



ΣΧΟΛΗ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗΝ ΕΦΑΡΜΟΣΜΕΝΗ
ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ ΕΛΕΓΚΤΙΚΗ

Διπλωματική Εργασία

ΟΙ ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΣΤΟΝ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΤΟΜΕΑ
ΜΕΛΕΤΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗΣ

του

ΓΕΩΡΓΙΟΥ ΠΕΤΡΙΔΗ

Επιβλέπων Καθηγητής: ΠΑΠΑΔΟΠΟΥΛΟΣ ΣΥΜΕΩΝ

Υποβλήθηκε ως απαιτούμενο για την απόκτηση του Μεταπτυχιακού Διπλώματος
στην Εφαρμοσμένη Λογιστική και Ελεγκτική

ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ 2015

Περίληψη

Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση συντάραξε τις ΗΠΑ αρχικά και στη συνέχεια ολόκληρο τον κόσμο. Έπληξε ιδιαίτερα το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Στις χώρες της Νότιας Ευρώπης αλλά και κάποιων της Βόρειας όπως είναι η Ιρλανδία και η Ισλανδία δημιουργήθηκε κρίση χρέους, όπου στην Ισλανδία ήταν κυρίως του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Στην Ελλάδα η κρίση προέρχονταν από το δημόσιο χρέος που έγινε ιδιωτικό στη συνέχεια. Οι τράπεζές της επλήγησαν με ιδιαίτερο τρόπο και χρειάστηκε να ανακεφαλαιοποιηθούν προκειμένου να καταστούν βιώσιμες.

Στην παρούσα εργασία εξετάζεται η κρίση στο χρηματοπιστωτικό σύστημα δίνοντας τον ορισμό των κρίσεων, διερευνώντας την κρίση στην Αμερική και στη συνέχεια εξετάζεται εκτενώς η κρίση του χρηματοπιστωτικού συστήματος της Ελλάδας.

Λέξεις κλειδιά: κρίση, χρηματοπιστωτικό σύστημα, ΗΠΑ, Ελλάδα, ανακεφαλαιοποίηση.

Πίνακας Περιεχομένων

Εισαγωγή	4
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1:ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ	6
1.1 Θεωρητικό Πλαίσιο των Κρίσεων –ΗΠΑ	6
1.2 ΗΠΑ – Χρηματοοικονομική Κρίση & Δημοσιονομικός Κανονισμός	9
1.2.1 Η Κρίση των sub-prime market και τα Αποτελέσματα	12
1.2.2 Μέτρα Διαχείρισης της Κρίσης – Χρηματοοικονομικές Παρεμβάσεις.....	19
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Η ΚΡΙΣΗ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ.....	20
2.1 Το Ελληνικό Τραπεζικό Σύστημα	22
2.1.1 Εισαγωγή	22
2.1.2 Εξέλιξη των Νομισματικών Μεγεθών	24
2.2.1 Ανάγκες Κεφαλαίου, Ανακεφαλαιοποίηση Καθώς και Προοπτικές.....	27
2.2.2 Κεφαλαιακές Ανάγκες	28
2.2.3 Σχέδιο Ανακεφαλαιοποίησης.....	33
2.2.4 Αξιοπιστία των Εκτιμήσεων	36
2.2.5 Διαδικασία της Ανακεφαλαιοποίησης.....	38
2.3 Το Πρόβλημα της Ρευστότητας.....	40
2.3.1 Φθίνουσα Πορεία των Καταθέσεων	40
2.3.2 Κενό Λειτουργικής Χρηματοδότησης	42
2.4 Διατραπεζική Αγορά.....	46
2.5 Πακέτα Θωράκισης.....	47
2.6 Ρευστότητα μέσω του Ευρωσυστήματος.....	48
2.5 Συμπερασματικά	52
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΒΑΣΙΛΕΙΑ II ΚΑΙ ΒΑΣΙΛΕΙΑ III & ΠΑΡΕΜΒΑΣΕΙΣ.....	54
3.1 Βασιλεία II και Βασιλεία III	54
3.2 Οικονομική Κρίση – Παρεμβάσεις.....	61
3.2.1 Ρευστότητα και νομισματική πολιτική	64
Συμπεράσματα	69
Βιβλιογραφία	73

Εισαγωγή

Η παγκόσμια οικονομική κρίση του 2007-2008 ήταν η χειρότερη κρίση που συνέβη μετά τη Μεγάλη Ύφεση της δεκαετίας του 1930. Η οικονομική κρίση είχε μεγαλύτερη επίδραση, από ό,τι αναμενόταν από πολλούς. Τα εθνικά σύνορα παραβιάστηκαν και οι συνέπειες είναι και σήμερα αισθητές ακόμα και σε χώρους που βρίσκονται μακριά από το επίκεντρο.

Παρόλο που η παγκόσμια οικονομία ανακάμπτει, η εμπιστοσύνη στις αγορές εξακολουθεί να είναι αδύναμη καθώς τα εμπλεκόμενα μέρη αναζητούν μια κατεύθυνση η οποία δεν είναι με κανένα τρόπο ευθεία και εύκολη.

Ο Ζαν Κλωντ Τρισέ (Πρώην Πρόεδρος της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας) θεωρεί ότι «οι οικονομικές κρίσεις έχουν κάποια κοινά σημεία. Ειδικότερα, οι κρίσεις συνδέονται με την εμφάνιση της ευφορίας και του εφησυχασμού στις χρηματοπιστωτικές αγορές, και συνήθως υποστηρίζεται από την ταχεία πιστωτική επέκταση και μια αυξανόμενη πεποίθηση ότι νέες έννοιες όπως είναι η χρηματοπιστωτική καινοτομία και οι τεχνολογικές εξελίξεις έχουν καταστήσει ξεπερασμένα τα παλιά όρια στις οικονομικές επιδόσεις». (Kolb, 2010).

Την ίδια ώρα ο Trichet (Kolb, 2010) αναγνωρίζει το γεγονός ότι κάθε κρίση είναι επίσης μοναδική. Κάθε κρίση έχει τα δικά της χαρακτηριστικά, που την κάνουν να διαφέρει από τις προηγούμενες. Προκειμένου να αποφευχθεί η επόμενη κρίση είναι σημαντικό να κατανοήσουμε τις αιτίες και τους μηχανισμούς πίσω από την τρέχουσα κρίση. Κάθε κρίση παίρνει τη δική της πορεία στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και επηρεάζει συγκεκριμένους τομείς περισσότερο από άλλους.

Όπως είναι κοινώς εννοούμενο, οι κρατικοί κανονισμοί ακολουθούν την κρίση. Οι ρυθμιστικές αρχές αναλύουν τα γεγονότα που σχετίζονται με την κρίση και προσπαθούν να θέσουν επίσημους

κανονισμούς, που θα μπορούν να κάνουν μια παρόμοια κρίση να αποφευχθεί στο μέλλον. Όντας μάρτυρας ζημιών τρισεκατομμυρίων δολαρίων, υψηλών ποσοστών ανεργίας και πτωχεύσεων εταιρειών, οι εθνικές κυβερνήσεις βρίσκονται υπό πίεση και αναμένεται να λάβουν άμεσα και συγκεκριμένα μέτρα που θα αποκαταστήσουν την εμπιστοσύνη των αγορών. Συχνά όμως, οι ρυθμιστικοί φορείς θεσπίζουν κανονισμούς που δεν αποτελούν τη βέλτιστη λύση. Οι κανόνες αυτοί μπορεί να είναι περισσότερο από ό, τι απαιτείται ή μερικές φορές, υπό πολιτική πίεση να δίνουν έμφαση σε θέματα που δεν αποτελούν τις πραγματικές αιτίες της πανωλεθρίας.

Στην παρούσα εργασία θα μελετηθεί η κρίση στην Ελλάδα και ειδικότερα στο χρηματοπιστωτικό σύστημα αυτής έχοντας ως μελέτες περίπτωσης τις τρεις μεγαλύτερες συστημικές τράπεζες. Στόχος είναι η διερεύνηση των αιτιών της κρίσης στο Ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ

1.1 Θεωρητικό Πλαίσιο των Κρίσεων – ΗΠΑ

Οι κρίσεις στην παγκόσμια οικονομία υποτίθεται ότι είναι αναμενόμενες, αναπόφευκτες και περιοδικές. Οι περισσότερες είναι σχεδόν πάντα απροσδόκητες, παρά τα προειδοποιητικά σημάδια και την προειδοποίηση των αναλυτών και των οικονομολόγων. Αυτό επιβεβαιώθηκε και με την τρέχουσα παγκόσμια χρηματοπιστωτική και οικονομική κρίση. Σύμφωνα με την σχετική ορολογία, κρίση είναι μία οξεία απότομη θραύση της οικονομικής ζωής η οποία οδηγεί σε μείωση της παραγωγής των αγαθών, αυξανόμενη ανεργία, επιδείνωση των συνθηκών των εργαζομένων (Crouch, 2008). Αναφερόμενοι στη χρηματοπιστωτική κρίση, είναι προφανής η διαπίστωση ότι η τρέχουσα κρίση έπληξε τον χρηματοπιστωτικό τομέα. Ωστόσο, λόγω του γεγονότος ότι η πραγματική οικονομία συνδέεται στενά με τον χρηματοπιστωτικό τομέα, στο τέλος, τέτοιες κρίσεις έχουν επίπτωση σε όλους τους τομείς της οικονομίας και έχουν ως αποτέλεσμα την πτώση στην παραγωγή, την αύξηση της ανεργία, την πτώση του επιπέδου ζωής. Ο πιο κοινός ορισμός για την χρηματοπιστωτική κρίση που χρησιμοποιείται στη βιβλιογραφία είναι αυτός που την ορίζει ως μία κατάσταση στην οποία η αξία των χρηματοπιστωτικών οργανισμών ή των κεφαλαίων μειώνεται με γρήγορο ρυθμό (Langley, 2008).

Η χρηματοπιστωτική κρίση συνδέεται συχνά με τον τραπεζικό πανικό, στον οποίο οι επενδυτές πουλάνε τις επενδύσεις τους ή αποσύρουν χρήματα από τις αποταμιευτικές καταθέσεις πιστεύοντας ότι η αξία αυτών των στοιχείων θα μειωθεί εάν παραμείνουν περαιτέρω στο χρηματοπιστωτικό ίδρυμα. Μία χρηματοπιστωτική κρίση μπορεί να προέλθει λόγω της υπερτίμησης των στοιχείων και να επιδεινωθεί από τη συμπεριφορά των επενδυτών. Οι πολλές πωλήσεις μπορούν να καταλήξουν σε περαιτέρω μειώσεις τιμών των περιουσιακών στοιχείων ή

σε αποσύρσεις των καταθέσεων (Schwartz, 2008). Εάν δεν ληφθούν τα απαραίτητα μέτρα η κρίση μπορεί να οδηγήσει μία οικονομία σε ύφεση.

Σύμφωνα με ένα ορισμό που προτάθηκε από τον Mishkin «μία οικονομική κρίση είναι μια διαταραχή στις χρηματοπιστωτικές αγορές στις οποίες τα προβλήματα δυσμενούς επιλογής και ηθικού κινδύνου γίνονται πολύ χειρότερα, έτσι ώστε οι χρηματοπιστωτικές αγορές δεν είναι σε θέση να διοχετεύουν αποτελεσματικά πόρους σε εκείνους που έχουν τις πιο παραγωγικές επενδυτικές ευκαιρίες. Ως εκ τούτου, δημιουργείται μία οικονομική κρίση ως αποτέλεσμα της αδυναμίας των χρηματοπιστωτικών αγορών να λειτουργήσουν αποτελεσματικά και κατά συνέπεια η οικονομική δραστηριότητα συρρικνώνεται απότομα» (Mishkin, 2009).

Ο πρώην Πρόεδρος της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, κος Ζαν Κλωντ Τρισέ θεωρεί ότι «οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις έχουν ορισμένα κοινά στοιχεία. Πιο συγκεκριμένα, οι κρίσεις σχετίζονται με την εμφάνιση ευφορίας και αυταρέσκειας στις χρηματοπιστωτικές αγορές, οι οποίες υποστηρίζονται από γρήγορη ανάπτυξη της πίστωσης και την αυξανόμενη πίστη ότι οι νέες έννοιες όπως είναι π.χ. η χρηματοοικονομική καινοτομία ή οι τεχνολογικές εξελίξεις έχουν καταστήσει τα παλιά όρια της οικονομικής απόδοσης ξεπερασμένα» (Sentance et al., 2012).

Παράλληλα, ο Τρισέ παραδέχεται ότι κάθε κρίση είναι επίσης μοναδική (Sentance et al., 2012). Η κάθε κρίση έχει τα δικά της μοναδικά χαρακτηριστικά που τη διαφοροποιούν από τις προηγούμενες. Προκειμένου να αποφευχθεί μία επόμενη κρίση είναι πολύ σημαντικό να αντιληφθούμε τις αιτίες και τους μηχανισμούς της τρέχουσας κρίσης. Κάθε κρίση έχει τη δικιά της πορεία στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και επηρεάζει ορισμένους τομείς περισσότερο από άλλους.

Η κρίση περνά από ορισμένα στάδια τα οποία είναι (Stiglitz et al., 2006):

- Το στάδιο της δημιουργίας της κρίσης
- Το στάδιο της ανάπτυξης της κρίσης μέχρι την πλήρη ωριμότητά της
- Το στάδιο της πλήρους ωριμότητας της κρίσης
- Το στάδιο της άδειας της κρίσης.

Για την εμφάνιση της κρίσης είναι απαραίτητη η επιδείνωση των αντιθέσεων. Ο ορισμός του βαθμού αυτού επιδείνωσης συνδέεται με την έννοια του μέτρου της σχετικής ανεξαρτησίας των μερών μίας αντίφασης, που είναι το όριο της επιδείνωσης των αντιφάσεων από τις οποίες ξεκινά μια κρίση (Wade, 2009). Ο βαθμός της επιδείνωσης των αντιφάσεων φθάνει στο στάδιο της δημιουργίας μίας κρίσης.

Στο δεύτερο στάδιο αναπτύσσεται η κρίση πριν φθάσει στην ωριμότητά της. Στο στάδιο αυτό υπάρχει μία διαδικασία περαιτέρω απομόνωσης των αντιθέσεων, επιδείνωσης των διαλεκτικών αντιφάσεων και η μεταμόρφωση της πιθανότητας σε πραγματικότητα γίνεται όλο και πιο απαραίτητη (Stiglitz et al., 2006).

Το τρίτο στάδιο είναι το στάδιο της πλήρους ωριμότητας της κρίσης όπου ο ανταγωνισμός αυξάνεται, το σύστημα έχει φτάσει στο εσωτερικό του όριο, η μετάβαση σε μία νέα ποιότητα είναι αντικειμενικά πιθανή οποιαδήποτε στιγμή με την παρουσία ωριμότητας ενός υποκειμενικού παράγοντα (Stiglitz et al., 2006).

Το τέταρτο στάδιο είναι το στάδιο άδειας της κρίσης ή η αρνητική καταστρεπτική πλευρά της κρίσης. Στο στάδιο αυτό καταστρέφεται το παλιό και δημιουργείται το καινούριο αλλά μόνο από την κατεστραμμένη πλευρά (Stiglitz et al., 2006).

Λέγεται ότι αυτοί που δεν θυμούνται το παρελθόν είναι καταδικασμένοι να το επαναλάβουν. Το ίδιο ισχύει και με τα οικονομικά, εάν λάβουμε υπόψη μας ότι ο κόσμος έχει ζήσει και κραχ και υφέσεις που αναμφίβολα προκλήθηκαν από φιλοκτήμονες traders και νομοθέτες που έχουν βραχεία μνήμη. Ως εκ τούτου, είναι σημαντικό να βλέπουμε τα

λάθη του παρελθόντος ελπίζοντας ότι δεν θα επαναληφθούν λαμβάνοντας όμως υπόψη την κοινωνική και οικονομική πραγματικότητα.

1.2 ΗΠΑ – Χρηματοοικονομική Κρίση & Δημοσιονομικός Κανονισμός

Ο ελλιπής κανονισμός αποτελεί μία προεξάρχουσα αιτία σχετικά με την προέλευση της οικονομικής κρίσης στις Ηνωμένες Πολιτείες. Παρατηρήθηκε ότι οι ρυθμιστικές αρχές ασχολούνταν αναποτελεσματικά με τις δραστηριότητες εκτός ισολογισμού των τραπεζών και με την πιθανή δυναμική έκρηξη της φούσκας των ακινήτων, και ότι απέτυχαν να εκτελέσουν τα κατάλληλα θεσμικά τεστ αντοχής (Kaufman & Malliaris, 2010).

Οι Kaufman & Malliaris (2010) επισημαίνουν ότι οι ΗΠΑ «είναι η μοναδική μεγάλη χώρα που δεν δημοσιεύει μία αναφορά χρηματοοικονομικής σταθερότητας που να αναλύει την ευθραυστότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος και την τρωτότητα στα σοκ ούτε συμμετέχει στο Χρηματοοικονομικό Τομέα Αξιολόγησης του Προγράμματος του ΔΝΤ – Παγκόσμιας Τράπεζας το οποίο αξιολογεί την ευθραυστότητα των τραπεζών» (Kaufman & Malliaris, 2010).

Πριν την κρίση, οι ρυθμιστές των τραπεζών και η Federal Reserve είχαν τη νόμιμη εξουσία να απαιτούν υψηλότερο κεφαλαιακό δείκτη από τις τράπεζες και να παρακολουθούν τις εκτός ισολογισμού δραστηριότητες των εταιρειών holding των τραπεζών. Υποστηρίχθηκε λοιπόν ότι η χρηματοοικονομική κατάρρευση δεν αποτελούσε τόσο μία ρυθμιστική αποτυχία όσο «μία αποτυχία των ρυθμιστών» (Kaufman & Malliaris, 2010).

Η Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act του 1980, απελευθέρωσε, σε μεγάλο βαθμό, τις τράπεζες από τα προηγούμενα ανώτατα όρια θεματοφύλακα και στεγαστικών επιτοκίων, και απελευθέρωσε τους περιορισμούς που υπήρχαν στις νέες οικονομικές καινοτομίες. Το γεγονός αυτό σηματοδότησε μια δεκαετία οικονομικής

απελευθέρωσης, στην οποία έγινε διάλυση των περίπλοκων πιστωτικών ελέγχων που είχαν μετριάσει το συστημικό κίνδυνο θέτοντας εμπόδια στην ανάπτυξη μιας αγοράς ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων για δανειολήπτες με κακή πιστοληπτική ικανότητα (Canova, 2009).

Η αντι-κεϋνσιανή επανάσταση κατέληξε το 1999 στη Gramm-Leach-Bliley Financial Services Modernization Act, η οποία ήρε πολλά από τα στοιχεία της Glass-Steagall Act του 1929, η οποία επέβαλλε το διαχωρισμό των εμπορικών τραπεζών και των ασφαλιστικών εταιρειών από τη συμμετοχή τους στη γενικώς πιο ριψοκίνδυνη επενδυτική τραπεζική (Canova, 2009).

Ένας από τους κύριους λομπίστες για αυτή τη νομοθεσία ήταν ο Robert Rubin, πρώην επικεφαλής της Goldman Sachs και στη συνέχεια Υπουργός Οικονομικών της κυβέρνησης Κλίντον.

Ο Rubin πίεσε για το νομοσχέδιο απορύθμισης ακόμη και όταν διαπραγματευόταν τη μετάβασή του από το Υπουργείο Οικονομικών στη θέση του συνδιευθύνοντα στη Citigroup. Παρά την προφανή σύγκρουση συμφερόντων, ο Rubin ποτέ δεν κατηγορήθηκε για ανήθικη συμπεριφορά (Canova, 2009).

Το παραπάνω δείχνει το βαθμό στον οποίο η κανονιστική δέσμευση και η «περιστρεφόμενη πόρτα» μεταξύ της βιομηχανίας και της κυβέρνησης συνέβαλαν στη χρηματοπιστωτική απορρύθμιση. Το 2004 η αμερικανική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC) αύξησε σημαντικά το ποσό της μόχλευσης των επενδυτικών τραπεζών που θα μπορούσαν να έχουν, υπό την πίεση του τότε διευθύνοντα της Goldman Sachs και πρώην Γενικού Γραμματέα του Υπουργείου Οικονομικών Χένρι Πόλσον. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αύξησε την αποδεκτή μόχλευση από δώδεκα φορές κατοχής κεφαλαίου σε σαράντα φορές, ενώ, επίσης, κατέστησε τη συμμόρφωση εθελοντική (Crotty, 2009).

Η απόφαση αυτή επιτρέπει ρητά τη χρήση οντοτήτων εκτός ισολογισμού, συμπεριλαμβανομένων των Δομημένων Επενδυτικών (SIV – Structured Investment Vehicles), που απαλλάσσει τις επιχειρήσεις από τις κεφαλαιακές απαιτήσεις για τις επενδύσεις τους σε τίτλους που προέρχονται από τιτλοποίηση και πιστωτικά παράγωγα (Canova, 2009). Από το 1981 μέχρι το 2007 οι αξίες των οικονομικών στοιχείων στις

ΗΠΑ αυξήθηκαν από 4 φορές του συνολικού ΑΕΠ σε δέκα φορές, το οικιακό χρέος αυξήθηκε από 48% του ΑΕΠ σε 100% του ΑΕΠ και το ιδιωτικό χρέος αυξήθηκε από 123% του ΑΕΠ στο 290% του ΑΕΠ. Το χρέος του χρηματοπιστωτικού τομέα αυξήθηκε από το 22% του ΑΕΠ την ίδια περίοδο στο 117%. Ο χρηματοπιστωτικός τομέας αύξησε τα εταιρικά κέρδη από το 10% στην αρχή της δεκαετίας του 1980 στο 40% το 2006, έχοντας μία αύξηση της συνολικής αξίας των μετοχών από το 6% στο 23% την ίδια περίοδο (Crotty, 2009).

Είναι σαφές ότι η οικονομική μόχλευση, ή η επένδυση που βασίζεται σε χρέος, και η οποία επιτράπηκε από την απελευθέρωση από το 1980 υπήρξε πολύ επικερδής για τον χρηματοπιστωτικό τομέα, και επέτρεψε την ανάπτυξη των επενδύσεων και της κατανάλωσης μέσω της επέκτασης της διαθεσιμότητας της πίστωσης. Ωστόσο, η κλιμάκωση της τρέχουσας κρίσης υπονοεί ότι ο βαθμός του συστημικού κινδύνου πρέπει να παρακολουθείται και να διαχειρίζεται κατά τρόπο που να αποτρέπει την αξία της χρηματοοικονομικής επιτήδευσης από το να αντισταθμίζει τις κοινωνικο-οικονομικές κρίσεις της ταχείας απομόχλευσης κατά τη διάρκεια κρίσεων.

Σύμφωνα με τη μαρτυρία του Ben Bernanke στην επιτροπή της Financial Crisis Inquiry το 2010, η Αμερικανική χρηματοοικονομική ρύθμιση είναι ένα τοπίο με «τεράστια κενά στην εξουσία, στην επικάλυψη των αρμοδιοτήτων, και μη υγιούς δικαιοδοτικού ανταγωνισμού» (Mullard, 2011). Τα χρηματοοικονομικά έχουν απελευθερωθεί, αλλά δεν είναι άναρχα και η δομή και εκτέλεση της ρυθμιστικής εποπτείας στα χρηματοοικονομικά είναι συνεπώς ζωτικής σημασίας για τη διαχείριση του συστημικού κινδύνου. Η χρηματοοικονομική ρύθμιση είναι μια δύσκολη και άκρως αμφισβητούμενη περιοχή της πολιτικής των ΗΠΑ. Από το 1998 έως το 2008 ο χρηματοπιστωτικός κλάδος ξεπέρασε τα 1,7 δισεκατομμύρια δολάρια σε συνεισφορές σε πολιτικές εκστρατείες και 3,4 δισεκατομμύρια δολάρια για lobbying σε ομοσπονδιακούς αξιωματούχους (Wall Street Watch, 2009).

Η κυβέρνηση Ομπάμα έχει επίσης επικριθεί για την ανάθεση της διαχείρισης της κρίσης σε υπαλλήλους που εργάστηκαν σε μεγάλο βαθμό για λογαριασμό του χρηματοπιστωτικού κλάδου για την υποστήριξη της απορρύθμισης. Ανάμεσα σε αυτούς βρίσκονται ο υπουργός Οικονομικών Timothy Geithner, ο επικεφαλής Οικονομικός Σύμβουλος Larry Summers, και ο πρώην υπουργός Οικονομικών και διευθύνων σύμβουλος της Goldman Sachs. Έχει υποστηριχθεί ότι αυτό αποτελεί δέσμευση από την παρούσα διοίκηση για τη διατήρηση του status quo και καθορισμού προτεραιοτήτων για την αποκατάσταση της κερδοφορίας του χρηματοπιστωτικού τομέα και όχι της αναμόρφωσης του ρυθμιστικού συστήματος για τη μείωση του συστημικού κινδύνου (Crotty, 2009).

1.2.1 Η Κρίση των sub-prime market και τα Αποτελέσματα

Είναι πλέον ευρέως αποδεκτό ότι η οικονομική κρίση προήλθε από τις αδυναμίες της αγοράς sub-prime (στεγαστικών δανείων) των ΗΠΑ. Κατά τη διάρκεια του 2007, οι υποχρεώσεις σε αυτή την αγορά αυξήθηκαν ραγδαία, παρότι ήταν αναμενόμενο ότι κάτι τέτοιο θα γεννούσε προβλήματα (Crouch, 2008). Ωστόσο, η οικονομική κρίση των sub-primes είχε πολύ περισσότερο επίδραση από το αναμενόμενο στις διεθνείς αγορές.

Βεβαίως, είναι πολύπλοκη η σχέση σύνδεση μεταξύ της αθέτησης των υποχρεώσεων στο Σικάγο και του πανικού που μπορούσε να προκληθεί από τα πιστωτικά ιδρύματα στην Ευρώπη και την Ασία. Στην πιο απλή μορφή της, η σχέση αυτή περιελάμβανε τη δημιουργία σε μορφή πακέτων των sub-prime δανείων στις Ηνωμένες Πολιτείες, τα οποία πωλήθηκαν χονδρικός και λιανικός σε επενδυτές, των οποίων τα έσοδα χρησιμοποιήθηκαν στη συνέχεια για νέα δάνεια, αποφεύγοντας με αυτόν τον τρόπο τις υφιστάμενες ρυθμιστικές απαιτήσεις κεφαλαίου (Schwartz, 2008). Η μείωση της πρωταρχικής αποτίμησης των αρχικά τιτλοποιημένων απαιτήσεων που ακολούθησε την αύξηση των αθετήσεων

των υπαρχουσών υποχρεώσεων προκάλεσε μείωση της αξίας της αγοράς και, κατά συνέπεια, της συνολικής αξίας των χαρτοφυλακίων των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων παγκοσμίως (Langley, 2008). Προκειμένου να αντιμετωπίσουν την ανάγκη αντικατάστασης των ιδίων κεφαλαίων τους, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα περιόρισαν τη δανειοδοτική τους δραστηριότητα, ιδιαίτερα στη διατραπεζική αγορά η οποία δίνει το πιο μεγάλο μέρος της βραχυπρόθεσμης ρευστότητας και που κρατά ζωντανό το χρηματοπιστωτικό τομέα της οικονομίας. Ο σχηματισμός μιας νέας, πιο προσεκτικής προσέγγισης στον επενδυτικό κίνδυνο είχε ως συνέπεια την αύξηση του κόστους των διατιθέμενων κονδυλίων, δηλαδή με άλλα λόγια, την αύξηση των επιτοκίων στη διατραπεζική αγορά (Crouch, 2008).

Η κρίση ήταν μεταδοτική. Η εκτεταμένη επίδραση της ανάπτυξης σε ένα τμήμα της αγοράς sub-prime σε ένα ευρύ φάσμα χρηματοπιστωτικών αγορών έχει ως αιτία τα χαρακτηριστικά των σύνθετων χρηματοπιστωτικών μέσων. Τα sub-prime δάνεια είναι ένας τύπος δανείου που οι τράπεζες (Crouch, 2008) είχαν δημιουργήσει και συσκευάσει σε τίτλους που παράγουν εισόδημα με βάση τις εισαγωγές ταμειακών ροών από αυτά τα δάνεια, μια διαδικασία που καλείται τιτλοποίηση απαιτήσεων. Αυτοί οι τίτλοι συνήθως χαρακτηρίζονται από μακρά διάρκεια, υψηλή απόδοση, αλλά σχετικά χαμηλή ρευστότητα και διαφάνεια και τα οποία πωλήθηκαν από τις τράπεζες επενδύσεων σε επενδυτές, καθώς και σε ειδικούς επενδυτικούς οργανισμούς, πολλοί από τους οποίους είχαν συσταθεί από τις ίδιες επενδυτικές τράπεζες καθώς και από άλλους φορείς που χρηματοδότησαν περαιτέρω την αγορά των απαιτήσεων επανατιτλοποίησης εκδίδοντας βραχυπρόθεσμους πιστωτικούς τίτλους (Schwartz, 2008).

Η τιτλοποίηση απαιτήσεων είναι μια διαδικασία που απαιτεί τη διάκριση μεταξύ των πληροφοριών που κατέχουν οι εκδότες των δανείων από τις πληροφορίες των ατόμων που εκτίθενται σε αντισυμβαλλόμενο κίνδυνο. Οι απρόσμενες και συνεχείς κεφαλαιακές απώλειες των επενδυτικών τίτλων κατέληξαν ως αναδιαρθρωμένα και sub-prime δανειακά προϊόντα που διαπραγματεύονται σε αγορές με περιορισμένη ρευστότητα, τόνισαν το ενδεχόμενο κόστος για τους επενδυτές σχετικά με

την αβεβαιότητα όσον αφορά τους διαφορετικούς τύπους των υποκειμένων δανείων που είχαν έμμεσα αγοράσει (Wade, 2009) Ακολουθώντας τις απώλειες κεφαλαίων, οι αγορές των χρεογράφων αυτών αντιμετώπισαν τελικά μια σημαντική συρρίκνωση της ρευστότητας. Συγκεκριμένοι επενδυτικοί οργανισμοί που εξέδωσαν βραχυπρόθεσμα εταιρικά ομόλογα προκειμένου να χρηματοδοτηθεί η αγορά των μακροπρόθεσμων sub-prime δανείων τελικά κατέληξαν στο να κατέχουν περιουσιακά στοιχεία, τα οποία δεν θα μπορούσαν περαιτέρω να πωλούν για να χρηματοδοτήσουν τις αγορές (Schwartz, 2008). Αυτό σημαίνει ότι είχαν βρεθεί σε μία τέτοια κατάσταση όπου δανείστηκαν με βραχυπρόθεσμο ορίζοντα για να επενδύσουν μακροπρόθεσμα αντιμετωπίζοντας σύμφωνα με αυτό τον τρόπο ένα άμεσο πρόβλημα αναχρηματοδότησης.

Σύμφωνα με αυτή την αναντιστοιχία, το χάσμα μεταξύ του χρόνου δανεισμού και των επενδύσεων είχε ως αποτέλεσμα οι ειδικοί επενδυτικοί οργανισμοί να έχουν δυσκολίες στο να αποκτήσουν εκ νέου χρηματοδότηση από την έκδοση μετοχικών βραχυπρόθεσμων τίτλων. Οι αγορές απέσυραν βραχυπρόθεσμα - μακροπρόθεσμα, σε μια διαδικασία που είναι παρόμοιο με τις προηγούμενες περιστάσεις πανικού απόσυρσης τραπεζικών καταθέσεων (Wade, 2009).

Πολλοί επενδυτικοί οργανισμοί αναγκάστηκαν να μειώσουν τη χρονική διάρκεια των βραχυπρόθεσμων τίτλων που είχαν εκδόσει σε ένα πιο βραχυπρόθεσμο δανεισμό, γεγονός που οδήγησε σε ένα φαύλο κύκλο αύξησης της αναντιστοιχίας μεταξύ της χρονικής διάρκειας του βραχυπρόθεσμου δανεισμού και των μακροπρόθεσμων επενδύσεων, η οποία πήρε τελικά τη μορφή της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης (Langley, 2008).

Η αυξημένη ζήτηση για επενδυτικούς τίτλους υψηλής ρευστότητας κατά την περίοδο προσαρμογής ήταν ένας βασικός λόγος για τη μείωση των αποδόσεων των τίτλων αυτών σε όλες τις μεγάλες οικονομίες, όπως είναι οι κρατικοί τίτλοι, και δίνει τη βάση προκειμένου να κατανοηθεί η μεγάλη αύξηση στο απαιτούμενο από τις τράπεζες τέλος για την παροχή ρευστότητας σε άλλες τράπεζες για χρονικό διάστημα μεγαλύτερο της μίας νύχτας, (Wade, 2009). Από νωρίς τον Αύγουστο του

2008, η διαφορά μεταξύ των επιτοκίων 3 μηνών στη διατραπεζική αγορά από το βασικό επιτόκιο της κεντρικής τράπεζας για το ίδιο χρονικό διάστημα σημείωσε αύξηση σε όλες τις μεγάλες οικονομίες (Sentance et al., 2012). Αυτή είναι η φυσική οικονομική επίδραση της αλλαγής των τραπεζικών προσδοκιών όσον αφορά τη σύνθεση των στοιχείων του ενεργητικού που θέλουν να δηλώσουν στους ισολογισμούς τους.

Οι πιο σημαντικές εξελίξεις στην οικονομική κρίση του 2008 συντελέστηκαν κατά τη διάρκεια του δεύτερου εξαμήνου 2008. Οι ανησυχίες σχετικά με τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα ήταν στο κέντρο της προσοχής κατά την περίοδο Αυγούστου –Δεκεμβρίου 2008. Μετά την πτώχευση της επενδυτικής τράπεζας Lehman Brothers στις Ηνωμένες Πολιτείες το Σεπτέμβριο 2008, οι διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές βρέθηκαν σε μια βαθύτερη κατάσταση κρίσης. Καθώς στην αρχή τα αμοιβαία κεφάλαια της αγοράς χρήματος και άλλοι επενδυτές έπρεπε να σβήσουν τις διασυνδεδεμένες με τη Lehman Brothers επενδύσεις, οι προβληματισμοί σχετικά με τον αυξημένο κίνδυνο του αναδόχου πολλαπλασιάστηκαν, καταλήγοντας σε μεγάλες εκκαθαρίσεις, οι οποίες σάρωσαν ακόμη και τις πιο ασφαλείς επενδύσεις και ως αποτέλεσμα μεγάλα τμήματα του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος άρχισαν να δυσλειτουργούν (Crouch, 2008).

Με το αποτελεσματικό πάγωμα των πιστωτικών αγορών και των αγορών χρήματος και τη μεγάλη μείωση των τιμών των μετοχών (Langley, 2008), οι τράπεζες και άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα είδαν να περιορίζεται η πρόσβασή τους στη χρηματοδότηση και η κεφαλαιακή τους βάση συρρικνώθηκε λόγω των συσσωρευμένων ζημιών από τη μείωση της αξίας (Schwartz, 2008). Η διαφορά (spread) του κόστους της παροχής πίστωσης αυξήθηκε σε πρωτόγνωρα επίπεδα, οι τιμές των μετοχών σημείωσαν μεγάλη πτώση, και η αστάθεια αυξήθηκε σε όλες τις αγορές, οδηγώντας σε τεράστια αδιέξοδα την αγορά (Crouch, 2008).

Οι ανησυχίες για την επερχόμενη οικονομική ύφεση και την αύξηση των ροών κεφαλαίων προς ασφαλείς προορισμούς εξουδετέρωσε την θετική επίδραση από τις αναμενόμενες για την οικονομία αυξήσεις στο δημόσιο έλλειμμα, που οδηγούν σε μείωση των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων. Την ίδια στιγμή, οι καμπύλες απόδοσης

μετακινήθηκαν, αποτυπώνοντας τις διαρκώς πτωτικές κινήσεις των επιτοκίων (Langley, 2008).

Οι αναδύμενες χρηματοπιστωτικές αγορές είχαν επίσης μειώσεις τιμών, δεδομένου ότι η αύξηση της αποστροφής κινδύνου και των σχετικών πιέσεων στις ανεπτυγμένες χώρες εκτείνονται και σε αυτές, που οδηγεί σε εκροή κεφαλαίων. Οι συρρικνωμένες προσδοκίες όσον αφορά τη βιωσιμότητα των σημαντικών τμημάτων του διεθνούς τραπεζικού συστήματος οδήγησαν τις αρμόδιες εποπτικές αρχές σε πολλές χώρες να αναλάβουν πολιτικές πρωτοβουλίες για να περιοριστεί η μείωση των τιμών και ο συστημικός κίνδυνος (Wade, 2009).

Οι παγκόσμιες εξελίξεις στην αγορά κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2008 χαρακτηρίστηκαν από τέσσερα λίγο έως πολύ διακριτά στάδια. Το πρώτο στάδιο περιελάμβανε την πτώχευση της Lehman Brothers στα μέσα Σεπτεμβρίου και την αγορά των δύο μεγάλων στεγαστικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων στις Ηνωμένες Πολιτείες. Το δεύτερο στάδιο περιελάμβανε τις άμεσες συνέπειες από την πτώχευση της Lehman Brothers στις διεθνείς αγορές και την εκτεταμένη κρίση εμπιστοσύνης που προκλήθηκε εξαιτίας αυτής. Το τρίτο στάδιο, ξεκίνησε στα τέλη Σεπτεμβρίου, και χαρακτηρίζεται από ταχεία και ευρεία πολιτική δράση για την αντιμετώπιση της κρίσης που εξελίχθηκε (Crouch, 2008). Η δράση αυτή αφορούσε την υιοθέτηση μιας πιο συστηματικής διεθνούς προσέγγισης. Στην τέταρτη φάση, η οποία ξεκίνησε στα μέσα του Οκτωβρίου, οι αποτιμήσεις στη χρηματιστηριακή αγορά άρχισαν να κυριαρχούνται από αυξανόμενους φόβους για ύφεση στις οικονομίες, ενώ η συμπεριφορά των αγορών εξακολούθησε να επηρεάζεται από αβεβαιότητα σχετικά με το κατά πόσο η πολιτική της νέας διαδικασίας λήψης μέτρων ήταν αποτελεσματική.

Τον Σεπτέμβριο του 2008 οι χρηματοπιστωτικές αγορές, χαρακτηρίστηκαν από ανάμικτες προσδοκίες σχετικά με μία πιθανή κυκλική επιδείνωση. Οι τιμές των επενδύσεων είχαν αρχίσει να έχουν πτωτική τάση, ακόμη και κατά τη διάρκεια των θερινών μηνών, δεδομένου ότι οι αγορές αναπροσαρμόζουν τη στάση τους όταν αναμένεται μείωση των εταιρικών κερδών, αύξηση σε περίπτωση αποτυχίας των εκπληρωθεισών απαιτήσεων, καθώς και αύξηση των

ζημιών του κεφαλαίου. Οι προσδοκίες της σταθεροποίησης των τιμών των ακινήτων στις Ηνωμένες Πολιτείες δεν επιβεβαιώθηκαν και οι συνεχείς απώλειες κεφαλαίων στη sub-prime αγορά οδήγησαν σε απότομη πτώση της δραστηριότητας στην αγορά των αιτημάτων τιτλοποίησης (Crouch, 2008). Αυτό συνέτεινε στην περαιτέρω απώλεια της εμπιστοσύνης στις αγορές, παρά την αμερικανική κυβερνητική παρέμβαση για την απόκτηση των χρεοκοπημένων οργανισμών ενυπόθηκων δανείων Fannie Mae και Freddie Mac στις 7 Σεπτεμβρίου.

Αυτή η κίνηση αναμένονταν από πολύ κόσμο και η αποκατάσταση των εγγυήσεων των δύο οργανισμών συνέτεινε σημαντικά στο να μειωθεί ο πιστωτικός κίνδυνος των τίτλων υψηλής εξασφάλισης που εκδίδονταν από αυτούς. Οι αποκλίσεις που σημειώθηκαν στην απόδοση των τιτλοποιημένων εκδόσεων αυτών των οργανισμών μειώθηκαν δραματικά. Επίσης, η αξία της συμμετοχής των επενδυτών σε αυτούς τους οργανισμούς μειώθηκε εξίσου δραματικά λόγω της αύξησης της συμμετοχής του κράτους μέσω προνομιούχων μετοχών, και κατά συνέπεια να σημειωθούν μεγάλες απώλειες για τις περιφερειακές τράπεζες των ΗΠΑ και τους μετόχους των εν λόγω οργανισμών (Cechetti et al., 2011).

Η αίσθηση της ανακούφισης που δημιουργήθηκε από αυτά τα μέτρα ήταν περιορισμένη. Οι προσδοκίες για τυχόν επιπλέον κεφαλαιακές ζημίες και διαγραφή των «τοξικών» χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων και επενδύσεων εξακολούθησαν να επηρεάζουν αρνητικά τον χρηματοπιστωτικό τομέα. Δεδομένου ότι οι μακροοικονομικές προοπτικές επιδεινώθηκαν, οι συνολικές πραγματικές απώλειες κεφαλαίου σε όλο τον κόσμο που σχετίζονταν με την πιστωτική κρίση ήταν περισσότερο από μισό τρισεκατομμύριο δολάρια μέχρι το τέλος Αυγούστου του 2008 και συνέχισε να αυξάνεται. Ακόμα και όταν το επίκεντρο μετατοπίστηκε από τις Ηνωμένες Πολιτείες, η δυναμική της ανάπτυξης ήταν τόσο μεγάλη που οδήγησε σε επιπλέον απόκλιση του κόστους της πίστωσης σε άλλες αγορές και σε μείωση των τιμών των μετοχών στις αγορές (Bresser- Pereira, 2010).

Η αδυναμία στις διεθνείς αγορές κατέστησε επιτακτικό το πρόβλημα της κεφαλαιακής αντικατάστασης των οργανισμών που

πλήττονταν και την ανάγκη της διαρκούς αναχρηματοδότησης για την κάλυψη των άμεσων αναγκών τους. Το πρόβλημα ήταν πολύ οξύ σε εκείνα τα ιδρύματα και τους συμμετέχοντες στην αγορά, οι οποίοι εξαρτώνται από τις αγορές χονδρικής για να λάβουν χρηματοδότηση, και είναι γνωστό ότι είναι εκτεθειμένα σε προβληματικές επενδύσεις (Cechetti et al., 2011).

Η χρηματοπιστωτική αναταραχή εντάθηκε και εξαπλώθηκε γρήγορα τόσο στις πιστωτικές όσο και στις χρηματιστηριακές αγορές και το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα εν γένει. Η προσδοκία της αύξησης του αντισυμβαλλόμενου κινδύνου οδήγησε σε μια μεγάλη και ξαφνική αύξηση του ασφαλιστρου κινδύνου, όπως εκφράζεται στην τιμή των credit default swaps (CDS) καθώς και σε απόκλιση στο κόστος πίστωσης στις Ηνωμένες Πολιτείες. Οι εξελίξεις αυτές επεκτάθηκαν και σε άλλες διεθνείς αγορές, των οποίων η διαδρομή ακολούθησε σε μεγάλο βαθμό μία από τις αγορές των Ηνωμένων Πολιτειών για το υπόλοιπο της σεζόν (Langle, 2008). Κατά συνέπεια, η εξάπλωση των CDS υψηλής απόδοσης στις Ηνωμένες Πολιτείες έφθασε στο μεγαλύτερο επίπεδο της έως και 500 μονάδες βάσης πάνω από τις αντίστοιχες αποκλίσεις σε μετρητά που παρατηρήθηκαν κατά τη διάρκεια της έκρηξης της «φούσκας» των τιμών της πληροφορικής και των εταιρειών τηλεπικοινωνιών το Σεπτέμβριο του 2002 (Schwartz, 2008). Το γεγονός της πτώχευσης της Lehman Brothers προκάλεσε καθημερινή μείωση των τιμών των μετοχών ύψους 4% στις Ηνωμένες Πολιτείες στην Ευρώπη καθώς και σε άλλες χρηματιστηριακές αγορές. Οι μακροπρόθεσμες αποδόσεις των κρατικών ομολόγων συρρικνώθηκαν επίσης και τα carry trades μεγάλωσαν σε μεγάλο βαθμό καθώς η μείωση της εμπιστοσύνης στις αγορές προκάλεσε καινούρια ροή κεφαλαίων σε τίτλους χαμηλού ρίσκου. Οι τιμές σε όλες τις αγορές μεταβλήθηκαν περισσότερο μέσα στις επόμενες εβδομάδες, και οι επενδυτές προχώρησαν σε συνεχή πώληση των επενδύσεών τους (Wade, 2009).

1.2.2 Μέτρα Διαχείρισης της Κρίσης – Χρηματοοικονομικές Παρεμβάσεις

Τον Μάρτιο του 2008 η Bear Stearns, η δεύτερη μεγαλύτερη δανειστική επιχείρηση ενυπόθηκων δανείων της Αμερικής, εξαγοράστηκε από την JPMorganChase στο 2% της λογιστικής αξίας της σε μια συμφωνία με την οποία η Fed ουσιαστικά κάλυψε τα 30 δισεκατομμύρια δολάρια διαφορά με την παροχή εγγυήσεων δανείων (Gray, 2009). Τον Ιούλιο του 2008, το Κογκρέσο ψήφισε το Housing & Economic Recovery Act (HERA), που επιτρέπει στο υπουργείο Οικονομικών να αγοράσει απεριόριστους τίτλους GSE για να αποτρέψει τη μη αποπληρωμή των υποχρεώσεων GSE, το κόστος των οποίων εκτιμήθηκε σε περίπου \$ 25 δις. (Phaup, 2009).

Μέχρι το 2009, οι αποκαλύψεις για την έκταση των περιουσιακών στοιχείων της Fannie και της Freddie είχαν αυξήσει το κόστος αυτό σε πάνω από 200 δισεκατομμύρια δολάρια, συμπεριλαμβανομένων των 40 δισεκατομμυρίων δολαρίων σε νέες πιστώσεις προς τις επιχειρήσεις (Phaup, 2009).

Το σύνολο της διάσωσης του χρηματοπιστωτικού τομέα εκτιμούταν ότι θα εξέθετε την κυβέρνηση των ΗΠΑ με επιπλέον 8 τρισεκατομμύρια δολάρια σε πιστωτικό κίνδυνο, γιατί στην πραγματικότητα είχε δώσει εγγυήσεις στον χρηματοπιστωτικό τομέα (Phaup, 2009).

Η κυβέρνηση προσπάθησε να εξασφαλίσει τη φερεγγυότητα των μεγάλων χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων αλλά δημιούργησε ένα «ηθικό κίνδυνο» απεισκεινίας, γιατί οι τράπεζες θεωρούνταν «πολύ μεγάλες για να αποτύχουν», ενθαρρύνοντας έτσι τις πιο ριψοκίνδυνες (και ως εκ τούτου δυνητικά πιο επικερδείς) δράσεις, διότι τελικά είναι οι φορολογούμενοι εκείνοι που κατέστησαν υπόλογοι για τις αποφάσεις της διοίκησης (Phaup, 2009).

Η πτώχευση της Lehman Brothers το Σεπτέμβριο του 2008 υπερέβη οποιαδήποτε άλλη πτώχευση στην παγκόσμια ιστορία με συντελεστή έξι, και τροφοδότησε τον αυξανόμενο πανικό στις

χρηματοπιστωτικές αγορές (Gray, 2009). Η Fed στη συνέχεια απέκτησε το 80% της AIG με ένα δάνειο διάσωσης \$ 85 δισεκατομμυρίων (Gray, 2009). Στα τέλη Σεπτεμβρίου του ίδιου έτους, το μεγαλύτερο αποταμιευτικό και δανειοδοτικό ίδρυμα των ΗΠΑ, η Washington Mutual αποκτήθηκε από τη Citigroup (Goddard et al., 2009).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Η ΚΡΙΣΗ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Η Ελλάδα βρίσκεται αντιμέτωπη στις μέρες μας με μια μεγάλη κρίση χρέους της οικονομίας της. Τη δεύτερη μέρα του Μαΐου του 2010, τα κράτη-μέλη της ζώνης του Ευρώ και του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου έδωσαν την έγκρισή τους να εκταμιευθεί ένα οικονομικό πακέτο 110 δισεκατομμυρίων ευρώ με σκοπό να αποτραπεί η χρεοκοπία της Ελλάδας και να αποκοπεί η μετάδοση της κρίσης από αυτήν και στα υπόλοιπα μέλη-κράτη της Ευρωπαϊκής Ένωσης, κατά κύριο λόγο στην Ισπανία, την Πορτογαλία, την Ιταλία και την Ιρλανδία (Ζωγραφάκης & Σπαθής, 2011). Το πακέτο στήριξης αποδείχθηκε ανεπαρκές έτσι συγκλήθηκε έκτακτη σύνοδος κορυφής της Ευρωπαϊκής Ένωσης με στόχο την κατάρτιση ενός οριστικού σχεδίου αντιμετώπισης της κρίσης χρέους. Η νέα συμφωνία προέβλεπε «κούρεμα» κατά 50% του ελληνικού χρέους και πρόσθετο πακέτο βοήθειας προς την Ελλάδα ύψους 130 δις €. Έως και σήμερα, τα προβλήματα της Ελληνικής οικονομίας δεν έχουν παρουσιάσει σημαντική βελτίωση με αποτέλεσμα να εμφανίζεται συχνά το ζήτημα της χρεοκοπίας της Ελληνικής Οικονομίας και συνεπώς όλης της χώρας.

Τα οικονομικά προβλήματα της Ελληνικής Οικονομίας οφείλονται σε μια μίξη τόσο διεθνών όσο και εθνικών παραγόντων (Nelson et al., 2010). Εθνικοί παράγοντες είναι η διαφθορά, οι διαθρωτικές αδυναμίες, η φοροδιαφυγή, οι υψηλές κρατικές δαπάνες κτλ, που έχουν ενεργό ρόλο στη συσσώρευση χρέους της Ελληνικής Οικονομίας. Η συμμετοχή της χώρας στο ευρώ και η χαλαρή υιοθέτηση των κανόνων της Ευρωπαϊκής Ένωσης που σκοπό τους είχαν να

περιορίσουν τη συσσώρευση του χρέους, επίσης θεωρούνται ότι είναι κάποιιοι από τους λόγους που οδήγησαν στην παρούσα κρίση της Ελληνικής Οικονομίας.

Στην Ελλάδα η κρίση πρωτοεμφανίστηκε εξαιτίας της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης, πολύ γρήγορα όμως εξελίχθηκε σε κρίση χρέους. Στην αρχή, πολλοί ήλπιζαν ότι η οικονομία της Ελλάδας δεν θα είχε σημαντικές συνέπειες λόγω της παγκόσμιας κρίσης, επειδή οι τράπεζες της χώρας δεν είχαν εκτεθεί σε δομημένα προϊόντα λόγω του ότι δεν είχαν συμμετάσχει οι τράπεζες της Ελλάδας στην αγορά των «τοξικών ομολόγων» (Γκόγκας, 2008).

Οι ελπίδες αυτές αποδείχθηκαν λανθασμένες όταν αντιμετώπισε προβλήματα ρευστότητας η ευρωπαϊκή διατραπεζική αγορά, τότε φανερώθηκαν και οι δομικές αδυναμίες της οικονομίας της Ελλάδας.

Οι αιτίες της κρίσης του 2007, παρέχουν τη δυνατότητα εκτενούς ανάλυσης των αιτιών της κρίσης της Ελληνικής Οικονομίας, οι οποίες είναι οι ακόλουθες:

- Οι μακροοικονομικές ανισορροπίες ήταν παρούσες και στην οικονομία της Ελλάδας, η οποία και παρουσιάζει σημαντικά δομικά προβλήματα.
- Οι συνέπειες της παγκόσμιας κρίσης μεταδόθηκαν λόγω της παγκοσμιοποίησης και στην Ελλάδα (Γκόγκας, 2010).
- Η οικονομία της Ελλάδας παρουσιάζει αρκετά υψηλό χρέος, το οποίο τις τελευταίες δεκαετίες συσσωρεύτηκε (Γκόγκας, 2010). Από το ξέσπασμα της παγκόσμιας κρίσης διογκώθηκε και το έλλειμμα.
- Επιπλέον εσωτερικά προβλήματα της οικονομίας της Ελλάδας που έχουν σοβαρό μερίδιο στην εξάπλωση της κρίσης αποτελούν η φοροδιαφυγή και η διαφθορά που εδώ και δεκαετίες ταλαιπωρούν την οικονομία της.

Βάσει των όσων αναφέρθηκαν προηγουμένως, γίνεται κατανοητό πως μερικές αιτίες της παγκόσμιας κρίσης έχουν διαδραματίσει σημαντικό ρόλο και στην ελληνική κρίση, όπως είναι η παγκοσμιοποίηση, οι μακροοικονομικές ανισορροπίες, ο τρόπος λειτουργίας των τραπεζών και οι ατέλειες του συστήματος εν γένει. Ταυτόχρονα, η ελληνική κρίση έχει μερικές επιπλέον αιτίες, όπως είναι η λειτουργία της ευρωζώνης και οι αδυναμίες της ελληνικής οικονομίας.

Βέβαια, μερικές αιτίες που εμφανίστηκαν στην παγκόσμια κρίση δεν παρουσιάζονται στην ελληνική, όπως είναι η φούσκα των ενυπόθηκων δανείων.

Στην Ελλάδα η κρίση έβγαλε στο φώς τις συνέπειες της έλλειψης ενός κατάλληλα διαμορφωμένου ρυθμιστικού και εποπτικού πλαισίου. Ως άμεσο αποτέλεσμα της κρίσης υπήρξε η έλλειψη ρευστότητας και η αύξηση των επιτοκίων που ακολούθησε. Πλέον η κρίση πλήττει στο σύνολο της την πραγματική ελληνική οικονομία, με αποτέλεσμα τη μείωση της κατανάλωσης και ταυτόχρονα η ανεργία και ο πληθωρισμός παρουσιάζουν διαρκή επιδείνωση. Η παρούσα κατάσταση μπορούσε να είχε να αποφευχθεί ή έστω περιοριστεί, εάν οι ελληνικές αρχές είχαν ασκήσει τα τελευταία χρόνια μια πιο αυστηρή δημοσιονομική πολιτική, έχοντας ως ζητούμενο τη μείωση των ελλειμμάτων. Παράλληλα, χρειαζόνταν να υπάρξει ένα αυστηρότερο πλαίσιο λειτουργίας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, για την καλύτερη διαχείριση των προβλημάτων ρευστότητας.

2.1 Το Ελληνικό Τραπεζικό Σύστημα

2.1.1 Εισαγωγή

Το τραπεζικό σύστημα είναι η βάση του χρηματοοικονομικού συστήματος, το οποίο αποτελείται από τα χρηματοοικονομικά προϊόντα, τις χρηματοοικονομικές αγορές και τους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς (Νούλας, 2005). Η κυριότερη λειτουργία του χρηματοοικονομικού συστήματος αποτελεί η ευκολία στις μεταφορές κεφαλαίων από τις μονάδες της οικονομίας που έχουν πλεόνασμα σε αυτές που έχουν έλλειμμα.

Βάσει των στοιχείων της Τράπεζας της Ελλάδος, τον Απρίλιο του 2011, στην Ελλάδα είχαν εγκατασταθεί και βρισκόταν σε λειτουργία 62 πιστωτικά ιδρύματα (από 65 τον Νοέμβριο του 2010), εξ αυτών:

- 34 πιστωτικά ιδρύματα (16 συνεταιριστικές τράπεζες και 18 εμπορικές),
- 22 υποκαταστήματα πιστωτικών ιδρυμάτων τα οποία είχαν την έδρα τους έχοντας έδρα σε άλλο κράτος- μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης,
- 5 υποκαταστήματα πιστωτικών ιδρυμάτων τα οποία έδρευαν έδρα εκτός της Ευρωπαϊκής Ένωσης και βρίσκονταν υπό την εποπτεία της Τράπεζας της Ελλάδος, αφού δεν ανήκαν στην κατάσταση αμοιβαίας αναγνώρισης, και
- 1 πιστωτικό ίδρυμα, το Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων, το οποίο είχε εξαιρεθεί από την εφαρμογή του ν. 3601/2007.

Τα κεφάλαια που άντλησε ο χρηματοπιστωτικός τομέας και οι τράπεζες το 2010 δια μέσου του Χρηματιστηρίου Αθηνών διαμορφώθηκαν σε €3.192,5 εκατ. έναντι €3.823,6 εκατ. το 2009, εμφάνισαν δηλαδή μείωση της τάξης του 16,5%, έναντι της αντίστοιχης μείωσης κατά 18,4% των κεφαλαίων που αντλήθηκαν από το σύνολο των εισηγμένων εταιρειών (€3.472,2 το 2010 έναντι €4.255,2 το 2009). Το γεγονός ωστόσο, πως το σύνολο των κεφαλαίων που άντλησαν οι εταιρείες του χρηματοπιστωτικού τομέα φτάνει στο 92% του συνόλου των αντληθέντων κεφαλαίων μέσω του Χρηματιστηρίου Αθηνών, είναι απόδειξη για την προσπάθεια διατήρησης της εμπιστοσύνης των επενδυτών στις μετοχές των εταιρειών του τραπεζικού κλάδου (Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, 2011) .

Σύμφωνα με τον Ζώη (et al. 2013) λόγω της κρίσης χρέους στην Ελλάδα, το τραπεζικό σύστημα στην Ελλάδα βρέθηκε με κεφαλαιακό πρόβλημα λόγω της συμμετοχής του στο PSI αλλά και εξαιτίας της ύφεσης που προκάλεσε πρόβλημα στα δανειακά χαρτοφυλάκια. Η ΤτΕ σε συνεργασία με τη Blackrock προσδιόρισε τις ανάγκες σε κεφάλαια των ελληνικών τραπεζών, τα οποία ανέρχονταν σε 50 δις Ευρώ. Με αυτά τα 50 δις Ευρώ θα μπορούσε να αποκτήσει τα απαραίτητα κεφάλαια έτσι ώστε να καλύψουν τις ζημιές ύψους 37,72 δις που προέκυψαν από το PSI καθώς και τις ζημιές για την τριετία 2012-2014 που ανέρχονται σε 46,82 δις εξαιτίας των δανείων που δεν εξυπηρετούνται.

2.1.2 Εξέλιξη των Νομισματικών Μεγεθών

Ως βαλβίδα ασφαλείας για την παρεμπόδιση μιας μη δικαιολογημένης κρίση ρευστότητας λειτουργεί η κεντρική τράπεζα, που είναι ο εκδότης που έχει το μονοπώλιο του χρήματος έχοντας ως αποκλειστικό ενδιαμέσο το τραπεζικό σύστημα. Αυτό αποτελεί αλλαγή σε δεύτερη τραπεζική διαμεσολαβητική λειτουργία. Είναι ο κρίκος που βρίσκεται μεταξύ του εκδότη χρήματος και του χρήστη, δηλαδή τους επιχειρηματίες και τα νοικοκυριά. Το κόστος για τις τράπεζες καθορίζεται από την κεντρική τράπεζα, σύμφωνα με την κατεύθυνση και τους στόχους που έχει η νομισματική πολιτική (Γκόγκας, 2008). Αυτό συνεπιδρά στη διάθεση που έχουν οι τράπεζες στο να δανειστούν για να δανείσουν. Η προσφορά ρευστότητας αποτελεί συνεπώς, από την πλευρά των τραπεζών, μια καθαρά επιχειρηματική απόφαση. Εξαρτάται από τι είδους προσδοκία και προοπτική κερδοφορίας υπάρχει οι οποίες με τη σειρά τους επηρεάζονται από το στάδιο που βρίσκεται ο οικονομικός κύκλος, την ικανότητα οποιουδήποτε τραπεζικού ιδρύματος να αφομοιώσει πιθανές ζημιές, δηλαδή εάν έχει ή όχι κεφαλαιακή επάρκεια, και τον υπολογισμό των κινδύνων των επενδύσεων. Συνεπώς, το εύρος της αναγκαίας ρευστότητας δεν κρίνεται μόνο από τι απαιτήσεις έχει η πραγματική οικονομία, αλλά και από τι εκτιμούν οι τράπεζες ότι έχει ως προοπτικές (Γκόγκας, 2010). Όπως συμβαίνει σε κάθε αγορά, υπάρχουν δύο πλευρές: της ζήτησης και της προσφοράς. Τόσο η πιστωτική επέκταση όσο και η προσφορά χρήματος αποτελούν συγγενικές αλλά όχι όμως ταυτόσημες έννοιες.

Οι πιστοδοτήσεις είναι στοιχείο του ενεργητικού, ενώ τα χρήματα αποτελούν στοιχείο του παθητικού. Ως επί το πλείστον ένα μεγάλο μέρος των πιστώσεων στο σύνολό τους επανεπεντάσσεται στο τοπικό τραπεζικό σύστημα υπό τη μορφή καταθέσεων. Ένα άλλο μέρος μπορεί να διαφεύγει σε άλλα τραπεζικά ιδρύματα ή ακόμη σε εγχώριους λογαριασμούς που όπως δεν καλύπτονται από τα υφιστάμενα χρηματοπιστωτικά και νομισματικά ιδρύματα, όπως είναι λόγου χάρη τα

hedge funds για τοποθετήσεις σε χρηματιστηριακά προϊόντα, τα οποία δεν αποτελούν μέρος των νομισματικών μεγεθών (Γκόγκας, 2008).

Η αναλογία των συνολικών πιστώσεων (ρευστότητας) που διακρατείται υπό τη μορφή εύκολων ρευστοποιήσιμων περιουσιακών στοιχείων, τα οποία αποτελούν μέρος των νομισματικών μεγεθών, κατηγοριοποιούνται ανάλογα με το βαθμό δυσκολίας που τα διέπει και αυτά στη συνέχεια μετατρέπονται σε ρευστό χρήμα. Βάσει των οριοθετήσεων που ισχύουν από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, οι τρεις κατηγορίες προσφοράς χρήματος (M1, M2 και M3) είναι οι εξής (Χαρδούβελης, 2009):

1. $M1 = \text{Νόμισμα σε κυκλοφορία} + \text{Καταθέσεις μιας ημέρας (όψεως κλπ)}$.
2. $M2 = M1 + \text{Καταθέσεις προθεσμίας έως δύο ετών} + \text{Καταθέσεις υπό προειδοποίηση έως τριών μηνών}$.
3. $M3 = M2 + \text{Συμφωνίες επαναγοράς (repos)} + \text{Μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων της αγοράς χρήματος} + \text{Τίτλοι και χρεόγραφα διάρκειας έως δύο ετών}$.

Είναι πασιφανές ότι ο ευρύτερος δείκτης M3 θα πρέπει να είναι στενότερα συνδεδεμένος από τον M1 με την χρηματοδότηση της οικονομικής δραστηριότητας, όσον αφορά τα μεγέθη της Ελλάδας.

Πρώτον, η προσφορά ρευστότητας (M3) ξεκίνησε να μειώνεται από την αρχή του 2010, χρονικό σημείο που συμβαίνει ταυτόχρονα με τις εκροές καταθέσεων. Παρόλα αυτά, ο βαθμός χρηματοδότησης του ιδιωτικού τομέα διατηρήθηκε σταθερός σχεδόν σε όλη την διάρκεια του 2010, κάτι που επιβεβαιώνει την προτεραιά διαπίστωση ότι, στο ξεκίνημα της κρίσης, οι τράπεζες κατέβαλαν προσπάθεια στήριξης των πελατών τους (Χαρδούβελης, 2011). Εν συνεχεία, η μείωση της ρευστότητας φαίνεται να συμβαίνει παράλληλα με την απομόχλευση του ιδιωτικού τομέα, έως το μέσο του 2012, πράγμα το οποίο είναι

αναμενόμενο. Από τα μέσα όμως του έτους 2012 πραγματοποιείται ανάκαμψη της τραπεζικής ρευστότητας που είναι διαθέσιμη, ενώ συνεχίζεται η απομόχλευση του ιδιωτικού τομέα (Ελληνική Ένωση Τραπεζών, 2013). Αυτό μπορεί να εξηγηθεί ως «κλείσιμο της πιστοδοτικής στρόφιγγας», όπου οι ίδιες τράπεζες ανέλαβαν την πρωτοβουλία.

Η αιτία που παρουσιάζει ανάκαμψη η διαθέσιμη ρευστότητα θα πρέπει να είναι εξαιτίας της εισροής καταθέσεων μετά τα μέσα του έτους 2012 (Ελληνική Ένωση Τραπεζών, 2013). Το γεγονός πάντως ότι δεν παρατηρείται ταυτόχρονη ανάκαμψη πιστοδοτήσεων, θα μπορούσε να οφείλετε σε πολλούς συγκυριακούς παράγοντες, εκτός των δομικών παραγόντων που προαναφέρθηκαν. Για παράδειγμα, θα πρέπει, να σχετίζεται και με την εσωστρέφεια που κυριαρχεί στον τραπεζικό τομέα αυτή την χρονική περίοδο, η οποία σχετίζεται με τις εκκρεμότητες της ανακεφαλαιοποίησης και γενικά της αναδιάρθρωσης του τραπεζικού συστήματος της Ελλάδας. Αυτές οι αμφιβολίες σίγουρα είναι ενεργοβόρες και αποσπούν την προσοχή των διοικήσεων από την ανάπτυξη νέων επιχειρηματικών στρατηγικών και του ορισμού παραγωγής. Επιπλέον, θα μπορούσε να εξηγηθεί και σαν ένδειξη μιας διαρκώς αυξανόμενης απέχθειας, η προσθήκη πιστωτικών κινδύνων στα χαρτοφυλάκια τους που είχαν ήδη προβλήματα (increasing risk aversion), ίσως και λόγω των μελλοντικών συγχωνεύσεων και αλλαγών στις διοικήσεις τους (O' Neill, 2011).

2.2 Τραπεζικό Σύστημα και Περιορισμοί Χρηματοδότησης

2.2.1 Ανάγκες Κεφαλαίου, Ανακεφαλαιοποίηση Καθώς και Προοπτικές

Κατά την περίοδο της τριετίας που προηγήθηκε, το χρηματοπιστωτικό σύστημα της χώρας δέχθηκε πολλών ειδών και μορφών πλήγματα. Το πρώτο επήλθε εξαιτίας της βαθειάς και παρατεταμένης ύφεσης, έχοντας ζημιώσει σημαντικά την ποιότητα του δανειακού του χαρτοφυλακίου. Το δεύτερο προέκυψε λόγω των σημαντικών απωλειών από την αναδιάρθρωση του δημοσίου χρέους (μέσω του PSI και της επαναγοράς). Το τρίτο πλήγμα προήλθε από την ύπαρξη σημαντικής εκροής καταθέσεων, προκαλώντας ένα πολύ μεγάλο χρηματοδοτικό άνοιγμα. Κλείνοντας, οι τράπεζες της Ελλάδας, από την έναρξη της Παγκόσμιας κρίσης, έχουν βρεθεί για αρκετά σημαντικές χρονικές περιόδους εντελώς αποσυνδεδεμένες από την παγκόσμια διατραπεζική αγορά, έχοντας ως μοναδική πηγή ρευστότητας τους μηχανισμούς του Ευρωσυστήματος (EKT και ELA) (Alpha Bank, 2013). Επομένως έχουν παρουσιαστεί σημαντικά ζητήματα σε ότι αφορά την αξιοπιστία και την βιωσιμότητα των τραπεζικών ιδρυμάτων και κατ' επέκταση στην ικανότητά τους να παρέχουν στην οικονομία την αναγκαία ρευστότητα.

Για την ομαλοποίηση της κατάστασης, όπως είναι φυσικό, απαραίτητη προϋπόθεση αποτελεί η αποκατάσταση της εμπιστοσύνης, της οποίας βασική παράμετρος είναι η εξασφάλιση ότι οι τράπεζες έχουν κεφαλαιακή επάρκεια. Εμφανίζεται ένα μείζον πρόβλημα επιβίωσής τους, από την πλευρά του ενεργητικού και όχι μόνο, το οποίο έχει σχέση τόσο με τις ζημίες που απορρέουν από την αναδιάρθρωση του δημοσίου χρέους, όσο και με τις πολύ δυσοίωνες προβλέψεις σχετικά με την εξυπηρέτηση του δανειακού τους χαρτοφυλακίου (Γκόγκας, 2010).

2.2.2 Κεφαλαιακές Ανάγκες

Σε ότι σχετίζεται με το αρχικό πλήγμα, τα γεγονότα είναι αρκετά γνωστά. Σε συνέχεια της ανακοίνωσης του πρώτου σχεδίου ανταλλαγής ομολόγων, τον Ιούλιο 2011, οι τράπεζες προχώρησαν τον Αύγουστο 2011 σε μία αρχική καταγραφή ζημιών που προέκυψαν από το ομολογιακό τους χαρτοφυλάκιο και οι οποίες ανέρχονταν σε τέσσερα δισεκατομμύρια ευρώ.

Τον Ιούνιο του 2011 κατόπιν ελέγχου που έγινε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο στα Ελληνικά στοιχεία διαπιστώθηκαν σημαντικές αποκλίσεις σε σχέση με τους στόχους που είχαν τεθεί το 2011. Οι οίκοι αξιολόγησης αλλά και οι διεθνείς αγορές αντέδρασαν έντονα υποβαθμίζοντας τα ελληνικά ομόλογα στην κατηγορία CCC (Kosmidou et al., 2012). Αυτό είχε ως αποτέλεσμα η Ελλάδα να χρειαστεί καινούρια κεφάλαια προκειμένου να καλυφθούν οι ανάγκες της. Στις 24 Ιουνίου 2011 σε μία έκτακτη σύσκεψη, η Ελληνική πλευρά ζήτησε χρήματα. Οι χώρες της Ευρωζώνης έδωσαν 109 δισεκατομμύρια Ευρώ και η συμμετοχή των ιδιωτών ήταν από τα θέματα που συμφωνήθηκαν. Η πιθανότητα πτώχευσης της Ελλάδας έβαζε σε κίνδυνο την Ευρώπη. Ο Ευρωπαϊκός Οργανισμός Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας αποφάσισε να χρησιμοποιήσει τα 500 δις Ευρώ που ήταν τα κεφάλαιά του καθώς και 250 δις Ευρώ του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου τα οποία δεν είχαν χρησιμοποιηθεί στο πρώτο πακέτο στήριξης που είχε δοθεί στην Ελλάδα.

Στις 27/10/2011 υπογράφηκε η νέα Δανειακή Σύμβαση (EUROPEAN COUNCIL AND EURO AREA SUMMIT, 2011). Το σημαντικό ήταν η διεύρυνση της συμμετοχής του ιδιωτικού τομέα στη διάσωση της Ελλάδας. Το PSI (Private Sector Involvement) έπρεπε να επεκταθεί σε βαθμό που το 2020 να αντιστοιχεί στο 120% του Α.Ε.Π. της Ελλάδας.

Η Δανειακή Σύμβαση ζητούσε από όλους τους εμπλεκόμενους να συμφωνήσουν σε «κούρεμα» του 50% της ονομαστικής αξίας των

Ελληνικών ομολόγων που είχαν στη διάθεσή τους όλοι οι επενδυτές. Η συμφωνία όλων των εμπλεκομένων θα έπρεπε να γίνει μέχρι το τέλος του 2011 ενώ μέχρι τις αρχές του 2012 θα έπρεπε να είχε γίνει η ανταλλαγή των ομολόγων. Για να πραγματοποιηθεί η πρόταση αυτή τα μέλη της Ευρωζώνης έδωσαν 30 δις Ευρώ και τα υπόλοιπα 100 δις Ευρώ θα δίνονταν μέχρι το 2014 προκειμένου να ολοκληρωθεί το πρόγραμμα και να γίνει η ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών. Το σύνολο του ποσού ανέρχονταν στα 880 δις Ευρώ και ο σκοπός ήταν να χρησιμοποιηθούν προκειμένου να γινόταν «κούρεμα» στα ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου και έτσι να καλυτέρευε η θέση στην οποία βρίσκονταν η Ελλάδα.

Η συμμετοχή στο κούρεμα ήταν εθελοντική ωστόσο η συμμετοχή των Ελληνικών τραπεζών δεν ήταν η αναμενόμενη. Τα αποτελέσματα των τεσσάρων μεγαλύτερων ελληνικών τραπεζών για το 2012 ήταν ζημίες ύψους 28 δις Ευρώ. Όπως είναι αντιληπτό, η κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών επηρεάστηκε με αρνητικό τρόπο. Θα πρέπει εδώ να επισημανθεί ότι λόγω των ισχυρόνων ευρωπαϊκών ρυθμίσεων, η κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών δεν θα πρέπει να ξεπερνά ένα καθορισμένο όριο γιατί σε διαφορετική περίπτωση οι τράπεζες δεν θα μπορούν να δανειστούν ούτε με τη μορφή ενεχύρου από το ευρωπαϊκό σύστημα (Ελληνική Ένωση Τραπεζών, 2013).

Η ανακεφαλαιοποίηση συμβάλλει θετικά στη κεφαλαιακή διάρθρωση των τραπεζών και στην άντληση ρευστότητας από το ευρωπαϊκό σύστημα. Κάτι τέτοιο βοηθά τις τράπεζες να αντιμετωπίσουν πιθανά αρνητικά μελλοντικά γεγονότα (Ελληνική Ένωση Τραπεζών, 2013).

Για τους Έλληνες φορολογούμενους το γεγονός αυτό τους αφορά γιατί τα ποσά που δόθηκαν αλλά και δίνονται από το ΤΧΣ (Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας) θα τους επιστραφούν από τις τράπεζες μέσω της διάθεσης όλων των χρηματοοικονομικών μέσων που έχει το ΤΧΣ δίνοντας τα ποσά στις τράπεζες. Τα παραπάνω θα πουληθούν στις αγορές όταν η κατάσταση στην Ελλάδα σταθεροποιηθεί ή/και βελτιωθεί. Σε αυτή την περίπτωση το Ελληνικό Δημόσιο θα έχει όφελος γιατί εάν πωληθούν οι κοινές μετοχές των ελληνικών τραπεζών με

«θετική υπεραξία» αλλά και στην περίπτωση που οι «μετατρέψιμες ομολογίες» έχουν ένα επιτόκιο το οποίο θα κυμαίνεται ετησίως στο 7% ή με άλλα λόγια θα έχει προσαύξηση της τάξης των 50 μονάδων. Μακροχρόνια όμως και όχι άμεσα θα ωφεληθούν οι Έλληνες φορολογούμενοι. Θα πρέπει επίσης να επισημανθεί ότι οι Ελληνικές τράπεζες θα βρίσκονται σε διαρκή επιτήρηση κατά τη διαδικασία ανακεφαλαιοποίησης τους. Τίθεται ένας «Επίτροπος» (Monitoring Trustee) σε όλες τις Τράπεζες ο οποίος και θα παρακολουθεί την ανακεφαλαιοποίηση και θα φύγει όταν ολοκληρωθεί η διαδικασία. Το ρόλο του Επιτρόπου μπορεί να έχει μία ελεγκτική ή συμβουλευτική εταιρεία υπό την καθοδήγηση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής αλλά θα έχει προταθεί ξεχωριστά από την κάθε μία τράπεζα (Ελληνική Ένωση Τραπεζών, 2013).

Το κούρεμα στις Ελληνικές τράπεζες τις οδήγησε να κάνουν αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου τους έτσι ώστε να μπορούν να επιτύχουν το κατώτατο όριο κεφαλαιακής επάρκειας που θέτει το Ευρωσύστημα. Φυσικά η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου δεν είναι μία εύκολη υπόθεση λόγω της διστακτικότητας των Ελλήνων επενδυτών στη συμμετοχή τους.

Το ΤΧΣ συμμετείχε στην αύξηση των μετοχικών κεφαλαίων δίνοντας 18 δις Ευρώ και έτσι οι επενδυτές να μπορούν να συμμετάσχουν στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου των τραπεζών με μικρότερα ποσά. Η συμμετοχή του ΤΧΣ είχε προαποφασισθεί από την αναδιάρθρωση του χρέους. Τα 18 δις Ευρώ που δόθηκαν στις τράπεζες είναι μέρος των 50 δις Ευρώ που υπήρχε στη διεθνή σύμβαση που υπέγραψε η Ελλάδα με τους δανειστές της τον Φεβρουάριο 2012. Σύμφωνα με τη σύμβαση τα 50 δις Ευρώ θα δίνονταν τόσο στην ανακεφαλαιοποίηση όσο και για την επίλυση τυχόν προβλημάτων που θα αντιμετώπιζαν οι τράπεζες (Ελληνική Ένωση Τραπεζών, 2013).

Ύστερα από απανωτές προσαρμογές του προγράμματος, και έχοντας ως βάση αποσπασματικές πληροφορίες (καθώς και πιέσεις) έγινε αναπροσαρμογή των αρχικών προβλέψεων. Αποτέλεσμα αυτού υπήρξε η καταγραφή επιπλέον απωλειών ύψους 5,8 δισεκατομμυρίων ευρώ τον (Ιανουάριος 2012), άλλων 15,2 δισεκατομμυρίων ευρώ (Μάρτιος 2012)

και επιπλέον 4,1 δισεκατομμυρίων (Απρίλιος 2012). Το σύνολο των απωλειών έφτασε στα 31,8 δισεκατομμύρια ευρώ, ψηλότερα από τις προβλέψεις. Εξαιτίας του λόγου αυτού και μόνο εξαιτίας αυτού, οι τράπεζες βρέθηκαν να έχουν αρνητικά ίδια κεφάλαια που ανέρχονταν στα 10 δισεκατομμύρια Ευρώ (Alpha Bank., 2013).

Σε ότι έχει σχέση με τις προσδοκώμενες ζημιές από το δανειακό χαρτοφυλάκιο, αυτές ανέρχονταν σε περίπου 22 δις ευρώ για το χρονικό διάστημα Ιουνίου 2011 – Δεκεμβρίου 2014, εκτός από τις προβλέψεις που εμπεριείχαν οι οικονομικές καταστάσεις του Δεκεμβρίου του 2011 (Ελληνική Ένωση Τραπεζών, 2013). Η παρατήρηση των υπαρχουσών τάσεων αύξησης των δανείων που δεν εξυπηρετούνταν μη εξυπηρετούμενων δανείων, αρκεί για να προβληθεί η σοβαρότητα του προβλήματος που εκκολάπτονταν.

Στο σύνολό τους, συνεπώς, οι συσσωρευμένες ζημιές που εκτιμώνται ότι θα καταγραφούν μέχρι το τέλος του 2014 ανέρχονται στα 54 δις ευρώ, το οποίο, ακόμη και στην περίπτωση που ληφθεί υπόψη η δημιουργία εσωτερικού κεφαλαίου που έχει προβλεφθεί, το τραπεζικό σύστημα παραμένει με κεφαλαιακό έλλειμμα της τάξεως των 20 δις ευρώ περίπου, όταν τα ελάχιστα βασικά ίδια κεφάλαια πρέπει να ανέρχονται στο ίδιο ποσό περίπου, αλλά με αντίθετο πρόσημο. Συνεπώς, οι κεφαλαιακές ανάγκες που εκτιμώνται είναι της τάξης των € 40 δις (Ελληνική Ένωση Τραπεζών, 2013).

Μετά την πρώτη ανακεφαλαιωποίηση διενεργήθηκαν τεστ αξιολόγησης. Στα stress test της ΕΚΤ (Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας) βρέθηκε ότι 4 Ελληνικές τράπεζες δεν χρειάζονταν να προχωρήσουν σε αυξήσεις κεφαλαίου. Όμως 3 στους 4 συστημικούς ομίλους δεν πέρασαν το δυσμενές σενάριο με βάση τα στοιχεία των ισολογισμών της 31^{ης} Δεκεμβρίου 2013. Η έκδοση των νέων μετοχών που πραγματοποιήθηκε αλλά και τα πλάνα αναδιάρθρωσης που δέχτηκε η ΕΚΤ, βρέθηκε ότι οι ανάγκες καλύπτονται άνετα χωρίς δε να ληφθεί υπόψη ο αναβαλλόμενος φόρος. Η Alpha Bank ήταν η μόνη τράπεζα που είχε σε όλα τα σενάρια υπερεπάρκεια κεφαλαίων.

Πίνακας 1α. Επίπεδα Stress Test Ελληνικών Τραπεζών (με βάση το στατικό μοντέλο)

	Δεκ 13	Προσαρμοσμένος δείκτης AQR	Βασικό	Δυσμενές	Κεφαλαιακό απόθεμα/έλλειμμα	Επιπλέον προβλέψεων από AQR	AQR επί των σωρευτικών προβλέψεων
Όρια CET1(%)			8,0%	5,5%			
Άλφα	15,9%	14,1%	13,8%	8,1%	1.334	1.169	10,5%
Πειραιώς	13,7%	10,0%	9,0%	4,4%	-660	2.792	20,3%
Εθνική	10,7%	7,5%	5,8%	-0,4%	-3.433	2.257	25,5%
Eurobank	10,6%	7,8%	2,0%	-6,4%	-4.629	1.343	17,0%

Πίνακας 1β. Επίπεδα Stress Test Ελληνικών Τραπεζών (με βάση το δυναμικό μοντέλο)

	Βασικό	Δυσμενές	Κεφαλαιακό απόθεμα/έλλειμμα
Όρια CET1(%)	8,0%	5,5%	
Άλφα	13,3%	8,5%	1.751
Πειραιώς	11,4%	6,7%	800
Εθνική	13,3%	8,9%	2.025
Eurobank	15,1%	5,5%	-18

τα ποσά σε εκατ. Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, 2013

Με βάση το στατικό μοντέλο (ισολογισμοί του 2013) οι τράπεζες που κόπηκαν στο τεστ ήταν η Πειραιώς, ΕΤΕ και Eurobank. Όμως η Τράπεζα Πειραιώς κάλυψε τις ανάγκες της μέσω της αύξησης κεφαλαίου που είχε πραγματοποιήσει.

Η ΕΤΕ και η Eurobank, όπως δήλωσε η ΕΚΤ, δεν θα προχωρούσαν σε κεφαλαιακή ενίσχυση γιατί το έλλειμμα καλύπτεται τόσο από τις αυξήσεις κεφαλαίου που έγιναν το 2014 όσο και από το δυναμικό μοντέλο. Το δυναμικό μοντέλο περιλαμβάνει εγκεκριμένα πλάνα αναδιάρθρωσης από τη γενική διεύθυνση ανταγωνισμού της

Ευρωπαϊκής Επιτροπής. Κατά συνέπεια, τα αποθεματικά κεφάλαια 11,4 δις Ευρώ που βρίσκονται στο ΓΧΣ μπορούν να χρηματοδοτήσουν ένα προληπτικό μηχανισμό κάλυψης των αναγκών της κυβέρνησης εάν δεν μπορέσει λόγω των συνθηκών να εκδώσει ομόλογα εντός των προσεχών δύο ετών.

2.2.3 Σχέδιο Ανακεφαλαιοποίησης

Αντιλαμβανόμενη άμεσα το πρόβλημα, η Τράπεζα της Ελλάδας εκπόνησε τον Μάρτιο του 2012 μία μελέτη στρατηγικής αξιολόγησης των τραπεζικών ιδρυμάτων, σκοπός της οποίας υπήρξε να διερευνηθούν οι προοπτικές βιωσιμότητας κάθε ενός ιδρύματος. Βάσει της μελέτης αυτής εξήχθη ως συμπέρασμα κάτι εξαιρετικά ενδιαφέρον. Τέσσερις εκ των τραπεζών θεωρήθηκαν ότι έχουν τις προϋποθέσεις στήριξης με δημόσιους πόρους (Πειραιώς, Εθνική, Alpha Bank και Eurobank). Διαχωρίστηκαν οι τράπεζες σε «συστημικές» και «μη συστημικές» όπου οι συστημικές θα προστατεύονταν από το δημόσιο και γι' αυτές εκπονήθηκε ένα σχέδιο ανακεφαλαιοποίησης (Ελληνική Ένωση Τραπεζών, 2012).

Οι μη συστημικές τράπεζες, όπως προβλεπόταν και στο Μνημόνιο του Δεκεμβρίου 2012, θα χρειαζόταν να ανακεφαλαιοποιηθούν αποκλειστικά και μόνο από τον ιδιωτικό τομέα, μέχρι το τέλος Απριλίου 2013. Σε τυχόν αποτυχία της προσπάθειας, οι τράπεζες αυτές θα μπουν σε διαδικασία εξυγίανσης έως το τέλος Ιουνίου του 2013, προφανώς ακολουθώντας τον σίγουρο δρόμο των εξυγιάνσεων της Αγροτικής Τράπεζας και της Proton Bank.

Για να εκτιμηθούν οι ανάγκες των αναγκών κεφαλαίου κάθε τραπεζικού ιδρύματος, η μελέτη εστιάζει στον Δείκτη Κυρίων Βασικών Ιδίων Κεφαλαίων (Core Tier 1)¹, ο οποίος χρειάζεται να αντιστοιχεί σε

¹ Ο όρος χρησιμοποιείται για να περιγράψει την κεφαλαιακή επάρκεια μίας τράπεζας. Το κεφάλαιο Tier I είναι το βασικό κεφάλαιο που συμπεριλαμβάνει το μετοχικό κεφάλαιο και τα αποθεματικά κεφάλαια.

9% το 2012 και για τα έτη 2013 και 2014 σε 10% τουλάχιστον. Με βάση την απαίτηση αυτή, το σύνολο των κεφαλαιακών αναγκών για τις δύο κατηγορίες τραπεζών φτάνουν τα 40,5 δις ευρώ, έχοντας ως βάση την τελευταία στήλη του πίνακα 1.0, το αποτέλεσμα αυτό των 40,5 δις ευρώ προκύπτει ως η διαφορά μεταξύ των κεφαλαίων που απαιτούνται προκειμένου να επιτευχθεί ο παραπάνω στόχος (στήλη (5)), και των εκτιμήσεων για τα κεφάλαια που είναι διαθέσιμα, δηλαδή το άθροισμα των στηλών (1) έως (4). Οι εκτιμήσεις αυτές έγιναν έχοντας ως βάση αρκετά συντηρητικά σενάρια και, επί της ουσίας, βασίζονται στην έκθεση της BlackRock². Γίνεται κατανοητό από τα στοιχεία ότι οι ανάγκες που έχουν οι «συστημικές» τράπεζες ανέρχονται στο 68% των συνολικών, ενώ πιθανόν είναι άξιο αναφοράς πως, σε μια άσκηση που έγινε αργότερα (Οκτώβριος 2012) υπήρξε πλήρη επαλήθευση των αρχικών εκτιμήσεων (Ελληνική Ένωση Τραπεζών, 2013). Βάσει αυτού, τα στοιχεία του (πίνακα 1) θεωρούνται ως εκτιμήσεις που είναι οι πλέον επίκαιρες.

² Η Blackrock είναι μία παγκόσμια επενδυτική επιχείρηση που προσφέρει βοήθεια σε άτομα, οργανισμούς και χρηματοοικονομικούς συμβούλους. Παρέχει υπηρεσίες risk management καθώς και συμβουλευτικές. Διαχειρίζεται επίσης χαρτοφυλάκια πελατών, αμοιβαία κεφάλαια και hedge funds.

Πίνακας 2: Προσδιοριστικοί παράγοντες των κεφαλαιακών αναγκών του Ελληνικού Τραπεζικού Συστήματος σε ενοποιημένη βάση για την περίοδο Δεκεμβρίου 2011- Δεκεμβρίου 2014 (εκατ. Ευρώ).

	Κύρια βασικά ίδια κεφάλαια	Καθαρές ζημίες λόγω psi	Αναμενόμενες καθαρές ζημίες πιστωτικού κινδύνου	Εσωτερική δημιουργία κεφαλαίου	Στόχος για κύρια βασικά ΙΚ	Κεφαλαιακές ανάγκες
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)= (5)-{(1)+(2)+(3)+(4)}
Συστημικά ΧΠ ¹	17.944	24.060	16.784	11.093	15.693	27.501
Μη Συστημικά ΧΠ	4.172	7.818	5.323	288	4.369	13.041
Σύνολο	22.199	31.872	22.107	11.381	20.062	40.542
	Καθαρή επίπτωση από ήδη πραγματοποιημένες ανακεφαλαιοποιήσεις κα εξυγιάνσεις²					1.400
	Κόστος πιθανών μελλοντικών εξυγιάνσεων μη συστημικών εμπορικών τραπεζών					3.100
	Απόθεμα ασφαλείας					5.000
	<i>Εκτίμηση Συνολικών Χρηματοδοτικών Πόρων</i>					<i>≈50.000</i>

Πηγή: “Report on the Recapitalization and Restructuring of the Greek Banking Sector”, Bank of Greece, December 2012.

1) Τα συστημικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα είναι: Εθνική Τράπεζα, Eurobank, Alpha Bank και Τράπεζα Πειραιώς. 2) Πρόκειται για τις αναδιαρθρώσεις των εμπορικών τραπεζών ΑΤΕ-Bank, Proton και T-Bank και των συνεταιριστικών Αχαϊκή, Λαμίας και Λέσβου-Λήμνου .

Φαίνεται επίσης στον (πίνακα 2) ότι, το σύνολο των δεσμευμένων κεφαλαίων ξεπερνούν τα προαναφερόμενα κατά 9,5 δις Ευρώ. Ένα κομμάτι των επιπρόσθετων αυτών κεφαλαίων έχει ήδη ξοδευτεί προκειμένου να εξυγιανθούν τρεις εμπορικές τράπεζες και τρεις συνεταιριστικές και για μεγαλύτερες μελλοντικές προσπάθειες εξυγίανσης έχει δεσμευτεί ένα αντίστοιχα μεγαλύτερο ποσό. Ως αποθεματικό ασφαλείας υπάρχουν πέντε δις ευρώ περίπου, στην περίπτωση που οι εκτιμήσεις είναι αισιόδοξες.

2.2.4 Αξιοπιστία των Εκτιμήσεων

Η τακτική και οι λεπτομέρειες για τις εκτιμήσεις των κεφαλαιακών αναγκών έχουν περιγραφεί διεξοδικά προσφάτως (Δεκέμβριος 2012) σε μία ειδική έκθεση που συντάχθηκε από την ΤτΕ. Τα στοιχεία του ενεργητικού που υπέστησαν άσκηση αντοχής (stress test) στο σύνολό τους έφτασαν τα € 223,5 δις, το οποίο είναι η αξία του δανειακού χαρτοφυλακίου που εκτίθεται σε ελληνικό κίνδυνο (Alpha Bank, 2013). Το χαρτοφυλάκιο αυτό χωρίστηκε σε επτά υποκατηγορίες (καταναλωτικά, στεγαστικά, ναυτιλιακά, δάνεια ΜΜΕ κλπ.) και κάθε υποκατηγορία εξετάστηκε με βάση τους σχετικούς κινδύνους.

Έχοντας ως βάση τη διαμόρφωση μιας αίσθησης της επιφυλακτικότητας σύμφωνα με την οποία έγιναν οι εκτιμήσεις, μάλλον αρκεί μια γρήγορη περιγραφή της αξιολόγησης του στεγαστικού χαρτοφυλακίου που ανέρχεται περίπου σε **€ 68 δις**. Εν αρχή, η BlackRock συγκέντρωσε στοιχεία για τις αξίες των ακινήτων από μεσιτικά γραφεία, συγκρίνοντάς τες με τις καταγραφόμενες από τις τράπεζες αξίες της υποθήκης. Αποτέλεσμα αυτού υπήρξε η μείωση των αξιών των υποθηκών κατά 39%. Σε δεύτερη ανάγνωση, όλα τα δάνεια που αναδιαρθρώθηκαν κατεγράφησαν ως μη εξυπηρετούμενα, και έτσι ο σχετικός δείκτης ανέβηκε από 14,6% σε 21,8%. Κλείνοντας, καταγράφηκαν κόστη 17% πάνω στην αξία των ακινήτων που ήταν υποθηκευμένα για δάνεια που δεν εξυπηρετούνταν προκειμένου να

καλυφθούν τα νομικά έξοδα και η ρευστοποίηση των ακινήτων (Alpha Bank, 2013).

Βάσει των παραδοχών αυτών διενεργήθηκε μία οικονομετρική εκτίμηση, με χρήση το ΑΕΠ, τον δείκτη τιμών ακινήτων, την ανεργία κλπ ως μεταβλητές επεξήγησης, χρησιμοποιώντας δύο σενάρια, το βασικό και το αρνητικό (Alpha Bank, 2013). Το βασικό σενάριο βασίζεται σε ότι έχει προβλεφθεί στο μνημόνιο ενώ το αρνητικό σενάριο βασίζεται σε παραδοχές που έχει κάνει η Τράπεζα της Ελλάδας. Ας επισημανθεί ότι η μεταβλητή που παρουσιάζεται να έχει τη σημαντικότερη αξία επεξήγησης για τα αναφερόμενα δάνεια είναι ο λόγος ανάμεσα στο ύψος του δανείου και την αξία που έχει το ακίνητο.

Με βάση τα δεδομένα αυτά οι προσδοκώμενες απώλειες στο βασικό σενάριο κατ' εκτίμηση ανέρχονται σε 5,9% (€ 4,1 δις) επί του συνόλου για τα επόμενα τρία χρόνια και 8,6% (€5,9 δις) για τη διάρκεια που υπολείπεται των δανείων. Στη χειρότερη περίπτωση οι αντίστοιχες απώλειες ανέρχονται σε 9,3% (€6,3 δις) και 14,3% (€ 9,3 δις) (Alpha Bank, 2013).

Αποτελούν ενδεικτικό παράδειγμα, για την αυστηρότητα των εκτιμήσεων, τα στεγαστικά δάνεια, αλλά, πάντα έχοντας βάση τα δεδομένα που υπήρξαν τον Ιούνιο 2011. Παρόλα αυτά, υπάρχουν επιφυλάξεις ως προς το υφιστάμενο σχέδιο ανακεφαλαιοποίησης εάν οδηγεί στην πλήρη αποκατάσταση της αξιοπιστίας και υπάρχουν επίσης υποψίες για την πιθανότητα να μην υπάρχουν € 50 δις, εξαιτίας της προς τα πάνω επανεκτίμησης των επισφαλών δανείων.

Για παράδειγμα, ο οίκος Moody's στο μέσο του μηνός Απριλίου 2013 εξέδωσε ανακοίνωση, σύμφωνα με την οποία οι τράπεζες της Ελλάδας ίσως να χρειαστούν περαιτέρω € 8 δις, μόνο για κάλυψη επιπρόσθετων ζημιών του δανειακού τους χαρτοφυλακίου. Οι ζημιές αυτές υπολογίζονταν ότι θα ξεπερνούσαν το 30% μέχρι το τέλος του 2013 (Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, 2013). Εν συνεχεία, θεωρεί ότι από τη στιγμή που το 87% των κύριων κεφαλαίων έχουν ως σκοπό την κάλυψη των εποπτικών απαιτήσεων και αποτελείται από ομόλογα του ελληνικού δημοσίου, τότε το γεγονός αυτό καθιστά τις Ελληνικές τράπεζες εκτεθειμένες σε όλους

τους κινδύνους που συνεχίζουν να απειλούν το ελληνικό δημόσιο.

Πλην του προαναφερθέντος, η ΤτΕ έχει αναφέρει κατά εξακολούθηση ότι αναμένεται μία επανεκτίμηση των επισφαλειών τύπου BlackRock, κατά πάσα πιθανότητα τον Σεπτέμβριο 2014, προφανώς λαμβάνοντας υπόψη της δεδομένα που εξαναγκάζουν να γίνει μια τέτοια επανεκτίμηση. Εντός του πλαισίου αυτού, έχει ήδη ζητηθεί από τις τράπεζες να εκθέσουν τις δικές τους εκτιμήσεις, καθώς και το τι σχεδιάζουν για την αναδιάρθρωση του χαρτοφυλακίου τους.

Στην περίπτωση που αυτοί οι κίνδυνοι επιβεβαιωθούν, η έφεση των τραπεζών να συμμετάσχουν σε νέα χρηματοδότηση, θα λειτουργήσει αντίθετα με τις προθέσεις, έως ότου τουλάχιστον η επιπρόσθετη κεφαλαιακή ενίσχυση ολοκληρωθεί. Ασχέτως όμως αυτού, η αβεβαιότητα που φαίνεται να υπάρχει σχετικά με την κεφαλαιακή τους επάρκεια, είναι τέτοια που μπορεί να λειτουργήσει αυξητικά όσον αφορά την αποστροφή των τραπεζών προκειμένου να αναλάβουν νέους κινδύνους.

Ως συμπέρασμα, η ανακεφαλαιοποίηση που είχε προγραμματιστεί στηρίζεται σε παραδοχές που της προσδίδουν φερεγγυότητα βάσει των στοιχείων που υπήρχαν τον Ιούνιο 2011. Υπήρχε όμως ο προβληματισμός ότι οι εξελίξεις των τελευταίων δύο ετών μπορεί να ανέτρεπαν τα δεδομένα, και έτσι να αναθεωρούνταν οι κεφαλαιακές απαιτήσεις σε 5 δις Ευρώ κάτι που υπερέβαινε το περιθώριο ασφαλείας.

2.2.5 Διαδικασία της Ανακεφαλαιοποίησης

Οι ήδη ολοκληρωμένες δράσεις ήταν οι εξής (Alpha Bank, 2013):

1. Τον Απρίλιο 2012, μεταφέρθηκαν στο Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας³ 25 δις ευρώ, έχοντας τη μορφή ομολόγων του EFSF.

³ Το ΤΧΣ ιδρύθηκε τον Ιούλιο του 2010 (Ν. 3864/2010) ως ΝΠΙΔ και λειτουργεί σύμφωνα με τους κανόνες της ιδιωτικής οικονομίας. Σκοπός του είναι να υπηρετήσει το δημόσιο συμφέρον συμβάλλοντας στη σταθερότητα του ελληνικού τραπεζικού συστήματος. Ο Ν. 4046/2012 (Α' 28) καθορίζει τον τρόπο ενέργειας του ΤΧΣ βάσει των δεσμεύσεων του Ελληνικού κράτους όπως αυτές επικαιροποιούνται με την παράγραφο 3.δ' του άρθρου 1 του νόμου αυτού.

2. Τον Μάιο 2012, το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΤΧΣ) διέθεσε στις «συστημικές τράπεζες» το ποσό των € 18 δις. Το ποσό αυτό προορίζονταν ως προκαταβολή για μελλοντικές αυξήσεις, έχοντας ως σκοπό την πλήρωση της βασικής υποχρέωσης για Δείκτη Κεφαλαιακής Επάρκειας ύψους 8%.

3. Το Νοέμβριο 2012, εκδόθηκε η Πράξη Υπουργικού Συμβουλίου 38, η οποία αναφέρει τους όρους και τα εργαλεία της ανακεφαλαιοποίησης από το ΤΧΣ.

4. Περίπου την ίδια χρονική περίοδο, η ΤτΕ εξέδωσε επίσημη ανακοίνωση για τις κεφαλαιακές ανάγκες καθεμίας και τους απεύθυνε κάλεσμα για την ολοκλήρωση των διαδικασιών ανακεφαλαιοποίησης έως μέχρι τα τέλη Απριλίου του 2013. Την περίοδο αυτή κατεβλήθη και δεύτερη προκαταβολή ως έναντι για την οριστική ανακεφαλαιοποίηση ύψους € 16δις.

Εντός του πλαισίου αυτού, τα στάδια που έπονταν για την πλήρη ανακεφαλαιοποίηση των «συστημικών τραπεζών» ήταν τα ακόλουθα:

- Η έκδοση «υπό αίρεση μετατρέψιμων ομολογιών». Τα ποσά των ομολογιών αυτών θα καθορίζονταν από τις ίδιες τις τράπεζες. Αφορούσε ομόλογα με τοκομερίδιο 7%, το οποίο προσαυξάνονταν ετησίως με 50 μονάδες βάσης. Ήσαν με άλλα λόγια ακριβά κεφάλαια, αλλά δίνονταν η δυνατότητα πληρωμής των τόκων σε είδος, δηλαδή σε κοινές μετοχές με τιμή που ανέρχονταν στο 50% της τρέχουσας αξίας. Μετά από πέντε χρόνια από την ημερομηνία έκδοσής τους, οι ομολογίες μετατρέπονταν αυτομάτως σε κοινές μετοχές.
- Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου εκδίδοντας κοινές μετοχές, σε τιμές που θα είναι αντίστοιχες με το 50% της μέσης χρηματιστηριακής τιμής κατά τις πενήντα ημέρες που θα προηγούνταν της έκδοσης. Οι ιδιώτες μέτοχοι

θα διατηρούσαν τον έλεγχο μόνο εάν κατέβαλλαν ένα ποσό που θα ισούταν τουλάχιστον με το 10% της αξίας των νέων μετοχών.

Όπως συμπεραίνεται, η επιτυχία της ολοκλήρωσης της ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών της Ελλάδας, συνδυαζόμενη με τη βαθμιαία αναδιάρθρωση του κλάδου, εκτιμούνταν ότι προσφέρει τη δυνατότητα να αποκατασταθεί σιγά σιγά η εμπιστοσύνη των αγορών και των καταθετών. Τα ποσά στόχοι που είχε θέσει η ΤτΕ της Ελλάδος αξιολογούνται, με τα δεδομένα του σήμερα, ως επαρκή, ενώ το ΤΧΣ ήταν εγγυητής των εκδόσεων ως αγοραστής έκτακτης ανάγκης. Συνεπώς, με το τέλος της προσπάθειας αυτής, δημιουργούνταν ουσιαστικές προϋποθέσεις για να στηριχθεί η Ελληνική οικονομία όσον αφορά το τραπεζικό της σύστημα (Μιχαλόπουλος, 2011).

2.3 Το Πρόβλημα της Ρευστότητας

Οι κύριες πηγές χρηματοδότησης μιας τράπεζας είναι οι καταθέσεις, ο διατραπεζικός δανεισμός, η έκδοση αξιόγραφων διαφόρων τύπων (συμπεριλαμβανομένων των κοινών ομολογιών και των τιτλοποιήσεων) και ο δανεισμός από το Ευρωσύστημα (Προβόπουλος, 2009). Ας αναλύσουμε στη συνέχεια τις αντίστοιχες σχετικές εξελίξεις του ελληνικού τραπεζικού συστήματος, κάνοντας την αρχή από τις καταθέσεις.

2.3.1 Φθίνουσα Πορεία των Καταθέσεων

Όπως παρουσιάζεται στον πίνακα 2.1, οι καταθέσεις του ιδιωτικού τομέα ανέβαιναν διαρκώς μέχρι το 2009, έως δηλαδή την έναρξη της κρίσης. Από το σημείο αυτό και έπειτα σημειώνεται τεράστια πτώση. Το γεγονός αυτό είναι από μόνο του άκρως σημαντικό, αν αναλογιστεί κάποιος ότι η σωρευτική απώλεια των ιδιωτικών καταθέσεων ήταν 90 δις δηλ. 34% από τα τέλη του έτους 2009 μέχρι και τον Νοέμβριο 2012.

Πίνακας 2.1: Καταθέσεις και Repos στα ΝΧΙ στην Ελλάδα (εκτός ΤτΕ), υπόλοιπα τέλους περιόδου (δισεκ. Ευρώ)

Έτος	Γενική Κυ	Επιχειρήσεις νοικοκυριά	Μη κάτοικοι ΕΖ	Καταθέσεις ιδιωτι	Σύνολο καταθ
1	2	3	4	5(3+4)	6(2+5)
2005	5,9	159,6	22,1	181,7	187,6
2006	6	174,9	30,5	205,4	211,1
2007	7	179,9	43,8	223,7	230,7
2008	8,3	227,6	42,3	269,9	278,2
2009	7,9	237,5	32,2	269,7	277,6
2010	13,	209,6	22,6	232,2	245,5
2011	8,6	174,2	18	192,2	200,8
2012	11,	161,4	16,1	177,5	189,4

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Δελτίο Οικονομικής Συγκυρίας (Ιαν-Φεβρ. 2013)

Τα επί μέρους μεγέθη συν τις άλλους είναι σημαντικά προκειμένου να διαγνωσθούν οι αντίστοιχες τάσεις. Οι απώλειες που σημειώθηκαν στις καταθέσεις των κατοίκων χωρών που δεν ήταν μέλη της Ευρωζώνης ήταν 62%, το οποίο συνεπάγεται πως η συγκεκριμένη κατηγορία όχι μόνο επέδειξε άμεση αντίδραση με το ξέσπασμα της κρίσης, αλλά και ότι η εκροή κεφαλαίων υπήρξε πολύ πιο σημαντική. Συνεπώς, οποιαδήποτε προσδοκία μπορεί να υπήρξε για τη σύντομη αποκατάσταση της αξιοπιστίας καθώς και για την ανάκαμψη των καταθέσεων αυτής της κατηγορίας μάλλον θεωρείται αδύνατη.

Οι μεταβολές των καταθέσεων της Γενικής Κυβέρνησης θεωρείται ότι έχουν ως αιτία εξωγενείς παράγοντες, όπως είναι π.χ. σε καθυστερήσεις των πληρωμών του δημοσίου και σε εκταμιεύσεις των

δόσεων της δανειακής σύμβασης (Κώνστας, 2010). Επί παραδείγματι, τα μηνιαία στοιχεία της ΤτΕ παρουσιάζουν μια ανάκαμψη στο σύνολο των καταθέσεων τους τελευταίους μήνες, η οποία έχει ως κύρια αιτία τις εισροές του δημόσιου τομέα, μάλλον λόγω του ότι εκταμιεύτηκε μεγάλη δόση. Εξαιτίας του προαναφερθέντος χαρακτηριστικού, μόνο για αναλυτικούς σκοπούς, ως σύνολο καταθέσεων από εδώ και πέρα θα θεωρείται ο βασικός πυρήνας που διαθέτουν και δεν είναι άλλος από τις ιδιωτικές καταθέσεις (στήλη 5).

2.3.2 Κενό Λειτουργικής Χρηματοδότησης

Εκτός του ότι οι εξαγωγές των καταθέσεων φανερώνουν ότι δεν υπάρχει εμπιστοσύνη, ταυτόχρονα σε πολλά επίπεδα, δημιουργούν μια επιπλέον πίεση στην οικονομία. Οι καταθέσεις, εκτός του αποτελούν την πιο φτηνή χρηματοδότηση των δανείων, θεωρούνται επίσης και η σταθερότερη βάση χρηματοδότησης (Νούλας, 2000). Λόγω του ότι τα δάνεια έχουν μεγαλύτερη χρονική διάρκεια από τις καταθέσεις, συνεπώς δεν υπάρχει η δυνατότητα να μειωθούν με τους ίδιους ρυθμούς, το μεγάλο χάσμα ανάμεσά τους είναι βασικός δείκτης της ικανότητας του τραπεζικού συστήματος να στηρίζει τις ανάγκες χρηματοδότησης της πραγματικής οικονομίας και κατά συνέπεια αποτελεί μεγάλη απειλή για τον ιδιωτικό τομέα.

Μία ακόμη μέθοδος αποτύπωσης λειτουργίας του χρηματοδοτικού κενού είναι ο λόγος ανάμεσα των δύο προαναφερόμενων μεταβλητών. Σε φυσιολογικές συνθήκες, ο δείκτης οφείλει να κινείται σε μία περιοχή άνω του 100% με σκοπό να είναι ασπίδα προστασίας απέναντι στον κίνδυνο ρευστότητας και χρησιμοποιείται εκτεταμένα στην ανάλυση κινδύνων. Ο δείκτης, πλην του ότι έχει καθοδική τάση μετά το 2005, η καθοδική αυτή τάση γίνεται πολύ πιο αισθητή μετά το 2009 και πλέον κινείται στα ποσοστά

του 80%. Αυτό φανερώνει ότι το σύστημα διατρέχει τον κίνδυνο του να χαρακτηριστεί ως ευάλωτο, κατά κύριο λόγο γιατί η δυσλειτουργία μετά το έτος 2009 προέρχεται από τις καταθέσεις (Μιχαλόπουλος, 2011). Συντρέχει με άλλα λόγια κίνδυνος άσκησης περαιτέρω πίεσης είτε από τις αγορές είτε από την «τρίκα»⁴, για να υπάρξει απομόγλευση του ιδιωτικού τομέα, σε περίπτωση μονιμοποίησης, και κυρίως χειροτέρευσης, της κατάστασης του σήμερα. Παρά ταύτα, είναι άξια αναφοράς μια πρώτη ένδειξη σταθεροποίησης που εμφανίστηκε το 2012.

⁴ Η Τρίκα αποτελείται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή (Κομισιόν), την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ). Η Τρίκα εποπτεύει χώρες που αντιμετωπίζουν σοβαρά οικονομικά προβλήματα, και οι οποίες λαμβάνουν δάνεια που δίνονται από την ΕΕ και το ΔΝΤ.

2.3.3 Συγκρατημένη Απομόχλευση του Ιδιωτικού Τομέα

Βάσει των προαναφερθέντων είναι φανερό ότι το τραπεζικό σύστημα προσπαθεί πάρα πολύ να εμποδίσει μια μεγάλη και απότομη απομόχλευση της οικονομίας. Παρά ταύτα, υπάρχει μια ήπια τάση, η οποία συνοψίζεται στους παρακάτω πίνακες.

Πίνακας 2.2: Χρηματοδότηση εγχώριων επιχειρήσεων (πλην NXI) και νοικοκυριών από τα εγχώρια NXI, 2008-2012 (υπόλοιπα τέλους περιόδου, δισεκ. Ευρώ)						
	2008	2009	2010	2011	2012	2008-2012
Επιχειρήσεις και ελεύθεροι επαγγελματίες	132,5	130,1	123,2	135,5	121,1	-8,6%
Ελεύθεροι επαγγελματίες*	-	-	-	15,4	13,8	
Ιδιώτες και μη κερδοσκοπικά ιδρύματα	117,2	119,6	118,1	113,1	106,5	-9%
Εκ των οποίων στεγαστικά	77,7	80,6	80,5	78,4	74,6	-4%
Συνολική χρηματοδότηση εγχώριο ιδιωτικού τομέα(1+2)	249,7	249,7	257,8	248,5	227,5	-8,9%
Πηγή: ΤτΕ, Δελτίο Οικονομικής Συγκυρίας, Ιαν-Φεβ 2013 *Από τον Ιούνιο του 2010, τα δάνεια προς τους ελεύθερους επαγγελματίες, αγρότες και ατομικές επιχειρήσεις αποτελούν ξεχωριστή κατηγορία και δεν ενσωματώνονται στα δάνεια προς τις επιχειρήσεις.						

Σύμφωνα με στοιχεία της ΤτΕ για το 2014 (Νοέμβριος), η συνολική χρηματοδότηση του ιδιωτικού τομέα μειώθηκε από -3,2% σε -3,0% (Οκτώβριος 2014). Τον ίδιο μήνα (Νοέμβριος 2014) η καθαρή ροή

της συνολικής χρηματοδότησης για τον ιδιωτικό τομέα ήταν κατά 171 εκατ. Ευρώ αρνητική. Για τις επιχειρήσεις η χρηματοδότηση κατά τον Νοέμβριο 2014 ήταν θετική και ανήρθε στα 6 εκατ. Ευρώ και ο ρυθμός μεταβολής ήταν -3,6% σε σχέση με το -3,8% του Οκτωβρίου 2014.

Αναφορικά με τους ελεύθερους επαγγελματίες, τους αγρότες και τις ατομικές επιχειρήσεις το Νοέμβριο 2014 η καθαρή ροή χρηματοδότησης ήταν αρνητική με 19 εκατ. Ευρώ ενώ το Νοέμβριο 2013 ήταν 13 εκατ. Ευρώ.

Ο παραπάνω πίνακας παρουσιάζει τα απόλυτα μεγέθη αλλά και τη σωρευτική μείωση των δανείων στην επίμαχη περίοδο 2008-2012. Εξαιρουμένων των καταναλωτικών δανείων, η μείωση που σημειώθηκε στα στεγαστικά και επιχειρηματικά δάνεια κατά την περίοδο των εξαιρετικά κρίσιμων τεσσάρων ετών παραμένει σε μονοψήφια, πολύ μικρότερη από την σωρευτική πτώση του ΑΕΠ (-26%) και της εγχώριας ζήτησης (-41%). Ωστόσο, η τάση είναι οριακή, όπως φανερώνουν οι ετήσιες μεταβολές σε ποσοστά των διαφόρων κλάδων, εκ των οποίων οι περισσότεροι έχουν περιέλθει σε στάδιο ήπιας απομόχλευσης, βάσει των σκιασμένων στοιχείων του πίνακα 2.3.

Πίνακας 2.3: Ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές χρηματοδότησης επιλεγμένων κλάδων από τα εγχώρια NXI για το διάστημα 2007-2012

Έτη	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Τουρισμός	23,9%	19,8%	7,7%	2,9%	-2,3%	1,1%
Ναυτιλία	32%	18,8%	4%	4,2%	2,4%	-3,4%
Κατασκευές	29,6%	35,2%	2,6%	1,9%	-7,4%	-1,9%
Γεωργία	9,8%	20,3%	3,7%	1,1%	-5,6%	-6,3%
Βιομηχανία	11,2%	15,9%	-3,6%	-2%	0,1%	-2,1%
Εμπόριο	17,8%	19,6%	4,1%	-3,5%	-6%	-7,4%

Πηγή: ΤτΕ, Δελτίο Οικονομικής Συγκυρίας (Ιαν-Φεβρ. 2013)

Ως συμπέρασμα, βάσει των συνθηκών, η χρηματοδοτική κατάσταση της οικονομίας δεν ήταν διόλου αποθαρρυντική. Παραμόνευαν ωστόσο κίνδυνοι, οι οποίοι χρειάζεται να αναφερθούν. Μια γενικά εξέχουσα και καλή με τεκμηριωμένα στοιχεία αντίληψη είναι ότι μια παρατεινόμενη κρίση λειτουργίας της ρευστότητας έχει τη δυνατότητα να προκαλέσει κρίση αξιοπιστίας (Καραμούζης, 2009). Αυτό ως ενδεχόμενο μπορεί να λάβει χώρα στην περίπτωση που η αντίδραση των τραπεζών στο χρηματοδοτικό έλλειμμα είναι το να περικοπούν οι πιστωτικές γραμμές, άρα το πλέον υγιές τμήμα του χαρτοφυλακίου δανείων ίσως να μετανάστευε. Μια τέτοια πιθανότητα έχει τη δυνατότητα ενεργοποίησης ενός φαύλου κύκλου επιβαρυσμένης ποιότητας χαρτοφυλακίου, προβλέψεων που είναι αυξημένες, κεφαλαιακών αποθεμάτων που αναλώνονται και να οδηγήσει τελικά σε κρίση αξιοπιστίας (Καραμούζης, 2009).

Επιπλέον με μια άλλη ματιά, η κρίση πέραν της έλλειψης εμπιστοσύνης που ξεκίνησε από την πιθανότητα εξόδου της Ελλάδας από το Ευρώ και συμμετείχε στη φυγή καταθέσεων, έθεσε σε ενεργοποίηση τον κίνδυνο δυνητικής ανικανότητας των τραπεζών να στηρίξουν με κάθε τρόπο το δανειακό τους χαρτοφυλάκιο. Παρά το γεγονός ότι αυτός ο κίνδυνος παρουσιάζονταν ελεγχόμενος ακόμη, αποτελούσε πηγή κινδύνου για το μέλλον της πραγματικής οικονομίας (Κώνστας, 2010).

2.4 Διατραπεζική Αγορά

Ως γνωστόν, οι τράπεζες της Ελλάδας έχουν αποκλειστεί από τη διατραπεζική αγορά μακροχρόνιου δανεισμού. Ακολούθως για από τις χρόνιες και ευρύτατα χρησιμοποιούμενες πηγές ανακύκλωσης της πλεονάζουσας ρευστότητας εξακολουθεί επί της ουσίας να είναι κλειστή, αν και παρουσιάστηκαν κάποιες μικρές πρώτες ενδείξεις ανοίγματος, με τη χρήση ομολόγων EFSF, ή δημοσίου έχοντας ως ενέχυρο την υψηλή πιστοληπτική διαβάθμιση, ως ενέχυρο. Δίχως να υπάρχουν στατιστικά στοιχεία καθίσταται δυσχερής η αξιολόγηση της σημασίας της

σχετικά πρόσφατης τάσης ανοίγματος. Στις διαπραγματευτικές πράξεις παρατηρήθηκε ότι η παροχή ρευστότητας εξακολουθούσε να είναι ακόμη ακριβή, παρά το ότι χρησιμοποιήθηκαν ενέχυρα πιστοληπτικής διαβάθμισης AAA, λόγω των γενικών οδηγιών που δόθηκαν για αποφυγή πράξεων με τράπεζες της Ελλάδας (Χαρδούβελης, 2011). Ο λόγος ήταν η χαμηλή πιστοληπτική διαβάθμιση που είχαν οι ίδιες αλλά και το κράτος συνδυαζόμενα με διάφορες άλλες αβεβαιότητες που υπήρχαν σχετικά με τη στρατηγική και τον τρόπο διαχείρισης της κρίσης σε ευρωπαϊκό επίπεδο (Χαρδούβελης, 2011).

2.5 Πακέτα Θωράκισης

Κύριες πηγές μέσω των οποίων μπορεί να αντληθεί ρευστότητα είναι η έκδοση τραπεζικών ομολόγων, η δημιουργία τιτλοποιημένων δανείων, καθώς και τα επονομαζόμενα «καλυμμένα» ομόλογα, τα οποία μπορεί να είναι και τιτλοποιημένα δάνεια και έχουν πολύ αυστηρότερες διασφαλίσεις (Μιχαλόπουλος, 2011). Αφορά λοιπόν την χονδρική αγορά μεσο-μακροπρόθεσμης ρευστότητας. Οι τράπεζες της Ελλάδας είχαν μία πολύ επιτυχημένη παρουσία στη συγκεκριμένη αγορά κατά το διάστημα πριν την κρίση. Ωστόσο με την σταδιακή υποβάθμιση των στοιχείων του ενεργητικού τους, σε συνδυασμό με τους διαδοχικούς υποβιβασμούς της πιστοληπτικής τους ικανότητας, πρόσβαση στην αγορά αυτή σήμερα είναι περιορισμένη και είναι δυνατή εξαιτίας μόνο των κρατικών εγγυήσεων που δόθηκαν με τα ονομαζόμενα «πακέτα θωράκισης», των οποίων το ύψος ανέρχονταν σε **98 δις ευρώ**. Αναλυτικά (Alpha Bank, 2013):

- Το πρώτο πακέτο, που δόθηκε το 2008, ανέρχονταν σε € 28 δις, και συμπεριλάμβανε τρία διαφορετικά στοιχεία, τα οποία κατανέμονταν ως ακολούθως:

1. 8 δις € που είχαν τη μορφή ειδικών ομολόγων του Ε.Δ., και τα

οποία εκδόθηκαν έχοντας ως ενέχυρο τραπεζικά δάνεια που ήταν ενήμερα με κύριο σκοπό να χρησιμοποιηθούν ως ενέχυρο στην ΕΚΤ για να αντληθεί ρευστότητα

2. 15 δις € τα οποία είχαν τη μορφή κρατικών εγγυήσεων και τα οποία προορίζονταν για την έκδοση τραπεζικών ομολόγων

3. 5 δις € με τη μορφή προνομιούχων μετοχών.

- Ακολούθησαν επιπλέον τρία πακέτα εγγυήσεων για εκδόσεις τραπεζικών ομολόγων, που ανέρχονταν σε € 70 δις, εκ των οποίων το τελευταίο (€ 30 δις) παρουσιάζεται να μην έχει εξολοκλήρου χρησιμοποιηθεί.

Κλείνοντας, είναι άξιο αναφοράς ότι, ένα κομμάτι της ρευστότητας το οποίο αντλήθηκε από τις παραπάνω εγγυήσεις, χρησιμοποιήθηκε από τις ίδιες τις τράπεζες για την αποπληρωμή προηγούμενων εκδόσεων τραπεζικών ομολόγων όταν αυτά ωριμάζαν. Κατά προσέγγιση, το κόστος για τις τράπεζες σε ετήσια βάση των προαναφερθέντων εγγυήσεων ανέρχεται στο 1,25%.

2.6 Ρευστότητα μέσω του Ευρωσυστήματος

Κλείνοντας, η τέταρτη πηγή ρευστότητας είναι μέσω του Ευρωσυστήματος, δηλαδή μέσω της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας και της Τράπεζας της Ελλάδας, χρησιμοποιώντας διάφορα ενέχυρα, βάσει του πίνακα που ακολουθεί. Άξιο αναφοράς σε αυτό το σημείο είναι ότι οι τράπεζες της Ελλάδας δεν είχαν πλέον σχέση με τους μηχανισμούς χρηματοδότησης της ΕΚΤ για τη χρονική περίοδο που η καθαρή τους θέση ήταν αρνητική, δηλαδή από τη στιγμή ολοκλήρωσης του PSI⁵ έως

⁵ PSI (Private Sector Involvement-Συμμετοχή του Ιδιωτικού Τομέα) χρησιμοποιείται ως στις διαδικασίες αναδιάρθρωσης κρατικού χρέους. Το Μάρτιο 2012, η αναδιάρθρωση του ελληνικού χρέους ήταν η μεγαλύτερη σε παγκόσμια κλίμακα. Έγινε διαγραφή χρέους 106 δις Ευρώ αλλά με παράλληλη λήψη δανείων 130 δις Ευρώ. Το PSI απέτυχε γιατί το χρέος πριν από αυτό ήταν στο 177% του ΑΕΠ, το 2013 στο 176% του ΑΕΠ το 2014.

και το Νοέμβριο 2012, όταν υπήρξε η ανακοίνωση των συμφωνημένων δεσμεύσεων για την ανακεφαλαιοποίησή τους (Ενωση Ελληνικών Τραπεζών, 2013). Στο μεσοδιάστημα, οι τράπεζες της Ελλάδας είχαν πρόσβαση μόνο στον Έκτακτο Μηχανισμό Ρευστότητας της Τράπεζας της Ελλάδος, τον ELA (Emergency Liquidity Assistance) (Alpha Bank, 2013).

Κύρια διαφορά ανάμεσα στους δύο μηχανισμούς αποτελεί το κόστος δανεισμού, ο ELA ήταν πολύ ακριβότερος. Το επιτόκιο του ELA συνδέεται με το επιτόκιο οριακής χρηματοδότησης της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας το οποίο ήταν για την περίοδο για την οποία συζητάμε 0,75%, έχοντας προσαύξηση μίας ποσοστιαίας μονάδας και με επιπρόσθετη προμήθεια ύψους 0,25%. Άρα, για την εξεταζόμενη περίοδο, το επιτόκιο του έκτακτου μηχανισμού ήταν 2,75%. Εφόσον υπολογιστεί επίσης και κόστος παροχής των εγγυήσεων του δημοσίου που δεν ήταν ευκαταφρόνητο για τα τραπεζικά ομόλογα που εκδίδονται και τα οποία κατατίθενται ως ενέχυρο, το κόστος συνολικά πλησιάζει το 4%, ανάλογα με την εκάστοτε περίπτωση. Άρα, στο βαθμό που οι τράπεζες έχουν στο ενεργητικό τους τίτλους που είναι αποδεκτοί από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα είναι προτιμότερο ως πηγή άντλησης ρευστότητας από τον εφεδρικό μηχανισμό ELA, δεδομένου ότι το παρεμβατικό επιτόκιο ήταν μόλις 0,75%, πλέον πιθανόν του κόστους των εγγυήσεων του δημοσίου, και ισχύει σε περιπτώσεις που ομόλογα των πακέτων «θωράκισης» τίθενται σε χρήση (Χαρδούβελης, 2011). Εξαιτίας της διαφοράς αυτής, μερικά πεδία του παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται σκιασμένα. Παρόλα ταύτα, ο ELA χρησιμοποιείται ακόμη, αν και περιορισμένα μετά τον Δεκέμβριο 2012, λόγω του ότι η Τράπεζα της Ελλάδας αποδέχτηκε μια εκτεταμένη ποικιλία τίτλων ως ενέχυρο, όπως παρουσιάζεται στον παρακάτω πίνακα 2.4.

Πίνακας 2.4: Καταλληλότητα τίτλων για άντληση ρευστότητας από την EKT και τον ELA		
Είδος τίτλου	EKT	ΤτΕ (ELA)
Ομόλογα θωράκισης του	ΝΑΙ	
Ομόλογα EFSF, συμπεριλαμβανομένων και ομολόγων	ΝΑΙ	
Έντοκα Γραμμάτια Ε.Δ. (μέχρι € 15δισ)	Μέχρι € 3,2 δισ	Μέχρι € 11,8 δισ
Κρατικά ομόλογα χωρών ΕΕ, διαβάθμισης τουλάχιστον BBB	ΝΑΙ	
Εξυπηρετούμενα τραπεζικά δάνεια	Με «κούρεμα» ~25%	ΝΑΙ, αλλά με μεγαλύτερο «κούρεμα»
Ομόλογα τιτλοποιημένων δανείων και καλυμμένα τραπεζικά ομόλογα	Υπό αυστηρές προϋποθέ	ΝΑΙ αλλά με «κούρεμα» ~50%

Από τη σχεδόν μηδαμινή πηγή ρευστότητας που υπήρχε στις αρχές του 2008, μετατράπηκε βαθμιαίως σε υπολογίσιμη μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers, το φθινόπωρο του 2008, σε πολύ υπολογίσιμη λόγω της απειλής χρεοκοπίας και του πρώτου μνημονίου που υπογράφηκε το 2010 και κλείνοντας ,σε πλήρη εξάρτηση λόγω της αναδιάρθρωσης του δημοσίου χρέους και της *de facto* χρεοκοπίας του τραπεζικού συστήματος. Η τελευταία δε φάση δείχνει ότι ο ELA είναι ο κυρίαρχος τροφοδότης.

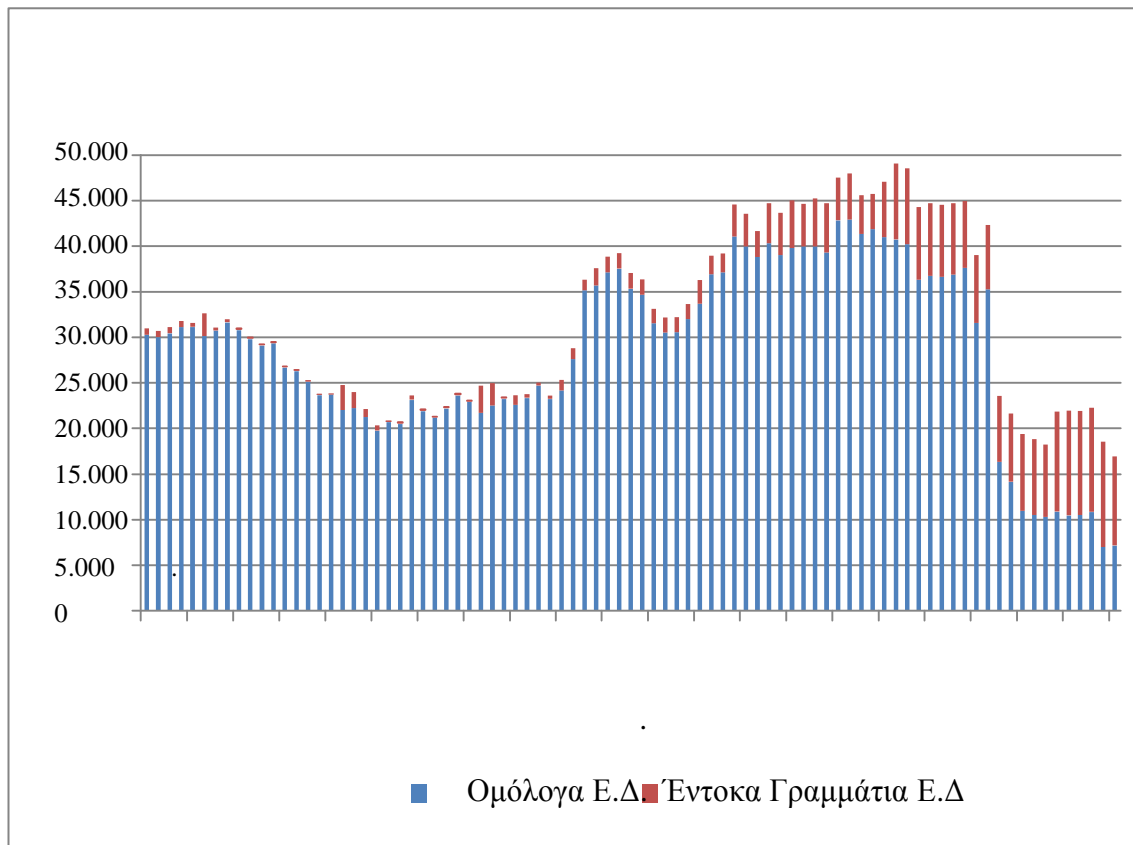
Η βαθμιαία αυτή διόγκωση των ποσών που παίρνονται από το Ευρωσύστημα σε κάποιο βαθμό αντανακλά και τον ταυτόχρονο

αποκλεισμό από τις άλλες πηγές που αναφέρθηκαν προηγουμένως. Κάθε άνοδος αντιστοιχεί σε αντίστοιχη μείωση από εναλλακτικές πηγές, ενώ η υποχώρηση που σημειώθηκε κατά τους τελευταίους δύο μήνες σχετίζονταν με την τάση που υπήρξε για ήπια απομόχλευση όπως προαναφέρθηκε. Εν πάση περιπτώσει, το Ευρωσύστημα συνεχίζει να αποτελεί τη ν κύρια πηγή ρευστότητας της οικονομίας της Ελλάδας. Εν κατακλείδι, η διάκριση μεταξύ σε MRO (Main Refinancing Operation) και LTRO (Longer Term Refinancing Operation) έχει σχέση με το πόσο διαρκεί ο δανεισμός. Η πρώτη κατηγορία σχετίζεται με τον τακτικό εβδομαδιαίο δανεισμό, ενώ η διάρκεια της δεύτερης κατηγορίας υπό φυσιολογικές συνθήκες κινούταν στο χρονικό διάστημα του ενός έως και τριών μηνών. Με την έξαρση της κρίσης, η χρονική περίοδος διευρύνθηκε βαθμιαία έως και τους 36 μήνες, ξεκινώντας από τον Δεκέμβριο 2011, όταν και οι τράπεζες της Ελλάδας άντλησαν στο σύνολο € 60 δις (Μιχαλόπουλος, 2011). Η διεύρυνση της διάρκειας βοήθησε τις τράπεζες της Ελλάδας, και όχι μόνο, να καλύψουν τα χρηματοδοτικά κενά που εμφανίστηκαν εξαιτίας της ωρίμανσης των ομολόγων που οι ίδιες είχαν εκδώσει.

Τέλος, ενδεχομένως άξιο αναφοράς να είναι ένα σχόλιο για τυχόν μικρότερης κλίμακας περιορισμούς άντλησης ρευστότητας από το Ευρωσύστημα. Τα ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου που διαθέτει στο σύνολό τους το τραπεζικό σύστημα της Ελλάδας μειώθηκαν αισθητά εξαιτίας της αναδιάρθρωσης του δημοσίου χρέους. Εν πρώτοις με το PSI και, δευτερευόντως με την «εθελοντική» ανταλλαγή στα τέλη του 2012. Αποτέλεσμα αυτού ήταν οι διαθέσιμοι τίτλοι του Ελληνικού Δημοσίου να περιοριστούν σημαντικά, όπως γίνεται φανερό στο παρακάτω διάγραμμα. Από σχεδόν € 50 δις στις αρχές του έτους 2012, σε λιγότερα από € 20 δις στις αρχές του έτους 2013, όπου τα έντοκα γραμμάτια είχαν αυξήσει το ειδικό τους βάρος στο χαρτοφυλάκιο (Ενωση Ελληνικών Τραπεζών, 2013).

Ναι μεν μειώθηκαν τα ονομαστικά ποσά όμως βελτιώθηκε η ποιότητα του ενεργητικού. Έγινε αντικατάσταση των ελληνικών ομολόγων με ομόλογα EFSF, τα οποία είναι διαβάθμισης AAA/AA+ (Alpha Bank, 2013). Κατά συνέπεια η χρήση τους κατά την

ενεχυρίαση στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, γίνεται χωρίς αυτό που αποκαλείται κλασικό «κούρεμα» και η χορήγηση της ρευστότητας γίνεται σχεδόν άρτια. Κλείνοντας, καταβάλλοντας τα υπόλοιπα € 7 δις, παρομοίως σε ομόλογα EFSF, τα οποία έλαβαν οι τράπεζες όταν ολοκληρώθηκε το σχέδιο ανακεφαλαιοποίησης, ενισχύθηκε τόσο το ίδιο όσο και η διαθεσιμότητα ενεχύρων για άντληση ρευστότητας.



Διάγραμμα 1.0: Τίτλοι Ε.Δ. στο ενεργητικό των Ελληνικών ΝΧΙ, Ιαν. 2006-Ιαν. 2013 (εκατ. Ευρώ) Πηγή: ΤτΕ

2.5 Συμπερασματικά

Το τραπεζικό σύστημα της Ελλάδας έχει δεχθεί πολλά και αλληπάλληλα χτυπήματα. Το κούρεμα των ομολόγων αλλά και η «εθελοντική» επαναγορά στα τέλη του 2012 απομείωσαν άμεσα και σημαντικά το ενεργητικό τους. Επιπλέον, η μεγάλη και παρατεινόμενη ύφεση είχε σαν αποτέλεσμα την υπονόμευση του

ενεργητικού που ήταν πιο έμμεση, λόγω εξαιτίας των επισφαλειών αλλά και των δανείων που δεν εξυπηρετούνταν. Οι ζημιές στο σύνολό τους εκτός των προβλέψεων που είχαν κάνει οι ίδιες οι τράπεζες από το PSI και τα δάνεια που δεν εξυπηρετούνταν έως το 2014 έχουν εκτιμηθεί από την Τράπεζα της Ελλάδος σε περίπου € 54 δις, αφήνοντας ένα κενό στην κεφαλαιακή τους επάρκεια της τάξης των € 40-50 δις (Alpha Bank, 2013). Τα κεφάλαια αυτά διασφαλίζονται από το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας και η διαδικασία ανακεφαλαιοποίησης εξελίσσεται.

Η αυστηρότητα των κριτηρίων που χρησιμοποιήθηκε για την εκτίμηση των κεφαλαιακών αναγκών που είναι απαραίτητες χρειάζεται, τουλάχιστον με τα στοιχεία του φθινοπώρου του 2012, να κατοχυρώνουν την κεφαλαιακή τους επάρκεια. Όσο όμως εμφανίζονται αντιδράσεις για το αν η λύση που δίνεται είναι τελειωτική, όπως συνέβη με την πρόσφατη ανακοίνωση του οίκου Moody's, η αποκατάσταση της υστεροφημίας των τραπεζών της Ελλάδας ως αντισυμβαλλόμενων που είναι αξιόπιστοι στην παγκόσμια διατραπεζική αγορά θα τίθεται υπό αμφισβήτηση, δυσκολεύοντας και καθυστερώντας την πρόσβαση σε εναλλακτικές πηγές φθηνής, σχετικά, ρευστότητας. Εν πάση περιπτώσει, ολοκληρώνοντας την προγραμματισμένη προσπάθεια, το αξιόχρεο των τραπεζών της Ελλάδας λαμβάνει σημαντική ενίσχυση.

Μια καλή αρχή έγινε από την ίδια την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, η οποία προσφέρει πιο φθηνή ρευστότητα από τον εφεδρικό μηχανισμό της Τράπεζας της Ελλάδας, τον ELA. Η προσβασιμότητα στη ρευστότητα της ΕΚΤ που αποκαταστάθηκε έχει ξεκινήσει ήδη. Φαίνεται πλέον ότι γίνονται τα πρώτα δειλά βήματα για άνοιγμα του διατραπεζικού δανεισμού, με ενέχυρο ομόλογα EFSF.

Είναι πάντως γεγονός ότι η επί δύο χρόνια ανεπαρκής αλλά και ακριβή αναχρηματοδότηση του ενεργητικού των τραπεζών, κατέληξε στον περιορισμό των χορηγήσεων και σε μια απομόχλευση ήπιας μορφής. Την ίδια στιγμή, η μεγάλη ύφεση είχε αυξήσει την ανάγκη παροχής ρευστότητας σε όλους τους τομείς της πραγματικής οικονομίας. Υπό αυτή την έννοια, ο περιορισμός των πιστώσεων,

παρότι ήπιος, λειτούργησε με αποσταθεροποιητικό τρόπο για την οικονομία.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΒΑΣΙΛΕΙΑ II ΚΑΙ ΒΑΣΙΛΕΙΑ III & ΠΑΡΕΜΒΑΣΕΙΣ

3.1 Βασιλεία II και Βασιλεία III

Οι Κεντρικές Τράπεζες συμμετέχουν στην Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών της Επιτροπής της Βασιλείας για την Τραπεζική Εποπτεία. Η επιτροπή της Βασιλείας κάνει συστάσεις πολιτικής, νέες εκδόσεις των οποίων έγιναν πρόσφατα δεκτές από τους G20. Οι κανονισμοί πρέπει να είναι θεσμοθετημένοι σε εθνικό επίπεδο, υπό την εποπτεία του Συμβουλίου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας.

Λόγω της συναινετικής βάσης των διεθνών σχέσεων και της διακυβέρνησης, η αποτελεσματικότητα των φόρα όπως είναι η επιτροπή FSB και η επιτροπή της Βασιλείας προϋποθέτουν «την εξουσία και την πολιτική βούληση» για την εφαρμογή των πολιτικών. Οι Ηνωμένες Πολιτείες και η Ευρωπαϊκή Ένωση εντάσσονται στη Βασιλεία II. Οι μεταρρυθμιστικές προτάσεις της Βασιλείας III συμπεριλαμβάνουν την αύξηση των απαιτήσεων κεφαλαιακής επάρκειας για τις τράπεζες (Bank of Canada, 2011).

Οι κανόνες της Βασιλείας II βασίζονται σε τρεις άξονες:

- Ελάχιστο Κεφάλαιο – Οι τράπεζες πρέπει να έχουν κεφάλαιο που να αντιστοιχεί στο 8% των περιουσιακών στοιχείων έχοντας πρώτα προσαρμόσει τα περιουσιακά τους στοιχεία στον κίνδυνο
- Εποπτικός Έλεγχος - Είναι η διαδικασία σύμφωνα με την οποία οι εθνικές ρυθμιστικές αρχές θα διασφαλίζουν ότι οι εγχώριες τράπεζες ακολουθούν τους κανόνες.

- Πειθαρχία Αγοράς – βασίζεται στη βελτιωμένη αποκάλυψη του κινδύνου. (Kosmidou et al., 2012)

Στη συμφωνία της Βασιλείας II έχουν αναγνωριστεί ο πιστωτικός κίνδυνος, ο κίνδυνος αγοράς και οι λειτουργικοί κίνδυνοι.

Σύμφωνα με τη Βασιλεία - II, ο πιστωτικός κίνδυνος έχει τρεις προσεγγίσεις δηλαδή, την τυποποιημένη, την ιδρυτική που βασίζεται στην εσωτερική εκτίμηση (IRB), και στην προηγμένη IRB. Ο λειτουργικός κίνδυνος έχει προσεγγίσεις μέτρησης όπως είναι η προσέγγιση του Βασικού Δείκτη, η Τυποποιημένη Προσέγγιση και η Εξελιγμένη Μέθοδος Μέτρησης. Η επίδραση στις τράπεζες αφορά τις κεφαλαιακές απαιτήσεις, την ευρύτερη αγορά, τα προϊόντα και τους πελάτες.

Οι διαφορές της Βασιλείας II σε σχέση με τη Βασιλεία I αφορούν τη διαφορά μεταξύ του οικονομικού κεφαλαίου και του ρυθμιστικού κεφαλαίου μειώνεται σημαντικά, λόγω του ότι οι κανονιστικές απαιτήσεις θα στηρίζονται στις μεθόδους κινδύνου των τραπεζών. Η Βασιλεία II είναι πιο ευαίσθητη αναφορικά με τον κίνδυνο και υπάρχει ευρύτερη αναγνώριση της μείωσης του πιστωτικού κινδύνου.

Το οικονομικό κεφάλαιο είχε αρχικά σχεδιαστεί για να βοηθήσει τις τράπεζες να εκτελούν τις λειτουργίες τους καλύτερα. Ενώ η κανονιστική υπεράσπιση των οικονομικών κεφαλαιακών πλαισίων είναι ενθαρρυντικό, οι τράπεζες δεν έπρεπε να υπερ-εστιάζουν στις ρυθμιστικές εφαρμογές ή, ακόμη, στην κεφαλαιακή επάρκεια (Bank of Canada, 2011).

Ο πιστωτικός κίνδυνος είναι ο πρώτος και μερικές φορές ο μόνος τραπεζικός κίνδυνος που εξετάζουν οι τράπεζες, αλλά και άλλα είδη κινδύνων μπορεί να ανέρχονται στο 45 τοις εκατό του συνολικού οικονομικού κεφαλαίου μίας «τυπικής» τράπεζας. Αυτές οι πηγές κινδύνου χρειάζεται να ποσοτικοποιηθούν αν μια τράπεζα θέλει να καταλάβει τις συνολικές κεφαλαιακές απαιτήσεις και να συγκρίνει την επίδοση των επιχειρησιακών γραμμών - αν μη τι άλλο επειδή το ποσοστό του κινδύνου από κάθε πηγή κινδύνου συχνά ποικίλλει δραματικά. Ένα τυπικό πρόβλημα είναι ότι οι τράπεζες ξεχνούν να εκχωρούν κεφάλαιο σε σημαντικούς κινδύνους που δεν καλύπτονται πλήρως από τις

μεταρρυθμίσεις της Βασιλείας II, όπως είναι οι οικονομικοί επιχειρηματικοί κίνδυνοι, π.χ., ο τρόπος που η μεταβλητότητα του επιτοκίου καθοδηγεί τα έσοδα των μονάδων ενυπόθηκων δανείων.

Οι κανόνες της Βασιλείας III σκοπεύουν να:

- Βελτιώσουν την ικανότητα του τραπεζικού τομέα να απορροφά τα σοκ που προκύπτουν από το χρηματοοικονομικό και οικονομικό στρες,
- Βελτιώσουν τη διαχείριση κινδύνου και τη διακυβέρνηση,
- Να ενδυναμώσουν τη διαφάνεια των τραπεζών (Bank of Canada, 2011).

Η δομή της συμφωνίας της Βασιλείας III εμπεριέχει τις ελάχιστες ρυθμίσεις του ρυθμιστικού κεφαλαίου που βασίζονται σε σταθμισμένα περιουσιακά στοιχεία (RWA) διατηρώντας το κεφάλαιο υπολογιζόμενο μέσω της πίστωσης, της αγοράς και του λειτουργικού κινδύνου. Περιλαμβάνει επίσης μία διαδικασία αναθεώρησης μέσω ρυθμιστικών εργαλείων και πλαισίων για να αντιμετωπίσουν τους περιφερειακούς κινδύνους που αντιμετωπίζουν. Τέλος, η πειθαρχία στην αγορά μέσω της αύξησης των παραθέσεων που θα πρέπει να παρέχουν οι τράπεζες για να αυξήσουν τη διαφάνεια τους.

Οι κυριότερες αλλαγές που έφερε η Βασιλεία III είναι οι ακόλουθες:

α) Καλύτερη Ποιότητα Κεφαλαίου: Ένα από τα βασικά στοιχεία της Βασιλείας III είναι η εισαγωγή ενός πιο αυστηρού ορισμού του κεφαλαίου. Καλύτερης ποιότητας κεφάλαιο σημαίνει υψηλότερη ικανότητα απορρόφησης της απώλειας. Κάτι τέτοιο σημαίνει με τη σειρά του ότι οι τράπεζες θα είναι δυνατότερες και θα μπορούν να αντέξουν περιόδους στρες.

β) Ρυθμιστή Διατήρησης Κεφαλαίου: Ένα βασικό χαρακτηριστικό της Βασιλείας III είναι ότι πλέον οι τράπεζες θα απαιτείται να διατηρήσουν ένα ρυθμιστή διατήρησης κεφαλαίου ύψους 2,5%. Ο σκοπός αυτού του ρυθμιστή είναι να διασφαλισθεί ότι οι τράπεζες θα διατηρήσουν ένα «μαξιλαράκι» κεφαλαίων που μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να

απορροφήσει τις απώλειες κατά τη διάρκεια περιόδων χρηματοοικονομικού και οικονομικού στρες.

γ) Αντικυκλικός Ρυθμιστής: Αυτό αποτελεί ένα από τα βασικά στοιχεία της Βασιλείας III. Ο αντικυκλικός ρυθμιστής εισήχθη με στόχο την αύξηση των κεφαλαιακών απαιτήσεων στις καλές εποχές και τη μείωση στις κακές. Ο ρυθμιστής θα επιβραδύνει την τραπεζική δραστηριότητα όταν υπερθερμαίνεται και θα ενθαρρύνει το δανεισμό όταν οι καιροί θα είναι κακοί. Ο ρυθμιστής θα κυμαίνεται από 0% σε 2,5% και θα αποτελείται κοινές μετοχές ή από οποιοδήποτε κεφάλαιο πλήρους απορρόφησης της απώλειας.

δ) Ελάχιστες απαιτήσεις κοινών μετοχών και κεφαλαίου Tier 1: Η ελάχιστη απαίτηση για τις κοινές μετοχές, η υψηλότερη φόρμα κεφαλαίου απορρόφησης της απώλειας, αυξήθηκε στη Βασιλεία III από 2% σε 4,5% των συνολικών κεφαλαίων σταθμισμένου κινδύνου. Η συνολική κεφαλαιακή απαίτηση Tier 1 αποτελείται όχι μόνο από κοινές μετοχές αλλά και από άλλα χρηματοοικονομικά εργαλεία που θα αυξήσουν επίσης το ελάχιστο από το 4% στο 6%. Εάν και η ελάχιστη συνολική κεφαλαιακή απαίτηση θα παραμείνει στο τρέχον επίπεδο του 8% ωστόσο το απαραίτητο συνολικό κεφάλαιο θα αυξηθεί στο 10,5% συνδυαζόμενο με το ρυθμιστή διατήρησης.

ε) Αναλογία μόχλευσης: Μία ανασκόπηση της χρηματοοικονομικής κρίσης του 2008 κατήγγειλε ότι η αξία πολλών στοιχείων θα πέσει γρηγορότερα από ότι αποδεικνύει η ιστορική εμπειρία. Ως εκ τούτου, οι κανόνες της Βασιλείας III συμπεριλαμβάνουν μία αναλογία μόχλευσης που έχει το ρόλο ενός δικτύου ασφαλείας. Μία αναλογία μόχλευσης είναι το σχετικό ποσό του κεφαλαίου στα συνολικά περιουσιακά του στοιχεία (που δεν είναι σταθμισμένα). Αυτό έχει ως στόχο να τεθεί ένα ανώτατο όριο στη διόγκωση της μόχλευσης στον τραπεζικό τομέα σε παγκόσμια βάση. Η αναλογία μόχλευσης 3% του Tier 1 θα δοκιμασθεί πριν τεθεί σε εφαρμογή η υποχρεωτική αναλογία μόχλευσης τον Ιανουάριο 2018.

ζ) Οι αναλογίες ρευστότητας: Σύμφωνα με τη Βασιλεία III, θα δημιουργηθεί ένα πλαίσιο διαχείρισης του κινδύνου ρευστότητας. Ένας νέος δείκτης Αναλογίας Κάλυψης Ρευστότητας (LCR – Liquidity Coverage Ratio) και ένας Δείκτης καθαρής σταθερής χρηματοδότησης (NSFR – Net Stable Funding Ratio) θα τεθούν σε εφαρμογή το 2015 και το 2018 αντιστοίχως. (Bank of Canada, 2011)

η) Συστημικά Σημαντικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα.

Ως μέρος του πλαισίου της μακρο-προληπτικής εποπτείας, οι συστημικά σημαντικές τράπεζες θα πρέπει να αναμένεται να έχουν την ικανότητα απορρόφησης ζημιών πέρα από τις απαιτήσεις της Βασιλείας III. Οι επιλογές για την εφαρμογή περιλαμβάνουν πρόσθετες επιβαρύνσεις κεφαλαίου, έκτακτο κεφάλαιο και χρέος bail-in.

Οι τράπεζες, σύμφωνα με τα παραπάνω, θα πρέπει να διατηρούν περισσότερο κεφάλαιο και έτσι να μικρύνουν το μέγεθος των ισολογισμών τους και την ικανότητά τους να μοχλεύουν τους εαυτούς τους. Ενώ αυτές οι ρυθμίσεις συζητούνταν πριν την χρηματοοικονομική κρίση, η αναγκαιότητά τους μεγεθύνεται με τα πρόσφατα γεγονότα.

Οι κανονισμοί της Βασιλείας III περιέχουν αρκετές σημαντικές αλλαγές για τη διάρθρωση του κεφαλαίου των τραπεζών. Πρώτα απ' όλα, το ελάχιστο ποσό των ιδίων κεφαλαίων, ως ποσοστό του ενεργητικού, θα αυξηθεί από 2% σε 4,5%. Υπάρχει επίσης ένας επιπρόσθετος «ρυθμιστής» 2,5% που απαιτείται, ανεβάζοντας τη συνολική απαίτηση ιδίων κεφαλαίων σε 7%. Αυτός ο ρυθμιστής μπορεί να χρησιμοποιηθεί κατά τη διάρκεια των χρόνων του οικονομικού στρες, αλλά οι τράπεζες με αυτό τον τρόπο θα αντιμετωπίσουν περιορισμούς στην ικανότητά τους να πληρώνουν μερίσματα και να αναπτύξουν το κεφάλαιό τους με άλλο τρόπο. Οι τράπεζες θα πρέπει μέχρι το 2019 να εφαρμόσουν αυτές τις αλλαγές, δίνοντας τους άφθονο χρόνο για να το πράξουν και να εμποδιστεί ένα ξαφνικό «πάγωμα δανεισμού» καθώς οι τράπεζες θα αγωνίζονται να βελτιώσουν τους ισολογισμούς τους.

Είναι πιθανό ότι οι τράπεζες θα είναι λιγότερο κερδοφόρες στο μέλλον εν μέρει λόγω αυτών των κανονισμών. Η απαίτηση ιδίων κεφαλαίων 7% είναι το ελάχιστο και είναι πιθανό ότι πολλές τράπεζες θα προσπαθήσουν να διατηρήσουν ένα κάπως υψηλότερο ποσό, προκειμένου να έχουν ένα «μαξιλάρι». Εάν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα θεωρηθούν ασφαλέστερα, το κόστος κεφαλαίου για τις τράπεζες θα μειωθεί πραγματικά. Οι τράπεζες που θα είναι πιο σταθερές θα είναι σε θέση να εκδώσουν ομόλογα με χαμηλότερο κόστος. Την ίδια στιγμή, η χρηματιστηριακή αγορά θα μπορούσε να ορίσει ένα υψηλότερο P / E στις τράπεζες που έχουν μια λιγότερο επικίνδυνη κεφαλαιακή διάρθρωση.

Η Βασιλεία III δεν αποτελεί πανάκεια, και δεν θα αποκαταστήσει μονομερώς τη σταθερότητα στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και την πρόληψη μελλοντικών χρηματοπιστωτικών κρίσεων. Ωστόσο, σε συνδυασμό με άλλα μέτρα, οι ρυθμίσεις αυτές είναι πιθανό να βοηθήσουν στη δημιουργία ενός πιο σταθερού χρηματοπιστωτικού συστήματος. Με τη σειρά της, η μεγαλύτερη χρηματοπιστωτική σταθερότητα θα βοηθήσει στην παραγωγή σταθερής οικονομικής ανάπτυξης, με μικρότερο κίνδυνο για δημιουργία κρίσεων που τροφοδοτούνται από την ύφεση όπως αυτή που σημειώθηκε μετά την παγκόσμια οικονομική κρίση του 2008-2009.

Ενώ οι τραπεζικές ρυθμίσεις μπορεί να βοηθήσουν στη μείωση μελλοντικών χρηματοπιστωτικών κρίσεων, μπορεί επίσης να περιορίσουν τη μελλοντική οικονομική ανάπτυξη. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι ο τραπεζικός δανεισμός και η παροχή πίστωσης είναι μεταξύ των κύριων οδηγών της οικονομικής δραστηριότητας στη σύγχρονη οικονομία. Ως εκ τούτου, οι κανονισμοί που αποσκοπούν στον περιορισμό της παροχής πιστώσεων είναι πιθανό να εμποδίζουν την οικονομική ανάπτυξη, τουλάχιστον σε κάποιο βαθμό. Παρ' όλα αυτά, μετά τα γεγονότα της οικονομικής κρίσης, πολλές ρυθμιστικές αρχές, οι συμμετέχοντες στη χρηματοπιστωτική αγορά και οι απλοί άνθρωποι είναι πρόθυμοι να δεχτούν μία ελαφριά επιβράδυνση της οικονομικής ανάπτυξης προκειμένου να υπάρχει η δυνατότητα μεγαλύτερης σταθερότητας και μειωμένη πιθανότητα επανάληψης των γεγονότων του 2008 και του 2009.

Όπως συμβαίνει με όλους τους κανονισμούς, η τελική επίδραση της Βασιλείας III θα εξαρτηθεί από το πώς θα εφαρμοστεί στο μέλλον. Επιπλέον, οι κινήσεις των διεθνών χρηματοπιστωτικών αγορών εξαρτώνται από ένα ευρύ φάσμα παραγόντων, έχοντας το δημοσιονομικό κανονισμό ως μεγάλο εξάρτημα. Παρ' όλα αυτά, είναι δυνατόν να γενικευθούν μερικές από τις πιθανές επιπτώσεις της Βασιλείας III για τους επενδυτές.

Είναι πιθανό ότι η αυξημένη τραπεζική ρύθμιση θα είναι τελικά θετική για τους επενδυτές της αγοράς ομολόγων. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι οι υψηλότερες κεφαλαιακές απαιτήσεις θα καταστήσουν τελικά τα ομόλογα που εκδίδονται από τις τράπεζες ασφαλέστερες επενδύσεις. Την ίδια στιγμή, η μεγαλύτερη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος, θα παρέχει ένα ασφαλέστερο πλαίσιο για τους επενδυτές ομολόγων, ακόμη και αν η οικονομία αναπτύσσεται με ρυθμό ελαφρώς μικρότερο (Kosmidou et al., 2012). Ο αντίκτυπος στις αγορές συναλλάγματος είναι λιγότερο σαφής αλλά η αυξημένη διεθνής χρηματοπιστωτική σταθερότητα θα επιτρέψει στους συμμετέχοντες σε αυτές τις αγορές να εστιάσουν την προσοχή τους σε άλλους παράγοντες, ενώ πιθανόν τελικά να δίνεται λιγότερη έμφαση στη σχετική σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος κάθε χώρας.

Τέλος, η επίδραση της Βασιλείας III στις χρηματιστηριακές αγορές είναι αβέβαιη. Εάν οι επενδυτές εκτιμήσουν την επαυξημένη χρηματοπιστωτική σταθερότητα περισσότερο από τη δυνατότητα ελαφρώς υψηλότερης ανάπτυξης που τροφοδοτείται μέσω της πίστωσης, οι τιμές των μετοχών είναι πιθανό να επωφεληθούν από τη Βασιλεία III (όλα τα άλλα δεδομένα είναι ίδια). Επιπλέον, η μεγαλύτερη μακροοικονομική σταθερότητα θα επιτρέψει στους επενδυτές να επικεντρωθούν περισσότερο στις ατομικές επιχειρήσεις ή στις κλαδικές έρευνες, ενώ πρέπει να ανησυχούν λιγότερο για το οικονομικό σκηνικό ή την πιθανότητα ευρείας οικονομικής κατάρρευσης.

3.2 Οικονομική Κρίση – Παρεμβάσεις

Η οικονομική σταθερότητα σε ένα παγκοσμιοποιημένο κόσμο συμπεριλαμβάνει ως απαραίτητο στοιχείο το διεθνή συντονισμό. Η εμπειρία από τη Μεγάλη Ύφεση και το Δεύτερο Παγκόσμιο Πόλεμο οδήγησε στα διεθνή ιδρύματα του Bretton Woods τα οποία συντόνιζαν και προωθούσαν το ελεύθερο εμπόριο, τη χρηματοοικονομική σταθερότητα και την ανάπτυξη (Moshirian, 2011). Μετά τη χρηματοοικονομική κρίση της Ασίας, το ΔΝΤ εάν και ασθενώς, επανέλαβε τα διδάγματα της Μεγάλης Ύφεσης χαρακτηρίζοντας την παγκόσμια οικονομική σταθερότητα ως ένα «παγκόσμιο δημόσιο αγαθό» (Moshirian, 2011). Ελλείπει μιας παγκόσμιας κυβέρνησης για την παροχή ενός τέτοιου δημόσιου αγαθού, οι G20⁶ αναδείχθηκαν ως ένα παγκόσμιο φόρουμ για τη διακυβέρνηση που αντιπροσωπεύει πάνω από το 85% του παγκόσμιου πληθυσμού και το 66% του παγκόσμιου ΑΕΠ. Ωστόσο, παρά την ύπαρξη αυτού και άλλων συντονιστικών οργάνων όπως είναι τα θεσμικά όργανα του Bretton Woods και το νεοσυσταθέν Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, «δεν υπάρχει ένας αποτελεσματικός διεθνής μηχανισμός» που να εξασφαλίζει τη συμμόρφωση με διεθνώς συμφωνηθείσες συστάσεις σε εθνικό επίπεδο (Moshirian, 2011).

Αντ'αυτού θα πρέπει να χρησιμοποιούν αμέσως την οικονομική του κεφαλαίου για να φωτισθούν τομείς όπως είναι η γραμμή της κερδοφορίας των επιχειρήσεων, η τιμολόγηση με βάση τον κίνδυνο και η πιθανή χρήση των πιστωτικών παραγώγων για τη βελτιστοποίηση των χαρτοφυλακίων - και σχεδιάζει την πλήρη ανάπτυξη ενός τουλάχιστον βραχυπρόθεσμου επιχειρηματικού στόχου όπως είναι η βελτιωμένη θέσπιση του πιστωτικού ορίου που βασίζεται στην οικονομία και στο κεφάλαιο. Η νέα Συμφωνία είναι περίπλοκη και ως εκ τούτου ιδιαίτερα

⁶ Οι G20 είναι ένα διεθνές φόρουμ για τις κυβερνήσεις και τις κεντρικές τράπεζες των είκοσι μεγαλύτερων χωρών. Οι χώρες αυτές είναι η Αργεντινή, η Αυστραλία, η Βραζιλία, ο Καναδάς, η Κίνα, η Γαλλία, η Γερμανία, η Ινδία, η Ινδονησία, η Ιταλία, το Μεξικό, η Ρωσία, η Σαουδική Αραβία, η Νότιος Αφρική, η Νότιος Κορέα, η Τουρκία, το ΗΒ, οι ΗΠΑ και η ΕΕ. Η ΕΕ αντιπροσωπεύεται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα.

απαιτητική για τους προϊσταμένους και για τις απλές τράπεζες. Θα πρέπει επίσης να επισημανθεί ότι η ισχυρή διαφοροποίηση του κινδύνου στη νέα Συμφωνία μπορεί δυσμενώς να επηρεάσει τη δανειστική θέση των ριγοκίνδυνων δανειστών.

Η Βασιλεία III πράγματι αναπτύχθηκε ως απάντηση στην παγκόσμια οικονομική κρίση, έχοντας ως πρόθεση την αύξηση της σύνεσης όσον αφορά τη διαχείριση της ρευστότητας και την ενίσχυση της εμπιστοσύνης των αντισυμβαλλομένων στις περιπτώσεις κρίσης (Bank of Canada, 2011). Ωστόσο εξακολουθεί να μην είναι αυστηρή όσον αφορά το τι θεωρείται περιουσιακό στοιχείο και τους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας.

Οι ρυθμίσεις στο επίπεδο των επιχειρήσεων δεν είναι επαρκείς για την πρόληψη του συστημικού κινδύνου αλλά μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να αποθαρρύνουν την πηγή προέλευσής του. Ο ηθικός κίνδυνος ο οποίος δημιουργείται από το «πηγάζω στο διανέμω» απαιτεί «την καλύτερη ευθυγράμμιση των συμφερόντων των δανειστών και των επενδυτών», για παράδειγμα, απαιτώντας από τις επιχειρήσεις να κρατήσουν μέρος των δανείων τους (όπως είναι στην περίπτωση του Καναδά), έτσι ώστε να αντιμετωπίζουν μέρος των κινδύνων που δημιουργούν. Κίνητρα για υπερβάλλουσα ανάληψη κινδύνου από τα στελέχη θα μπορούσαν να μετριασθεί από δομές αποζημιώσεων με μακρύτερο χρονικό ορίζοντα.

Η επέκταση μεγαλύτερης κυβερνητικής παρέμβασης σε θεσμικά (μικρο) και συστημικά (μακρο) επίπεδα αντιμετωπίζει πολιτική αντίσταση από τους νεοφιλελεύθερους υποστηρικτές της ελεύθερης αγοράς. Οι κριτικές αυτές ορθά επισημαίνουν τον κίνδυνο του ηθικού κινδύνου, οι οποίοι προκύπτουν από τις κρατικές εγγυήσεις που ενθαρρύνουν την υπερβολική ανάληψη κινδύνων (Dowd,2009).

Οι μαζικές παρεμβάσεις που απαιτούνται για τη σταθεροποίηση της πρόσφατης οικονομικής κρίσης είναι το αποτέλεσμα αυτού ακριβώς του ηθικού κινδύνου. Σε γενικές γραμμές, υπάρχουν πέντε επιλογές για την αντιμετώπιση του προβλήματος των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων που είναι "too big to fail", που σχετίζονται με το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου. Η πρώτη επιλογή είναι να περιορισθεί το μέγεθος των

χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Η δεύτερη είναι να θέσει κεφαλαιακές απαιτήσεις που να μετριάζουν την πιθανότητα έλλειψης ρευστότητας και επομένως την αποτυχία. Τρίτον, η εμπορική και η επενδυτική τραπεζική θα μπορούσε να είναι εκ νέου διαχωρισμένη όπως όταν ήταν κάτω από το Glass-Steagall⁷. Μια τέταρτη επιλογή είναι να τυποποιήσει καθεστώτα εξυγίανσης για να καταστεί δυνατή η αποτελεσματική και προβλέψιμη κανονιστική παρέμβαση σε αφερέγγυες τράπεζες. Η τελική, και μέχρι σήμερα πιο δημοφιλής, πρόταση είναι η βελτιωμένη συστημική παρακολούθηση των κινδύνων και της εποπτείας, ή μακρο-προληπτική εποπτεία. Όλα αυτά είναι πολιτικά αμφιλεγόμενα, και κανένα εκτός από τα τελευταία δεν έχουν αποκτήσει μεγάλη δημοτικότητα λόγω των εγγενών κυβερνητικών περιορισμών στον ιδιωτικό χρηματοπιστωτικό τομέα και την έλλειψη «σαφών ενδείξεων που θα μπορούσε να βοηθήσει να αποφευχθεί η πρόσφατη κρίση.»(Goddard et al., 2009).

Αν μη τι άλλο, οι ρυθμιστικές αρχές έχουν ευνοήσει πιο έντονα την τελευταία πρόταση, διότι υπονοεί ότι περιορίζονταν στην εντολή τους, και έτσι απέτυχαν να αποτρέψουν την κρίση που οφείλεται σε ελλείψεις στην πολιτική και όχι στην απόδοση (Mac Neil, 2010).

Ο περιορισμός του μεγέθους των θεσμών και ο διαχωρισμός εμπορικών και επενδυτικών τραπεζών μπορεί να φαίνεται διαισθητικά κατάλληλος. Η τυποποίηση των καθεστώτων εξυγίανσης, όπως γίνεται στις ΗΠΑ και στο Ηνωμένο Βασίλειο για την αντιμετώπιση της κρίσης, θα συμβάλει στην άμβλυση εκτεταμένου πανικού της αγοράς κατά τη διάρκεια μιας κρίσης, αλλά θα κάνει ελάχιστα για να αποφευχθεί η συσσώρευση συστημικών κινδύνων.

Οι αναγκαστικές και επιβεβλημένες απαιτήσεις κεφαλαιακής επάρκειας και η ολοκληρωμένη ρυθμιστική εποπτεία είναι τα καθοριστικά χαρακτηριστικά που ορίζουν ένα ξεχωριστό χρηματοοικονομικό σύστημα. Οι τράπεζες μπορεί να είναι μεγάλες και πλούσιες, αλλά μόνο αν είναι διαφανείς όσον αφορά τη δραστηριότητά τους, το βαθμό μόχλευσης, την τρωτότητα στην υποτίμηση των

⁷ Ο Νόμος ψηφίστηκε από το Αμερικανικό Κογκρέσο το 1933 και απαγόρευε στις εμπορικές τράπεζες να συμμετέχουν σε επενδυτικές τραπεζικές δραστηριότητες Πέρασε ως ένα έκτακτο μέτρο αντιμετώπισης της χρεοκοπίας 5.000 τραπεζών κατά τη διάρκεια της Μεγάλης Ύφεσης.

περιουσιακών στοιχείων, τα σοκ ρευστότητας, κλπ. Ο ηθικός κίνδυνος που είναι απεριόριστος στο “too big to fail” μπορεί να αντιμετωπιστεί μόνο από τη ρητή συμβολή όλων των ενδιαφερομένων σε θέματα εταιρικής διακυβέρνησης - συμπεριλαμβανομένων των φορολογουμένων.

3.2.1 Ρευστότητα και νομισματική πολιτική

Στις μέρες μας συζητείται πολύ έντονα το θέμα της ποσοτικής χαλάρωσης δηλαδή με άλλα λόγια η χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής. Το θέμα αυτό συζητείται σε πανευρωπαϊκό επίπεδο αλλά είναι και έντονο αίτημα των Ελλήνων επιχειρηματιών και ως τέτοιο θεωρείται απόλυτα λογικό. Ωστόσο, θα πρέπει να σημειωθεί ότι η πολιτική της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας θεωρείται επεκτατική για όλες τις χώρες – μέλη της Ευρωζώνης. Για το έτος 2013 το βασικό επιτόκιο εβδομαδιαίας αναχρηματοδότησης της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας βρίσκονταν στο επίπεδο του 0,75% που θεωρείται ιστορικό χαμηλό ενώ στο 0,14% μόλις βρίσκονταν το διατραπεζικό επιτόκιο δανεισμού δύο εβδομάδων ενώ στις αρχές Μαΐου 2013 η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα μείωσε σε ακόμα μεγαλύτερο βαθμό το παρεμβατικό επιτόκιο στο 0,5% (Ενωση Ελληνικών Τραπεζών, 2013) . Παρατηρείται λοιπόν ότι το αρνητικό περιθώριο μεταξύ των δύο δείχνει την πλεονάζουσα ρευστότητα που επικρατεί στο Ευρωσύστημα.

Επίσης, αρκετές τράπεζες της Βόρειας Ευρώπης επέστρεψαν στην μακροπρόθεσμη ρευστότητα την οποία είχαν πάρει από το «παράθυρο ευκαιρίας»⁸ προκειμένου να έχουν αρκετά φθινό τριετή δανεισμό. Το γεγονός αυτό είναι ιδιαίτερος ανησυχητικό γιατί από τη στιγμή που τράπεζες επιστρέφουν ρευστότητα τότε αυτό σημαίνει ότι δεν βρίσκουν τρόπους παραγωγικής επένδυσής της αλλά επίσης αυτό δείχνει ότι δεν μπορούν να παροχετεύσουν τη ρευστότητα σε υψηλού κινδύνου περιοχές όπως είναι αυτή του ελληνικού τραπεζικού συστήματος.

⁸ Παράθυρο ευκαιρίας είναι μία σύντομη χρονική περίοδος κατά την οποία μία κατά τα άλλα ανέφικτη ευκαιρία υπάρχει. Μόλις κλείσει το παράθυρο ευκαιρίας σταματά να υπάρχει ευκαιρία.



Διάγραμμα 3.1: Βασικό επιτόκιο δανεισμού ΕΚΤ και διατραπεζικό (EURIBOR) δύο εβδομάδων, Ιανουάριος 2001-Απρίλιος 2013.

(Πηγή: Bloomberg).

Θα πρέπει επίσης να επισημανθεί ότι οι κινήσεις της ΕΚΤ ήταν αρκετά φειδωλές και αρκετά καθυστερημένες γιατί συγκρινόμενες με τις κινήσεις όπως π.χ. της FED ή/και της αγγλικής και ιαπωνικής κεντρικής τράπεζας που ήταν αρκετά γρήγορες. Η ΕΚΤ έλαβε κάποια συμβατικά μέτρα όπως είναι η περικοπή των επιτοκίων αλλά επίσης και κάποια μη συμβατικά στα τέλη του 2011 (Ελληνική Ένωση Τραπεζών, 2012). Το γεγονός αυτό δείχνει ότι η ΕΚΤ χαρακτηρίζεται από ολιγωρία και δεν ήταν έτοιμη και έτσι τα προβλήματα αυξήθηκαν σε τρομακτικό βαθμό. Το γεγονός αυτό σε συνδυασμό με την αυστηρή δημοσιονομική πολιτική που ασκείται σε όλες τις χώρες – μέλη της Ευρωζώνης και ειδικότερα σε συνθήκες όπως είναι αυτές του πολύ χαμηλού πληθωρισμού αλλά ταυτόχρονα όμως σημαίνει ότι υπάρχουν πιθανότητες να γίνει μεγαλύτερη νομισματική χαλάρωση. Θα πρέπει επίσης να σημειωθεί ότι ένα μεγαλύτερο επίπεδο πληθωρισμού θα βοηθούσε στο πρόβλημα της

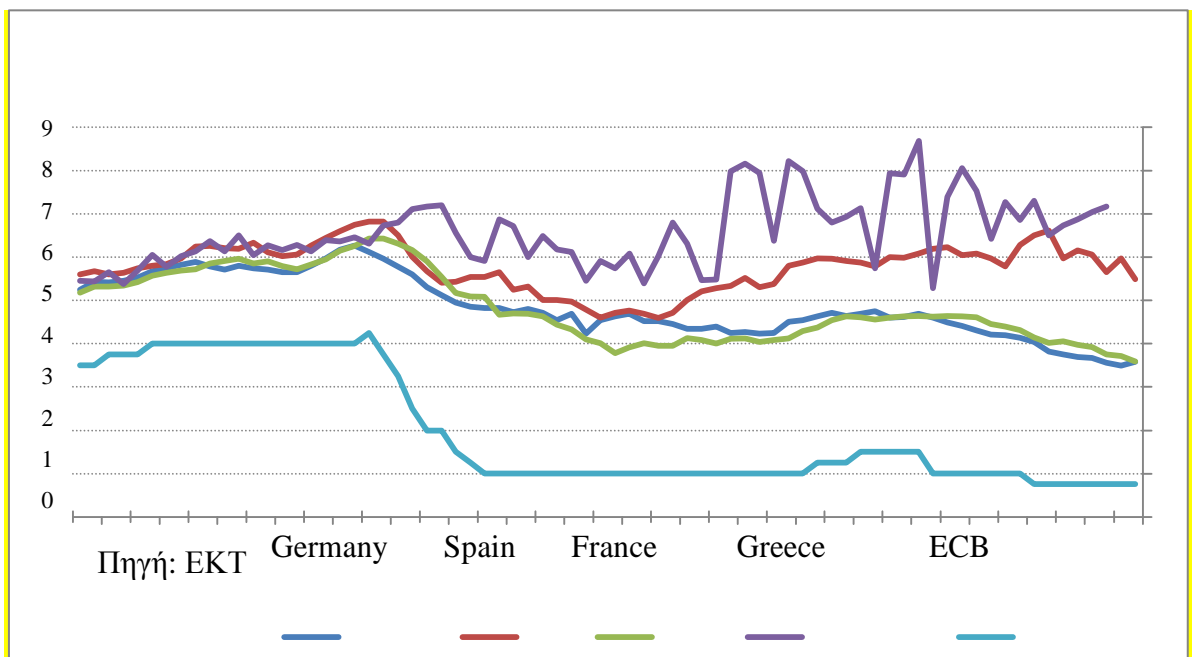
υπερχρέωσης και στην αντιμετώπιση αυτού που αντιμετωπίζουν πολλές χώρες – μέλη, μεταξύ αυτών και η Ελλάδα, και έτσι το επίπεδο του πραγματικού χρέους θα μειώνονταν.

Το παρακάτω διάγραμμα απεικονίζει ότι οι κινήσεις της ΕΚΤ για τη μείωση των παρεμβατικών επιτοκίων που έγινε τόσο το Νοέμβριο του 2011 όσο και τον Ιούλιο του 2012 (γραμμές σημειωμένες με κόκκινο), η δυνατότητα μακροχρόνιου δανεισμού (δανεισμός τριετίας στο πρόγραμμα LTRO) που έγινε τον Δεκέμβριο 2011 και τον Φεβρουάριο 2012 (γραμμές σημειωμένες με μπλε) όπως και το πρόγραμμα άνευ ορίων που ανακοινώθηκε αλλά και η προειδοποίηση για την επαναγορά ομολόγων από τη δευτερογενή αγορά τον Σεπτέμβριο 2012 (γραμμή σημειωμένη με πράσινο) δεν ανιχνεύτηκαν στα επιτόκια καταθέσεων των ελληνικών τραπεζών. Κατά συνέπεια, διαπιστώνεται ότι οι μηχανισμοί που μεταδίδουν τη νομισματική πολιτική στην ΕΕ, ιδίως μετά το 2008 γίνονται όλο και πιο ισχυροί απομακρύνεται κάποιος από τον σκληρό πυρήνα της Ευρωζώνης ενώ σε χώρες όπως είναι η Ελλάδα που βρίσκονται στα άκρα είναι σχεδόν απενεργοποιημένοι. Ως εκ τούτου, το κόστος χρήματος για τις τράπεζες στην Ελλάδα αυξάνεται και στην προσπάθειά τους να προσελκύσουν περισσότερες καταθέσεις αναγκάζονται να ανταγωνιστούν για τους ίδιους πελάτες.

Το κόστος αυτό, ως συνέπεια, επιβαρύνει τα επιτόκια χορηγήσεων όπως βλέπουμε στο παρακάτω διάγραμμα. Το επιτόκιο που απεικονίζεται στο διάγραμμα είναι αυτό που αφορά χορηγήσεις ύψους μέχρι ένα εκατομμύριο ευρώ και είναι διάρκειας από 1 έως 5 έτη. Η επιλογή του επιτοκίου αυτού είναι σκόπιμη γιατί είναι μία κατηγορία δανείων που ζητάται περισσότερο από τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις που ως γνωστόν αποτελούν τη βάση της ελληνικής οικονομίας. Η αύξηση που σημειώθηκε στη βάση σε σχέση με την χρονική περίοδο πριν το 2008 και ειδικότερα σε μια περίοδο που χαρακτηρίζεται από βαθιά κρίση δείχνει ότι οι νομισματικές συνθήκες που επικρατούν δεν βοηθούν καθόλου την κατάσταση. Όταν το κόστος δανεισμού των μικρομεσαίων επιχειρήσεων στην Ελλάδα επιβαρύνεται με 400 μονάδες βάσης συγκρινόμενες με τις αντίστοιχες γαλλικές ή γερμανικές αποτελεί σοβαρό πρόβλημα το οποίο μπορεί να είναι πρόβλημα επιβίωσης. Συνεπώς, το αίτημα των

επιχειρήσεων για ποσοτική χαλάρωση είναι πάρα πολύ λογικό.

Σημειωτέον, η νομισματική πολιτική δεν επιδρά άμεσα στις Ελληνικές νομισματικές συνθήκες, ωστόσο εάν η Ευρωζώνη ασκούσε μια πιο επιθετική νομισματική χαλάρωση τότε η ελληνική οικονομία θα μπορούσε επωφεληθεί εμμέσως ειδικότερα λόγω του γεγονότος ότι το εξαγωγικό εμπόριο δεν έχει αποκοπεί σε μεγάλο βαθμό από το τραπεζικό σύστημα (Μιχαλόπουλος, 2011). Εάν η ευρωζώνη αποφάσιζε να ακολουθήσει μία πολιτική όπου η ζήτηση θα τονώνονταν, αυτό θα διευκόλυνε τις ελληνικές επιχειρήσεις που προσπαθούν να μπουν σε νέες αγορές και να προωθήσουν τα προϊόντα τους. Το επιχείρημα λοιπόν ότι για τις οικονομίες της περιφέρειας οι μηχανισμοί μετάδοσης δεν θεωρούνται αποτελεσματικοί δεν σημαίνει ότι η νομισματική πολιτική της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας δεν είναι κάτι που αφορά την οικονομία της Ελλάδας.



Διάγραμμα 3.2: Επιτόκια χορηγήσεων προς επιχειρήσεις μέχρι € 1 εκατ. και διάρκειας 1-5 ετών, 2007- 2013

Πίνακας 3: Μέσα επιτόκια νέων καταθέσεων και δανείων σε ευρώ (ΤτΕ)

ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ	Οκτώβριος 2014	Νοέμβριος 2014	Δεκέμβριος 2014
Μίας ημέρας από νοικοκυριά	0,26	0,22	0,21
Μίας ημέρας από επιχειρήσεις	0,25	0,25	0,26
Με συμφωνημένη διάρκεια έως 1 έτος από νοικοκυριά	1,94	1,88	1,82
Μέσο σταθμισμένο επιτόκιο του συνόλου των καταθέσεων	1,23	1,19	1,15
ΔΑΝΕΙΑ			
Καταναλωτικά χωρίς καθορισμένη διάρκεια	14,48	14,48	14,50
Επιχειρηματικά χωρίς καθορισμένη διάρκεια	6,58	6,56	6,48
Επαγγελματικά χωρίς καθορισμένη διάρκεια	8,25	8,24	8,09
Δάνεια μέχρι 250.000	6,01	6,01	5,97
Δάνεια από 250.000-1 εκατ.	5,30	5,22	5,22
Δάνεια άνω τους 1 εκατ.	5,63	5,19	4,75
Καταναλωτικά με συγκεκριμένη διάρκεια και επιτόκιο κυμαινόμενο η σταθερό έως 1 έτος	7,22	6,79	6,74
Στεγαστικά με επιτόκιο κυμαινόμενο η σταθερό έως 1 έτος	2,98	2,76	2,94
Μέσο σταθμισμένο επιτόκιο του συνόλου των δανείων	5,36	5,13	5,03
Περιθώριο επιτοκίου*	4,13	3,94	3,88

* Το περιθώριο επιτοκίου ισούται με τη διαφορά του μέσου σταθμισμένου επιτοκίου όλων των δανείων από το μέσο σταθμισμένο επιτόκιο όλων των καταθέσεων.

Οι διάφορες οικονομετρικές μελέτες που έχουν γίνει προκειμένου να εξηγηθούν συγκεκριμένες αποκλίσεις αποδεικνύουν ότι οι μεταβλητές που είναι περισσότερο επεξηγηματικές για την αιτία των αποκλίσεων είναι το EURIBOR και τα spreads στα δεκαετή κρατικά ομόλογα (Ζωγραφάκης & Σπαθής, 2011). Κάτι τέτοιο όμως δεν θα μπορούσε να

θεωρηθεί τυχαίο. Οι διακυμάνσεις που γίνονται στο διατραπεζικό επιτόκιο απεικονίζουν το εάν υπάρχει ή όχι κλίμα εμπιστοσύνης στη διατραπεζική αγορά και ειδικότερα σε περιόδους κρίσης θα πρέπει να σημειωθεί το αυξάνεται σε πολύ μεγάλο βαθμό το κόστος για την ανακατανομή ρευστότητας λόγω της μη εμπιστοσύνης μεταξύ των ίδιων των τραπεζών ενώ στην περίπτωση των ελληνικών τραπεζών αποκóπτονται ολοκληρωτικά χωρίς να έχει σχέση με το πόσο αυτές προτίθενται να πληρώσουν.

Πιθανότατα το εύρημα που είναι το πιο σημαντικό είναι ότι το αξιόχρεο των τραπεζών και η διαστρωμάτωση αυτού συμπίπτει με τη διαστρωμάτωση στις χώρες που αυτές ασκούν τις δραστηριότητές τους βάσει ανισορροπιών (δομικών ή μη).

Το συμπέρασμα είναι ότι όταν το κόστος δανεισμού των χωρών αυτών διαχέεται κατά τέτοιο τρόπο και με τόση ευκολία τόσο στα τραπεζικά όσο και στα διατραπεζικά επιτόκια τότε βρίσκεται σε νηπιακό στάδιο η χρηματοπιστωτική ενοποίηση των χωρών μελών της Ευρωζώνης πάρα τις ελπίδες της πρώτης δεκαετίας που κατέστησαν όμως φρούδες.

Η ρευστότητα που χορηγεί η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα μπορεί να καλύπτει τις ανάγκες της Ευρωζώνης αλλά δυστυχώς το ελληνικό τραπεζικό σύστημα δεν σχετίζεται με την αγορά ανακατανομής της ή με άλλα λόγια, σε περιόδους βαθιάς κρίσης, δεν είναι αποτελεσματική οι μηχανισμοί που μεταδίδουν τη νομισματική πολιτική.

Συμπεράσματα

Η χρηματοοικονομική κρίση όπως είναι αυτή που διανύουμε έχει το χαρακτηριστικό τη μείωση της εμπιστοσύνης μεταξύ των κύριων συντελεστών της αγοράς χρήματος. Έχουμε μείωση της εμπιστοσύνης μεταξύ των τραπεζών με συνέπεια τη μείωση της ροής ρευστότητας από τις πλεονάζουσες σε ρευστότητα τράπεζες σε αυτές που είναι ελλειμματικές. Παράλληλα, έχουμε έλλειψη εμπιστοσύνης μεταξύ των

καταθετών και των τραπεζών οπότε σε αυτή την περίπτωση μπορεί να προκληθεί ένα bank run. Έλλειψη όμως εμπιστοσύνης έχουμε μεταξύ των τραπεζών και των δανειοληπτών. Οι δανειολήπτες θέλουν περισσότερη χρηματοδότηση και οι τράπεζες δεν θεωρούν ότι έχουν υψηλή ικανότητα εξυπηρέτησης των δανείων τους. Επίσης, σε όλη την αλυσίδα, μειώνεται η αξία των ενεχύρων κάτι που δημιουργεί εμπόδια στις τράπεζες οι οποίες θέλουν να αυξήσουν τις χορηγήσεις έναντι εγγυήσεων (Ελληνική Ένωση Τραπεζών, 2013).

Αυτό που συμβαίνει στην ελληνική κρίση είναι ότι η εμπιστοσύνη έχει μειωθεί σε όλα τα παραπάνω επίπεδα. Τα ομόλογα του ελληνικού δημοσίου στην αρχή απαξιώθηκαν και στη συνέχεια μέσω του κουρέματος κλειδώθηκαν οι λογιστικές απώλειες και έτσι οι ζημιές υπερέβησαν τα 30 δις Ευρώ λόγω του PSI οι οποίες ήταν μεγαλύτερες μετά την «εθελοντική» επαναγορά (Kosmidou et al., 2012). Τα κεφάλαια των τραπεζών δαπανήθηκαν προκειμένου να καλυφθούν οι ζημιές τους και οι περισσότερες εξ αυτών απέκτησαν μία αρνητική καθαρή θέση. Τα ελληνικά ομόλογα είχαν χαμηλή πιστοληπτική διαβάθμιση και ως εκ τούτου κατέστησαν απαξιωμένα ως εγγύηση για παροχή ρευστότητας αφενός τόσο στη διατραπεζική όσο και αργότερα στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα. Πολλοί αποταμιευτές πήραν τις καταθέσεις τους και έτσι οι τράπεζες δεν είχαν την απαραίτητη ρευστότητα για να τη μετατρέψουν σε δάνεια. Εκτός αυτού η τεράστια αύξηση των δανείων που ήταν προβληματικά, οι επιχειρήσεις που χρεοκόπησαν, ο μεγάλος βαθμός ανεργίας, η ραγδαία μείωση των εισοδημάτων η οποία πραγματοποιήθηκε στα πλαίσια της εσωτερικής υποτίμησης συνετέλεσαν στην πλήρη καταβράθρωση της εμπιστοσύνης που είχαν οι δανειολήπτες και οι τράπεζες και έτσι ένας κύκλος θανάτου δημιουργήθηκε.

Ένας περαιτέρω λόγος είναι ότι λόγω της πιθανότητας εξόδου της Ελλάδας από την ζώνη του Ευρώ, το τραπεζικό σύστημα της Ελλάδας αποκόπηκε από το ευρωπαϊκό. Η ανάλυση των ισολογισμών των ελληνικών τραπεζών δείχνει ότι υπολείπονται ποιοτικά και έτσι δεν διασφαλίζουν την χωρίς εμπόδια παροχέτευση ρευστότητας προερχόμενης από την Ευρώπη στην Ελληνική οικονομία αλλά κάτι τέτοιο σχετίζεται και με τις πολιτικές που ακολουθήθηκαν στο θέμα.

Τίθεται λοιπόν ένα βασικό ερώτημα για το εάν οι τράπεζες μετά την ανακεφαλαιοποίησή τους θα μπορούν να χρηματοδοτήσουν την οικονομία κάτι που μέχρι στιγμής δεν έχει επιτευχθεί. Είναι προφανές ότι η ανακεφαλαιοποίηση ήταν αναγκαία για να συνεχισθεί η λειτουργία των τραπεζών ωστόσο, όπως προείπαμε, δεν είναι από μόνη της ικανή για να τονώσει την οικονομία από τη στιγμή που τα υπόλοιπα κομμάτια της αλυσίδας είναι προβληματικά.

Υπάρχουν όμως άλλοι εφεδρικοί μηχανισμοί παροχής ρευστότητας; Η νομισματική πολιτική πραγματοποιείται μέσα από τους ισολογισμούς των κεντρικών τραπεζών των χωρών της Ευρωζώνης. Από τα στοιχεία του ενεργητικού της ΤτΕ φαίνεται ότι για το διάστημα 2008 μέχρι και το 2012, η Ελλάδα δέχτηκε σημαντική ρευστότητα και οι ελληνικές τράπεζες δέχτηκαν επίσης σημαντικά ποσά από την ΤτΕ (Ελληνική Ένωση Τραπεζών, 2013).

Ο προβληματισμός και το ερώτημα που υπάρχει είναι εάν η προαναφερθείσα αντλημένη ρευστότητα από την ΤτΕ προστέθηκε στην ήδη υπάρχουσα ή εάν κάλυψε ζημιές που προήλθαν από τις καταθέσεις, τα τραπεζικά ομόλογα και τη διατραπεζική. Με την ενεργοποίηση του ELA, η ΤτΕ έδωσε ακριβό χρήμα και υποκατάστησε τη διατραπεζική αγορά.

Στο σημείο αυτό πρέπει να ερμηνευθεί ορθά ο ρόλος της ΤτΕ. Υπάρχουν δύο απόψεις – η μία υποστηρίζει ότι η ΤτΕ έχει αδύναμο ενεργητικό γιατί υπήρχε μεγάλη ζήτηση ρευστότητας από τις τράπεζες λόγω του ότι είχαν αποκλειστεί από τα συνηθισμένα κανάλια. Η άλλη άποψη είναι ότι η Τράπεζα της Ελλάδας κλείνει τη στρόφιγγα ρευστότητας δημιουργώντας περαιτέρω προβλήματα. Κάτι τέτοιο όμως θα ήταν πραγματικότητα εάν μπορούσε η Τράπεζα της Ελλάδας να ασκήσει από μόνη της νομισματική πολιτική και στην προσπάθειά της να αυξήσει τη ρευστότητα των τραπεζών, διόγκωνε αρχικά τη νομισματική βάση αλλά για κάποιους άγνωστους λόγους στη συνέχεια προσπάθησε να τη μειώσει.

Είναι όμως ευρύτατα γνωστό ότι στην περίπτωση μίας νομισματικής ένωσης που υπάρχει αναστάτωση ασύμμετρου τύπου στην οικονομία μίας χώρας που βρίσκεται στην περιφέρεια τότε η διαθέσιμη ρευστότητα της χώρας επηρεάζεται και ο λόγος είναι γιατί η νομισματική πολιτική δεν προσαρμόζεται στις ανάγκες της χώρας (Κόλλιντζας & Ψαλιδόπουλος, 2009).

Βιβλιογραφία

Ξένη

- Bresser-Pereira, L.C. (2010), “The Global Financial Crisis and a New Capitalism? ”, *Journal of Post-Keynesian Economics*, Vol. 32, pp.499-534.
- Canova, T.A. (2009), “Financial Market Failure as a Crisis in the Rule of Law: from Market Fundamentalism to a New Keynesian Regulatory Model”, *Harvard Law & Policy Review*, Vol. 3, pp. 369-396.
- Cecchetti, S.G., King, M. and Yetman, J. (2011), “Weathering the Financial Crisis: Good Policy or Good Luck? ”, *BIS Working Paper Series*, pp.351.
- Crotty, J. (2009), “Structural Causes of the Global Financial Crisis: a Critical Assessment of the New Financial Architecture.”, *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 33, pp.563-580.
- Crouch, C (2008), “Presentation at the Workshop, The Political Economy of the Subprime Crisis – The Economics, Politics and Ethics of Response”, *University of Warwick*.
- Dowd, K. (2009), “Moral Hazard and the Financial Crisis.”, *CATO Journal* Vol. 29, pp.141-166.
- European Council and Euro Area, (2011), *Summit Report*.
- Goddard, J., Molyneux, P. and Wilson, J.O.S (2009), “The Crisis in UK Banking. ”, *Public Money and Management*, Vol. 29, pp. 277-284.
- Gray, D. (2009), “Modelling Financial Crises and sovereign Risks.” *Annual Review of Financial Economics*, Vol. 1, pp. 117-144.
- Kaufman, G.G. and Malliaris, A.G (2010), “The Financial Crisis of 2007–2009: Missing Financial Regulation Or Absentee Regulators?”, *New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.*

- Kolb, R.W. (2010), “Lessons from the Financial Crisis: Causes, Consequences, and Our Economic Future”, New Jersey: John Wiley & Sons.
- Kosmidou, K. V., Kousenidis, D. V. and Negakis, C. I., (2012), “The Effectiveness of the EU/IMF bailout programs for Greece: Risk and Wealth Effects on the Financial and Real Sectors of ASE During the Greek Sovereign Crisis.”
- Langley, P. (2008), “When Credit Becomes Debt: Foreclosures and Forbearance in SubPrime Mortgages, Paper presented at the Workshop”, Warwick University.
- Mishkin, F.S (2009), “Is Monetary Policy Effective During Financial Crises? ”, American Economic Review: Papers & Proceedings, Vol. 99(2), pp. 573-577.
- Moshirian, F. (2011), “The Global Financial Crisis and the Evolution of Markets, Institutions and Regulation.”, Journal of Banking and Finance, Vol. 35, pp.502-511.
- Mullard, M. (2011), “Explanations of the Financial Meltdown and the Present Recession.”The Political Quarterly, Vol. 82(2), pp.204-221.
- Phaup, M. (2009), “Federal Use of Implied Guarantees: Some Preliminary Lessons from the Current Financial Distress.”, Public Administration Review, Vol. (July-August 2009), pp.651-659.
- Schwartz, H. (2008), “Housing, Global Finance and American Hegemony: Building Conservative Politics One Brick at a Time, in: Comparative European Politics”, Vol. 6(3), pp. 262-284
- Sentance, A., Taylor, M.P. and Wieladek, T. (2012), “How the UK Economy Weathered the Financial Storm.” ,Journal of International Money and Finance, Vol. 31, pp. 102-133.
- Stiglitz, J.E., Ocampo, J.A., Spiegel, S., French-Davis, R., Nayyar, D (2006), “Stability with Growth. Macroeconomics, Liberalization, and Development”, Oxford: Oxford University Press.
- Wade, R. (2009), “Iceland as Icarus. ” ,Challenge, Vol. 52 (3), pp. 5-33.

- Wall Street Watch, (2009), “Sold Out: How Wall Street and Washington Betrayed America”, In Wall Street Watch Reports, March 2009.
- Bank of Canada (2011), “Financial System Review”.

Ελληνική

- Alpha Bank (2010), “Οικονομικό Δελτίο”, Τεύχος 111.
- Alpha Bank (2008), “Η κρίση του 2007 – 2009: η άνοδος και η πτώση της χρηματοοικονομικής μοχλεύσεως, Οικονομικό Δελτίο”, τεύχος 108.
- Γκόγκας, Π. (2008), “Τραπεζική κρίση και ύφεση για μη ειδικούς”, 10 Νοεμβρίου, Διαθέσιμο στον Παγκόσμιο Ιστό: <http://www.in.gr>
- Γκόγκας, Π. (2010), “Η δομή του ελληνικού δημόσιου χρέους”, Εφημερίδα Καθημερινή, 26 Μαΐου 2010.
- Ελληνική Ένωση Τραπεζών, (2013), “Το ελληνικό τραπεζικό σύστημα το 2012”, Αθήνα.
- Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, (2012), “Το ελληνικό τραπεζικό σύστημα το 2011”, Ιούνιος.
- Ζωγραφάκης, Σ., Σπαθής, Π. (2011), “Οικονομική κρίση και ελληνική οικονομία: το τέλος των αποκλίσεων και επιπτώσεις. Στο: Τράπεζα της Ελλάδας, ‘Η ελληνική αγορά εργασίας: χαρακτηριστικά, εξελίξεις και προκλήσεις’”, Ομιλίες Ημερίδας 22 Μαρτίου 2010.
- Ζώης, et al. (2013), “Το νέο τραπεζικό τοπίο - ρευστότητα, χρηματοδότηση, προοπτικές.” Διαθέσιμο από τον Παγκόσμιο Ιστό: <http://www.tovima.gr/files/1/2013/07/22/LSE.pdf>,
- Καραμούζης, Ν. (2009), “Τα αίτια της Διεθνούς Χρηματοπιστωτικής Κρίσης και ο ρόλος του Ελληνικού Τραπεζικού Συστήματος”
- Eurobank EFG Economic Research: “Η κρίση του 2007-2009: τα αίτια, η αντιμετώπιση και οι προοπτικές”, Vol. 4, No. 8, pp. 10-18.

- Κολλίντζας, Τ., και Ψαλιδόπουλος, Μ. (2009), “Οι κρίσεις του 1929 και του 2008 και οι πολιτικές αντιμετώπισής τους, παρουσίαση στην ημερίδα του Ιδρύματος της Βουλής των Ελλήνων με θέμα «Από την κρίση του 1929 στην κρίση του 2009»”, Αθήνα, 12/11/2009.
- Κώνστας, Χ.Ν. (2010), “Η διεθνής δραστηριότητα των ελληνικών τραπεζών.”, Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: <http://www.banksnews.gr/portal/useful/962-2010->
- Μιχαλόπουλος, Γ. (2011), “Χρηματοδότηση των ελληνικών τραπεζών στη διάρκεια της κρίσης”, Alpha Bank.
- Νούλας, Γ.Α. (2005), “Χρήμα και Τράπεζες, Θεσσαλονίκη”, Εκδόσεις Πανεπιστημίου Μακεδονίας.
- Ο’Neill, J. (2011), “Κρίση και οικονομικός κύκλος: η άποψη της αγοράς”, Άρθρο Α.2, “Από τη διεθνή κρίση στην κρίση της Ευρωζώνης και της Ελλάδας: Τι μας επιφυλάσσει το μέλλον”, Επιμέλεια Νικόλαος Β. Καραμούζης και Γκίκας Α. Χαρδούβελης, Εκδόσεις Λιβάνη, Αθήνα
- Προβόπουλος, Γ. (2009), “Οι δυο παγκόσμιες κρίσεις και η ελληνική οικονομία”, παρουσίαση στην Ημερίδα του Ιδρύματος της Βουλής των Ελλήνων για τον Κοινοβουλευτισμό και τη δημοκρατία, 12/11/2009.
- Τράπεζα της Ελλάδας, (2009), “Η κρίση του 1929, η ελληνική οικονομία και οι εκθέσεις της Τράπεζας της Ελλάδας για τα έτη 1928-1940”, Αθήνα, Νοέμβριος 2009.
- Χαρδούβελης, Γ.Α. (2011), “Το χρονικό της διεθνούς και συνακόλουθης ελληνικής και ευρωπαϊκής κρίσης: αίτια, επιπτώσεις, αντιδράσεις, προοπτική”, Πανεπιστήμιο Πειραιά.
- Χαρδούβελης, Γ.Α. (2009), “Η χρηματοοικονομική κρίση και το μέλλον της παγκόσμιας οικονομίας, Eurobank EFG Economic Research: Η κρίση του 2007-2009: τα αίτια, η αντιμετώπιση και οι προοπτικές”, Vol. 4, No. 8, pp. 19-43.

