοτικού δανειστή (lender of last resort). Αυτό σημαίνει ότι είναι σε θέση να λαμβάνουν έκτακτα μέτρα για την εισαγωγή ρευστότητας στον τραπεζικό σύστημα, προκειμένου να αποφευχθεί ενδεχόμενη κατάρρευση του χρηματοπιστωτικού συστήματος, καθώς επίσης και να δανείζουν κυβερνήσεις, ενεργώντας ως τραπεζίτες τους.

Είναι πολύ δύσκολο για μια κεντρική τράπεζα να είναι αποτελεσματικός δανειστής έκτακτης ανάγκης χωρίς να έχει καλή γνώση της τρέχουσας και μελλοντικής αξίας των περιουσιακών στοιχείων και των υποχρεώσεων των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Όπως κάθε αντισυμβαλλόμενος, έτσι και μια κεντρική τράπεζα που ενεργεί ως δανειστής πρέπει να είναι σε θέση να αξιολογεί σωστά την φερεγγυότητα και ρευστότητα του δανειολήπτη.

Ανάλογα με τις εντολές που τους έχουν δοθεί, οι κεντρικές τράπεζες έχουν μια σειρά στόχων που πρέπει να πετυχαίνουν. Ο επικρατέστερος στόχος είναι η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών που συνεπάγεται τη διατήρηση ενός σταθερού και χαμηλού ποσοστού πληθωρισμού. Εκτός όμως από αυτήν την επίσημη εντολή, οι κεντρικές τράπεζες, με εξαίρεση την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, μπορεί να έχουν επιπλέον στόχους, όπως για παράδειγμα τη στήριξη της οικονομικής ανάπτυξης, τη δημιουργία θέσεων εργασίας, τη διατήρηση σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών και την εξασφάλιση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος (Richter, Wahl, 2011).

Σύμφωνα με τον Goodhart (2010), ο ρόλος των κεντρικών τραπεζών περιορίζεται με την πάροδο των ετών κυρίως στους τρεις παρακάτω στόχους:

1. Τη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών,
2. Τη διατήρηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και την προώθηση της οικονομικής ανάπτυξης γενικότερα και
3. Τη στήριξη των χρηματοδοτικών αναγκών του κράτους σε περιόδους κρίσης καθώς και τον περιορισμό της κατάχρησης εξουσιών του κράτους.

2.3. Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ (Fed)

Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ, που συχνά αναφέρεται ως Federal Reserve System (Ομοσπονδιακό Αποθεματικό Σύστημα) ή αλλιώς Fed, είναι η κεντρική τράπεζα των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής. Ιδρύθηκε στις 23 Δεκεμβρίου 1913, με την υπογραφή της Federal Reserve Act από τον Πρόεδρο Woodrow Wilson. Σκοπός ήταν να παρέχει στο έθνος ένα ασφαλέστερο, ευέλικτο και πιο σταθερό νομισματικό και χρηματοπιστωτικό σύστημα και να δώσει μια ευρεία προοπτική για την οικονομία και την οικονομική δραστηριότητα σε όλες τις περιοχές του έθνους. Με το πέρασμα των χρόνων, ο ρόλος της στο τραπεζικό σύστημα και στην οικονομία γενικότερα έχει εξελιχθεί και έχει επεκταθεί αρκετά.

Η Federal Reserve System είναι ένα ανεξάρτητο θεσμικό όργανο που όμως έχει ως ένα βαθμό επιρροή από την κυβέρνηση. Υπόκειται στην επίβλεψη του Κογκρέσου, αφού λογοδοτεί σε αυτό για τις δραστηριότητες και τα σχέδιά της για τη νομισματική πολιτική και μάλιστα το Κογκρέσο έχει τη δικαιοδοσία να αλλάζει τους νόμους που την αφορούν. Από την άλλη, ως ανεξάρτητο όργανο, η Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ έχει την εξουσία να ενεργεί ελεύθερα, χωρίς οι αποφάσεις της να πρέπει να επικυρώνονται από τον Πρόεδρο των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής, το Κογκρέσο ή οποιοδήποτε άλλο εκτελεστικό μέλος της κυβέρνησης.

Η Fed λαμβάνει τις αποφάσεις της χωρίς να επηρεάζεται από οποιοδήποτε μέρος του συστήματος και είναι έτσι δομημένη ώστε να είναι αυτόνομη από οικονομικής άποψης, καλύπτοντας τις λειτουργικές της δαπάνες από τους τόκους των τίτλων του αμερικάνικου δημοσίου που αγοράζει μέσω των πράξεων ανοικτής αγοράς.

Σήμερα, οι αρμοδιότητες της Ομοσπονδιακής Τράπεζας εστιάζονται στις εξής τέσσερις γενικές κατηγορίες (Ryan,2009):

- στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής της χώρας επηρεάζοντας τις νομισματικές και πιστωτικές συνθήκες στην οικονομία προωθώντας τους στόχους της πλήρους απασχόλησης και της σταθερότητας των τιμών,
- στην εποπτεία και ρύθμιση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων προκειμένου να διασφαλιστεί η ασφάλεια και η ευρωστία του τραπεζικού και του χρηματοπιστωτικού συστήματος, αλλά και να προστατευτούν τα πιστωτικά δικαιώματα των καταναλωτών,

- στην διατήρηση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, συγκρατώντας τους συστημικούς κινδύνους που μπορεί να προκύψουν στις αγορές και
- στην παροχή συγκεκριμένων χρηματοοικονομικών υπηρεσιών προς την κυβέρνηση των ΗΠΑ, στο κοινό, στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, στους ξένους επίσημους φορείς, παράλληλα με τον σημαντικό ρόλο που διαδραματίζει στη λειτουργία του συστήματος πληρωμών της χώρας.

2.3.1. Η Δομή της Fed

Το Κογκρέσο σχεδίασε τη δομή της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ η οποία απαρτίζεται από πέντε μέρη. Πρόκειται για ένα ομοσπονδιακό σύστημα που αποτελείται από:

- i. Το ανώτατο συμβούλιο των κυβερνητών (Board of Governors) που βρίσκεται στην Ουάσιγκτον,
- ii. Δώδεκα περιφερειακές ιδιόκτητες Ομοσπονδιακές Τράπεζες (Federal Reserve banks) που βρίσκονται σε 12 μεγάλες πόλεις σε ολόκληρη τη χώρα, που ενεργούν ως δημοσιονομικοί αντιπρόσωποι των οργάνων του Υπουργείου Οικονομικών των ΗΠΑ, το καθένα με το δικό του διοικητικό συμβούλιο (εννέα μέλη),
- iii. Την Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοικτής Αγοράς (Federal Open Market Committee-FOMC), η οποία εποπτεύει τις πράξεις ανοικτής αγοράς (Open Market Operations), που αποτελούν το κύριο εργαλείο της εθνικής νομισματικής πολιτικής,
- iv. Πολλές ιδιωτικές τράπεζες που είναι μέλη της Fed και υποχρεώνονται στη συμμετοχή τους στο ομοσπονδιακό σύστημα και
- v. Διάφορα γνωμοδοτικά συμβούλια.

i. Συμβούλιο των κυβερνητών

Το Συμβούλιο των κυβερνητών αποτελείται από 7 μέλη που διορίζονται από τον Πρόεδρο των ΗΠΑ και επικυρώνονται από την Αμερικάνικη Γερουσία. Μια πλήρης θητεία ενός μέλους είναι δεκατέσσερα χρόνια, ενώ μετά την συμπλήρωση της θητείας

το μέλος δεν μπορεί να ξαναδιοριστεί. Σκοπός της μακράς θητείας είναι να περιοριστούν οι πολιτικές πιέσεις προς τους διοικητές, ώστε να είναι σε θέση να εφαρμόσουν νομισματικές πολιτικές που θα ωφελήσουν τις ΗΠΑ μακροπρόθεσμα.

Ένα από τα επτά μέλη του Συμβουλίου επιλέγεται από τον Πρόεδρο των ΗΠΑ για πρόεδρος της Ομοσπονδιακής Τράπεζας. Η θητεία του είναι 4 έτη και μπορεί αυτή να ανανεωθεί. Το διοικητικό συμβούλιο έχει δύο κύρια καθήκοντα:

- 1) την ρύθμιση των εμπορικών τραπεζών και
- 2) τον έλεγχο της νομισματικής πολιτικής.

Το πρώτο καθήκον του Συμβουλίου περιλαμβάνει την ρύθμιση εκείνων των τραπεζών που είναι μέλη της Fed και των εταιριών-μετόχων των τραπεζών, ενώ επίσης επιβλέπει τη δράση των 12 Ομοσπονδιακών τραπεζών, οι οποίες προσφέρουν υπηρεσίες στους καταθετικούς οργανισμούς και στις εμπορικές τράπεζες της περιφέρειάς τους.

Το δεύτερο καθήκον του Συμβουλίου των κυβερνητών είναι η άσκηση της νομισματικής πολιτικής. Το Συμβούλιο έχει την εξουσία να αναθεωρεί την υποχρέωση τήρησης ελάχιστων αποθεματικών που επιβάλλονται στις τράπεζες. Ελέγχει, επίσης, το προεξοφλητικό επιτόκιο εγκρίνοντας ή όχι τις αλλαγές που ορίζουν σε αυτό οι Ομοσπονδιακές τράπεζες.

Τα επτά μέλη του Συμβουλίου είναι και μέλη της Ομοσπονδιακής Επιτροπής Ανοικτής Αγοράς (FOMC) και έχουν ίσες ψήφους. Η FOMC αποτελείται από 12 μέλη. Συνεπώς, το διοικητικό συμβούλιο έχει την πλειοψηφία των ψήφων στην επιτροπή ελέγχοντας με αυτό τον τρόπο σε μεγάλο βαθμό το τρίτο εργαλείο της νομισματικής πολιτικής, που είναι η προσφορά χρήματος και η οποία καθορίζεται μέσω των πράξεων ανοικτής αγοράς.

Τέλος, ο πρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου συμβουλεύει τον πρόεδρο των ΗΠΑ για την οικονομική πολιτική, λογοδοτεί μπροστά στο Κογκρέσο και είναι ο εκπρόσωπος της Fed στα μέσα μαζικής ενημέρωσης.

ii. Ομοσπονδιακές Κεντρικές Τράπεζες

Η απόφαση του αμερικάνικου κογκρέσου να δημιουργήσει 12 ομοσπονδιακές τράπεζες χωρίζοντας τις Ηνωμένες Πολιτείες αντίστοιχα σε δώδεκα περιφέρειες,

φανερώνει την πρόθεσή του να δημιουργήσει ένα αποκεντρωμένο σύστημα διασφαλίζοντας ότι όλες οι περιοχές της χώρας θα εκπροσωπούνται και θα συμμετέχουν στα θέματα νομισματικής πολιτικής.

Υπάρχουν λοιπόν οι εξής τράπεζες: η Ομοσπονδιακή Τράπεζα του Σικάγο, της Βοστώνης, της Νέας Υόρκης, της Φιλαδέλφειας, της Ατλάντα, του Κλήβελαντ, του Κάνσας, του Ντάλας, της Μινεάπολις, του Σ. Λούις, του Ρίτσμοντ και του Σαν Φρανσίσκο. Οι τρεις μεγαλύτερες τράπεζες ως προς τα περιουσιακά στοιχεία του ενεργητικού τους είναι της Νέας Υόρκης, του Σικάγο και του Σαν Φρανσίσκο. Η Ομοσπονδιακή Κεντρική τράπεζα της Νέας Υόρκης είναι η πιο σημαντική, αφού έχει σχεδόν το 25% του ενεργητικού της Fed και αυτό γιατί πολλές μεγάλες τράπεζες βρίσκονται σε αυτήν την περιφέρεια.

Κάθε Ομοσπονδιακή Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ είναι ιδιωτική και δημόσια ταυτόχρονα, ενώ τα αποθεματικά τους ανήκουν στις τράπεζες που λειτουργούν εντός των περιοχών και αποτελούν μέρος του συστήματος. Κάθε μια από αυτές έχει εννέα διευθυντές που διορίζουν τον πρόεδρο της τράπεζάς τους, ο οποίος εγκρίνεται με απόφαση από το Συμβούλιο των κυβερνητών.

Οι εμπορικές τράπεζες της κάθε περιφέρειας που γίνονται μέλη της Fed, είναι υποχρεωμένες να αγοράσουν μετοχές της Ομοσπονδιακής τους Τράπεζας, οι οποίες δε διαπραγματεύονται στη δευτερογενή αγορά και οι οποίες πληρώνουν ανώτατο μέρισμα 6% ετησίως, όπως ορίζει ο νόμος.

Το Συμβούλιο των κυβερνητών και οι περιφερειακές ομοσπονδιακές τράπεζες μοιράζονται την ευθύνη για την εποπτεία και ρύθμιση συγκεκριμένων οικονομικών θεσμών και δραστηριοτήτων, για την παροχή τραπεζικών υπηρεσιών σε χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και στην ομοσπονδιακή κυβέρνηση αλλά και για την διαφύλαξη ότι οι καταναλωτές λαμβάνουν αρκετή πληροφόρηση και δίκαιη μεταχείριση στις συναλλαγές τους με το τραπεζικό σύστημα.

iii. Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοικτής Αγοράς

Βασικό μέρος της Fed αποτελεί η Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοικτής Αγοράς (FOMC), η οποία απαρτίζεται από τον πρόεδρο της Ομοσπονδιακής Τράπεζας της Νέας Υόρκης, τα 7 μέλη του Συμβουλίου των κυβερνητών και τους προέδρους άλλων 4 περιφερειακών Ομοσπονδιακών Τραπεζών, οι οποίοι υπηρετούν σε κυκλική βάση. Ο

πρόεδρος του Συμβουλίου των Κυβερνητών είναι και ο πρόεδρος της FOMC. Στις συζητήσεις και διαπραγματεύσεις συμμετέχουν και οι πρόεδροι των άλλων τοπικών Ομοσπονδιακών Τραπεζών.

Η FOMC αποφασίζει για τον καθορισμό των επιτοκίων και της νομισματικής πολιτικής, καθώς επίσης επιβλέπει τις διαδικασίες στην ανοιχτή αγορά, οι οποίες αποτελούν το βασικό εργαλείο που χρησιμοποιεί η Fed για να επηρεάσει τις νομισματικές και πιστωτικές συνθήκες. Συνεδριάζει στην Ουάσιγκτον οκτώ φορές το χρόνο και οι αποφάσεις που λαμβάνει αποστέλλονται στην Federal Reserve της Νέας Υόρκης, όπου εκεί διενεργούνται οι πράξεις ανοικτής αγοράς. Μετά τη σύσκεψη της επιτροπής, οι νέες οδηγίες και κατευθύνσεις που δίνονται για τη νομισματική πολιτική ανακοινώνονται άμεσα στο κοινό (Ryan,2009).

2.3.2. Ιστορική Αναδρομή της Fed

Την εποχή πριν το 1790, στο αμερικανικό σύνταγμα διαφαινόταν ο φόβος των νομοθετών αλλά και του αμερικανικού λαού για την δημιουργία μιας κεντρικής εξουσίας και την καθιέρωση ενός συμβόλου συγκεντρωτισμού, όπως θα ήταν μια κεντρική τράπεζα.

Μόλις το 1791 έχουμε την ίδρυση της πρώτης Κεντρικής Τράπεζας των Ηνωμένων Πολιτειών. Στόχος της ήταν η επίβλεψη της ομαλής λειτουργίας του τραπεζικού συστήματος και η διατήρηση μιας σταθερής οικονομίας. Όμως, λόγω της μη ανανέωσης του καταστατικού της από το κογκρέσο, τερμάτισε την λειτουργία το 1811. Το 1816 ιδρύθηκε η δεύτερη Τράπεζα των Ηνωμένων Πολιτειών, η οποία σταμάτησε επίσης την λειτουργία της το 1836 από το βέτο που άσκησε ο τότε Πρόεδρος Andrew Jackson, ενώ αυτή τη φορά το κογκρέσο είχε ψηφίσει την ανανέωση της άδειας λειτουργίας.

Λειτουργήσε ξανά το 1863 αλλά όμως τα επόμενα χρόνια και μέχρι τις αρχές του 20^{ου} αιώνα ξέσπασαν πολλές τραπεζικές κρίσεις που τάραξαν την αμερικανική χρηματοπιστωτική αγορά. Η κατάσταση αυτή κορυφώθηκε με την κρίση του 1907 που αποτέλεσε μία από τις μεγαλύτερες κρίσεις που βίωσε η αμερικανική οικονομία και είχε

σαν αποτέλεσμα τη χρεοκοπία πολλών τραπεζών και επιχειρήσεων καθώς και πολλαπλές διακυμάνσεις του νομισματικού της συστήματος.

Η κρίση αυτή έδωσε το κίνητρο στο Κογκρέσο να ιδρύσει την «Εθνική Μονεταριστική Επιτροπή» (National Monetary Commission), η οποία είχε την εντολή να ερευνήσει το αμερικανικό τραπεζικό και νομισματικό σύστημα, να εντοπίσει τις αδυναμίες του και να προτείνει τις καλύτερες λύσεις για ένα σίγουρο, έμπιστο και ευέλικτο τραπεζικό σύστημα. Η επιτροπή πρότεινε την δημιουργία ενός οργανισμού ο οποίος θα βοηθούσε στην πρόληψη της δημιουργίας τέτοιων αναταραχών, μέσω της επίβλεψης των τραπεζών και τον έλεγχο των πιστώσεων. Έτσι ψηφίστηκε στις 23 Δεκεμβρίου 1913 η πράξη ίδρυσης της Fed (Federal Reserve Act), η οποία χώρισε τις ΗΠΑ σε 12 περιοχές και όρισε τις πόλεις σε κάθε μια από τις οποίες θα ιδρυόταν μια Federal Reserve Bank (Ryan,2009).

2.3.3. Νομισματική Πολιτική της Fed

Οι στόχοι της νομισματικής πολιτικής αναφέρονται στην Ιδρυτική Πράξη του Federal Reserve, η οποία ορίζει ότι το Διοικητικό Συμβούλιο και η Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοικτής Αγοράς (FOMC) θα πρέπει να διατηρούν μακροπρόθεσμα την ανάπτυξη των νομισματικών και πιστωτικών μεγεθών, ανάλογα με τη δυνατότητα της οικονομίας για αύξηση της παραγωγής, έτσι ώστε να προωθεί αποτελεσματικά τους στόχους της πλήρους απασχόλησης, των σταθερών τιμών και της συγκράτησης των μακροπρόθεσμων επιτοκίων. Παρατηρούμε ότι η σταθερότητα των τιμών αποτελεί απλώς ένα στόχο μεταξύ πολλών άλλων, όπως αυτός της πλήρους απασχόλησης και της ανάπτυξης, που είναι εξίσου σημαντικοί (Richter,Wahl,2011). Τα εργαλεία νομισματικής πολιτικής που χρησιμοποιεί η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ έχουν έξι στόχους:

1. Υψηλό ποσοστό απασχόλησης
2. Οικονομική Ανάπτυξη
3. Σταθερότητα των τιμών
4. Σταθερό επιτόκιο
5. Σταθερότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών
6. Σταθερότητα των αγορών ξένου συναλλάγματος

Όμως, οι δυο κύριοι στόχοι της νομισματικής πολιτικής της Fed, δηλαδή ο στόχος της μέγιστης παραγωγής και πλήρους απασχόλησης και ο στόχος της διατήρησης της σταθερότητας των τιμών, σε ορισμένες περιπτώσεις, έρχονται σε σύγκρουση. Ένα τέτοιο παράδειγμα είναι αυτό της οικονομικής κρίσης, όπου η Fed θα πρέπει να εξασφαλίζει χαμηλά ποσοστά ανεργίας και σταθερά ποσοστά πληθωρισμού. Σε τέτοιες περιόδους ασκείται πολιτική πίεση που εκδηλώνεται προς την κατεύθυνση της μακροπρόθεσμης σταθερότητας είτε με τη μείωση του πληθωρισμού είτε με τον έλεγχο της ανεργίας.

Εάν η οικονομία είναι σε ύφεση και η ανεργία είναι υψηλή, η Fed θα θελήσει να αυξήσει το επίπεδο των δαπανών και των επενδύσεων για να τονώσει την οικονομία. Μέσω των πράξεων ανοιχτής αγοράς και συγκεκριμένα με την αγορά κρατικών χρεογράφων θα αυξήσει την προσφορά χρήματος και θα μειώσει το επίπεδο του επιτοκίου. Συνεπώς θα υπάρξει αύξηση των επιχειρηματικών επενδύσεων και των δαπανών το οποίο θα οδηγήσει σε ένα υψηλό ποσοστό απασχόλησης.

Αν η οικονομία χαρακτηρίζεται από υψηλό πληθωρισμό, η Fed θα θελήσει να μειώσει τις δαπάνες προκειμένου να περιορίσει τις πληθωριστικές πιέσεις. Πουλώντας λοιπόν τίτλους στην ανοικτή αγορά θα προκαλέσει μείωση στην προσφορά χρήματος και αύξηση των επιτοκίων. Με αυτόν τον τρόπο θα αυξήσει το κόστος χρηματοδότησης των νέων επιχειρηματικών σχεδίων, μειώνοντας το επίπεδο των επενδύσεων, των καταναλωτικών δαπανών και συνεπώς τις πληθωριστικές πιέσεις.

Η Fed επιθυμεί να διατηρεί χαμηλό ποσοστό πληθωρισμού και χαμηλό ποσοστό ανεργίας. Δεδομένου ότι η επεκτατική νομισματική πολιτική μειώνει το ποσοστό ανεργίας και η συσταλτική νομισματική πολιτική μειώνει τον πληθωρισμό, παρατηρούμε ότι τα ποσοστά έχουν αρνητική συσχέτιση. Στις περιπτώσεις όπου υπάρχει σύγκρουση των δυο αυτών στόχων, οι διαμορφωτές της νομισματικής πολιτικής αντιμετωπίζουν ένα δίλημμα αυτό της αύξησης των πληθωριστικών πιέσεων ή της απώλειας της παραγωγής (Ryan,2009).

2.3.4. Εργαλεία Επίτευξης της Νομισματικής Πολιτικής

Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ έχει τρία βασικά εργαλεία για να επηρεάσει την οικονομία. Η Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοικτής Αγοράς (FOMC) είναι αρμόδια για να αποφασίζει πώς και πότε θα εφαρμοστούν αυτά τα εργαλεία. Το πρώτο εργαλείο της Fed είναι η διαδικασία των «πράξεων ανοικτής αγοράς» (open market operations) μέσω της οποίας αγοράζει και πουλά αμερικάνικα χρεόγραφα για να επηρεάσει την προσφορά χρήματος και τα επιτόκια. Το δεύτερο εργαλείο είναι η ρύθμιση του ποσοστού των υποχρεωτικών διαθεσίμων των εμπορικών τραπεζικών ιδρυμάτων. Το τρίτο εργαλείο της Fed είναι το προεξοφλητικό επιτόκιο (discount rate) με το οποίο οι εμπορικές τράπεζες δανείζονται χρήματα από τις περιφερειακές Ομοσπονδιακές Τράπεζες, προκειμένου να διατηρηθεί το συγκεκριμένο ποσοστό αποθεμάτων που απαιτείται από την Federal Reserve. Επομένως, τα τρία βασικά εργαλεία που επιτρέπουν στην Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ να επηρεάζει σε μεγάλο βαθμό τις συνθήκες της οικονομίας είναι τα εξής:

1. Οι πράξεις ανοικτής αγοράς
2. Η ρύθμιση του προεξοφλητικού επιτοκίου και
3. Τα υποχρεωτικά διαθέσιμα

1) Πράξεις ανοικτής αγοράς : Όταν η FOMC συνεδριάζει οκτώ φορές το χρόνο, αποφασίζει για την προσφορά χρήματος-στόχο με βάση την τρέχουσα οικονομική κατάσταση και τις μελλοντικές προβλέψεις. Ο στόχος αυτός καθορίζεται με τη μορφή ενός εύρους από το ελάχιστο ως το ανώτατο επιθυμητό όριο και όχι με μια συγκεκριμένη τιμή.

Στη συνέχεια, οι αποφάσεις της FOMC για το επίπεδο-στόχο της προσφοράς χρήματος αποστέλλονται στην Ομοσπονδιακή Τράπεζα της Νέας Υόρκης η οποία διενεργεί την πώληση ή την αγορά των κρατικών τίτλων. Αν και δέχεται οδηγίες για την ακολουθούμενη πολιτική από την FOMC, η τράπεζα αυτή χρησιμοποιεί συνεχώς τις πράξεις ανοικτής αγοράς, προκειμένου να διατηρήσει την προσφορά χρήματος εντός των καθορισμένων ορίων.

Όταν η Fed αγοράζει τίτλους από διάφορες τράπεζες και χρηματοπιστωτικά ιδρύματα αυξάνεται η προσφορά χρήματος, κάτι το οποίο δεν θα συνέβαινε αν ένας συγκεκριμένος επενδυτής αγόραζε τους τίτλους. Αυτό συμβαίνει, γιατί η αγορά των τίτλων από τη Fed δημιουργεί νέα πρόσθετα κεφάλαια εκτός του κύκλου των τραπεζικών καταθέσεων, δίνοντας στις τράπεζες τη δυνατότητα να καλύψουν τις δικές τους ανάγκες ρευστότητας, να χορηγήσουν νέα δάνεια και να δημιουργήσουν νέες καταθέσεις. Αντιθέτως η αγορά από έναν επενδυτή θα είχε ως αποτέλεσμα μόνο την αλλαγή των υπολοίπων των λογαριασμών μεταξύ των εμπορικών τραπεζών. Τέλος, η πράξη αγοράς οδηγεί σε αύξηση των καταθέσεων στους λογαριασμούς των εμπορικών τραπεζών και, συνεπώς στην αύξηση της προσφοράς χρήματος και της νομισματικής βάσης. Αντίθετα, μια πώληση στην ανοιχτή αγορά οδηγεί σε μείωση των καταθέσεων και των διαθεσίμων στους λογαριασμούς των τραπεζών και ως εκ τούτου στη μείωση της προσφοράς χρήματος.

2) Προσαρμογές των επιτοκίων : Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ εφαρμόζει τη νομισματική πολιτική θέτοντας έναν στόχο για το επιτόκιο των ομοσπονδιακών κεφαλαίων (federal funds rate). Αυτό είναι το επιτόκιο στη διατραπεζική αγορά για τα δάνεια των ομοσπονδιακών κεφαλαίων, δηλαδή των αποθεματικών που οι τράπεζες διακρατούν στη Fed. Το επιτόκιο αυτό στην πραγματικότητα καθορίζεται από την αγορά και δεν βρίσκεται ρητά στην αρμοδιότητα της Fed. Η Fed προσπαθεί να ευθυγραμμίζει το αποτελεσματικό επιτόκιο των ομοσπονδιακών κεφαλαίων με το συγκεκριμένο ποσοστό, προσθέτοντας ή αφαιρώντας από την προσφορά χρήματος μέσω των πράξεων ανοικτής αγοράς.

Η Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ καθορίζει άμεσα το «προεξοφλητικό επιτόκιο», που είναι το επιτόκιο που χρεώνει όταν οι τράπεζες δανείζονται απευθείας από αυτήν. Το προεξοφλητικό επιτόκιο ορίζεται σε γενικές γραμμές σε ένα ποσοστό σχεδόν 100 μονάδες πάνω από το επιτόκιο-στόχο των ομοσπονδιακών κεφαλαίων. Σκοπός είναι να ενθαρρύνει τις τράπεζες να αναζητήσουν εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης πριν καταλήξουν στο δανεισμό από την «προεξοφλητική θυρίδα» (discount window) του Ομοσπονδιακού Αποθεματικού Συστήματος. Η αντίστοιχη λειτουργία στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα αναφέρεται ως «διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης». Και τα δύο αυτά ποσοστά επηρεάζουν το βασικό επιτόκιο (prime interest) που είναι συνήθως 3 ποσοστιαίες μονάδες υψηλότερα από το επιτόκιο ομοσπονδιακών κεφαλαίων.

Συνολικά τα τέσσερα βασικά επιτόκια που επηρεάζονται από τη Fed είναι τα εξής:

- Το προεξοφλητικό επιτόκιο (Discount Rate) : το επιτόκιο που οι τράπεζες πληρώνουν όταν δανείζονται απευθείας από τη Fed. Στην πραγματικότητα, σπάνια οι τράπεζες καταφεύγουν σε αυτό, αφού προτιμούν να δανείζονται βραχυπρόθεσμα από άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα χρησιμοποιώντας το επιτόκιο ομοσπονδιακών κεφαλαίων, το οποίο στις περισσότερες περιπτώσεις είναι καλύτερο από αυτό που προσφέρει η Fed.
- Το επιτόκιο ομοσπονδιακών κεφαλαίων (Fed Funds Rate) : το επιτόκιο που πληρώνουν οι τράπεζες όταν δανείζονται χρήματα στη διατραπεζική αγορά των ΗΠΑ. Το επιτόκιο αυτό καθορίζεται επίσης από την Fed προσαρμόζοντάς το κατά 0,25% ή 0,50% κάθε φορά. Μέσω της ρύθμισης των επιτοκίων που χρεώνουν οι τράπεζες μεταξύ τους για τα βραχυπρόθεσμα κεφάλαια, καθίσταται εφικτός ο ρόλος της Fed όσον αφορά τη διατήρηση της νομισματικής σταθερότητας και του ελέγχου στη ροή του χρήματος σε ολόκληρη την οικονομία.
- LIBOR (London Interbank Offered Rate) : είναι το επιτόκιο διατραπεζικής αγοράς του Λονδίνου και υπάρχουν διάφοροι τύποι αυτού του επιτοκίου για μια εβδομάδα, για ένα μήνα , για έξι μήνες και για ένα χρόνο. Παρά το γεγονός ότι τα επιτόκια LIBOR καθορίζονται από τις χρηματοπιστωτικές αγορές οποιαδήποτε δεδομένη στιγμή, είναι στενά συνδεδεμένα με τη Fed, αφού όταν η αγορά προβλέπει ότι αυτή θα μεταβάλλει το επιτόκιο ομοσπονδιακών κεφαλαίων, τις περισσότερες φορές μεταβάλλεται και το Libor. Ακόμη αποτελεί το βασικό επιτόκιο που χρησιμοποιείται σε μεγάλα επιχειρησιακά δάνεια και στα περισσότερα δάνεια κυμαινόμενου επιτοκίου των ΗΠΑ (ARMs).
- Το βασικό επιτόκιο (Prime Rate) : ισοδυναμεί με το επιτόκιο ομοσπονδιακών κεφαλαίων συν 3% . Το βασικό επιτόκιο χρησιμοποιείται για τα περισσότερα καταναλωτικά δάνεια καθώς και για δάνεια μικρών επιχειρήσεων. Όπως συμβαίνει με το LIBOR, έτσι και το βασικό επιτόκιο συνδέεται με το επιτόκιο ομοσπονδιακών κεφαλαίων.

Τα χαμηλά επιτόκια τονώνουν την οικονομική δραστηριότητα μέσω της μείωσης του κόστους δανεισμού, καθιστώντας ευκολότερο για τους καταναλωτές και τις

επιχειρήσεις να αγοράζουν και να επενδύουν. Όμως από την άλλη πολλές φορές προκαλείται και υπερβολική επέκταση της προσφοράς χρήματος και συνεπώς αυξάνεται ο πληθωρισμός. Τα υψηλά επιτόκια ενδέχεται να επιβραδύνουν την οικονομία αφού αυξάνουν το κόστος δανεισμού.

3) Υποχρεωτικά διαθέσιμα : Τα πιστωτικά ιδρύματα διατηρούν ένα μέρος των περιουσιακών τους στοιχείων σε υποχρεωτικά διαθέσιμα. Η Fed μπορεί να προσαρμόσει την υποχρέωση τήρησης ελάχιστων αποθεματικών αλλάζοντας το ποσοστό των υποχρεωτικών διαθεσίμων, τα στοιχεία του παθητικού στα οποία το ποσοστό αναφέρεται ή και τα δύο. Οι αλλαγές των υποχρεωτικών διαθεσίμων έχουν προφανείς επιπτώσεις στο απόθεμα των κεφαλαίων, στο κόστος επέκτασης των πιστώσεων για τις τράπεζες, καθώς επίσης είναι δαπανηρά και στη διαχείρισή τους. Ως εκ τούτου, το ποσοστό των υποχρεωτικών διαθεσίμων δεν προσαρμόζεται συχνά.

Η παραπάνω υποχρέωση διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στη διεξαγωγή των πράξεων ανοικτής αγοράς, αφού βοηθάει να εξασφαλισθεί η προβλεπόμενη ζήτηση για τα αποθεματικά της Fed αναβαθμίζοντας έτσι τον έλεγχο της πάνω στο επιτόκιο ομοσπονδιακών κεφαλαίων. Η υποχρέωση που έχουν τα πιστωτικά ιδρύματα να διακρατούν ένα συγκεκριμένο ποσοστό των καταθέσεών τους σε αποθεματικό, είτε ως μετρητά στα χαρτοφυλάκιά τους είτε ως μη τοκοφόρες καταθέσεις στην Federal Reserve συνεπάγεται ένα κόστος για τον ιδιωτικό τομέα. Το κόστος αυτό ισοδυναμεί με το ποσό των διαφυγόντων τόκων επί των υποχρεωτικών διαθεσίμων ή τουλάχιστον επί ενός τμήματος αυτών που θα μπορούσαν να εξυπηρετήσουν τις ανάγκες των ιδιωτών αντί οι τράπεζες να τα κρατούν εξαιτίας αυτής της νομικής υποχρέωσης.

Αλλαγές στην υποχρέωση τήρησης ελάχιστων διαθεσίμων μπορούν να επηρεάσουν το απόθεμα χρήματος, επηρεάζοντας τον όγκο των καταθέσεων και το κόστος χρηματοδότησης μιας τράπεζας. Αν δεν υπάρχει αύξηση στην προσφορά αποθεματικών από τη Fed, η αύξηση των υποχρεωτικών διαθεσίμων θα μειώσει τα πλεονάζοντα αποθεματικά δημιουργώντας συρρίκνωση στις τραπεζικές πιστώσεις και στο επίπεδο των καταθέσεων, ενώ θα αυξήσει τα επιτόκια. Επίσης θα αυξήσει το κόστος χρηματοδότησης μιας τράπεζας, εφόσον θα μεγεθύνει το ποσό των μη έντοκων στοιχείων ενεργητικού που θα πρέπει να τηρηθεί ως αποθεματικό.

Αντίθετα, μια μείωση στα ελάχιστα υποχρεωτικά διαθέσιμα, θα αφήσει αρχικά τα πιστωτικά ιδρύματα με πλεονάζοντα αποθεματικά ενθαρρύνοντας την αύξηση των

τραπεζικών πιστώσεων, του επιπέδου των καταθέσεων και τη μείωση των επιτοκίων (Ryan.2009). Η δύναμη που έχει η Federal Reserve να ορίζει το ποσοστό των υποχρεωτικών διαθεσίμων των πιστωτικών ιδρυμάτων είναι ένα πολύ σημαντικό εργαλείο άσκησης της νομισματικής πολιτικής.

Η Ομοσπονδιακή Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ, ανάμεσα στα εργαλεία νομισματικής πολιτικής που έχει στη διάθεσή της, χρησιμοποιεί κατά τρόπο συνεχή τις πράξεις ανοικτής αγοράς. Έχει τον πλήρη έλεγχο του όγκου των πράξεων αυτών, γεγονός που εξηγεί την ευελιξία και την ακρίβειά τους και μάλιστα οι διαδικασίες αυτές εφαρμόζονται γρήγορα και μπορούν να αντιστραφούν εύκολα.

Από την άλλη πλευρά, το προεξοφλητικό επιτόκιο επηρεάζει την προσφορά χρήματος μόνο εάν οι τράπεζες ανταποκριθούν σε αυτό, ενώ τα δάνεια από την «προεξοφλητική θυρίδα» (discount window) είναι συνήθως βραχυπρόθεσμα. Έτσι οι προσαρμογές που γίνονται χρησιμοποιώντας αυτό το εργαλείο είναι προσωρινές. Επίσης μέσω αυτού του εργαλείου νομισματικής πολιτικής η Fed διαδραματίζει το ρόλο του δανειστή έσχατης ανάγκης και γι'αυτό το λόγο δεν το χρησιμοποιεί συχνά, ενώ όταν το χρησιμοποιεί είναι πολύ προσεκτική.

2.4. Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ή αλλιώς ΕΚΤ) ιδρύθηκε τον Ιούνιο του 1998, η έδρα της βρίσκεται στη Φραγκφούρτη και αποτελεί έναν υπερεθνικό οργανισμό με δική του νομική προσωπικότητα. Είναι μέρος του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών, μαζί με τις εθνικές κεντρικές τράπεζες όλων των κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Οι διοικητές των εθνικών κεντρικών τραπεζών της ευρωζώνης συμμετέχουν στην λήψη αποφάσεων νομισματικής πολιτικής που ασκείται από αυτήν.

Σύμφωνα με τον ιδρυτικό της νόμο, ο πρωταρχικός στόχος της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας είναι η σταθερότητα των τιμών καθώς και η οικονομική ανάπτυξη ως δευτερευόν στόχος. Συγκεκριμένα, το άρθρο 105 της Συνθήκης του Μάαστριχτ ορίζει ότι «ο πρωταρχικός στόχος της ΕΚΤ είναι η διατήρηση της σταθερότητας των

τιμών» και ότι «με την επιφύλαξη του στόχου της σταθερότητας των τιμών, η ΕΚΤ στηρίζει τις γενικές οικονομικές πολιτικές της Ευρωπαϊκής Κοινότητας ».

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα έχει το αποκλειστικό δικαίωμα να εγκρίνει την έκδοση τραπεζογραμματίων ευρώ, ωστόσο, οι εθνικές κεντρικές τράπεζες χειρίζονται τις τεχνικές πλευρές της έκδοσής του. Στα καθήκοντά της επίσης περιλαμβάνονται η διενέργεια πράξεων συναλλάγματος, η διαχείριση των επίσημων συναλλαγματικών διαθεσίμων των χωρών της ζώνης του ευρώ, η προώθηση της ομαλής λειτουργίας των συστημάτων πληρωμών καθώς και η συλλογή νομισματικών και χρηματοπιστωτικών στατιστικών στοιχείων που απαιτούνται για την εκτέλεση των καθηκόντων της. Είναι σημαντικό να σημειωθεί ότι δεν συμπεριλήφθηκε καμία διάταξη στη Συνθήκη του Μάαστριχτ που να αναφέρει ότι η ΕΚΤ μπορεί να ενεργεί ως δανειστής έσχατης ανάγκης σε περίπτωση χρηματοπιστωτικής κρίσης ούτε να έχει εποπτική εξουσία επί των ευρωπαϊκών τραπεζών (Dominguez, 2006).

Συγκεκριμένα το άρθρο 101 της Συνθήκης αναφέρει ότι «υπεραναλήψεις ή άλλου είδους πιστωτικές διευκολύνσεις από την ΕΚΤ ή τις Εθνικές Κεντρικές τράπεζες των κρατών μελών υπέρ κοινοτικών οργάνων ή οργανισμών, κεντρικών κυβερνήσεων, περιφερειακών ή τοπικών αρχών, δημοσίων αρχών πρέπει να απαγορεύεται καθώς επίσης και η απευθείας αγορά δικών τους χρεογράφων από την πλευρά της ΕΚΤ ή των εθνικών κεντρικών τραπεζών». Αυτή η πολιτική ανεξαρτησία της ΕΚΤ είναι εξαιρετικά σημαντική, περιορίζοντας όμως την λειτουργία της ως έσχατος δανειστής (Schroeder,2003).

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα ιδρύθηκε ως ένα ανεξάρτητο θεσμικό όργανο, πιθανόν εξαιτίας μεγάλου μέρους της ακαδημαϊκής βιβλιογραφίας που υποστήριζε ότι η πολιτική ανεξαρτησία είναι απαραίτητη προκειμένου μια νομισματική αρχή να λαμβάνει ορθές αποφάσεις. Το άρθρο 107 της Συνθήκης του Μάαστριχτ κατοχυρώνει την πολιτική ανεξαρτησία της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας. Η Κεντρική Τράπεζα και οι ΕθνΚΤ απαγορεύεται να ζητούν ή να δέχονται υποδείξεις από κοινοτικά όργανα, από οποιαδήποτε κυβέρνηση χώρας της ΕΕ ή από οποιονδήποτε άλλο οργανισμό. Από την άλλη, οι κοινοτικοί οργανισμοί, καθώς και οι κυβερνήσεις των κρατών μελών δεν επιτρέπεται να επηρεάζουν τα μέλη των οργάνων λήψης αποφάσεων της ΕΚΤ ή των ΕθνΚΤ κατά την άσκηση των καθηκόντων τους.

Δεδομένου ότι η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα ιδρύθηκε για να είναι ανεξάρτητη, παρόλα αυτά έχει επικριθεί ως υπερβολικά ανεξάρτητη και αντιδημοκρατική. Χαρακτηριστικό της, δε δημοσιεύει ούτε επιζητά παρατηρήσεις γύρω από τις προτεινόμενες αποφάσεις της. Παρέχει μεν άμεση ενημέρωση (μέσω συνέντευξης Τύπου) σχετικά με τις αποφάσεις πολιτικής της, όμως δεν γνωστοποιεί την λογική των αποφάσεων της. Αντιθέτως, η ανάλογη πολιτική που ακολουθεί στις ΗΠΑ, η Federal Reserve, είναι να παρέχει στα δελτία τύπου περιγραφή της οποιαδήποτε αλλαγής στην πολιτική της, στις ψηφοφορίες που διεξάγει, με αναφορά στα ονόματα των διαφωνούντων καθώς και στις πολιτικές δράσης που αυτοί προτιμούν.

Η επίσημη αιτιολογία για τη μη δημοσίευση των πρακτικών των συνεδριάσεων του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ είναι ότι η μυστικότητα ενθαρρύνει τους συμμετέχοντες να ψηφίζουν αμερόληπτα και όχι με βάση τα στενά εθνικά τους συμφέροντα. Ο πρόεδρος της ΕΚΤ παρουσιάζει την ετήσια Νομισματική Έκθεση σε τέσσερις διαφορετικές ομάδες: στο Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, στους Ευρωπαίους υπουργούς οικονομικών, στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή (εκτελεστική εξουσία της Ευρωπαϊκής Ένωσης) και στο Ευρωπαϊκό Συμβούλιο (ευρωπαίοι αρχηγοί των κρατών).

Η ανεξαρτησία της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας θα πρέπει να εξεταστεί στο πλαίσιο ενός θεσμού, κατά τον οποίο η πλειοψηφία των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου διορίζονται με ιδιαίτερα αποκεντρωμένο τρόπο. Η δομή του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών, το οποίο αποτελείται από την ΕΚΤ και τις Εθνικές Κεντρικές Τραπεζές των κρατών μελών της ΕΕ που έχουν υιοθετήσει το ευρώ, μοιάζει με τη δομή της γερμανικής τράπεζας Deutsche Bundesbank, ενώ η δημιουργία της ΕΚΤ στηρίχτηκε στα πρότυπα αυτής, τόσο γιατί η Γερμανία είχε μεγάλη επιρροή στο σχεδιασμό της αλλά και λόγω της αντίληψης ότι η Bundesbank εκπροσωπούσε τη "βέλτιστη πρακτική" μεταξύ των ευρωπαϊκών κεντρικών τραπεζών.

Τα καθήκοντα της ΕΚΤ όπως καθορίζονται στη Συνθήκη του Μάαστριχτ και στο καταστατικό της ΕΚΤ είναι:

- η χάραξη και η εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής της Ένωσης,
- η διενέργεια πράξεων συναλλάγματος σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 219 που ορίζει ότι η πολιτική συναλλαγματικής ισοτιμίας είναι αρμοδιότητα του Διοικητικού Συμβουλίου, το οποίο μπορεί να τροποποιήσει τις ισοτιμίες και να

αποφασίζει για το γενικό προσανατολισμό της συναλλαγματικής πολιτικής σε συνεργασία με την ΕΚΤ,

- η διαχείριση των επίσημων συναλλαγματικών διαθεσίμων των κρατών μελών της ΕΕ,
- η προώθηση της ομαλής λειτουργίας των συστημάτων πληρωμών και
- η έγκριση της έκδοσης τραπεζογραμματίων ευρώ

Είναι προφανές ότι τα καθήκοντα που έχουν ανατεθεί στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα περιορίζονται στις δραστηριότητες που σχετίζονται σχεδόν αποκλειστικά με τη νομισματική πολιτική (Dominguez,2006).

2.4.1. Η Δομή της ΕΚΤ

Το ανώτατο όργανο λήψης αποφάσεων της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας είναι το Διοικητικό Συμβούλιο, το οποίο αποτελείται από τους διοικητές των εθνικών κεντρικών τραπεζών των 17 χωρών της ζώνης του ευρώ και τα έξι μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής της ΕΚΤ.

Η Εκτελεστική Επιτροπή αποτελείται από τον πρόεδρο, τον αντιπρόεδρο της ΕΚΤ καθώς και από τέσσερα μέλη που επιλέγονται μεταξύ προσώπων αναγνωρισμένου κύρους και επαγγελματικής πείρας σε νομισματικά και τραπεζικά θέματα και διορίζονται με κοινή συμφωνία των κυβερνήσεων της ζώνης του ευρώ. Προετοιμάζει τις συνεδριάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου, υλοποιεί τις αποφάσεις νομισματικής πολιτικής που το Συμβούλιο λαμβάνει με βάση τις εξελίξεις στη ζώνη του ευρώ και είναι υπεύθυνη για την καθημερινή διαχείριση της ΕΚΤ.

Η Συνθήκη του Μάαστριχτ ορίζει ότι οι αποφάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου λαμβάνονται με απλή πλειοψηφία, που σημαίνει ότι οι προτιμήσεις των διοικητών των εθνικών κεντρικών τραπεζών, οι οποίοι διορίζονται από τις αντίστοιχες εθνικές κυβερνήσεις τους, κυριαρχούν στην τελική λήψη αυτών. Η Συνθήκη για την Ευρωπαϊκή Ένωση, καθώς και το Καταστατικό του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών και της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, εξουσιοδοτεί το Διοικητικό Συμβούλιο να λαμβάνει τις στρατηγικά σημαντικότερες αποφάσεις για το Ευρωσύστημα. Τα κύρια καθήκοντα του Διοικητικού Συμβουλίου είναι:

- ❖ Να διαμορφώνει τη νομισματική πολιτική στην ευρωζώνη, δηλαδή να λαμβάνει αποφάσεις για το επίπεδο των βασικών επιτοκίων και την προσφορά διαθέσιμων στο Ευρωσύστημα
- ❖ Να καθορίζει τις κατευθυντήριες γραμμές και να λαμβάνει τις αποφάσεις που απαιτούνται για την εκπλήρωση των καθηκόντων του Ευρωσυστήματος

Η κανονική συχνότητα των συνεδριάσεων του Διοικητικού Συμβουλίου είναι δυο φορές το μήνα. Στην πρώτη συνεδρίαση, συνήθως, αξιολογείται η αναγκαιότητα ή μη της προσαρμογής των επιτοκίων, δηλαδή συζητούνται θέματα νομισματικής πολιτικής, ενώ η δεύτερη συνάντηση είναι ανοιχτή για συζήτηση άλλων καθηκόντων του Ευρωσυστήματος, συμπεριλαμβανομένων της διαχείρισης χαρτοφυλακίων επίσημων συναλλαγματικών διαθέσιμων και της εποπτείας στη λειτουργία του συστήματος πληρωμών.

Λίγες ημέρες πριν τις συνεδριάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου, τα μέλη λαμβάνουν ένα αντίτυπο του «Orangebook» (το όνομα προέρχεται από το χρώμα του εξωφύλλου), το οποίο εκπονείται από τον επικεφαλής οικονομολόγο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας και το οποίο παρέχει μια ανάλυση των οικονομικών και νομισματικών συνθηκών της ευρωζώνης καθώς και προτάσεις για σύσταση πολιτικής (Dominguez,2006).

2.4.2. Νομισματική Πολιτική της ΕΚΤ

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα ασκεί τη νομισματική πολιτική χωρίς καμία παρέμβαση από πολιτικούς. Η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών, η οποία απαιτεί ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) για τη ζώνη του ευρώ, να είναι κατά μέσο όρο χαμηλότερος του 2%, αποτελεί τον κύριο στόχο της, όπως περιγράφεται στη Συνθήκη.

Επιπρόσθετα, όταν υποστηρίζει τη γενική οικονομική πολιτική, δεν επιτρέπεται να θέτει σε κίνδυνο αυτόν το στόχο. Το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών θα πρέπει να ενεργεί με βάση την αρχή της ανοικτής αγοράς με ελεύθερο ανταγωνισμό που ευνοεί την αποτελεσματική κατανομή των πόρων, σύμφωνα με όσα ορίζονται στο άρθρο 4 της Συνθήκης (Schroeder,2003).

Αξιοσημείωτο είναι ότι ο στόχος της χρηματοοικονομικής σταθερότητας δεν περιλαμβάνεται στους στόχους της Ευρωπαϊκής Ένωσης ούτε αποτελεί καθήκον της ΕΚΤ. Σύμφωνα με την Frangakis (2011) μπορεί να υποτεθεί ότι οι Ευρωπαίοι ηγέτες δεν συμπεριέλαβαν την πιθανότητα μιας κρίσης λόγω της ευφορίας που υπήρχε κατά την ίδρυση της Κεντρικής Τράπεζας και της εισαγωγής του ευρώ.

Η νομισματική στρατηγική της ΕΚΤ έχει επίσης ως στόχο να διαμορφώσει τις μεσοπρόθεσμες αλλά και τις μακροπρόθεσμες προσδοκίες. Η δήλωση ότι «η σταθερότητα των τιμών πρέπει να διατηρείται μεσοπρόθεσμα» αντανακλά την ανάγκη της νομισματικής πολιτικής για μακρόπνοο, μεσοπρόθεσμο προσανατολισμό.

Στις 13 Οκτωβρίου του 1998, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ περιέγραψε τα κύρια στοιχεία της στρατηγικής που θα ακολουθούσε στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής. Από την αρχή, η στρατηγική αυτή βασιζόταν: α) στον ποσοτικό καθορισμό του στόχου της σταθερότητας των τιμών που έχει ανατεθεί στην ΕΚΤ από τη Συνθήκη του Μάαστριχτ, δηλαδή «την ετήσια αύξηση του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) για τη ζώνη του ευρώ με ρυθμό χαμηλότερο του 2%» και β) στην αξιολόγηση των προοπτικών εξέλιξης των τιμών, χρησιμοποιώντας ένα ευρύ φάσμα οικονομικών και χρηματοπιστωτικών μεταβλητών. Στο πρώτο λοιπόν τεύχος του Μηνιαίου Δελτίου της ΕΚΤ, τον Ιανουάριο του 1999, αυτή η προσέγγιση των «δύο πυλώνων» ανακοινώθηκε επίσημα.

Το Διοικητικό Συμβούλιο ορίζει ότι: α) η σταθερότητα των τιμών θα πρέπει να διατηρείται μεσοπρόθεσμα, αναγνωρίζοντας ότι υπάρχει βραχυπρόθεσμη μεταβλητότητα στις τιμές η οποία δεν μπορεί να ελεγχθεί απόλυτα από τη νομισματική πολιτική, β) η έμφαση θα δίνεται στον ΕνΔΤΚ για τη ζώνη του ευρώ, δεδομένου ότι οι αποφάσεις νομισματικής πολιτικής λαμβάνονται σύμφωνα με τις εξελίξεις που αφορούν την ευρωζώνη συνολικά και όχι συγκεκριμένες περιοχές ή χώρες και γ) το όριο του 2%, είναι ίδιο με τον στόχο που είχαν θέσει προηγουμένως οι περισσότερες κεντρικές τράπεζες της ευρωζώνης.

Η ΕΚΤ, όπως αναφέρθηκε προηγουμένως, ακολουθεί τη λεγόμενη στρατηγική δυο πυλώνων (two-pillar strategy). Ο πρώτος πυλώνας βασίζεται στο μονεταρισμό και την ποσοτική θεωρία του χρήματος. Σύμφωνα με αυτόν ο πληθωρισμός είναι πάντα ένα νομισματικό φαινόμενο και το αποτέλεσμα μιας μεγάλης προσφοράς χρήματος. Η ΕΚΤ μέχρι το 2003 χρησιμοποιούσε μια τιμή αναφοράς για το νομισματικό μέγεθος

M3¹², την οποία είχε ορίσει στο 4,5%, προκειμένου να προσδιορίσει τη νομισματική επέκταση. Το 2003, όμως, ανακοινώθηκε από την Κεντρική Τράπεζα ότι «δεν θα χρησιμοποιεί πλέον την τιμή αναφοράς για το M3 σε ετήσια βάση, επειδή η εμπειρία έδειξε ότι μεσοπρόθεσμα δεν αναμένονται συχνές αλλαγές».

Βέβαια, η αύξηση του νομισματικού μεγέθους M3 εξακολουθεί να αποτελεί μια μεταβλητή που λαμβάνεται υπόψη για την χάραξη της νομισματικής πολιτικής. Σύμφωνα με τα λόγια του Jean-Claude Trichet, του προέδρου της ΕΚΤ, το χαμηλό επίπεδο επιτοκίων είναι ο κύριος παράγοντας που εξηγεί την επιτάχυνση στην προσφορά χρήματος: «Η επίδραση του χαμηλού επιπέδου των επιτοκίων στη ζώνη του ευρώ είναι ένας σημαντικός παράγοντας που συμβάλλει στο υψηλό ποσοστό της νομισματικής επέκτασης και εξηγεί τις αλλαγές στον ρυθμό αύξησης του M3» (Fourcans, Vranceanu, 2007).

Η σπουδαιότητα που θα πρέπει να δοθεί στα νομισματικά μεγέθη είναι ένα εξαιρετικά αμφιλεγόμενο ζήτημα. Σε ορισμένες περιπτώσεις, το M3 διαδραμάτισε καθοριστικό ρόλο στις αποφάσεις της ΕΚΤ προκειμένου να τροποποιήσει το βασικό της επιτόκιο. Σύμφωνα με τους Fourcans και Vranceanu (2007), η ΕΚΤ θα πρέπει να ορίσει ένα συγκεκριμένο εύρος για την προσφορά χρήματος και να δεσμευτεί ότι θα το τηρεί. Φυσικά, σε ένα τέτοιο πλαίσιο, θα πρέπει να ακολουθεί μια πολιτική επιτοκίων (και συνεπώς μια πολιτική ανοιχτής αγοράς) που να εναρμονίζεται με τις τιμές της προσφοράς χρήματος και με το στόχο του πληθωρισμού. Η αύξηση της ποσότητας χρήματος, που είναι ένας ενδιάμεσος μεταβλητός στόχος, θα πρέπει να χρησιμοποιείται με μεγαλύτερη σαφήνεια.

Ο νομισματικός πυλώνας παρέχει στην ΕΚΤ πολύ σημαντικά στοιχεία που μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να διασταυρώσει οικονομικές αναλύσεις παρά τις μεσοπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες προβλέψεις. Αυτές συμπληρώνονται με επιπλέον αναλύσεις των αντισυμβαλλομένων μερών, όπως το σύνολο των δανείων, τα δάνεια του ιδιωτικού τομέα, τα στεγαστικά δάνεια, τα δάνεια των επιχειρήσεων, οι οποίες λαμβάνουν υπόψη την πιθανότητα μιας πιστωτικής επέκτασης που μπορεί να οδηγήσει σε φούσκα, όπως για παράδειγμα με τις τιμές των κατοικιών (Bordes, Clerc, 2004).

¹² Το M3 είναι νομισματικό μέγεθος που περιλαμβάνει τα κυκλοφορούντα νομίσματα, δηλαδή τραπεζογραμμάτια και κέρματα, καταθέσεις διάρκειας μιας ημέρας, καταθέσεις με συμφωνημένη διάρκεια έως και δύο ετών ή καταθέσεις υπό προειδοποίηση έως και τριών μηνών και εμπορεύσιμους τίτλους, όπως συμφωνίες επαναγοράς, μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων της αγοράς χρήματος και χρεόγραφα διάρκειας έως και δυο ετών.

Επιπλέον, η ΕΚΤ προσφέρει μια δεύτερη και τελείως διαφορετική προσέγγιση για τη νομισματική πολιτική: «Η αξιολόγηση σε ευρεία βάση των προοπτικών εξέλιξης των τιμών και των κινδύνων διατάραξης της σταθερότητας των τιμών στη ζώνη του ευρώ θα διαδραματίσει σημαντικό ρόλο στη στρατηγική του Ευρωσυστήματος. Αυτή η αξιολόγηση θα γίνεται με τη χρήση ενός μεγάλου εύρους οικονομικών δεικτών.» Για τις μελλοντικές τιμές των μισθών, των συναλλαγματικών ισοτιμιών, των ομολόγων και των καμπυλών αποδόσεων χρησιμοποιούνται διάφοροι δείκτες πραγματικής δραστηριότητας, δημοσιονομικής πολιτικής, κόστους καθώς και έρευνες επιχειρήσεων και καταναλωτών. Ο δεύτερος αυτός πυλώνας της νομισματικής πολιτικής δεν έχει καμία σχέση με τον παραδοσιακό μονεταρισμό (Heer,2002).

Η στρατηγική της ΕΚΤ επικεντρώνεται σε δύο πτυχές της νομισματικής σταθερότητας και για το λόγο αυτό μπορεί να θεωρηθεί ως «υβριδική» στρατηγική, που έχει στόχο τη σταθεροποίηση των προσδοκιών του πληθωρισμού μεσοπρόθεσμα και ταυτόχρονα τη μείωση της μακροπρόθεσμης αβεβαιότητας του επιπέδου τιμών. Η εν λόγω στρατηγική βασίζεται στο ότι η νομισματική πολιτική επηρεάζει τον πληθωρισμό με τον ακόλουθο τρόπο: μεταβολές στα βασικά επιτόκια επηρεάζουν τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια, τις βραχυπρόθεσμες προσδοκίες όσον αφορά την οικονομική δραστηριότητα και μέσω αυτών μεταβάλλεται και το επίπεδο τιμών.

Είναι κοινώς αποδεκτό, με βάση ουσιαστικά εμπειρικά στοιχεία, ότι η αύξηση του επιπέδου των τιμών είναι ένα νομισματικό φαινόμενο σε μεσοπρόθεσμη έως μακροπρόθεσμη βάση. Την περίοδο αυτή, το χρήμα αποτελεί φυσικό, σταθερό και αξιόπιστο ονομαστικό σημείο αναφοράς για τη νομισματική πολιτική που στοχεύει στη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών.

Παρόλα αυτά, η έννοια της τιμής αναφοράς δεν συνιστά δέσμευση εκ μέρους του Ευρωσυστήματος να διορθώνει τις αποκλίσεις της προσφοράς χρήματος από αυτήν την τιμή σε βραχυπρόθεσμη περίοδο. Σύμφωνα με τους Bordes και Clerc (2004), η νομισματική πολιτική δεν πρέπει απαραίτητα να αντισταθμίζει την απόκλιση του πληθωρισμού βραχυπρόθεσμα, δεδομένου ότι η επιστροφή στην ισορροπία θα πρέπει να επιτευχθεί μέσω του καναλιού των προσδοκιών.

2.4.3. Εργαλεία Επίτευξης Νομισματικής Πολιτικής

Ο κύριος τρόπος με τον οποίο η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα παρέχει ρευστότητα στην αγορά είναι μέσω των πράξεων ανοικτής αγοράς, γνωστές ως «πράξεις αναχρηματοδότησης», οι οποίες διενεργούνται με βάση προκαθορισμένο πρόγραμμα σε εβδομαδιαία και μηνιαία βάση.

Πιο συγκεκριμένα, υπάρχουν δυο είδη πράξεων αναχρηματοδότησης: η κύρια πράξη αναχρηματοδότησης (Main Refinancing operations-MROs) με διάρκεια μιας εβδομάδας και η πιο μακροπρόθεσμη πράξη αναχρηματοδότησης (Longer-Term Refinancing Operations-LTROs) διάρκειας τριών μηνών. Οι συναλλαγές αυτές συνήθως έχουν τη μορφή μιας αντιστρεπτέας συναλλαγής ή μιας συμφωνίας επαναγοράς.

Η ΕΚΤ στις πράξεις αυτές κατανέμει ρευστότητα μέσω δημοπρασιών μεταβλητού επιτοκίου. Σύμφωνα με αυτήν τη διαδικασία, το Διοικητικό Συμβούλιο ανακοινώνει το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς (minimum bid rate) στο οποίο είναι διατεθειμένη η Κεντρική Τράπεζα να δανείσει ένα συγκεκριμένο ποσό στις εμπορικές τράπεζες και αυτές με τη σειρά τους καταθέτουν τις προσφορές τους, οι οποίες περιλαμβάνουν το επιτόκιο το οποίο είναι πρόθυμες να πληρώσουν και το ποσό που επιθυμούν να δανειστούν. Ακολούθως, η ΕΚΤ πραγματοποιεί την κατανομή των δανείων μεταξύ των εμπορικών τραπεζών, ανάλογα με τα επιτόκια που έχουν προσφερθεί. Το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης είναι γνωστό ως «βασικό επιτόκιο αναχρηματοδότησης» (main refinancing rate).

Το Διοικητικό Συμβούλιο λαμβάνει τις καθημερινές και τις μακροπρόθεσμες αποφάσεις νομισματικής πολιτικής, αλλά ουσιαστικά οι Εθνικές Κεντρικές τράπεζες είναι αυτές που διεξάγουν τις νομισματικές πράξεις. Πράγματι, οι πράξεις αναχρηματοδότησης διεξάγονται ταυτόχρονα από όλες τις εθνικές κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος μαζί με πάνω από 500 αντισυμβαλλόμενα ιδρύματα, χρησιμοποιώντας ένα ευρύ φάσμα κρατικών τίτλων, με τον κατάλογο των αποδεκτών εξασφαλίσεων να διαφέρει από χώρα σε χώρα. Μια αποτελεσματικότερη παροχή ρευστότητας μέσω μιας κεντρικής διαδικασίας, είναι εύκολο να επιτευχθεί, αν ληφθεί υπόψη η πολυπλοκότητα των ταυτόχρονων ενεργειών που λαμβάνουν χώρα σήμερα. Η λογική της ισχύουσας ρύθμισης βασίζεται στην ευρωπαϊκή αρχή της επικουρικότητας,

σύμφωνα με την οποία οι αποφάσεις πρέπει να λαμβάνονται στο χαμηλότερο δυνατό επίπεδο της πολιτικής εξουσίας (Dominguez,2006).

Επίσης η ΕΚΤ παρέχει δάνεια απευθείας στις εμπορικές τράπεζες αν χρειαστούν ρευστά διαθέσιμα και δεν καταφύγουν στη διατραπεζική αγορά, ενώ το επιτόκιο που τις χρεώνει ονομάζεται «επιτόκιο οριακής χρηματοδότησης». Το επιτόκιο αυτό προσδιορίζει το ανώτατο όριο στο οποίο μπορεί να φθάσει το διατραπεζικό επιτόκιο EONIA, το οποίο αναφέρεται στη σύναψη δανείων μιας ημέρας μεταξύ των τραπεζών και προσδιορίζεται έτσι ώστε να επέλθει ισορροπία στην αγορά ρευστών διαθεσίμων.

Ένα από τα σημαντικότερα κίνητρα που έχουν οι τράπεζες να δανείζονται από την ΕΚΤ είναι η ικανοποίηση του επιπέδου των ελαχίστων υποχρεωτικών αποθεματικών, σύμφωνα με την οποία πρέπει να τηρούν ένα συγκεκριμένο ποσοστό από τις καταθέσεις των πελατών τους στις αντίστοιχες εθνικές κεντρικές τράπεζες ίσο με 2% των ανεξόφλητων δανείων τους.

Η εν λόγω υποχρέωση τήρησης ελάχιστων διαθεσίμων κατατεθειμένων σε λογαριασμούς στις εθνικές κεντρικές τράπεζες, επιβλήθηκε με την επιμονή της Γερμανικής Bundesbank, αλλά σε αντίθεση με αυτήν, οι Εθνικές Κεντρικές τράπεζες καταβάλλουν επιτόκιο για αυτούς τους λογαριασμούς καταθέσεων (όπως συμβαίνει και με τις καταθέσεις μιας ημέρας που πραγματοποιούν οι τράπεζες στις εθνικές κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος, πέραν εκείνων που απαιτούνται για την κάλυψη των υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών) (Dominguez,2006).

Ακόμη οι εμπορικές τράπεζες μπορούν να καταθέτουν τα υπερβάλλοντα ρευστά τους διαθέσιμα στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα με ένα επιτόκιο που ονομάζεται «επιτόκιο αποδοχής καταθέσεων» (deposit rate) και το οποίο προσδιορίζει το κατώτατο όριο του διατραπεζικού επιτοκίου EONIA. Οι δύο παραπάνω διευκολύνσεις που παρέχει η ΕΚΤ στις εμπορικές τράπεζες, αυτή του δανεισμού και της κατάθεσης, ονομάζονται διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης (marginal lending facility) και διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων (marginal deposit facility).

Σύμφωνα με τους Bordes και Clerc (2004) η Κεντρική Τράπεζα ασκεί τη νομισματική πολιτική μέσω αλλαγών στα παρακάτω τρία επιτόκια :

- επιτόκιο οριακής χρηματοδότησης (marginal lending rate),
- επιτόκιο αποδοχής καταθέσεων (deposit rate) και
- βασικό επιτόκιο αναχρηματοδότησης (main refinancing rate)

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα εφαρμόζει ενιαίες πολιτικές για το σύνολο της ζώνης του ευρώ, παρά τις διαφορετικές ευαισθησίες των χωρών στις επιτοκιακές αλλαγές και τις διαφορετικές προτιμώμενες πολιτικές. Τα ασυνήθιστα χαμηλά επιτόκια που είχε ορίσει η ΕΚΤ κατά τα πρώτα χρόνια δημιουργίας της, είχαν θεωρηθεί ακατάλληλα για τις περιοχές της Ευρώπης, με ενδεχόμενες φούσκες στις αξίες των ακινήτων, ενώ τα σχετικά υψηλά επιτόκια, λίγα χρόνια αργότερα, είχαν θεωρηθεί ανασταλτικά για την οικονομική ανάπτυξη μεγάλων χωρών. Σύμφωνα με την Domínguez (2006), κριτικές αυτού του είδους είναι αναπόφευκτο να γίνονται, όταν εφαρμόζεται μια κοινή νομισματική πολιτική σε μια ζώνη που αποτελείται από διαφορετικές οικονομίες.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο

Η ΣΥΜΒΟΛΗ ΤΩΝ ΚΕΝΤΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΣΤΗ

ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ ΤΗΣ ΤΡΕΧΟΥΣΑΣ ΚΡΙΣΗΣ

3.1 Η συμβολή της Fed στη δημιουργία της κρίσης

Η ανεπαρκής διαχείριση κινδύνου, τα διαστρεβλωμένα κίνητρα και η χαλαρή εποπτεία ενθάρρυναν τον χρηματοπιστωτικό τομέα να αναλάβει τεράστιους κινδύνους με την εισαγωγή χρηματοοικονομικών καινοτομιών που χρηματοδοτούνταν από βραχυπρόθεσμα κεφάλαια, προκαλώντας σοβαρές διαρθρωτικές αδυναμίες στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Ωστόσο, όλα αυτά δεν θα είχαν προκληθεί σε τέτοια έκταση αν το μακροοικονομικό περιβάλλον δεν χαρακτηριζόταν από χαμηλά επιτόκια, αυξημένες τιμές σε περιουσιακά στοιχεία και μεγάλες ανισορροπίες στην αποταμίευση και επένδυση μεταξύ των Ηνωμένων Πολιτειών και των χωρών της Ασίας, τα οποία επέτρεψαν την δημιουργία ενός κλίματος μιας γενικότερης ευφορίας.

Έντονη κριτική έχει ασκηθεί στη νομισματική πολιτική που ακολούθησαν οι κεντρικές τράπεζες και κυρίως η Fed που θεωρείται από πολλούς ειδικούς υπαίτια για την ανάπτυξη της στεγαστικής φούσκας στις Ηνωμένες Πολιτείες. Μετά από τη φούσκα της υψηλής τεχνολογίας που έσκασε το 2000 (γνωστή ως φούσκα dot-com) και τις τρομοκρατικές επιθέσεις της 11^{ης} Σεπτεμβρίου 2001, ο πρόεδρος της Κεντρικής Τράπεζας των ΗΠΑ, Άλαν Γκρίνσπαν, που διετέλεσε πρόεδρος της από τον Αύγουστο του 1987 μέχρι τον Ιανουάριο του 2006, ακολούθησε επεκτατική πολιτική αυξάνοντας «επιθετικά» την προσφορά του M2¹³ οδηγώντας το νομισματικό αυτό μέγεθος λίγο πάνω από το 10% (White,2009).

Η επέκταση αυτή συνοδεύτηκε και από συνεχείς περικοπές του βασικού επιτοκίου. Ενώ το συγκεκριμένο επιτόκιο ξεκίνησε το 2001 στο 6,25% στο τέλος του έτους είχε φτάσει στο 1,75%. Ο Γκρίνσπαν συνέχισε με περαιτέρω μειώσεις του επιτοκίου ωθώντας το στα μέσα του 2003 στο ποσοστό ρεκόρ του 1%, όπου παρέμεινε

¹³ Το νομισματικό μέγεθος M2 περιλαμβάνει το M1, που είναι τα τραπεζογραμμάτια, τα κέρματα και οι καταθέσεις διάρκειας μιας ημέρας και επιπλέον τις καταθέσεις με συμφωνημένη διάρκεια έως και δύο ετών ή καταθέσεις υπό προειδοποίηση έως και τριών μηνών.

για ένα χρόνο. Το πραγματικό επιτόκιο ήταν πλέον αρνητικό, που σήμαινε ότι τα ονομαστικά επιτόκια ήταν χαμηλότερα από τον ρυθμό πληθωρισμού για δύομισι χρόνια. Ένας δανειολήπτης δηλαδή κατά τη διάρκεια εκείνης της περιόδου που αγόραζε ένα οικόπεδο, η τιμή του οποίου συμβάδιζε με τον πληθωρισμό, κέρδιζε σε σχέση με αυτό που είχε δανειστεί.

Η νομισματική πολιτική της Fed ήταν πολύ χαλαρή την περίοδο από το 2003 μέχρι το 2004. Το προεξοφλητικό επιτόκιο (discount rate) ήταν σημαντικά χαμηλότερο από το επίπεδο που πρότεινε ο κανόνας του Taylor και συγκεκριμένα το 2004, το περιθώριο μεταξύ του επιπέδου επιτοκίων που προέβλεπε ο κανόνας και εκείνου που καθόριζε η Fed έφτασε στη μέγιστη τιμή του, τις 300 μονάδες βάσης, προκαλώντας την υπέρμετρη κατανάλωση των νοικοκυριών και μειώνοντας δραστικά την αποταμίευση (Eichengreen,2010). Χαρακτηριστικά ενώ στις αρχές της δεκαετίας του '90 το ποσοστό αποταμίευσης βρισκόταν στο 7%, το διάστημα 2005-2007 αυτό έφτασε κοντά στο μηδέν (Catte et al,2010).

Το κανάλι μέσω του οποίου τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια επηρέασαν την κτηματομεσιτική αγορά ήταν τα ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια κυμαινόμενου επιτοκίου (adjustable rate mortgages-ARMs), των οποίων τα χαμηλά επιτόκια δέλεασαν περισσότερους ανυποψίαστους αγοραστές. Η κατηγορία αυτή των δανείων μετέφερε τον κίνδυνο αύξησης των επιτοκίων από το δανειστή στον οφειλέτη. Πολλοί δανειολήπτες όμως κατέφυγαν στα ARMs βασιζόμενοι στο ότι η Fed θα διατηρούσε τα επιτόκια χαμηλά για όσο διάστημα κρατούσαν την υποθήκη. Όταν όμως οι μηνιαίες δόσεις αποπληρωμής τους άρχισαν να έχουν ανοδική πορεία ξεκίνησαν και τα προβλήματα. Ο Γκρίνσπαν παρόλα αυτά το 2010 υποστήριξε ότι τα ARM κορυφώθηκαν δύο χρόνια πριν παρατηρηθεί η οικοδομική άνθιση, υπονοώντας ότι αυτά δεν θα μπορούσε να είναι υπεύθυνα για τη φούσκα των ακινήτων.

Αντιθέτως σύμφωνα με τον Ryan (2009), η Fed και ο Γκρίνσπαν φέρουν ευθύνη για την χρηματοπιστωτική κατάρρευση καθώς πολλές από τις πρακτικές δανειοδότησης στην αγορά στεγαστικών δανείων χαρακτηρίζονταν από επιπολαιότητα, ακόμα και παραπλάνηση. Δημιούργησαν στους δανειστές την ψευδαίσθηση της εύκολης μακροχρόνιας αποπληρωμής των δανείων, με αποτέλεσμα πολλοί άνθρωποι με χαμηλή πιστοληπτική ικανότητα να δανείζονται, ελπίζοντας στη μεταπώληση του σπιτιού τους σε μια υψηλότερη τιμή ή στην αναχρηματοδότησή του αξιοποιώντας την εκτιμώμενη

αξία του για να κάνουν τις πληρωμές τους. Όπως ο ίδιος υπογραμμίζει μερικοί δανειολήπτες παροτρύνονταν από ανεύθυνους μεσίτες και χρηματοπιστωτικούς φορείς να αγοράσουν σπίτια και να επιβαρυνθούν οικονομικά, προκειμένου να αυξήσουν το εισόδημά τους από προμήθειες.

Η κατάσταση αυτή οφειλόταν στην αίσθηση ψεύτικης εξασφάλισης που υπήρχε πριν το ξέσπασμα της κρίσης στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Χαρακτηριστικά, τον Φεβρουάριο του 2004, λίγους μήνες πριν η Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ τερματίσει επίσημα τις συνεχείς μειώσεις επιτοκίων, ο Γκρίνσπαν δήλωσε τα εξής: « Η βελτίωση στις πρακτικές δανεισμού λόγω της τεχνολογίας πληροφοριών επέτρεψαν τη δανειοδότηση νοικοκυριών με χαμηλή πιστοληπτική ικανότητα. Αυτή η πιστωτική επέκταση μπορεί να αύξησε το συνολικό χρέος τους και ίσως, σε όχι τόσο σημαντικό βαθμό και τον αριθμό των νοικοκυριών που έχουν ήδη υπερβολικό χρέος, όμως, ο τομέας των νοικοκυριών, φαίνεται να είναι σε καλή κατάσταση, ενώ ένα μεγάλο μέρος της αύξησης του χρέους τους αντικατοπτρίζει παράγοντες που δεν έχουν να κάνουν με οικονομική αναταραχή ».

Χαρακτηριστικό επίσης της άγνοιας που επικρατούσε εκείνη την περίοδο είναι ότι ο Μπερνάνκι, ο εν ενεργεία πρόεδρος της Fed, το 2005 ενώπιον του Κογκρέσου υποστήριξε ότι η αύξηση στην αξία των αμερικάνικων κατοικιών κατά 124% αντανακλούσε σε μεγάλο βαθμό ισχυρά θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη, όπως η μεγάλη αύξηση των εισοδημάτων, των θέσεων εργασίας και του αριθμού των νέων νοικοκυριών. Σύμφωνα με τον Stein (2011), ήταν προφανής η αποτυχία τους στην πρόβλεψη της μη βιώσιμης φούσκας που θα έβλαπτε την παγκόσμια οικονομία.

Απόρροια αυτής της αποτυχίας ήταν να διαστρεβλωθούν τα επιτόκια, οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων και να διοχετευτούν δανειακά κεφάλαια σε λάθος επενδύσεις οδηγώντας τραπεζικούς κολοσσούς στην κατάρρευση. Αν και οι ειδικοί δεν έχουν καταλήξει ακόμη σε μια βέλτιστη νομισματική πολιτική, είναι πλέον γενικά αποδεκτό ότι η πολιτική των χαμηλών επιτοκίων δεν ενδείκνυται για μεγάλο χρονικό διάστημα. Η πολιτική της Fed που αγνόησε σκόπιμα τις τιμές των περιουσιακών στοιχείων δεν αποδείχτηκε κατάλληλη στο να αποφευχθεί η διόγκωση της φούσκας ακινήτων.

Σύμφωνα με τον Μπερνάνκι όμως, η φούσκα προκλήθηκε από τη λήψη ανεπαρκών εξασφαλίσεων έναντι των στεγαστικών δανείων και την ελλιπή εποπτεία

των τραπεζών. Όπως δήλωσε, η πολιτική χαμηλών επιτοκίων που εφάρμοσε η Fed τα πέντε πρώτα έτη της νέας χιλιετίας ήταν «κατάλληλη» για τη δεδομένη χρονική στιγμή και δεν μπορεί να θεωρηθεί υπεύθυνη για τη φούσκα που ακολούθησε στην αγορά κατοικίας στις ΗΠΑ.

Μολονότι η Fed υποστήριξε την αθωότητά της αφού κανένας σύμφωνα με αυτήν δεν κατάφερε να προβλέψει την καταστροφή, ο Ryan (2009) υποστήριξε ότι κάποιοι είχαν δει τη φούσκα ακινήτων αλλά αποτελούσαν μειοψηφία. Ο ίδιος τόνισε ότι η Fed, ως κεντρική τράπεζα και ως κύρια ρυθμιστική αρχή, έφερε αποκλειστικά την ευθύνη της πρόβλεψης και πρόληψης των συστημικών κινδύνων και ότι αποτελεί δικαιολογία ο ισχυρισμός της ότι κανείς άλλος δεν κατάφερε να προβλέψει τη δημιουργία της κρίσης.

Ερευνητές του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου ενίσχυσαν την επικρατούσα άποψη ότι η χαλαρή πολιτική της Fed ενθάρρυνε τη διόγκωση της φούσκας των ακινήτων, αφού σύμφωνα με ευρήματα μελέτης που διεξήγαγαν, το εξαιρετικά χαμηλό επίπεδο επιτοκίων στις ΗΠΑ μεταξύ 2001 και 2003 συνέβαλε στην επέκταση της αγοράς ακινήτων, τόσο ως προς τις επενδύσεις όσο και τις τιμές κατοικιών μέχρι τα μέσα του 2005. Αφού εκτίμησαν την ευαισθησία των τιμών ακινήτων και των στεγαστικών επενδύσεων στα επιτόκια, διαπίστωσαν ότι η αύξησή τους θα ήταν ελεγχόμενη αν τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια παρέμεναν αμετάβλητα.

Το επιχείρημα που αντιπαραβάλλει η αμερικάνικη κεντρική τράπεζα στην κριτική αυτή ήταν ο φόβος του ενδεχόμενου αποπληθωρισμού, αφού άρχισε να ανησυχεί ότι η νομισματική της πολιτική κινδύνευε να καταστεί αναποτελεσματική σε ένα περιβάλλον χαμηλού πληθωρισμού. Μερικοί αναλυτές υποστήριξαν ότι εξαιτίας της πίστωσης και της αγοράς στεγαστικής πίστης, η νομισματική πολιτική των ΗΠΑ έγινε πιο ισχυρή από ότι προηγουμένως και επομένως το βασικό επιτόκιο έπρεπε να παραμείνει χαμηλό για μεγάλο χρονικό διάστημα, ενώ άλλοι πίστευαν ότι η πολιτική που ακολουθήθηκε θα έπρεπε να ήταν διαφορετική, δεδομένου ότι δεν υπήρχε επαρκές ρυθμιστικό πλαίσιο και μακροπροληπτική εποπτεία.

Σύμφωνα με τον Eichengreen (2010), η Fed υπερεκτίμησε τον κίνδυνο ενός αποπληθωρισμού. Υπερέβαλε τόσο στην απότομη μείωση των επιτοκίων όσο και στη διατήρησή τους σε χαμηλά επίπεδα για μεγάλο χρονικό διάστημα, ακόμα και όταν η οικονομία άρχισε να ανακάμπτει από το 2003. Ισχυρίζεται ότι οι διαμορφωτές

πολιτικής θα έπρεπε να είχαν ανησυχήσει περισσότερο για το ότι οι προσωπικές καταθέσεις είχαν υποχωρήσει δραματικά, δεδομένου ότι αυτή η συμπεριφορά βασιζόταν στην αύξηση της ιδιοκτησίας και τον πλουτισμό που αποδείχτηκαν απατηλά.

«Οι καταναλωτές εθίστηκαν στην έξτρα αγοραστική δύναμη που παρήγαγαν για χρόνια οι υπερτιμημένες επενδύσεις και αυτό δεν έγινε χωρίς κόστος, αφού προκάλεσε την υπερχρέωση των νοικοκυριών», αναφέρει ο αναλυτής της Morgan Stanley, Stephen Roach (2003), σε άρθρο του. Μια συσταλτική πολιτική θα ελάττωνε την αύξηση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων, θα ενθάρρυνε την αποταμίευση περιορίζοντας με αυτόν τον τρόπο τις παγκόσμιες ανισοροπίες και τους κινδύνους που συνδέθηκαν με την οικοδομική άνθιση.

Στις συνθήκες της άνευ προηγουμένου ρευστότητας, των χαμηλών επιτοκίων, της πιστωτικής επέκτασης, καλλιεργήθηκε η «όρεξη» για αναζήτηση ολοένα και περισσότερο επικίνδυνων επενδυτικών ευκαιριών από τους διαχειριστές των επενδυτικών κεφαλαίων που θα τους παρείχαν και υψηλότερες αποδόσεις. Ειδικότερα, επειδή τα πραγματικά επιτόκια των δεκαετών αμερικάνικων κρατικών ομολόγων το 2002, είχαν υποχωρήσει κάτω από το 2% και παρέμεναν σε αυτό το επίπεδο για αρκετά χρόνια, εισήχθησαν νέα χρηματοοικονομικά εργαλεία στο πλαίσιο των συνεχώς αυξανόμενων τιμών των κατοικιών, που άνοιξαν νέες δυνατότητες επένδυσης στις τράπεζες. Τα σύνθετα αυτά χρηματοοικονομικά προϊόντα εξασφαλιζόνταν κυρίως, αν όχι αποκλειστικά, από ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια των οποίων ο λόγος δανείου προς αξία (υποθήκης) συχνά υπερέβαινε το 100%, στηριζόμενοι στην ψευδαίσθηση ότι οι τιμές των κατοικιών θα συνέχιζαν να αυξάνονται.

Επιπλέον, η χαλαρή χρηματοπιστωτική ρύθμιση, η οποία μάλιστα δε συμπεριλάμβανε κάποια τμήματα της αγοράς, έπαιξε σπουδαίο ρόλο και δημιούργησε ένα περιβάλλον στο οποίο η χρηματοδότηση ακινήτων έγινε φτηνή και ελκυστική. Σύμφωνα με τον Eichengreen (2010), τα βαθύτερα αίτια της κρίσης βρίσκονται στις Ηνωμένες Πολιτείες και συγκεκριμένα στα τέλη της δεκαετίας του '90, όταν ο τότε πρόεδρος της Fed, Γκρίνσπαν, αντιστάθηκε στις προτάσεις για την επιβολή ρυθμίσεων που ίσως απέτρεπαν την κρίση στο πιστωτικό σύστημα.

Όπως υποστηρίζει και ο Mullin (2008), ο Α. Γκρίνσπαν δεν ήταν υπέρμαχος της ρύθμισης των χρηματοπιστωτικών αγορών και η πολιτική που ακολουθούσε αντανακλούσε αυτή του την άποψη. Το αποτέλεσμα ήταν για τους χρηματοπιστωτικούς

οργανισμούς να μπορούν να χορηγούν τα ενυπόθηκα δάνεια μειωμένης εξασφάλισης, εκμεταλλευόμενοι την απουσία μιας ουσιαστικής ρυθμιστικής εποπτείας.

Στο πλαίσιο αυτό, οι τράπεζες αύξαναν τη μόχλευσή τους σε επικίνδυνα επίπεδα χωρίς παράλληλα να χρειάζεται να αυξήσουν την κεφαλαιακή τους επάρκεια, ενώ τους επιτράπη και περεταίρω εξοικονόμηση σε κεφάλαιο αγοράζοντας αξιολογήσεις των όλο και πιο σύνθετων χρηματοπιστωτικών μέσων που δημιουργούνταν από τα στεγαστικά δάνεια υψηλού κινδύνου. Επίσης, ήταν σε θέση να ενισχύσουν περισσότερο τις αξιολογήσεις «τυλίγοντας» τους τίτλους που προέκυπταν σε συμφωνίες ανταλλαγής πιστωτικού κινδύνου (CDSs), οι οποίες λαμβάνονταν από μη κεφαλαιοποιημένες χρηματοπιστωτικές εταιρίες που ήταν χαλαρά ρυθμιζόμενες, όπως ήταν για παράδειγμα η American International Group (AIG).

Οι περιορισμένοι πόροι που παρέχονταν στις ρυθμιστικές αρχές ενθάρρυναν τη συναίνεσή τους στην ιδιωτικοποίηση των εποπτικών και ρυθμιστικών τους αρμοδιοτήτων. Έτσι, ενώ προηγουμένως όριζαν τις κεφαλαιακές απαιτήσεις των τραπεζών και τα στοιχεία ενεργητικού τους σε κατηγορίες κινδύνου, τώρα πλέον επέτρεπαν στις τράπεζες να βασίζονται σε δικά τους μαθηματικά μοντέλα εκτίμησης κινδύνων και κεφαλαιακής επάρκειας. Στις περιπτώσεις που οι τράπεζες δε διέθεταν τα μοντέλα, οι ρυθμιστικές αρχές επέτρεπαν σε αυτές και στους πελάτες τους να χρησιμοποιούν για τους χρηματοπιστωτικούς τίτλους τις αξιολογήσεις που εξέδιδαν οι οίκοι πιστοληπτικής διαβάθμισης.

Και οι δύο όμως πρακτικές ήταν προβληματικές. Οι τράπεζες είχαν προφανές κίνητρο να «πειράζουν» τα μοντέλα τους και να περιορίζουν την εκτιμώμενη πιθανότητα απώλειας στα χαρτοφυλάκιά τους, ώστε να μειώσουν το κεφάλαιο που έπρεπε να διακρατούν, κάτι που θα κατέληγε σε αύξηση των κερδών τους. Αν παρόλα αυτά, ο κίνδυνος απωλειών ήταν αυξημένος, αυτό θα αποτελούσε πρόβλημα κάποιου άλλου. Τα μοντέλα των αποδόσεων και των συνδιακυμάνσεων των σύνθετων προϊόντων βασίζονταν σε δεδομένα που κάλυπταν μικρά χρονικά διαστήματα, κατά τα οποία οι τιμές κατοικιών είχαν ανοδική τάση και για τον λόγο αυτό δεν είχαν προκαλέσει καμία ανησυχία.

Από την άλλη, οι οίκοι αξιολόγησης δεν αποτελούσαν καλύτερη λύση. Η παροχή συμβουλών στις τράπεζες σχετικά με την χρησιμοποίηση των δανείων στα δομημένα προϊόντα και στη συνέχεια η βαθμολόγησή τους, προκαλούσαν σύγκρουση

συμφερόντων, ωθώντας τους εκδότες των τιτλοποιημένων προϊόντων να αγοράζουν τις αξιολογήσεις από τους οίκους. Επιπλέον, οι εταιρίες αξιολόγησης βάσιζαν τις εκτιμήσεις τους σε παρελθούσες ζημιογόνες εμπειρίες και εφόσον οι ζημιογόνες περιπτώσεις ήταν μειωμένες στη διάρκεια της περιόδου ανόδου των τιμών κατοικίας, οι εταιρίες ήταν γενναιόδωρες στις εκτιμήσεις των εγγυήσεων για τα ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια. Οι συμμετέχοντες στην αγορά ανήσυχτοι για αυτές τις πρακτικές δεν είχαν κάπου να απευθυνθούν λόγω των εμποδίων που έθετε η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και η οποία απαιτούσε οι αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας να χρησιμοποιούνται για κανονιστικούς σκοπούς (Eichengreen, 2010).

Μετά το ξέσπασμα της κρίσης, ο Γκρίνσπαν (2010), παρουσιάζοντας εκ των υστέρων τις απόψεις του, απέδωσε τις ευθύνες για τη στεγαστική φούσκα στους πολύπλοκους τρόπους τιτλοποίησης των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων και στο ότι οι ενδιαμέσοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί προσπάθησαν να λειτουργήσουν με χαμηλά επίπεδα κεφαλαίων, με υψηλή μόχλευση, υποτιμώντας τον κίνδυνο που ενσωματώνονταν στα ολοένα και πιο σύνθετα χρηματοπιστωτικά προϊόντα και στις αγορές. Όπως ο ίδιος ισχυρίζεται, η δημιουργία της φούσκας ήταν απρόβλεπτη και αναπόφευκτη καθώς οι επενδυτές σε παγκόσμια κλίμακα άρχισαν να παίρνουν όλο και μεγαλύτερα ρίσκα σε μια περίοδο μεγάλης οικονομικής ανάπτυξης.

3.2. Η συμβολή της ΕΚΤ στη δημιουργία της κρίσης

Από την άλλη μεριά, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα θεωρείται υπεύθυνη για την επέκταση της χρηματοοικονομικής κρίσης στην Ευρώπη, γιατί φάνηκε να την αγνοεί, αφού διατηρούσε τα επιτόκια σε υψηλά επίπεδα ακόμα και μετά το ξέσπασμα της κρίσης των στεγαστικών δανείων στην Αμερική.

Ο τρόπος που λειτούργησε πριν την χρηματοπιστωτική αναταραχή βασίστηκε αυστηρά στην οικονομική θεωρία του μονεταρισμού κατά την οποία οι κεντρικές τράπεζες θέτουν ως πρωταρχικό στόχο την αντιμετώπιση του πληθωρισμού. Φυσικά, ο πληθωρισμός είναι ένα θέμα που πρέπει να λαμβάνεται σοβαρά υπόψη, αλλά όμως όπως τονίζουν οι Richter και Wahl (2011), η επικέντρωση των κεντρικών τραπεζών μόνο στον στόχο αυτό αντανακλά μια δογματική άποψη, η οποία με την πρόσφατη κρίση αποδείχθηκε εσφαλμένη.

Συνεπώς, ο πληθωρισμός στις τιμές των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων αγνοήθηκε, πόσο μάλλον τα ζητήματα της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, της ανάπτυξης και της απασχόλησης. Η εξέλιξη αυτή σύμφωνα με τους Richter και Wahl (2011) αντικατοπτρίζει βασικά λάθη στον σχεδιασμό της ΕΚΤ όπως είναι η μονεταριστική της προσήλωση στην αντιμετώπιση των πληθωριστικών πιέσεων στις τιμές καταναλωτή.

Πιο συγκεκριμένα, η ΕΚΤ, μέχρι το καλοκαίρι του 2008, δεν είχε αντιληφθεί τις διαστάσεις που είχε πάρει η κρίση των στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης στις ΗΠΑ και αυτό αποδεικνύεται από το ότι αύξησε το επιτόκιο της από το 4% στο 4,25% τον Ιούλιο του 2008, ακολουθώντας απαρέγκλιτα την αρχή της στόχευσης του πληθωρισμού. Η Fed αντιθέτως, από το φθινόπωρο του 2007, είχε ήδη προχωρήσει στη μείωση των επιτοκίων με στόχο την αύξηση της ρευστότητας στην αγορά με τη βεβαιότητα ότι δε θα δημιουργηθούν πληθωριστικές πιέσεις καθώς θα αντισταθμίζονταν από τη μείωση του τραπεζικού χρήματος. Το γεγονός ότι η ΕΚΤ αποφάσισε να αυξήσει το επιτόκιο στο ιστορικά υψηλό επίπεδο του 4,25% εκείνη τη δεδομένη στιγμή, αποτέλεσε μια εξαιρετική περίπτωση «τύφλωσης» του εν λόγω ιδρύματος έναντι της πραγματικότητας.

Μόνο μετά την κατάρρευση της Lehman, αντιλήφθηκε την αναταραχή που είχε προκληθεί και άρχισε να αλλάζει τις πολιτικές της μειώνοντας σταδιακά το επιτόκιο μέχρι αυτό να φτάσει στο ιστορικά χαμηλό επίπεδο του 1%, τον Μάιο του 2009. Παρατηρούμε λοιπόν ότι οι δυο κεντρικές τράπεζες προσάρμοσαν μεν την πολιτική τους μειώνοντας δραστικά τα επιτόκια για να μετριάσουν τις αρνητικές συνέπειες της αναταραχής στην οικονομία, αλλά όμως η χρονική στιγμή που αντέδρασαν διαφέρει σημαντικά. Η Fed άρχισε να τα μειώνει ήδη από τον Αύγουστο του 2007, ενώ η ΕΚΤ δεν είχε προχωρήσει στην ενέργεια αυτή μέχρι τον Οκτώβριο του 2008.

Σύμφωνα με τους Belke και Klose (2010) μια εξήγηση για τις αποκλίνουσες πολιτικές των δυο κεντρικών τραπεζών μπορεί να είναι οι διαφορετικές εντολές που τους έχουν ανατεθεί. Στόχος της ΕΚΤ είναι η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών, ενώ της Fed είναι και η προώθηση της μέγιστης απασχόλησης και του μετριασμού των μακροπρόθεσμων επιτοκίων.

Η ΕΚΤ ενήργησε ως δανειστής έσχατης ανάγκης παρέχοντας ρευστότητα σε όλες τις τράπεζες παρά τις αμφιλεγόμενες εξασφαλίσεις και γενικά υπήρξε

γενναιόδωρη. Προκειμένου να διοχετεύσει ρευστότητα στο σύστημα, έλαβε έκτακτα μέτρα που περιλάμβαναν, μεταξύ άλλων, αγορές ομολόγων, χαλάρωση των πιστωτικών κριτηρίων και των κριτηρίων με τα οποία γίνονταν δεκτά χρεόγραφα χαμηλής πιστοληπτικής αξιολόγησης ως ενέχυρο καθώς και επέκταση των χρόνων λήξης των πράξεων αναχρηματοδότησης.

Ωστόσο, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα με την παροχή ρευστότητας αδιακρίτως στο τραπεζικό σύστημα, προκάλεσε έντονο πρόβλημα ηθικού κινδύνου¹⁴ (moral hazard), αφού ακόμα και χαμηλής ποιότητας εξασφαλίσεις γίνονταν δεκτές από αυτή. Πέρα από την αρχική της «τύφλωση» για το βάθος της κρίσης, η ΕΚΤ μετέπειτα ενήργησε αρκετά ρεαλιστικά προκειμένου να αποφευχθεί μια κατάρρευση του ευρωπαϊκού τραπεζικού συστήματος. Ενώ αρχικά τα έκτακτα μέτρα είχαν σκοπό να καταργηθούν, ωστόσο, υπό το φως των εξελίξεων στην κρίση χρέους της Ευρώπης, η ΕΚΤ παρέκαμψε τον κανόνα της μη χρηματοδότησης οποιασδήποτε αρχής με το πρόγραμμα αγοράς κινητών αξιών (Securities Market Programme) που εφάρμοσε. Η ΕΚΤ παρέκλινε σημαντικά από τους κανόνες της και τη βασική της φιλοσοφία, η οποία στηρίζεται στην υπόθεση της αποτελεσματικότητας των χρηματοπιστωτικών αγορών που μπορούν να αυτορυθμίζονται. Σύμφωνα με αυτήν, οι αγορές τείνουν προς την ισορροπία, δηλαδή οι τιμές, παρά τις τυχαίες αποκλίσεις τους, τείνουν να επανέρχονται στον μέσο όρο.

¹⁴ Ηθικός κίνδυνος υπάρχει όταν ο δανειστής διατρέχει τον κίνδυνο ο δανειζόμενος να έχει δραστηριότητες οι οποίες ενέχουν κίνδυνο και καθίσταται επομένως δύσκολη η αποπληρωμή του δανείου.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^ο

ΟΙ ΕΝΕΡΓΕΙΕΣ ΤΩΝ ΚΕΝΤΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

4.1. Ενέργειες της Fed για την κρίση

Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ υιοθέτησε μια επιθετική στάση σε ό,τι αφορά τη νομισματική της πολιτική για την αντιμετώπιση της πρόσφατης οικονομικής αναταραχής. Εφάρμοσε μια πολιτική «ποσοτικής χαλάρωσης», με σκοπό τη διοχέτευση ρευστότητας στο σύστημα τόσο με την χρήση παραδοσιακών μέσων νομισματικής πολιτικής όσο και με καινοτόμα εργαλεία.

Το καλοκαίρι του 2007 η Ομοσπονδιακή Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ ξεκίνησε να προσαρμόζει τη νομισματική της πολιτική προκειμένου να περιορίσει τις αρνητικές συνέπειες από μια επιδείνωση των συνθηκών στη διατραπεζική αγορά. Τον Αύγουστο του 2007, μείωσε το προεξοφλητικό επιτόκιο κατά 50 μονάδες βάσης, από 6,25% σε 5,75% και παράλληλα η διάρκεια των δανείων που χορηγούσε από την προεξοφλητική θυρίδα παρατάθηκε έως και 30 ημέρες.

Η διαφορά μεταξύ του επιτοκίου ομοσπονδιακών κεφαλαίων (Fed funds rate) και του προεξοφλητικού επιτοκίου μειώθηκε στις 50 μονάδες βάσης, σε σύγκριση με τις 100 μονάδες που ήταν υπό κανονικές συνθήκες. Αυτή η πρώτη παρέμβαση της Ομοσπονδιακής Τράπεζας είχε στόχο να καταστήσει την πρόσβαση στην «προεξοφλητική θυρίδα» λιγότερο δαπανηρή για τις τράπεζες. Καθώς η οικονομική κρίση εντεινόταν περισσότερο, η διαφορά των δυο επιτοκίων μειώθηκε στις 25 μονάδες βάσεις από τον Μάρτιο του 2008 μέχρι τον Ιανουάριο του 2010.

Τον Σεπτέμβριο του 2007, η Fed προχώρησε σε μείωση και του επιτοκίου ομοσπονδιακών κεφαλαίων. Η πρώτη μείωση κατά 50 μονάδες βάσης από 5,25% σε 4,75%, ακολουθήθηκε από μια σειρά άλλων περικοπών τους επόμενους μήνες καθώς οι αναταραχές συνεχίζονταν στις χρηματαγορές. Η διαδικασία μείωσης των επιτοκίων σταμάτησε προσωρινά τον Απρίλιο του 2008 αλλά ξεκίνησε πάλι τον Σεπτέμβριο του

ίδιου έτους, όταν η Lehman Brothers κήρυξε πτώχευση. Μέχρι το τέλος του 2008, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ είχε θέσει ένα ιστορικά χαμηλό εύρος για το επιτόκιο αυτό που κυμαινόταν μεταξύ μηδέν και 0,25%, ενώ για πρώτη φορά τέθηκε σε λειτουργία μια πολιτική σχεδόν μηδενικών επιτοκίων στις Ηνωμένες Πολιτείες.

Η Federal Reserve, με το ξέσπασμα της κρίσης, έκανε ενέσεις ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα ενώ παράλληλα από τον Σεπτέμβριο του 2007 μέχρι τον Σεπτέμβριο του 2008 συμμετείχε μαζί με άλλα ιδιωτικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα στο σχέδιο διάσωσης της σκιώδους τραπεζικής, με παρεμβάσεις οι οποίες σε ορισμένες περιπτώσεις παραβίαζαν ακόμα και την υπάρχουσα νομοθεσία.

Τον Μάρτιο του 2008, διασώζεται η Bear Sterns από τη J. P. Morgan χάρη στην παρέμβαση της Fed που της παρείχε πιστωτική διευκόλυνση ύψους \$29δισ. Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα της Νέας Υόρκης πήρε στο δικό της χαρτοφυλάκιο «τοξικά» περιουσιακά στοιχεία της Bear Sterns αξίας πάνω από \$30 δισ. Τον μήνα αυτόν, η Fed ξεκίνησε να εφαρμόζει και ειδικά προγράμματα διευκολύνσεων τα οποία δεν ενίσχυαν απλά τις ιδιωτικές αγορές αλλά ουσιαστικά τις αντικαθιστούσαν.

Τον Σεπτέμβριο του 2008 η Lehman Brothers κηρύττει πτώχευση, ενώ η γιγάντια ασφαλιστική εταιρία AIG διασώζεται από την Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ μέσω παροχής διетуός δανείου ύψους \$85 δισ με αντάλλαγμα τον έλεγχο του μετοχικού κεφαλαίου της σε ποσοστό 79,9%. Ο ισολογισμός της Fed αυξήθηκε υπέρμετρα αφού έφτασε να έχει περισσότερο από ένα τρισεκατομμύριο τιτλοποιημένα ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια (Tropeano,2010).

Η ένταση όμως της οικονομικής κρίσης κατέστησε γρήγορα τα παραδοσιακά κανάλια μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής αναποτελεσματικά. Παρά την ιστορική μείωση στα επιτόκια από τη Fed, η αναταραχή στο χρηματοπιστωτικό σύστημα συνέχισε να είναι ισχυρή. Αυτή η δυσλειτουργία ανάγκασε την Ομοσπονδιακή Τράπεζα να εφαρμόσει πρόσθετα μέτρα στήριξης των αγορών ώστε να μην στερέψουν από ρευστότητα και να προωθηθούν οι μακροοικονομικοί στόχοι. Μερικά από αυτά ήταν η παροχή αυξημένης ρευστότητας, η άμεση παρέμβαση σε ορισμένες αγορές, η βοήθεια σε συγκεκριμένους οργανισμούς και η αγορά ομολόγων.

Μέχρι το τέλος του 2007, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ είχε θεσπίσει μια σειρά από καινοτόμες διευκολύνσεις για την στήριξη συγκεκριμένων

χρηματοπιστωτικών αγορών, χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων και συγκεκριμένων φορέων. Οι κύριοι στόχοι που επιδίωκε μέσω των διευκολύνσεων ήταν οι εξής:

I. Χρηματοδότηση των αμερικάνικων τραπεζών: Τον Δεκέμβριο του 2007, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ εισήγαγε διευκολύνσεις μέσω δημοπρασιών καθορισμένης διάρκειας (Term Auction Facility -TAF) δίνοντας τη δυνατότητα στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να αποκτήσουν ρευστότητα σε μια εποχή που είχε παραλύσει η διατραπεζική αγορά. Με αυτή τη διαδικασία η Fed συμπλήρωσε το παραδοσιακό εργαλείο που χρησιμοποιούσε στα πλαίσια του ρόλου της ως δανειστή έσχατης ανάγκης, δηλαδή την προεξοφλητική θυρίδα.

Υπό κανονικές συνθήκες, η Fed παρέχει διαθέσιμα σε έναν περιορισμένο αριθμό βασικών διαπραγματευτών της αγοράς οι οποίοι τα διανείμουν στις τράπεζες μέσω της διατραπεζικής αγοράς και αυτές με τη σειρά τους στους τελικούς δανειολήπτες. Όταν η αγορά όμως διαταράσσεται, η Fed χρησιμοποιεί τη δυνατότητα της προεξοφλητικής θυρίδας (discount window), για να παρέχει βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση σε ευάλωτα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Στην πρόσφατη κρίση όπου οι διατραπεζικές αγορές είχαν παγώσει, ιδιαίτερα όσον αφορά τις μακροπρόθεσμες χορηγήσεις, οι τράπεζες ήταν απρόθυμες να δανειστούν από το προεξοφλητικό παράθυρο, πιθανότατα για να μην «στιγματιστούν» από έναν τέτοιο δανεισμό.

Παρόλο που η Fed είχε μειώσει τη διαφορά μεταξύ του επιτοκίου ομοσπονδιακών κεφαλαίων και του προεξοφλητικού επιτοκίου από τις 100 στις 25 μονάδες βάσεις και είχε επεκτείνει τη διάρκεια αυτών των δανείων από 24ωρη στις 90 μέρες, οι τράπεζες δίσταζαν να καταφύγουν σε αυτήν την επιλογή. Αυτό συνέβαινε γιατί πίστευαν πως, αν το γεγονός αυτό γινόταν ευρύτερα γνωστό στους συμμετέχοντες της αγοράς, θα τις θεωρούσαν αδύναμες, με αποτέλεσμα να έχουν περαιτέρω προβλήματα με τους πιστωτές τους.

Κατά συνέπεια, η Κεντρική Τράπεζα χρησιμοποίησε μηχανισμούς δημοπρασίας, όπως ήταν για παράδειγμα το Term Auction Facility (TAF), προκειμένου να ενθαρρύνει τη συμμετοχή των τραπεζών. Το πρόγραμμα αυτό προσέφερε πολλά πλεονεκτήματα καθώς τα πιστωτικά ιδρύματα μπορούσαν να έχουν πρόσβαση στις δημοπρασίες ανώνυμα (χωρίς δηλαδή να στιγματίζονται), να δανείζονται κεφάλαια για μια περίοδο λίγων εβδομάδων (αρχικά για 28 μέρες και μετά για μεγαλύτερη περίοδο) και να

αποκτούν σημαντική ποσότητα χρήματος. Η εισαγωγή των συγκεκριμένων δημοπρασιών βοήθησε να περιοριστούν οι εντάσεις στις χρηματαγορές.

II. Χρηματοδότηση των ξένων τραπεζών σε δολάρια: Τον Δεκέμβριο του 2007, η Federal Reserve, η EKT και η Κεντρική Τράπεζα της Ελβετίας συμφώνησαν στην ανταλλαγή νομισμάτων (swap currency) με σκοπό να διευκολυνθεί η προσφορά δολαρίων στις ξένες τράπεζες, αφού οι ανάγκες τους δεν μπορούσαν να ικανοποιηθούν πλήρως από τις αμερικάνικες τράπεζες δεδομένης της δυσλειτουργίας της διατραπεζικής αγοράς.

Αργότερα, οι συμφωνίες swap επεκτάθηκαν και σε άλλες κεντρικές τράπεζες, με τα ποσά να αυξάνονται καθώς η κρίση εντεινόταν. Ο μηχανισμός αυτός σταμάτησε την 1η Φεβρουαρίου 2010, αλλά ενεργοποιήθηκε ξανά στις 9 Μαΐου για να καλύψει την χρηματοδότηση της Ευρώπης σε δολάρια στο πλαίσιο της κρίσης χρέους που αντιμετωπίζει. Οι συμφωνίες αυτές ήταν έτσι δομημένες ώστε η Ομοσπονδιακή Τράπεζα να μην υφίσταται συναλλαγματικό ή πιστωτικό κίνδυνο και βοήθησαν να μειωθούν οι αναταράξεις στις παγκόσμιες χρηματοδοτικές αγορές.

III. Χρηματοδότηση των βασικών διαπραγματευτών της αγοράς: Τον Μάρτιο του 2008, όταν η επενδυτική τράπεζα Bear Stearns δεν ήταν πλέον σε θέση να συνεχίσει τη δραστηριότητά της χωρίς στήριξη, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ προσπαθούσε να βελτιώσει την χρηματοδότηση των βασικών διαπραγματευτών της αγοράς μέσω δύο διευκολύνσεων: α) το πρόγραμμα δανεισμού τίτλων (Term Securities Lending Facility-TSLF) σύμφωνα με το οποίο η Fed δάνειζε τίτλους δεσμεύοντας άλλα λιγότερο ρευστοποιήσιμα χρεόγραφα και β) το πρόγραμμα δανεισμού των βασικών διαπραγματευτών (Primary Dealer Credit Facility -PDCF) γεγονός που επέτρεψε στη Federal Reserve να δανείσει ρευστότητα διάρκειας μίας ημέρας.

Ο σκοπός του δεύτερου μηχανισμού ήταν να δημιουργηθεί μια προεξοφλητική θυρίδα για τους βασικούς διαπραγματευτές καθώς η απουσία δανειστή έσχατης ανάγκης για αυτή την κατηγορία των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων είχε προκαλέσει συστημικό κίνδυνο λίγες μέρες νωρίτερα που είχε προηγηθεί η διάσωση της Bear Stearns. Η δημιουργία του σχεδίου PDC ήταν κάτι νέο στην πρακτική της Ομοσπονδιακής Τράπεζας, αφού μέχρι εκείνη την ημερομηνία δάνειζε μόνο σε καταθετικούς οργανισμούς. Καθώς όμως οι χρηματοοικονομικές συνθήκες ήταν χαοτικές και διαπιστώνονταν προβλήματα σε διάφορους τύπους χρηματοοικονομικών

οργανισμών, η Κεντρική Τράπεζα αποφάσισε να διευρύνει την ομάδα των δανειοληπτών που συνήθως δάνειζε, συμπεριλαμβάνοντας τους βασικούς διαπραγματευτές ώστε να σταθεροποιήσει βασικές αγορές.

IV. Αποτροπή χρεοκοπιών που θα μετέφεραν συστημικό κίνδυνο: Κατά τη διάρκεια του 2008, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ στήριξε ορισμένα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα προκειμένου να αποφευχθεί η πτώχευσή τους και ο συστημικός κίνδυνος που θα προέκυπτε. Υπήρξε, επομένως, η διάσωση της Bear Stearns, τον Μάρτιο, χάρη στην παρέμβασή της, αφού παρείχε στη JP Morgan δάνειο ύψους \$29 δις και η διάσωση της AIG, το Σεπτέμβριο, από τη Fed μέσω παροχής διετούς δανείου ύψους \$85 δις, με αντάλλαγμα τον έλεγχο του μετοχικού κεφαλαίου της σε ποσοστό 79,9%. Αντιθέτως, η κατάρρευση της Lehman Brothers δεν αποτράπηκε το Σεπτέμβριο, κάτι που επιδείνωσε με ραγδαίο ρυθμό την κατάσταση στις αγορές, ενώ θεωρείται από τους De Lucia και Lucas (2010) ως μια αποτυχία της Federal Reserve στη διαχείριση αυτής της κατάστασης.

V. Στήριξη των κεφαλαίων της χρηματαγοράς: Τον Σεπτέμβριο του 2008, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ θεσμοθέτησε το πρόγραμμα Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (AMLF) προκειμένου να διασφαλίσει ρευστότητα στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα μέσω απόκτησης τιτλοποιημένων εμπορικών ομολόγων που είχαν εκδοθεί από αμοιβαία κεφάλαια της χρηματαγοράς. Τον επόμενο μήνα, η Fed δημιούργησε τη διευκόλυνση Money Market Investor Funding Facility (MMIFF) που της επέτρεψε να διοχετεύει ρευστότητα με την απόκτηση περιουσιακών στοιχείων που εκδίδονταν από αμοιβαία κεφάλαια της χρηματαγοράς.

VI. Χρηματοδότηση των επιχειρήσεων: Τον Οκτώβριο του 2008, για να διευκολύνει την χρηματοδότηση των επιχειρήσεων, η Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ δημιούργησε το πρόγραμμα Commercial Paper Funding Facility (CPFF) μέσω του οποίου δάνειζε κεφάλαια αγοράζοντας 3μηνα εμπορικά ομόλογα απευθείας από τους εκδότες τους.

VII. Στήριξη της κατανάλωσης και των μικρών επιχειρήσεων: Το Νοέμβριο του 2008, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ ανακοίνωσε τη θεσμοθέτηση της διευκόλυνσης Term Asset-Backed Securities Lending Facility (TALF) με σκοπό να ενθαρρύνει το θέμα των δομημένων προϊόντων που είχαν αντίκρισμα στοιχεία του

ενεργητικού (asset- backed securities-ABS) στηρίζοντας την πιστωτική αγορά. Η διευκόλυνση αυτή της επέτρεψε να δανείζει χρήματα στους καταναλωτές, στις μικρές επιχειρήσεις και γενικά στους κατόχους σύνθετων τίτλων που στηρίζονταν σε δάνεια επί πιστωτικών καρτών, αγοράς αυτοκινήτου, φοιτητικά δάνεια και έφεραν αξιολόγηση AAA.

VII. Μακροοικονομική στήριξη μέσω πράξεων αγοράς: Εκτός από τη μείωση των επιτοκίων, το 2009 και το 2010 η Ομοσπονδιακή Τράπεζα προχώρησε σε αγορές τίτλων μεγάλης κλίμακας. Συγκεκριμένα τον Μάρτιο του 2009, η Fed επέκτεινε τις αγορές χρεογράφων και άρχισε να αγοράζει και μακροπρόθεσμους τίτλους αμερικάνικου δημοσίου. Συνολικά, μέχρι το τέλος του μήνα είχε αγοράσει κρατικά χρεόγραφα αξίας \$300 δις, ενυπόθηκους τίτλους (MBS) αξίας \$1,25 τρις και εμπορικά ομόλογα \$175δις προκειμένου να στηρίξει την οικονομία και ειδικότερα την αγορά ακινήτων κρατώντας τα μακροπρόθεσμα επιτόκια σε μέτριο επίπεδο.

Οι αγορές της Fed είχαν ως αποτέλεσμα να εισαχθεί υψηλή ρευστότητα στο τραπεζικό σύστημα με τις αμερικάνικες τράπεζες να έχουν αποθεματικά αξίας πάνω από \$1,1τρις στις Ομοσπονδιακές τους Τράπεζες. Ακόμη τα μέτρα αυτά στόχευαν και στον περιορισμό των αποπληθωριστικών πιέσεων που ακολουθεί μετά από μια οικονομική και χρηματοπιστωτική κρίση.

Το πρώτο τετράμηνο του 2010, η Federal Reserve αποφάσισε να σταματήσει κάποιες διευκολύνσεις. Έτσι, την 1η Φεβρουαρίου, τα περισσότερα προγράμματα παροχής ρευστότητας διακόπηκαν, ενώ στις 18 Φεβρουαρίου οι όροι των δανείων που χορηγούσε από την «προεξοφλητική θυρίδα» άλλαξαν: το προεξοφλητικό επιτόκιο (discount rate) αυξήθηκε από 0,5% σε 0,75%, ενώ η διάρκεια των δανείων μειώθηκε από 28 ή 90 μέρες, που ήταν στην οξεία φάση της κρίσης, στη μια μέρα. Στις 8 Μαρτίου διεξήχθη η τελευταία δημοπρασία TAF.

Οι παραπάνω προσαρμογές, που στόχευαν στην εξομάλυνση των όρων χορήγησης δανείων, έδειχναν ότι η Ομοσπονδιακή Τράπεζα ανέμενε βελτίωση των οικονομικών συνθηκών και επομένως επιτρέπονταν αυτές οι αλλαγές. Αυξάνοντας το προεξοφλητικό επιτόκιο, η Fed στόχευε να περιοριστεί στο ρόλο που είχε πριν την κρίση, δηλαδή στη χρηματοδότηση πιστωτικών ιδρυμάτων για την κάλυψη των έκτακτων αναγκών τους, και να σταματήσει να υποκαθιστά τη διατραπεζική αγορά.

Τα μη συμβατικά εργαλεία ενίσχυσης ρευστότητας ήταν πολλά σε αριθμό και απευθύνονταν σε διάφορες αγορές και χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Σκοπός των διαφόρων εργαλείων, όπως το προεξοφλητικό παράθυρο και οι πιστωτικές διευκολύνσεις, ήταν να βοηθήσουν την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ να διαχειριστεί την οικονομική αναταραχή και όχι να επιτευχθούν οι στόχοι της απασχόλησης και του πληθωρισμού. Κοινό στοιχείο όλων αποτέλεσε η δυνατότητα της Fed να επεκτείνει τις πιστώσεις και τις αγορές χρεογράφων.

Σύμφωνα με τον Μπερνάνκι (2009) οι ενέργειες της Fed για την αντιμετώπιση της κρίσης, χωρίζονται σε δυο στάδια. Το πρώτο στάδιο περιλαμβάνει μέτρα για την παροχή βραχυπρόθεσμης ρευστότητας σε χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, όπως το πρόγραμμα TAF και οι συμφωνίες ανταλλαγής νομισμάτων με άλλες κεντρικές τράπεζες.

Το δεύτερο στάδιο περιλαμβάνει μέτρα για τη διοχέτευση ρευστότητας απευθείας στους δανειολήπτες και στους επενδυτές βασικών πιστωτικών αγορών. Παραδείγματα των διευκολύνσεων αυτού του σταδίου είναι η αγορά μακροπρόθεσμων τίτλων για το χαρτοφυλάκιο της Fed, όπως οι ενυπόθηκοι τίτλοι (MBS) και τα κρατικά χρεόγραφα, καθώς και η αγορά 3μηνων χρεογράφων υψηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης.

ΙΧ. Τα μέτρα της Κεντρικής Τράπεζας των ΗΠΑ στο πρώτο στάδιο: Η πρώτη φάση της κρίσης περιλαμβάνει τα προγράμματα που τέθηκαν σε εφαρμογή το Δεκέμβριο του 2007 έως και το Μάρτιο του 2008. Στόχος τους ήταν να βελτιώσουν τη συνολική ρευστότητα και να την κατανείμουν στα διάφορα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα όπως στους βασικούς διαπραγματευτές και στα ιδρύματα καταθέσεων. Η ρευστότητα ενισχύθηκε με τις μειώσεις του επιτοκίου των ομοσπονδιακών κεφαλαίων κατά 325 μονάδες βάσης από το Σεπτέμβριο του 2007 μέχρι και τον Απρίλιο του 2008, ενώ το πρόγραμμα TAF, που χρησιμοποιούσε το μηχανισμό των δημοπρασιών, διασφάλιζε την αποτελεσματική διοχέτευση ρευστότητας την περίοδο που η διατραπεζική αγορά είχε παγώσει.

Σε αυτό το στάδιο η έκθεση της Fed στον πιστωτικό κίνδυνο ήταν ελάχιστη. Τα δάνεια που χορηγούσε προς τις τράπεζες και τους βασικούς διαπραγματευτές της αγοράς ήταν εξασφαλισμένα, ενώ στην περίπτωση της ανταλλαγής νομισμάτων οι ξένες κεντρικές τράπεζες ήταν υπεύθυνες για τις πληρωμές, με τη Fed να λαμβάνει το ισοδύναμο ποσό συναλλάγματος για τα δολάρια που παρείχε (Sarkar,2009).

X. Τα μέτρα της Κεντρικής Τράπεζας των ΗΠΑ στο δεύτερο στάδιο: Η Fed, στη δεύτερη φάση του προγράμματός της, αποφάσισε να χορηγήσει δάνεια απευθείας στους άμεσα επηρεαζόμενους δανειολήπτες και στις αγορές καθώς οι ενδιάμεσοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί είχαν αποδυναμωθεί και ορισμένες πιστωτικές αγορές, όπως αυτές των εμπορικών χρεογράφων, είχαν πληγεί σε σημαντικό βαθμό.

Το Σεπτέμβριο του 2008 τέθηκαν σε εφαρμογή προγράμματα που παρείχαν ρευστότητα στους δανειολήπτες και στους επενδυτές βασικών πιστωτικών αγορών. Επεκτείνοντας τον ρόλο του δανειστή έκτακτης ανάγκης, η Fed εισήγαγε ρευστότητα στα αμοιβαία κεφάλαια της αγοράς χρήματος (money market mutual funds-MMMF) και στους εκδότες των εμπορικών ομολόγων, προκειμένου να μπορέσουν να ανταποκριθούν στις υποχρεώσεις χωρίς να αναγκαστούν να πουλήσουν περιουσιακά στοιχεία σε χαμηλές τιμές. Θεσμοθέτησε διευκόλυνση για να χρηματοδοτήσει την αγορά δομημένων προϊόντων βαθμολογημένα με AAA από τα MMMF και επίσης αγόρασε 3μηνα εμπορικά ομόλογα (Sarkar,2009).

Εκτός από τη διοχέτευση ρευστότητας προχώρησε στην αντιμετώπιση των κεφαλαιακών αναγκών των δανειοληπτών σε επιλεγμένες αγορές ενυπόθηκων χρεογράφων (asset-backed markets), αποδεχόμενη ένα μέρος του πιστωτικού κινδύνου τον οποίο διαχειρίστηκε με «κούρεμα» επί των εγγυήσεων στα δάνεια. Στόχος αυτού του προγράμματος ήταν να αναζωπυρώσει τον ιδιωτικό δανεισμό και να τονώσει την αγορά αυξάνοντας την αποτίμηση των υπαρχόντων δανείων.

Σύμφωνα με τον Sarkar (2009), οι αρχικές ενέργειες της Ομοσπονδιακής Τράπεζας επικεντρώθηκαν στη διοχέτευση ρευστότητας στα υπό κατάρρευση ιδρύματα. Αυτό σήμαινε ότι η έλλειψη ρευστότητας αποτελούσε για αυτήν το μεγαλύτερο κίνδυνο από τον οποίο απειλούνταν η οικονομία κατά το ξέσπασμα της κρίσης, σε αντίθεση με τις ενέργειες του δεύτερου σταδίου οι οποίες επικεντρώνονταν περισσότερο στην μείωση του πιστωτικού κινδύνου.

Με τις τρέχουσες συνθήκες και την οικονομία των ΗΠΑ να παραμένει αδύναμη, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα αποφάσισε να "παγώσει" το επιτόκιο ομοσπονδιακών κεφαλαίων, διατηρώντας το αμετάβλητο περίπου στο μηδέν, μέχρι τα μέσα του 2013. Πρόκειται για την πρώτη φορά που η Fed δίνει σαφή χρονικό ορίζοντα για τη νομισματική της πολιτική, ενώ παράλληλα συνεχίζει να προβαίνει σε αγορές ομολόγων και να λαμβάνει νέα μέτρα για τη διάσωση της αμερικάνικης οικονομίας.

4.1.2. Η επίδραση των μη συμβατικών μέτρων στον ισολογισμό της Fed

Τα μη συμβατικά μέτρα που εφάρμοσε η Fed άλλαξαν τον ισολογισμό της, τόσο ως προς την ποσότητα όσο και ως προς τη δομή του. Σύμφωνα με τους De Lucia και Lucas (2010), οι παρεμβάσεις της Κεντρικής Τράπεζας των ΗΠΑ μπορούν να χωριστούν σε τρία στάδια ανάλογα με την επιρροή που είχαν στον ισολογισμό της:

1. Πρώτη φάση (2007 - Αύγουστος 2008) : Υπήρξε αλλαγή μόνο στη δομή του ισολογισμού (περισσότερα δάνεια, λιγότεροι τίτλοι δημοσίου) και όχι στο μέγεθός του. Αρχικά, η αντίδραση της Κεντρικής Τράπεζας στην οικονομική κρίση δεν προκάλεσε καμία αλλαγή στο μέγεθος του ισολογισμού της. Στη διάρκεια του 2007 και μέχρι τον Αύγουστο του 2008, το σύνολο του ενεργητικού της κυμαινόταν από \$830 δις σε \$900δις. Αντιθέτως, η δομή του ισολογισμού άλλαξε κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου. Τα δάνεια που παρείχε μέσα από τις διάφορες διευκολύνσεις που είχε δημιουργήσει για τη χρηματοδότηση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, ανήλθαν σε σχεδόν \$200 δις. τον Αύγουστο του 2008, σε σύγκριση με το ποσό των \$100 εκατ. το πρώτο εξάμηνο του 2007. Από την άλλη, πούλησε κρατικούς τίτλους και με αυτόν τον τρόπο δεν επέτρεψε την αλλαγή του μεγέθους του ισολογισμού και των αποθεμάτων, κάνοντας πιο εύκολο για αυτήν να ελέγχει το επιτόκιο ομοσπονδιακών καταθέσεων. Συνεπώς, ο αριθμός των κρατικών χρεογράφων στον ισολογισμό της Fed μειώθηκε σημαντικά το χρονικό διάστημα από το ξέσπασμα της κρίσης μέχρι τον Αύγουστο του 2008.

2. Δεύτερη φάση (Σεπτέμβριος 2008 - Φεβρουάριος 2009) : Υπήρξε τεράστια επέκταση του ισολογισμού καθώς δημιουργήθηκαν διάφορες διευκολύνσεις για τη στήριξη της χρηματοπιστωτικής αγοράς. Από τον Σεπτέμβριο του 2008, η απότομη κλιμάκωση της χρηματοπιστωτικής κρίσης προκάλεσε την εισαγωγή πρόσθετων διευκολύνσεων (δάνειο στην AIG, δημιουργία των προγραμμάτων AMLF, CPFF, MMIFF και TALF) και την ενίσχυση της δολαριακής ρευστότητας στις άλλες κεντρικές τράπεζες. Οι ενέργειες αυτές αύξησαν το ποσό δανείων της Fed από \$200 δις, τον Αύγουστο του 2008, στα \$1.200 δις, το Φεβρουάριο του 2009. Η δυνατότητα της Federal Reserve να καταβάλει τόκους για τα τραπεζικά διαθέσιμα από τον Οκτώβριο 2008, συνεπαγόταν τη διατήρηση του ελέγχου του επιτοκίου των ομοσπονδιακών κεφαλαίων, χωρίς να χρειάζεται να ελέγχει το μέγεθος του ισολογισμού και το ύψος των αποθεματικών των τραπεζών. Αποτέλεσμα, το μέγεθος του ισολογισμού της

κεντρικής τράπεζας να αυξηθεί απότομα σε διάστημα λίγων μηνών από \$900 δις, τον Αύγουστο του 2008, σε περίπου \$2.200 δις, το Φεβρουάριο του 2009.

3. Τρίτη φάση (Μάρτιος 2009-Μάρτιος 2010) : Τα χρεόγραφα αντικατέστησαν τα δάνεια και το μέγεθος του ισολογισμού δεν άλλαξε πολύ. Στους πρώτους μήνες του 2009, τα δάνεια που δόθηκαν στο πλαίσιο των διαφόρων διευκολύνσεων σταθεροποιήθηκαν ενώ στη συνέχεια μειώθηκαν, όταν οι συνθήκες στις χρηματοπιστωτικές αγορές χαλάρωσαν. Χαρακτηριστικό είναι ότι τα κεφάλαια που παρέχονταν μέσω αυτών των διευκολύνσεων ανερχόταν σε περίπου \$100 δις τον Μάρτιο του 2010 σε σχέση με τα \$ 1.200 δις ένα χρόνο νωρίτερα. Παράλληλα, ο αριθμός των χρεογράφων στον ισολογισμό της Fed εξαιτίας των προγραμματίων αγοράς κρατικών χρεογράφων, MBS και εμπορικών ομολόγων εκτινάχτηκε στα ύψη. Ο ισολογισμός της επεκτάθηκε από \$500 δις στις αρχές του 2009 στα \$2.000 δις, στο τέλος του προγράμματος αγοράς τον Μάρτιο του 2010. Στο τέλος αυτής της περιόδου υπήρχαν: 54% MBS, 38% τίτλοι του Δημοσίου και 8% εμπορικά ομόλογα.

Στο παθητικό της Fed τα αποθεματικά των εμπορικών τραπεζών αυξήθηκαν : Όσον αφορά το παθητικό του ισολογισμού της Fed, τα τελευταία χρόνια τα αποθεματικά των εμπορικών τραπεζών στη Federal Reserve σημείωσαν εντυπωσιακή αύξηση. Ενδεικτικό είναι ότι ανέρχονταν το 2007 σε μόνο \$10 δις, ενώ στις αρχές του 2010 έφτασαν το ποσό των \$1.100 δις (De Lucia και Lucas,2010).

4.2. Ενέργειες της ΕΚΤ για την κρίση

Η ΕΚΤ βρισκόταν σε μια περίεργη κατάσταση, όταν επήλθε η χρηματοπιστωτική κρίση τον Αύγουστο του 2007. Προσπαθούσε να πετύχει ανοδική τάση στα βασικά της επιτόκια, η οποία είχε ήδη ξεκινήσει τον Δεκέμβριο του 2005, ενώ τον Ιούνιο του 2007 αύξησε τα επιτόκια κατά 25 μονάδες βάσης.

Η οικονομία στην ευρωζώνη είχε εισέλθει στη φάση μιας επιταχυνόμενης δραστηριότητας, στο πλαίσιο των αυξημένων πληθωριστικών πιέσεων. Στις 9 Αυγούστου 2007, η αιφνίδια μείωση της ρευστότητας είχε ως συνέπεια μια από τις μεγαλύτερες παγκόσμιες τράπεζες, η BNP PARIBAS, να παγώσει τη δραστηριότητα τριών συνταξιοδοτικών ταμείων που λειτουργούσαν στην αγορά των ABS (Asset

Backed Securities). Η ΕΚΤ παρενέβη άμεσα κάνοντας «ένεση ρευστότητας» ύψους περίπου 95 δισεκατομμυρίων ευρώ και τροποποιώντας την πολιτική της όσον αφορά τα επιτόκια, μειώνοντας το επιτόκιο διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης από 5% σε 4,25%.

Τις μέρες που ακολούθησαν επανέλαβε πράξεις εξομάλυνσης των διακυμάνσεων της ρευστότητας. Από τις 15 Αυγούστου, χρησιμοποίησε τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης προκειμένου να διαχειριστεί τις εντάσεις στην αγορά χρήματος. Το ποσοστό των μακροπρόθεσμων πράξεων αναχρηματοδότησης, οι οποίες μέχρι τότε ήταν περιορισμένες, έφτασε σε πολύ υψηλά επίπεδα (σχεδόν το 66% της χρηματοδότησης είναι πλέον μακροχρόνια σε σχέση με το 30% πριν την κρίση), ενώ η σημασία της βραχυπρόθεσμης αναχρηματοδότησης μειώθηκε σημαντικά.

Για να μειωθεί η ανησυχία των τραπεζών ως προς τις ανάγκες τους σε ρευστότητα κατά τη διάρκεια της περιόδου τήρησης των αποθεματικών, η ΕΚΤ προσάρμοσε το χρονοδιάγραμμά της ούτως ώστε να παρέχει μεγαλύτερη ποσότητα χρήματος από αυτή που απαιτούνταν κανονικά κατά την έναρξη αυτής της περιόδου. Προκειμένου να βελτιώσει την ιδιαίτερα δύσκολη κατάσταση στην χρηματαγορά, στις 19 Δεκεμβρίου 2007, προχώρησε σε ένεση ρευστότητας περίπου 350 δισεκατομμυρίων ευρώ, ενώ τον Ιούλιο του 2008 έκανε πιο σφιχτές τις νομισματικές συνθήκες όταν αύξησε τα βασικά της επιτόκια κατά 25 επιπλέον μονάδες. Η ΕΚΤ επικεντρώθηκε στη διατήρηση της μεσοπρόθεσμης σταθερότητας των τιμών και με τη διαχείριση της ρευστότητας και τη σταθεροποίηση του επιτοκίου στην αγορά χρήματος σε επίπεδο κοντά στο ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς για τις κύριες πράξεις αναχρηματοδότησης, προσπάθησε να εγγυηθεί τη χρηματοοικονομική σταθερότητα.

Η κατάσταση ξαφνικά επιδεινώθηκε και πάλι το διάστημα από 7 με 14 Σεπτεμβρίου του 2008. Στις 7 Σεπτεμβρίου ανακοινώθηκε η ομοσπονδιακή εξαγορά των μεγάλων εταιρειών ενυπόθηκων δανείων στις ΗΠΑ, Fannie Mae και Freddie Mac, στις 14 Σεπτεμβρίου ανακοινώθηκε η χρεοκοπία της επενδυτικής τράπεζας Lehman Brothers και ακολούθησε η αγορά της Merrill Lynch από την Bank of America και ένας αυξανόμενος αριθμός αρνητικών σημάτων από την Washington Mutual και την ασφαλιστική εταιρία AIG.

Με τα παραπάνω γεγονότα, οι χρηματοπιστωτικές αγορές παρέλυσαν και οι εντάσεις αυξήθηκαν απότομα. Οι ενδιάμεσοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί

αποκατέστησαν απόθεμα ρευστότητας, συγκράτησαν τους ισολογισμούς τους και έκαναν πιο αυστηρά τα κριτήρια δανειοδότησης. Η εμπιστοσύνη στην πραγματική οικονομία μειώθηκε δραστικά και το παγκόσμιο εμπόριο κατέρρευσε, με αποτέλεσμα οι πληθωριστικές πιέσεις να αμβλυνθούν (De Lucia, Lucas, 2010).

Η αντίδραση των κεντρικών τραπεζών ήταν άμεση καθώς ακολούθησαν τεράστιες ενέσεις ρευστότητας στα τέλη Σεπτεμβρίου σε συνδυασμό με την παροχή ρευστότητας και σε ξένα νομίσματα. Η ΕΚΤ κινητοποίησε όλα τα μέσα που είχε στη διάθεσή της και στις 8 Οκτωβρίου του 2008, σε μια πρωτοφανή, συντονισμένη κίνηση για τη μείωση των επιτοκίων, συνεργάστηκε με την Federal Reserve, την Τράπεζα της Αγγλίας, την Τράπεζα του Καναδά, την Ελβετική Εθνική Τράπεζα και την Riksbank (Κεντρική Τράπεζα της Σουηδίας), προκειμένου να μειώσει το βασικό της επιτόκιο κατά 50 μονάδες βάσης, αντιστρέφοντας τον κύκλο ανόδου των επιτοκίων.

Συνεπώς, έχοντας αυξήσει μόλις πριν από τρεις μήνες το βασικό της επιτόκιο κατά 25 μονάδες βάσης στο 4,25%, τώρα η ΕΚΤ αποφασίζει να το μειώσει στο 3,75%. Η τράπεζα συνεχίζει τη διαδικασία μείωσης των βασικών της επιτοκίων μέχρι τις 7 Μαΐου το 2009, όταν το ποσοστό φτάνει στο 1% που αποτέλεσε και το χαμηλότερο επίπεδο από την έναρξη της ΟΝΕ. Το επιτόκιο αποδοχής καταθέσεων ορίστηκε στο 0,25% και το επιτόκιο διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης στο 1,75%.

Η απόφαση αυτή συνοδεύτηκε από μια πολύ σημαντική λειτουργική αλλαγή: η ρευστότητα στις τράπεζες θα διατίθετο στο εξής μέσω δημοπρασιών σταθερού επιτοκίου με κατανομή ολόκληρου του ποσού μεταξύ των εμπορικών τραπεζών, που σήμαινε δηλαδή πλήρη ικανοποίηση της συνολικής ζήτησής τους για δάνεια. Ο κύριος στόχος του μέτρου αυτού ήταν να μειωθεί όσο το δυνατόν περισσότερο η αβεβαιότητα στην παροχή και στο κόστος ρευστότητας προκειμένου να απελευθερωθεί η αγορά χρήματος. Ο δεύτερος στόχος ήταν να διατηρηθεί ο πλήρης έλεγχος του επιπέδου επιτοκίων στην οικονομία, για να εμποδιστεί η αύξηση του κόστους χρηματοδότησης και οποιαδήποτε συσταλτική επίπτωση στην οικονομική δραστηριότητα.

Επομένως, ενώ πριν την κρίση, η ΕΚΤ κατένειμε ρευστότητα μόνο μέσω δημοπρασιών μεταβλητού επιτοκίου, τώρα οι δημοπρασίες ρευστότητας αποφασίστηκε να γίνονται σε ένα σταθερό επιτόκιο που οριζόταν εκ των προτέρων, με τις τράπεζες να συνάπτουν τις συναλλαγές με εκείνο το ποσό χρημάτων που επιθυμούσαν σε αυτό το καθορισμένο επιτόκιο.

Θα πρέπει επίσης να σημειωθεί, ότι η ΕΚΤ αύξησε τη διάρκεια των πράξεων αναχρηματοδότησης από 3 μήνες έως ένα χρόνο. Έτσι, ενώ πριν το ξέσπασμα της κρίσης, υπήρχε η κύρια πράξη αναχρηματοδότησης (MROs) με διάρκεια μιας εβδομάδας και η μακροπρόθεσμη πράξη αναχρηματοδότησης (LTROs) διάρκειας τριών μηνών, κατά τη διάρκεια της κρίσης, η ΕΚΤ αύξησε τη συχνότητα των LTROs και εισήγαγε νέες τέτοιες πράξεις διάρκειας ενός μηνός, 6 μηνών και 12 μηνών.

Αυτά ήταν και τα πρώτα μη συμβατικά μέτρα που εγκρίθηκαν από την ΕΚΤ. Αρχικά προβλέφθηκε να διαρκέσουν για όσο διάστημα το απαιτούσαν οι συνθήκες και στις αρχές του 2009 παρατάθηκαν έως τουλάχιστον τον Οκτώβριο του 2010. Στο πλαίσιο αυτό, η ΕΚΤ ανέλαβε να καλύψει τη συνολική ζήτηση διαθεσίμων από τις τράπεζες στις επικρατούσες συνθήκες επιτοκίων μέσα σε διάφορα χρονικά πλαίσια. Οι επιπτώσεις όμως ήταν ιδιαίτερα σημαντικές.

Τα παραπάνω μέτρα είχαν σημαντική επίπτωση στον ισολογισμό της ΕΚΤ. Από τον Αύγουστο του 2007, όταν ξεκίνησαν και οι εντάσεις στην αγορά χρήματος, ο ισολογισμός της τράπεζας έχει αυξηθεί περισσότερο από 70%. Το μεγαλύτερο μέρος της αύξησης προήλθε από τις μακροπρόθεσμες πράξεις αναχρηματοδότησης. Συγκεκριμένα στην πρώτη από τις τρεις προγραμματισμένες 12-μηνες πράξεις, η ΕΚΤ κατένειμε στους αντισυμβαλλόμενους το ποσό των 442 δις ευρώ, που αποτέλεσε και την μεγαλύτερη ένεση ρευστότητας σε μια μόνο πράξη. Με την επόμενη 12μηνη πράξη αναχρηματοδότησης, η οποία διεξήχθη το Σεπτέμβριο του 2009, η ζήτηση για ρευστότητα ήταν ακόμα υψηλή ,δηλαδή 75 δις. ευρώ, ενώ τέλος στην τρίτη και τελευταία πράξη αυτού του τύπου, το Δεκέμβριο του 2009, η ΕΚΤ παρείχε 96 δις ευρώ (De Lucia, Lucas, 2010).

Χάρη σε αυτά τα μέτρα, η ρευστότητα στη ζώνη του ευρώ ήταν άφθονη. Η ΕΚΤ αύξησε το ρόλο της ως διαμεσολαβητής στην αγορά χρήματος και έγινε ο κύριος προμηθευτής της, σε διάφορα χρονικά πλαίσια, μέσω των πράξεών της. Επιπλέον, διέτρεχε τον κίνδυνο η αγορά να εκλάβει το ελάχιστο επιτόκιο με το οποίο αυτή διενεργούσε τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης, που ήταν το ίδιο ανεξαρτήτως της διάρκειας της πράξης, ως σήμα ότι η νομισματική πολιτική είναι ευθυγραμμισμένη με πιο μακροπρόθεσμο προσανατολισμό.

Τα αποτελέσματα των μη συμβατικών εργαλείων προκάλεσαν μια ισχυρή καθοδική πίεση στο διατραπεζικό επιτόκιο EONIA (αναφέρεται στην σύναψη δανείων

μιας ημέρας μεταξύ των τραπεζών) εν μέσω μιας άφθονης προσφοράς ρευστότητας. Το διατραπεζικό αυτό επιτόκιο, που κανονικά κυμαίνεται γύρω από το βασικό της επιτόκιο (δηλ. το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς), ξαφνικά έπεσε κατά 40 με 50 μονάδες βάσης, στο 0,30%, πλησιάζοντας σταθερά το επιτόκιο διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων. Σε κανονικές όμως συνθήκες, η ρευστότητα στις πράξεις αναχρηματοδότησης καθορίζεται έτσι ώστε να διατηρήσει το βραχυπρόθεσμο διατραπεζικό επιτόκιο EONIA κοντά στο επιτόκιο-στόχο της, που είναι το βασικό επιτόκιο αναχρηματοδότησης.

Πράγματι, με τις πράξεις αυτές που αποσκοπούσαν στη συνέχιση της παροχής ρευστότητας, η ΕΚΤ εγκατέλειψε τον έλεγχο του διατραπεζικού επιτοκίου. Η πτώση του EONIA αποτυπώθηκε πλήρως στην βραχυπρόθεσμη καμπύλη απόδοσης. Το επιτόκιο αγοράς πλησίασε το επιτόκιο διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων και έτσι απομακρύνθηκε από το σταθερό επιτόκιο για μια παρατεταμένη περίοδο. Τα μέτρα αυτά ωστόσο της επέτρεψαν να μειώσει σημαντικά το κόστος χρηματοδότησης. Έκτοτε, η νομισματική πολιτική ασκείται όχι μόνο μέσα από το επιτόκιο κύριας αναχρηματοδότησης, αλλά και από βασικά επιτόκια και γενικότερα από ποσοτικά μέτρα που υιοθετούνται από το Ευρωσύστημα (Bordes, Clerc,2010).

Η αξιολόγηση των οικονομικών συνθηκών αποτελεί το κριτήριο για την κατάργηση των μη συμβατικών μέτρων δανειοδότησης. Έτσι, στο τέλος του 2009 που υπήρξε μια βελτίωση των οικονομικών συνθηκών, η ΕΚΤ ξεκίνησε τη σταδιακή κατάργηση αυτών. Η Κεντρική Τράπεζα τόνισε ότι η συνέχιση εφαρμογής αυτών των μέτρων, όταν αυτά δεν χρειάζονται, μπορεί να προκαλέσει στρεβλώσεις στην αγορά, όπως για παράδειγμα την υπερβολική εξάρτηση από αυτήν για ρευστά διαθέσιμα. Σταδιακά σταμάτησε να παρέχει ρευστότητα σε ξένα νομίσματα στους ευρωπαϊούς ομολόγους, μια τακτική που είχε ακολουθήσει νωρίτερα σε αντάλλαγμα εγγυήσεων εκφρασμένων κυρίως σε ευρώ, ενώ παράλληλα μείωσε τη συχνότητα και τη διάρκεια των πράξεων αναχρηματοδότησης. Επίσης, αποφάσισε να επιστρέψει στις διαδικασίες υποβολής προσφορών μεταβλητού επιτοκίου τριμηνιαίας διάρκειας, ενώ για μικρότερες διάρκειες δηλαδή μίας εβδομάδας και ενός μήνα, η ΕΚΤ συνέχισε να παρέχει απεριόριστα ποσά ρευστών διαθεσίμων με σταθερά επιτόκια, τουλάχιστον μέχρι τον Οκτώβριο.

Τον Απρίλιο του 2010, η ΕΚΤ ανακοίνωσε ότι αναβάλλει την προγραμματισμένη της επιστροφή στα προ κρίσης μέτρα που αφορούσαν σε

περιουσιακά στοιχεία που γίνονταν αποδεκτά ως ασφάλειες στις πράξεις αναχρηματοδότησης. Αυτό είχε στόχο να βοηθήσει την χώρα μας, η οποία αντιμετώπιζε και συνεχίζει βεβαίως να αντιμετωπίζει σοβαρά δημοσιονομικά προβλήματα.

Στα τέλη Απριλίου του 2010, υπήρξε και άλλο ξέσπασμα εντάσεων στην αγορά λόγω της αυξανόμενης ανησυχίας σχετικά με τη βιωσιμότητα του χρέους στην Ελλάδα. Η Standard & Poors υποβάθμισε τα ελληνικά ομόλογα, βαθμολογώντας τα με BB+, υποδηλώνοντας αρνητικές προοπτικές. Το γεγονός αυτό προκάλεσε νέο γύρο ανησυχίας ως προς τη ρευστότητα., εφόσον πριν την κρίση, η ελάχιστη αποδεκτή βαθμολογία από την πλευρά της EKT ήταν A-. Υπήρχε δηλαδή, αυξανόμενος κίνδυνος τα ελληνικά περιουσιακά στοιχεία να μην γίνονταν αποδεκτά ως εμπράγματη ασφάλεια στις πράξεις αναχρηματοδότησης της EKT. Αυτό θα δημιουργούσε τεράστιες δυσκολίες στον ελληνικό τραπεζικό τομέα και στους κατόχους ελληνικών χρεογράφων, υπονομεύοντας τη λειτουργία του χρηματοπιστωτικού τομέα.

Στο σημείο αυτό εκφράστηκαν κίνδυνοι μετάδοσης της κρίσης καθώς υποβαθμίστηκε το χρέος για την Ισπανία και την Πορτογαλία . Η Ελλάδα ουσιαστικά ήταν σε πτώχευση, δεδομένου ότι ήταν αδύνατο να αναχρηματοδοτήσει το χρέος της στην κεφαλαιαγορά. Στο πλαίσιο αυτό, οι χώρες της ευρωζώνης και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο συμφώνησαν να παρέχουν ένα πρωτοφανές πακέτο διάσωσης ύψους 110 δισ. ευρώ στην χώρα μας.

Η EKT αποφάσισε επίσης να αναβάλει την απαίτηση της ελάχιστης πιστοληπτικής ικανότητας για τα ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου που χρησιμοποιήθηκαν ως ασφάλεια στις πράξεις αναχρηματοδότησής της. Αυτό είχε ως συνέπεια, από τον Οκτώβριο του 2008, η EKT να αποδέχεται περιουσιακά στοιχεία με βαθμολογία BBB- και πάνω από τους τρεις οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης. Η επέκταση αυτή της λίστας των αποδεκτών περιουσιακών στοιχείων ως εγγύο αποτέλεσε ένα ακόμη έκτακτο μέτρο για την αντιμετώπιση της κρίσης χρέους.

Παρά τα μέτρα αυτά, οι χρηματοοικονομικές αγορές ήταν ακόμα νευρικές. Οι κίνδυνοι μετάδοσης αυξήθηκαν δραματικά, με ενδεχόμενο την υπονόμευση της σταθερότητας της ONE. Αντιμέτωποι με αυτή την κατάσταση, οι Ευρωπαίοι ηγέτες αντέδρασαν αποφασιστικά. Συμφώνησαν σε ένα πακέτο μέτρων ύψους 750 δισ. ευρώ, ώστε να καλύψουν τις χρηματοδοτικές ανάγκες της Πορτογαλίας, της Ισπανίας και της Ιρλανδίας μέχρι το τέλος του 2012.

Η ΕΚΤ έλαβε επίσης σημαντικά μέτρα. Στις 10 Μαΐου, το Διοικητικό Συμβούλιο αποφάσισε τα εξής:

- i) Αγορά κρατικών και ιδιωτικών χρεογράφων προκειμένου να διασφαλιστεί η ρευστότητα στα τμήματα της αγοράς που ήταν δυσλειτουργικά
- ii) Προσωρινή διακοπή της στρατηγικής εξόδου από τα μη συμβατικά μέτρα δανεισμού. Η ΕΚΤ αποφάσισε να πραγματοποιήσει μια πράξη αναχρηματοδότησης διάρκειας 6 μηνών καθώς επίσης και δυο πράξεις τέτοιου τύπου τριμηνιαίας όμως διάρκειας με κατανομή ολόκληρου του ποσού σε σταθερό επιτόκιο
- iii) Επανάλαβε συμφωνίες swap με την Federal Reserve για την παροχή δολαριακής ρευστότητας στους Ευρωπαίους ομολόγους

Ο ρόλος της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας ως δανειστή έσχατης ανάγκης ενισχύθηκε τα τελευταία χρόνια μέσα από τα προγράμματα καλυμμένων ομολόγων και αγοράς περιουσιακών στοιχείων. Οι κύριοι δικαιούχοι αυτής της παρέμβασης είναι οι εμπορικές τράπεζες, οι οποίες είχαν στους ισολογισμούς τους στοιχεία ενεργητικού κακής ποιότητας. Μέχρι τον Ιούνιο του 2010, όταν σταμάτησαν οι αγορές καλυμμένων ομολόγων, η Κεντρική Τράπεζα είχε διοχετεύσει το ποσό των 60 δις. ευρώ στην αγορά.

Όμως καθώς η κρίση χρέους στην Ελλάδα και σε άλλες περιφερειακές χώρες εντεινόταν, η ΕΚΤ εισήγαγε μια άλλη διευκόλυνση, το πρόγραμμα αγοράς κινητών αξιών (Securities Markets Program), το οποίο της επέτρεψε να αγοράζει όχι μόνο ιδιωτικούς τίτλους αλλά και κρατικά ομόλογα. Η ανακοίνωση για το πρόγραμμα αυτό τόνιζε ότι οι αγορές κρατικών ομολόγων του Ευρωσυστήματος περιορίζονταν στη δευτερογενή αγορά, αφού σύμφωνα με το άρθρο 21 του καταστατικού της απαγορευόταν η απευθείας αγορά ομολόγων από οποιαδήποτε εθνική αρχή, και ότι η απόφαση της ΕΚΤ να αγοράσει ιδιωτικά και κρατικά χρεόγραφα δεν θα άλλαζε την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής (De Lucia, Lucas, 2010).

Το πρόγραμμα αγοράς κινητών αξιών αποτέλεσε λοιπόν ένα τέχνασμα που επέτρεψε στην ΕΚΤ να μην παραβιάσει τον νόμο περί απαγόρευσης άμεσης αγοράς χρεογράφων από κυβερνήσεις και να στοχεύσει στη μείωση των επιτοκίων καθώς οι χώρες που βρίσκονταν σε δυσχερή θέση ήταν αναγκασμένες να πληρώνουν πολύ υψηλά επιτόκια για τα χρεόγραφα λόγω της αύξησης των ασφαλιστρών κινδύνου. Την περίοδο από το Μάιο μέχρι το Δεκέμβριο του 2010, η ΕΚΤ είχε δαπανήσει περίπου το

ποσό των 13 δις ευρώ, στο πλαίσιο αυτού του προγράμματος, που ισοδυναμούσε με το 11% των συνολικών περιουσιακών της στοιχείων (Frangakis,2011).

Καθώς η κρίση χρέους συνεχίζεται, η ΕΚΤ υπό το βάρος μιας επικείμενης κατάρρευσης της Ευρωζώνης, συνεχίζει το πρόγραμμα παρέμβασης στη δευτερογενή αγορά κρατικών ομολόγων. Μέχρι σήμερα, έχει αγοράσει κρατικά ομόλογα περιφερειακών χωρών της Ευρωζώνης συνολικής αξίας € 67 δις, σε μια προσπάθεια να «ανακουφίσει» τις τράπεζες που έχουν αγοράσει επισφαλή αξιόγραφα.

Συμπερασματικά, η ΕΚΤ αντιμέτωπη με την κρίση χρέους, παρέχει κεφάλαια άμεσα και έμμεσα, αγοράζοντας ομόλογα στις πρωτογενείς και δευτερογενείς αγορές και ενεργώντας ως τραπεζίτης των Κυβερνήσεων αντίθετα με τους αρχικούς της κανόνες. Τα έκτακτα μέτρα που έχει λάβει ως τώρα, όπως οι αγορές κρατικών ομολόγων, η χαλάρωση των κριτηρίων αποδοχής εγγυήσεων, δανεισμού και η επιμήκυνση των χρόνων λήξεως των πράξεων αναχρηματοδότησης, είναι αντίθετα με τη βασική της φιλοσοφία που στηριζόταν στην υπόθεση ότι οι χρηματοπιστωτικές αγορές είναι αποτελεσματικές και μπορούν να αυτορρυθμίζονται. Σύμφωνα λοιπόν με τους Richter και Wahl (2011), η ΕΚΤ πρέπει να συνειδητοποιήσει ότι οι δραστηριότητες των κεντρικών τραπεζών δεν πρέπει να περιορίζονται μόνο στην καταπολέμηση του πληθωρισμού, αλλά και στην εξασφάλιση της ομαλής λειτουργίας του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5^ο

Ο ΕΠΟΠΤΙΚΟΣ ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΚΕΝΤΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ

5.1. Μακροπροληπτική και Μικροπροληπτική εποπτεία

Η χρηματοοικονομική αναταραχή ανέδειξε σημαντικές αδυναμίες στην αρχιτεκτονική και τη μέχρι σήμερα εφαρμογή της ρύθμισης και εποπτείας του χρηματοπιστωτικού τομέα. Η επικέντρωση των κεντρικών τραπεζών στη σταθερότητα των τιμών ως μοναδικό στόχο και οι ελλείψεις ρυθμιστικές εξουσίες τους δεν επαρκούν για να διατηρηθεί ευρύτερη χρηματοπιστωτική σταθερότητα στην οικονομία.

Με αυτό το δεδομένο, βρίσκονται σε εξέλιξη συζητήσεις με στόχο τη βελτίωση της αρχιτεκτονικής της εποπτείας του χρηματοπιστωτικού συστήματος και την πραγματοποίηση αλλαγών που απαιτούνται στο ρυθμιστικό και εποπτικό πλαίσιο. Βασικός στόχος της χρηματοπιστωτικής εποπτείας είναι η αποτροπή χρηματοοικονομικών κρίσεων ή η άμβλυση των αρνητικών επιπτώσεών τους. Οι πρωτοβουλίες που αναλαμβάνονται στηρίζονται σε δύο πυλώνες: στη μικροπροληπτική και στη μακροπροληπτική εποπτεία. Σε ομιλία του ο Bernanke (2011) δήλωσε ότι η μικροπροληπτική εποπτεία στοχεύει στον περιορισμό προβλημάτων που ενδέχεται να αντιμετωπίσουν μεμονωμένα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα με σκοπό την προστασία των καταθετών, ενώ η μακροπροληπτική εποπτεία εστιάζεται στον περιορισμό αναταραχών στην λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος ως σύνολο, ώστε να προστατευτεί η οικονομία από σημαντικές απώλειες στην πραγματική παραγωγή.

Σε σύγκριση με την παραδοσιακή (μικροπροληπτική) εποπτεία, η διεξαγωγή μακροπροληπτικής εποπτείας περιλαμβάνει μεγαλύτερες πληροφοριακές απαιτήσεις και περισσότερα πολύπλοκα αναλυτικά πλαίσια. Ειδικότερα, εξαιτίας του υψηλού βαθμού διασύνδεσης του σύγχρονου χρηματοπιστωτικού συστήματος, η μακροπροληπτική εποπτεία πρέπει να περιλαμβάνει όλα τα σημαντικά τμήματα του χρηματοπιστωτικού τομέα, συμπεριλαμβανομένων των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και των αγορών, δίνοντας έμφαση στην κατανόηση των πολύπλοκων σχέσεων και των

αλληλεξαρτήσεων μεταξύ τους καθώς αυτές οι διασυνδέσεις καθορίζουν την αστάθεια η οποία μπορεί να διαδοθεί σε όλο το σύστημα.

Σύμφωνα με τον Bernanke (2011), οι μακροπροληπτικές ρυθμιστικές αρχές πρέπει να εστιάζουν σε τουλάχιστον δύο τύπους κινδύνου. Ο πρώτος τύπος κινδύνου περιλαμβάνει πτυχές στη δομή του χρηματοπιστωτικού συστήματος, όπως είναι για παράδειγμα τα κενά στο κανονιστικό πλαίσιο ή η εξέλιξη του σκιώδους τραπεζικού συστήματος, τα οποία αποτελούν απειλές για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα, ενώ η δεύτερη κατηγορία περιλαμβάνει κινδύνους που ποικίλουν ανάλογα με τις εκάστοτε οικονομικές συνθήκες, όπως είναι για παράδειγμα η υπερβολική μόχλευση σε περιόδους ευημερίας η οποία μπορεί να αποτελέσει αποσταθεροποιητικό παράγοντα για το σύστημα.

Βέβαια, η μακροπροληπτική προσέγγιση στην εποπτεία δεν αποκλείει την ανάγκη για προσεκτική μικροπροληπτική εποπτεία, η οποία αφορά την ασφάλεια και την ευρωστία μεμονωμένων ιδρυμάτων. Η εποπτεία των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων ξεχωριστά εξυπηρετεί πολλούς σκοπούς εκτός από την ενίσχυση της συστημικής σταθερότητας, όπως είναι ο εντοπισμός περιπτώσεων για ξέπλυμα χρήματος ή άλλων μορφών οικονομικού εγκλήματος και η παρεμπόδιση παράνομων ή καταχρηστικών πρακτικών δανεισμού. Ωστόσο, αξίζει να σημειωθεί ότι η μικροπροληπτική εποπτεία παρέχει τη βάση στην οποία θα πρέπει να στηριχτεί μια περισσότερο συστημική προσέγγιση, αφού μόνο έχοντας ξεκάθαρη εικόνα των εξελίξεων στο εσωτερικό βασικών επιχειρήσεων και αγορών μπορεί να κατανοηθεί η λειτουργία του συστήματος στο σύνολό του. Χωρίς ένα ισχυρό μικροπροληπτικό πλαίσιο να τις στηρίζει, οι μακροπροληπτικές πολιτικές είναι αναποτελεσματικές καθώς οι δύο αυτές συνιστώσες της εποπτείας είναι άρρηκτα συνυφασμένες και συμβάλλουν και οι δύο στη διασφάλιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας¹⁵.

¹⁵ Bernanke, B, “Implementing a Macroprudential Approach to Supervision and Regulation”, 5 May 2011 Διαθέσιμο: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20110505a.htm>

5.2. Η γένεση της προληπτικής τραπεζικής εποπτείας και η εξέλιξή της μετά την κρίση

Κατά τη διάρκεια του 19ου αιώνα, η προσέγγιση που ακολουθούνταν για την εποπτεία των τραπεζών σε πολλές χώρες ήταν περισσότερο παρεμβατική από ό,τι προηγουμένως, αποτέλεσμα της ενδυνάμωσης του τραπεζικού τομέα, των χρηματοπιστωτικών διασυνδέσεων και της κατάρρευσης της ιδιοκτησίας. Η εξέλιξη αυτή προήλθε από τη συνειδητοποίηση ότι οι αναταραχές σε μια τράπεζα μπορεί να διαδοθούν και στις υπόλοιπες τράπεζες, ζημιώνοντας τους καταθέτες και τελικά την πραγματική οικονομία. Η απειλή λοιπόν για τη χρηματοοικονομική σταθερότητα αντιμετωπίστηκε με την υιοθέτηση της «προληπτικής» εποπτείας, με στόχο να μειωθεί ο κίνδυνος πτώχευσης των τραπεζών και να αποφευχθούν οι αναταραχές στα συστήματα πληρωμών. Ο αρχικός αυτός στόχος συμπληρώθηκε με δύο ακόμη, την προστασία των καταναλωτών και την αποτελεσματικότητα της χρηματοπιστωτικής αγοράς μέσω ενίσχυσης της διαφάνειας των συναλλαγών.

Με την πάροδο των χρόνων ο σχεδιασμός των εποπτικών οργάνων συνέχιζε να εξελίσσεται. Αρχικά, η εποπτεία επιβλήθηκε ως αντάλλαγμα της δυνατότητας ενίσχυσης της ρευστότητας των τραπεζών από την κεντρική τράπεζα σε περιόδους έκτακτης ανάγκης. Συνεπώς, οι κεντρικές τράπεζες ήταν αυτές που ανέλαβαν πρώτες την εποπτεία των τραπεζών και όχι εξειδικευμένοι οργανισμοί. Στις περισσότερες χώρες το μοντέλο αυτό εξακολουθεί να ισχύει, ενώ σε άλλες έχει επανασχεδιαστεί μειώνοντας τις εποπτικές αρμοδιότητες των κεντρικών τραπεζών υπέρ διαφόρων εξειδικευμένων οργανισμών. Η ενσωμάτωση όμως της τραπεζικής αγοράς, της ασφαλιστικής αγοράς και της αγοράς τίτλων προκάλεσε την ανάγκη σε ορισμένες περιοχές να ανατεθεί η χρηματοπιστωτική εποπτεία σε μια μόνο αρχή.

Το μοντέλο της ενιαίας εποπτικής αρχής υιοθετήθηκε για πρώτη φορά, το 1998, στη Σκανδιναβία και το Ηνωμένο Βασίλειο και ακολουθήθηκε από άλλες ευρωπαϊκές και ασιατικές χώρες, όπως η Αυστρία, το Βέλγιο, η Γερμανία, η Ιαπωνία, η Κορέα, η Ιρλανδία και η Πολωνία. Η ενιαία αρχή είναι αρμόδια για την εποπτεία όλων των κλάδων του χρηματοοικονομικού τομέα και η εμφάνισή της συνέπεσε με περαιτέρω αποδυνάμωση των αρμοδιοτήτων των κεντρικών τραπεζών στην εποπτεία.

Άλλες περιοχές όπως η Ιταλία, η Ολλανδία και οι ΗΠΑ, υιοθέτησαν εποπτικά μοντέλα σύμφωνα με τα οποία υπήρχαν διαφορετικοί οργανισμοί για τις τράπεζες, την αγορά τίτλων και τον ασφαλιστικό τομέα, καθώς επίσης και ξεχωριστοί φορείς για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα, την προστασία των καταναλωτών και τις συναλλαγές στην χρηματοπιστωτική αγορά. Βέβαια, οι κεντρικές τράπεζες, ακόμα και σε ένα τέτοιο πλαίσιο, εξακολουθούσαν να διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο δεδομένου ότι συχνά ήταν υπεύθυνες για την προληπτική εποπτεία των μεγαλύτερων πιστωτικών ιδρυμάτων (Hertig et al, 2009).

Η πρόσφατη χρηματοοικονομική κρίση όμως ανέδειξε ελλείψεις και ανεπάρκειες στο παγκόσμιο ρυθμιστικό και εποπτικό πλαίσιο. Έτσι διάφορες χώρες και περιοχές όπως η Γερμανία, η Ιρλανδία, το Ηνωμένο Βασίλειο και οι Ηνωμένες Πολιτείες, κατευθύνθηκαν προς την εισαγωγή μεταρρυθμίσεων με στόχο την ανακατασκευή του ρόλου των κεντρικών τραπεζών όσον αφορά την επίβλεψη του τραπεζικού τομέα.

Τον Ιούλιο του 2010, για παράδειγμα, ο Πρόεδρος των ΗΠΑ, Μπάρακ Ομπάμα υπέγραψε σε νόμο την Πράξη Dodd-Frank, η οποία θεωρείται η πιο σημαντική ρύθμιση χρηματοοικονομικού χαρακτήρα των ΗΠΑ από την εποχή της Μεγάλης Ύφεσης του '29. Στα πλαίσια της νέας χρηματοοικονομικής νομοθεσίας, γίνεται επαναπροσδιορισμός του ρόλου της Fed. Κατά τη διάρκεια ψήφισής της συζητήθηκαν θέματα σχετικά με το ενδεχόμενο περιορισμού ορισμένων ρυθμιστικών αρμοδιοτήτων της, όπως η επίβλεψη μικρών τραπεζών, οι εξουσίες της όσον αφορά τον δανεισμό έκτακτης ανάγκης και τελικά κατέληξε στην αύξηση των εξουσιών της Fed όσον αφορά την τραπεζική εποπτεία.

Στην Ευρώπη οι υπεύθυνοι για τη χάραξη πολιτικής κινήθηκαν προς την ολοκλήρωση μεταρρυθμίσεων σχετικά με την έκταση συμμετοχής των Εθνικών Κεντρικών Τραπεζών στην εποπτεία, τόσο σε διεθνές όσο και σε εθνικό επίπεδο. Έτσι το 2009, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εισήγαγε πρόταση για τη δημιουργία του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Συστημικού Κινδύνου (European Systemic Risk Council-ESRC), το οποίο θα είναι υπεύθυνο για τη μακροπροληπτική εποπτεία του χρηματοπιστωτικού συστήματος της ΕΕ, υπό την ηγεσία της ΕΚΤ. Καθήκον του είναι να συλλέγει και να αναλύει πληροφορίες σχετικά με το χρηματοπιστωτικό σύστημα, να εντοπίζει και να

ιεραρχεί τους συστημικούς κινδύνους και να εκδίδει έγκαιρες προειδοποιήσεις και συστάσεις προς τις εθνικές εποπτικές αρχές.

Σχετικά με τα επιμέρους κράτη μέλη της ΕΕ, το 2008 αποφασίστηκε στην Γερμανία η διάλυση της μοναδικής εποπτικής αρχής (BAFIN) υπέρ της τράπεζας Bundesbank, ενώ τον Ιούνιο του 2010, η βρετανική κυβέρνηση ανακοίνωσε μεταρρυθμίσεις στο εποπτικό σύστημα των τραπεζών με σκοπό την ενδυνάμωση των εποπτικών αρμοδιοτήτων της Τράπεζας της Αγγλίας μεταφέροντας σε αυτήν βασικές λειτουργίες της Αρχής Χρηματοπιστωτικών Υπηρεσιών. Τέλος, το καλοκαίρι του 2010 η ιρλανδική Ρυθμιστική Αρχή Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών (Irish Financial Services Regulatory Authority) συγχωνεύτηκε με την Κεντρική Τράπεζα της Ιρλανδίας.

Σύμφωνα με τους Pellegrina, Masciandaro, Pansini (2010) οι παραπάνω αλλαγές σηματοδοτούν ένα είδος Μεγάλης Αντιστροφής των πραγμάτων καθώς έχει αποδειχτεί ότι πριν την κρίση, οι όποιες αλλαγές στη δομή του εποπτικού συστήματος κατευθύνονταν προς την εξειδίκευση των κεντρικών τραπεζών στην νομισματική πολιτική ως μοναδικό τους στόχο.

5.3. Ο Εποπτικός ρόλος της Fed

Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ συνεργάζεται μαζί με άλλες ομοσπονδιακές και κρατικές εποπτικές αρχές προκειμένου να διασφαλιστεί η ασφάλεια και η ευρωστία του τραπεζικού κλάδου, να ενισχυθεί η σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος και να εξασφαλιστεί δίκαιη και ισότιμη μεταχείριση των καταναλωτών στις χρηματοοικονομικές τους συναλλαγές. Η Federal Reserve είναι υπεύθυνη για τη ρύθμιση και την εποπτεία μεγάλων και σύνθετων χρηματοοικονομικών εταιριών, 5.000 επιχειρήσεων που κατέχουν τράπεζες, 850 πιστωτικών ιδρυμάτων που είναι μέλη της Κεντρικής Τράπεζας καθώς επίσης και ξένων τραπεζικών οργανισμών που λειτουργούν στις Ηνωμένες Πολιτείες¹⁶.

Η Fed εμπλέκεται τόσο στην ρύθμιση, που αφορά τη θέσπιση κανόνων εντός των οποίων οι τραπεζικοί οργανισμοί πρέπει να λειτουργούν, όσο και στην εποπτεία,

¹⁶ Bernanke, B, "The Federal Reserve's role in bank supervision", 17 March 2010
Διαθέσιμο:
<http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20100317a.htm>

διασφαλίζοντας την τήρηση των κανόνων αυτών και την παραμονή τους σε μια ασφαλή και υγιή κατάσταση. Ο Bernanke σε ομιλία του, το 2010, δήλωσε ότι βασική πτυχή της εποπτικής διαδικασίας είναι η αξιολόγηση των πρακτικών διαχείρισης κινδύνου. Επειδή οι κανονισμοί και οι ρυθμίσεις δεν μπορούν να καθορίζουν με ακρίβεια τις πρακτικές που κάθε τράπεζα θα πρέπει να χρησιμοποιεί για την διαχείριση του κινδύνου της, οι εποπτικές αρχές σχεδιάζουν πολιτικές που ποικίλλουν ανάλογα με τις απαιτήσεις που περιέχονται στους κανονισμούς και δημιουργούν προσδοκίες για το εύρος των αποδεκτών πρακτικών. Βασίζονται λοιπόν σε μεγάλο βαθμό σε αυτές τις πολιτικές και τις κατευθυντήριες γραμμές καθώς διεξάγουν τους ελέγχους και εκδίδουν τις αξιολογήσεις τους¹⁷.

Η παγκόσμια οικονομική κρίση κατέστησε σαφές ότι η κατάρρευση χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων που είναι τόσο μεγάλα και διασυνδεδεμένα μεταξύ τους μπορεί να απειλήσει τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος και για τον λόγο αυτό η οικονομία πρέπει να υπόκειται σε ισχυρή ενοποιημένη εποπτεία. Το 2010, το Κογκρέσο στις ΗΠΑ αντιμετώπισε πολλά από αυτά τα ζητήματα με τη θέσπιση της Πράξης Dodd-Frank Wall Street και της Πράξης περί Προστασίας των Καταναλωτών. Ο νόμος Dodd-Frank επέβαλε στις εποπτικές αρχές την υιοθέτηση μιας μακροπροληπτικής προσέγγισης στην εποπτεία, σύμφωνα με την οποία θα πρέπει να εποπτεύονται τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα με κατεύθυνση όχι μόνο την ασφάλεια και την ευρωστία της κάθε μιας επιχείρησης, αλλά λαμβάνοντας υπόψη και τους κινδύνους για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα.

Αποφασίστηκε η δημιουργία του Συμβουλίου Εποπτείας Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, για να συντονίζει τις προσπάθειες εντοπισμού και αντιμετώπισης συστημικών κινδύνων και σε αυτό συμμετέχουν ομοσπονδιακές και κρατικές ρυθμιστικές αρχές. Είναι επιφορτισμένο με την παρακολούθηση του χρηματοπιστωτικού συστήματος των ΗΠΑ, τον εντοπισμό κινδύνων που απειλούν τη σταθερότητά του και την προώθηση της ισορροπίας στην αγορά ώστε να περιορίζεται η υπερβολική ανάληψη κινδύνου στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Αποτελείται από 10 μέλη που έχουν δικαίωμα ψήφου, συμπεριλαμβανομένης της Fed και 5 μέλη που δεν έχουν τέτοιο δικαίωμα, αλλά όμως διαθέτουν συμβουλευτικό ρόλο. Η Fed βοηθάει

¹⁷ Bernanke, B, "The Federal Reserve's role in bank supervision", 17 March 2010
Διαθέσιμο:
<http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20100317a.htm>

στον σχεδιασμό παρακολούθησης του συστημικού κινδύνου, στη διαδικασία αξιολόγησης καθώς και στην ανάπτυξη αναλυτικού πλαισίου για τον εντοπισμό των συστημικά σημαντικών μη τραπεζικών ιδρυμάτων και υπηρεσιών των χρηματοοικονομικών αγορών¹⁸.

Η Πράξη Dodd-Frank δημιούργησε, εντός του Υπουργείου Οικονομικών, το Γραφείο Οικονομικών Ερευνών (Office of Financial Research), το οποίο είναι υπεύθυνο για τη βελτίωση της ποιότητας των οικονομικών δεδομένων που διατίθενται για τη χάραξη πολιτικής. Συγκεντρώνει τις πληροφορίες από χρηματοπιστωτικές εταιρίες και τις μεταφέρει στο Συμβούλιο προκειμένου να αξιολογήσει τους κινδύνους για το χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Πριν από την θέσπιση της πράξης Dodd-Frank και μετά το ξέσπασμα της παγκόσμιας αναταραχής, η Fed είχε αρχίσει να πραγματοποιεί αλλαγές που αφορούσαν την εποπτεία μεγαλύτερων και πιο πολύπλοκων χρηματοπιστωτικών εταιριών. Σημαντικό βήμα προς αυτήν την κατεύθυνση ήταν, την άνοιξη του 2009, η ηγεσία της Fed στο Εποπτικό Πρόγραμμα Αξιολόγησης Κεφαλαίου (Supervisory Capital Assessment Program- SCAP), γνωστό ως stress test των τραπεζών, το οποίο αξιολογούσε συνολικά την κατάσταση των μεγαλύτερων πιστωτικών ιδρυμάτων της χώρας. Ακολούθησε η δημιουργία μιας διεπιστημονικής συντονιστικής επιτροπής εντός του πλαισίου λειτουργίας της Fed προκειμένου να παρακολουθεί την επίβλεψη μεγάλων χρηματοπιστωτικών οργανισμών. Υπό την αιγίδα της επιτροπής αυτής που ονομάστηκε Large Institution Supervision Coordinating Committee (LISCC), η Federal Reserve, χρησιμοποιούσε πλέον οριζόντιες αξιολογήσεις των εταιριών για να παρακολουθεί τις πρακτικές τους, τις στρατηγικές επένδυσης ή χρηματοδότησής τους κάνοντας τροποποιήσεις στον βαθμό ή στη μορφή των οικονομικών διασυνδέσεων που ενείχαν συστημικό κίνδυνο. Ακόμη το LISCC κάνει αυξανόμενη χρήση βελτιωμένων ποσοτικών μεθόδων για την αξιολόγηση της απόδοσης των εποπτευόμενων επιχειρήσεων και των κινδύνων που μπορεί να δημιουργηθούν στο ευρύτερο χρηματοοικονομικό σύστημα¹⁹.

¹⁸ Foley, M.R, "Banking supervision", 15 June 2011
Διαθέσιμο: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/foley20110615a.htm>

¹⁹ Bernanke, B, "Implementing a Macroprudential Approach to Supervision and Regulation", 5 May 2011
Διαθέσιμο: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20110505a.htm>

Βασιζόμενη στο SCAP και στο εποπτικό της έργο, η Fed ξεκίνησε στα τέλη του 2010 την εκτενή ανάλυση της Κεφαλαιαγοράς (Comprehensive Capital Analysis and Review-CCAR) προκειμένου να αξιολογήσει τις εσωτερικές διαδικασίες σχεδιασμού κεφαλαίου μεγάλων και σύνθετων εταιριών. Το CCAR αποτελεί μια ουσιώδη ενίσχυση προηγούμενων προσεγγίσεων, ώστε να εξασφαλιστεί ότι μεγάλες επιχειρήσεις έχουν αξιόπιστες διαδικασίες για τη διαχείριση και την κατανομή των κεφαλαιακών πόρων τους. Λειτουργεί επίσης, μια νέα υπηρεσία χρηματοοικονομικής σταθερότητας εντός της Federal Reserve, η οποία παρακολουθεί και ελέγχει τις οικονομικές εξελίξεις σε ένα ευρύ φάσμα αγορών και επιχειρήσεων και σε συνεργασία με το Συμβούλιο και με άλλους φορείς ενισχύει τη συστημική εποπτεία. Ακόμη στο πλαίσιο των προσπαθειών της για την πραγματοποίηση μεταρρυθμίσεων σε διεθνές επίπεδο, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα συνεργάζεται μαζί με άλλους ρυθμιστικούς φορείς και κεντρικές τράπεζες προκειμένου να σχεδιαστούν και να τεθούν σε εφαρμογή νέες απαιτήσεις προληπτικής εποπτείας για τράπεζες με διεθνή δραστηριότητα. Συνέπεια των παραπάνω είναι να έχουν υιοθετηθεί πιο αυστηρά ρυθμιστικά κριτήρια κεφαλαίου για τις εμπορικές δραστηριότητες και τα ανοίγματα τιτλοποίησης.

Η Fed, εκτός από τις ενέργειές που αφορούν την εποπτεία μεγαλύτερων χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων, προχώρησε σε διάφορες προσαρμογές των προγραμμάτων ελέγχου τοπικών τραπεζών. Όταν κατά τη διάρκεια της κρίσης άρχισαν να εμφανίζονται τα πρώτα σημάδια έλλειψης ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα, δόθηκε μεγαλύτερη έμφαση στην αξιολόγηση των σχεδίων χρηματοδότησης έκτακτης ανάγκης των εποπτευόμενων τραπεζών. Τον Οκτώβριο του 2010 δημιουργήθηκε Συμβουλευτική Επιτροπή (Community Depository Institutions Advisory Council) που παρείχε στην Ομοσπονδιακή Τράπεζα άμεση γνώση και πληροφορίες για την οικονομία, τους όρους δανειοδότησης και για εποπτικά ζητήματα. Σύμφωνα με τον Bernanke (2010), η συμμετοχή της Fed στην εποπτεία χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων όλων των μεγεθών, βελτίωσε σημαντικά την ικανότητά της να διεξάγει τις κεντρικές τραπεζικές λειτουργίες της, που είναι η άσκηση νομισματικής πολιτικής, ο δανεισμός μέσω της προεξοφλητικής θυρίδας και η προώθηση της χρηματοοικονομικής σταθερότητας²⁰.

²⁰ Foley, M.R, "Banking supervision", 15 June 2011
Διαθέσιμο: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/foley20110615a.htm>

5.4. Η διασφάλιση χρηματοπιστωτικής σταθερότητας στην ΕΕ

Η σημερινή κρίση κατέδειξε ότι η χρηματοπιστωτική σταθερότητα διαδραματίζει καίριο ρόλο στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και στην οικονομία ως σύνολο. Στην Ευρωπαϊκή Ένωση, ολοένα και περισσότερα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα παρέχουν υπηρεσίες εκτός των χωρών στις οποίες εδρεύουν είτε απευθείας διασυνοριακά είτε μέσω της δημιουργίας υποκαταστημάτων ή θυγατρικών. Οι διασυνοριακές επιχειρηματικές δραστηριότητες πρέπει να λαμβάνονται υπόψη και για τον σκοπό αυτό πρέπει να τίθενται σε εφαρμογή κανονισμοί προληπτικής εποπτείας για την επίτευξη μιας παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής σταθερότητας.

Οι κανονισμοί προληπτικής εποπτείας βασίζονται σε ένα εναρμονισμένο κατά μεγάλο βαθμό κανονιστικό πλαίσιο σε επίπεδο ΕΕ για το οποίο αρμόδια είναι η Ευρωπαϊκή Επιτροπή. Οι νομοθετικές αυτές διατάξεις προσαρμόζονται σε εθνικό επίπεδο από τους υπουργούς Οικονομίας και Οικονομικών των κρατών μελών. Συνεπώς, η άμεση ευθύνη για την τραπεζική εποπτεία και την χρηματοπιστωτική σταθερότητα ανήκει στις αρμόδιες αρχές κάθε κράτους μέλους της ΕΕ. Τα συστήματα εποπτείας στα κράτη-μέλη της ΕΕ διαφέρουν σημαντικά όσον αφορά τη συμμετοχή των Κεντρικών Τραπεζών και την ανάθεση εποπτικών αρμοδιοτήτων σε όλο το φάσμα του χρηματοπιστωτικού τομέα.

Έτσι, ενώ σε ορισμένες χώρες της ΕΕ οι εποπτικές αρμοδιότητες χωρίζονται ανά τομέα, σε άλλες χώρες η εποπτεία ασκείται συγκεντρωτικά από μία μόνο αρχή για τους τομείς των τραπεζών, των ασφαλιστικών εταιρειών και των κινητών αξιών. Καθώς σε διάφορες χώρες του Ευρωσυστήματος οι κεντρικές τράπεζες είναι υπεύθυνες για την προληπτική εποπτεία και δεν έχουν εκχωρηθεί στην ΕΚΤ άμεσες εποπτικές αρμοδιότητες, δημιουργήθηκε η ανάγκη για στενή συνεργασία στο τομέα της εποπτείας (α) εντός του Ευρωσυστήματος, μεταξύ της ΕΚΤ και των Εθνικών Κεντρικών Τραπεζών και (β) μεταξύ του Ευρωσυστήματος και των Εθνικών Εποπτικών Αρχών.

Στο πλαίσιο αυτό, το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών από κοινού με την ΕΚΤ παρακολουθεί και αξιολογεί τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα σε επίπεδο ζώνης ευρώ/ΕΕ. Με αυτόν τον τρόπο εντοπίζει αδυναμίες του συστήματος και συμβάλει στην εκ μέρους των αρμόδιων εθνικών αρχών ομαλή άσκηση των πολιτικών που αφορούν την προληπτική εποπτεία των πιστωτικών ιδρυμάτων. Οι δραστηριότητες αυτές διεξάγονται σε συνεργασία με τις Εθνικές Κεντρικές τράπεζες της ΕΕ και τις

εποπτικές αρχές μέσω της Επιτροπής Τραπεζικής Εποπτείας του ΕΣΚΤ η οποία θεσπίστηκε το 1998 και απαρτίζεται από ανώτερα στελέχη της ΕΚΤ, των κεντρικών τραπεζών του ΕΣΚΤ και των εθνικών εποπτικών αρχών των χωρών της ΕΕ στις οποίες η κεντρική τράπεζα δεν είναι αρμόδια για την τραπεζική εποπτεία.

Η συνεργασία επικεντρώνεται κυρίως σε θέματα μακροπροληπτικής εποπτείας που επηρεάζει τη σταθερότητα των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και αγορών και η οποία βασίζεται σε μια σειρά από δείκτες που προκύπτουν από την επεξεργασία στοιχείων του τραπεζικού συστήματος που διαβιβάζουν στην ΕΚΤ οι εθνικές κεντρικές τράπεζες και οι εθνικές εποπτικές αρχές. Σκοπός αυτών των δεικτών είναι να καταγραφούν περιπτώσεις σημαντικής κλιμάκωσης κινδύνων μέσα στο τραπεζικό σύστημα, πιθανές διαταραχές που προέρχονται από πηγές εκτός του συστήματος και ένας ενδεχόμενος συστημικός κίνδυνος. Η μακροπροληπτική εποπτεία, που ασκείται στο πλαίσιο της Επιτροπής Τραπεζικής Εποπτείας του ΕΣΚΤ, επικεντρώνεται στον τραπεζικό τομέα της ευρωζώνης αλλά επίσης περιλαμβάνονται και άλλοι τομείς του Ευρωσυστήματος, όπως η επίβλεψη των συστημάτων πληρωμών και διακανονισμού χρεογράφων, η εποπτεία των αγορών χρήματος και κεφαλαίων σε σχέση με την άσκηση της νομισματικής πολιτικής και η παρακολούθηση των διεθνών χρηματοπιστωτικών αγορών.

5.5. Ο Εποπτικός ρόλος της ΕΚΤ

Η ΕΚΤ καλείται συχνά από τις ενδιαφερόμενες αρχές σε επίπεδο ΕΕ και σε εθνικό επίπεδο να συμβάλλει στο σχεδιασμό και στον καθορισμό των χρηματοπιστωτικών κανόνων και των απαιτήσεων εποπτείας που ισχύουν για τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Επίσης εκτελεί ειδικά καθήκοντα σχετικά με τις πολιτικές που αφορούν την προληπτική εποπτεία πιστωτικών ιδρυμάτων και λοιπών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, εξαιρέσει των ασφαλιστικών επιχειρήσεων. Το άρθρο 105 παράγραφος 6 της Συνθήκης, που αφορά όλες τις χώρες της Ε.Ε. και επόμενα το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών, αναφέρει τη δυνατότητα εκχώρησης στην ΕΚΤ ειδικών καθηκόντων στον τομέα της προληπτικής εποπτείας. Το δικαίωμα πρωτοβουλίας έχει η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, ενώ η ΕΚΤ συμμετέχει με συμβουλευτικό ρόλο και η απόφαση λαμβάνεται ομόφωνα από το Συμβούλιο της Ε.Ε. Εν τούτοις, κρίθηκε ότι δεν είναι σκόπιμο να εκχωρηθούν αρμοδιότητες στον τομέα αυτό στην

ΕΚΤ και επομένως η προληπτική εποπτεία παραμένει στις εθνικές εποπτικές αρχές. Το ΕΣΚΤ και ειδικότερα η ΕΚΤ έχει ενεργό ρόλο στην προώθηση της συνεργασίας μεταξύ των εθνικών εποπτικών αρχών της Ε.Ε., ανεξάρτητα από το οργανωτικό σχήμα που έχει υιοθετήσει κάθε χώρα, δηλαδή κεντρική τράπεζα ή αυτόνομη δημόσια αρχή ή μικτό σχήμα, καθώς επίσης προωθεί τη συνεργασία μεταξύ των εθνικών αρχών και του ΕΣΚΤ.

Επίσης δύναται να παρέχει συμβουλές και να δίνει τη γνώμη της την οποία της ζητούν το Συμβούλιο, η Επιτροπή και οι αρμόδιες αρχές των κρατών μελών σχετικά με την εμβέλεια και εφαρμογή της κοινοτικής νομοθεσίας που αφορά την προληπτική εποπτεία των πιστωτικών ιδρυμάτων και τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Σύμφωνα με το άρθρο 105 παράγραφος 4 της Συνθήκης, που ισχύει για όλες τις χώρες της Ε.Ε. με εξαίρεση το Ηνωμένο Βασίλειο, πρέπει να ζητείται η γνώμη της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) για κάθε προτεινόμενη διάταξη κοινοτικού ή εθνικού δικαίου που εμπίπτει στους τομείς της αρμοδιότητάς της. Σύμφωνα με απόφαση του Συμβουλίου, οι αρχές των κρατών μελών ζητούν τη γνώμη της ΕΚΤ αναφορικά με σχέδια εθνικής νομοθεσίας που σχετίζονται με τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, στο βαθμό που τα σχέδια αυτά έχουν ουσιώδη επιρροή στη σταθερότητα των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και αγορών. Αυτή η λειτουργία παρέχει στην ΕΚΤ τη δυνατότητα περαιτέρω συμμετοχής στην κοινοτική και εθνική νομοθετική διαδικασία σε σχέση με την προληπτική εποπτεία και τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Μέσα στην ίδια την ΕΚΤ, η παρακολούθηση και η αξιολόγηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας πραγματοποιείται από διάφορες υπηρεσιακές μονάδες: τη Διεύθυνση Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας και Εποπτείας (η οποία ενεργεί ως συντονιστής), τη Γενική Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών, τη Γενική Διεύθυνση Δραστηριοτήτων Αγορών, τη Γενική Διεύθυνση Διεθνών και Ευρωπαϊκών Σχέσεων και τη Γενική Διεύθυνση Πληρωμών και Υποδομών Αγοράς. Η ανάλυση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας δημοσιεύεται τακτικά σε διάφορες εκθέσεις: π.χ. στις εκθέσεις “Financial Stability Review “(Επισκόπηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας), “EU Banking Sector Stability “(Εκθεση για τη σταθερότητα του τραπεζικού τομέα της ΕΕ), “ EU Banking Structures “ (Εκθεση για τις τραπεζικές δομές της ΕΕ), καθώς και στην Ετήσια Έκθεση της ΕΚΤ. Η ΕΚΤ συμμετέχει σε διεθνή και ευρωπαϊκά φόρα, όπως:

- ❖ Στην Επιτροπή Τραπεζικής Εποπτείας της Βασιλείας
- ❖ Στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή Τραπεζών (European Banking Committee – EBC)
- ❖ Στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή Κινητών Αξιών (European Securities Committee)
- ❖ Στην Επιτροπή Ευρωπαϊκών Αρχών Τραπεζικής Εποπτείας (Committee of European Banking Supervisors – CEBS) και
- ❖ Στην Επιτροπή Ευρωπαϊκών Εποπτικών Αρχών Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων (Committee of European Insurance and Occupational Pension Supervisors – CEIOPS)

Το 2009 ενισχύθηκε ο ρόλος της ΕΚΤ στη μακροπροληπτική εποπτεία με την έκθεση De Larosiere η οποία δημιούργησε ένα νέο πλαίσιο κανονιστικών ρυθμίσεων για μια περισσότερο συντονισμένη εποπτεία με πιο αποτελεσματικές διαδικασίες διαχείρισης κρίσεων. Σύμφωνα με αυτήν προτάθηκε η ίδρυση ενός Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Συστημικού κινδύνου (European Systemic Risk Board-ESRB) το οποίο θα αξιολογεί τους κινδύνους για τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος, θα παρέχει προειδοποιήσεις και θα διατυπώνει συστάσεις για ενδεχόμενους κινδύνους όποτε κρίνεται απαραίτητο.

Το συμβούλιο αυτό, στο οποίο η ΕΚΤ έχει κυρίαρχο ρόλο, χρησιμοποιεί διάφορα μέσα για την επίτευξη της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και εξαρτάται από τρεις νέες «ευρωπαϊκές εποπτικές αρχές» και τις εθνικές κεντρικές τράπεζες για την παροχή πληροφοριών. Δεν έχει προβλεφτεί κανένας ρόλος της ΕΚΤ στο πεδίο που αφορά τη μικροπροληπτική εποπτεία των ιδρυμάτων και αυτό λόγω δυο εμποδίων κυρίως :

- 1) Η Συνθήκη του Μάαστριχτ απαιτεί ομόφωνη ψήφιση όλων των κρατών μελών της ΕΕ για την μεταφορά της χρηματοοικονομικής εποπτείας στην ΕΚΤ
- 2) Η Συνθήκη του Μάαστριχτ επιτρέπει τη μεταφορά στην ΕΚΤ μόνο της τραπεζικής εποπτείας και όχι την εποπτεία ασφαλιστικών επιχειρήσεων και συνταξιοδοτικών ταμείων (Haan et al,2010).

5.6. Το νέο θεσμικό πλαίσιο χρηματοπιστωτικής εποπτείας στην ΕΕ

Μετά την εμπειρία της πρόσφατης χρηματοοικονομικής ύφεσης και την παρ' ολίγον κατάρρευση του ευρωπαϊκού τραπεζικού συστήματος ανατέθηκε σε ομάδα τραπεζικών εμπειρογνομόνων υπό την προεδρία του Jacques de Larosière, πρώην επικεφαλής του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου, να εξετάσει τρόπους αναβάθμισης του καθεστώτος που διέπει την εποπτεία του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού συστήματος, μικροπροληπτική και μακροπροληπτική, ώστε να ενδυναμωθεί η χρηματοπιστωτική σταθερότητα σε ολόκληρη την Ένωση. Σύμφωνα με τον Jackson (2010) η «Έκθεση de Larosière» του Φεβρουαρίου 2009 επικεντρώθηκε σε τέσσερα βασικά θέματα:

- 1) στα αίτια της πρόσφατης οικονομικής κρίσης,
- 2) στην οργάνωση της εποπτείας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και αγορών στην ΕΕ,
- 3) στην ενίσχυση της ευρωπαϊκής συνεργασίας για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα, την εποπτεία, την έκδοση έγκαιρων προειδοποιήσεων, τους μηχανισμούς διαχείρισης κρίσεων και
- 4) την οργάνωση των εποπτικών αρχών της ΕΕ, ώστε να συνεργάζονται σε παγκόσμιο επίπεδο.

Η παραπάνω έκθεση περιείχε 31 προτάσεις για τη ρύθμιση και την εποπτεία των χρηματοπιστωτικών αγορών. Στόχος της ήταν να διασφαλιστεί η εφαρμογή και η συνεπής επιβολή των ίδιων βασικών τεχνικών κανόνων για όλους, να επισημαίνονται σε πρώιμο στάδιο οι κίνδυνοι που ελλοχεύουν στο σύστημα και να υπάρχει δυνατότητα για πολύ πιο αποτελεσματικές ενέργειες από κοινού σε καταστάσεις έκτακτης ανάγκης καθώς και να επιλύονται διαφορές μεταξύ των εποπτικών αρχών. Για τον λόγο αυτό εισηγήθηκε την εγκαθίδρυση:

- 1) Του Ευρωπαϊκού Συστήματος Χρηματοπιστωτικής Εποπτείας (European System of Financial Supervision-ESFS) για την επίβλεψη των επιμέρους χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων (μικροπροληπτική εποπτεία) και την οργάνωση των εθνικών εποπτικών αρχών. Θα συνίσταται από τρεις νέες Ευρωπαϊκές Εποπτικές Αρχές προερχόμενες από τη μετατροπή υφιστάμενων επιτροπών για τους τομείς των τραπεζών, των κινητών αξιών και των ασφαλίσεων και επαγγελματικών συντάξεων. Δεν θα έχουν μόνο

συμβουλευτικές αρμοδιότητες αλλά και εξουσία λήψης αποφάσεων κατά την επίβλεψη της συνεπούς εφαρμογής των κοινοτικών κανόνων από τις αρμόδιες εθνικές αρχές, κατά την ανάληψη δράσης σε καταστάσεις έκτακτης ανάγκης και κατά τη διευθέτηση διαφωνιών μεταξύ αρμόδιων εθνικών εποπτικών αρχών, ενώ οι εθνικές εποπτικές αρχές θα διατηρούν τις αρμοδιότητές τους ως προς την καθημερινή εποπτεία μεμονωμένων επιχειρήσεων. Συγκεκριμένα ανά τομέα παρεχόμενων υπηρεσιών, ιδρύονται:

- Η Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών (European Banking Authority)
- Η Ευρωπαϊκή Αρχή Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων (European Insurance and Occupational Pensions Authority) και
- Η Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (European Securities and Markets Authority)

Στις 24 Νοεμβρίου του 2010, υιοθετήθηκαν από το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο οι τρεις κανονισμοί με τους οποίους θεσμοθετήθηκαν, αντίστοιχα, οι τρεις «Ευρωπαϊκές Εποπτικές Αρχές» (European Supervisory Authorities) για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας της μικροπρωληπτικής εποπτείας των φορέων παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών στην ΕΕ(Γκόρτσος,2011). Οι Αρχές αυτές καλούνται να συμβάλουν²¹:

- ❖ στη βελτίωση της λειτουργίας της εσωτερικής αγοράς, διασφαλίζοντας υγιή, αποτελεσματική και συνεπή ρυθμιστική παρέμβαση και εποπτεία,
- ❖ στη διασφάλιση της ακεραιότητας, της διαφάνειας, της αποδοτικότητας και της εύρυθμης λειτουργίας των χρηματοπιστωτικών αγορών,
- ❖ στην ενίσχυση του διεθνούς εποπτικού συντονισμού,
- ❖ στην αποτροπή της καταχρηστικής επιλογής του ευνοϊκότερου καθεστώτος εποπτείας και στην προαγωγή ισότιμων συνθηκών ανταγωνισμού,
- ❖ στη διασφάλιση της δέουσας ρύθμισης και εποπτείας σε ό,τι αφορά την ανάληψη των πιστωτικών, επενδυτικών, ασφαλιστικών και λοιπών κινδύνων και στην ενίσχυση της προστασίας των καταναλωτών.

2) Του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Συστημικού Κινδύνου (ΕΣΣΚ) που θα παρακολουθεί και θα εκτιμά τους κινδύνους για τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος

²¹ Γκόρτσος Χ, “Η Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών μέσα στο «Ευρωπαϊκό Σύστημα Χρηματοπιστωτικής Εποπτείας», 15 Μαΐου 2011

συνολικά (μακροπροληπτική εποπτεία). Το κίνητρο για τη δημιουργία του ΕΣΣΚ ήταν να ωθήσει τις κεντρικές τράπεζες όλων των κρατών μελών της ΕΕ να συνεργαστούν για τη διατήρηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας διαμορφώνοντας από κοινού αποφάσεις και διατυπώνοντας συστάσεις για την ανάληψη δράσης προκειμένου να αντιμετωπίζονται ενδεχόμενοι κίνδυνοι. Το ΕΣΣΚ θα συγκεντρώνει πληροφορίες για τους μακροπροληπτικούς κινδύνους στην ΕΕ και θα παρέχει έγκαιρες προειδοποιήσεις στις εποπτικές αρχές συγκρίνοντας μακροοικονομικές και προληπτικές εξελίξεις και δίνοντας τις απαραίτητες κατευθύνσεις.

Στις 24 Νοεμβρίου του 2010 υιοθετήθηκε και ο κανονισμός για τη θεσμοθέτηση του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Συστημικού Κινδύνου, ενώ λίγο νωρίτερα στις 17 Νοεμβρίου του 2010 είχε υιοθετηθεί ο κανονισμός για την ανάθεση ειδικών καθηκόντων στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα σε ό,τι αφορά τη λειτουργία του ΕΣΣΚ λόγω του ότι μπορεί να συνεισφέρει σημαντικά στην αποτελεσματική μακροπροληπτική επίβλεψη του χρηματοπιστωτικού συστήματος δεδομένης της εμπειρίας της στα συναφή θέματα²².

Καθιερώθηκε για πρώτη φορά σε ευρωπαϊκό επίπεδο, συγκεκριμένο ρυθμιστικό πλαίσιο για τη μακροπροληπτική εποπτεία του χρηματοπιστωτικού συστήματος με την επιδίωξη να γίνουν οι χρηματοπιστωτικές αγορές ασφαλέστερες για τους επενδυτές, να αποκατασταθεί η εμπιστοσύνη στο σύστημα και να σταθεροποιηθεί η ευρωπαϊκή αγορά χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών. Η Έκθεση *de Larosière* απέκλεισε το ενδεχόμενο αναγωγής της ΕΚΤ σε φορέα άσκησης μικροπροληπτικής εποπτείας στο ενωσιακό χρηματοπιστωτικό σύστημα, επισημαίνοντας ότι στην ΕΚΤ θα πρέπει να ανατεθούν καθήκοντα σε σχέση με τη μακροπροληπτική επίβλεψη του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Οι τρεις Αρχές, οι οποίες είναι κατά κύριο λόγο αρμόδιες στο πεδίο της μικροπροληπτικής εποπτείας φορέων παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών που ασκούν δραστηριότητα στα κράτη μέλη της Ένωσης, μαζί με το ΕΣΣΚ, το οποίο είναι αρμόδιο για τη μακροπροληπτική επίβλεψη του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού συστήματος, συγκροτούν το «Ευρωπαϊκό Σύστημα Χρηματοπιστωτικής Εποπτείας» (European System of Financial Supervision). Η Έκθεση *de Larosière* δεν είχε συμπεριλάβει το ΕΣΣΚ στο ΕΣΧΕ, παρόλο που αναγνώριζε την συσχέτιση ανάμεσα

²² Γκόρτσος Χ, “Η Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών μέσα στο «Ευρωπαϊκό Σύστημα Χρηματοπιστωτικής Εποπτείας», 15 Μαΐου 2011

στη μακροπροληπτική επίβλεψη του χρηματοπιστωτικού συστήματος και τη μικροπροληπτική εποπτεία των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Η εν λόγω συσχέτιση θεσμοθετήθηκε από το Συμβούλιο *Ecofin*, το οποίο πρότεινε την ένταξη και του ΕΣΣΚ στο ΕΣΧΕ. Ακόμη συστατικό στοιχείο του ΕΣΧΕ είναι και οι αρμόδιες ή εποπτικές αρχές των κρατών μελών της ΕΕ. Το Ευρωπαϊκό Σύστημα Χρηματοπιστωτικής Εποπτείας έχει δύο πυλώνες²³:

- ❖ Ο πρώτος πυλώνας είναι η μακροπροληπτική επίβλεψη του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού συστήματος, η οποία έχει ανατεθεί στο ΕΣΣΚ
- ❖ Ο δεύτερος πυλώνας είναι η μικροπροληπτική εποπτεία των φορέων παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών που ασκούν δραστηριότητα στα κράτη μέλη της Ένωσης

Βασικό και ουσιαστικό στοιχείο της αρχιτεκτονικής του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού συστήματος, ακόμα και μετά τη σύσταση των τριών Αρχών, παραμένει το γεγονός ότι η άσκηση της μικροπροληπτικής εποπτείας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων στην Ένωση εξακολουθεί να αποτελεί καθήκον των εθνικών αρμόδιων εποπτικών αρχών. Με τη βελτίωση της εποπτείας του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού συστήματος επιδιώκεται να διασφαλιστεί ότι:

- ❖ υπάρχουν μηχανισμοί που επιτρέπουν στις εθνικές εποπτικές αρχές να είναι σε θέση να λαμβάνουν τις καλύτερες δυνατές εποπτικές αποφάσεις για τα διασυννοριακά δραστηριοποιούμενα χρηματοοικονομικά ιδρύματα,
- ❖ υπάρχει επαρκής συνεργασία και ανταλλαγή πληροφοριών μεταξύ των εθνικών αρμόδιων εποπτικών αρχών,
- ❖ η κοινή δράση των εθνικών αρμόδιων εποπτικών αρχών δεν παρεμποδίζεται από την ύπαρξη διαφορετικών εποπτικών και ρυθμιστικών απαιτήσεων στα κράτη μέλη,
- ❖ τα κράτη μέλη και οι εθνικές εποπτικές αρχές δεν προσφεύγουν σε εθνικές λύσεις για προβλήματα που ανακύπτουν σε ενωσιακό επίπεδο και
- ❖ οι ενωσιακές νομικές πράξεις ερμηνεύονται με ομοιόμορφο τρόπο από τα κράτη μέλη.

²³ Γκόρτσος Χ, “Η Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών μέσα στο «Ευρωπαϊκό Σύστημα Χρηματοπιστωτικής Εποπτείας», 15 Μαΐου 2011

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6^ο

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η πρόσφατη κρίση, όπως άλλωστε συμβαίνει με όλες τις κρίσεις, είχε πολλαπλές αιτίες. Στο επίκεντρό της εντοπίστηκαν προβλήματα που είχαν δημιουργηθεί από την χαλαρή εποπτεία και ελλιπή ρύθμιση του χρηματοοικονομικού συστήματος των αναπτυγμένων χωρών. Οι υπερβολές στις χρηματοοικονομικές αγορές προκλήθηκαν, σε μεγάλο βαθμό, από την αποτυχία των ρυθμιστικών αρχών να ασκήσουν ορθά τα ελεγκτικά τους καθήκοντα.

Τα τελευταία χρόνια οι καταστάσεις έγιναν ανεξέλεγκτες. Επιτράπηκε στον χρηματοοικονομικό κλάδο να γίνει υπερβολικά κερδοφόρος και μεγάλος. Οι καινοτομίες στα χρηματοοικονομικά εργαλεία βασίστηκαν σε μαθηματικά μοντέλα που δεν είχαν κατανοηθεί επαρκώς από τις αρμόδιες αρχές, ώστε να είναι σε θέση να τις ελέγξουν. Η μεγάλη ανάπτυξη των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων καθώς και η δραματική αύξηση και πολυπλοκότητα των διαθέσιμων χρηματοοικονομικών μέσων ήταν από τους βασικούς παράγοντες που συνέβαλαν στην όξυνση της κρίσης.

Παρόλα αυτά, η αντίδραση των κεντρικών τραπεζών στην κρίση, εφαρμόζοντας νομισματική και δημοσιονομική χαλάρωση, ήταν άμεση και ισχυρή. Παρενέβησαν αποφασιστικά στις χρηματοπιστωτικές αγορές σε μια πρωτοφανή κλίμακα και με διαδοχικές κινήσεις που συνεχίζονται μέχρι σήμερα, προκειμένου να αποτραπεί η κατάρρευση του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Για να αναχαιτιστεί η οξεία φάση της κρίσης, εκτός από τη δραματική μείωση των επιτοκίων για τη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών, προχώρησαν στην υιοθέτηση μη συμβατικών μέτρων. Αυτά περιλάμβαναν, μεταξύ άλλων, παροχή άφθονης ρευστότητας προς τις τράπεζες έναντι ευρύτερου φάσματος εγγυήσεων για την άμβλυνση των πιέσεων στη διατραπεζική αγορά, παρέμβαση σε συγκεκριμένες πιστωτικές αγορές για την ενίσχυση της ρευστότητάς τους καθώς και άμεσες αγορές ομολόγων για τη διευκόλυνση των συνθηκών χρηματοδότησης.

Η κρίση «ταρακούνησε» τις κεντρικές τράπεζες για τους κινδύνους που είναι εγγενείς στη σύγχρονη χρηματοοικονομική και στο σύστημα των αγορών γενικότερα. Κάτω από την πίεση που είχε ασκηθεί και το φόβο για τη χειρότερη εξέλιξη, οι Κεντρικές Τράπεζες αναγκάστηκαν να αποκλίνουν από το νομισματικό τους

συντηρητισμό, προκειμένου να σώσουν το χρηματοπιστωτικό σύστημα. Αποδείχτηκε ότι η νομισματική σταθερότητα δεν εγγυάται και τη χρηματοοικονομική σταθερότητα, ενώ αναδείχθηκαν οι ανεπάρκειες και οι αδυναμίες στην αρχιτεκτονική και στην εφαρμογή της ρύθμισης και εποπτείας του χρηματοπιστωτικού τομέα.

Είναι σκόπιμο λοιπόν, οι προσπάθειες διάσωσης της παγκόσμιας οικονομίας να επικεντρωθούν σε μεταρρυθμίσεις που αφορούν τη μικροπροληπτική και μακροπροληπτική εποπτεία καθώς και σε ζητήματα ρύθμισης των αγορών, των hedge funds, των οίκων αξιολόγησης και των κεφαλαιακών απαιτήσεων των τραπεζών. Η ΕΕ και οι ΗΠΑ βρίσκονται εν μέσω μιας θεμελιώδους αναθεώρησης του υφιστάμενου πλαισίου και λήψης διορθωτικών μέτρων για την αντιμετώπιση της χρηματοπιστωτικής κρίσης.

Οι κεντρικές τράπεζες καθίστανται υπεύθυνες για τον έλεγχο του συστημικού κινδύνου. Αυτό γιατί ως δανειστές έσχατης ανάγκης είναι σε θέση να επικεντρώνονται στους ευρύτερους συστημικούς κινδύνους και να έχουν μια ολοκληρωμένη άποψη τόσο για τα επιμέρους χρηματοπιστωτικά ιδρύματα όσο και για το χρηματοπιστωτικό σύστημα ως σύνολο. Ακόμα και όταν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα μεμονωμένα είναι ισχυρά, ο συστημικός κίνδυνος μπορεί να προκύψει ως αποτέλεσμα των διασυνδέσεων των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, των αγορών και των υποδομών. Η μακροπροληπτική προσέγγιση στην εποπτεία πρέπει να λαμβάνει υπόψη αυτές τις εξωτερικότητες.

Βήματα προς αυτήν την κατεύθυνση έχουν ήδη πραγματοποιηθεί μέσω της δημιουργίας του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Συστημικού Κινδύνου (ΕΣΣΚ), που αναμένεται ότι θα καλύψει το κενό που υπήρχε ως προς την ικανότητα των ρυθμιστικών αρχών να εντοπίζουν, να αξιολογούν και να προλαβαίνουν τη συσσώρευση των συστημικών κινδύνων. Επιπρόσθετα, η δημιουργία του Συμβουλίου Εποπτείας Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας αναμένεται ότι θα εντοπίζει τις συστημικά σημαντικές εταιρείες και θα παρακολουθεί τις αγορές, ώστε να αποτρέπονται ενδεχόμενες πιστωτικές φούσκες ή φούσκες ακινήτων, που θα μπορούσαν να απειλήσουν τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Η Fed έχει ήδη καταστεί υπεύθυνη για την εποπτεία των συστημικά σημαντικών χρηματοοικονομικών οργανισμών, για τις οποίες εξετάζονται αυστηρότερες απαιτήσεις κεφαλαίου, μόχλευσης και ρευστότητας.

Συνεπώς, το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα αναπροσαρμόζεται κατόπιν της παγκόσμιας κρίσης. Ενώ η χρηματοπιστωτική κρίση είχε ως αφετηρία την οικονομία των ΗΠΑ, η παγκοσμιοποίηση ήταν ικανή να την μεταφέρει ραγδαία σε όλη την υφήλιο. Η χρηματοπιστωτική αναταραχή όμως δεν έχει τελειώσει καθώς κλιμακώνεται η κρίση χρέους στην ευρωζώνη, η οποία συνεπάγεται κινδύνους για τις προοπτικές της παγκόσμιας οικονομίας. Οι αγορές ακόμα δεν έχουν σταθεροποιηθεί και η κατάσταση επιδεινώνεται συνεχώς. Υπάρχει κίνδυνος οι πολύ αυξημένες δημοσιονομικές ανισορροπίες συνολικά στη ζώνη του ευρώ και η δύσκολη κατάσταση στην Ελλάδα και σε άλλες μεμονωμένες χώρες μέλη να υπονομεύσουν τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Το ενδιαφέρον των κεντρικών τραπεζών είναι στραμμένο για μια ακόμη φορά στη τόνωση της οικονομίας και στη χρηματοδότησή της μέσω μιας σειράς ελεγχόμενων μέτρων χαλάρωσης καθώς αναγνωρίζουν πως η διασύνδεση των οικονομιών σήμερα είναι μεγάλη και υπάρχει κίνδυνος για μετάδοση της κρίσης ακόμα και στις μεγαλύτερες οικονομίες. Η αποφασιστικότητα με την οποία παρεμβαίνουν στις αγορές, ρίχνοντας άφθονο χρήμα, δείχνει το φόβο τους για τα χειρότερα.

Καθώς έχει ανατραπεί η θεωρία των «αποτελεσματικών αγορών», πάνω στην οποία στηρίχτηκε το σύγχρονο οικονομικό σύστημα, οι υπό εξέλιξη συζητήσεις, σε διεθνές επίπεδο, επικεντρώνονται στην ανάγκη για διασυνοριακή συνεργασία και συντονισμένη δράση, προκειμένου να εξασφαλιστεί μια ισχυρή απάντηση στους κλυδωνισμούς που υφίστανται οι αγορές. Οι συνεχιζόμενες συζητήσεις για τις αναγκαίες μεταρρυθμίσεις, έχουν ανοίξει το δρόμο για νέες προκλήσεις στο ρόλο των κεντρικών τραπεζών, πέρα του καθορισμού της επιτοκιακής πολιτικής.

Οι κεντρικές τράπεζες συνεχίζουν τις προσπάθειές τους για την καταπολέμηση της παγκόσμιας ύφεσης, αν και αυτό βρίσκει αντίθετους πολλούς, καθώς αμφισβητούν την αποτελεσματικότητα των παρεμβατικών ενεργειών τους. Το σίγουρο όμως είναι ότι θα χρειαστεί ακόμα πολύς χρόνος για να ξεκινήσει η οικονομική ανάκαμψη. Η χρηματοπιστωτική κρίση αποτελεί μια πραγματικότητα και κρίνεται πλέον επιτακτική η ανάγκη εύρεσης εκείνων των μέτρων που θα περιορίσουν όσο το δυνατόν περισσότερο την ύφεση και θα επαναφέρει το διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα σε πιο στέρεες και υγιείς βάσεις.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ - ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

I. Ξένη Βιβλιογραφία

Acharya V., Philippon T., Richardson M., and Roubini N., (2009), “The Financial Crisis of 2007-2009: Causes and Remedies”, New York University Salomon Center and Wiley Periodicals, Inc.

Ackermann J., (2008), “The Subprime Crisis and its Consequences”, Journal of Financial Stability, Vol.4,329-337.

Aiginger K., (2009), “The Current Economic Crisis: Causes, Cures and Consequences”, WIFO Working Papers, No. 341.

Ashcraft A.B., Schuermann T., (2007), “Understanding The Securitization of Subprime Mortgage Credit”, Staff Report No. 318, Federal Reserve Bank of New York, Διαθέσιμο: http://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr318.pdf.

Belke A., Klose J., (2010), “(How) Do the ECB and the Fed React to Financial Market Uncertainty? The Taylor Rule in Times of Crisis”, Ruhr Economic Papers, Vol.166.

Bernanke B., (2005), “The Economic Outlook”, Testimony before the Joint Economic Committee, Διαθέσιμο: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/20050308/default.htm>.

Bernanke B., “The crisis and the policy response”, 13 January 2009, Διαθέσιμο: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm>.

Blount D., “Understanding the Role of the Fed in Today's Credit Crisis”, CMPS Institute, Διαθέσιμο: [http://files.meetup.com/29983/Understanding the Roll of the Fed in Today s Credit Crisis.pdf](http://files.meetup.com/29983/Understanding%20the%20Roll%20of%20the%20Fed%20in%20Today's%20Credit%20Crisis.pdf).

Blundell-Wignall A., Atkinson P., and Lee S., (2008), “The Current Financial Crisis: Causes and Policy Issues”, OECD Journal: Financial Market Trends, Vol. 2009/1, No 96.

Bordes C. and Clerc L., (2010), “The ECB Art of Central Banking and the Separation Principle”, Banque de France Working Paper No. 290.

Brunnermeier M. K., and Pedersen L. J., (2007), “Market Liquidity and Funding Liquidity”, Review of Financial Studies.

Carmassi J., Gros D., Micossi S., (2009), “The Global Financial Crisis: Causes and Cures*”, Vol.47, No.5, 977-96.

Catte P., Cova P., Pagano P., Visco I., (2010), “The role of macroeconomic policies in the global crisis”, Banca d’Italia, Occasional Papers, No. 69.

Claessens S., Köse M. A., Terrones M. E., (2010), “The Global Financial Crisis: How Similar? How Different? How Costly?”, Journal of Asian Economics, Vol.21, 247-264.

De Lucia C., Lucas J. M., (2010), “Portraits of the ECB and Federal Reserve on a background of financial crisis”, Economic Research.

Dominguez K. M. E., (2006), “The European Central Bank, the Euro, and Global Financial Markets,” Journal of Economic Perspectives, Vol.20, No. 4, 67–88.

Duca J. V., Muellbauer J., Murphy A., (2010), “Housing markets and the financial crisis of 2007–2009: Lessons for the future”, Journal of Financial Stability, 6 , 203–217.

Eichengreen B., (2010), “Macroeconomic and Financial Policies Before and After the Crisis”, University of California, Berkeley.

European Commission,(2009), “Economic crisis in Europe: Causes, consequences and responses”, Economic and Financial Affairs,

Διαθέσιμο: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication15887_en.pdf.

Fourcans A., Vranceanu R., (2007), “The ECB monetary policy: Choices and challenges”, Journal of Policy Modeling, Vol. 29, pp. 181-194.

Frangakis M., (2011), “The role of the European Central Bank in the Financial Crash and the Crisis of the Euro-Zone”,

Διαθέσιμο: http://www2.weed-online.org/uploads/frangakis_paper_ecb_april_2011.pdf.

Goodhart C.A.E., (2010), “The Changing Role of Central Banks”, BIS Working Papers, No.326.

Greenspan A., (2010), “The Crisis”,

Διαθέσιμο: http://www.brookings.edu/~media/Files/Programs/ES/BPEA/2010_spring_bpea_papers/spring2010_greenspan.pdf.

Haan J. D., Oosterloo S., Schoenmaker D., (2009), “The ECB, Financial Supervision, and Financial Stability Management”,

Διαθέσιμο: 203.128.31.71/articles/3642142362.pdf.

Herr H., (2002), “The Monetary Policy of the European Central Bank –Theoretical Approach and Reality”,

Διαθέσιμο: www.cfeps.org/events/pk2002/confpapers/herr.pdf.

Hertig G., Lee R., McCahery J. A., (2009), “Empowering the ECB to Supervise Banks: A Choice-Based Approach”, ECGI Finance Working Paper, No262/2009, Διαθέσιμο: www.cunef.edu/libreria/Seminario_Hertig_paper.pdf.

International Monetary Fund, (2009) “Global Economic Slump Challenges policies”,

Διαθέσιμο <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/update/01/pdf/0109.pdf>.

Jackson J. K., (2010), “Financial Market Supervision: European Perspectives”, Congressional Research Service Report for Congress,

Διαθέσιμο: <http://fpc.state.gov/documents/organization/138729.pdf>.

Johnson S., “The Quiet Coup”, The Atlantic, May 2009,

Διαθέσιμο: https://edit.ethz.ch/er/inspire/The_Quiet_Coup_of_Finance_in_the_US_Simon-JOHNSON_may09.pdf.

Konzelmann S., Wilkinson F., Fovargue-Davies and Sankey D., (2010), “Governance, regulation and financial market instability: the implications for policy”, Cambridge Journal of Economics, 34, 929–954.

Lastra R.M., and Wood G., (2010), “The Crisis of 2007–09: Nature, Causes, and Reactions”, Journal of International Economic Law, Vol.13, No.3, 531–550.

Lo A. W., (2008), “Hedge Funds, Systemic Risk, and the Financial Crisis of 2007-2008” House Oversight Committee Testimony, Working Paper, Cambridge, MA: MIT Sloan School of Management and National Bureau of Economic Research.

Marer P., (2010), “The Global Economic Crises: Impacts on Eastern Europe”, *Acta Oeconomica*, Vol. 60, No 1, 3–33.

Morgan J., (2009), “The limits of central bank policy: economic crisis and the challenge of effective solutions”, *Cambridge Journal of Economics*, Vol.33, 581–608.

Pellegrina D., Masciandaro D., Pansini R. V., (2010), “Governments, Central Banks And Banking Supervision Reforms: Does Independence Matter?”, Διαθέσιμο: www.suerf.org/download/collmay11/papers/1masciandaro.pdf.

Poole W., (2010), “Causes And Consequencies of the Financia Crisis of 2007–2009” *Harvard Journal of Law & Public Policy*, Vol.33, No.2, 421-441.

Reavis C., (2009), “The Global Financial Crisis of 2008 – 2009: The Role of Greed, Fear and Oligarchs”, MIT Sloan Management, Διαθέσιμο: [https://mitsloan.mit.edu/MSTIR/GlobalFinancialCrisis/Crisis-2008-2009/Documents/09-093The Financial Crisis of 2008-2009.pdf](https://mitsloan.mit.edu/MSTIR/GlobalFinancialCrisis/Crisis-2008-2009/Documents/09-093The%20Financial%20Crisis%20of%202008-2009.pdf) (22 Ιουλίου 2009).

Richter F., Wahl P., (2011), “The Role of the European Central Bank in the Financial Crash and the Crisis of the Euro-Zone”, Report based on a WEED Expert Meeting.

Rosengren E., (2008), “Bank supervision and central banking: understanding credit during a time of financial turmoil”, *BIS Papers*, No.46
Διαθέσιμο: www.bis.org/publ/bppdf/bispap46c.pdf.

Ryan J., (2009), “The Greenspan Federal Reserve Role in the Financial Crisis”, *Working Papers Department of Economics*, No.04/WP/2009.

Sarkar A., (2009), “Liquidity risk, credit risk, and the federal reserve’s responses to the crisis”, *Financial Markets and Portfolio Management*, Vol.23, No.4, 335–348.

Schroeder J., (2003), “The European central bank (ECB) and the international role of the Euro”, *Journal of Asian Economics*, Vol.14, 209–218.

Seneviratne D., (2009), “Global Financial Crisis – Lessons For The Future”,

Διαθέσιμο:http://www.apbsrilanka.org/articales/21_ann/21_pdf_docs/09_Dimantha_Senevirathne.pdf.

Stein J.L., (2011), “The crisis, Fed, Quants and stochastic optimal control”, *Economic Modelling*, Vol. 28, 272–280.

Taylor J., (2009), “The Financial Crisis And The Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong”, NBER Working Paper No. 14631, National Bureau of Economic Research, Inc.

Tropeano D., (2010), “The monetary policy response to the financial crisis in the Euro area and in the United States: a comparison”, *Working Papers*, No.61.

White L. H., (2009), “Federal Reserve Policy and the Housing Bubble”, *Cato Journal*, Vol. 29, No. 1, 115-125.

White W., (2008), “Past financial crises, the current financial turmoil, and the need for a new macrofinancial stability framework”, *Journal of Financial Stability*, Vol.4, 307–312.

II. Βιβλιογραφία και Ηλεκτρονικές πηγές

Askenazy P. και D. Cohen, (2010), «Οικονομική κρίση: αίτια και προοπτικές», ΠΟΛΙΣ.

Soros G., (2008), «Η οικονομική κρίση του 2008 και η σημασία της», Εκδοτικός Οίκος ΛΙΒΑΝΗ, Αθήνα.

Γκόρτσος Χ., “Η Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών μέσα στο «Ευρωπαϊκό Σύστημα Χρηματοπιστωτικής Εποπτείας», 15 Μαΐου 2011,

Διαθέσιμο:<http://62.1.43.74/70miliesparousiaseis/UplFiles/omilies/secgen/Gortsos%2019%2005%202011.pdf>.

Μερτζάνης Χ., «Η τρέχουσα χρηματοπιστωτική κρίση: χαρακτηριστικά και προκλήσεις», Διαθέσιμο:http://www.ethe.org.gr/files/pdf/mertzanis_xrimatoikonomikii%20krisi_1294819864.pdf.

Eurobank EFG Economic Research, « Η κρίση του 2007-2009: τα αίτια, η αντιμετώπιση και οι προοπτικές», Δεκέμβριος 2009,

Διαθέσιμο:http://www.hardouvelis.gr/FILES/PROFESSIONAL%20WORK/Economy%20and%20Markets%20IV_8_DEC2009.pdf.

Bernanke B., “The Federal Reserve's role in bank supervision”, 17 March 2010,
Διαθέσιμο:<http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20100317a.htm>.

Bernanke B., “Implementing a Macroprudential Approach to Supervision and Regulation”, May 5, 2011,
Διαθέσιμο: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20110505a.htm>.

Foley M.R., “Banking supervision”, 15 June 2011,
Διαθέσιμο: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/foley20110615a.htm>

Mullin S., (2008), “The Credit Crisis: The Federal Reserve’s Role and the Ultimate Impact on Commercial Real Estate”,
Διαθέσιμο:www.sior.com/data/files/TheCreditCrisis_Q4.pdf.

Roach S., (2003), “Ευθύνη της FED οι διαδοχικές φούσκες”,
Διαθέσιμο: <http://www.euro2day.gr/specials/topics/135/articles/31986/Article.aspx>.

Thaler R., and Sunstein C., “Human frailty caused this crisis”, The Financial Times, 11 November 2008, Διαθέσιμο: <http://www.ft.com/cms/s/0/ac2839ac-b015-11dd-a795-0000779fd18c.html#axzz1Z9dxr8B6>.