Neapolis University

HEPHAESTUS Repository **http://hephaestus.nup.ac.cy**

Department of Law Master in International and European Business Law (LLM)

2015

þÿ Ÿ ¹ ± ¹ Ä ¯ µ Â Ä · Â À ± ³ º Ì Ã ¼ ¹ ± Â

þÿ ¿ ¹ º ¿ ½ ¿ ¼ ¹ º ® Â º Á ¯ Ã · Â º ± ¹ ¿ ¹

þÿ µ À ¹ À Ä Î Ã µ ¹ Â ³ ¹ ± Ä ¿ Å Â ± ½ Î Ä ± Ä ¿

þÿ ¿ Á ³ ± ½ ¹ Ã ¼ ¿ Í Â µ » - ³ Ç ¿ Å

Efstathiou, Dimitris

þÿ ” ¹ µ ¸ ½ - Â º ± ¹ • Å Á É À ± Ê º Ì Ÿ ¹ º ¿ ½ ¿ ¼ ¹ º Ì ” ¯ º ± ¹ ¿ , £ Ç ¿ » ® • ¿ ¼ ¹ º Î ½ & š ¿ ¹ ½ É ½ ¹ º Î ½
þÿ ± ½ µ À ¹ Ã Ä ® ¼ ¹ ¿ • µ ¬ À ¿ » ¹ Â ¬ Æ ¿ Å

http://hdl.handle.net/11728/6894

Downloaded from HEPHAESTUS Repository, Neapolis University institutional repository

ΟΙ ΑΙΤΙΕΣ ΤΗΣ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΑΝΩΤΑΤΟΥΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΥΣ ΕΛΕΓΧΟΥ

του

ΔΗΜΗΤΡΗ ΑΝΔΡΕΑ ΕΥΣΤΑΘΙΟΥ

Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα στο Διεθνές και Ευρωπαϊκό Οικονομικό Δίκαιο (LLM)

Πανεπιστήμιο Νεάπολις Πάφου

Πάφος, Κύπρος

2015

Υποβληθείσα στη Σχολή της Νομικής Και Κοινωνικών Επιστημών σε μερική εκπλήρωση

των απαιτήσεων για την απόκτηση

του Πτυχίου του

LLM

ΟΙ ΑΙΤΙΕΣ ΤΗΣ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΑΝΩΤΑΤΟΥΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΥΣ ΕΛΕΓΧΟΥ

Διπλωματική Εργασία στο Διεθνές και Ευρωπαϊκό Οικονομικό Δίκαιο

Επιβλέπων Καθηγητής

ΓΕΩΡΓΙΟΣ ΜΑΡΗΣ

Εξεταστική Επιτροπή

Κοσμήτορας/Διευθυντής Προγράμματος

Αντώνης Μανιτάκης /Κωνσταντίνος Γε. Αθανασόπουλος

Αφιέρωση

Στον Ανδρέα και στη σοφή γυναίκα .

Πίνακας περιεχομένων **Σελ.**

Πρόλογος 9

Εισαγωγή 11

Κεφάλαιο Ι – "Η ανατομία της κρίσης" 15

1. Η δημιουργία της κρίσης – US 24

2. Η δημιουργία της κρίσης – Europe 25

3. Η ανάπτυξη της κρίσης – Asia 26

Κεφάλαιο ΙΙ - "Αιτίες της κρίσης" 29

Μακροοικονομικές αιτίες 29

Χαμηλός πληθωρισμός και χαμηλά δανειστικά επιτόκια 29

Ανάληψη υψηλού κινδύνου 30

Αυξανόμενες ανισορροπίες 32

Αποτυχία αντιμετώπισης του οικονομικού κύκλου 33

Αίτιες των αγορών 34

Οικονομικές καινοτομίες αύξησαν την περιπλοκότητα 34

Υποτίμηση του πλατιών ρίσκων του συστήματος 35

Ανικανότητα στη διαχείριση του κινδύνου 37

Οι οργανισμοί αξιολόγησης του πιστωτικού κινδύνου απέτυχαν να εκτιμήσουν τους κινδύνους 37

Τα συστήματα αμοιβών διέσπειραν την ανάληψη κινδύνων 38

Οι τράπεζες παρέκαμψαν τους κανονισμούς σε αναγκαία κεφάλαια 39

Προκυκλικές πιστωτικές καταστάσεις 39

Αποτυχία εφαρμογής των πολιτικών και των κανονισμών 40

Οι κυβερνητικές πολιτικές χαμήλωσαν τον πιστωτικό έλεγχο 40

Κανένας υπεύθυνος η αντιλήφθηκε τους διάσπαρτους κινδύνους του συστήματος 41

Έλλειψη διεθνούς εναρμόνισης και συντονισμού 42

Οι επόπτες δεν αντιλήφθηκαν τους κινδύνους η και οι τράπεζες παρέκαμψαν τις ανάγκες τους σ κεφάλαια 43

Διαδικασίες διάλυσης για τις τράπεζες 44

Οι κυβερνήσεις εγγυήθηκαν το οικονομικό σύστημα 45

Περίληψη 46

Κεφάλαιο ΙΙΙ – "Μαθήματα από κρίσεις του παρελθόντος καθώς και πρόσφατες κρίσεις" 49

Γενικά χαρακτηριστικά 49

The Boom-period 49

Γεγονότα που πυροδότησαν την κρίση 50

Ανταπόκριση στην πολιτική 51

Τι ήταν διαφορετικό αυτή τη φορά 51

Γιατί οι επιπτώσεις διέφεραν τόσο πολύ από χώρα σε χώρα 53

Περίληψη 57

Κεφάλαιο IV - "Συμπεράσματα και επιπτώσεις για τους Ανώτατους Οργανισμούς Ελέγχου" 59

Έλεγχος της διατηρησιμότητας των δημοσίων οικονομικών 60

Έλεγχος των τραπεζικών εγγυήσεων 61

Ο ρόλος των ΑΟΕ στην προώθηση λογοδοσίας για οικονομική σταθερότητα 62

Ανάγκη για διεθνή συντονισμό και συνεργασία 63

Προωθώντας διαφανείς και αξιόπιστες οικονομικές παρουσιάσεις 64

Αναφορές / Βιβλιογραφία 66

Παράρτημα /Appendix I - The Boom-Bust process 68

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική και οικονομική κρίση και τα συνεπακόλουθα προβλήματα ακόμη πλήττουν την οικονομία της Ευρώπης και επισκιάζουν τις μακροπρόθεσμες προοπτικές. Είναι η πιο έντονη και βαθιά ανατάραξη μετά από το δεύτερο παγκόσμιο πόλεμο και η διαδικασία ανάκαμψης φαίνεται να είναι μεγάλης διάρκειας, επικίνδυνη και ευάλωτη. Η πλατειά κατρακύλα (ρευστότητα και κατόπιν συστημική κρίση) που χρονολογείται από τη πτώχευση των Lehman Brothers(Σεπτέμβρης 2008) που ήταν αποτέλεσμα του σπασίματος της φούσκας της αγοράς οικιών στην Αμερική, διείσδυσε μέσα στα παγκόσμια οικονομικά κανάλια φτάνοντας πρώτα στο Ηνωμένο Βασίλειο και μετά στην υπόλοιπη Ευρωπαϊκή Ένωση. Τα λεφτά, τα κεφάλαια και οι διατραπεζικές αγορές είχαν παραλύσει γιατί οι τραπεζίτες δεν παρείχαν πίστωση ακόμη και μεταξύ τους. Σαν αποτέλεσμα τούτων των καταστάσεων οι χώρες μέλη είχαν να αντιμετωπίσουν ασφυκτικές πιστωτικές καταστάσεις, απότομη συρρίκνωση της παραγωγής, μειωμένες επιχειρηματικές επενδύσεις και καταρρέουσες αγορές συναλλάγματος, τιμές μετοχών, αυξανόμενη ανεργία, έλλειψη πόρων για καινοτομία και έρευνα και ανάπτυξη, πτωτικές τιμές των οικιών, εξανέμιση του πλούτου των νοικοκυριών, καταρράκωση της εμπιστοσύνης των καταναλωτών και επενδυτών και ο φόβος για μια αυξανόμενη οικονομική κατρακύλα που η κοινωνική πίεση του γηρασμού μπορούσε να κεντρίζει περισσότερο. Έτσι οι κυβερνήσεις, οι αποφασίζοντες στην ΕΕ, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα σε συνεργασία με τις εθνικές τράπεζες έπρεπε να πάρουν σημαντικά, αποτελεσματικά και διαχρονικά μέτρα για να ανταποκριθούν και αντιδράσουν στα συνεχώς επειδεινωνόμενα προβλήματα. Οι κεντρικές τράπεζες πήραν μέτρα χρηματοοικονομικής φύσεως και μετά από αυτό, σύμφωνα με τα χρηματοοικονομικά πακέτα, οι κυβερνήσεις παρέβηκαν για να στηρίξουν τις τράπεζες που επηρεάστηκαν από τη πίεση και να ενισχύσουν την πραγματική οικονομία.

Η μεγάλη ποικιλία μέτρων ενίσχυσης ήταν βασικά πάνω στην αρχή του European Recovery Plan(EERP) φτάνοντας το συνολικό ποσό του 2% του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος και των 27 χωρών, από το οποίο τα δυο τρίτα είχαν εφαρμογή από το 2009 και το υπόλοιπο το 2010.

Αυτή η δημόσια δαπάνη και οι νέες κυβερνητικές δεσμεύσεις συνέπιπταν μέσα στο ρόλο και σκοπό των εθνικών Ανώτατων Οργανισμών Ελέγχου (SAIs) , Supreme Audit Institutions,

που είναι υπεύθυνοι για το εξωτερικό, ανεξάρτητο έλεγχο του προϋπολογισμού της χώρας και ενέργειες της εκτελεστικής εξουσίας. Το μεταβαλλόμενο χρηματοοικονομικό, οικονομικό υπόβαθρο έχει επίσης θέσει νέες προκλήσεις για τους Ανώτατους Οργανισμούς Ελέγχου. Στα επόμενα κεφάλαια επεξηγούνται οι λειτουργιές των εξωτερικών ελεγκτικών οργανισμών σε σχέση με την κρίση (INTOSAI,2009a).

Το INTOSAI, δημιούργησε μια δύναμη κρούσης (Task Force) που της ανατέθηκε να εξάγει συμπεράσματα από την οικονομική κρίση που κτύπησε την παγκόσμια οικονομία το 2008. Στη πρώτη της συνάντηση στην Ουάσινγκτον τον Ιούλιο του 2009, αυτή αποφάσισε να διαίρεση την εργασία της σε τέσσερεις υποομάδες. Η δουλειά της πρώτης υποομάδας, που προέδρευε Το Σουηδικό Εθνικό Ελεγκτικό Γραφείο, ήταν να περιγράψει τις αιτίες της κρίσης και τα μαθήματα που εξήχθηκαν από αυτή.

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Οι οικονομικές κρίσεις δεν είναι ένα νέο φαινόμενο. Η παγκόσμια οικονομία έχει από καιρό εις καιρό κτυπηθεί από κρίσεις και η παρούσα κρίση είναι πιθανόν όχι η τελευταία. Οπωσδήποτε, υπήρξαν πολλοί παράγοντες σε συνδυασμό για να δημιουργήσουν την πιο σοβαρή οικονομική κρίση από την μεγάλη κρίση του 1930, περιλαμβανομένων μακροοικονομικών προβλημάτων αποτυχίες των αγορών και ελλείψεις στην εφαρμογή των πολιτικών.

Ο οικονομικός τομέας έχει αναπτυχθεί περίπλοκα και οι πρωταγωνιστές κατέστησαν πολύ μεγάλοι, πολλές φορές πολύ μεγάλοι για να ελεγχτούν. Αυτοί οι οργανισμοί και τα προϊόντα τους έγιναν πολύ δύσκολο να εποπτευτούν και να ρυθμιστούν. Ακόμα και ο εσωτερικός έλεγχος των οικονομικών οργανισμών εκ των έσω έχει αποτύχει σε πολλές περιπτώσεις. Οι διάσπαρτοι κίνδυνοι του συστήματος έγιναν πιο μεγάλοι από ποτέ στο παρελθόν. Επιπρόσθετα, το σύστημα αμοιβών επιβάρυνε την δημιουργία των κινδύνων.

Οι κυβερνήσεις και οι κεντρικές τράπεζες έχουν την ευθύνη να διατηρούν την οικονομική σταθερότητα μέσω ικανοποιητικής εποπτείας και ρύθμισης των αγορών και των οργανισμών. Όμως, οι εποπτικές αρχές σε πολλές περιοχές είχαν κομματιαστεί και οδήγησαν στην απουσία ευθύνης για τους διάσπαρτους κινδύνους του συστήματος. Οι εποπτικές και ρυθμιστές αρχές απότυχαν να εξιχρονιστούν με την εξέλιξη των αγορών. Επιπρόσθετα οι οικονομικοί οργανισμοί κατέστησαν πολύ μεγάλοι σε σχέση με το μέγεθος της οικονομίας. Τα δημόσια οικονομικά ήταν εκτεθειμένα σε μεγάλους κινδύνους.

Ο σκοπός αυτού του κειμένου είναι να ανάλυση τις αιτίες και τα μαθήματα που εξήχθηκαν από την οικονομική κρίση από την οπτική γωνία των Ανώτατων Οργανισμών Ελέγχου.

Η ανάλυση επισημαίνει πολλές παλιές και νέες προκλήσεις για τους ΑΟΕ στο έργο του έλεγχου και των επιπτώσεων των ενεργειών που διεκπεραιώνονται από εκτελεστικά παραρτήματα των κυβερνήσεων.

Τομείς που έχουν σημασία περιλαμβάνουν:

. Έλεγχος της διατηρησιμότητας των δημοσίων οικονομικών

Υπάρχει η ανάγκη για πιο αξιόπιστες οικονομικές πολιτικές όταν εξασφαλιστεί η οικονομική ανάκαμψη, έτσι ώστε να επανακτηθεί και να διατηρηθεί μακροπρόθεσμα η διατηρησιμότητα των δημοσίων οικονομικών. Σημαντική είναι η θέση για ανεξάρτητες εκτιμήσεις της οικονομικής διαφάνειας, η ορθότητα των οικονομικών λογιστικών και η παρουσίαση και η συμμόρφωση τους σε οικονομικούς κανονισμούς που αυξάνουν την αποτελεσματικότητα του οικονομικού πλαισίου. Οι ΑΟΕ, σαν ανεξάρτητες αρχές, μπορούν να παίξουν ένα ζωτικής σημασίας ρόλο για να εξασφαλίσουν ότι τα οικονομικά μαθήματα από την κρίση δεν θα ξεχαστούν κατά τη διάρκεια της επόμενης ανάκαμψης.

. Έλεγχος των κυβερνητικών εγγυήσεων

Η παγκοσμιοποίηση και η επέκταση των οικονομικών αγορών έχει δημιουργήσει μεγάλες οικονομικές ομάδες που δημιούργησαν σημαντικούς συστημικούς κινδύνους. Συνδυασμένοι με ανεπαρκείς διαδικασίες εκκαθάρισης των τραπεζών, οι κυβερνήσεις συχνά δεν είχαν άλλη επιλογή από το να στηρίξουν τις τράπεζες χρησιμοποιώντας κυβερνητικές εγγυήσεις που συνεπακόλουθα να δημιουργούν βάρος στους φορολογούμενους και διαταράσσουν τα κίνητρα της αγοράς. Ένα από τα πιο σημαντικά μαθήματα της οικονομικής κρίσης είναι ότι αυτός ο αλληλοεπηρεασμός θα πρέπει να εξεταστεί και να βελτιωθεί.

.Οι ΑΟΕ και ρόλος τους στην προώθηση λογοδοσίας για οικονομική σταθερότητα

Μια εκτενής ανακαίνιση του ρυθμιστικού πλαισίου των οικονομικών αγορών είναι σε εξέλιξη, η έχει προταθεί, σε πολλές περιοχές, προσπαθώντας να αντιμετωπίσει τις αποτυχίες της ρύθμισης και της εποπτείας του οικονομικού συστήματος. Εξασφαλίζοντας ότι κατάλληλη λογοδοσία διατηρείται είναι ο κύριος σκοπός για τους ΑΟΕ και σημαντικός για την μακροπρόθεσμη επιτυχία του εξιχρονισμού του ρυθμιστικού πλαισίου.

. Ανάγκη για διεθνή συντονισμό και συνεργασία

Είναι σημαντικό για τους ΑΟΕ να παρακολουθούν τον εκτεταμένο εξιχρονισμό του ρυθμιστικού πλαισίου που έχει προταθεί. Οι ΑΟΕ μπορούν για παράδειγμα να εξετάσουν την επάρκεια των νέων ρυθμιστικών πλαισίων και των διαδικασιών όταν έχουν εφαρμοστεί, τον διαμοιρασμό πληροφοριών μεταξύ των εποπτών και οι ΑΟΕ σε αντίστοιχες χώρες, να συμμορφώνονται με τα διεθνή πρότυπα. Οι ΑΟΕ θα πρέπει να αυξήσουν την συνεργασία τους μεταξύ των συνόρων έτσι ώστε να ελέγξουν την αποτελεσματικότητα του νέου ρυθμιστικού πλαισίου.

. Προωθώντας διάφανη , αξιόπιστη οικονομική παρουσίαση

Η ανταπόκριση στην παγκόσμια οικονομική κρίση επεσήμανε την ανάγκη στις κυβερνήσεις να έχουν διαφανείς, αξιόπιστες οικονομικές παρουσιάσεις για να μεταφέρουν αποτελεσματικά τις επιπτώσεις που θα έχει η οικονομική πολιτική στην κυβέρνηση σαν αποτέλεσμα από τις ενέργειες που έγιναν. Επιπρόσθετα, για να προσδώσουν αξιοπιστία στις οικονομικές καταστάσεις, θα πρέπει να ελεγχτούν από ένα ανεξάρτητο ελεγκτή χρησιμοποιώντας γενικά αποδεκτά ελεγκτικά πρότυπα. Οι χρηστές θέλουν διαβεβαιώσεις ότι οι οικονομικές καταστάσεις πάνω στις οποίες βασίζονται, για να πάρουν σημαντικές οικονομικές αποφάσεις, είναι αξιόπιστες, διαφανείς και παρουσιάζουν αληθινή και δίκαιη εικόνα όλων των οικονομικών ενεργειών της κυβέρνησης. Υπάρχει μια αυξανόμενη αναγνώριση, σαν αποτέλεσμα της οικονομικής παρουσίασης σε σχέση με την οικονομική κρίση, ότι η διαφάνεια και η αξιοπιστία κάποιων κυβερνητικών οικονομικών καταστάσεων μπορεί να βελτιωθεί. Συνεπώς, σε τέτοιες περιπτώσεις, οι ΑΟΕ πρέπει να συνεχίσουν να εργάζονται και να προωθούν την διαφάνεια, την αξιοπιστία των οικονομικών παρουσιάσεων από τέτοιες κυβερνήσεις.

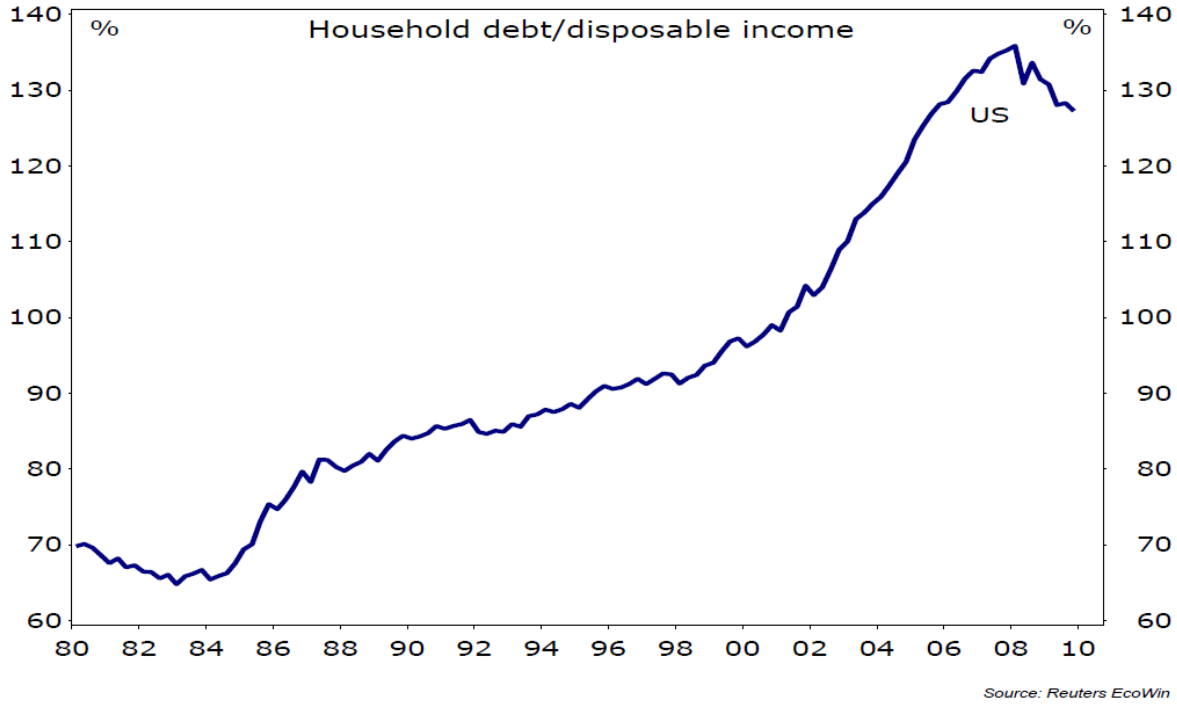
Οι οικονομική κρίση απέδειξε τα πιθανά κόστη στους φορολογούμενους μιας σοβαρής οικονομικής κρίσης και τη σημασία του αποτελεσματικού ελέγχου και ρύθμισης. Είναι σημαντικής αξίας ότι οι ΑΟΕ μαθαίνουν από την εμπειρία της κρίσης για να μειώσουν το ρίσκο και να εξαλείψουν τις επιπτώσεις της κρίσης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ι. Η ανατομία της κρίσης.

Η σοβαρή πίεση σε ένα αριθμό οικονομικών αγορών το 2007/08 μετατράπηκε σε παγκόσμια οικονομική κρίση μετά που οι Lehman Brothers κατέρρευσαν στις 15 Σεπτεμβρίου 2008. Σαν αποτέλεσμα, ο κόσμος έχει πρόσφατα ζήσει την χειρότερη οικονομική απόδοση από το δεύτερο παγκόσμιο πόλεμο.

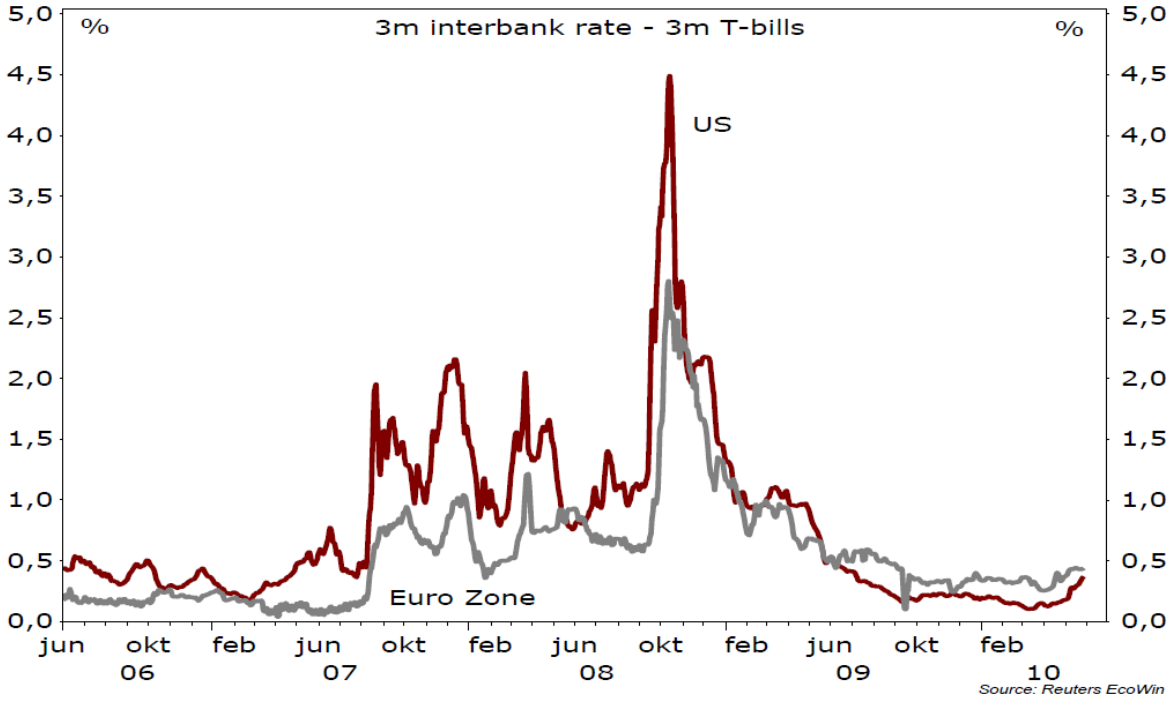
Η κρίση εμφανίστηκε από την αμερικανική αγορά για ακίνητα. Οι τιμές των σπιτιών κορυφώθηκαν το 2006 και κατόπιν έπεσαν πάνω από 30%. Αυτή ήταν και η μεγαλύτερη πτώση από το 1930 σε εθνικό επίπεδο στις Ηνωμένες Πολιτείες. Το χρέος των νοικοκυριών αυξήθηκε σημαντικά τις περασμένες δεκαετίες (εικόνα 1) και κατά την διάρκεια της τελευταίας φάσης της ανάπτυξης το ούτω καλούμενο sub- prime lending, δηλαδή δανεισμός σε χαμηλόμισθους και νοικοκυριά ανέβηκε γρήγορα.

Figure 1 Rapid debt increase



Κατά την διάρκεια του πρώτου μισού του 2007 οι ζημίες από τα δάνεια των νοικοκυριών έκθεσαν μεγάλες αδυναμίες στις οικονομικές αγορές. Για παράδειγμα οι BNP Paribas, είχαν παγοποιήσει εξαγορές για τρία ταμεία που είχαν επενδύσει σε χρηματιστηριακά παράγωγα. Η αγορά αυτών των προϊόντων είχε σταματήσει να λειτουργεί κάνοντας αδύνατη την αποτίμηση τους. Ο κίνδυνος μεταξύ τραπεζών ανέβηκε απότομα. Οι διατραπεζικοί δείκτες, το επιτόκιο με το οποίο οι τράπεζες δανείζονται μεταξύ των, είχε απογειωθεί. Από το μέσο όρο περίπου 20 της βάσης πάνω από τα χρεόγραφα (ted - spread) στην Ευρωζώνη και περίπου 40 στις Ηνωμένες Πολιτείες, το περιθώριο ανέβηκε στη βάση των 100 μονάδων στην ευρωζώνη και σχεδόν 200 στην Αμερική στα αρχικά στάδια της κρίσης (Ιδε εικόνα 2).

Figure 2 TED-spreads soured



Τα προβλήματα ρευστότητας στην αγορά ανάγκασαν τις κεντρικές τράπεζες να παράσχουν ρευστότητα σε διάφορες μορφές. Ασχέτως, προβλήματα και ζημιές συνέχισαν να δημιουργούνται κατά το φθινόπωρο του 2007 και τον Δεκέμβριο οι κεντρικές τράπεζες από πέντε περιοχές σημαντικών νομισμάτων ανακοίνωσαν συντονισμένα μέτρα σχεδιασμένα να αντιμετωπίσουν τις πιέσεις βραχυπρόθεσμα σε χρηματοδότηση της αγοράς. Κατά την διάρκεια της αρχής της άνοιξης του 2008 προβλήματα στη βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση της αγοράς οδήγησαν στην εθνικοποίηση του Northern Rock στο Ηνωμένο Βασίλειο. Στην Αμερική μια σοβαρή έλλειψη ρευστότητας στο Bear Stearns το Μάρτιο, ανάγκασε την JP Morgan Chase να συμφωνήσει να εξαγοράσει το Bear Stearns σε μια συναλλαγή που διευκολύνθηκε και από τις αρχές των Ηνωμένων Πολιτειών.

Η ιδέα ότι η πραγματική οικονομία δεν ήταν ανάγκη να επηρεαστεί σημαντικά ήταν ακόμη επικρατούσα κατά τη διάρκεια του πρώτου μισού του 2008. Οι Αναδυόμενες αγορές και σε

λιγότερο βαθμό και η ΕΕ υποτίθετο ότι δεν θα επηρεάζονται ένεκα της δυνατής εσωτερικής ανάπτυξης. Οι τιμές των αγαθών ξεπετάχτηκαν και ο πληθωρισμός στην Ευρώπη συνέχισε να αυξάνεται, αναγκάζοντας τις κεντρικές τράπεζες να συνεχίσουν να ανεβάζουν τα επιτόκια. Με το τέλος του καλοκαιριού του 2008 αυτό ήρθε σε ένα παράδοξο τέλος.

Μετά από χρόνια εξαιρετικά γρήγορης επέκτασης του δανεισμού των νοικοκυριών, τα οποία είχαν αρχικώς εξασφαλιστεί, η αξία των υποθηκευμένων ακινήτων έπεσε απότομα όταν η αγορά οικιών χειροτέρεψε. Η εξέλιξη οδήγησε σε πολύ μεγάλες πιστωτικές ζημιές και απείλησε την ίδια την ύπαρξη των τραπεζών και των δανειστικών οργανισμών, όχι μόνο στην Αμερική αλλά και σε μερικές Ευρωπαϊκές χώρες. Μέχρι το καλοκαίρι του 2008 έγινε αντιληπτό ότι η εξασφάλιση δανείων έγινε ο ακρογωνιαίος λίθος για τις τράπεζες και άλλους χρήστες τέτοιων αγαθών.

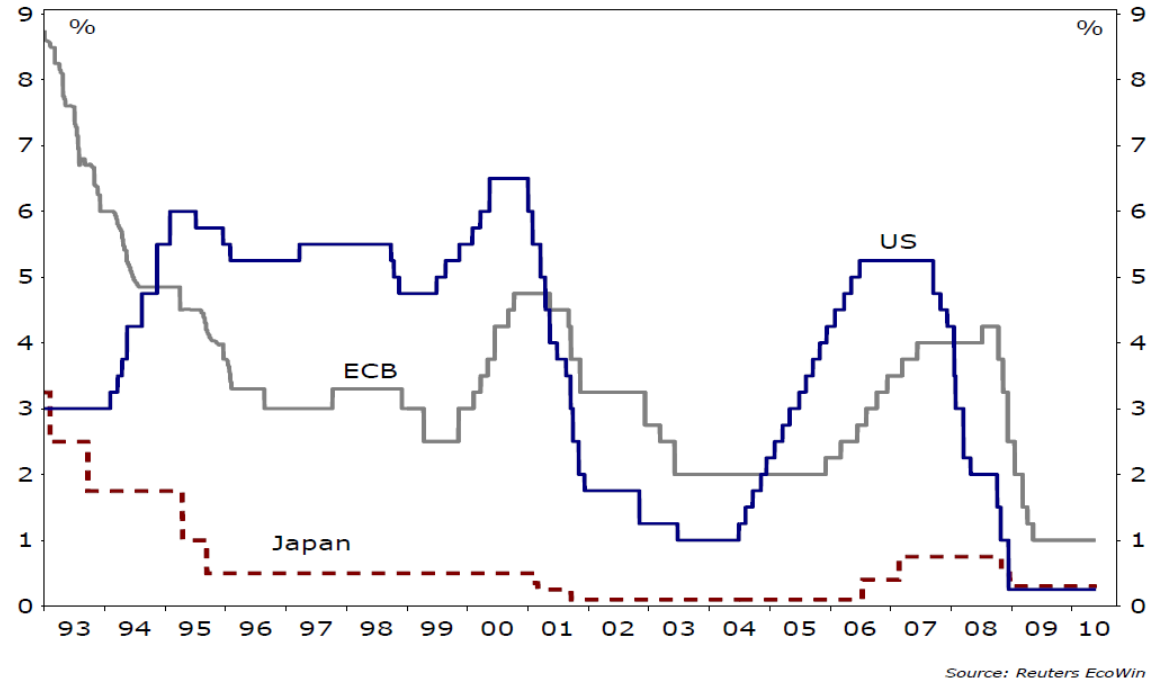
Ζημίες στην Αμερικανική αγορά οικιών έκαμαν την εμπιστοσύνη της αγοράς σε δύο σπονσαρισμένες από την κυβέρνηση επιχειρήσεις Fannie Mae and Freddie Mac να εξανεμιστούν και συνεπακόλουθα η αμερικανική κυβέρνηση υποχρεώθηκε να αναλάβει τον έλεγχο των επιχειρήσεων στις 7 Σεπτεμβρίου. Μια εβδομάδα αργότερα, στις 15 Σεπτεμβρίου , Lehman Brothers filed for chapter 11, οδηγώντας παγκόσμια εξάλειψη της εμπιστοσύνης σε ολόκληρο το οικονομικό σύστημα. Τα TED - spreads ανέβηκαν σε επίπεδα χωρίς προηγούμενο (εικόνα 2), οι τιμές των αγαθών εκτοξεύτηκαν και οι αγορές πάγωσαν. Οι οργανισμοί χρειάζονταν μετρητά και αναγκάστηκαν να πωλούν σε εξευτελιστικές τιμές (fire sale prices), πιέζοντας τις τιμές των αγαθών ακόμη χαμηλότερα , προκαλώντας περισσότερες πωλήσεις.

Η λίστα των αποτυχημένων η σχεδόν πτωχευμένων μεγάλων οικονομικών οργανισμών μεγάλωνε συνεχώς: Lehman Brothers , Fannie Mae, Freddie Mac, AIG, Washington Mutual, Wachovia, Fortis, πολλές Ισλανδικές τράπεζες, Hypo Real Estate, ABN-Amro, Rbs κλπ. Οι κυβερνήσεις επέμβηκαν με αριθμό ενεργειών διάσωσης για να αποφύγουν το λιώσιμο ολόκληρου του παγκόσμιου οικονομικού συστήματος.

Στις 18 Σεπτεμβρίου, συντονισμένα μέτρα της κεντρικής τράπεζας αντιμετώπισαν την πίεση στο αμερικανικό δολάριο με στήριξη 160 δισεκατομμυρίων δολαρίων. Στις 8 του Οκτώβρη, οι κεντρικές τράπεζες έκαμαν μια συντονισμένη μείωση επιτοκίων . Μέχρι το τέλος του

2008, οι κυβερνήσεις ανά το παγκόσμιο έκδωσαν εγγυήσεις για τραπεζικό δανεισμό, κεντρικές τράπεζες είχαν επεκτείνει μαζικά τους ισολογισμούς τους σε χωρίς προηγούμενο ρυθμό και η πολιτική των επιτοκίων ήταν να τα χαμηλώσουν κοντά στο μηδέν στην Αμερική και στο 1% στην ευρωζώνη (εικόνα 3). Μέχρι το τέλος του πρώτου τριμήνου του 2009 η εμπιστοσύνη στις αγορές βελτιώθηκε αισθητά με τα TED-spreads κάτω από τα επίπεδα του καλοκαιριού του 2007, όταν άρχισε η οικονομική επιδείνωση.

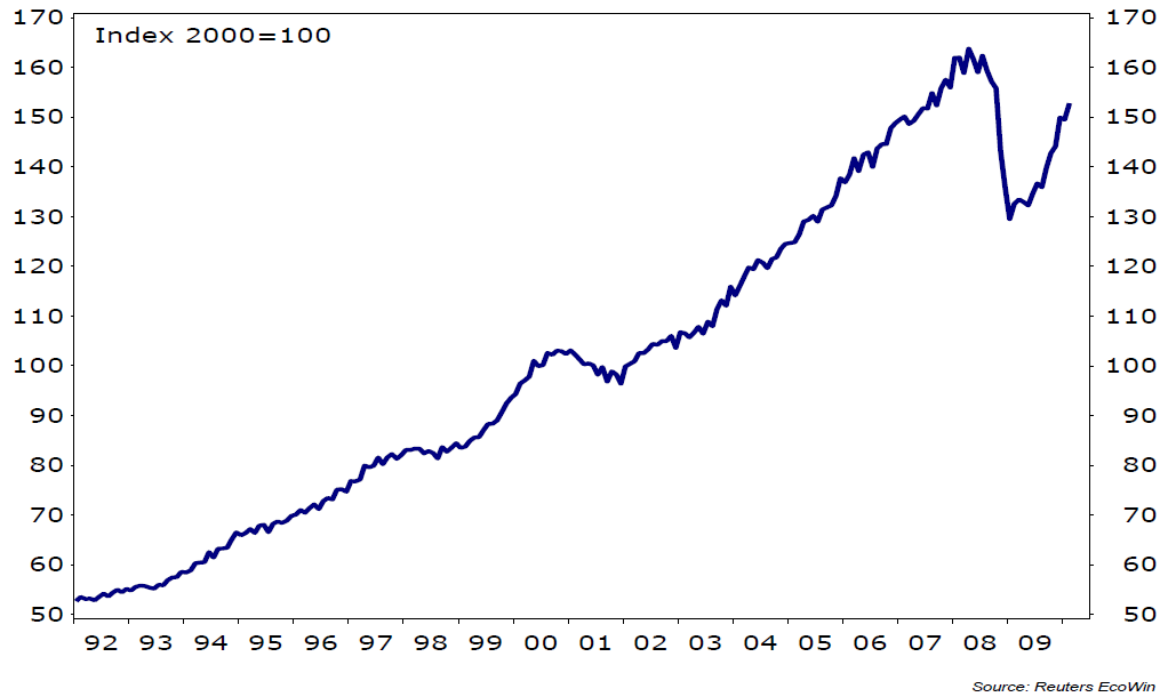
Figure 3 Record low policy rates



Παρόλο που η προέλευση της κρίσης ημπόρει να εντοπιστεί στη διάσπαση των παγκόσμιων αγορών, αυτή σύντομα τροφοδοτήθηκε στην πραγματική οικονομία. Η γενική αύξηση στην αβεβαιότητα, σαν αποτέλεσμα στην σχεδόν εξαφάνιση του οικονομικού τομέα, οδήγησε στην αύξηση των προληπτικών αποταμιεύσεων, την αναβολή σχεδιασμένων επενδυτικών έργων και τη μείωση αποθεμάτων. Η προκύπτουσα μείωση στη συνολική ζήτηση ενδυνάμωσε την κρίση και την εξάπλωσε πιο πολύ στο υπόλοιπο κόσμο. Με το δεύτερο εξάμηνο του 2008 η πλειοψηφία του ανεπτυγμένου κόσμου είχε πέσει σε ύφεση και κατά τη διάρκεια του τελευταίου τριμήνου η παγκόσμια οικονομία σχεδόν έφτασε σε πλήρες

σταμάτημα. Το παγκόσμιο εμπόριο (εικόνα 4) έπεσε κατακόρυφα, οι ζημιές των εταιρειών απογειώθηκαν και τα μακροπρόθεσμα επιτόκια έπεσαν.

Figure 4 World exports plummeted



Οι επιπτώσεις για τον υπόλοιπο κόσμο είχαν ενισχυθεί από τις ανισορροπίες τις οποίες πολλές χώρες δημιούργησαν κατά την περίοδο της μεγάλης ανάπτυξης. Αυτές οι ανισορροπίες μπορούσαν μόνο να μεγαλώσουν όταν οι επενδυτές ήταν διατεθειμένοι να αναλάβουν περισσότερο ρίσκο. Οι εξελίξεις στις Ηνωμένες Πολιτείες χαμήλωσαν την επιθυμία για ρίσκο παγκοσμίως κάτι που οδήγησε σε μεγάλες αλλαγές στη συμπεριφορά των επενδυτών. Το ξεδίπλωμα αυτών των ανισορροπιών, που ήταν συνεχείς, οδήγησε σε σοβαρές υφέσεις σε πολλές περιπτώσεις. Τα Βαλτικά Κράτη και η Ισλανδία είναι από τα πιο εμφανή παραδείγματα.

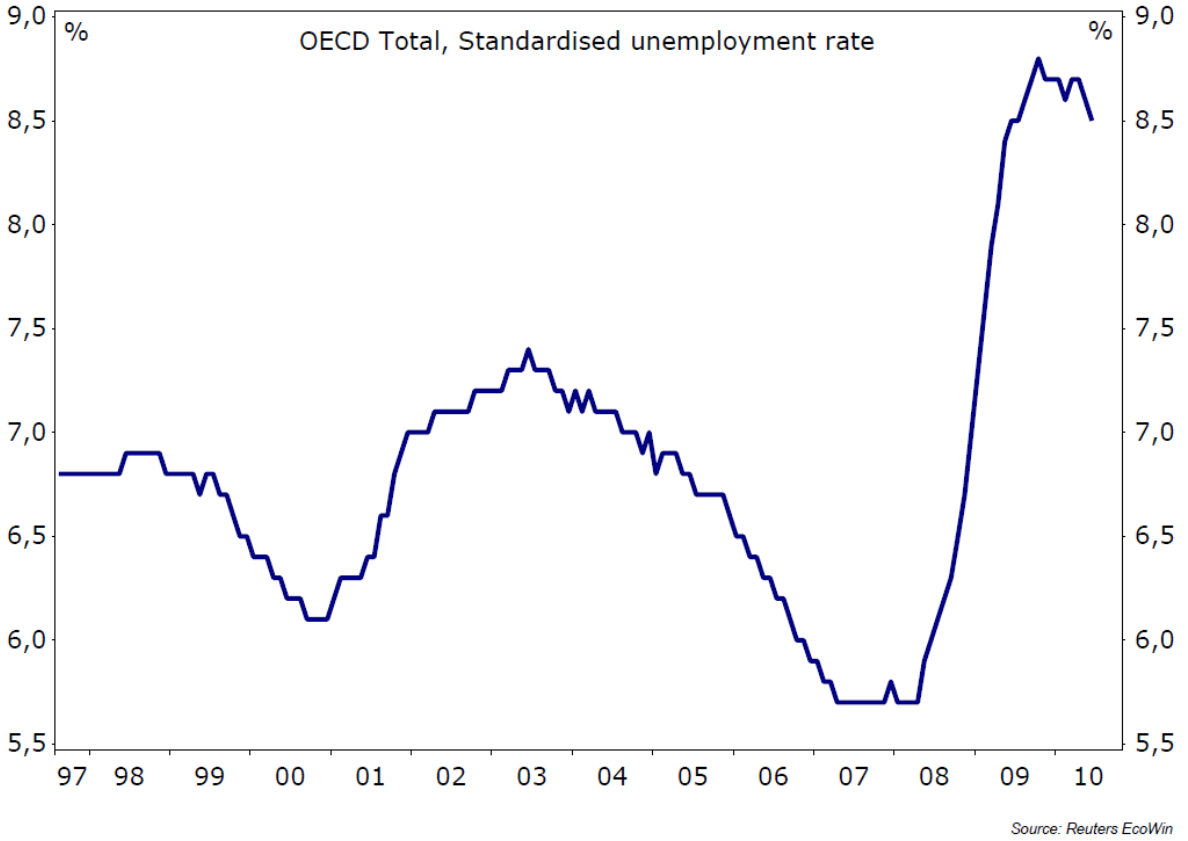
Οι επιπτώσεις σε μέρη της Ευρώπης ήταν τόσο σοβαρές όπως και στην Αμερική εξαιτίας των στενών συνδέσμων με τον Αμερικάνικο οικονομικό τομέα. Όμως οι επιπτώσεις διέφεραν σημαντικά μεταξύ χωρών.

Οι αρνητικές επιπτώσεις της κρίσης φιλτραρίστηκαν στην εξαγωγική Ασία και οικονομίες του Ειρηνικού μέσω των τρεχούμενων και λογαριασμών κεφαλαίου του ισοζυγίου πληρωμών. Η ξένη ζήτηση για τις εξαγωγές της περιοχής έπεσε απότομα. Ο όγκος των Ιαπωνικών εξαγωγών έπεσε κατά 35% μέσα σε δύο τρίμηνα. Στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες χώρες, όπου η ανάπτυξη εξαρτάται σε πολύ μεγάλο βαθμό σε ξένες επενδύσεις και χρηματοδότηση, οι επενδυτές απόσυραν μαζικά τις επενδύεις τους, κάτι που είχε αρνητικό αντίκτυπο στην παραγωγή, ανάπτυξη των επιχειρήσεων και αξίες της αγοράς.

Στη πρόβλεψη στο Economic Outlook τον Απρίλη του 2010 το IMF υπολόγισε ότι το παγκόσμιο GDP συρρικνώθηκε κατά 2% το 2009, η πιο απότομη πτώση στην παγκόσμια ανάπτυξη στην πρόσφατη ιστορία. Οι ανεπτυγμένες χώρες ήταν χειρότερες από ότι οι αναπτυσσόμενες κατά μέσο όρο. Όμως, μερικές από τις αναπτυσσόμενες χώρες στην ανατολική Ευρώπη και την κεντρική Ασία είχαν τις χειρότερες αποδόσεις στο κόσμο, μερικώς να οφείλεται σε μακροοικονομικές ανισορροπίες. Οι πιο ήπιες επιπτώσεις είχαν καταγραφεί στη Νότια Ασία , την Μέση Ανατολή και Βόρεια Αφρική . Η Λατινική Αμερική επηρεάστηκε λιγότερο από τις επιπτώσεις του πρώτου γύρου από την κρίση των οικονομικών αγορών, αλλά παρόλο τούτο εισήλθε στην ύφεση μόλις έπεσαν οι εξαγωγές.

Το μεγάλο οικονομικό κατρακύλημα φυσιολογικά είχε μεγάλες κοινωνικές επιπτώσεις επίσης. Ο πιο σημαντικός αντίκτυπος ήταν η αύξηση της ανεργίας. Η μειωμένη ζήτηση ανάγκασε τις εταιρείες να αποδεσμεύσουν εκατομμύρια ανθρώπων και η ανεργία θέρισε σε πολλές χώρες (εικόνα 5).

Figure 5 Large and rapid increase in unemployment

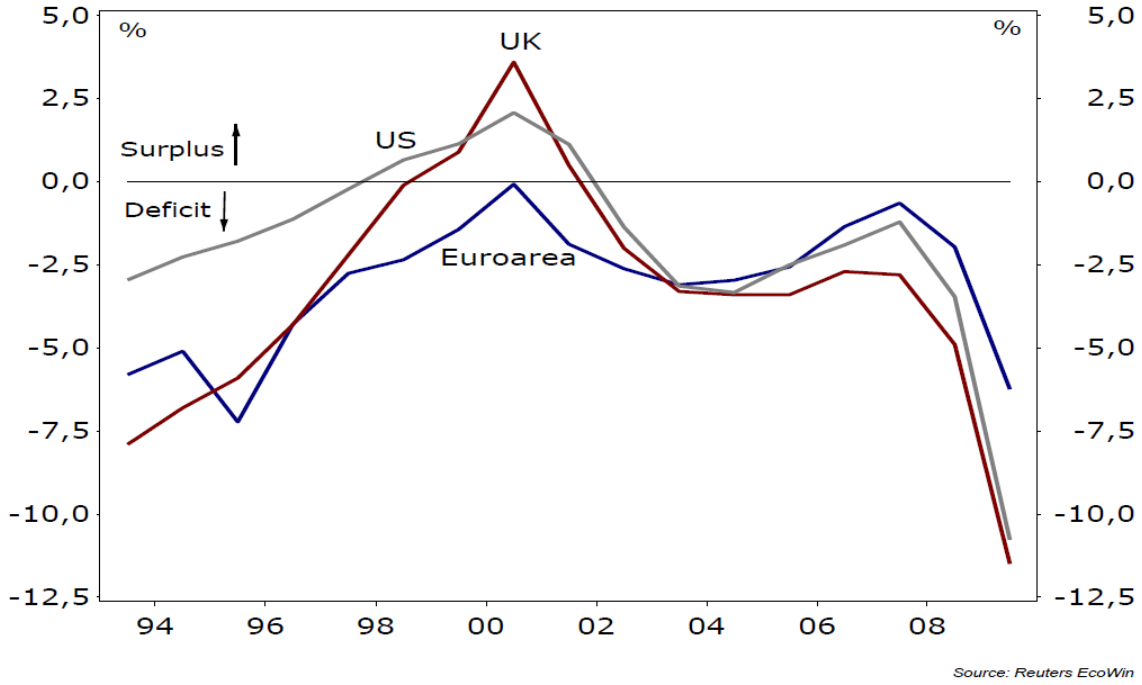


Η χρηματοπιστωτική και οικονομική κρίση είχαν σημαντικές επιπτώσεις στα δημόσια οικονομικά. Η χρηματοπιστωτική θέση ήταν πολύ πιεσμένη σε πολλές χώρες. Αυτή είναι κυρίως μια συνέπεια της άνευ προηγουμένου κατρακυλίσματος στην πραγματική οικονομία και σε λιγότερο βαθμό, στα διακριτικά δημοσιονομικά μέτρα πολιτικής και διοχέτευσης δημόσιων κεφαλαίων σε χρηματοπιστωτικές εταιρείες. Το IMF υπολογίζει ότι τα διακριτικά μέτρα το 2009 στις χώρες των G20 αναλογούσαν στο 2% του GDP και η οικονομική στήριξη στον οικονομικό τομέα στο 2.2%. Όμως, τα μεγάλα δημόσια ελλείμματα που βλέπουμε σήμερα αντανακλούν την αδύνατη οικονομική θέση που είχαν μερικές χώρες και πριν αρχίσει η κρίση.

Κατά τη διάρκεια της περασμένης δεκαετίας πολλές χώρες κατέγραψαν επαναλαμβανόμενα ελλείμματα στα δημόσια οικονομικά και μόνο στις φάσεις της άνθισης (boom) είχαν πλεονάσματα. Όπως μπορεί να ιδωθεί από την εικόνα 6, η ευρωζώνη δεν ήταν ποτέ σε

πλεόνασμα κατά τη διάρκεια των τελευταίων δύο δεκαετιών. Η Αμερική και η Αγγλία είχαν πλεονάσματα κατά τη διάρκεια του boom στην αλλαγή του αιώνα.

Figure 6 Public sector finances/GDP



Ο συνδυασμός μεγάλων πτώσεων στα εισοδήματα και ψηλών δαπανών είχαν σε συνδυασμό μειώσει πολλών κυβερνήσεων την ικανότητα να αντιμετωπίσουν την πτώση στην οικονομική δραστηριότητα με μια επεκτατική δημοσιονομική πολιτική. Οι παραδοσιακές οικονομικές πολιτικές έπρεπε να ήταν υπεύθυνες για μια σταθεροποιητική πολιτική, αλλά εφόσον τα επιτόκια πλησίασαν το μηδέν, η σκοπιμότητα για περισσότερο επεκτατικές οικονομικές πολιτικές έχει περιοριστεί. Ένεκα της σοβαρής ύφεσης είχε γίνει αντιληπτή η ανάγκη για επεκτατική δημοσιονομική πολιτική. Όμως, η έλλειψη δημοσιονομικής σταθερότητας κατά την διάρκεια των χρόνων της άνθισης που προηγήθηκαν της κρίσης υπέθεσαν ότι πολλές χώρες, ειδικά οι μικρότερες, θα ήταν δύσκολο να πείσουν διεθνείς επενδυτές να κάμουν επί πλέον αγορές του κυβερνητικού χρέους.

1. Ανάπτυξη της κρίσης στις Ηνωμένες πολιτείες Αμερικής

Η κρίση προήλθε από την αγορά ακινήτων. Το 2006 η κατασκευαστική δραστηριότητα μειώθηκε σημαντικά όταν οι τιμές των ακινήτων άρχισαν να μειώνονται. Η πραγματική οικονομία επιβραδύνθηκε όταν τα νοικοκυριά ανταποκρίθηκαν στην πτώση των τιμών των οικιών αυξάνοντας τις οικονομίες τους. Επιπρόσθετα τα πιστωτικά ιδρύματα άρχισαν να περιορίζουν τα δανειστικά τους επίπεδα το τέλος του 2006 και αυτό συνεχίστηκε κατά την διάρκεια των χρόνων που ακολούθησαν. Όμως αυτή η πτώση στην εσωτερική ζήτηση μερικώς εξουδετερώθηκε από την συνεχή ανάπτυξη στις εξαγωγές.

Η επιβράδυνση σύναδε με μια κανονική πτώση, ώσπου ξέσπασε η οικονομική κρίση . Σ αυτό το σημείο πολλοί οικονομικοί οργανισμοί κατέρρευσαν και οι τιμές των μετοχών επίσης. Ο οικονομικός τομέας δεν μπορούσε να συγκρατήσει κανονική δραστηριότητα η οποία επηρέασε την πραγματική οικονομία με πολλούς τρόπους. Οι τιμές των ακινήτων έφτασαν σε ρεκόρ χαμηλά επίπεδα και ο ιδιωτικός τομέας μείωσε τα χρέη του για πρώτη φορά από το 1955 και τα προβλήματα χρηματοδότησης του εμπορίου συνέτειναν στο να μειωθούν οι εξαγωγές κατά 25%.

Σ αυτό το σημείο ολόκληρη η οικονομία ήταν ήδη σε κατηφορικό δρόμο. Η εμπιστοσύνη των νοικοκυριών έπεσε σε επίπεδα ρεκόρ σύμφωνα με κάποιες μετρήσεις και οι προσωπικές δαπάνες κατέγραψαν την μεγαλύτερη πτώση από το δεύτερο παγκόσμιο πόλεμο. Ο τομέας της αυτοκινητοβιομηχανίας επηρεάστηκε επίσης, εφόσον οι πωλήσεις έπεσαν κατακόρυφα. Η βιομηχανική παραγωγή μειώθηκε κατά 15%, η μεγαλύτερη από το δεύτερο παγκόσμιο πόλεμο, η αγορά εργασίας χειροτέρεψε δραματικά και το ποσοστό ανεργίας έφθασε στο ψηλότερο επίπεδο από τις αρχές του 1980.

Η ανταπόκριση της πολιτείας ήταν χωρίς προηγούμενο. Το Federal Reserve μείωσε τα νόμιμα επιτόκια κοντά στο μηδέν, εισήγαγε μαζικά μέτρα ρευστότητας και αγόρασε ομόλογα. Η κυβέρνηση ετοίμασε δύο δημοσιονομικά πακέτα μέτρων σχεδόν ενός τρισεκατομμυρίων δολαρίων.

Με το χρόνο τα μέτρα που πήρε ομοσπονδιακό ταμείο και η κυβέρνηση επανέφεραν μερικώς την εμπιστοσύνη και η αγορά άρχισε να λειτουργά πιο ομαλά ξανά. Οι μετοχές άρχισαν να

ανακάμπτουν και μέχρι τα μέσα του 2009 η υπόλοιπη οικονομία ακολούθησε ανάλογα. Η οικονομία επανέκαμψε αρκετά δυναμικά και το 2010 αναμενόταν να μεγαλώσει κατά 3%.

2. Η ανάπτυξη της κρίσης στην Ευρώπη

Πολλοί παρατηρητές πίστευαν ότι η ΕΕ δεν θα επηρεαζόταν σημαντικά από τις πιεσμένες αγορές και την κατρακύλα στις Ηνωμένες πολιτείες. Στις προβλέψεις της άνοιξης του 2008 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή προέβλεψε ανάπτυξη το 2009 του τάξης του 1.5%, ελαφρώς χαμηλότερη από αυτή του 2008. Όμως η ανάπτυξη είχε ήδη μειωθεί το δεύτερο τρίμηνο του 2008 εφόσον τα περισσότερα μέρη της οικονομίας συρρικνώθηκαν ελαφρώς. Οι εταιρείες άρχισαν να αναστέλλουν τις σταθερές επενδύσεις τους και τα νοικοκυριά μείωσαν τα σχέδια τους για κατανάλωση. Σ αυτό το σημείο οι εξελίξεις ήταν αυτές της ελαφριάς ύφεσης.

Η οικονομική κρίση κτύπησε γερά την ΕΕ στα μέσα του Σεπτέμβρη του 2008. Η πρόσβαση σε κεφάλαια ήταν περιορισμένη, η επιβίωση των τραπεζών ήταν αβέβαιη και οι μετοχές έπεσαν. Η πραγματική οικονομία επηρεάστηκε σοβαρά. Η χρηματοδότηση του εμπορίου στέγνωσε και ο όγκος των εξαγωγών μειώθηκε σχεδόν 15% κατά τη διάρκεια των επόμενων δυο τριμήνων, μια πρωτόγνωρη κατρακύλα σ αυτή τη περιοχή. Η εμπιστοσύνη του καταναλωτή έπεσε σε επίπεδα ρεκόρ στην ευρωζώνη και τα νοικοκυριά συγκρατήθηκαν στις διακριτικές τους δαπάνες. Η αγορά κεφαλαιουχικών αγαθών αναβλήθηκε και οι πωλήσεις αυτοκινήτων έπεσαν σχεδόν 25% κατ έτος.

Η πραγματική οικονομία αναπτύχθηκε ανισόρροπα μέσα στην περιοχή. Οι κύριοι παράγοντες πίσω από τις διαφορές ήταν ο βαθμός των οικονομικών συνδέσμων και οι μακροοικονομικές πολιτικές που ακολουθήθηκαν πριν την κρίση. Το Ηνωμένο Βασίλειο υπέφερε από την μεγάλη έκθεση του στις αγορές. Οι χώρες που είχαν μεγάλες ανισορροπίες κατά τη διάρκεια της άνθισης υπέφεραν όταν οι αγορές άρχισαν να διορθώνονται. Οι Βαλτικές Χώρες, Ιρλανδία, Ισλανδία και Ουκρανία είναι τα πιο εμφανή παραδείγματα. Οι οικονομίες που εξαρτούντο σε μεγάλο βαθμό από τις εξαγωγές κατέγραψαν μεγάλες οπισθοχωρήσεις. Επιπρόσθετα, οι χώρες που έζησαν την άνθιση(boom) στο κατασκευαστικό τομέα οικιών, στο πίσω μέρος της απότομης αύξησης των τιμών των σπιτιών, κατέγραψαν

τεράστιες οπισθοδρομήσεις στο κατασκευαστικό τομέα εφόσον η ζήτηση για νέες οικίες σχεδόν εξαφανίστηκε.

Στην ευρωζώνη και πολλές άλλες χώρες η χρηματοπιστωτική πολιτική έγινε πολύ στηρικτική. Τα επιτόκια χαμηλώθηκαν λίγο πιο πάνω από το μηδέν και οι κεντρικές τράπεζες προμήθευσαν μαζικά ρευστότητα για να στηρίξουν τον οικονομικό τομέα. Στις πιο πολλές χώρες οι δημοσιονομικές πολιτικές χαλάρωσαν, συχνά πολύ σημαντικά.

Όταν η οικονομική πίεση απαλύνθηκε και οι επεκτατικές οικονομικές πολιτικές διασπάρθηκαν, η δραστηριότητα σιγά σιγά ανταποκρίθηκε κατά τη διάρκεια του δευτέρου μέρους του 2009 και η πρόβλεψη για το 2010 ήταν μια ταπεινή μέτρια επέκταση του 1.5% στην ευρωζώνη.

3. Η ανάπτυξη της κρίσης στην Ασία

Οι Ασιατικές χώρες ήταν λιγότερο εκτεθειμένες στην οικονομική πίεση εφόσον οι αγορές και οι επενδυτές ήταν λιγότερο συνενωμένες με τις χώρες στο αποκορύφωμα της κρίσης. Όμως οι συνεπακόλουθες επιπτώσεις στην πραγματική οικονομία ήταν μεγάλες, λόγω των μεγάλων εμπορικών επιπτώσεων. Υπήρχαν όμως μεγάλες διαφορές μεταξύ των χωρών.

Η Κίνα είναι περίπτωση σε πολλές απόψεις. Είναι πολύ μεγάλη οικονομία με ψηλές αποταμιεύσεις και ψηλά πλεονάσματα στο τρεχούμενο λογαριασμό. Παρόλο που ήταν ο μεγαλύτερος επενδυτής στην Αμερικανική οικονομία σε αγαθά, η κινεζική οικονομία δεν επηρεάστηκε σημαντικά με τη πτώση των αγαθών στην Αμερική εφόσον κυβερνητικοί οργανισμοί ανάλαβαν τις ζημιές. Όμως, οι εξαγωγές έπεσαν σημαντικά κατά 40%. Η Κίνα εισήγαγε ένα μαζικό δημοσιονομικό πακέτο κινήτρων για να αντιμετωπίσει τη δραστική μείωση σε ξένη ζήτηση. Τα κύρια συστατικά ήταν να μεταφέρει στο προσκήνιο έργα υποδομής και κατασκευαστικές δραστηριότητες. Επιπρόσθετα η χρηματοπιστωτική πολιτική χαλάρωσε, τόσο στα επιτόκια όσο και μειώνοντας τις ανάγκες σε αποθεματικά, μειώνοντας έτσι το σχετικό δείκτη που ήταν αναγκαίος. Μέσω μιας επεκτατικής οικονομικής πολιτικής, η Κίνα κατάφερε να περιορίσει τις συνέπειες στην ανάπτυξη του Ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος το 2009.

Οι χώρες της περιοχής με πιο ανοικτές οικονομίες κτυπήθηκαν σκληρά. Στην Ιαπωνία η εξαγωγές έπεσαν κατά 35% σε μικρό χρονικό διάστημα. Η πτώση στις εξαγωγές τροφοδοτήθηκε στις υπόλοιπες οικονομίες αλλά σε μικρότερο βαθμό από ότι το Δυτικό μέρες του κόσμου. Η Ασία σαν περιοχή, αποδείχτηκε αιφνιδιαστικά να είναι ανθεκτική στη παγκόσμια οικονομική επιβράδυνση.

Ένας λόγος πίσω από την ανθεκτικότητα αυτή, ήταν ότι μερικές χώρες της περιοχής είχαν συσσωρεύσει ανισορροπίες κατά τη διάρκεια της μεγάλες ανάπτυξης. Τα μαθήματα που εξήχθηκαν από την ασιατική κρίση ήταν η επιδίωξη αξιόπιστων μακροοικονομικών πολιτικών.

Λόγω των ήδη επεκτατικών μέτρων χρηματοπιστωτικής πολιτικής, η Ιαπωνία υπήρχε λίγη πιθανότητα να επηρεαστεί περεταίρω. Πολλές άλλες κεντρικές τράπεζες στις ασιατικές χώρες, πράγματι μείωσα τα επιτόκιο σημαντικά, όχι όμως στο βαθμό που έγινε στη δυτική Ευρώπη και στην Αμερική. Οι περισσότερες χώρες στην Ασία, επίσης εφήρμοσαν μέτρα να κεντρίσουν τη συνολική ζήτηση μέσω της χρηματοοικονομικής επέκτασης. Το χρηματοοικονομικό ερέθισμα σε 11 ασιατικές αναπτυσσόμενες οικονομίες, είχε μέσο όρο το 7.1% του ονομαστικού ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος του 2008, σύμφωνα με την Ασιατική Τράπεζα Αναπτύξεως. Στο πίσω μέρος αυτών των ερεθισμάτων, η ανάπτυξη στη νότια Ασία έμεινε στους ίδιους ρυθμούς όπως και το 2008.

Μερικές ασιατικές χώρες ανέκαμψαν πολύ γρήγορα. Η νότιος Κορέα έκαμε μια γρήγορη επιστροφή μετά από 4.5% πτώση στο GDP στο τέταρτο τρίμηνο του 2008. Η οικονομία έφτασε σε νέα ύψη ήδη τρία τρίμηνα μετά. Η περιοχή σαν σύνολο αναμενόταν να επανέλθει δυναμικά το 2010.

ΚΕΦΑΚΑΙΟ ΙΙ. Οι αιτίες της κρίσης

Η πλήρης ιστορία πίσω από την οικονομική κρίση χρειάζεται δεκαετίες για να καταγραφεί. Εάν η μεγάλη ύφεση είναι καθόλου οδηγός, μελέτες πάνω σε τι πραγματικά δημιούργησε τη κρίση θα απασχολεί το μυαλό των οικονομολόγων για μεγάλο χρονικό διάστημα ακόμη. Από ότι αναφέρθηκε ατό το προηγούμενο κεφάλαιο, η κρίση άρχισε από την Αμερική και διαδόθηκε μέσω οικονομικών και πραγματικών οικονομικών καναλιών στον υπόλοιπο κόσμο. Οι χώρες με αδύνατη αρχική οικονομική θέση είχαν κτυπηθεί χειρότερα. Μερικές αιτίες της κρίσης έτσι, μπορούν να εξευρεθούν στις μακροοικονομικής πολιτικές των περασμένων χρόνων. Όμως αποτυχίες στο οικονομικό σύστημα, ιδιαίτερα στην Αμερική, ήταν η ρίζα του προβλήματος. Αυτές οι αποτυχίες ήταν το αποτέλεσμα κληρονομηθέντων αδυναμιών στο οικονομικό σύστημα, οι οικονομικές πολιτικές που ακολουθήθηκαν σε μερικές χώρες και ανεπαρκής ρύθμιση. Στα ακόλουθα προσπαθώ να εξηγήσω μερικές από τις πιο βασικές αιτίες της κρίσης.

Μακροοικονομικές αιτίες

Χαμηλός πληθωρισμός και χαμηλά επιτόκια

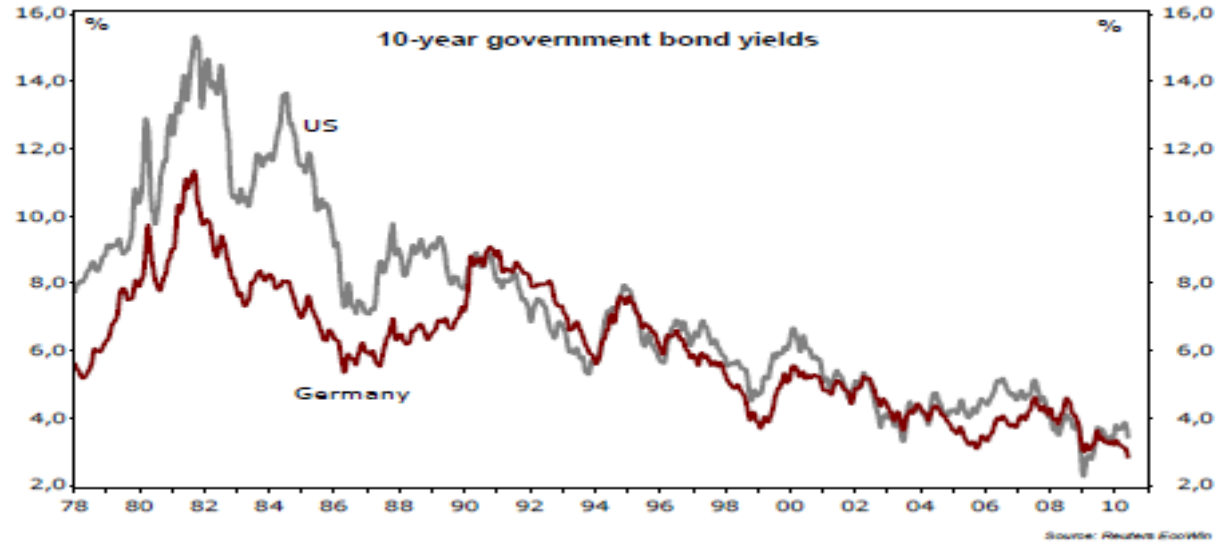
Οι τελευταίες δεκαετίες χαρακτηρίζονταν με ένα ασυνήθιστο ψηλό βαθμό μακροοικονομικής σταθερότητας. Η σταθερή ανάπτυξη ήταν συνδυασμένη με χαμηλό και σταθερό πληθωρισμό στις περισσότερες αναπτυγμένες χώρες. Έτσι αυτή η περίοδος ονομάστηκε the Great Moderation.

Ένας αριθμός παραγόντων συνέβαλε στο χαμηλό πληθωρισμό κατά τη διάρκεια της τελευταίας δεκαετίας. Το άνοιγμα των πρώην κομμουνιστικών χωρών στο παγκόσμιο εμπόριο εξυπάκουε μια μαζική προσφορά χαμηλού κόστους εργατικού δυναμικού στην παγκόσμια οικονομία. Σε συνδυασμό με τη γρήγορη πρόοδο στη χρήση της πληροφορικής, οι παραγωγικές διαδικασίες μπορούσαν να διαιρεθούν σε διάφορα μέρη και να εδράζονται σε διαφορετικές χώρες, με αποτέλεσμα τη μεταφορά της ισορροπίας του παγκοσμίου εμπορίου. Για μερικές εταιρείες, σχεδόν ολόκληρος ο κόσμος έγινε δυνητικά παραγωγικό κέντρο και διαφορετικά κομμάτια μπορούσαν να παραχθούν σε διαφορετικούς τόπους. Αυτό μείωσε τα παραγωγικά κόστη σημαντικά σε πολλές χώρες. Μια έμμεση επίπτωση της αυξημένης ευελιξίας των παραγωγικών μέσων, ήταν ότι η διαπραγματευτική δύναμη των τοπικών

εμπορικών συνδικάτων αδυνάτισε, συγκρατώντας πίσω την ανάπτυξη των μισθών στις πιο αναπτυγμένες χώρες και εξομάλυνε τις εγχώριες πληθωριστικές πιέσεις.

Πολλές κεντρικές τράπεζες στις αναπτυγμένες χώρες είχαν υιοθέτηση στόχους για το πληθωρισμό τις περασμένες δύο δεκαετίες. Η αλλαγή στη χρηματοπιστωτική πολιτική πλαισίου ήταν επιτυχής στο να μειώσει τα αναμενόμενα το πληθωρισμό. Ο συνδυασμός χαμηλού και χαμηλότερου απ ότι αναμένετο πληθωρισμού, είχε την επίπτωση ότι τα ποσοστά κλειδιά του πληθωρισμού, να κρατηθούν πολύ χαμηλά από τα ιστορικά επίπεδα .

Figure 7 Falling interest rates



Τα χαμηλά επιτόκια είχαν πολλές επιπτώσεις. Ο δανεισμός των ιδιωτών για να αγοράσουν οικιστικές μονάδες έγινε πιο συμφέρον και οι τιμές των οικιών ανέβηκαν σημαντικά σε πολλές χώρες. Οι τιμές διπλασιάστηκαν η τριπλασιάστηκαν σε μόνο μια δεκαετία. Τα νοικοκυριά σ αυτές τις χώρες επίσης κατέγραψαν μια πολύ γρήγορη αύξηση στο δανεισμό τους. Η πιο κοινή μεταβλητή για μέτρηση του χρέους , χρέος/διαθέσιμο εισόδημα, έφθασε σε νέα ύψη σχεδόν σε όλες τις δυτικές χώρες.

Ανάληψη Υψηλότερου κινδύνου

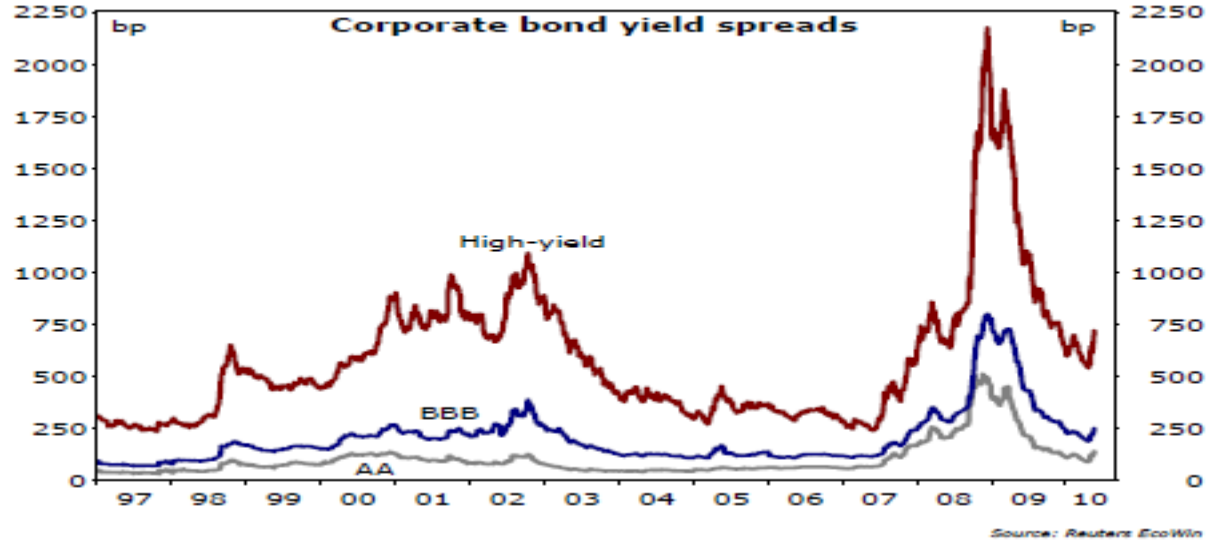
Η αύξηση της ζήτησης για χρέος δεν συνοδεύτηκε με αύξηση των τραπεζικών καταθέσεων. Έτσι, οι τράπεζες αναγκάστηκαν να βρουν λεφτά από άλλου. Αυτό τις έκαμε αυξανόμενα

πιο εξαρτημένες στις αγορές. Άλλοι οικονομικοί παίκτες, όπως τα hedge funds, επίσης στηρίχθηκαν σε τεράστιο βαθμό βραχυπρόθεσμα για χρηματοδότηση στην αγορά, ενώ οι επενδύσεις τους ήταν πιο μακροπρόθεσμες. Έτσι, οι οικονομικοί οργανισμοί συσσώρευσαν κινδύνους ρευστότητας σε μεγάλη κλίμακα.

Τα χαμηλά επιτόκια έκαμαν τους επενδυτές που δεν παίρνουν ρίσκο ανήσυχους. Τα κυβερνητικά ομόλογα κάποτε απέδιδαν λιγότερο από κάποια ταμεία με εγγυημένη απόδοση. Έτσι, αυτοί οι επενδυτές επεδίωξαν ψηλότερο ρίσκο με σκοπό να έχουν μεγαλύτερες αποδόσεις. Άλλοι επενδυτές, εκμεταλλευτήκαν το χαμηλό κόστος δανεισμού για να επενδύσουν σε προϊόντα υψηλού κινδύνου. Με το χρόνο δημιουργήθηκε ψηλότερη ζήτηση για χαμηλού ρίσκου περιθώρια, μεταξύ των συμβατικών σταθερών εισοδημάτων προϊόντων , όταν τα επιτόκια πάνω σε προϊόντα υψηλού κινδύνου έπεσαν. Αυτό ερμηνεύτηκε σαν μια συνέπεια ενός πιο σταθερού μακροοικονομικού περιβάλλοντος, ενώ στην πραγματικότητα ήταν επίσης μια έμμεση επίπτωση της αλλαγής στη συμπεριφορά του επενδυτή στο πίσω μέρος των χαμηλών επιτοκίων.

Ένα συνολικό συμπέρασμα είναι ότι η κοινωνία υποτίμησε παρά πολύ τους κινδύνους. Αυτό ήταν επίσης αλήθεια για πολλές εποπτικές και χρηματοπιστωτικές Αρχές.

Figure 8 Low risk premiums ahead of the crisis



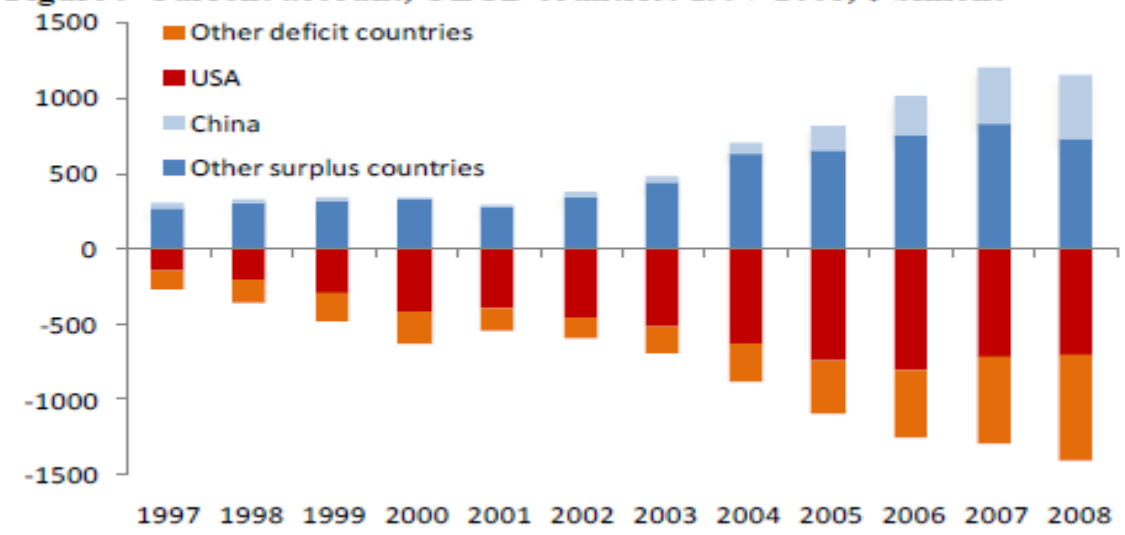
Η μόχλευση επίσης αυξήθηκε, έτσι ώστε να διατηρηθεί μια ψηλή ονομαστική απόδοση κεφαλαίου. Τα Hedge funds και οι επιχειρηματικοί επενδυτές είναι φανερά παραδείγματα. Αλλά οι τράπεζες και πολλές συνηθισμένες εταιρείες επίσης αύξησαν την μόχλευση τους .

Μία άλλη έμμεση μορφή ανάληψης κινδύνου ήταν ότι πολλές εταιρείες και οικονομικοί οργανισμοί, σ ένα μεγάλο βαθμό εξαρτήθηκαν σε βραχυπρόθεσμες χρηματοδοτήσεις και σ ένα καλό repo market. Οι αγορές ρευστότητας θεωρήθηκαν δεδομένες. Όμως, η ρευστότητα στέγνωσε όταν οι επενδυτές έγιναν αβέβαιοι πάνω στη ποιότητα των προϊόντων που είχαν σχέση με asset-backed securities και το repo market. Πολλές εταιρείες και οικονομικοί παίκτες ήρθαν κάτω από οξεία οικονομική πίεση όταν δεν μπορούσαν να αναχρηματοδοτήσουν τους εαυτούς τους μέσω των συνηθισμένων πηγών και οι τράπεζες ήταν διστακτικές να επέμβουν.

Αυξανόμενες ανισορροπίες

Για πολλά χρόνια, ένας αριθμός χωρών διατηρούσαν μεγάλα ελλείμματα στο τρεχούμενο τους λογαριασμό. Αυτή η κατάσταση χειροτέρεψε κατά τη διάρκεια του 2000. Την ίδια στιγμή οι εξαγωγικές χώρες πετρελαίου και μερικές αναδυόμενες χώρες, ειδικά η Κίνα, διατηρούσαν μεγάλα και αυξανόμενα πλεονάσματα στους τρεχούμενους λογαριασμούς των, (είδε εικόνα 9). Ένα μεγάλο ποσοστό από αυτά τα πλεονάσματα είχαν επενδυθεί σε αναπτυγμένες χώρες. Η αυξημένη ζήτηση είχε σαν αποτέλεσμα ψηλότερες τιμές και χαμηλότερες αποδόσεις στα κυβερνητικά ομόλογα και χαμηλές αποδόσεις στα προϊόντα σταθερού εισοδήματος σε όλες τις αναπτυγμένες οικονομίες.

Figure 9 Current account, OECD countries 1997-2008, $ billions



Source: OECD

Έτσι εκτός από όλες τις θετικές επιπτώσεις του χαμηλού πληθωρισμού και χαμηλών επιτοκίων, μια παράπλευρη επίπτωση ήταν η γρήγορη συσσώρευση χρέους μεταξύ νοικοκυριών στο δυτικό κόσμο. Επίσης το οικονομικό σύστημα φορτώθηκε με κίνδυνο, παρόλο που οι συμμετέχοντες ήταν στο μεγαλύτερο βαθμό χωρίς ιδέα περί τούτου.

Αποτυχία να αντιμετωπιστεί ο οικονομικός κύκλος

Πολλές κεντρικές τράπεζες, συγκεκριμένα το αμερικανικό ομοσπονδιακό ταμείο, θεώρησαν ότι έπρεπε να μην ανταποκριθούν στην γρήγορη αύξηση στη πίστωση και τιμές των προϊόντων. Αντί τούτου, αυτές έπρεπε (επιθετικά) να ρίξουν τα επιτόκια ενώ οι τιμές των προϊόντων έπεσαν σημαντικά και οδήγησαν σε μια οικονομική κατρακύλα. Αυτή η προσέγγιση, βασίστηκε στη πεποίθηση ότι δεν μπορούσαν να αναγνωρίσουν μια τιμή προϊόντος αν είναι φούσκα και εάν ακόμη μπορούσαν θα ήταν επικίνδυνο να προσπαθήσουν να την ξεφουσκώσουν - αλλά μπορούσαν να απαλύνουν τις αντιπληθωριστικές επιπτώσεις στην οικονομία σε μια πτώση των τιμών των προϊόντων.

Σε χώρες όπου οι κεντρικές κυβερνήσεις που είχαν αυτή τη προσέγγιση, η ευθύνη για αντιμετώπιση των οικονομικών κύκλων και τις επιπτώσεις των, αφέθηκε στη κυβέρνηση και σ ένα βαθμό στους επόπτες. Όμως, οι επόπτες κυρίως αντιμετώπισαν θέματα που

επηρεάζουν συγκεκριμένες επιχειρήσεις και η επίβλεψη των συστημικών κινδύνων δεν ήταν ποτέ μέρος της δουλειάς τους.

Στο τέλος, δεν ήταν πάντα πολύ καθαρό ποιος ήταν υπεύθυνος για τον οικονομικό κύκλο. Σε πολλές περιπτώσεις η απότομη πιστωτική επέκταση και αυξημένη μόχλευση παρέμεινε χωρίς καμιά δράση.

Αιτίες των αγορών(Financial Market Causes)

Η κρίση συνέβηκε σε μια περίπτωση με ψηλή και σταθερή ανάπτυξη, αλλά επίσης με μεγάλες μακροοικονομικές ανισορροπίες, χαμηλά επιτόκια και άφθονη ρευστότητα. Όμως, ένας καλά κυβερνούμενος και ζηλεμένος οικονομικός τομέας, έπρεπε ίσως να είναι ικανός να λειτουργεί σε τέτοιο περιβάλλον, χωρίς να δημιουργεί τις υπερβολές που παρατηρήθηκαν κατά τη διάρκεια της περασμένης δεκαετίας. Δεν ήταν η πρώτη φόρα που τα επιτόκια ήταν χαμηλά και οι τιμές των προϊόντων ξεπετάχτηκαν. Έτσι, μπορεί να ειπωθεί ότι η κρίση σε πολλούς τρόπους ήταν το αποτέλεσμα κληρονομηθέντων αδυναμιών στις αγορές, που επέτρεψε μια μεγάλη αλλά υποτιμημένη συσσώρευση κινδύνου.

Οι οικονομικές καινοτομίες αύξησαν την πολυπλοκότητα

Οι αγορές και οι οργανισμοί τους μεγάλωσαν αξιοσημείωτα κατά τη διάρκεια των περασμένων δεκαετιών. Στο αναπτυγμένο κόσμο, η απορρύθμιση των αγορών από τη δεκαετία του 1970 σε συνδυασμό με τη παγκοσμιοποίηση, οδήγησε στη δημιουργία μεγάλων και πολύπλοκων διασυνοριακών οικονομικών οργανισμών. Οι παγκόσμιες αγορές έγιναν αυξανόμενα συνδεδεμένες και μεγάλες μεταφορές κεφαλαίων μεταξύ συνόρων και οι αναδυόμενες οικονομίες κέρδισαν ένα αυξανόμενο μερίδιο στο διεθνές εμπόριο. Οι οικονομικές καινοτομίες, τα πρόσφατα χρόνια, αύξησαν την πολυπλοκότητα και τη κλίμακα του δικτύου των μεταξύ τους σχέσεων μεταξύ των οικονομικών οργανισμών. Αυτές οι καινοτομίες κατέστησαν δυνατές, από τη μια σε εξελίξεις στην οικονομική θεωρία, καθώς επίσης και στη τεχνική υποδομή των αγορών.

Ένα παράδειγμα στην απότομη αύξηση στην οικονομική καινοτομία, ήταν το λεγόμενο securitization and over the counter derivatives (OTC derivatives). Πίστευαν ότι θα μπορούσαν να επιτύχουν ψηλές ονομαστικές αποδόσεις, χωρίς σημαντική αύξηση του ρίσκου. Όπως έγινε μετέπειτα φανερό, οι κληρονομηθέντες κίνδυνοι σ αυτά τα νέα προϊόντα, δεν ήταν πλήρως κατανοητοί από τις τράπεζες τις ίδιες η από τους ρυθμιστές και επόπτες.

Η ανάπτυξη του securitization θεωρείτο, από τους περισσότερους σχολιαστές της οικονομικής βιομηχανίας, σαν ένα μέσο για να μειωθούν οι τραπεζικοί κίνδυνοι. Ο σκοπός τους ήταν να αναδιοργανώσουν τα πακέτα και να πωλήσουν πακέτα προϊόντων στους επενδυτές που είναι πιο ικανοί να τα διαχειριστούν. Η αντίληψη πριν την οικονομική κρίση, ήταν ότι το αρχικό και διαδεδομένα μοντέλο του τραπεζικού συστήματος, είχε σαν αποτέλεσμα ότι το ρίσκο θα διακλαδώνεται και μεταδιδόταν πιο πλατιά δια μέσου του παγκόσμιου οικονομικού συστήματος.

Άλλα όταν η κρίση ξέσπασε, έγινε εμφανώς ότι η διακλάδωση του ρίσκου δεν είχε στην πραγματικότητα επιτευχθεί. Η αυξανόμενη χρήση του πιο πάνω μοντέλου δανεισμού, επίσης σήμαινε ότι οι δανειστές είχαν λιγότερο κίνητρο να εφαρμόσουν αυστηρούς έλεγχους, εφόσον τα δάνεια αναμενόταν να παραμένουν στους ισολογισμούς των δανειστών για μικρή χρονική περίοδο.

Η υποτίμηση των πλατιών κινδύνων του συστήματος

Οι εξελίξεις στις οικονομικές αγορές κατά τη διάρκεια των τελευταίων 20 ετών έχουν σε μερικές πτυχές κάμει το οικονομικό σύστημα πιο ευάλωτο σε κτυπήματα της αγοράς. Οι οικονομικοί οργανισμοί έχουν καταστεί αυξανόμενα πιο εξαρτώμενοι στη συνεχή ρευστότητα για εξασφάλιση και σε άλλες αγέρες χρηματοδότησης για τη χρηματοδότηση τους.

Από μόνοι τους οι συμμετέχοντες στην αγορά δεν μπορούν να αναγνωρίσουν η να διευθύνουν το συστημικό κίνδυνο. Σε αναστατωμένες αγορές, οι ενέργειες των τραπεζών είχαν το κίνητρο της αυτοσυντήρησης και έκαμαν το οικονομικό σύστημα λιγότερο σταθερό. Τα ρυθμιστικά πλαίσια έχουν σε μεγάλο βαθμό δημιουργηθεί στη βάση ότι εάν κάθε οικονομικός οργανισμός παρέμεινε ανέπαφος, τότε ολόκληρο το σύστημα θα παρέμενε ανέπαφο. Αλλά αυτή η προσέγγιση υποτίμησε τις επιπτώσεις για τους πλατιούς κίνδυνους

του συστήματος από καινοτομίες στις οικονομικές αγορές. Η επέκταση της διακλάδωσης, για παράδειγμα μέσω επέκτασης στη χρήση των εξασφαλισμένων αγορών και παραγώγων προϊόντων, αύξησε το συστημικό κίνδυνο δημιουργώντας αυξανόμενα περίπλοκο δίκτυο από διασυνδέσεις μεταξύ τραπεζών και άλλους συμμετέχοντες στην αγορά.

Επειδή οι συμμετέχοντες στις οικονομικές αγορές ήταν διασυνδεδεμένοι σε μεγάλο βαθμό, μια πλήρης εξέταση των ρίσκων της επένδυσης η σε δανεισμό σε τράπεζα χρειαζόταν πληροφόρηση για όλους τους εμπλεκόμενους με τις τράπεζες και με όλους τους εμπλεκομένους με τους τελευταίους και πάει λέγοντας. Αυτό είχε δυο σημαντικούς αντίκτυπους:

1. Σε σταθερές οικονομικές αγορές, οι τράπεζες δεν υπολόγισαν πλήρως τις πιθανές επιπτώσεις της αποτυχίας των συνεργαζομένων με αυτές μερών στο υπόλοιπο οικονομικό σύστημα.

2. Όταν οι οικονομικές αγορές αντιμετώπισαν πλατύτερη διαταραχή, οι συμμετέχοντες στην αγορά αποζημιωθήκαν με το παράπονο, για παράδειγμα σταματώντας να δανείζουν αξιόχρεους συνεργάτες τους.

Ο πρώτος από αυτούς τους παράγοντες σήμαινε ότι η πειθαρχία στην αγορά δεν ήταν αρκετή από μόνη της για να εξασφαλίσει ότι ο συστημικός κίνδυνος θα ήταν διαχειρίσιμος αποτελεσματικά. Ο δεύτερος σήμαινε ότι το κτύπημα που επηρέασε ένα, η αμάδα εταιρειών, δημιούργησε ψηλότερη αβεβαιότητα στην αγορά, όπως διάγει μια εταιρεία πωλήσεων λιανικώς η χοντρικώς πάνω σε διαταραγμένες τράπεζες.

Ένα παράδειγμα αυτών των ρίσκων ήταν το γεγονός ότι σε πολλές περιπτώσεις οι προϋποθέσεις μιας γνήσιας πώλησης δεν υπήρχαν όσο αφορά εξασφαλισμένα δάνεια. Οι τράπεζες έκδωσαν πιστωτικές εγγυήσεις η και εγγυήσεις ρευστότητας για αυτά τα προϊόντα. Τυπικά, οι ανάγκες σε κεφάλαια για εγγυήσεις ρευστότητας ήταν χαμηλότερες από πιστωτικές εγγυήσεις και έτσι φθηνότερες για τον εκδότη. Όμως, όταν η ρευστότητα στέγνωσε κατά τη διάρκεια της κρίσης, οι τράπεζες από τις οποίες προήλθαν τα προϊόντα που εγγυούνταν τη ρευστότητα, αγόρασαν πίσω τα προϊόντα, κάτι που έτσι μεταφέρθηκε πίσω στους ισολογισμούς των τραπεζών .

Ανεπαρκής διαχείριση του κινδύνου

Οι οικονομικοί οργανισμοί στηρίχτηκαν πολύ στα δεδομένα του πρόσφατου παρελθόντος σαν μια ένδειξη για τη μελλοντική απόδοση της αγοράς. Όπως καταδείχτηκε πιο πάνω, το σταθερό μακροοικονομικό περιβάλλον, οδήγησε τους επενδυτές να υποτιμήσουν δραματικά την πιθανότητα της πιθανότητας χαμηλών πιθανοτήτων γεγονότων όπως αυτά των τελευταίων δυο αιτών. Τα μοντέλα ρίσκου στις τράπεζες και άλλους οικονομικούς οργανισμούς, φάνηκε ότι ήταν φτωχά δείγματα για το πώς οι συμμετέχοντες στην αγορά θα αντιδρούσαν. Συγκεκριμένα, η χρήση από τις τράπεζες του εκτίμα σε κίνδυνο(var - value at risk) μοντέλου, που χρησιμοποιούσε την ευαισθησία των τιμών των προϊόντων σε σύγκριση με το πρόσφατο παρελθόν για να υπολογίσουν το ρίσκο που εμπεριέχεται σε εμπορεύσιμες μετοχές, αύξησε την τάση των αγορών να υποτιμούν το ρίσκο σε καλούς καιρούς και συνέτεινε στη χειροτέρευση των αγορών.

Τα τεστ πιέσεως αποδείχτηκαν επίσης ανεπαρκή. Αυτά έχουν σκοπό να επιτρέπουν στις τράπεζες να αξιολογούν τις επιπτώσεις πιο ακραίων καταστάσεων στις δραστηριότητες τους, που συνήθως δεν καταγράφοντα από τα παραδοσιακά μοντέλα διαχείρισης κινδύνου. Όμως, τα τεστ πιέσεως που χρησιμοποιήθηκαν είχαν πολλά ελαττώματα. Για παράδειγμα, παρέλειψαν τις επιπτώσεις που έχουν πλατιά κτυπήματα/κλυδωνισμοί στο σύστημα, όπως έλλειψη ρευστότητας και πως τα ρίσκα μεταδίδονται μεταξύ των αγορών σε δυσμενείς καταστάσεις.

Οι οργανισμοί αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας απέτυχαν να αξιολογήσουν τους κινδύνους

Η αποτυχία των οργανισμών αυτών και των επενδυτών να εκτιμήσουν πλήρως η να αντιληφθούν τους οικονομικούς κινδύνους των νέων πολύπλοκων προϊόντων συνέτεινε στη κρίση. Οι οργανισμοί αυτοί πιστευόταν να εξυπηρετούν τους θυροφύλακες στη παγκόσμια αγορά πιστώσεως. Μέσω της καινοτομίας των και συνεχόμενη παρακολούθηση ενός μεγάλου αριθμού αξιολογήσεων σε χρέη και άλλες μετοχές εκδομένες από οργανισμούς, κυβερνήσεις και οχήματα εξασφαλίσεων, οι οργανισμοί αυτοί ασκούν εκτενή επιρροή πάνω σε πρόσβαση στις αγορές κεφαλαίων και την τιμολόγηση και όρους με τους οποίους οι δανειστές παίρνουν πίστωση. Ένα μεγάλο μέρος διαφόρων τύπων προϊόντων

χρηματοδότησης είχαν εκτιμηθεί ψηλά, όμως η μεθοδολογία πάνω στην οποία αυτές οι αξιολογήσεις βασίστηκαν δεν άρπαξε την απότομη και δραματική αύξηση και στις αναγκαστικές πωλήσεις και στο κλείσιμο της αμερικανικής αγοράς οικιών, ειδικά για υποθήκες των νοικοκυριών. Όταν αυτές οι μετοχές άρχισαν να δημιουργούν ζημιές, έγινε ξεκάθαρο ότι οι εκτιμήσεις των δεν αντανακλούσαν ικανοποιητικά το ρίσκο που αυτά τα προϊόντα δυνητικά έθεταν.

Επιπρόσθετα, λόγω της σύγκρουσης συμφερόντων τέτοιων οργανισμών αξιολόγησης, η εμπιστοσύνη στους εκδότες να πληρώσουν τις χρεώσεις των και οι υπάλληλοι των να παράσχουν εισηγήσεις στους έκδοτες στο πώς να καταφέρουν μια επιθυμητή αξιολόγηση, η αξιοπιστία των αξιολογήσεων γενικά είχε αμφισβητηθεί. Επιπρόσθετα, η έννοια των οικονομικών αξιολογήσεων ήταν ένας άλλος παράγοντος που συνέτεινε σ αυτό. Οι οργανισμοί αξιολόγησης χρησιμοποίησαν σύμβολα αξιολόγησης για προϊόντα χρηματοδότησης που ήταν ακριβώς τα ίδια με αυτά των παραδοσιακών εταιρικών μετοχών με σταθερό εισόδημα, παρόλο που είχαν λιγότερη ιστορία με την κατανόηση των προϊόντων χρηματοδότησης.

Τα συστήματα αμοιβών συνέτειναν στην ανάληψη κινδύνου

Οι πρακτικές αποζημιώσεων των οικονομιών οργανισμών οι οποίες ενίσχυσαν χαλαρές εξασφαλίσεις και υπερβολική ανάληψη κινδύνου έχουν επίσης θεωρηθεί σαν συνεισφορέας στην οικονομική κρίση. Ειδικότερα, οι οικονομικοί οργανισμοί δημιούργησαν διαταραγμένα κίνητρα για τους υπάλληλους, αμείβοντας τον όγκο των δανείων η των εξασφαλίσεων αντί της μακροπρόθεσμης ποιότητας των προϊόντων. Αυτό συνέτεινε στην οικονομική κρίση, καθώς οι δανειζόμενοι πήραν κακής ποιότητας δάνεια και κατόπιν τα πώλησαν στη δευτερογενή αγορά, περνώντας έτσι τα ρίσκα στους επενδυτές. Ένας οργανισμός για την οικονομική και κοινωνική ανάπτυξη, σε ένα κείμενο σημείωσε ότι κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990, όταν οι τράπεζες άρχισαν να εστιάζονται σε ταχύτερη ανάπτυξη και επέκταση των κερδών, η στρατηγική των έγινε να μεγαλώνουν τα κέρδη μέσω των εισοδημάτων και τη διαδικασία εξασφαλίσεων. Σαν κίνητρο για τους υπάλληλους να δημιουργούν μεγαλύτερο όγκο, οι οργανισμοί συχνά βάσιζαν τα φιλοδωρήματα στο εισόδημα που δημιουργήθηκε από τα δάνεια η συναλλαγές εξασφάλισης, αντί από τη μακροπρόθεσμη απόδοση των προϊόντων. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα πληρωμές

ανεξαρτήτως από τη τελική ποιότητα του προϊόντος. Για παράδειγμα σύμφωνα με τη τράπεζα των διεθνών συναλλαγών(bis), σε μερικές περιπτώσεις τα κέρδη υπολογίζονταν με πολύπλοκα μαθηματικά μοντέλα για να υπολογίσουν τις ανταμοιβές ακόμη όταν οι αγορές για τα προϊόντα πίσω από τους υπολογισμούς δεν υπήρχαν και έτσι δεν μπορούσαν να πωληθούν. Επιπρόσθετα, οι πληρωμές των εκτελεστικών συμβούλων συχνά βασίζονταν σε βραχυπρόθεσμους δείκτες όπως την ανάπτυξη της τιμής της μετοχής της εταιρείας, αντί για μακροπρόθεσμες αποδόσεις.

Οι τράπεζες παρέκαμψαν τους κανονισμούς για κεφαλαιουχικές ανάγκες

Ένα από τα αντιληφθέντα οφέλη των εξασφαλίσεων ήταν ότι τα ρίσκα μετακινήθηκαν από τις τράπεζες σε άλλα μέρη του οικονομικού συστήματος. Στη θεωρία, το ρίσκο ήταν πλατειά διαδεδομένο μεταξύ των τελικών επενδυτών με την όρεξη και τα μέσα να τον διαχειριστούν. Μερικοί επόπτες θεώρησαν την εξασφάλιση και άλλες οικονομικές καινοτομίες σαν επαναστατικές γιατί μείωσε τα ρίσκα στο τραπεζικό σύστημα και διάδωσε το ρίσκο σε αυτούς που το ήθελαν.

Όμως, λίγοι κατάλαβαν ότι ένα μεγάλο μέρος των εξασφαλισμένων δανείων ακόμη ήταν συνδεδεμένο με τις τράπεζες με διαφόρους τρόπους. Τα spvs που δημιουργήθηκαν για να διαχειριστούν τα εξασφαλισμένα δάνεια ήταν στενά ελεγχόμενα από τις τράπεζες και συχνά περιελάμβαναν άμεσες η έμμεσες εγγυήσεις για χρηματοδότηση. Τα Hedge Funds που είχαν σχέση με τις τράπεζες είχαν παρόμοιες διευθετήσεις. Παρόλο που αυτές οι πιστώσεις δεν φάνηκαν στους ισολογισμούς των τραπεζών η ευθύνη έμεινε σταθερά με τις τράπεζες. Έτσι, σ ένα βαθμό οι τράπεζες ήταν ικανές να παρακάμψουν τους κανονισμούς για κεφάλαια για να μειώσουν το ποσό κεφαλαίων που χρειαζόταν να κρατούν.

Προκυκλικές πιστωτικές προϋποθέσεις

Οι συστημικοί κίνδυνοι συσσωρευτήκαν με το χρόνο. Με την ανάπτυξη, οι τράπεζες είχαν περισσότερη αυτοπεποίθηση και χαλάρωσαν τις πιστωτικές προϋποθέσεις. Με το κατρακύλισμα το αντίθετο συνέβηκε. Αυτή η κίνηση μεταξύ πιστωτικών προϋποθέσεων και του οικονομικού κύκλου ονομάζεται προ- κυκλικός, εφόσον μεγαλώνει τον κύκλο. Η προκυκλική φύση ανάληψη κινδύνου σε οικονομικές αγορές είχε ως αποτέλεσμα οι τράπεζες να είχαν πολύ ψηλή μόχλευση και υπέρ επέκταση κατά τη διάρκεια των καλών

καιρών, κάνοντας τις αγορές σαν σύνολο πιο ευάλωτες σε μια αλλαγή συναισθήματος. Ο Andrian και ο Shin(2007) παρουσίασαν στοιχεία ότι οι οικονομικοί οργανισμοί αύξησαν την μόχλευση τους κατά τη διάρκεια που τα προϊόντα είχαν ψηλές τιμές και μείωναν την μόχλευση κατά την κατρακύλα. Αυτή η συμπεριφορά, σε συνδυασμό με την προκυκλικότητα και την αποτίμηση από αγορά σε αγορά, αυξάνει τις μεταβολές του οικονομικού κύκλου.

Η εφαρμογή των πολιτικών και οι αποτυχίες των ρυθμιστικών αρχών

Οι κυβερνήσεις και οι κεντρικές τράπεζες είναι υπεύθυνες για τη διατήρηση της σταθερότητας στα εσωτερικά οικονομικά τους συστήματα. Μερικές αιτίες της κρίσης μπορούν να εντοπιστούν στις αποτυχίες της ρύθμισης και εποπτείας της οικονομίας της αγοράς. Επιπρόσθετα άλλες πολιτικές αποφάσεις εκτόξευσαν το δανεισμό.

Οι κυβερνητικές πολιτικές μείωσαν τον πιστωτικό έλεγχο

Η κυβερνητική πολιτική έχει σε ορισμένες χώρες επικεντρωθεί στην αύξηση της εγχώριας ιδιοκτησίας. Στις Ηνωμένες πολιτείες για παράδειγμα, η επιθυμία για αύξηση της εγχώριας ιδιοκτησίας οδήγησε στην μεγάλη αύξηση των δανείων (εξασφαλισμένων) για νοικοκυριά, που αργότερα φάνηκε να ήταν η ρίζα της κρίσης. Πολλά προγράμματα είχαν εφαρμοστεί, που παρείχαν βοήθεια στην εκμάθηση για αγορά οικιών για να βοηθήσουν χαμηλόμισθους και τη μειονότητα των οικογενειών να πάρουν δάνεια από ανταγωνιστικές κτηματικές εταιρείες και χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς για να αύξηση την ιδιοκατοίκηση για τις μειονότητες.

Συνεπακόλουθα, οι δανειστές χρησιμοποίησαν αυξανόμενα πιο εξωτικούς τύπους δανείων για να επιτρέψουν δανειστές χαμηλότερης πιστωτικής ποιότητας να μπορούν να πληρώνουν τα δάνεια. Αυτά τα δάνεια είχαν εξασφαλιστεί με αυξανόμενα επιτόκια. Για παράδειγμα μη οικιστικά δάνεια, τυπικά δεν είχαν καμιά τεκμηρίωση των εισοδημάτων των δανειζομένων και είχαν ψηλότερο δείκτη δάνειο προς αξία χρέους προς λόγω εισοδημάτων, μεγάλωσαν δραματικά. Το 2001 οι δανειστές έδωσαν 215 δισεκατομμύρια δολάρια σε μη οικιστικά δάνεια, που αποτελούσε το 10% του συνολικού δανεισμού. Το 2006, οι δανειστές, έδωσαν ένα τρισεκατομμύριο δολάρια σε μη οικιστικά δάνεια, που ήταν το 34% του συνολικού

δανεισμού εκείνο το έτος. Αυτή η επιπρόσθετη ζήτηση για οικίες συνέτεινε στην αύξηση των τιμών των οικιών, έτσι όταν αυτή σταμάτησε αποδείχτηκε η μεγαλύτερη πηγή της κρίσης.

Κανένας υπεύθυνος - η αντιλήφθηκε τους πλατιούς κινδύνους του συστήματος

Τόσο στην Αμερική όσο και στην ΕΕ οι εποπτικές αρχές είχαν κατατεμαχιστεί και είχαν έλλειψη επαρκούς συντονισμού και αποτελεσματικότητας. Αυτό δεν ήταν ένα άγνωστο πρόβλημα. Η BASEL committee on banking supervision, εργάστηκε σε μια προσπάθεια να δημιουργήσει ένα σύστημα επικεφαλής επόπτευσης και στην ΕΕ η αρχή της εγχώριας η φιλοξενούμενης εποπτείας, αναπτύχθηκε έτσι ώστε να δημιουργηθεί διαχωρισμός των υπάλληλων μεταξύ διαφορετικούς επόπτες. Επιπρόσθετα η πρωτοβουλία να δημιουργηθεί ένα κοινό φόρουμ από επόπτες τραπεζών, ασφαλειών και αγορές μετοχών ήταν αναγνώριση της σπουδαιότητας αυτού του θέματος.

Στην Αμερική η εποπτεία των τραπεζών διαιρέθηκε μεταξύ του Fed, OCC, FDIC, OTS και ρυθμιστές του κράτους. Έτσι ώστε να είναι δυνατό να χειριστούν με τράπεζες που επεκτείνονταν στις περισσότερες από αυτές υποχρεωτικές εποπτικές αρχές, ανάπτυξαν περίπλοκα κατασκευάσματα συνεργασίας, συντονισμού, ανταλλαγής πληροφοριών και διαχωρισμού υπαλλήλων. Επιπρόσθετα υπήρχαν δύσκολα προβλήματα των εκπροσώπων που συνέβαιναν όταν μια τράπεζα για παράδειγμα έπρεπε να συνεργαστεί και με τους επόπτες τραπεζών και με το SEC.

Στην ΕΕ, η εποπτική κατασκευή κομματιάστηκε με τα σύνορα των χωρών μελών. Τα κληρονομηθέντα προβλήματα του διασυνοριακού συντονισμού, είχαν αναγνωριστεί για κάποιο διάστημα. Το πρόβλημα του διαχωρισμού υπάλληλων μεταξύ των ντόπιων και φιλοξενούμενων εποπτών ήταν στην ατζέντα και επίσης το ερώτημα της προσπάθειας να εγκαθιδρυθεί μια κεντρική αντίληψη για πιο λειτουργικά εποπτικά θέματα στην ΕΕ.

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εντόπισε αυτά τα θέματα στη διαδικασία της ανάπτυξης του Financial Services Action Plan. Το Lamfalussy report και η εγκαθίδρυση των τριών ευρωπαϊκών επιτροπών που χειρίζονταν θέματα σε σχέση με τα τραπεζικά, ασφαλιστικά και χρηματιστήρια, ήταν στον δρόμο να εγκαθιδρύσουν μια πιο συντονισμένη εποπτική αρχή για όλες τις αγορές της ΕΕ. Όμως, οι προσπάθειες να συντονίσουν μακρό και βραχυπρόθεσμη εποπτεία του οικονομικού συστήματος, δεν οδήγησε σε αξιοσημείωτη αλλαγή πριν ξεσπάσει

η κρίση. Το αποτέλεσμα ήταν ότι ήταν μη ξεκάθαρο ποιο σώμα ήταν υπεύθυνο για τους πλατιούς κινδύνους του συστήματος σ όλη την ΕΕ και ότι αυτοί οι κίνδυνοι είχαν υποτιμηθεί στην εποπτεία συγκεκριμένων οικονομικών οργανισμών. Η εποπτική δομή στην ΕΕ είναι τώρα το θέμα σημαντικής αναδιοργάνωσης.

Έλλειψη διεθνούς εναρμονισμού και συντονισμού

Τα ρυθμιστικά συστήματα σε ξεχωριστές χώρες δεν μπορούσαν να κρατήσουν βηματισμό με τη διεθνοποίηση των πιστωτικών αγορών και της ανάπτυξης της διασυνοριακής τραπεζικής. Όπως αναφέρθηκε πριν από τη δημιουργία του Basel Committee και άλλες παγκόσμιες δομές για ασφαλιστικές και χρηματιστήρια, ήταν ένα βήμα προς τα εμπρός. Ακόμα ένα παρόμοιο βήμα ήταν η εργασία του IMF και του Financial Sector Assessment Programs, όπου οι χώρες εξετάζονται σε ποιο βαθμό συμμορφώνονται σε διεθνή πρότυπα και καλή πρακτική.

Όταν εμφανίστηκε η κρίση φάνηκε ξεκάθαρα ότι οι ρυθμιστές/επόπτες δεν συνεργάστηκαν με ικανοποιητικό τρόπο, έτσι ώστε οι ανταποκρίσεις να λαμβάνονται έγκαιρα με το σωστό τρόπο. Υπάρχουν στοιχεία για προβλήματα συντονισμού και αντίδρασης εγκαίρως. Ένα παράδειγμα είχε σχέση με τις διαφορές σε συστήματα εξασφαλίσεων με καταθέσεις παγκόσμια άλλα επίσης και στην ΕΕ. Η ευρωπαϊκή οδηγία, Deposit Guarantee Directive, σκόπευε μόνο στην ελάχιστη εναρμόνιση. Όταν οι χώρες άλλαξαν δραστικά την κάλυψη στην μέση της κρίσης, ενός μεγάλου βαθμού αβεβαιότητας στις αγορές, τότε ο κίνδυνος για ρυθμιστικό arbitrage εμφανίστηκε.

Η έλλειψη διεθνούς εναρμόνισης ήταν ένα πρόβλημα όσο αφορά το διαχωρισμό μεταξύ υπαλλήλων των εποπτών όταν χειρίζονται μια τράπεζα κάτω από πίεση. Όμως, υπάρχει μια εμπειρία μεταξύ εποπτών στα μεγαλύτερα οικονομικά κέντρα για να διαχειριστεί τράπεζες υπό πίεση. Για παράδειγμα, η απότομη κατάρρευση του LTCM διαχειρίστηκε πολύ αποτελεσματικά από το Fed. Σ ένα πιο γενικό επίπεδο αυτά τα ζητήματα συζητήθηκαν στο Basel Committee on Banking Supervision ήδη από τη δεκαετία του 1980. Παρόλο που υπήρχαν συνεργαζόμενες δομές και αμοιβαίος διαμοιρασμός εμπειριών μεταξύ εποπτών, το πιο θεμελιώδες πρόβλημα εξεύρεσης μιας μακροπρόθεσμης σταθερής δομής και ξεκάθαρου διαχωρισμού υπάλληλων μεταξύ διαφόρων οργανισμών δεν είχε επιλυθεί.

Επίσης μέσα στην ΕΕ υπήρχαν συνεργάσιμες δομές που στηθήκαν μεταξύ εποπτών και εποπτών και τραπεζών. Όμως, η διαίρεση της ευθύνης μεταξύ κεντρικών τραπεζών, υπουργεία οικονομιών και ανεξάρτητους οικονομικούς επόπτες δεν διαχειρίστηκαν κανονικά. Αυτό συνέτεινε στο γεγονός ότι η ΕΕ να υστερεί από ένα αποτελεσματικό μηχανισμό για συνεργασία μεταξύ τραπεζών και εποπτών πάνω σε θέματα οικονομικής σταθερότητας.

Οι επόπτες δεν αντιλήφθηκαν τους κινδύνους η ότι οι τράπεζες παρέκαμψαν τις κεφαλαιουχικές τους ανάγκες .

Ακόμα ένα κληρονομηθέν θέμα που αποδείχτηκε ότι ήταν σημαντικό ήταν το ρυθμιστικό arbitrage στο οποίο η ατελής ρύθμιση του τραπεζικού συστήματος συνέτεινε. Αυτό ήταν πιο εμφανές στην Αμερικανική αγορά για χρηματοδότηση για αγορά οικιών. Αυτή είναι μια αγορά που παραδοσιακά δημιούργησε κίνδυνους στο τραπεζικό σύστημα. Είναι εκπληκτικό ότι η κατάλληλη προσοχή δεν δόθηκε στους κινδύνους που κτίστηκαν όταν οι τράπεζες για πάνω από μια δεκαετία με επιταχυνόμενο βηματισμό εξασφάλιζαν δάνεια για οικίες κατευθυνόμενα σε επικίνδυνους πελάτες.

Μια δύναμη πίσω από αυτή την εξέλιξη ήταν η ρύθμιση κεφαλαίων στις τράπεζες, ότι οι τράπεζες με τη χρήση των οικονομικών τεχνικών ήταν ικανές να παρακάμψουν. Ούτε η US banking regulation ούτε το Basel I capital adequacy regulation αναγνώρισε πλήρως τους κινδύνους που σχετίζονταν με την εξασφάλιση των πιστώσεων. Συνεπακόλουθα, καθόλου η χαμηλό κεφάλαιο δεν χρειαζόταν να κρατηθεί έναντι αυτών των κινδύνων.

Πολλοί είδαν την εξασφάλιση σαν ένα μέσο για να διακλαδώσουν τον κίνδυνο και έτσι κάτι που θα συνέτεινε στην οικονομική σταθερότητα. Την ίδια στιγμή ήταν ξεκάθαρο στην εποπτική κοινότητα ότι η εξασφάλιση εμπεριείχε σοβαρούς κινδύνους που μπορεί να είχαν συστημική σημασία και χρειαζόταν κανονική ρυθμιστική ανταπόκριση. Αυτό εντοπίστηκε στο reform-work in the Basel Committee και εκλήφθηκε σε μια μεγάλη αναμόρφωση έτσι ώστε να αποφευχθεί το ρυθμιστικό arbitrage που θα οδηγούσε σε νέες κεφαλαιουχικές ανάγκες για τράπεζες που ονομάστηκε Basel II. Το αποτέλεσμα αυτής της δουλειάς ήταν ένας πιο έξυπνος γενικός τρόπος να μετρηθεί ο κίνδυνος, κανονισμοί που υποχρέωναν τις

τράπεζες να κρατούν κεφάλαια έναντι ζημιών σε σχέση με τη συνολική έκθεση τους και ενισχυμένους κανονισμούς για τραπεζική εποπτεία.

Παρόλο που η αρχή Base II περιείχε νέο και ενισχυμένο πλαίσιο για εξασφαλίσεις, κάποιοι πταίγουν το Base II για τη μείωση των τραπεζικών κεφαλαίων.

Όμως, το Base II, δηλαδή οι κανονισμοί του δεν εφαρμόστηκαν στην Αμερική όταν η κρίση εξελίκτηκε. Η ΕΕ αποφάσισε να εφαρμόσει το νέο κανονισμό για επάρκεια κεφαλαίων άλλα οι κανονισμοί του Base II δεν ήταν σε εφαρμογή εκεί καθόλου όταν ξεδιπλώθηκε η κρίση. Το ρυθμιστικό arbitrage είχε σημαντικό ρόλο στο κτίσιμο της οικονομικής κρίσης, εφόσον αυξανόμενοι όγκοι πίστωσης θα χρειάζονταν περισσότερα κεφάλαια εάν οι πιστώσεις θα παρέμειναν στους ισολογισμούς των τραπεζών.

Διαδικασίες διάλυσης των τραπεζών

Στο τραπεζικό σύστημα υπάρχουν δυνητικοί εξωτερικοί παράγοντες που σχετίζονται με πτωχεύσεις. Είναι γενικά αποδεκτό ότι η πτώχευση μιας τράπεζας μπορεί να οδηγήσει σε ένα φαινόμενο ντόμινο που θα απειλούσε ολόκληρο το τραπεζικό σύστημα. Η αλληλοσύνδεση των τραπεζών εξυπακούη ότι υπάρχει ουσιαστική διαφορά μεταξύ αποτυχίας μιας τράπεζας και μιας πτώχευσης, για παράδειγμα ενός κατασκευαστή ενδυμάτων . Ένα τέτοιο γεγονός μπορούσε να πρόσφερε ευκαιρία για άλλους κατασκευαστές για επέκταση. Μια αποτυχία της τράπεζας μπορεί να οδήγηση σε ζημιές για άλλες τράπεζες με απαιτήσεις στην υπό κατάρρευση τράπεζα.

Αυτοί οι εξωτερικοί παράγοντες δημιουργούν την ανάγκη για ειδική διαδικασία διάλυσης για οικονομικούς οργανισμούς. Διαδικασίες διάλυσης, όπως το κεφάλαιο 2 στην Αμερική, είναι πολύ χρονοβόρες για να επιτρέψουν συντεταγμένη διάλυση μιας τράπεζας χωρίς να ρισκάρουν την αποτυχία ενός οργανισμού να εξαπλωθεί σε άλλους δρώντες οργανισμούς μέσω επιπτώσεων στις τιμές και επιπτώσεων της ρευστότητας στα χρηματιστήρια. Η έλλειψη κανονικών διαδικασιών, σε πολλές χώρες άφησε τις κυβερνήσεις με λίγες υπαλλακτικές λύσεις από του να κάμουν bail out υπό πτώχευση οργανισμούς.

Οι κυβερνήσεις εγγυούνται το οικονομικό σύστημα

Οι μεγάλες τράπεζες και οι συστημικοί μη τραπεζικοί οικονομικοί οργανισμοί, οι ισολογισμοί τους έχουν έμμεσα και άμεσα εγγυηθεί από το κράτος. Ο λόγος που συνήθως τονίζεται είναι ότι η αποτυχία μιας τράπεζας μπορεί να απειλήσει το σύστημα πληρωμών σαν συνέπεια μετάδοσης μιας αποτυχίας τράπεζας, μέσω του τραπεζικού συστήματος.

Με την εισαγωγή των εγγυημένων καταθέσεων στην Αμερική, μετά τη μεγάλη κρίση του 1930, η κυβέρνηση έδωσε άμεση εγγύηση σε μέρη των ισολογισμών των τραπεζών. Η ασφάλεια καταθέσεων είναι τώρα κοινό σε πολλά μέρη του κόσμου. Επαναλαμβανόμενα κουρέματα άλλων τύπων πιστωτών υπό πτώχευση τραπεζών και συστημικά σημαντικοί άλλοι οικονομικοί οργανισμοί έχουν στην ουσία δημιουργήσει μεγαλύτερη άμεση εγγύηση από τις κυβερνήσεις προς τις τράπεζες. Αυτό έγινε φανερό κατά τη διάρκεια της παρούσας κρίσης.

Εάν το κράτος εγγυάται τη χρηματοδότηση των τραπεζών, το κόστος χρηματοδότησης μειώνεται επειδή οι πιστωτές της τράπεζας δεν έχουν κίνητρο να διαφοροποιηθούν μεταξύ καλών και κακών τραπεζών εφόσον είναι εγγυημένες. Αυτό σημαίνει ότι μια τράπεζα μπορεί να αυξήσει την απόδοση στους μετόχους της αυξάνοντας την μόχλευση με μικρότερο κόστος.Ο Haldane(2010) αποδεικνύει ότι οι κεφαλαιουχικοί δείκτες έχουν μειωθεί και οι ισολογισμοί των τραπεζών έχουν επεκταθεί κατά τη διάρκεια των προηγούμενων 130 ετών τόσο στην Αμερική όσο και στο Ηνωμένο Βασίλειο. Πράγματι, με την αρχή του αιώνα, οι ισολογισμοί των Αγγλικών τραπεζών ήταν περισσότερο από πέντε φορές μεγαλύτεροι από το GDP, 10 φορές πιο πολύ από 40 χρόνια πριν. Όσο οι ισολογισμοί επεκτείνονταν τόσο ο άμεσος κίνδυνος προς το κράτος, ειδικά όταν οι κεφαλαιουχική επάρκεια και η ρευστότητα των τραπεζών μειώθηκε.

Η εξυπακουόμενη εγγύηση έχει μια μακροπρόθεσμη αποσταθεροποιητική επίδραση. Οι προσδοκίες των bail outs για μεγάλους οργανισμούς δημιουργεί ανταγωνιστικό πλεονέκτημα για μεγάλους και αλληλοσυνδεδεμένους οργανισμούς. Οι εγγυήσεις που είναι το αποτέλεσμα προηγούμενων ενεργειών των τραπεζών για να εξασφαλίσουν τη σταθερότητα της αγοράς δημιουργεί κίνητρα για τράπεζες και άλλους οικονομικούς οργανισμούς για να γίνουν πολύ

μεγάλοι για να αποτύχουν. Η παραδοξότητα είναι ότι οι εξωτερικοί παράγοντες που δημιουργούν το συστημικό κίνδυνο δημιουργούνται από το φόβο του συστημικού κινδύνου.

Στο δρόμο της κρίσης της αγοράς οι συμμετέχοντες είχαν την αντίληψη ότι οι εγγυήσεις από κυβερνήσεις, ότι όταν ένα συστημικά σημαντικός οργανισμός θα αποτύχανε οι κυβερνήσεις θα χρησιμοποιούσαν δημόσιο χρήμα έτσι ώστε να σώσουν τον οργανισμό(par.Turner (2009)). Η αίσθηση βασιζόταν σε εμπειρία από προηγούμενες κυβερνητικές παρεμβάσεις ανά τον κόσμο. Όπως μπορεί να ιδωθεί από την κατάρρευση των Lehman Brothers, σε τέτοιες περιπτώσεις ενέργειες που δεν είναι ευθυγραμμισμένες με τις προσδοκίες της αγοράς μπορεί να οδηγήσουν σε μεγάλη αύξηση της αβεβαιότητας στις αγορές.

Περίληψη

Πολλοί είναι οι παράγοντες σε συνδυασμό για να δημιουργήσουν την κρίση. Το μακροοικονομικό περιβάλλον της περασμένης δεκαετίας είδε αυξανόμενες ανισορροπίες, συγκεκριμένα στη Κίνα και στην Αμερική. Ο μεγάλος δείκτης αποταμιεύσεων για παράδειγμα, η Κίνα βοήθησε στη χρηματοδότηση του αυξανόμενου ελλείμματος στον τρεχούμενο λογαριασμό στην Αμερική χωρίς αύξηση του επιπέδου των επιτοκίων. Η παγκοσμιοποίηση μαζί με την αύξηση της παραγωγικότητας, συγκεκριμένα για χάριν της τεχνολογίας της πληροφορικής, μείωσε την πίεση του πληθωρισμού, η οποία μαζί σε συνδυασμό με επεκτατική δημοσιονομική πολιτική σήμαινε ότι τα επιτόκια έγιναν πολύ χαμηλά .Τα χαμηλά επιτόκια μαζί με άφθονη ρευστότητα έσπειραν τη πιστωτική άνθιση στις οικονομικές αγορές. Μια υποτίμηση του κινδύνου αύξησε την ανάπτυξη του οικονομικού τομέα και δημιούργησε ένα ασταθές οικονομικό σύστημα. Η υποτίμηση οφειλόταν σε πολλούς παράγοντες. Νέες οικονομικές καινοτομίες και οι πλατιοί κίνδυνοι του συστήματος, έγιναν κατανοητοί πολύ φτωχά. Οι οργανισμοί αξιολόγησης απέτυχαν να αξιολογήσουν τους κινδύνους, για παράδειγμα με δομημένη χρηματοδότηση. Προ κυκλικά λογιστικά πρότυπα, επίσης κέντρισαν την πιστωτική άνθιση προς την ίδια κατεύθυνση. Επίσης μερικές ειδικές πολιτικές όπως στην Αμερική, η πολιτική να αυξήσει την ιδιοκατοίκηση αύξησε την πρωτογενή αγορά δανεισμού που σήμαινε μια πτώση του πιστωτικού ελέγχου.

Οι κυβερνήσεις και οι κεντρικές τράπεζες είχαν την ευθύνη να διατηρήσουν την οικονομική σταθερότητα μέσω ικανοποιητικής εποπτείας και ρύθμισης των οικονομικών αγορών. Όμως, η εποπτική δομή σε πολλές περιοχές είχε κατακερματιστεί οδηγώντας σε απουσία ευθύνης για τους πλατιούς κινδύνους του συστήματος.

Η εποπτική και ρυθμιστική δομή απέτυχε να συμβαδίσει με την εξέλιξη των οικονομικών αγορών .

Στο παρελθόν, οι κυβερνήσεις απέδειξαν την ετοιμότητα να διασώσουν τράπεζες έτσι ώστε να συγκρατήσουν την οικονομική σταθερότητα. Ένας λόγος γι αυτό είναι οι δυσκολίες κάτω από τα περισσότερα νομικά συστήματα (επικράτειες) να διασώσουν μια τράπεζα χωρίς σοβαρές ενοχλήσεις στην αγορά για καταθέτες και για την οικονομία ως σύνολο. Αυτό έχει στη πράξη δημιουργήσει μια εξυπακουόμενη δημόσια εγγύηση στους πιστωτές του οικονομικού τομέα ότι δεν θα αντιμετωπίσουν ζημιές. Αυτή η εγγύηση σήμαινε ότι οι οργανισμοί θεωρούνταν πολύ μεγάλοι για να αποτύχουν, αντιμετώπιζαν χαμηλότερα κόστη χρηματοδότησης και ότι το μερίδιο των οικονομικών της χώρας μεγάλωνε σε συνδυασμό με το μέγεθος του οικονομικού τομέα. Αυτές οι εγγυήσεις δεν είχαν καταγραφεί στους δημόσιους λογαριασμούς. Η παρούσα κρίση έδειξε ότι οι φορολογούμενοι και τα κοινοβούλια δεν ήταν πλήρως ενήμεροι γι αυτό, κάτι που δείχνει ένα σημαντικό πρόβλημα λογοδοσίας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙΙ Μαθήματα από παρελθοντικές και τρέχουσες κρίσεις

Οι αιτίες πίσω από τη παρούσα κρίση πρέπει επίσης να ιδωθούν σε σχέση με εμπειρίες από παρελθοντικές κρίσεις. Η μεγάλη ύφεση του 1930 είναι ίσως η πιο πλατειά γνωστή και μελετημένη οικονομική κρίση όλων των ετών. Όμως οικονομικές κρίσεις κτύπησαν την παγκόσμια οικονομία με μια συχνότητα στην ιστορία. Η κατάσταση 1 περιγράφει περιληπτικά μερικά χαρακτηριστικά από δυο κρίσεις, τη μεγάλη κρίση του 1930, την ασιατική κρίση του 1990, και την IT-BUBLE με την αλλαγή της χιλιετίας και τη παρούσα κρίση. Παρόλο που οι κρίσεις διαφέρουν, μερικά κοινά χαρακτηριστικά μπορούν να σημειωθούν.

Μια κοινή μορφή είναι ότι η οικονομική ανάπτυξη ακολουθεί ένα **boom - bust** περίοδο όπου οι οικονομικές και οι μακροοικονομικές ανισορροπίες συσσωρεύονται κατά τη διάρκεια της άνθισης(boom). Η οικονομική ανάπτυξη είναι σε ένα μη διατηρήσιμο δρόμο και μετά από ένα συγκεκριμένο γεγονός η άνθιση μετατρέπεται σε κατρακύλα και η οικονομία χειροτερεύει γρήγορα (Ιδε παράρτημα Ι, για μια περιγραφή της άνθισης-πτώσης(BOOM-BUST)της διαδικασίας). Η οικονομική κατρακύλα ωθεί τους παράγοντας πολιτικές να προσπαθούν να απαλύνουν τις επιπτώσεις της κρίσης. Τα μαθήματα πολιτικής από τις κρίσεις, συχνά οδηγούν σε μεγάλες αλλαγές στην ετοιμασία των οργανισμών όσον αφορά τη δημοσιονομική και χρηματοπιστωτική πολιτική κατά τη διάρκεια της συνεπακόλουθης οικονομικής ανάκαμψης.

Γενικά Χαρακτηριστικά

Η περίοδος της άνθισης(boom)

Κοινό σε όλα τα επεισόδια κρίσεων που αναφέρθηκαν στη κατάσταση Ι, είναι ότι οι περίοδοι πριν από τη κρίση είναι σχετισμένες με ψηλή οικονομική ανάπτυξη και άφθονη παροχή πίστωσης. Αυτό εξαπολύει μια αύξηση στις τιμές των αγαθών, μερικές φορές σε μετοχές και κάποτε και στην κτηματική αγορά και στα χρηματιστήρια. Οι αυξανόμενες μακροοικονομικές ανισορροπίες είναι κοινό χαρακτηριστικό, είτε είναι ελλείμματα στο τρεχούμενο λογαριασμό η αυξανόμενος πληθωρισμός.

Επιπρόσθετα, τα δημόσια οικονομικά ενισχύονται με ισχυρή οικονομική δραστηριότητα επίσης όταν υπάρχουν ψηλές τιμές αγαθών. Σε αυτές τις περιπτώσεις τα φορολογικά έσοδα, ειδικά ο εταιρικός φόρος και κεφαλαιουχικός φόρος, αυξάνονται πολύ περισσότερο παρά σε κανονικές συνθήκες. Έτσι η πραγματική κατάσταση των δημόσιων οικονομικών είναι υπερεκτιμημένη επειδή οι επίσημοι αριθμοί υπερβαίνουν την υποκείμενη δομική κατάσταση, συχνά με ένα πλατύ περιθώριο. Για παράδειγμα, σύμφωνα με μία πρόσφατη μελέτη του IMF, η επικεφαλής δημοσιονομική ισορροπία ήταν περίπου 7% πιο ψηλά από τη δομική δημοσιονομική ισορροπία στην Ιρλανδία κατά τη διάρκεια της οικονομικής άνθισης 2006 - 2007.

Table 1. Some characteristics of previous crises

Crisis	Crisis of 2007-2009	IT-Bubble (2000-2001)	Asian Crisis (1997-1998)	The Great Depression (1929-1933)
Boom characteristics	Credit expansion, high leverage, asset price increases (especially real estate), macro economic imbalances, flexible exchange rates	Asset price increases, high investment growth in IT	Asset price increases (stock and real estate prices), high growth, short term borrowing, current account deficits, high inflation, pegged exchange rates	Credit growth, asset price increases, inflation, fixed exchange rates
Trigger event	Falling house prices and the failure of Lehman Brothers	Higher FED rates	Thailand's decision to let the baht float in July 1997	Wall Street crash 1929
Policy response	Expansionary monetary and fiscal policy, bail-outs	Expansionary monetary and fiscal policy	IMF bail-outs, depreciated exchange rates	Initial tightening of monetary policy, exchange rate depreciation

Γεγονότα που έδωσαν το έναυσμα

Οι ανισορροπίες που συσσωρεύτηκαν κατά τη διάρκεια της ανάπτυξης και συνέχισαν μέχρι στο σημείο που η φούσκα έσπασε. Τα εναρκτήρια γεγονότα διαφέρουν από κρίση σε κρίση. Στη περίπτωση της μεγάλης ύφεσης, η κατάρρευση στο Wall Street το 1929 συχνά αναφέρεται σαν η αρχή της κρίσης. Όμως, πήρε κάποιο χρόνο πριν η οικονομική κρίση να μετατραπεί σε μια οξεία κρίση για τη πραγματική οικονομία. Πολλοί ερευνητές ισχυρίζονται

ότι η πολιτική αντιμετώπισης για τις χρηματοπιστωτικές αρχές και κυβερνήσεις έκαμε την ύφεση του 1930 τόσο πιο βαθειά όσο και πιο μεγαλύτερης διάρκειας από ότι ήταν αναγκαίο.

Κατά τη διάρκεια της ασιατικής κρίσης το 1990 στο στόχαστρο ήταν οι σπεκουλαδόροι συναλλάγματος. Η απόφαση της Ταϊλανδής να αφήσει το baht να επιβίωση τον Ιούλιο του 1997, ήταν το αρχικό σημείο μιας σειράς κρίσεων κυρίως συναλλάγματος σ όλη τη περιοχή. Μερικά χρόνια αργότερα το IT bubble, η το Dotcom-bubble, έσπασε όταν τα χρηματιστήρια έφτασαν στο αποκορύφωμα και συνεπακόλουθα έπεσαν απότομα, μερικώς οφειλόμενο στα επιτόκια. Οι επιπτώσεις στην πραγματική οικονομία ήταν όμως σχετικά ελαφριές. Οι σύνδεσμοι μεταξύ της πραγματικής οικονομίας και των χρηματιστηρίων ήταν πιο αδύνατοι από το κανονικό ότι συνήθως, εφόσον η ανάπτυξη είχε χρηματοδοτηθεί με μετοχικό κεφάλαιο αντί μέσω χρηματοοικονομικών οργανισμών.

Ανταπόκριση στις πολιτικές

Ενώ η χρηματοοικονομική πολιτική χρησιμοποιήθηκε για πρώτη φορά για να αντιμετωπιστεί η κρίση κατά τη διάρκεια της κρίσης του 1930, η δημοσιονομική πολιτική έπαιξε ένα πιο σημαντικό ρόλο στην ανάπτυξη της μεγάλης ύφεσης. Επιπρόσθετα, νέοι και πιο αυστηροί κανονισμοί των οικονομικών αγορών είχαν εισαχθεί, που οδήγησε στο σύστημα Bretton Woods, μετά το δεύτερο παγκόσμιο πόλεμο.

Κατά τη διάρκεια της ασιατικής κρίσης, πολλές χώρες επέτρεψαν το συνάλλαγμα τους να διακυμαίνεται. Επιπρόσθετα, πολλές χώρες στη περιοχή εφάρμοσαν μέτρα να μειώσουν τις εισαγωγές. Στη δύση, οι χρηματοπιστωτικές αρχές απάλυναν τη χρηματοπιστωτική πολιτική αξιοσημείωτα. Μετά την IT κρίση, η κύρια πολιτική ανταπόκρισης ήταν ξανά τα χαμηλά επιτόκια.

Τι ήταν διαφορετικό αυτή τη φορά

Η παρούσα κρίση άρχισε μάλλον σιγά σιγά με την πτώση των τιμών των οικιών η οποία με το χρόνο επηρέασε την αξία πολλών οικονομικών προϊόντων. Ο καταλύτης στο οικονομικό πανδαιμόνιο και τη συνεπακόλουθη απότομη πτώση στη παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα ήταν η πτώση των Lehman Brothers. Κατά τη διάρκεια της παρούσας κρίσης η αντίδραση της πολιτικής ήταν χωρίς προηγούμενο. Οι χρηματοπιστωτικές αρχές μείωσαν

τα επιτόκια επιθετικά, σχεδόν στο μηδέν σε πολλές περιπτώσεις. Επιπρόσθετα, παρείχαν διάφορες μορφές ρευστότητας για στήριξη και σε μερικές περιπτώσεις αγόρασαν κυβερνητικό χρέος για να διατηρήσουν τα μακροπρόθεσμα επιτόκια χαμηλά. Οι κυβερνήσεις εισήγαγαν ένα αριθμό μέτρων, περιλαμβανόμενου εγγυήσεων και ενέσεις κεφαλαίων, για να εξασφαλίσουν την επιβίωση των χρηματοπιστωτικών οργανισμών. Επιπρόσθετα, η αντίδραση της χρηματοοικονομικής πολιτικής ήταν εξαιρετικά δυνατή σε μια παγκόσμια βάση, παρόλο που διέφερε από χώρα σε χώρα, εξαρτώμενη μεταξύ άλλων από το μέγεθος της κατρακύλας και την αρχική δημοσιονομική θέση σε κάθε χώρα.

Η πιο σημαντική πτυχή της παρούσας κρίσης ήταν η σπουδαιότητα και η βαθειά επίδραση του οικονομικού τομέα. Κατά την διάρκεια των τελευταίων δεκαετιών ο οικονομικός τομέας πήρε τεράστιες διαστάσεις, έγινε πιο σύνθετος, πιο παγκόσμιος και πιο συνενωμένος από ποτέ άλλοτε. Ούτε οι οικονομικοί οργανισμοί ούτε οι ρυθμιστές και οι επόπτες αντιλήφθησαν πλήρως τις επιπτώσεις του αυξανόμενου πολύπλοκου δικτύου που είχε εξελιχτεί το οικονομικό σύστημα . Επιπρόσθετα οι τράπεζες έγιναν αυξανόμενα εξαρτημένες στις αγορές χρήματος που είναι πολύ πιο ασταθείς από την παραδοσιακή καταθετική βάση. Ο συνδυασμός ενός ευάλωτου οικονομικού συστήματος και η εξάρτηση περίπου σε ημερησία χρηματοδότηση σε μια αγορά που η αξιοπιστία είναι ουσιωδώς αναγκαία, μπορεί να καταστεί επικίνδυνος. Έτσι, παρόλο που δεν έγινε αντιληπτό τότε, οι πλατιοί κίνδυνοι του συστήματος ήταν πολύ πιο μεγάλοι από ποτέ.

Μια άλλη μορφή ήταν η πολυπλοκότητα τόσο των οικονομικών προϊόντων, όσο και μερικών εταιρειών. Ήταν πιθανόν εξαίρεση, ότι όχι μόνον οι επενδυτές άλλα και οι ίδιοι οι οικονομικοί οργανισμοί δεν είχαν αντιληφθεί πλήρως τους κινδύνους που ελλόχευαν. Η πολυπλοκότητα των οικονομικών προϊόντων επίσης συνέτεινε στην αυξανόμενη αβεβαιότητα σε σχέση με τη θεμελιώδη αξία σε μια κατάσταση που οι πιεσμένοι ιδιοκτήτες επεδίωκαν να πωλήσουν τις επενδύσεις τους και όχι μόνο. Αυτό μείωσε τη ζήτηση και οι τιμές έπρεπε να πέσουν πολύ πριν οι αγοραστές ήταν έτοιμοι να ξαναμπούν στην αγορά. Η χρήση του mark-to-market λογιστικοί κανονισμοί για να εκτιμήσουν τα εμπορικά βιβλία επηρέασε τους ισολογισμούς, κάτι που προκάλεσε επιπρόσθετους γύρους πωλήσεων αγαθών. Αυτές οι δομές προκάλεσαν ένα βίαιο κύκλο και συνέτειναν να κάμουν τη κρίση σε συστημική κρίση.

Μια τρίτη μορφή της παρούσας κρίσης ήταν η εξαιρετικά μεγάλη ταχύτητα και το βάθος της κατρακύλας. Παρόλο που μερικές χώρες δεν είχαν επηρεαστεί σοβαρά από τα αρχικά στάδια της οικονομικής κρίσης, σχεδόν όλες οι χώρες είχαν επηρεαστεί σοβαρά από το δεύτερο κύκλο επιπτώσεων στην πραγματική οικονομία. Η έλλειψη χρηματοδότησης του εμπορίου είχε τεράστιες επιπτώσεις στο παγκόσμιο εμπόριο. Οι οικονομικές αγορές που λειτουργούσαν αρρωστημένα οδήγησαν σε εξαιρετική πτώση της εμπιστοσύνης με συνεπακόλουθες επιπτώσεις στη παγκόσμια ζήτηση. Η κατρακύλα είχε διαδοθεί πλατειά και ένας αριθμός χωρών χωρίς προηγούμενο κατέγραψαν αρνητικούς αριθμούς ανάπτυξης.

Ενώ μερικοί παρατηρητές εισηγούνται ότι τα συστήματα αμοιβών έπαιξαν ένα σημαντικό ρόλο στις οικονομικές κρίσεις, άλλοι ισχυρίζονται ότι αυτό ήταν ασήμαντο. Όμως, μια μη επιδιωκόμενη επίπτωση των οικονομικών καινοτομιών και πιο πολύπλοκων προϊόντων ήταν ότι έδωσε τη δυνατότητα σε εμπορευόμενους να δημιουργήσουν θέσεις με ακραίες μοχλεύσεις. Έτσι ο συνδυασμός της ψηλής μόχλευσης και δυνητικά χωρίς περιορισμό αυξανόμενες ανταμοιβές πράγματι αύξησε τους κινδύνους στο οικονομικό σύστημα παρόλο που οι επιπτώσεις είναι πολύ δύσκολο να εκτιμηθούν.

Γιατί οι επιπτώσεις διέφεραν τόσο πολύ από χώρα σε χώρα

Η επίπτωση της κρίσης διαφέρει σημαντικά μεταξύ χωρών. Οι Βαλτικές Χώρες παρατήρησαν το GDP τους να πέφτει περίπου 15% το 2009 ενώ η γειτονική Πολωνία κατέγραψε θετική ανάπτυξη. Η ανάπτυξη στη Ιαπωνία έπεσε περίπου 4% μεταξύ 2008 και 2009, ενώ η πτώση στην Κίνα περιορίστηκε κάτω από 1%.

Τρεις παράγοντες ξεχωρίζουν σαν οι κύριες εξηγήσεις για τις διαφορές στις επιπτώσεις. Ο πρώτος σχετίζεται με πόσο στενά μιας χώρας η οικονομική αγορά ήταν συνδεδεμένη με το Αμερικανικό/διεθνές οικονομικό σύστημα. Οι πιο αδύναμα/χαλαρά συνδεδεμένες χώρες παρατήρησαν μια μικρότερη άμεση επίπτωση από τις πιεσμένες οικονομικές αγορές. Δεύτερον, οι χώρες με συντηρητική μακροοικονομική πολιτική πριν την κρίση τα κατάφεραν καλύτερα συγκρινόμενες με αυτές τις χώρες που επέτρεψαν ανισορροπίες να μεγαλώσουν. Τέλος, οι χώρες με πιο συντηρητικούς ρυθμιστές και εποπτεία των οικονομικών αγορών είχαν μια πιο σταθερή εξέλιξη, παρόλο που το κτύπημα στη πραγματική οικονομία μπορεί να ήταν σοβαρό.

Μια έκθεση από το IMF παρέχει προκαταρτικές απαντήσεις στο γιατί η επίπτωση στην ανάπτυξη διέφερε τόσο αξιοσημείωτα μεταξύ των διαφόρων αναδυόμενων χωρών. Ο πιο σημαντικός παράγοντας ήταν η μόχλευση και μεγέθυνση της πίστωσης. Η μόχλευση επεξήγησε περίπου τα δυο τρίτα της αναθεώρησης της πρόβλεψης για ανάπτυξη για τη μέση χώρα σύμφωνα με την έκθεση. Επιπρόσθετα, χώρες με σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία παρουσίασαν κατά μέσο όρο περισσότερο από δυο ποσοστιαίες μονάδες ανάπτυξη, μεγαλύτερη με αναθεωρήσεις συγκρινόμενες με χώρες με πιο ελαστικές συναλλαγματικές ισοτιμίες. Επιπρόσθετα, παρόλο που τα στοιχεία δεν ήταν αξιόπιστα, η έκθεση επίσης βρήκε ότι χώρες με συμπαγή δημοσιονομική θέση πριν την κρίση είχαν καλύτερη απόδοση στην ανάπτυξη.

Συγκρίνοντας χώρες με διαφορετικές εμπειρίες, όπως ο Καναδάς και η Ισπανία με την Ισλανδία, το μάθημα είναι ότι φαίνεται να είναι ότι μια ρυθμιστική και εποπτική πολιτική μπορούν να αποφύγουν, η τουλάχιστο αξιοσημείωτα να μειώσουν τα προβλήματα που αναφύουν μέσα στον οικονομικό τομέα. Όμως, κατά τη διάρκεια της παγκόσμιας κρίσης, παράγοντες έξω από το οικονομικό τομέα μπορεί να είναι πιο σημαντικοί για την όλη ανάπτυξη της πραγματικής οικονομίας, σε μια συγκεκριμένη χώρα. Ειδικά, εάν χώρες αποτύχουν να επιδιώξουν αξιόπιστες μακροοικονομικές πολιτικές και επιτρέψουν ανισορροπίες να μεγαλώσουν, η κατρακύλα θα είναι πιο εμφανής.

Στο Καναδά, το οικονομικό σύστημα απόδωσε σχετικά καλά κατά τη διάρκεια της κρίσης παρόλη την εγγύτητα στην Αμερική. Αυτό οφειλόταν στη μεγάλη κεφαλαιοποίηση και επίπεδα ρευστότητας, ένα δυνατό ρυθμιστικό πλαίσιο και συντηρητική όρεξη για ρίσκο ανάμεσα στους καναδικούς οικονομικούς οργανισμούς. Επιπρόσθετα, το καναδικό συντηρητικό ρυθμιστικό πλαίσιο, OSFI, εγκαθίδρυσε κεφαλαιουχικές απαιτήσεις που υπερέβαιναν τα διεθνή ελάχιστα επίπεδα. Επιπρόσθετα, οι καναδικές τράπεζες δεν προώθησαν τα δάνεια σε νοικοκυριά σε ένα ουσιαστικό βαθμό, σε αντιδιαστολή με τους οικονομικούς οργανισμούς στην Αμερική. Σύμφωνα με ένα καναδικό εμπορικό σύνδεσμο, τα οικιστικά δάνεια ήταν λιγότερα από 5% από όλα τα εκκρεμεί δάνεια στο Καναδά. Επίσης, οι καναδικές τράπεζες είχαν δυνατό κίνητρο να είναι συντηρητικές στις εξασφαλίσεις, επειδή άμεσα επιβαρύνονταν με το ρίσκο κρατώντας υποθήκες που οι ίδιοι παρείχαν.

Οι καναδέζοι και οι συμμετέχοντες στην αγορά παραπέμπουν σ ένα στρωτό ρυθμιστικό πλαίσιο που προμηθεύει δύναμη στο Καναδικό οικονομικό σύστημα κατά τη διάρκεια της κρίσης. Το OSFI έχει ρυθμιστική ευθύνη πάνω σε όλες τις οντότητες μέσα σε μια εταιρική ομάδα, όχι μόνο στη μητρική εταιρεία η μερικές θυγατρικές. Έτσι, η εποπτεία των τραπεζών περιλαμβάνει και τις θυγατρικές των τραπεζών, που περιλαμβάνον μεγάλες εταιρείες μετοχών. Σύμφωνα με μερικούς παρατηρητές, αυτό ενισχύει την ικανότητα του ρυθμιστή να αντιληφθεί τους κινδύνους που αντιμετωπίζει ολόκληρος ο οργανισμός και δίνει στο ρυθμιστή την εξουσία να εντοπίσει και να δράση πάνω σε δυνητικά προβλήματα σ όλη την ομάδα.

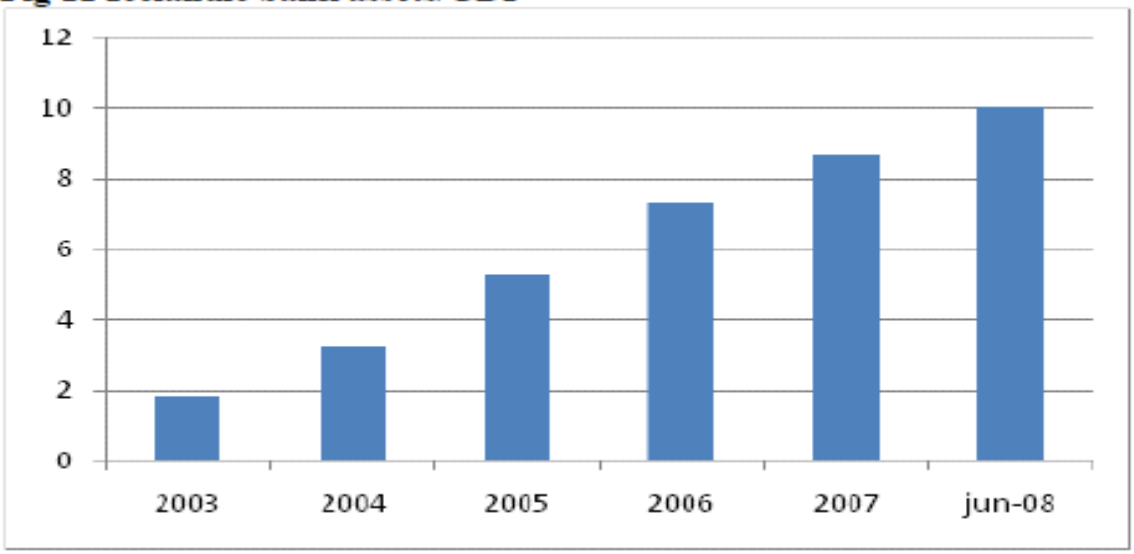
Η Ισπανία είναι ακόμα ένα παράδειγμα μιας χώρας με συντηρητικούς κανονισμούς για το τραπεζικό σύστημα. Ενώ πολλοί επόπτες αγνοούν την εισαγωγή των εκτός ισολογισμών οντοτήτων, ο ισπανικός επόπτης τραπεζών επέμενε ότι οι ισπανικές τράπεζες έπρεπε να χειριστούν επενδυτικά οχήματα σαν να ήταν στον ισολογισμό για κεφαλαιουχικούς σκοπούς. Σαν αποτέλεσμα, η Ισπανία σ ένα μεγάλο βαθμό απέφυγε το ρυθμιστικό arbitrage. Η Ισπανία επίσης εισήγαγε δυναμικές προϋποθέσεις πολύ πιο μπροστά από την κρίση και μέρος της χρησιμότητας μπορεί να ιδωθεί στο ζήλο που επιδεικνύουν μέχρι σήμερα οι περισσότερες ισπανικές τράπεζες. Παρόλο το δυνατό ρυθμιστικό σύστημα, η πραγματική οικονομία είχε επηρεαστεί σοβαρά από τη παγκόσμια κρίση, όταν η ισπανική κατασκευαστική βιομηχανία πήγε σε πτώση. Οι τιμές των σπιτιών έπεσαν κατά 80% από το μέγιστο τους.

Ένα εμφανές παράδειγμα κακοδιαχείρισης αναφορικά με τον οικονομικό τομέα είναι η Ισλανδία. Κατά τη διάρκεια μόνο μερικών ετών τα περιουσιακά στοιχεία των τραπεζών ψήλωσαν από δυο φορές που ήταν σε σύγκριση με το μέγεθος της οικονομίας σε δέκα φορές (εικόνα 11). Αυτή η απότομη αύξηση των πιστώσεων προφανώς συνέβηκε χωρίς συγκεκριμένες ενέργειες από τις αρχές. Όταν ο τραπεζικός τομέας γίνεται τόσο πολύ πιο μεγάλος από την οικονομία, γίνεται πολύ δύσκολο να ελεγχτεί. Έτσι ολόκληρη η χώρα βρέθηκε σε κίνδυνο από το τραπεζικό σύστημα χωρίς καμιά πολιτική αντιμετώπισης.

Οι τράπεζες επεκτάθηκαν πολύ πιο έξω από τη εγχωρία τους βάση και στηρίχτηκαν σε χρηματοδότηση από τις διεθνείς αγορές για να χρηματοδοτήσουν την επέκταση τους εκτός της χώρας. Με το χρόνο οι παίκτες στην αγορά χρήματος έγιναν πιο σκεπτικοί για τη διατηρησιμότητα των Ισλανδικών τραπεζών. Η απότομη επέκταση και η μεγάλη έκθεση για

μερικές εταιρείες, συχνά μητρικές εταιρείες, μείωσαν την πρόσβαση της τράπεζας στην αγορά χρήματος. Αντί τούτου στράφηκαν στη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων. Μερικώς οφειλόμενη στο σύστημα εγγυημένων καταθέσεων και τα νοικοκυριά ανταποκρίθηκαν θετικά. Έτσι η επέκταση μπορούσε να συνεχίσει ακόμη λίγο.

Fig 11 Icelandic bank assets/GDP



Source: Mark J. Flannery, Iceland's Failed Banks: A post-Mortem

Σύμφωνα με την έκθεση για την ειδική έρευνα της επιτροπής τον Απρίλη, η κυβέρνηση, η εποπτική αρχή και η κεντρική τράπεζα απότυχαν παντελώς να αντιμετωπίσουν σχετικά θέματα κατά τη διάρκεια της όλης περιόδου, από την αρχική επέκταση, μέχρι αρχικά προειδοποιητικά σημάδια το 2006 και μετά.

Ένα διαφιλονικούμενο θέμα είναι ο ρόλος της χρηματοπιστωτικής πολιτικής. Ενώ το FED διαφωνεί, σύμφωνα με κάποιους παρατηρητές η χρηματοπιστωτική πολιτική ήταν πολύ ελαστική κατά τη διάρκεια της περασμένης δεκαετίας, ειδικά στην Αμερική. Το OECD υπολόγισε τη διαφορά μεταξύ του δείκτη πολιτικής και του κατάλληλου δείκτη ως εξήχθηκε από το κανόνα του Taylor. Το αποτέλεσμα ήταν ότι οι δείκτες του FED ήταν πολύ χαμηλοί από το 2001 μέχρι την κρίση. Σ ένα σημείο το 2004, οι δείκτες του FED ήταν σχεδόν 4

ποσοστιαίες μονάδες πολύ κάτω σύμφωνα με αυτό τον υπολογισμό. Ο δείκτης στην ευρωζώνη ήταν ακόμη πιο σημαντικά πιο κάτω.

Η επίπτωση στο εμπόριο για τις αγορές των αναδυόμενων οικονομιών δεν ήταν σημαντική στο θέμα του μεγέθους, παραδείγματος χάριν ο βαθμός έκθεσης, σύμφωνα με την έκθεση του IMF. Όμως, τη διαφορά την κάνει η σύνθεση του εμπορίου. Χώρες με μεγάλο μερίδιο βιομηχανικών προϊόντων είχαν συνδεθεί με φτωχότερη απόδοση στην ανάπτυξη, μερικώς οφειλόμενη στη μεγάλη πτώση στη ζήτηση για επενδυτικά προϊόντα. Το αντίθετο στέκει για χώρες με μεγάλο μερίδιο αγαθών. Η Αυστραλία είναι μια από τις λίγες χώρες μέλος του OECD που είχε θετική ανάπτυξη το 2009. Αυτό οφείλετε σε μεγάλο βαθμό στις δυνατές εξαγωγές αγαθών στην Κίνα. Μερικές χώρες της Λατινικής Αμερικής ήταν επίσης λιγότερο εκτεθειμένες στο κατρακύλισμα λόγω του μεγάλου μεριδίου για εξαγωγή αγαθών.

Περίληψη

Οι οικονομικές κρίσεις δεν είναι νέο φαινόμενο. Η παγκόσμια οικονομία έχει από καιρό εις καιρόν κτυπηθεί από κρίσεις και η παρούσα κρίση είναι πιθανόν όχι η τελευταία. Πολλά μαθήματα μπορούν να εξαχθούν συγκρίνοντας προηγούμενες κρίσεις και μεταξύ της ανάπτυξης σε διαφορετικές χώρες κατά τη διάρκεια της παρούσας κρίσης. Ο οικονομικός τομέας μεγάλωσε πολύ πολύπλοκα και οι παίκτες έγιναν πολύ μεγάλοι, πολλές φορές πολύ μεγάλοι για να ελεγχτούν. Αυτοί οι οργανισμοί και τα προϊόντα τους έγιναν έτσι πολύ δύσκολο να ρυθμιστούν και εποπτευθούν. Ακόμη ο εσωτερικός έλεγχος των οικονομικών οργανισμών από τους ίδιους, απέτυχε σε πολλές περιπτώσεις. Το σύστημα αμοιβών πρόσθεσε στη συσσώρευση των κινδύνων. Έτσι οι πλατιοί κίνδυνοι του συστήματος ήταν πολύ μεγαλύτεροι από ποτέ. Επίσης, όταν οι χρηματοδοτικές εταιρείες γίνονται πολύ μεγάλες σε σχέση με την όλη οικονομία, τα δημόσια οικονομικά είναι εκτεθειμένα σε μεγάλα ρίσκα.

Τα πολιτικά και ρυθμιστικά συστήματα απέτυχαν να αντιμετωπίσουν πολλά σημαντικά θέματα. Πιο σημειωτέο ήταν το ζήτημα να ελεγχτούν οι πλατιοί κίνδυνοι του συστήματος. Όμως, οι χώρες που επεδίωξαν μια συντηρητική ρύθμιση και εποπτεία είχαν επηρεαστεί λιγότερο από την κρίση.

Ακόμη ένα μάθημα από την παρούσα κρίση είναι η σπουδαιότητα να επιδιωκτούν αξιόπιστες μακροοικονομικές πολιτικές, ειδικά την περίοδο της μεγάλης ανάπτυξης. Οι χώρες που επέτρεψαν μεγάλες ανισορροπίες να μεγαλώσουν επίσης είχαν τις μεγαλύτερες οπισθοδρομήσεις κατά τη διάρκεια της κρίσης.

Κεφάλαιο IV. Συμπεράσματα και επιπτώσεις για τους ΑΟΕ (Ανώτατους Οργανισμούς Έλεγχου) η SAIs (Supreme Audit Institutions)

Αυτό το κείμενο έδειξε ότι η οικονομική κρίση ήταν το αποτέλεσμα των αποτυχιών των οικονομικών αγορών, μακροοικονομικών προβλημάτων και ελλείψεις στην εφαρμογή των πολιτικών. Ο σκοπός αυτού του κειμένου είναι επίσης να δει και από την άποψη των ΑΟΕ, όταν αναλύει τις αιτίες και τα μαθήματα που εξήχθηκαν από την οικονομική κρίση. Ο σκοπός για ένα ΑΟΕ να ελέγξει μακροοικονομικές εξελίξεις είναι ασφαλώς περιορισμένος. Όμως υπάρχουν τμήματα σχετιζόμενα με τις μακροοικονομικές εξελίξεις τα οποία μπορούν επίσης να είναι μέρος των ΑΟΕ ελεγκτικών αρμοδιοτήτων. Αυτό περιλαμβάνει τον έλεγχο και λογοδοσία πάνω στα οικονομικά των τραπεζών. Υπάρχει η ανάγκη για αξιόπιστες δημοσιονομικές πολιτικές, όταν η οικονομική ανάκαμψη έχει εξασφαλιστεί έτσι ώστε να συγκρατηθεί μακροπρόθεσμη διατηρησιμότητα των δημοσίων οικονομικών. Ελέγχοντας τις δημοσιονομικές πολιτικές των κυβερνήσεων σε σχέση με προεπιλεγμένους δημοσιονομικούς στόχους, μπορεί επίσης να είναι ένα κεφάλαιο το οποίο οι ΑΟΕ μπορούν να διαδραματίσουν ένα πιο σημαντικό ρόλο στο μέλλον.

Μια εκτενής ανακαίνιση της ρυθμιστικής δομής των οικονομικών αγορών είναι στο δρόμο, η τουλάχιστον έχει προταθεί σε πολλές περιοχές, προσπαθώντας να αντιμετωπίσει τις αποτυχίες κατάλληλης ρύθμισης και εποπτείας του οικονομικού συστήματος. Εξασφαλίζοντας ότι κατάλληλη λογοδοσία είναι διατηρήσιμη είναι σημαντικό για τη μακροπρόθεσμη επιτυχία αυτού της ανακαίνισης του ρυθμιστικού πλαισίου. Όμως, η διεθνοποίηση της ρύθμισης και εποπτείας θέτουν μια πρόκληση για εθνικούς ΑΟΕ και διεθνής συνεργασία μπορεί να χρειάζεται.

Η οικονομική κρίση εντόπισε πολλές παλιές και νέες προκλήσεις που αντιμετωπίζουν οι ΑΟΕ με στόχο να ελέγξουν τις επιπτώσεις που θα έχουν ενέργειες από εκτελεστικά τμήματα μιας κυβέρνησης. Ακολούθως επεξηγώ μερικές από αυτές τις προκλήσεις.

Έλεγχος της διατηρησιμότητας των δημοσίων οικονομικών

Όπως αναφέρεται στο κεφάλαιο Ι, τα δημόσια οικονομικά έχουν επηρεαστεί σημαντικά σε πολλές χώρες. Μια αδύνατη αρχική δημοσιονομική θέση έχει θέσει τη μακροπρόθεσμη διατηρησιμότητα πολλών χωρών δημοσίων οικονομικών σε αμφισβήτηση, σημειωτέα στην Ελλάδα αλλά επίσης μεγαλύτερες χώρες όπως το Ηνωμένο Βασίλειο είδαν έντονες συζητήσεις πάνω στη δημοσιονομική τους εμφάνιση. Χώρες με μεγάλα πλεονάσματα κατά τη διάρκεια της ανάπτυξης επίσης υπέστησαν σημαντικά ελλείμματα. Το δομημένο πλεόνασμα του προϋπολογισμού ήταν υπερεκτιμημένο σε πολλές χώρες, όταν η δυνατή ανάπτυξη φάνηκε να ήταν σημαντικά χαμηλότερη απ ότι είχε προβλεπτή.

Η κρίση εντόπισε τη σημασία αξιόπιστων δημοσίων οικονομικών κατά τα χρόνια της ανάπτυξης έτσι ώστε να είναι ικανή να διαχειριστή τη κρίση. Επίσης εντόπισε ότι τα δημοσιονομικά πλαίσια πολιτικής, όπως το Πακέτο για σταθερότητα και ανάπτυξη στην ΕΕ, ήταν ανεπαρκή να εξασφαλίσουν κέρδη κατά τη διάρκεια των καλών οικονομικών περιόδων, δεν χρησιμοποιούνται για να χρηματοδοτήσουν μόνιμες περικοπές φόρων η αυξήσεις δαπανών.

Στα επόμενα χρόνια η οικονομική λιτότητα θα χρειαστεί σε πολλές χώρες έτσι ώστε να αποφευχθούν κυριαρχικές κρίσεις χρέους. Οι στρατηγικές εξόδου θα πρέπει να λάβουν υπόψη τη μακροπρόθεσμη διατηρησιμότητα των δημοσίων οικονομικών και την ίδια στιγμή να αξιολογήσουν την τρέχουσα οικονομική κατάσταση έτσι ώστε να μην υπονομεύσουν την παρούσα ανάκαμψη. Για να επιτευχθεί αυτό, ταυτόχρονα διατηρώντας την εμπιστοσύνη της αγοράς για τα δημόσια οικονομικά, οι χώρες θα πρέπει να κάμουν αξιόπιστους προϋπολογισμούς και να έχουν διαφάνεια και ορθή λογοδοσία για τα οικονομικά του δημόσιου τομέα.

Εμπειρικές μελέτες των δημοσιονομικών κανονισμών και δημοσιονομική διαφάνεια τείνουν να αποδείξουν ότι και οι δυο συντείνουν σε πιο δυνατά αποτελέσματα του προϋπολογισμού. Η χρήση διάφανων μακροπρόθεσμων προβλέψεων, δημοσιονομικών κανονισμών και αριθμητικών στόχων στη διαδικασία του προϋπολογισμού είναι σημαντικό στοιχείο γιατί θέτει τα όρια για διαπραγματεύσεις μεταξύ του υπουργού οικονομικών και τους υπόλοιπους υπουργούς. Οι κανόνες μπορεί να σπάσουν, αλλά είναι σκληρότερο να σπάσεις ένα κανόνα

εάν είναι συγκεκριμένος και τσιμεντομένος. Στην απουσία ενός ανεξάρτητου διαιτητή στο παιχνίδι του προϋπολογισμού οι κανονισμοί μπορεί να ιδωθούν σαν τεχνολογία δέσμευσης, που θέτει το βάρος της απόδειξης στους παίκτες που θέλουν να κάμουν βραχυπρόθεσμα κέρδη, χωρίς να λαμβάνουν υπόψη την όλη μακροπρόθεσμη δημοσιονομική σταθερότητα.

Υπάρχει δυνατή υπόθεση για ανεξάρτητες επιθεωρήσεις της δημοσιονομικής διαφάνειας, της ορθότητας της δημοσιονομικής λογοδοσίας και παρουσίασης και της συμμόρφωσης σε δημοσιονομικούς κανόνες, ότι αυξάνει την αποτελεσματικότητα των δημοσιονομικών πλαισίων. Οι ΑΟΕ, σαν ανεξάρτητες αρχές, μπορεί να παίξουν ένα ζωτικής σημασίας ρόλο για να εξασφαλίσουν ότι τα δημοσιονομικά μαθήματα από την κρίση δεν θα ξεχαστούν με την επόμενη ανάπτυξη.

Έλεγχος των εξυπακουόμενων κυβερνητικών εγγυήσεων

Η παγκοσμιοποίηση και η επέκταση των οικονομικών αγορών δημιούργησε μεγάλες οικονομικές ομάδες και έθεσε σημαντικό συστημικό κίνδυνο στις κυβερνήσεις και φορολογούμενους. Συνδυαζόμενο με ανεπαρκείς διαδικασίες πτώχευσης για τράπεζες, οι κυβερνήσεις συχνά δεν έχουν άλλη επιλογή από το να στηρίξουν τις τράπεζες χρησιμοποιώντας έμμεσες και άμεσες τραπεζικές εγγυήσεις κάτι που δημιουργεί βάρος στους φορολογούμενους και διαταράσσει τα κίνητρα της αγοράς. Ένα από τα πιο σημαντικά μαθήματα της οικονομικής κρίσης είναι ότι η αλληλεπίδραση χρειάζεται να επανεξεταστεί και βελτιωθεί.

Όπως δείχνει το παράδειγμα της Ισλανδίας, οι τράπεζες μπορεί να μην είναι πολύ μεγάλες για να αποτύχουν, αλλά μπορεί επίσης να μεγαλώσουν πολύ μεγάλες για να διασωθούν. Το μέγεθος ολόκληρου του τραπεζικού συστήματος σε σχέση με την όλη οικονομία γίνεται σημαντικός παράγοντας. Το γεγονός ότι ο οικονομικός τομέας έχει μεγαλώσει τόσο μεγάλος συγκρινόμενος με την όλη οικονομία, εξυπακούη ότι ο εξυπακουόμενος κίνδυνος για τα δημόσια οικονομικά που θέτουν οι εγγυήσεις του κράτους, μπορεί σε ορισμένες περιπτώσεις της κρίσης να απειλήσουν τη μακροπρόθεσμη διατηρησιμότητα της οικονομικής θέσης του δημόσιου τομέα. Εάν μια σοβαρή τραπεζική κρίση κτυπήσει την οικονομία οι κίνδυνοι στο τραπεζικό τομέα μπορεί γρήγορα να μεταναστεύσουν στους ισολογισμούς του κράτους.

Οι εκ των πραγμάτων εγγυήσεις για ένα αυξανόμενο οικονομικό τομέα είναι ένα αυξανόμενο πρόβλημα. Η στηρίξει του κράτους αυξάνει το μελλοντικό κίνδυνο για κίνητρα που με τη σειρά αυξαίνει τη στήριξη του κράτους. Δυο πλατειές προσεγγίσεις είναι δυνατές: ο επανασχεδιασμός του οικονομικού συστήματος να μειώσει τη κλίμακα των ασφαλιζόμενων κινδύνων και ο επανασχεδιασμός του κοινωνικού δικτύου ασφάλειας των τραπεζών. Οι ΑΟΕ μπορεί επίσης να σκεφτούν να δώσουν ιδιαίτερη προσοχή σε αυτά τα θέματα, τόσο σε οικονομικούς ελέγχους όσο και ελέγχους απόδοσης.

Η κρίση επίσης απέδειξε το πιθανό κόστος για φορολογούμενους που θα έχουν ρυθμιστικές και εποπτικές αποτυχίες σε συνδυασμό με τους κινδύνους των εξυπακουόμενων εγγυήσεων. Επιπρόσθετα, εφόσον η εγγύηση δεν εκδίδεται επίσημα, δεν τιμολογείται, αλλά λίγο πολύ είναι απεριόριστη. Οι εξυπακουόμενες εγγυήσεις είναι εξ ορισμού μη θετές στο προϋπολογισμό του κράτους, αυτό οδηγεί σε μια υποτίμηση των εγγυήσεων του κράτους και είναι κατά ένα τρόπο ένα λάθος στις οικονομικές καταστάσεις του κράτους. Αυτό είναι κάτι στο οποίο οι ΑΟΕ μπορεί επίσης να σκεφτούν να δώσουν ιδιαίτερη προσοχή.

Ο ρόλος των ΑΟΕ στην προώθηση της λογοδοσίας για οικονομική σταθερότητα

Η ρυθμιστική και εποπτική δομή κατακερματίστηκε σε πολλές χώρες και περιοχές πριν την κρίση. Οι κεντρικές τράπεζες έχουν ειδικό καθεστώς ανεξαρτησίας στην λειτουργία της χρηματοπιστωτικής τους πολιτικής. Επίσης έχουν την ευθύνη στις πιο πολλές χώρες να προάγουν οικονομική σταθερότητα. Όμως η αρχή της οικονομικής σταθερότητας, τι περιλαμβάνει και πως επιτυγχάνεται συχνά δεν καθορίζεται. Η συστημική οικονομική σταθερότητα είναι συχνά μέσα στη πραγματική λειτουργία των κεντρικών τραπεζών, ενώ πολλές χώρες έχουν ξεχωριστές εποπτικές αρχές για την εποπτεία ξεχωριστών συμμετεχόντων της οικονομικής αγοράς. Ο κοινοβουλευτικός έλεγχος και η ανεξάρτητη επιθεώρηση των λειτουργιών των κεντρικών τραπεζών, για να προάγουν οικονομική σταθερότητα, είναι περιορισμένος. Αυτό δημιουργεί ένα κενό στη δομή της λογοδοσίας και οι ΑΟΕ μπορούν να παίξουν ρόλο στον έλεγχο αυτών των λειτουργιών έτσι ώστε να βελτιώσουν το κοινοβουλευτικό έλεγχο. Επιπρόσθετα, οι ΑΟΕ έχουν ρόλο να παίξουν στην εκτίμηση της καταλληλότητας της εποπτικής δομής για οικονομικές αγορές. Εφόσον οι

κεντρικές τράπεζες έχουν ένα σημαντικό ρόλο, να συγκρατούν την οικονομική σταθερότητα, η εργασία τους θα πρέπει να συμπεριληφθεί στους ελέγχους των ΑΟΕ, έτσι ώστε να αυξηθεί ο κοινοβουλευτικός έλεγχος και συνεπώς να αυξηθεί η λογοδοσία. Ελέγχοντας την δουλειά των κεντρικών τραπεζών με οικονομική σταθερότητα μπορεί να είναι εκτός των όρων εντολής ελέγχου για κάποιους ΑΟΕ. Όμως, η οικονομική κρίση εμφάνισε τη σημασία της εξασφάλισης λογοδοσίας σ αυτό το τομέα.

Η κρίση επίσης απέδειξε ότι η εκτέλεση και εφαρμογή πολιτικών σε άλλα πεδία, συγκεκριμένα στην στέγαση, είχαν επιπτώσεις στην οικονομική σταθερότητα. Οι πολιτικές σε σχέση με τη στέγαση διαφόρων τύπων παίζουν ένα σημαντικό ρόλο σε πολλές χώρες. Διαφέρουν από φορολογικές πολιτικές (για ακίνητα) μέχρι δημόσια ιδιοκτησία, οργανισμοί δανεισμού η επιχορηγήσεις για επενδύσεις. Σε πολλές προηγούμενες κρίσεις όπως και στην παρούσα, αλλαγές σ αυτές τις πολιτικές επηρέασαν την οικονομική σταθερότητα. Οι ΑΟΕ μπορούν να ελέγξουν την αποτελεσματικότητα στην εκτέλεση αυτών των πολιτικών και το έχουν πράξει σε μερικές χώρες. Δεδομένου της γνώσης που τώρα έχουμε, είναι σημαντικό επίσης να συμπεριλάβουν τις πιθανές επιπτώσεις των πολιτικών που έχουν χαρακτή μέσα στους ελέγχους.

Ανάγκη για διεθνή συντονισμό και συνεργασία

Ένα μάθημα από την κρίση είναι ότι ενώ ο οικονομικός τομέας έχει μεγαλώσει παγκοσμίως, οι ρυθμιστικές δομές δεν ακλούθησαν και παρέμειναν σε μεγάλο βαθμό εθνικές. Η ανακαίνιση του ρυθμιστικού και εποπτικού πλαισίου τώρα γίνεται σε συνεργασία με το Financial Stability Board, the BIS, τους G20 και την ΕΕ, έχει μετατοπίσει την επικέντρωση σε ποιο διεθνείς κανόνες, για ρύθμιση και εποπτεία. Είναι σημαντικό για τους ΑΟΕ να παρακολουθούν την εκτεταμένη ανακαίνιση του ρυθμιστικού πλαισίου που έχει προταθεί τώρα. Οι ΑΟΕ για παράδειγμα μπορούσαν να επανεξετάσουν την επάρκεια των νέων ρυθμιστικών πλαισίων και των διαδικασιών όταν εγκαθιδρυθούν, το διαμοιρασμό πληροφοριών μεταξύ εποπτών και οι ΑΟΕ σε αντίστοιχες χώρες τη συμμόρφωση με διεθνή πρότυπα. Οι ΑΟΕ επίσης θα πρέπει να αυξήσουν την συνεργασία τους διασυνοριακά έτσι ώστε να ελέγξουν την αποδοτικότητα αυτού του νέου ρυθμιστικού πλαισίου. Στην ΕΕ αυτό

το θέμα είναι ξεχωριστής σημασίας εφόσον τα πλατειά σώματα της ΕΕ έχουν δημιουργηθεί σ αυτό το πεδίο. Γενικά αυτά τα θέματα γίνονται όλο και πιο σημαντικά από το γεγονός ότι η κρίσης έχει αποκαλύψει τα πιθανά κόστη στους φορολογούμενους που μία ελαττωματική ρύθμιση και εποπτεία μπορεί να προκαλέσει.

Προάγοντας διαφανή , αξιόπιστη οικονομική παρουσίαση

Η ανταπόκριση στη παγκόσμια οικονομική κρίση εμφάνισε την ανάγκη για κυβερνήσεις να έχουν διαφανή, αξιόπιστη οικονομική παρουσίαση για να επικοινωνήσουν αποτελεσματικά το οικονομικό αντίκτυπο στην κυβέρνηση σαν αποτέλεσμα των ενεργειών που αναλήφθηκαν. Το θεμέλιο για διαφανή, αξιόπιστο οικονομική παρουσίαση περιλαμβάνει την ετοιμασία οικονομικών καταστάσεων από κυβερνήσεις στη δεδουλευμένη βάση λογιστικής(accruals basis), χρησιμοποιώντας λογιστικά πρότυπα που αναπτύχτηκαν από μια ανεξάρτητη διαδικασία ετοιμασίας προτύπων που ενεργεί για το δημόσιο συμφέρον και ο έλεγχος τέτοιων οικονομικών καταστάσεων χρησιμοποιώντας γενικά αποδεκτά ελεγκτικά πρότυπα.

Οι κυβερνήσεις πρέπει να παραμείνουν υπόλογες για το επίπεδο, ποιότητα και κόστος για υπηρεσίες που προσφέρουν. Για να γίνει τούτο, οι κυβερνήσεις πρέπει να ετοιμάζουν οικονομικές καταστάσεις που είναι διαφανείς και δείχνουν καθαρά πως έχουν χρησιμοποιήσει και σκοπεύουν να χρησιμοποιήσουν πόρους που τους έχουν εμπιστευτεί από τους φορολογούμενους και άλλους συνεισφορείς. Αυτή η παρουσίαση πρέπει να περιλαμβάνει τις ενέργειες της κυβέρνησης σε ανταπόκριση της οικονομικής κρίσης.

Τα λογιστικά πρότυπα που χρησιμοποιούνται για να ετοιμαστούν οι οικονομικές καταστάσεις παίζουν ένα σημαντικό ρόλο για τη διαφάνεια και λογοδοσία. Το μέγεθος της κυβέρνησης-τόσο για ενέργειες για το δημόσιο χρέος και τις ενέργειες στις εσωτερικές αγορές-το καθιστά ζωτικής σημασίας να υπάρχουν λογιστικά πρότυπα που προάγουν διαφάνεια και προμηθεύουν κριτήρια για συνεπή παρουσίαση. Πιο σημαντικά, ένα σετ λογιστικών προτύπων βασισμένα στη δεδουλευμένη μέθοδο είναι αναγκαίο για να αντανακλά κανονικά τις πλήρεις επιπτώσεις των αποφάσεων των πολιτικών που έχουν ακολουθηθεί. Λογιστικά πρότυπα βασισμένα στην ταμειακή μέθοδο(cash basis), ειδικά όταν εφαρμόζονται από κυβερνήσεις σε μεγάλες αλληλοσυνδεδεμένες οικονομίες, μειώνει τη

λογοδοσία και τη διαφάνεια. Επιπρόσθετα, τα λογιστικά πρότυπα θα πρέπει να ετοιμάζονται από μια ανεξάρτητη διαδικασία ετοιμασίας που εξυπηρετεί το δημόσιο συμφέρον. Το INTOSAI Subcommittee on Accounting and Reporting, έχει εκδώσει ένα κείμενο για τη σημασία μιας τέτοιας ανεξάρτητης διαδικασίας.

Επιπρόσθετα, για να παράσχουν αξιοπιστία στις οικονομικές καταστάσεις, θα πρέπει να ελεγχτούν από ένα ανεξάρτητο ελεγκτή χρησιμοποιώντας γενικά αποδεκτά ελεγκτικά πρότυπα. Οι χρήστες θέλουν διαβεβαιώσεις ότι οι οικονομικές καταστάσεις που βασίζονται, έτσι ώστε να πάρουν σημαντικές οικονομικές αποφάσεις, είναι αξιόπιστες, διαφανείς και παρουσιάζουν μια αληθινή και δίκαιη εικόνα όλων των οικονομικών δραστηριοτήτων της κυβέρνησης.

Σε διεθνές επίπεδο, το International Federation OF Accountants (IFAC), καθιέρωσε δυο ανεξάρτητα σώματα ετοιμασίας προτύπων. Το International Public Sector Accounting Standards Board(IPSASB), εγκαθίδρυσε λογιστικά και οικονομικά πρότυπα παρουσίασης για κυβερνητικές οντότητες. Το International Auditing and Assurance Standards Board (IAASB) εγκαθίδρυσε γενικά αποδεκτά οικονομικά ελεγκτικά και διαβεβαιώσεις πρότυπα. Επίσης, το νέο ISSAIs, βασιζόμενο στο IAASB ελεγκτικά πρότυπα, θα βοηθήσει τους ελεγκτές να εφαρμόσουν τα ελεγκτικά πρότυπα σε κυβερνητικούς ελέγχους.

Περιληπτικά, υπάρχει μια αυξανόμενη αναγνώριση, σαν αποτέλεσμα της οικονομικής παρουσίασης σε σχέση με τη δημοσιονομική κρίση και ότι η διαφάνεια και η αξιοπιστία μερικών κυβερνητικών οικονομικών καταστάσεων μπορούσε να βελτιωθεί. Συνεπώς, σε τέτοιες περιπτώσεις, οι ΑΟΕ πρέπει να συνεχίσουν να εργάζονται για να προάγουν μία διαφανή και αξιόπιστο οικονομική παρουσίαση από τέτοιες κυβερνήσεις.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ :

Kindleberger, Charles P, (1996), *Maniacs, Panics, and Crashes – A History of Financial Crises*, John Wiley and Sons, inc, New York.

Lamfalussy Group, (2001), ―Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities markets‖.

Mark J. Flannery, (2009), ―Iceland's Failed Banks: A post-Mortem‖.

Norberg, J. (2009), *Financial Fiasco: How America's infatuation with home ownership and easy money created the economic crisis*, Cato Institute.

Reinhart, C. and K. Rogoff, (2008), ―This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises‖ *National Bureau of Economic Research Working Paper 13882*.

Turner, A. (2009), ―The Turner Review – A regulatory response to the global banking crisis‖, http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/turner_review.pdf, (2010-05-03).

White, William and Borio, Claudio (2006), ―Whither monetary and financial stability? The implications of evolving policy regimes‖, *BIS Working Papers No 147.*

Wihlborg, C. (2010), ―Developing Distress Resolution Procedures for Financial Institution‖, *Consultant report, Swedish National Audit Office.*

Adrian, T. and H.S. Shin (2007), ―Liquidity, Monetary Policy and Financial Cycles,‖ in *Current Issues in Economics and Finance*, Federal Reserve Bank of New York, Vol. 14, No 1.

Althingi Special Investigation Commission (2010), ―The Report of the Special Investigation Commission (SIC)‖, http://sic.althingi.is/ (2010-05-03).

Blundell-Wignall, A, Atkinson, P, and S. H. Lee (2008), *The Current Financial Crisis: Causes and Policy Issues*, July 2008.

Bank for International Settlements, *79th Annual Report, 1 April 2008-31 March 2009*, Basel, Switzerland, June 29, 2009.

Bean, C (2009), ―The Great Moderation, the Great Panic and the Great Contraction‖, *BIS Review 101/2009*

International Monetary Fund (IMF) (2009a), ―The State of Public Finances: A Cross-Country Fiscal Monitor,‖ *IMF Staff Position Note 09/25*.

International Monetary Fund (IMF) (2009b), ―World Economic Outlook October 2009: Sustaining the Recovery‖, *World Economic and Financial Surveys*.
Jonung, L., Kiander, J. and P. Vartia (2009), ―The Great Financial Crisis in Finland and Sweden: The dynamics of boom, bust and recovery, 1985-2000‖, in Jonung, L., Kiander, J. and P.

Vartia (eds), *The Great Financial Crisis in Finland and Sweden – The Nordic Experience of Financial Liberalization*, Northampton, MA, Edward Elgar.

Kanda, D. (2010), ―Asset Booms and Structural Fiscal Positions: The Case of Ireland‖, *IMF Working Paper 10/57*.

Appendix I. The Boom-Bust process

Financial crises have always hit the world economy from time to time. Despite this fact, there is no generally accepted theory in the field of economics that fully explains, even less can predict, such crises. Nevertheless, the literature on financial crises is immense and some common features of such crises can be identified. Figure A1a and A1b summarize some stylized features of a typical boom-bust process that ends in a financial crisis.(1)

During the initial boom phase the economy is exposed to positive impulses. These can be of different kinds, e.g. a deregulation of a financial system, opening up of capital accounts, capital inflows and/or falling real interest rates. This impulse then multiplies in the economy as growth picks up, a credit expansion starts and asset prices rise. The financial sector expands and the ―sophistication‖ of financial services increases through financial innovation. The result is a booming economy with high growth driven by domestic demand. This typically leads to a worsening current account and high level of leverage in the economy.

However, a financial bubble cannot keep growing forever. As the boom continues the economy becomes more and more vulnerable to negative impulses. For some reason the perception of risk changes. The willingness to take risks often rises over an extended period. But when the attitude to risk reverses it is usually very swift. The initial negative impulse that turns the boom into bust varies from crisis to crisis, but typically includes a rise in real interest rates, falling asset prices, e.g. house prices, and/or an international downturn. As was the case during the boom phase, these impulses multiply in the economy. As asset prices fall people and companies become over-indebted, the perceived increase in negative risks is reflected in a decline in the supply of credit. Investors may have to sell assets to meet liabilities, inducing a vicious circle of debt-deflation forcing assets prices even lower.(2) The real economy slows down as savings increase. The boom turns into a bust, with financial crisis, bank failures and depression as a result.

---

1 Figure A1a and A1b build on Jonung et al (2009)

2 Irving Fisher wrote in 1933 on debt-deflation: ‖Then we have the great paradox which, I submit, is the chief secret most, if not all, great depressions: *The more people pay, the more they owe*‖.

Figure A1a. The boom phase. A stylized picture.

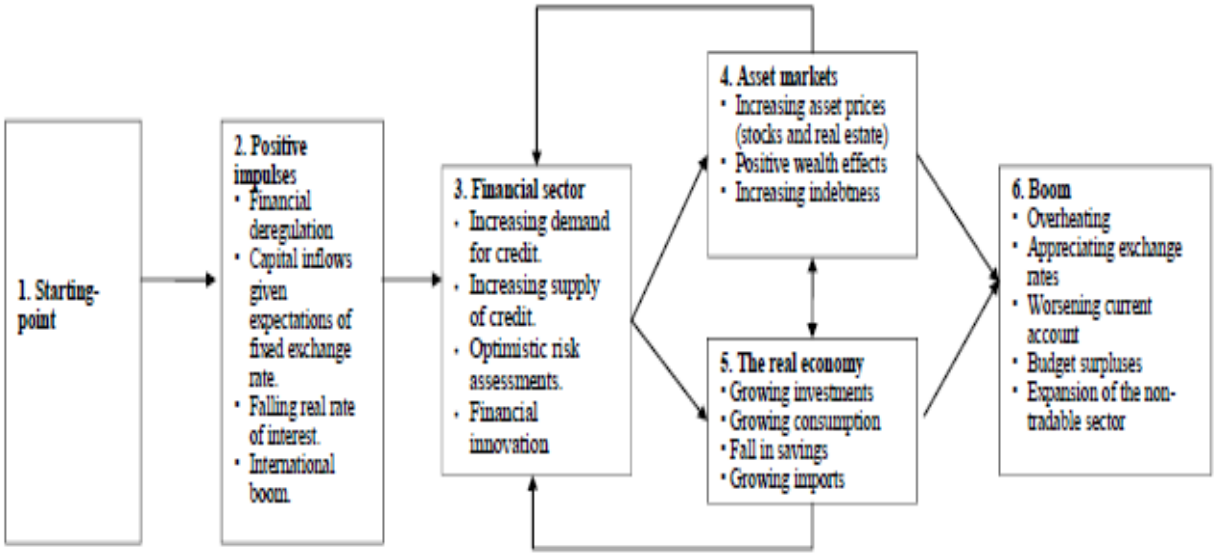
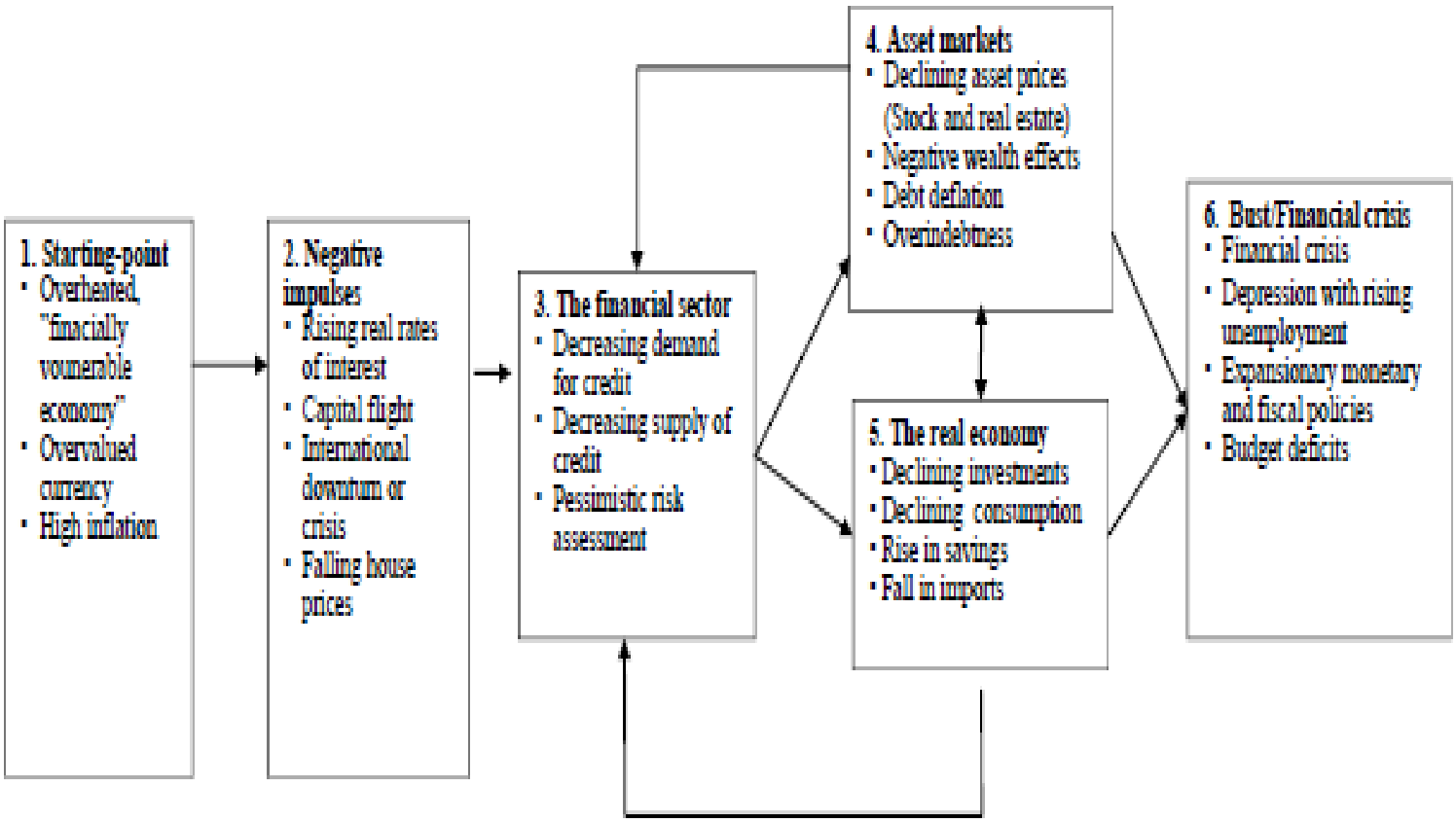



Figure A1b. The bust phase. A stylized picture.