



**ΕΘΝΙΚΟ ΜΕΤΣΟΒΙΟ ΠΟΛΥΤΕΧΝΕΙΟ
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ
ATHENS MBA**

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΡΙΣΕΙΣ ΚΑΙ ΚΕΡΔΟΣΚΟΠΙΚΕΣ
ΦΟΥΣΚΕΣ**



ΚΟΛΙΑ ΠΑΝΑΓΙΩΤΑ

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ

ΖΩΗ ΒΕΝΤΟΥΡΑ

ΑΘΗΝΑ, ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ 2015

ΔΗΛΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

«Δηλώνω υπεύθυνα ότι η συγκεκριμένη μεταπτυχιακή εργασία για τη λήψη του Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στη Διοίκηση Επιχειρήσεων, έχει συγγραφεί από εμένα προσωπικά και δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό.

Η εργασία αυτή έχοντας εκπονηθεί από εμένα, αντιπροσωπεύει τις προσωπικές μου απόψεις επί του θέματος. Οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης μεταπτυχιακής αναφέρονται στο σύνολό τους, δίνοντας πλήρεις αναφορές στους συγγραφείς, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο».

ΚΟΛΙΑ ΠΑΝΑΓΙΩΤΑ

Υπογραφή

Περιεχόμενα

ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....	Σελ. 5
SUMMARY.....	Σελ. 6
ΠΡΟΛΟΓΟΣ.....	Σελ. 7
1 ^ο ΚΕΦΑΛΑΙΟ:ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	Σελ. 9
2 ^ο ΚΕΦΑΛΑΙΟ: Η ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΤΟΥ 2008.....	Σελ.11
2.1 Ορισμός και Χαρακτηριστικά.....	Σελ.11
2.2 Η δημιουργία των προϋποθέσεων της κρίσης.....	Σελ.13
2.3 Η έναρξη της κρίσης	Σελ.16
2.4 Συνέπειες της κρίσης.....	Σελ.19
2.5 Συμπεράσματα	Σελ.23
3 ^ο ΚΕΦΑΛΑΙΟ: ΦΟΥΣΚΕΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ	Σελ.24
3.1 Περιεχόμενο – Ορισμός	Σελ.24
3.2 Η Δημιουργία μιας Φούσκας	Σελ.25
3.3 Από τη φούσκα στην κρίση.....	Σελ.28
3.4 Η ψυχολογία της κρίσης	Σελ.30
4 ^ο ΚΕΦΑΛΑΙΟ: Η ΘΕΩΡΙΑ ΤΟΥ HYMAN MINSKY	Σελ.36
4.1 Εισαγωγή.....	Σελ.36
4.2 Το μοντέλο του Minsky	Σελ.36
4.3 Η Θεωρία της Οικονομικής Αστάθειας	Σελ.39
4.4 Η Στιγμή Μίνσκι (The Minsky Moment).....	Σελ.41
5 ^ο ΚΕΦΑΛΑΙΟ: Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΚΕΝΤΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ.....	Σελ.44
5.1 Εισαγωγή.....	Σελ.44
5.2 Κρίση και Κεντρικές Τράπεζες	Σελ.45
5.3 Κεντρικές Τράπεζες και Προληπτική Εποπτεία.....	Σελ.49
5.4 Ο εποπτικός ρόλος των Κεντρικών Τραπεζών.....	Σελ.51
5.5 Το ελληνικό τραπεζικό σύστημα και η κρίση.....	Σελ.57
6 ^ο ΚΕΦΑΛΑΙΟ: ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ.....	Σελ.61
6.1 Εισαγωγή	Σελ.61
6.2 Τουλιπομανία (1630-1640).....	Σελ.61
6.3 Η φούσκα του Μισισιπή (1719-1720).....	Σελ.63
6.4 Η φούσκα της Νότιας Θάλασσας (1720).....	Σελ.65

6.5 Ο πανικός του 1837.....	Σελ.66
6.6 Η μανία των σιδηροδρόμων (1845-1846).....	Σελ.68
6.7 Η "Μεγάλη Ύφεση" (1929).....	Σελ.69
6.8 Η φούσκα του χρυσού (1980).....	Σελ.71
6.9 Η Ιαπωνική φούσκα της ακίνητης περιουσίας (1990).....	Σελ.72
6.10 Η φούσκα εταιρειών διαδικτύου (2000).....	Σελ.73
7° ΚΕΦΑΛΑΙΟ: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	Σελ.75
Βιβλιογραφία	Σελ.79

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Οι οικονομικές κρίσεις δεν είναι καινούργιο φαινόμενο. Υπάρχουν πολλές δεκαετίες και πρακτικά συνοδεύουν την οικονομία για πάρα πολλά χρόνια. Με την εμφάνιση του καπιταλισμού, οι κρίσεις άρχισαν να εμφανίζονται σε πιο τακτά χρονικά διαστήματα, με διαφορετικές αιτίες και αποτελέσματα κάθε φορά, αλλά ακολουθώντας μια κοινή τακτική. Αν και λειτουργούν με σχετικά προβλέψιμο τρόπο, ο τρόπος με τον οποίο μπορεί παροδικά να κοπάσουν και να φουντώσουν ξανά είναι απρόβλεπτος.

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

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η καταγραφή και η διερεύνηση της θεωρίας των κερδοσκοπικών φουσκών και των οικονομικών κρίσεων, ενώ πιο συγκεκριμένα θα αναλυθεί η πρόσφατη παγκόσμια οικονομική κρίση του 2008, η δημιουργία κερδοσκοπικών φουσκών μέσα στο πλαίσιο αυτής, καθώς και ο τρόπος αντιμετώπισης αυτών.

SUMMARY

The appearance of financial crises is not a new phenomenon. Financial crises exist for many decades and practically they accompany the economy for many years. Since the capitalism first emergence, crises began to appear more frequently, with different causes and results every time, but following a common tactic. Although crises operate at a relatively predictable manner, it is unpredictable the way they can abate temporarily and flared again.

Financial crises and speculative bubbles in modern economic history are causing both admiration and fear. Over the years, speculative bubbles have been observed in various sectors of the economy. They always have some elements in common between them, regardless the place or the time that they are evolving.

The purpose of this study is to register and analyze the theory of speculative bubbles and financial crises, and more specifically analyzing the recent global economic crisis of 2008, the creation of speculative bubbles in this context, and the way to counteract them.

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να δειχτεί ο τρόπος με τον οποίο η παρούσα οικονομική κρίση έχει επηρεάσει τη δομή και τη λειτουργία της παγκόσμιας οικονομίας. Επιπλέον, επιχειρεί να δώσει μια ολοκληρωμένη και τεκμηριωμένη ανάλυση των γεγονότων και των αιτιών που διαμόρφωσαν την κρίση αυτή αλλά και τις αντιδράσεις των επενδυτών, της αγοράς και των Κεντρικών Τραπεζών κατά την περίοδο αυτή. Τέλος, αναλύονται και οι τρόποι και οι στρατηγικές που υιοθετήθηκαν για την αντιμετώπιση της οικονομικής κρίσης και της έλλειψης ρευστότητας των τραπεζών.

Στο πρώτο κεφάλαιο θα δοθεί συνοπτικά η γενική περιγραφή του θέματος με το οποίο και ασχολείται η παρούσα μελέτη. Επιπλέον, θα αναφερθούν οι στόχοι και ο σκοπός αυτής της έρευνας και η δομή της εργασίας.

Στο δεύτερο κεφάλαιο θα δοθούν αναλυτικά τα γεγονότα που οδήγησαν στην παγκόσμια οικονομική κρίση του 2008. Επίσης, θα αναλυθούν οι αιτίες αλλά και οι συνέπειες σε παγκόσμιο επίπεδο.

Στο τρίτο κεφάλαιο θα αναφερθεί διεξοδικά το περιεχόμενο και η σημασία της χρηματοοικονομικής «φούσκας» σε συνδυασμό με την εκδήλωση της κρίσης. Θα αναλυθεί ο τρόπος σύνδεσης αυτών των δύο φαινομένων, ενώ ταυτόχρονα θα περιγραφεί και η ψυχολογία των επενδυτών μέσα σε αυτό το πλαίσιο.

Στο τέταρτο κεφάλαιο θα γίνει αναλυτική αναφορά στην συνεισφορά του Hyman Minsky στην οικονομική θεωρία. Θα αναλυθεί το μοντέλο του, η θεωρία του για την Οικονομική Αστάθεια και τέλος θα γίνει μια κριτική προσέγγιση για την Στιγμή Minsky (The Minsky Moment), την στιγμή της έναρξης της κρίσης.

Στο πέμπτο κεφάλαιο θα δοθεί μια κριτική προσέγγιση, όσον αφορά τον ρόλο των κεντρικών τραπεζών στην παρούσα κρίση, καθώς και τον τρόπο και τις πρακτικές τους, που μπορούν να επηρεάσουν την οικονομική κατάσταση.

Στο έκτο κεφάλαιο θα γίνει αναλυτική αναφορά και θα περιγραφούν οι σημαντικότερες οικονομικές κρίσεις και χρηματοοικονομικές φούσκες που συνέβησαν κατά τη διάρκεια όλων των χρονικών περιόδων για τις οποίες υπάρχουν χρηματοπιστωτικά δεδομένα

Στο έβδομο κεφάλαιο θα παρουσιαστούν κάποια συμπεράσματα από την θεωρητική ανάλυση του θέματος και θα δοθούν συνολικά σχόλια, συμπεράσματα και προτάσεις από ολόκληρη την παρούσα μελέτη.

1^ο ΚΕΦΑΛΑΙΟ: ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Το χρηματοπιστωτικό σύστημα αποτελεί βασικό εργαλείο για την άσκηση της συνολικής οικονομικής πολιτικής από την εκάστοτε κυβέρνηση. Στα πλαίσια του χρηματοπιστωτικού συστήματος, οι Τράπεζες βρίσκονται στο κέντρο του συστήματος αφού ως γνωστό έχουν την ικανότητα να μεταβάλλουν την προσφορά χρήματος μιας χώρας, να επιδρούν στην αγοραστική δύναμη, να ενοποιοούν την οικονομική διαδικασία της παραγωγής, της διανομής και της κατανάλωσης (Λυμπερόπουλος, 1988).

Η κρίση που ταλανίζει την παγκόσμια οικονομία από το 2008 δεν έχει κοπάσει. Από χρηματοοικονομική κρίση του δυτικού κόσμου μετατράπηκε σε παγκόσμια οικονομική κρίση της πλειονότητας των χωρών του πλανήτη και στη συνέχεια απέκτησε επικίνδυνες μορφές και διαστάσεις μακροπρόθεσμου χαρακτήρα, μία από τις οποίες είναι και η σημερινή εσωτερική πολιτική και οικονομική κρίση στην Ευρωζώνη και το δραματικό αδιέξοδο της ελληνικής οικονομίας (Χαρδούβελης, 2011).

Οι συνέπειες της οικονομικής κρίσης, είχαν ως κύριο αποτέλεσμα την έλλειψη ρευστότητας των τραπεζών, αφού πλέον δεν ήταν δυνατόν να δανειοδοτηθούν από τις διεθνείς αγορές. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα την έλλειψη κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών. Οι περισσότερες τράπεζες για την αντιμετώπιση αυτών των προβλημάτων αναγκάστηκαν να οδηγηθούν σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, σε έκδοση ομολογιακών δανείων, σε αύξηση των προβλέψεων των μη αποπληρωθέντων δανείων, σε μείωση των λειτουργικών τους κοστών καθώς και σε επέκταση των επενδύσεών τους στις αγορές της Νοτιοανατολικής Ευρώπης. Τέλος, πολλές τράπεζες χρησιμοποίησαν και τον κρατικό μηχανισμό στήριξης του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις αλλά και οι κερδοσκοπικές φούσκες είναι ένα φαινόμενο στη σύγχρονη οικονομική ιστορία που προκαλεί ταυτόχρονα θαυμασμό αλλά και φόβο. Η δημιουργία και ο κύκλος ζωής μιας φούσκας και πως αυτή εξελίσσεται σε οικονομική κρίση είναι ένα θέμα αναγκαίο να διερευνηθεί. Επιπλέον, είναι αναγκαίο να αναλυθούν ποια είναι εκείνα τα σημάδια που κάνουν πλέον φανερή την ύπαρξη μιας κερδοσκοπικής φούσκας και την διαδικασία μεταμόρφωσής της σε κρίση.

Σημαντική συμβολή σε αυτή την ανάλυση έχει ο οικονομολόγος Hyman Minsky. Η συμβολή του έγκειται στο γεγονός ότι οι μελέτες και οι έρευνές του, επέτρεψαν να διατυπώσει τη θεωρία και να θέσει τις βάσεις και το μοντέλο πάνω στο οποίο μπορούν

να αποτυπωθούν οι προγενέστερες κρίσεις και να μπορούν να αναγνωριστούν οι μελλοντικές. Λόγω της θεωρίας του, η στιγμή έναρξης της κρίσης ονομάζεται και Στιγμή Minsky (The Minsky Moment). Η Θεωρία της Οικονομικής Αστάθειας, που διατύπωσε, πρακτικά συνέδεσε τα κενά μεταξύ της αστάθειας των αγορών και της κερδοσκοπικής οικονομίας και αποκάλυψε τον τρόπο με τον οποίο η κερδοσκοπία ωθεί και φέρνει την οικονομία σε αστάθεια.

Οι φούσκες και οι οικονομικές κρίσεις είναι ένα επαναλαμβανόμενο γεγονός στις οικονομικές αγορές. Πολλές φούσκες στην ιστορία είναι προάγγελοι κρίσεων, όπου γίνονται αντιληπτές μόνο όταν η κατάσταση είναι μη αναστρέψιμη. Με μια πιο αναλυτική και ξεκάθαρη εικόνα, όσον αφορά τα οικονομικά προβλήματα και τις συνθήκες που προκαλούν μια κερδοσκοπική φούσκα και αυτή με τη σειρά της μια οικονομική κρίση, θα μπορούσαν να δοθούν κάποιες λύσεις αλλά και προτάσεις για την αντιμετώπιση αυτών των φαινομένων.

2^ο ΚΕΦΑΛΑΙΟ: Η ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΤΟΥ 2008

2.1 Ορισμός και Χαρακτηριστικά

Οικονομική κρίση είναι το φαινόμενο κατά το οποίο μια οικονομία χαρακτηρίζεται από μια διαρκή και αισθητή μείωση της οικονομικής της δραστηριότητας. Όταν λέμε οικονομική δραστηριότητα αναφερόμαστε σε όλα τα μακροοικονομικά μεγέθη της οικονομίας, όπως η απασχόληση, το εθνικό προϊόν, οι τιμές, οι επενδύσεις κ.λπ. Ο βασικότερος δείκτης οικονομικής δραστηριότητας είναι οι επενδύσεις, οι οποίες, όταν αυξομειώνονται, συμπαρασύρουν μαζί τους και όλα τα υπόλοιπα οικονομικά μεγέθη (Κουφάρης, 2010).

Η οικονομική κρίση αποτελεί τη μία από τις δύο φάσεις των οικονομικών διακυμάνσεων και συγκεκριμένα τη φάση της καθόδου, όταν δηλαδή η οικονομική δραστηριότητα βρίσκεται σε μια συνεχή συρρίκνωση (European Commission, 2009).

Οι οικονομικές διακυμάνσεις ορίζονται ως οι διαδοχικές αυξομειώσεις της οικονομικής δραστηριότητας μέσα σε μια οικονομία. Λέγονται αλλιώς και κυκλικές διακυμάνσεις ή οικονομικοί κύκλοι. Οι Άγγλοι αποδίδουν το φαινόμενο με τον όρο «business cycles», ακριβώς για να τονίσουν την ιδιαίτερη βαρύτητα των επενδύσεων στην εξέλιξη του οικονομικού κύκλου. Από πολύχρονες στατιστικές παρατηρήσεις διαπιστώθηκε ότι οι οικονομικοί κύκλοι διαρκούν περίπου από 7 έως 11 χρόνια (European Commission, 2009).

Η Χρηματοοικονομική Κρίση ορίζεται ως μία χρονική περίοδος κατά την οποία η αγορά υφίσταται μία έντονη καθοδική κίνηση του υποκείμενου παράγοντα (underlying factor) – η οποία γίνεται πλήρως αντιληπτή στην αγορά (Sharpe, 1963). Σύμφωνα με τον Mishkin (1992) η χρηματοοικονομική κρίση είναι μία διατάραξη των χρηματοοικονομικών αγορών, η οποία προκαλεί επιδείνωση των προβλημάτων της αντίστροφης επιλογής και του ηθικού κινδύνου, με αποτέλεσμα την ανικανότητα των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων να διοχετεύουν κεφάλαια με αποτελεσματικό τρόπο στις περισσότερο αποδοτικές επενδυτικές ευκαιρίες.

Η διατάραξη αυτήν εμφανίζεται αρχικώς σε μια χώρα στις περισσότερες των περιπτώσεων και στη συνέχεια διαχέεται στο εξωτερικό. Σύμφωνα με τον Summers (2000), η μετάδοση της κρίσης από χώρα σε χώρα μπορεί να πραγματοποιηθεί με επτά διαφορετικούς μηχανισμούς:

- Η επέλευση κοινών αρνητικών παραγόντων σε δύο ή περισσότερες χώρες, όπως είναι η κρίση στην αγορά των μετοχών σε δύο ή περισσότερες χώρες.
- Οι εμπορικοί δεσμοί μεταξύ δύο χωρών επιτρέπουν τη μεταφορά των αρνητικών μεταβολών σε τιμές και εισοδήματα μεταξύ τους.
- Ο υψηλός ανταγωνισμός μεταξύ των χωρών, ο οποίος μπορεί να οδηγήσει σε έντονες συναλλαγματικές υποτιμήσεις των νομισμάτων.
- Οι χρηματοοικονομικοί δεσμοί μεταξύ δύο ή περισσότερων χωρών μπορούν να οδηγήσουν σε υψηλές συσχετίσεις μεταξύ αγορών περιουσιακών στοιχείων. Επομένως, όταν μία χώρα επενδύει ή δανείζει κάποια άλλη χώρα και υπάρχουν αρνητικά νέα για μία από τις δύο με αποτέλεσμα να επέλθει κρίση σε αυτήν, τότε συμπαρασύρεται και η άλλη χώρα.
- Η μείωση της ρευστότητας στην αγορά μίας χώρας μπορεί να οδηγήσει σε μείωση των θέσεων των επιχειρήσεων αυτής της χώρας στο εξωτερικό, με αποτέλεσμα να επηρεάζεται και η ρευστότητα στις άλλες χώρες.
- Ο πανικός που επικρατεί στους επενδυτές σε περιόδους απότομης και βίαιης πτώσης των τιμών των περιουσιακών στοιχείων.
- Η κρίση σε μία χώρα επηρεάζει τις προσδοκίες των επενδυτών για τυχούσες κοινές αναπτυξιακές υποδομές μεταξύ των δύο χωρών.

Σύμφωνα με τους Kindleberger (1978) και Minsky (1982), οι κρίσεις περιλαμβάνουν μεγάλες πτώσεις των τιμών των μετοχών, καταρρεύσεις τραπεζών και άλλων ιδρυμάτων, αποπληθωρισμό, διαταραχές στις ξένες αγορές ή συνδυασμό των παραπάνω. Η κρίση του 2008 δεν ήταν η μοναδική κρίση της τελευταίας εικοσαετίας, ήταν, όμως, η μοναδική κρίση που έπληξε την παγκόσμια οικονομία. Παρόλα αυτά, υπήρξαν και άλλες σημαντικές κρίσεις, οι οποίες απείλησαν την ισορροπία παγκοσμίως (Krugman, 2009).

Με τη λειτουργία των παραπάνω μηχανισμών, μία αναστάτωση στο σημείο ισορροπίας μίας χώρας μπορεί να μεταφερθεί στο εξωτερικό. Έτσι στην συγκεκριμένη περίπτωση από χρηματοοικονομική κρίση του δυτικού κόσμου μετατράπηκε σε παγκόσμια οικονομική κρίση της πλειονότητας των χωρών του πλανήτη και στη συνέχεια απέκτησε επικίνδυνες μορφές και διαστάσεις μακροπρόθεσμου χαρακτήρα, μία από τις οποίες είναι και η σημερινή εσωτερική πολιτική και οικονομική κρίση στην Ευρωζώνη και το δραματικό αδιέξοδο της ελληνικής οικονομίας (Χαρδούβελης, 2011).

2.2 Η δημιουργία των προϋποθέσεων της κρίσης

Τα τελευταία χρόνια, η παγκόσμια κοινότητα αντιμετωπίζει μια μεγάλης έντασης οικονομική κρίση, η οποία, αν και εκδηλώθηκε αρχικά στις Ηνωμένες Πολιτείες με επίκεντρο τις τραπεζικές επισφάλειες και ειδικότερα την αδυναμία εξυπηρέτησης των στεγαστικών δανείων, σύντομα έλαβε διαστάσεις επιδημίας. Η χρηματοπιστωτική κρίση επεκτάθηκε ταχύτατα στις αναπτυγμένες χώρες και στη συνέχεια σε ολόκληρο τον κόσμο, με δραματικές επιπτώσεις στο τραπεζικό σύστημα και τις επιχειρήσεις. Σύμφωνα με το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, η κρίση μεταφέρεται με σφοδρότητα στην πραγματική οικονομία, με αποτέλεσμα την ύφεση και την πτώση της απασχόλησης (Birdsall, 2009).

Για να διαπιστώσει κανείς τα αίτια της κρίσης, και το ξεκίνημά της είναι αναγκαίο να αναφερθούν κάποια στοιχεία του οικονομικού συστήματος από τις αρχές του 1970. Με την εισαγωγή του συστήματος των ελαστικών συναλλαγματικών ισοτιμιών, οι τράπεζες άρχισαν να ψάχνουν νέους τρόπους για να αναπτύξουν τα έσοδα τους. Αποτέλεσμα αυτού ήταν τη δεκαετία του 1970 τα χρεόγραφα που εξασφαλιζόνταν με ενυπόθηκες απαιτήσεις, δημιουργούσαν δηλαδή ομόλογα βάση αυτών των δανείων, κυρίως στεγαστικών. Έτσι, αντί κάποιος να περιμένει το χρονικό διάστημα της συνολικής αποπληρωμής του δανείου, μετατρέπονταν η υποχρέωση αυτή σε ομόλογο και πουλιόταν, λαμβάνοντας προκαταβολικά το χρηματικό ποσό που αντιστοιχούσε σε αυτό το ομόλογο αντί του δανείου. Οι αγοραστές των ομολόγων αυτών θα λάμβαναν τη ροή εσόδων από τους δανειστές/ιδιοκτήτες των σπιτιών που θα ξεπλήρωναν τις υποθήκες τους.

Έτσι μέσω της διαδικασίας της τιτλοποίησης, τη μετατροπή δηλαδή των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων σε ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία και τη διάθεση τους στην ανοιχτή αγορά, δημιουργήθηκαν τα ενυπόθηκα χρεόγραφα. Με την πάροδο του χρόνου, ολοένα και περισσότερα τραπεζικά και χρηματοοικονομικά ιδρύματα συμμετείχαν σε αυτή τη διαδικασία, αλλά και κυβερνητικοί οργανισμοί όπως οι Freddie Mac και Fannie Mae. Οι οργανισμοί που παρήγαγαν αυτά τα ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια βοήθησαν στη συνέχεια στο στήσιμο μιας εταιρίας ειδικού σκοπού (Special Purpose Entity – SPV). Η εταιρεία αυτή εξέδιδε τα ενυπόθηκα χρεόγραφα, πουλώντας τα στους επενδυτές, και έτσι ο δανειστής του ενυπόθηκου στεγαστικού δανείου έβγαζε ένα σημαντικό κέρδος χωρίς να χρειαστεί να περιμένει όλα τα χρόνια μέχρι την λήξη του δανείου, ενώ η εταιρεία ειδικού σκοπού αποκόμιζε ένα σημαντικό κέρδος από αυτή τη συναλλαγή. Ο αγοραστής του χρεογράφου προσδοκούσε σε μια

σταθερή ροή χρήματος, που προέκυπτε από τους δανειζόμενους (νοικοκυριά) που θα αποπλήρωναν τα δάνεια τους.

Αν και τα ενυπόθηκα ομόλογα εμφανίστηκαν προς το τέλος του 1970, άρχισαν να γίνονται πολύ δημοφιλή κατά τη δεκαετία του 1990, λόγω της χρεωκοπίας αρκετών ταμειωτηρίων στις ΗΠΑ. Έτσι, δόθηκε αφορμή στα τραπεζικά ιδρύματα να υποστηρίζουν ολοένα και περισσότερο τη διαδικασία της τιτλοποίησης, ενώ ταυτόχρονα καθιέρωσε το 'ξεπούλημα' του δανείου, παρά την διακράτηση του με τον κίνδυνο να μην αποπληρωθεί από τον δανειζόμενο. Τα δάνεια πλέον τα αναλάμβαναν ασφαλιστικές εταιρίες και άλλοι θεσμικοί επενδυτές που ήθελαν να αναλάβουν το ρίσκο.

Ο ρόλος των τραπεζών άρχισε να αλλάζει. Μια τράπεζα όταν ήταν να εκδώσει ένα δάνειο, έπρεπε να εκτιμήσει τον κίνδυνο να το παραχωρήσει ή όχι, να ελέγξει τον δανειζόμενο και μετά να πάρει την τελική απόφαση. Με την τιτλοποίηση όμως, ο στόχος αυτός άλλαξε και σκοπός ήταν να 'ξεφορτωθεί' όσο το δυνατό περισσότερα ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια με την μορφή ενυπόθηκων ομολόγων. Με τον τρόπο αυτό χαλάρωσαν οι διαδικασίες ελέγχου κατά την διαδικασία του δανεισμού. Κάθε πώληση ενός δανείου έφερνε άμεσα περισσότερα χρήματα, και με τον τρόπο αυτό η τράπεζα δεν ανησυχούσε για τις συνέπειες μιας αθέτησης πληρωμής ενός δανείου.

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

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

Σύντομα έγινε αντιληπτό ότι όποιος διατηρούσε ένα τέτοιο ενυπόθηκο χρεόγραφο, εγκυμονούσε κάποιο κίνδυνο. Ανά πάσα στιγμή ο δανειζόμενος θα μπορούσε να αθετήσει την αποπληρωμή του, ή να άλλαζε την κατανομή της χρηματοδότησης, επηρεάζοντας και τους τόκους που θα προέκυπταν. Αυτή τη φορά, η λύση βρέθηκε με τα CDO (collateralized debt obligation). Τα CDO ήταν ουσιαστικά τα ίδια ενυπόθηκα χρεόγραφα, τμηματοποιημένα σε τρεις κατηγορίες: κοινά, ενδιάμεσα και ανώτερα. Τα κοινά είχαν τα μεγαλύτερα οφέλη, αλλά και τα μεγαλύτερα ρίσκα. Σε περίπτωση αθέτησης αποπληρωμής του δανείου, αυτά ήταν που θα εμφάνιζαν πρώτα τις απώλειες. Τα ενδιάμεσα είχαν μικρότερο ρίσκο από τα κοινά, αλλά και πάλι θα σημείωναν απώλειες σε περίπτωση αθέτησης αποπληρωμής, ενώ τα ανώτερα ήταν αυτά με το χαμηλότερο ρίσκο, και τα προωθούσαν ως απαλλαγμένα από κάθε ρίσκο, όπου θα πληρώνονταν πρώτοι και θα σημείωναν απώλειες τελευταίοι.

Η λογική πίσω από τα CDO ήταν να πάρουν ένα μεγάλο σύνολο από ριψοκίνδυνα χρεόγραφα, με αξιολόγηση BBB και να τα μοιράσουν σε κομμάτια. Τα ανώτερα κομμάτια, αυτομάτως έπαιρναν αξιολόγηση AAA, ενώ τα υπόλοιπα συνδυάζονταν με άλλα κομμάτια χρεογράφων με υψηλές αξιολογήσεις, και έτσι 'κρύβονταν' κάτω από αυτά. Με αυτό τον τρόπο, διοχετεύτηκαν στην αγορά ομολόγων και χρεογράφων μεγάλες ποσότητες από τοξικά και ριψοκίνδυνα χρεόγραφα, αλλά με υψηλές αξιολογήσεις. Ο συνδυασμός αυτός δημιούργησε τα συνδυασμένα CDO, τα οποία τεμαχίζονταν και στη συνέχεια διατίθενται ως παράγωγα CDO.

Οι κίνδυνοι που δημιουργήθηκαν από αυτά τα τεχνάσματα ήταν αρκετά μεγάλοι. Ο πιστωτικός κίνδυνος που εγκυμονούσε από τα κατακερματισμένα χρεόγραφα μεταφέρθηκε σε όλους τους τύπους των χρεογράφων, και σε παγκόσμια κλίμακα. Ο τεμαχισμός αυτός είχε γίνει τόσο πολύπλοκος, έτσι ώστε να μην γίνονται εύκολα ανιχνεύσιμα, αλλά και ταυτόχρονα ήταν δύσκολα ρευστοποιήσιμα. Η πολυπλοκότητα που είχαν ήταν τέτοια, ώστε χρειάστηκαν αρκετές εταιρίες να εφεύρουν δικούς τους τύπους αξιολόγησης των CDO και χρεογράφων γενικότερα για να μπορούν να τους αποδώσουν μια τιμή αγοράς. Και πάλι όμως, οι τιμές αυτές δεν ήταν πραγματικές, μιας και βασιζόντουσαν σε υποθέσεις, και με τον τρόπο που διογκωνόταν η φούσκα αυτή, δεν μπορούσε κάποιος να βρει τις βασικές υποκειμενικές τους αξίες.

Αυτό το εύθραυστο χρηματοοικονομικό σύστημα, που δεν βασιζόταν σε πραγματικές αξίες παρά μόνο σε υποθέσεις, αλλά και ο συνδυασμός της άγνοιας μαζί με την αδιαφορία για το πώς θα αντιδράσει το χρηματοοικονομικό σύστημα στις απότομες αλλαγές και πιέσεις, ήταν κάποια από τους βασικούς παράγοντες που

οδήγησαν στην δημιουργία της πρόσφατης κρίσης και είχε ως συνέπεια να επεκταθεί σε τόσο μεγάλο βαθμό σε όλες τις αγορές.

2.3 Η έναρξη της κρίσης

Τα αίτια της κρίσης έχουν τη ρίζα τους στην πολιτική της απορρύθμισης που ακολουθήθηκε κατά την τελευταία δεκαετία περίπου, καθώς επίσης και στη ραγδαία αύξηση της πιστωτικής επέκτασης τα πρώτα πέντε χρόνια μετά το 2000. Όπως αναλύθηκε παραπάνω, μέσα σε αυτή την περίοδο δημιουργήθηκαν πολύπλοκα χρηματοοικονομικά προϊόντα από εταιρίες, τα οποία σε συνδυασμό με την χορήγηση δανείων από τις τράπεζες σε αναξιόπιστους δανειολήπτες, οδήγησαν σε μια κατάσταση όπου ούτε οι τράπεζες, αλλά ούτε και οι διεθνείς οίκοι πιστοληπτικής ικανότητας (Moody's, Standard & Poor's κτλ.) μπορούσαν να αξιολογήσουν ορθά τον κίνδυνο. Στη συνέχεια, οι τράπεζες, μέσα από τα πολύπλοκα χρηματοοικονομικά προϊόντα άρχισαν να μετακυλούν το ρίσκο από τις ίδιες στους επενδυτές.

Αυτός ο ανεξέλεγκτος δανεισμός με το συγκεκριμένο τρόπο που έγινε, οδήγησε στη δημιουργία ενός μεγάλου αριθμού στεγαστικών δανείων υψηλού ρίσκου (subprime mortgages) στις ΗΠΑ. Η κρίση που ξέσπασε με τα στεγαστικά δάνεια υψηλού ρίσκου οδήγησε σε κρίση ρευστότητας και στην έλλειψη εμπιστοσύνης από τους επενδυτές προς τις τράπεζες, αλλά και μεταξύ των ίδιων των τραπεζών. Το Σεπτέμβριο του 2008 η κρίση επεκτάθηκε περισσότερο καθώς τα χρηματιστήρια παγκοσμίως κατέρρευσαν και μπήκαν σε μια περίοδο μεγάλων διακυμάνσεων, καθώς ένας σημαντικός αριθμός τραπεζών, επενδυτικών εταιριών και εταιριών παραχώρησης στεγαστικών δανείων (mortgage lenders) χρεοκόπησαν μέσα σε λίγες βδομάδες.

Την άνοιξη του 2006 άρχισαν να διαφαίνονται τα πρώτα σημάδια της συγκεκριμένης χρηματοοικονομικής κρίσης. Ο ολοένα και αυξανόμενος αριθμός στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης που είχαν εκδοθεί τα τελευταία χρόνια, άρχισαν να αθετούν τις πληρωμές τους και άρχισε να μαζεύεται ένα μεγάλο ποσό ληξιπρόθεσμων οφειλών. Όπως ανέφερε και ο Νουριέλ Ρουμπινί το 2008, τα συγκεκριμένα δάνεια χαρακτηρίζονταν από πολύ χαμηλά επιτόκια και εξαρτιόνταν από την αναχρηματοδότηση με επίσης χαμηλά επιτόκια. Η αναχρηματοδότηση όμως των συγκεκριμένων στεγαστικών δανείων για τα οποία δεν είχε δοθεί ούτε κάποια προκαταβολή, ούτε κάποιο άλλο κεφάλαιο ως εξασφάλιση, θα μπορούσε να ήταν εφικτή μόνο εάν οι τιμές των σπιτιών συνέχιζαν την ανοδική τους πορεία.

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

Στη συνέχεια η προσοχή στράφηκε μετά στα αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου (Hedge Funds). Τα κεφάλαια αυτά ανατροφοδοτούνταν από βραχυπρόθεσμες επενδύσεις ιδρυμάτων αλλά και επενδυτών, όπως και από βραχυπρόθεσμες συμφωνίες επαναγοράς. Όμως, αυτά τα αμοιβαία κεφάλαια δεν εποπτεύονταν και ήταν εξαιρετικά μοχλευμένα. Στις ολοένα αυξανόμενες πιέσεις που δέχονταν, και στην προσπάθεια να συγκεντρώσουν ρευστό για να μπορούν να καλύψουν το ελάχιστο περιθώριο, πολλές τράπεζες και ιδρύματα δοκίμασαν να κάνουν κάτι που δεν είχαν κάνει μέχρι τότε. Να πουλήσουν τα CDO που είχαν δοθεί σαν εγγύηση, κάτι που δεν είχε αποτελέσει στο παρελθόν αντικείμενο συναλλαγής.

Το καλοκαίρι του 2007, άρχισαν να καταρρέουν και τα αμοιβαία κεφάλαια, με πιο γνωστά αυτά της Bear Stearns, χάνοντας το 90% της αξίας τους. Ακολούθησε μια μαζική απόσυρση καταθέσεων, στα χνάρια της κρίσης του 1929, και περίπου 500 αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου καταστράφηκαν σε διάστημα μερικών μηνών, αφού οι πιστωτές δεν ήξεραν τον πραγματικό βαθμό που ήταν συνδεδεμένο το κάθε κεφάλαιο σε ψεύτικα περιουσιακά στοιχεία. Τα αμοιβαία αυτά κεφάλαια που ήταν καταχωρημένα σε εταιρίες δομημένων επενδυτικών προϊόντων, κατασκευάσματα των επενδυτικών τραπεζών για να μην τα εμφανίζουν στους ισολογισμούς τους, είδαν μια μαζική απώλεια 200 δισεκατομμυρίων δολαρίων σε διάστημα μόλις 4 εβδομάδων.

Τον Ιούλιο του 2007, οι οίκοι αξιολόγησης Standard & Poor's και Moody's ανακοίνωσαν την πρόθεσή τους να εξετάσουν την βαθμολόγηση ενός συνόλου δανείων subprime ύψους περίπου \$18 δισ. για πιθανή υποβάθμιση, σκορπίζοντας τον φόβο στις αγορές. Η Fitch ακολούθησε. Έτσι, υποβαθμίστηκαν από AAA σε A+, πολλά από τα προϊόντα, τα οποία βασίζονταν σε αυτά τα δάνεια. Αυτό το γεγονός ήταν η αρχή έτσι ώστε πολλά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα σε όλο τον κόσμο να αντιλαμβάνονται ότι τα περιουσιακά τους στοιχεία που βασίζονταν σε στεγαστικά

δάνεια subprime, δεν είχαν την αξία που πίστευαν μέχρι εκείνη την στιγμή και είχαν αξιολογήσει λανθασμένα τον κίνδυνο. Έτσι, ήταν και πρακτικά αδύνατο να εκτιμήσουν την πραγματική τους αξία, τη στιγμή που οι αγορές αυτές κατέρρεαν. Μέσα σε αυτή την αβεβαιότητα, οι τράπεζες σταμάτησαν να δανείζουν και πολλοί χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί αντιμετώπισαν σοβαρό πρόβλημα σε σχέση με την βραχυχρόνια χρηματοδότηση τους, οπότε η αγορά των στεγαστικών δανείων subprime πάγωσε.

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

Συγχρόνως, με τις πιστωτικές συνθήκες να δυσκολεύουν, εκφράζονται οι πρώτες ανησυχίες για την παγκόσμια οικονομία. Η ανάπτυξη στις ανεπτυγμένες χώρες αναμένεται να πληγεί. Όμως, παρά τις ανησυχίες υποστηρίζεται η θεωρία της αποσύνδεσης των οικονομιών (decoupling), ότι δηλαδή οι αναπτυσσόμενες οικονομίες, ιδίως οι χώρες BRIC (Βραζιλία, Ρωσία, Ινδία, Κίνα), δεν θα ακολουθήσουν την ίδια πορεία. Τον Φεβρουάριο του 2008 οι G7 εκτιμούν ότι οι συνολικές απώλειες του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος θα φτάσουν τα \$400 δισ.

Τον Σεπτέμβριο του 2008 η Lehman Brothers ανακοινώνει τεράστιες απώλειες για το τελευταίο τρίμηνο και αναγκάζεται να κηρύξει πτώχευση. Ήταν η πρώτη μεγάλη τράπεζα που χρεοκοπούσε. Την ίδια μέρα, η Merrill Lynch ανακοινώνει την εξαγορά της από την Bank of America για \$50 δισ. Το τραπεζικό τοπίο άλλαξε δραματικά, καθώς η λίστα τραπεζών και αμοιβαίων κεφαλαίων που χρεοκοπούσαν ή εξαγοράζονταν μεγάλωνε διαρκώς. Οι μόνες δύο μεγάλες επενδυτικές αμερικανικές τράπεζες που είχαν απομείνει (Goldman Sachs, Morgan Stanley) μετατράπηκαν σε

εμπορικές (bank holding companies) προκειμένου να αποκτήσουν απρόσκοπτη πρόσβαση σε χρηματοδότηση από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα (FED).

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

Το Σεπτέμβριο του 2008 η κρίση επεκτάθηκε περισσότερο καθώς τα χρηματιστήρια παγκοσμίως κατέρρευσαν και μπήκαν σε μια περίοδο μεγάλων διακυμάνσεων, καθώς ένας σημαντικός αριθμός τραπεζών, επενδυτικών εταιριών και εταιριών παραχώρησης στεγαστικών δανείων (mortgage lenders) χρεοκόπησαν μέσα σε λίγες εβδομάδες.

2.4 Συνέπειες της κρίσης

Στην περίπτωση της κρίσης των ακινήτων στην αμερικάνικη αγορά του 2008, αυτοί που υπέστησαν τη μεγαλύτερη ζημιά ήταν οι τράπεζες και οι επενδυτικοί χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί, οι οποίοι ουσιαστικά αγόρασαν τα χρέη των ιδιωτών για ακίνητη περιουσία από τις τράπεζες που είχαν εκδώσει τα δάνεια αυτά. Έτσι, το βάρος επωμίστηκαν μεγάλοι τραπεζικοί οργανισμοί, οι οποίοι χρηματοδοτούσαν την υπερτιμημένη αγορά ακινήτων και τις αλόγιστες καταναλωτικές δαπάνες των ιδιωτών. Η έκταση των ζημιών, που καθεμία από τις τράπεζες έπρεπε να απορροφήσει ήταν τέτοια που ούτε οι ίδιες δεν ήταν σε θέση να την γνωρίζουν.

Ειδικότερα, πριν από την κρίση, η χρηματοδότηση των τραπεζών γινόταν με χαμηλό κόστος (κυρίως δε από τις αγορές δανειακών κεφαλαίων και τη διατραπεζική αγορά) και ήταν επαρκής. Με την εκδήλωση της κρίσης, η απότομη αναστροφή των συνθηκών στις αγορές ανέδειξε ανάγλυφα την ταχύτητα με την οποία μπορεί να εξαντληθεί η ρευστότητα του τραπεζικού συστήματος. Αυτό κατέστησε αναγκαία την

προσφυγή των τραπεζών που επλήγησαν από την κρίση στις κεντρικές τους τράπεζες για χρηματοδοτική στήριξη, γεγονός που οδήγησε τις τελευταίες στην υιοθέτηση των γνωστών ως «μη συμβατικών νομισματικών μέτρων» (Allen and Moessner, 2010).

Οι Κεντρικές Τράπεζες προσπάθησαν με διάφορα μέτρα και επεμβάσεις, όπως ήταν η αύξηση της ρευστότητας στις αγορές και η μείωση των επιτοκίων, να ανατρέψουν την δυσμενή αυτή κατάσταση, όμως οι αρνητικές επιπτώσεις στην παγκόσμια οικονομία ήταν αλυσιδωτές και μη αναστρέψιμες. Πολλές δυτικές οικονομίες οδηγήθηκαν σε σύντομο χρονικό διάστημα σε συνθήκες ύφεσης ενώ ταυτόχρονα χιλιάδες θέσεις εργασίας χάθηκαν και οι επενδύσεις του ιδιωτικού τομέα εκμηδενίστηκαν. Στη διατραπεζική αγορά ίσχυσαν συνθήκες αβεβαιότητας και έλλειψης εμπιστοσύνης γεγονός που οδήγησε στην δραματική μείωση των πιστώσεων, οπότε η γενικευμένη κρίση ρευστότητας ήταν πλέον γεγονός.

Οι φόβοι για την οικονομική κατάσταση των τραπεζών έδωσε τη θέση της στους φόβους για την γενικότερη παγκόσμια οικονομική κατάσταση καθώς η κρίση περνούσε και μετακυλούταν και στην πραγματική οικονομία. Η νευρικότητα που επικρατεί στις αγορές είναι αποτέλεσμα της μεγάλης μόχλευσης που υπάρχει στον Δυτικό κόσμο, τόσο στον ιδιωτικό όσο και στον δημόσιο τομέα. Αυτή η μόχλευση μπορεί να επηρεάσει αρνητικά τους ρυθμούς ανάπτυξης στο μέλλον και απαιτεί επαγρύπνηση των εποπτικών φορέων. Απαιτεί, επίσης, ένταση των προσπαθειών για τη υιοθέτηση μιας νέας μορφής για το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα, η οποία θα εξασφαλίζει μεγαλύτερη σταθερότητα και θα αποτρέπει την συσσώρευση κινδύνων (Χαρδούβελης, 2011).

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

Γερμανικού τραπεζικού συστήματος είχε καταρρεύσει, δήλωσε ότι η Ευρώπη ήταν στο χείλος του γκρεμού.

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

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

Άμεσα θύματα ήταν χώρες που είχαν άμεσες διατραπεζικές συναλλαγές με τις ΗΠΑ, ενώ στη συνέχεια επηρεάστηκαν όσοι βασίζονταν πάνω στις τράπεζες αυτές ή σε θυγατρικές τους, από εταιρίες μέχρι και χώρες. Ένας σημαντικός καταλύτης της εξάπλωσης της κρίσης, ήταν και η συμπεριφορά των επενδυτών στα χρηματιστήρια. Η πτώση του Αμερικάνικου χρηματιστηρίου οδήγησε σε ελεύθερη πτώση όλα τα χρηματιστήρια στον κόσμο, όχι μόνο επειδή οι εμπορικές δραστηριότητες γίνονται

πλέον σε παγκόσμιο επίπεδο, αλλά επειδή η συμπεριφορά των επενδυτών ήταν τέτοια που μεταδιδόταν σε όλο τον κόσμο. Οι επενδυτές προσπαθούσαν να ξεφορτωθούν ριψοκίνδυνα ομόλογα, αναστατώνοντας όλη την αγορά.

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

Αυτό που όμως πρέπει να γίνει αποδεκτό είναι ότι, αν και η κρίση στις ΗΠΑ έπαιξε σημαντικό ρόλο στην παγκόσμια κρίση, δεν ήταν ο βασικός υπαίτιος. Όταν έσκασε η στεγαστική φούσκα στις ΗΠΑ, αποτέλεσε την αιτία για να οδηγηθούν και οι άλλες χώρες σε σκάσιμο των δικών τους στεγαστικών φουσκών, οι οποίες δημιουργήθηκαν από τα τοπικά τραπεζικά ιδρύματα που είχαν οδηγηθεί σε ένα υπερδανεισμό των τοπικών και γειτονικών αγορών. Πολλές οικονομίες πλέον σε όλο τον κόσμο είχαν τα ίδια συμπτώματα: στεγαστικές φούσκες, υπερβολική εξάρτηση από τον δανεισμό, χαμηλά ελεγκτικά πρότυπα και πολλά περιουσιακά στοιχεία υψηλού κινδύνου.

2.5 Συμπεράσματα

Η παρούσα κρίση είναι αξιοσημείωτη εξαιτίας του ρόλου που οι τράπεζες έχουν παίξει σε αυτή. Επίσης, οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις έχουν πολλές φορές συνδεθεί με τον τραπεζικό πανικό (Friedman and Schwartz, 1982). Στις χρηματιστηριακές κρίσεις, οι χαμένοι είναι συνήθως οι πολλοί μικροεπενδυτές που τοποθετούν τις οικονομίες τους σε μετοχές και βρίσκονται να κρατάνε απαξιωμένα χαρτιά μετά από κάποια κρίση, ή βρίσκονται ακόμα και χρεωμένοι επειδή χρηματοδότησαν τις χρηματιστηριακές τους αγορές μέσω δανεισμού.

Στην περίπτωση της κρίσης των ακινήτων στην αμερικάνικη αγορά του 2008, αυτοί που υπέφεραν είναι οι τράπεζες και τα κερδοσκοπικά hedge funds, που αγόρασαν τα χρέη για ακίνητη περιουσία (ή τίτλους, καλυπτόμενους από τα χρέη) από τις τράπεζες έκδοσης των δανείων. Πολλοί ιδιοκτήτες σπιτιών, ανίκανοι να πληρώσουν, έχασαν τις αποταμιεύσεις τους, τις οποίες είχαν επενδύσει στην αγορά της κατοικίας τους, σαν αποτέλεσμα των κατασχέσεων. Αυτή τη φορά, δεν πρόκειται για μικρούς αποταμιευτές που έβαζαν το κεφάλαιό τους σε αφερέγγυες μετοχές, αλλά κυρίως για τράπεζες που χρηματοδοτούσαν την αγορά υπερτιμημένων ακινήτων και τις καταναλωτικές δαπάνες των ιδιοκτητών κατοικίας (Carprio and Klingebiel, 1996).

Η έκταση των ζημιών που καθεμία από τις τράπεζες έπρεπε να απορροφήσει, όχι μόνο οι αμερικάνικες τράπεζες, αλλά μεταξύ άλλων και ιδιωτικές και δημόσιες γερμανικές, δεν έχει ακόμα ξεκαθαρίσει. Όχι μόνο γιατί οι τράπεζες είναι απρόθυμες να δημοσιοποιήσουν την έκταση των ζημιών τους, αλλά επειδή, όπως συμβαίνει συχνά, δεν είναι οι ίδιες σε θέση να γνωρίζουν την ακριβή πλήρη έκταση. Όταν εμπλέκονταν στην αγορά τίτλων που καλύπτονταν από δάνεια ακινήτων, οι τράπεζες εμπιστεύτηκαν τυφλά την κρίση των αποκαλούμενων "γραφείων διαβάθμισης". Μπορεί όμως να ειπωθεί ότι πρόκειται για μια συστημική κρίση, αφού επηρέασε σχεδόν το σύνολο των τραπεζών (Carprio and Klingebiel, 1996).

3^ο ΚΕΦΑΛΑΙΟ: ΦΟΥΣΚΕΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

3.1 Περιεχόμενο – Ορισμός

Ο όρος φούσκα αναφέρεται σε μεγάλες και διαρκείς στρεβλώσεις στις αποτιμήσεις των χρηματοοικονομικών ή ακίνητων περιουσιακών στοιχείων. Οι ορισμοί για το τι ακριβώς συνιστά μια φούσκα ποικίλλουν και είναι σαφές ότι κάθε προσωρινή κακή εκτίμηση δεν μπορεί και δεν πρέπει να χαρακτηριστεί ως φούσκα. Έτσι, καταλήγει κανείς στο συμπέρασμα ότι οι φούσκες πρέπει να συνδέονται με στρεβλώσεις στις αποτιμήσεις που έχουν ορισμένα συγκεκριμένα χαρακτηριστικά. Για παράδειγμα, η αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων σε περιόδους που χαρακτηρίζονται από το φαινόμενο της φούσκας είναι συχνά εκρηκτική. Ή το γεγονός ότι ο όρος φούσκα μπορεί να αναφέρεται σε περιόδους κατά τις οποίες η τιμή ενός περιουσιακού στοιχείου υπερβαίνει την θεωρητική του αξία, επειδή οι επενδυτές πιστεύουν ότι αυτό μπορεί να πωληθεί σε μια ακόμα υψηλότερη τιμή σε κάποιο άλλο επενδυτή στο μέλλον.

Η χρηματιστηριακή φούσκα μπορεί να περιγραφεί ως μια κατάσταση στην οποία οι τιμές των μετοχών ή άλλων εμπορεύσιμων αξιών αυξάνονται πάρα πολύ, αγγίζοντας υπερβολικά υψηλά επίπεδα, σε σχέση με τη θεμελιώδη αξία τους, και φτάνουν σε κάποιο σημείο όπου «σπάνε» και οδηγούνται σε απότομη και μεγάλη πτώση τιμών (Flood και Hodrick 1990, Diba και Grossman 1988, Caginalp, Porter and Smith 2001).

Μία χρηματιστηριακή φούσκα σκάει, όταν οι κερδοσκόποι αγοράζουν ένα χρηματοοικονομικό περιουσιακό στοιχείο σε κάποια τιμή πάνω από τη θεμελιώδη του, στην προσδοκία μιας μεταγενέστερης υπεραξίας (ψευδαίσθηση του χρήματος). Στη συνέχεια σε κάποια μελλοντική στιγμή, θα νιώσουν ότι αυτή η φούσκα πιθανότατα κάποτε θα “σπάσει”. Μόλις αυτή η πιθανότητα γίνει αντιληπτή από πολλούς επενδυτές τότε η χρηματιστηριακή φούσκα πράγματι θα “σπάσει” (Αλεξάκης και Ξανθάκης, 2008). Είναι σημαντικό να σημειωθεί ότι τέτοιες συμπεριφορές τιμών δεν προβλέπονται σε μία αποτελεσματική αγορά με ορθολογικούς επενδυτές.

Θα μπορούσε, λοιπόν, κάποιος να πει ότι η οικονομική φούσκα αποτελεί ένα φαινόμενο, το οποίο αποδεικνύει την αδυναμία των ανθρωπίνων συναισθημάτων, προκαλείται από τον ενθουσιασμό των επενδυτών που αυξάνουν υπερβολικά τη ζήτηση στα εμπορεύσιμα αγαθά και έχει ως αποτέλεσμα να αυξηθούν σημαντικά οι όγκοι των συναλλαγών και να εκτοξευθεί η τιμή διαπραγμάτευσης πέρα από οποιαδήποτε λογική αντανάκλαση της πραγματικής τους αξίας και απόδοσης. Όταν

παρατηρηθεί το φαινόμενο της «φούσκας», οι τιμές των αξιών ανεβαίνουν απότομα, καθιστώντας τις σημαντικά υπερεκτιμημένες, με αποτέλεσμα όταν η φούσκα σκάσει οι τιμές να αρχίζουν να παρουσιάζουν πτώση. Έτσι, η πλειοψηφία των επενδυτών προσπαθεί να απαλλαγεί από τα αγαθά που κατέχει προκαλώντας κατακόρυφη πτώση των τιμών. Στην προσπάθειά τους, οι επενδυτές για να αποφύγουν μεγαλύτερες ζημιές, προβαίνουν σε πωλήσεις πανικού, με αποτέλεσμα η αγορά να καταρρεύσει.

Οι φούσκες στις τιμές, σύμφωνα με την ιστορία, μπορούν να συμβούν σε κάθε είδος περιουσιακού στοιχείου, όπως μετοχές, νομίσματα, ομόλογα, εμπορεύματα, παράγωγα, ακίνητα, κ.α. Το φαινόμενο έχει προκύψει πολλές φορές ξεκινώντας από το 1630, όταν και πρωτοεμφανίστηκε, ως και στις μέρες μας, σε ιστορικές συγκυρίες κατά τις οποίες υπάρχει ένα γενικό κλίμα αισιοδοξίας, μεγάλο ποσοστό αποταμιεύσεων και μηχανισμοί πίστωσης με ευνοϊκούς όρους που αυξάνουν το δανεισμό.

Συμπερασματικά, οι φούσκες παρουσιάζουν μεγάλο ενδιαφέρον για τους οικονομολόγους, επειδή οι τιμές επηρεάζουν την πραγματική κατανομή στην οικονομία. Για παράδειγμα, η παρουσία μιας χρηματοοικονομικής φούσκας μπορεί να στρεβλώσει τα επενδυτικά κίνητρα πρακτόρων, γεγονός που οδηγεί σε υπερεπένδυση στα περιουσιακά στοιχεία που έχουν υπερτιμηθεί. Ακόμα, μια φούσκα στην αγορά ακινήτων μπορεί να οδηγήσει σε μη ικανοποιητική και ανεπαρκή κατασκευή νέων κατοικιών. Επιπλέον, μία φούσκα έχει σημαντική επίδραση, επειδή το σκάσιμό της απομειώνει τους ισολογισμούς των εταιρειών, των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και μειώνει την αγοραστική δύναμη των νοικοκυριών. Έτσι, η οικονομία μειώνεται, επιβραδύνοντας την πραγματική δραστηριότητα. Λόγω αυτών των επιπτώσεων στην πραγματική οικονομία, είναι σημαντικό για τους οικονομολόγους να κατανοήσουν τις συνθήκες κάτω από τις οποίες μπορούν να προκύψουν οι φούσκες και γιατί οι τιμές μπορεί να αποκλίνουν συστηματικά από τη θεμελιώδη αξία τους (Brunnermeier and Oehmke, 2013).

3.2 Η Δημιουργία μιας Φούσκας

Η φάση στην οποία δημιουργείται μια φούσκα είναι όταν παρατηρείται για πρώτη φορά μια διόγκωση στις τιμές των κεφαλαίων και ανισορροπίες στα περιουσιακά στοιχεία. Τις περισσότερες φορές, οι ανισορροπίες αυτές συσσωρεύονται σταδιακά στο παρασκήνιο των οικονομικών εξελίξεων, και η μεταβλητότητα τους είναι χαμηλή.

Όπως είπε και ο Hyman Minsky (1978), η αρχή των ανισορροπιών αυτών γίνεται συνήθως από κάποια αρχική μετατόπιση (initial displacement) στην αγορά, η οποία μπορεί να είναι είτε τεχνολογικής φύσεων (πχ τα .Com), απελευθέρωση κάποιων οικονομικών περιορισμών ή κανονισμών, ή ακόμα και οικονομικών καινοτομιών (ασφάλεια καταθέσεων), και δημιουργεί προσδοκίες για κέρδος και οικονομική ανάπτυξη. Αυτό οδηγεί σε μια φάση ανάπτυξης όπου σχεδόν πάντα συνοδεύεται με πολύ χαμηλή μεταβλητότητα, αύξηση των πιστώσεων που παρέχονται από τραπεζικά και ασφαλιστικά ιδρύματα, και μεγάλες αυξήσεις στον επενδυτικό τομέα.

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

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

Εφόσον έχει μπει η αγορά σε αυτή την πορεία, η φούσκα έχει ήδη δημιουργηθεί και ακολουθεί μια αρκετά προβλέψιμη πορεία, που είναι κοινή κάθε χρηματοοικονομικής κρίσης του παρελθόντος. Οι τράπεζες καθιστούν την πίστωση ολοένα ευκολότερη και φθηνότερη, αυξάνοντας δραματικά τη μόχλευση μέσα στην αγορά, και έτσι οι επενδυτές έχουν ολοένα και περισσότερα όπλα για την αγορά ενός υπερεκτιμημένου και περιζήτητου οικονομικού στοιχείου. Μέσα σε αυτόν τον αγώνα δρόμου από τους επενδυτές, είναι που αρχίζουν να θολώνουν τα διακριτά σημεία

μεταξύ ασφαλών και ριψοκίνδυνων επενδύσεων, μιας και όλες φαίνεται να 'μπαινουν στο ίδιο καλάθι', και να αλλάζουν χέρια μεταξύ επενδυτών, με τις τιμές τους να αυξάνονται. Αυτό οδηγεί σε αυξημένη ζήτηση, σε σημείο που αρχίζει να υπερβαίνει την προσφορά.

Ο Νουριέλ Ρουμπινί το 2008 ανέφερε ότι το αληθινό πρόβλημα ξεκινάει σε αυτή την φάση, επειδή όλα τα περιουσιακά στοιχεία που έχουν συντελέσει στην δημιουργία της φούσκας, χρησιμοποιούνται από άπληστους κερδοσκόπους ως εγγύηση. Λόγω της συνεχόμενης αύξησης στην τιμή της εγγύησης αυτής, ένας κερδοσκόπος δανείζεται ακόμα περισσότερα, και επενδύει σε νέες ριψοκίνδυνες αλλά υπερτιμημένες επενδύσεις. Έτσι αρχίζει να μοιάζει σαν ένα φαύλο κύκλο, ο οποίος συνεχώς τροφοδοτεί και διογκώνει την κερδοσκοπική φούσκα. Αυτό είναι κάτι που παρατηρήθηκε σε μεγάλο βαθμό στις ΗΠΑ, όπου λίγο μετά το 2000, οι τιμές των σπιτιών ανέβηκαν σημαντικά, αλλά οι μισθοί παρέμειναν σταθεροί. Αυτό οδήγησε τα νοικοκυριά να οδηγούνται σε εκταμιεύσεις δανείων, χρησιμοποιώντας το σπίτι τους σαν εγγύηση ώστε να δανειστούν περισσότερα. Με την πάροδο των χρόνων, και εφόσον η τιμή των ακινήτων ολοένα αυξανόταν, τα νοικοκυριά δανείζονταν ακόμη περισσότερα, βασιζόμενα στην υπεραξία των ακινήτων τους, χρησιμοποιώντας αυτά που είχαν αγοράσει (από τα ήδη υπάρχοντα ακίνητα, αναβαθμίσεις/ανακαινίσεις, δεύτερα σπίτια κλπ) ως επιπρόσθετες εγγυήσεις. Είναι ενδεικτικό το γεγονός ότι, το τελευταίο τρίμηνο του 2005, οι αναλήψεις χρημάτων που είχαν ως εγγυήσεις ακίνητα, κορυφώθηκαν σε ρυθμό της τάξης του ενός τρισεκατομμυρίου δολαρίων.

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

3.3 Από τη φύσκα στην κρίση

Η φύσκα από μόνη της, δεν δημιουργεί μια κρίση, οι πιστώσεις και τα χρέη είναι αυτά που την προκαλούν (Mill, 1848). Κατά τη διάρκεια της κρίσης, υπάρχουν διάφοροι μηχανισμοί ενίσχυσης, όπου έχουν σημαντικό αντίκτυπο. Αυτοί οι μηχανισμοί επηρεάζουν σημαντικά τις επιπτώσεις που έχει το σκάσιμο μιας φύσκας στην οικονομία και μεταδίδουν τα προβλήματα αυτά και σε άλλους τομείς της οικονομίας.

Ένα πολύ καλό παράδειγμα αυτών των μηχανισμών αποτελούν οι τράπεζες στη διάρκεια της ραγδαίας πτώσης. Στη διάρκεια της έλλειψης ρευστότητας από τις αγορές, καταφεύγουν συνήθως στην υπέρ-αντιστάθμιση. Επιβάλλουν περικοπές στα δάνεια, προκαλώντας πιστωτική ασφυξία στις αγορές και μια αύξηση της κρίσης ρευστότητας που επηρεάζει την οικονομία. Αυτό οδηγεί πολλούς πιστωτές και επιχειρήσεις να αποσύρουν τα διαθέσιμα κεφάλαια τους από τις τράπεζες, ενισχύοντας έτσι την κρίση. Αυτές οι παράπλευρες απώλειες αρχίζουν και έχουν μια επίδραση ντόμινο στην αγορά, για παράδειγμα οι μαζικές αναλήψεις μπορεί να οδηγήσουν σε χρεωκοπία μια τράπεζα, επηρεάζοντας έτσι όλο το χρηματοοικονομικό σύστημα (Tirole, 2010).

Αυτές οι χρηματοοικονομικές φύσκες των τιμών των περιουσιακών στοιχείων συνήθως έχουν τρεις διακριτές φάσεις. Η πρώτη φάση αρχίζει με την χρηματοοικονομική απελευθέρωση ή με μια με μια συνειδητή απόφαση της κεντρικής τράπεζας να αυξήσει τα επιτόκια χορηγήσεων ή κάποια άλλη παρόμοια εκδήλωση. Ως αποτέλεσμα, η αύξηση της πίστωσης συνοδεύεται από αύξηση στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων, όπως είναι τα ακίνητα και οι μετοχές. Αυτή η αύξηση των τιμών συνεχίζεται για κάποιο χρονικό διάστημα ενδεχομένως για αρκετά χρόνια, καθώς η φύσκα μεγαλώνει (Allen and Gale, 1997).

Κατά τη διάρκεια της δεύτερης φάσης η φύσκα σκάει και οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων καταρρέουν, συνήθως σε σύντομο χρονικό διάστημα π.χ. μέσα σε μερικές ημέρες ή μήνες ενώ κάποιες άλλες φορές, αυτή η πτώση μπορεί να διαρκέσει μεγαλύτερο χρονικό διάστημα, ανάλογα το είδος των αγαθών αλλά και τις εκάστοτε οικονομικές συνθήκες. Η τρίτη φάση χαρακτηρίζεται από την άρνηση για αγορά περιουσιακών στοιχείων σε πολύ υψηλές, διογκωμένες τιμές από πολλές εταιρειών και μεσίτες. Αυτή η άρνηση αγοράς, αθέτηση πληρωμής για τέτοια αγαθά συνήθως ακολουθείται από τραπεζικές ή ακόμα και συναλλαγματικές κρίσεις. Οι δυσκολίες που συνδέονται με τις παραπάνω αθετήσεις από τους ιδιώτες σε συνδυασμό με τις τραπεζικές και συναλλαγματικές κρίσεις, συχνά προκαλούν

προβλήματα στον πραγματικό τομέα της οικονομίας, μια γενικευμένη οικονομική κρίση, η οποία μπορεί να διαρκέσει για αρκετά χρόνια (Allen and Gale, 1997).

Ένα από τα πιο σημαντικά στοιχεία σε αυτή τη διαδικασία, είναι η φύση των γεγονότων που συνδέονται με την έκρηξη των φουσκών. Σε πολλές περιπτώσεις, η σκανδάλη για αυτή τη διαδικασία είναι μια απλή αλλαγή στο πραγματικό οικονομικό περιβάλλον. Ένα παράδειγμα είναι η κατάρρευση των τιμών του πετρελαίου στην περίπτωση της Νορβηγίας. Σε άλλες περιπτώσεις, η σκανδάλη είναι αποτέλεσμα των ανεκπλήρωτων προσδοκιών για τα επιτόκια και το επίπεδο των πιστώσεων στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Ένα αντιπροσωπευτικό παράδειγμα αυτής της περίπτωσης, είναι η φούσκα που δημιουργήθηκε στην Ιαπωνία το 1990.

Πώς μπορούν, όμως, τα βασικά χαρακτηριστικά αυτών των περιπτώσεων και τα αίτια του σπασίματος των φουσκών να συνδεθούν και να γίνουν κατανοητά; Υπήρξε σημαντική έρευνα και μελέτη σε σχέση με τις οικονομικές φούσκες, όμως καμία δεν ήταν σε θέση να συλλάβει και να περιγράψει πειστικά την αλληλουχία των γεγονότων που περιγράφονται και οδηγούν σε αυτό το αποτέλεσμα (Camerer, 1989). Ο Tirole (1982) υποστήριξε ότι σε ένα πεπερασμένο ορίζοντα, με συγκεκριμένο πλήθος από φούσκες, μέσα στο οποίο οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων αποκλίνουν από τις θεμελιώδεις, δεν μπορεί η συμπεριφορά αυτή να είναι ορθολογική. Η δυσκολία συνδυασμού των φαινομένων αυτών, των φουσκών, με ορθολογική συμπεριφορά υπήρξε το συμπέρασμα ορισμένων συγγραφέων, όπως οι De Long et al (1990), όπου αναπτύχθηκαν μοντέλα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων με βάση την παράλογη συμπεριφορά.

Άλλοι συγγραφείς έχουν ενσωματώσει στην έρευνά τους κάποια μορφή της ατέλειας της αγοράς. Ο Tirole (1985), μεταξύ άλλων, έδειξε ότι οι φούσκες θα μπορούσαν να υπάρχουν σε μοντέλα άπειρου ορίζοντα, στα οποία όλοι οι παράγοντες είναι ορθολογικοί. Με τη σειρά του, ο Weil (1987) έχει δείξει, ότι οι φούσκες μπορούν να υπάρχουν όταν υπάρχει μια σταθερή εξωγενής πιθανότητα της φούσκας να καταρρεύσει. Στο μοντέλο του οι φούσκες σκάνε σε πεπερασμένο διάστημα με πιθανότητα ένα. Οι Santos και Woodford (1997) υποστήριξαν ότι οι συνθήκες κάτω από τις οποίες οι φούσκες προκύπτουν, σε ένα πλαίσιο γενικής ισορροπίας είναι μάλλον ειδική. Αυτοί οι τύποι των μοντέλων δεν παρέχουν ένα καλό πλαίσιο για την ανάλυση των γεγονότων, όπως είναι οι φούσκες της Ιαπωνίας, της Σκανδιναβίας και του Μεξικού. Στις ειδικές περιπτώσεις στις οποίες υπάρχει φούσκα, το μοντέλο δεν εξηγεί τι ενεργοποιεί και τι τελειώνει τη φούσκα.

Οι Allen και Gorton (1993), κατασκεύασαν ένα μοντέλο με συνεχή χρόνο και πεπερασμένο ορίζοντα στο οποίο ένα πρόβλημα αντιπροσώπευσης μεταξύ επενδυτών και διαχειριστών χαρτοφυλακίου, θα μπορούσε να δημιουργήσει φούσκα, ακόμη και αν όλοι οι συμμετέχοντες ήταν ορθολογικοί. Οι Allen et al. (1993) ανέπτυξαν ένα μοντέλο διακριτού χρόνου, όπου η απουσία της κοινής γνώσης, οδήγησε σε φούσκες στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων. Παρά το γεγονός ότι οι μελέτες αυτές δείχνουν ότι οι φούσκες μπορεί να προκύψουν λόγω ασύμμετρης πληροφόρησης και προβλημάτων αντιπροσώπευσης, επίσης αποτυγχάνουν να συλλάβουν την τυπική ανάπτυξη των φουσκών. Σημαντικό στοιχείο είναι ότι ο ρόλος του τραπεζικού συστήματος με τη χαλάρωση και την σύσφιξη των πιστώσεων, δεν εξετάζεται.

Έχει προταθεί από τον Mishkin (1997) αλλά και από άλλους, ότι τα προβλήματα που προκύπτουν από την ασύμμετρη πληροφόρηση στο τραπεζικό σύστημα μπορεί να οδηγήσει σε χρηματοπιστωτικές κρίσεις, με τέτοιο τρόπο που να εμφανιστούν φούσκες, όμως ο τρόπος με τον οποίο προκύπτουν και ο ρόλος τους στην κρίση δεν έχει διαμορφωθεί.

Ένας αριθμός άλλων συγγραφέων έχουν τονίσει τη σχέση ανάμεσα στο τραπεζικό σύστημα και τις χρηματοπιστωτικές κρίσεις. Οι McKinnon και Pill (1998) και ο Krugman (1998) έχουν προτείνει ότι είναι οι ρητές ή σιωπηρές κρατικές εγγυήσεις που οδηγούν στην μεταστροφή σε πιο επικίνδυνες συμπεριφορές και σε στοιχεία ενεργητικού με υψηλές τιμές. Αυτό το είδος της πολιτικής δεν είναι αναγκαίο ότι θα δημιουργήσει μια φούσκα, όμως σίγουρα επιδεινώνει το πρόβλημα. Είναι η αβεβαιότητα σχετικά με τη μελλοντική πορεία της πιστοληπτικής ικανότητας και η αλληλεπίδρασή της με το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης που είναι σημαντική, τόσο για τον προσδιορισμό της έκτασης μιας φούσκας αλλά και την επακόλουθη αβεβαιότητα. Τέτοια αβεβαιότητα προκαλείται συχνά από τις κυβερνητικές πολιτικές, όπως είναι η χρηματοπιστωτική απελευθέρωση και είναι σημαντικό αυτό το στοιχείο να λαμβάνεται υπόψη, όταν οι πολιτικές αυτές σχεδιάζονται.

3.4 Η ψυχολογία της κρίσης

Οι παράγοντες που επηρεάζουν την συμπεριφορά του επενδυτή διαφέρουν ανάμεσα στις διάφορες χρονικές περιόδους και είναι δύσκολο να προσδιοριστούν με ακρίβεια, διότι στον προσδιορισμό τους υπεισέρχονται και τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του κάθε ατόμου, καθώς και ο διαφορετικός τρόπος που αυτό επεξεργάζεται τα διάφορα δεδομένα (Δελής 1978).

Τα συναισθήματα μπορεί να θεωρηθούν ως αιτία αλλά και ως αποτέλεσμα των επενδυτικών αποφάσεων. Η ψυχική ευφορία και ο φόβος επηρεάζουν σημαντικά τις οικονομικές αποφάσεις του ανθρώπου και τον οδηγούν σε επιχειρηματική δραστηριότητα ή σε ουδέτερη στάση. Τα θετικά συναισθήματα μπορεί να οδηγήσουν σε μεγαλύτερη ολοκλήρωση της δημιουργικότητας και της πληροφόρησης, αλλά και να καθορίσουν την υπερεκτίμηση των ευνοϊκών γεγονότων και υποτίμηση των αρνητικών γεγονότων. Η ευφορία και η ευεξία είναι οι παράγοντες οι οποίοι κάνουν τον άνθρωπο να δραστηριοποιείται επιχειρηματικά, να επενδύει αναλαμβάνοντας ρίσκο και να καταναλώνει. Η υπερβολή στα θετικά συναισθήματα εκθέτει τον επενδυτή υπερβολικά στον δανεισμό και ανάλογα με τις οικονομικές συνθήκες η ευεξία μπορεί να μετατραπεί σε φόβο. Ο άνθρωπος αντιδρά φοβισμένα προσπαθώντας να ικανοποιήσει το αίσθημα της αυτοσυντήρησης, παύει να επενδύει και καταναλώνει όλο και λιγότερο.

Οι παραδοσιακοί οικονομολόγοι υποστηρίζουν σε όλες τις υποθέσεις τους, ότι οι επενδυτές είναι ορθολογικοί λήπτες αποφάσεων, γεγονός που έχει οδηγήσει στην ανάπτυξη της υπόθεσης της αποτελεσματικότητας της αγοράς. Σύμφωνα με αυτή, οι ορθολογικοί επενδυτές παίρνουν τις αποφάσεις τους βασιζόμενοι σε θεμελιώδη στοιχεία για την κάθε εταιρία και εκμεταλλεύονται κάθε δεδομένη πληροφόρηση σχετικά με αυτήν. Αν όμως θεωρηθεί ότι υπάρχουν και μη ορθολογικοί επενδυτές, τότε προκύπτει το ερώτημα, πως αυτοί επηρεάζουν τη λειτουργία της αγοράς. Εξαιτίας της αδυναμίας της παραδοσιακής χρηματοοικονομικής να εξηγήσει διάφορα φαινόμενα, δημιουργήθηκε ένας νέος κλάδος της χρηματοοικονομικής, η «Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική» (behavioral finance).

Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική θεωρία, διαφέρει από την παραδοσιακή προσέγγιση της θεωρίας των κεφαλαιαγορών σε τρία βασικά σημεία:

α. οι επενδυτές δεν είναι ορθολογικοί με τον τρόπο που περιγράφει η παραδοσιακή θεωρία.

β. οι συμμετέχοντες στην αγορά αποκλίνουν από την ορθολογική συμπεριφορά με τον ίδιο μη συστηματικό τρόπο, ενώ σύμφωνα με την παραδοσιακή θεωρία αν οι επενδυτές δεν είναι ορθολογικοί, τότε οι συναλλαγές αυτές θα είναι τυχαίες και δεν θα επηρεάζουν τις τιμές και

γ. οι ευκαιρίες κερδοσκοπικής εκμετάλλευσης (arbitrage) συνεπάγονται κόστος με κίνδυνο, οπότε καθίστανται μη αποτελεσματικές, ενώ η παραδοσιακή θεωρία

υποστηρίζει ότι οι arbitrageurs εξαλείφουν οποιαδήποτε επίδραση των μη ορθολογικών επενδυτών πάνω στις τιμές.

Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική αποτελεί σήμερα έναν ραγδαία εξελισσόμενο κλάδο, που αμφισβητεί τις παραδοσιακές παραδοχές της οικονομίας με απώτερο στόχο να διερευνήσει τα πραγματικά αίτια που συμβάλλουν στη λήψη αποφάσεων (Sewel, 2010). Προσπαθεί να εξηγήσει πώς και γιατί τα συναισθήματα και τα γνωστικά λάθη επηρεάζουν τους επενδυτές και δημιουργούν ανωμαλίες στις αγορές, όπως οι χρηματιστηριακές φούσκες και οι οικονομικές κρίσεις. Σύμφωνα με την άποψη διαφόρων συγγραφέων, η συμπεριφορική μπορεί να παρουσιαστεί ως ο σύνδεσμος μεταξύ της επιστήμης των χρηματοοικονομικών με την επιστήμη της ψυχολογίας και της κοινωνιολογίας. Ακόμη, προσφέρει εξηγήσεις για πολλές χρηματιστηριακές ανωμαλίες όπως ημερολογιακές ανωμαλίες, τις χρηματιστηριακές φούσκες, τις χρηματοοικονομικές κρίσεις κ.α.

Από τις αρχές της δεκαετίας του 1950, σημαντικές θεωρητικές προσεγγίσεις στη συμπεριφορική χρηματοοικονομική αποτελούν μεγάλες προόδους, με πρωτοπόρο τον Allais (1953), με το «Παράδοξο του Allais», ως το πρώτο κομμάτι μιας σειράς από αποδείξεις οι οποίες αμφισβητούσαν την παραδοσιακή αντίληψη της αναμενόμενης ωφέλειας, οδηγώντας στην ανάπτυξη συμπεριφορικών μοντέλων στην λήψη αποφάσεων υπό συνθήκες αβεβαιότητας. Ο Markowitz (1952), εισήγαγε την άποψη ότι οι άνθρωποι επικεντρώνονται περισσότερο στα κέρδη και στις ζημιές παρά στο απόλυτο μέγεθος του πλούτου (πρώιμη διατύπωση της Θεωρίας των Προσδοκιών). Στην ανάπτυξη του κλάδου της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής, οι Kahneman και Tversky, (1979), χρησιμοποίησαν τεχνικές από την γνωστική ψυχολογία για να εξηγήσουν κάποιες αποκλίσεις της λήψης αποφάσεων, από την νεοκλασική θεωρία.

Ο Reingnum (1981) τεκμηρίωσε μια ανωμαλία στις αποδόσεις, η οποία είναι γνωστή ως Αποτέλεσμα μεγέθους (size effect). Κατά την άποψή του, οι εταιρείες μικρής κεφαλαιοποίησης παρουσιάζουν υψηλότερη μεταβλητότητα, λόγω ότι οι τιμές των μετοχών τους, συγκυριακά, μπορεί να εμφανίζουν σημαντικές βραχυπρόθεσμες απώλειες, όπως είναι για παράδειγμα οι χαμηλότερες αξίες που δημιουργούνται στο τέλος του έτους, από «ανωμαλίες της αγοράς». Εξαιτίας όλων αυτών των ανωμαλιών, το 1990 μεγάλο μέρος της ακαδημαϊκής μελέτης μετατοπίστηκε από τις οικονομικές αναλύσεις των χρονολογικών σειρών, των τιμών, και των κερδών την ανάπτυξη της ανθρώπινης ψυχολογίας, όσον αφορά τις χρηματοοικονομικές αγορές, με επιμέρους μελέτη στον τομέα της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής.

Μια από τις παλαιότερες θεωρίες των χρηματοοικονομικών αγορών είναι η θεωρία των ψυχολογικών αντιδράσεων για την τιμή. Όταν οι τιμές θεωρητικά ανεβαίνουν δημιουργούν κέρδη για κάποιους επενδυτές και αυτό μπορεί να προσελκύσει την προσοχή του κοινού προκαλώντας ενθουσιασμό και μεγαλώνοντας τις προσδοκίες για περαιτέρω αύξηση των τιμών. Η διαδικασία της αύξησης της ζήτησης των επενδυτών παράγει έναν άλλο γύρο αύξησης των τιμών. Αν οι ψυχολογικές αντιδράσεις δεν διακοπούν μετά από πολλούς γύρους μια θεωρητική φούσκα θα δημιουργηθεί, στην οποία υψηλές προσδοκίες για περαιτέρω αύξηση της τιμής, μπορεί να στηρίζουν υψηλές τρέχουσες τιμές. Οι υψηλές τιμές είναι διαρκείς και είναι υψηλές μόνο λόγω των προσδοκιών για περαιτέρω αύξηση των τιμών, οπότε η φούσκα τελικά σκάει και οι τιμές πέφτουν. Οι ίδιες ψυχολογικές αντιδράσεις μπορούν να παράγουν μια αρνητική φούσκα προκαλώντας περαιτέρω μείωση των τιμών, δημιουργώντας απαισιοδοξία μέχρι η αγορά να φτάσει σε ένα χαμηλό επίπεδο.

Ο ψυχολογικός παράγοντας, γνωστός και ως «ψυχολογία της μάζας», διαδραματίζει έναν πρωταγωνιστικό ρόλο στην κατεύθυνση των τιμών των μετοχών, ιδιαίτερα σε χρονικές περιόδους εύθραυστων ισορροπιών. Οι βασικές μονάδες στη χρηματιστηριακή κοινότητα είναι ο επενδυτής, ο ιδιώτης (μικρό-αποταμιευτής) και θεσμικός (εταιρίες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων και εταιρίες επενδύσεων χαρτοφυλακίου). Επενδυτής είναι ουσιαστικά όποιος έχει θέση συναλλαγής δηλαδή αντικατοπτρίζει την άποψη ότι οι τιμές είτε θα ανέβουν, είτε θα υποχωρήσουν.

Η επιδίωξη του κέρδους, ως κοινός στόχος όλων των επενδυτών, βεβαιώνει ότι η συμπεριφορά της χρηματιστηριακής αγοράς, αποτελεί «το φαινόμενο του πλήθους». Σε κάθε χρονική περίοδο, η επενδυτική κοινότητα αποτελείται από δύο ομάδες επενδυτών: το «αισιόδοξο» πλήθος και το «απαισιόδοξο» πλήθος. Το πρώτο πλήθος προσδοκά άνοδο των τιμών των μετοχών, ενώ το δεύτερο προσδοκά πτώση. Η βασική φιλοσοφία, που είναι γνωστή σε κάθε χρηματιστηριακή αγορά, παραμένει πάντα η ίδια, «να αγοράζεις φτηνά και να πουλάς ακριβά». Η ύπαρξη των δύο αυτών επενδυτικών πληθών στο Χρηματιστήριο παρέχει το μηχανισμό εκείνο, μέσω του οποίου μεταδίδεται η κυκλική συμπεριφορά. Εξαιτίας του χάσματος μεταξύ αισιόδοξων και απαισιόδοξων ομάδων επενδυτών, υπάρχουν οι συνθήκες αβεβαιότητας και σύγκρουσης. Το σχετικό άγχος ενθαρρύνει το πλήθος τόσο να προστατέψει την αυτονομία του, όσο και να ακολουθήσει τους στρατηγικούς του στόχους, όσον αφορά τις τιμές των μετοχών που προβάλλονται ως μελλοντικοί στόχοι.

Οι Gilovich και Medvec (1993), υποστήριξαν ότι τα συναισθήματα είναι διαφορετικά όσον αφορά την προοπτική του χρόνου, βραχυπρόθεσμα οι άνθρωποι

βιώνουν περισσότερο λύπη για δράση, ενώ μακροπρόθεσμα βιώνουν περισσότερο λύπη για τις παραλείψεις τους, επειδή στα ανθρώπινα όντα, όλες οι αποφάσεις τους μαζί με τις χρηματικές, διέπονται από συναισθήματα. Μια νέα προσέγγιση του κινδύνου, επιβεβαιώνει ότι, οι συναισθηματικές αντιδράσεις στις οποίες εμπλέκονται καταστάσεις αβεβαιότητας για το μέλλον συχνά διαφέρουν από τις γνωστικές εκτιμήσεις άλλων καταστάσεων. Η αντίδραση των επενδυτών δεν προέρχεται από μια συνεκτική ανάλυση, αλλά από το πώς αντιλαμβάνονται τις ευκαιρίες και τις οικονομικές απειλές. Η θέση των επενδυτών στην αγορά από ψυχολογική άποψη, θα μπορούσε να θεωρηθεί ως ένας αέναος κύκλος. Κάθε φορά όταν μια χρηματοπιστωτική αγορά τίτλων αρχίζει, ένας νέος κύκλος ξεκινά.

Η καταστροφική επίδραση της πρόσφατης παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης στις οικονομίες, κατέδειξε το ευάλωτο των διεθνών αγορών στα μαζικά σοκ που, με όλο και αυξανόμενη συχνότητα πλήττουν τις υφιστάμενες κεφαλαιακές δομές. Η ανεπάρκεια των υπάρχοντων μοντέλων και προτύπων να αποσβέσουν με επιτυχία τις επιθετικές συνέπειες της ύφεσης, απαιτείται να είναι η αφετηρία για την αναθεώρηση της αντίληψης των δεδομένων και στρατηγικών. Στα πλαίσια της νέας αυτής πραγματικότητας, αποτελεί αναγκαιότητα για όσους εμπλέκονται στη βιομηχανία των αγορών κεφαλαίου και χρήματος, να αναγνωρίσουν την επιτακτική ανάγκη για αντιμετώπιση της βαθιάς πολυπλοκότητας των επενδυτικών διαδικασιών αποφάσεων, μέσω ολοκληρωμένων και ρεαλιστικών προσεγγίσεων, σε ισχυρές ποσοτικές τεχνικές και μεθόδους.

Η υπερβολή στα θετικά συναισθήματα, εκθέτει τον επενδυτή υπερβολικά στον δανεισμό και ανάλογα με τις οικονομικές συνθήκες η ευεξία μπορεί να μετατραπεί σε φόβο. Οι συνθήκες υπεραισιοδοξίας έκαναν πολλούς θεσμικούς και ακαδημαϊκούς παράγοντες να υποστηρίξουν, ότι η οικονομία μπορεί να λειτουργεί βάσει ενός νέου προγράμματος, το οποίο καταργεί τους οικονομικούς κύκλους και το μόνο που πρέπει να αναμένουμε είναι η συνεχής άνοδος των τιμών των αξιογράφων. Η τεχνητή ευφορία που δημιουργεί η πρόσβαση σε υπέρμετρο δανεισμό για κερδοσκοπικούς σκοπούς, δημιούργησε την τεράστια φούσκα των εταιριών της Νέας Οικονομίας, που οδήγησε στην κατάρρευση της αγοράς αυτής το 2000, και στη συνέχεια στην απαξίωση των στεγαστικών ομολόγων, το 2007.

Όταν ο άνθρωπος αντιδρά φοβισμένα προσπαθώντας να ικανοποιήσει το αίσθημα της αυτοσυντήρησης, παύει να επενδύει και καταναλώνει όλο και λιγότερο. Αυτή η αντίδραση φόβου κυριαρχεί σήμερα στις παγκόσμιες αγορές ως αποτέλεσμα των ανακατατάξεων, οι οποίες ανατρέπουν πολλές εδραιωμένες, μεθοδολογίες.

Η επενδυτική φιλοσοφία που βασίζεται σε αυστηρές αρχές θεμελιώδους ανάλυσης των χρηματοοικονομικών δεδομένων, επανέρχεται – μετά από μία σοβαρή οικονομική κρίση – και πάλι στο προσκήνιο. Οι αγορές κινούνται πλέον σε πιο ομαλούς ρυθμούς, αφού απουσιάζει η τεχνητή ευδαιμονία που δημιουργεί ο εύκολος, αδιάκριτος δανεισμός. Οι τιμές των χρηματιστηριακών τίτλων καταγράφουν και πάλι αποτιμήσεις που βρίσκονται πολύ κοντά στην πραγματική αξία των επιχειρήσεων, ενώ οι επενδυτές αναζητούν πλέον λύσεις μέσω της επένδυσης σε αμοιβαίων κεφάλαια των οποίων η διαχείριση στηρίζεται στις αρχές της Θεμελιώδους Ανάλυσης. Παρά τα σοβαρά προβλήματα που αντιμετωπίζει σήμερα η διεθνής οικονομία, έχουν ωριμάσει οι συνθήκες οι οποίες ευνοούν τις σοβαρές και μακρόπνοες επενδυτικές επιλογές. Ίσως να μην αποτελεί υπερβολή ο ισχυρισμός ότι στα επόμενα χρόνια η σημασία της επένδυσης με βάση τα θεμελιώδη δεδομένα, θα υιοθετηθεί από τους περισσότερους θεσμικούς παράγοντες της αγοράς, δημιουργώντας τις αναγκαίες συνθήκες οικονομικής ανάκαμψης και ομαλής λειτουργίας των αγορών.

4ο ΚΕΦΑΛΑΙΟ: Η ΘΕΩΡΙΑ ΤΟΥ HYMAN MINSKY

4.1 Εισαγωγή

Είκοσι πέντε χρόνια πριν, όταν οι περισσότεροι οικονομολόγοι εκθείαζαν τις αρετές της οικονομικής απορρυθμίσσης και της καινοτομίας, υπήρξε ένας «αποστάτης» οικονομολόγος, ο Hyman Minsky, ο οποίος διατήρησε μια πιο αρνητική στάση για τη Wall Street, σημειώνοντας ότι οι τραπεζίτες, οι έμποροι, και οι άλλοι χρηματοδότες περιοδικά έπαιξαν το ρόλο των εμπρηστών, θέτοντας το σύνολο της οικονομίας σε φωτιά. Με δεδομένο ότι η Wall Street ενθάρρυνε τις επιχειρήσεις και τους ιδιώτες να αναλάβουν πολύ μεγάλο κίνδυνο, ο ίδιος πίστευε, ότι με αυτό τον τρόπο δημιουργήθηκαν καταστροφικοί κύκλοι εκρήξεων και ύφεσης. Ο μόνος τρόπος για να σπάσει αυτό το μοτίβο ήταν η κυβέρνηση να παρέμβει και να ρυθμιστούν με κάποιο τρόπο οι ορέξεις και οι προθέσεις αυτών των κυνηγών του χρήματος.

Πολλοί από τους συναδέλφους του Minsky θεωρούν ότι η «υπόθεση της χρηματοοικονομικής αστάθειας» που ανέπτυξε για πρώτη φορά τη δεκαετία του εξήντα, ήταν το λιγότερο ριζοσπαστική, αν όχι εκκεντρική. Σήμερα, μετά την κρίση των ενυπόθηκων δανείων που ουσιαστικά μεταμορφώθηκε σε ύφεση και οδήγησε στην βαθύτατη οικονομική και χρηματοπιστωτική κρίση, πληθαίνουν οι αναφορές στη θεωρία του. Η συνεισφορά του Minsky στην οικονομική επιστήμη αποτελεί βασικό συστατικό των μετακεϋνσιανών οικονομικών (Sawyer, 2001). Το κορυφαίο έργο του είναι το βιβλίο «Stabilizing an Unstable Economy».

4.2 Το μοντέλο του Minsky

Η βασική συνεισφορά του Minsky έγκειται στην ανάπτυξη της θεωρίας χρηματοπιστωτικής αστάθειας και κυκλικών διακυμάνσεων των σύγχρονων καπιταλιστικών οικονομιών. Σύμφωνα με τη θεμελιακή ιδέα του, αυτή η αστάθεια προκαλείται στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και μεταφέρεται μέσω των αγορών χρήματος και κεφαλαίου στο σύνολο του οικονομικού συστήματος, καθιστώντας τον καπιταλισμό μη άριστο σύστημα οργάνωσης των οικονομικών σχέσεων (Kregel, 1998).

Ο Minsky ισχυριζόταν ότι η μελέτη της εξέλιξης του καπιταλισμού πρέπει να γίνεται βάσει ενός θεωρητικού πλαισίου στο οποίο να συσχετίζονται οι βραχυχρόνιες

διακυμάνσεις με τη μακροχρόνια συμπεριφορά και τη χρηματοπιστωτική αστάθεια της καπιταλιστικής οικονομίας. Ο ρεαλισμός αυτού του θεωρητικού πλαισίου εξαρτάται, σύμφωνα με τον Minsky, από την κατανόηση της συμπεριφοράς των θεσμών του χρήματος και της χρηματοδότησης στον καπιταλισμό. Με άλλα λόγια, ο ρεαλισμός της οικονομικής θεωρίας εξαρτάται από το εάν η μεθοδολογία της αναδεικνύει ως προσδιοριστικό παράγοντα της εξέλιξης του καπιταλισμού τη μεταβολή της δομής του χρηματοπιστωτικού συστήματος (Gray and Gray, 1993). Ο Minsky υποστηρίζει ότι η συστημική αστάθεια του καπιταλισμού οξύνεται από την εφαρμογή νεοφιλελεύθερων οικονομικών πολιτικών.

Επιπλέον, τόνιζε ότι η οικονομική επιστήμη είναι χρήσιμη μόνο όταν συμβάλλει στη διαμόρφωση προϋποθέσεων κατάλληλων για τη δημιουργία ενός πιο αποτελεσματικού, δίκαιου και ανθρώπινου μοντέλου καπιταλισμού. Ως κριτήριο αξιολόγησης της οικονομικής θεωρίας πρότεινε το ρεαλισμό των υποθέσεων και παραδοχών της, καθώς και τη δυνατότητά της να προσφέρει λύσεις σε πρακτικά, οικονομικά και κοινωνικά, προβλήματα. Σημείωνε πως η έλλειψη ρεαλισμού είναι το μείζον μειονέκτημα της συμβατικής-συντηρητικής οικονομικής σκέψης, η αναλυτική και ερμηνευτική ισχύ της οποίας εξαντλείται στη διερεύνηση αφηρημένων ερωτημάτων χωρίς οικονομική και, κυρίως, κοινωνική χρησιμότητα για τις οικονομίες στις οποίες ζούμε (Wolfson, 2000).

Για τον Minsky, ο ρεαλισμός της οικονομικής θεωρίας και των προσφερόμενων από αυτήν λύσεων σε πρακτικά προβλήματα εξαρτάται από το εάν λαμβάνονται υπόψη τα θεμελιακά θεσμικά χαρακτηριστικά του κυρίαρχου μοντέλου καπιταλισμού. Ο Minsky συσχέτιζε την ενδογενή αστάθεια του χρηματοπιστωτικού συστήματος με την αβεβαιότητα η οποία προσδιορίζει τις ροές υποχρεώσεων και δικαιωμάτων που δημιουργούν τα δανειακά συμβόλαια με τα οποία έχει χρηματοδοτηθεί η συσσώρευση κεφαλαίου (Minsky, 1975).

Επιπρόσθετα, στην προσέγγιση Minsky διαδραματίζουν πολύ σημαντικό ρόλο η αξιοπιστία και η φερεγγυότητα των δανειζομένων να ικανοποιήσουν τις τρέχουσες χρηματικές υποχρεώσεις του δανείου τους, αλλά και οι εκτιμήσεις τραπεζών και θεσμικών επενδυτών ως προς τη μελλοντική δυνατότητα των δανειοληπτών να ικανοποιήσουν τις δανειακές υποχρεώσεις τους. Η εκτίμηση του δανειστή και του δανειζομένου σχετικά με τη δυνατότητα του τελευταίου να ικανοποιήσει τις υποχρεώσεις ρευστότητας που δημιουργεί το χρέος προσδιορίζει τα περιθώρια ασφαλείας κάθε νέου δανειακού συμβολαίου, τα οποία προσδιορίζουν, με τη σειρά τους, το πλαίσιο ανάλυσης της κρίσης φερεγγυότητας και ρευστότητας κάθε

οικονομικής μονάδας, όπως μιας επιχείρησης, ενός νοικοκυριού ή ενός εθνικού κράτους (Minsky, 1975).

Υπάρχουν πέντε βασικά στάδια στο μοντέλο του Minsky για τον πιστωτικό κύκλο: η μετατόπιση, η έκρηξη, η ευφορία, οι ρευστοποιήσεις και ο πανικός. Μια μετατόπιση συμβαίνει όταν οι επενδυτές είναι ενθουσιασμένοι και επιθυμούν να πάρουν κάτι καινούριο, μια εφεύρεση, όπως το Διαδίκτυο, ή όταν συμβαίνει ένας πόλεμος, ή μια απότομη αλλαγή της οικονομικής πολιτικής. Ο τρέχων κύκλος άρχισε το 2003, με την απόφαση της Ομοσπονδιακής Τράπεζας, και του επικεφαλής Alan Greenspan για τη μείωση των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων σε ένα τοις εκατό, οπότε και υπήρξε μια απρόσμενη εισροή ξένων χρημάτων, ιδιαίτερα χρήματα από την Κίνα, τοποθετημένα σε ομόλογα του αμερικανικού δημοσίου. Με το κόστος των επιτοκίων δανεισμού να βρίσκονται σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα, αναπτύχθηκε γρήγορα μια κερδοσκοπική έκρηξη σε σχέση με την αγορά ακινήτων η οποία ήταν πολύ μεγαλύτερη, από την άποψη της αποτίμησης, από την προηγούμενη φούσκα των τεχνολογικών μετοχών (Cassidy, 2008).

Το δεύτερο στάδιο είναι η έκρηξη. Όπως δήλωσε ο Minsky, μια έκρηξη προκαλεί ευφορία στις τράπεζες και στους άλλους εμπορικούς δανειστές να επεκτείνουν την πίστωση σε ολοένα και πιο αμφίβολους δανειολήπτες, δημιουργώντας συχνά νέα χρηματοδοτικά μέσα για να ολοκληρώσουν τη δουλειά (Wolfson, 2002). Κατά τη δεκαετία του ογδόντα, τα «δηλητηριώδη» ομόλογα (junk bonds), έπαιξαν αυτόν τον ρόλο. Πιο πρόσφατα, ήταν η τιτλοποίηση των στεγαστικών δανείων, η οποία επέτρεψε στις τράπεζες να παρέχουν στεγαστικά δάνεια χωρίς την παραμικρή ανησυχία, εάν θα μπορούσαν ποτέ να αποπληρωθούν (Gray and Gray, 1993).

Η ευφορία αυτή οδηγεί σε αύξηση της αισιοδοξίας για την οικονομική ανάπτυξη και τον ρυθμό ανάπτυξης των εταιριών και του ενεργητικού των επιχειρήσεων. Οι απώλειες των δανείων που πραγματοποιούνται φθίνουν, οι δανειστές ανταποκρίνονται με μεγαλύτερη ακόμα αισιοδοξία και μειώνουν τις ελάχιστες προκαταβολές των δανείων και τα ελάχιστα περιθώρια. Αν και ο αριθμός των τραπεζικών δανείων αυξάνεται, η μόχλευση, η αναλογία δηλαδή του χρέους προς το κεφάλαιο ή τα ίδια κεφάλαια, μειώνεται, μιας και η 'αξία' των δανειστών αυξάνεται με ραγδαίο ρυθμό, λόγω της αύξησης των τιμών των ακινήτων ή των χρεογράφων που έχουν στην κατοχή τους (Gray and Gray, 1993).

Οι τράπεζες προσπαθούν να αυξήσουν τα δάνεια τους σε ομάδες δανειστών, μόνο και μόνο για να μη χάσουν μερίδιο αγοράς, από τη στιγμή που οι ανταγωνιστές τους αυξάνουν τα δάνεια τους με πιο μεγάλο ρυθμό. Όλο και περισσότερες

επιχειρήσεις και νοικοκυριά, αρχίζουν να συμμετέχουν σε αυτό τον αγώνα για υψηλά κέρδη. Αυτό που πιστεύουν όλοι είναι ότι ποτέ δεν ήταν ευκολότερο να κερδίσεις χρήματα. Η κερδοσκοπία των ιδίων κεφαλαίων ξεφεύγει από τα όρια της ορθολογικής συμπεριφοράς, σε αυτό που έχει καταγραφεί ως 'μανία' ή 'φούσκα'. Το σημάδι που θα προηγηθεί της κρίσης, μπορεί να είναι η χρεοκοπία μιας τράπεζας ή μιας εταιρίας, η αποκάλυψη μιας απάτης ή η ραγδαία πτώση στην τιμή μιας μετοχής ή χρεογράφου (Kregel, 1998).

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

4.3 Η Θεωρία της Οικονομικής Αστάθειας

Η συμβολή του Hyman Minsky στην Οικονομική θεωρία είναι πολύ μεγάλη, αλλά έγινε ιδιαίτερα γνωστός για την Θεωρία της Οικονομικής Αστάθειας (Financial Instability Hypothesis), ή όπως έγινε γνωστή στον κόσμο σαν Στιγμή Μίνσκυ (Minsky Moment). Η μεγαλύτερη του αυτή συμβολή πρακτικά συνέδεσε την οικονομική αστάθεια των αγορών με την κερδοσκοπική επενδυτική οικονομία.

Η βασική ιδέα πίσω από αυτή την θεωρία είναι ότι η εσωτερική δυναμική των καπιταλιστικών οικονομιών οδηγεί, σε μια περίοδο που χαρακτηρίζεται από την επιτυχή λειτουργία της καπιταλιστικής οικονομίας, σε μια ανάδειξη των δομών αυτών της οικονομίας που συντελούν στον αποπληθωρισμό χρέους, την κατάρρευση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων και σε οικονομική κρίση. Με βάση τη θεωρία του Minsky, δυο συστήματα τιμών συνυπάρχουν σε μια καπιταλιστική οικονομία: Ένα που βασίζεται στην αξία του Ενεργητικού και των Κεφαλαίων, όπου καθορίζεται από την παρούσα αξία των προσδοκώμενων κερδών, και ένα που βασίζεται στο επίπεδο της τρέχουσας συναλλαγής. Οι καπιταλιστικές οικονομίες που συσσωρεύουν κεφάλαιο θα πρέπει επίσης να έχουν ένα σύνθετο και εξειδικευμένο χρηματοοικονομικό σύστημα που να εξελίσσεται σε πραγματικό χρόνο (Wolfson, 2002).

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

Ο Minsky ανέπτυξε την «υπόθεση της χρηματοοικονομικής αστάθειας», υποστηρίζοντας ότι ο δανεισμός περνά από τρία διακριτά στάδια, που οδηγούν σε συσσώρευση αφερέγγυου χρέους: i) Χρηματοδότηση Αντιστάθμισης Κινδύνου (Hedge), κατά την οποία όλοι οι δανειστές μπορούν να καλύψουν τις πληρωμές του χρέους τους (τόκους και αρχικό κεφάλαιο) από τις χρηματοροές των επενδύσεων τους, ii) Κερδοσκοπική οικονομία (Speculative), κατά την οποία οι δανειζόμενοι ανταποκρίνονται στις πληρωμές των τόκων από τις επενδύσεις τους, αλλά πρέπει να γίνει μετακύληση του χρέους του για να αποπληρώσουν το αρχικό τους δάνειο, και iii) Χρηματοδότηση Ponzi (Ponzi stages), όπου οι δανειζόμενοι δεν μπορούν ούτε να αποπληρώσουν τους τόκους ούτε το αρχικό χρέος της επένδυσής τους, και βασίζονται εξολοκλήρου στις ανοδικές τιμές ενός περιουσιακού στοιχείου ώστε να τους επιτρέψει να αναχρηματοδοτήσουν το χρέος τους (Weldon, 2014).

Ο συνδυασμός των οικονομικών στάσεων που αναφέρθηκαν καθορίζει την γενική ευρωστία ή αστάθεια σε μια συγκεκριμένη οικονομική δομή, που κυμαίνεται από Χρηματοδότηση Αντιστάθμισης Κινδύνου μέχρι και χρηματοδότηση πυραμίδας Ponzi παρέχοντας μεγαλύτερη αστάθεια. Όσο περισσότερο διαρκεί μια περίοδος οικονομικής σταθερότητας, οι επενδυτές τείνουν σε πιο ριψοκίνδυνους τύπους χρηματοδότησης (Ponzi Schemes) που συχνά οδηγεί διάφορα οικονομικά ιδρύματα σε κατάρρευση.

Τα συστήματα Ponzi, είναι παρόμοια με μια πυραμίδα, μια επιχείρηση, η οποία αντί να δημιουργεί πραγματικά κέρδη/κεφάλαια από νέους επενδυτές, χρησιμοποιεί τα κεφάλαια για την πληρωμή υψηλών αποδόσεων στους υπάρχοντες επενδυτές. Το όνομά προέρχεται από τον απατεώνα Charles Ponzi (1882-1949) και τα συστήματα αυτά περιγράφουν πως μια νέα επένδυση μπορεί να καταρρεύσει σε σύντομο χρονικό διάστημα καθώς μειώνεται σταδιακά ή όταν ένας σημαντικός αριθμός επενδυτών ταυτόχρονα επιθυμούν να αποσύρουν τα κεφάλαιά τους.

Στο πρώτο στάδιο, αμέσως μετά την κρίση, οι τράπεζες και οι οφειλέτες είναι επιφυλακτικοί. Τα δάνεια χορηγούνται με έλεγχο και σύνεση, οπότε οι οφειλέτες μπορούν να αντέξουν οικονομικά να αποπληρώσουν τόσο το αρχικό κεφάλαιο όσο και τους τόκους. Καθώς αυξάνεται η εμπιστοσύνη των τραπεζών αρχίζουν «δίνουν»

δάνεια στα οποία οι οφειλέτες είναι σε θέση να πληρώνουν μόνο τους τόκους. Συνήθως αυτό το δάνειο έρχεται σε αντίθεση με ένα περιουσιακό στοιχείο, του οποίου η αξία του αυξάνεται (Minsky, 1982). Τέλος, όταν η προηγούμενη κρίση είναι μια μακρινή ανάμνηση, έχουμε φθάσει στο τελικό στάδιο –τη χρηματοδότηση Ponzi. Σε αυτό το σημείο οι τράπεζες χορηγούν δάνεια προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά που μπορούν να πληρώσουν ούτε τους τόκους αλλά ούτε και το κεφάλαιο. Και πάλι αυτό ενισχύεται από την πεποίθηση ότι οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων θα αυξηθούν.

Ο ευκολότερος τρόπος για να κατανοήσει κανείς τα παραπάνω, είναι να σκεφτεί τη λειτουργία ενός δανείου με μια τυπική υποθήκη. Η Χρηματοδότηση Αντιστάθμισης Κινδύνου (Hedge) παραπέμπει σε μια κανονική εξόφληση δανείου κεφαλαίου, η Κερδοσκοπική οικονομία (Speculative), μοιάζει περισσότερο με ένα δάνειο όπου εξοφλείται μόνο ο τόκος και στη συνέχεια η Χρηματοδότηση Ponzi (Ponzi stages) πάει ακόμα παραπάνω. Είναι σαν κάποιος να πάρει μια υποθήκη, χωρίς να πληρώνει καθόλου για μερικά χρόνια και στη συνέχεια, ελπίζοντας ότι η αξία του σπιτιού έχει ανέβει αρκετά, να προβεί στην πώλησή του, έτσι ώστε να μπορεί να καλύψει το αρχικό δάνειο και όλες τις χαμένες πληρωμές (Weldon, 2014).

Η Χρηματοδότηση Ponzi (Ponzi stages) υποστηρίζεται από την άνοδο των τιμών των περιουσιακών στοιχείων και όταν τελικά οι τιμές αυτές αρχίζουν να πέφτουν συνεχώς, είναι η στιγμή που οι δανειολήπτες και οι τράπεζες συνειδητοποιούν, ότι υπάρχει χρέος στο σύστημα που δεν μπορεί ποτέ να αποπληρωθεί. Οι άνθρωποι σπεύδουν να πουλήσουν στοιχεία του ενεργητικού, γεγονός που προκαλεί ακόμη μεγαλύτερη πτώση των τιμών (Wolfson, 2002).

4.4 Η Στιγμή Minsky (The Minsky Moment)

Η στιγμή έναρξης της κρίσης ονομάζεται και Στιγμή Minsky (The Minsky Moment). Η Στιγμή Minsky, ένας όρος που επινοήθηκε από τους μεταγενέστερους οικονομολόγους, είναι η στιγμή που όλο το οικοδόμημα της οικονομίας, φτιαγμένο από χαρτί και όχι από σταθερά θεμέλια, καταρρέει. Οι στιγμές Minsky δεν έρχονται από το πουθενά. Υπάρχει συνήθως κάποια εκδήλωση, ένα γεγονός που εστιάζει την προσοχή των επενδυτών σχετικά με την υποκείμενη πλάνη που οδηγεί την αγορά σε υψηλότερες τιμές. Για τη φούσκα των ακινήτων του 2007, ήταν η συνειδητοποίηση ότι η τιμολόγηση με υποθήκη ομολόγων ήταν ουσιαστικά κάτι άγνωστο.

Ενώ, η έννοια της στιγμής Minsky, πήρε το όνομά της από την οικονομική φιλοσοφία του Hyman Minsky, σαν όνομα επινοήθηκε το 1998 από τον Paul McCulley, έναν παγκόσμιο διαχειριστή επενδύσεων που το χρησιμοποίησε για να δηλώσει την έναρξη της ασιατικής οικονομικής κρίσης, εκείνη τη χρονική στιγμή. Η ασιατική κρίση που σημειώθηκε εξαιτίας των κερδοσκόπων αύξησε την αξία των νομισμάτων στις αγορές της Ασίας, που ήταν συνδεδεμένα με το δολάριο των ΗΠΑ, σε τέτοιο βαθμό που τελικά η αξία των νομισμάτων αυτών έπεσαν κατακόρυφα. Η βασική αρχή πίσω από τέτοιες τάσεις, είναι ότι ο κίνδυνος ρευστότητας αυξάνεται σε τέτοιο βαθμό, όπου η διαπραγμάτευση του νομίσματος ή των τίτλων φτάνει σε ένα σημείο, όπου η ίδια η αγορά δεν θα μπορεί να διατηρήσει έναν ικανοποιητικό όγκο συναλλαγών, για να διατηρηθούν οι τρέχουσες τιμές. Όταν συμβαίνει αυτό, είναι αναπόφευκτο ό,τι βραχυπρόθεσμα θα υπάρξει μια απότομη στροφή στις αντιλήψεις των επενδυτών, γνωστή ως κρίση ρευστότητας.

Καθώς αυξάνεται η αποτίμηση των χρεογράφων στις αγορές συναλλάγματος, οι επενδυτές καλούνται να αξιοποιήσουν τα περιουσιακά τους στοιχεία για να αποκτήσουν μεγαλύτερο μερίδιο στην άνοδο των τιμών, η οποία επιτρέπει μεγαλύτερα κέρδη, μόνο αν οι τιμές συνεχίζουν να αυξάνονται. Ο Minsky πίστευε ότι, η τάση αυτή διαιωνίζεται και όσο πιο σφαιρική γίνεται, τόσο μεγαλύτερη θα είναι η επακόλουθη συντριβή ή διόρθωση στις αγορές. Όταν μια στιγμή Minsky γίνεται τόσο ισχυρή, έτσι ώστε μια κρίση ρευστότητας αρχίζει να επηρεάζει τη συνολική οικονομία, είναι συχνά απαραίτητη για τις κεντρικές τράπεζες σε πολλές χώρες να παρέμβουν και να προσπαθήσουν να αντιστρέψουν την τάση, μέσω της άντλησης κεφαλαίων από τα δημόσια ταμεία και ταυτόχρονη χρηματοδότηση αυτών στην αγορά

Μετά από μια περίοδο παρακμής στις αγορές, είναι σύνηθες για τους επενδυτές να πέσουν σε μια κακή επενδυτική τάση, που είναι γνωστή ως παγίδα του ταύρου (Bull trap). Μια παγίδα ταύρος εμφανίζεται αμέσως μετά από μια στιγμή Minsky, λαμβάνει χώρα όταν μια επιχείρηση ή μετοχή, που έχει μειωθεί σε αξία, ξαφνικά θεωρείται έτοιμη να αλλάξει κατεύθυνση και να αποκτήσει ξανά την χαμένη της αξία, ενθαρρύνοντας τις μεγάλες επενδύσεις έτσι ώστε να αποκτήσουν μεγάλο κέρδος από την ανάπτυξη. Τις περισσότερες φορές, όμως, η πτώση συνεχίζεται αμείωτη και τυχόν νέες επενδύσεις χάνουν περαιτέρω την αξία τους.

Η κατάρρευση των subprime στην αγορά κατοικιών που σημειώθηκε μεταξύ του 2007 και του 2008 στις Ηνωμένες Πολιτείες, είναι ένα παράδειγμα για το πώς μια στιγμή Minsky λαμβάνει χώρα. Οι κερδοσκόποι στην αγορά ακινήτων επένδυσαν σε υποθήκες για τα στεγαστικά δάνεια που συνάφθηκαν με επικίνδυνα επιτόκια

ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου. Οι δανειστές ήταν πρόθυμοι να αναλάβουν τις πιθανότητες για την πραγματοποίηση των δανείων, με την πεποίθηση ότι η οικονομία θα συνεχίσει να αναπτύσσεται και τα δάνεια αυτά θα απέδιδαν αργότερα μεγάλα κέρδη. Αυτό δε συνέβει, οπότε δημιουργήθηκε η ανάγκη ρευστοποίησης των περιουσιακών στοιχείων, όμως και πάλι δεν ήταν αυτό αρκετό για την επαναφορά της ισορροπίας στην οικονομία. Η Στιγμή Minsky συμβαίνει όταν οι υπερχρεωμένοι επενδυτές, είναι αναγκασμένοι να ρευστοποιήσουν ακόμα και τις υγιείς επενδύσεις τους, για να χρηματοδοτήσουν τα «κόκκινα» δάνειά τους, προκαλώντας απότομες πτώσεις στις τιμές των αγορών (Lahart, 2007).

5ο ΚΕΦΑΛΑΙΟ: Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΚΕΝΤΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ

5.1 Εισαγωγή

Πριν από την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση, οι κεντρικοί τραπεζίτες ήταν θριαμβευτές. Είχαν νικήσει τον πληθωρισμό και είχαν δαμάσει τον οικονομικό κύκλο. Μετά την εκδήλωση της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής και οικονομικής κρίσης το 2007, πολλές κυβερνήσεις ευρωπαϊκών και άλλων χωρών, αναπτυσσόμενων και αναπτυσσόμενων, επιχείρησαν να υποστηρίξουν με δημοσιονομικά μέσα τις οικονομίες τους για να περιορίσουν τις αρνητικές συνέπειες στην απασχόληση και την οικονομική δραστηριότητα. Ανάλογα με την κατάσταση και τις ανάγκες της κάθε εθνικής οικονομίας, οι κυβερνήσεις επιδίωξαν αρχικά να διασώσουν το χρηματοπιστωτικό τους σύστημα από το ρίσκο της κατάρρευσης και της χρεοκοπίας. Παράλληλα, πολλές κυβερνήσεις αποδέχτηκαν τη μετάβαση των οικονομιών τους σε κατάσταση υψηλότερων δημοσιονομικών ελλειμμάτων, είτε ως αποτέλεσμα της λειτουργίας των αυτόματων σταθεροποιητών είτε ως συνέπεια της επιλογής τους για δημοσιονομική επέκταση, στοχεύοντας στην αντιστάθμιση της πτώσης της ενεργού ζήτησης που προκάλεσε η χρηματοπιστωτική κρίση.

Η δημοσιονομική λιτότητα αναδείχτηκε έτσι σε κυρίαρχη επιλογή δημοσιονομικής προσαρμογής και μακροοικονομικής διαχείρισης, και σηματοδότησε την προσαρμογή των εθνικών οικονομιών στις απαιτήσεις των αγορών για αξιοπιστία και φερεγγυότητα. Ωστόσο, η επιλογή της λιτότητας ως μέσου δημοσιονομικής προσαρμογής είναι επιλογή ύφεσης και έχει προκαλέσει στις χώρες που την εφαρμόζουν μεγάλη οικονομική και κοινωνική καταστροφή, που μπορεί να ερμηνευθεί μόνο εάν κατανοήσουμε, όπως σημειώνει ο Krugman (2012), τη λογική της συμβατικής σοφίας. Στη σχετική βιβλιογραφία γίνεται πλέον λόγος για την «εποχή της λιτότητας», αφού η δημοσιονομική λιτότητα θεωρείται αναγκαίο και αναπόφευκτο μέσο δημοσιονομικής προσαρμογής των οικονομιών που έχουν υψηλά δημοσιονομικά ελλείμματα και υψηλό δημόσιο χρέος. Οι κεντρικές τράπεζες ανέλαβαν σημαντικό ρόλο και η συμβολή τους υπήρξε πολύ ουσιαστική στην διαμόρφωση της σημερινής οικονομικής κατάστασης.

5.2 Κρίση και Κεντρικές Τράπεζες

Η κρίση των στεγαστικών δανείων ξεκίνησε από τις ΗΠΑ και περιορίστηκε αρχικά στις τράπεζες οι οποίες είχαν επενδύσει σε προϊόντα τιτλοποίησης των δανείων αυτών. Καθώς η κρίση εξελισσόταν, η πρακτική της επαναλαμβανόμενης τιτλοποίησης (res securitisation) καθώς και η πολυπλοκότητα και αδιαφάνεια των προϊόντων είχαν ως αποτέλεσμα την αδυναμία εντοπισμού του κινδύνου και τη μείωση της εμπιστοσύνης των τραπεζών. Οι τράπεζες έγιναν ιδιαίτερα επιφυλακτικές και δανείζονταν μεταξύ τους για μικρά χρονικά διαστήματα. Ιδιαίτερες επιπτώσεις είχαν οι τράπεζες με μικρή καταθετική βάση και κύρια πηγή χρηματοδότησης τη διατραπεζική αγορά. Η κρίση, λοιπόν, μεταφέρθηκε σε ολόκληρο το τραπεζικό σύστημα και δεν άργησε να επηρεάσει τονπραγματικό τομέα της οικονομίας.

Οι πρωταρχικές αιτίες της κρίσης μπορούν να θεωρηθούν η άπλετη ρευστότητα που υπήρχε στο σύστημα και το ρυθμιστικό και εποπτικό περιβάλλον δραστηριοποίησης των τραπεζών. Η άπλετη ρευστότητα σε συνδυασμό με ένα περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων οδήγησαν σε υπερβάλλουσα αύξηση των τιμών (π.χ., ακίνητα) και σε χαλάρωση των πιστωτικών κριτηρίων. Οι επενδυτές αναζητούσαν υψηλότερες αποδόσεις, χωρίς πάντα να κατανοούν τη βασική σχέση στα χρηματοοικονομικά, δηλαδή, ότι υψηλότερες αποδόσεις συνοδεύονται με υψηλότερο κίνδυνο, και οι τράπεζες αναζητώντας εναλλακτικές πηγές εσόδων, κάλυψαν τη ζήτηση δημιουργώντας πολύπλοκα προϊόντα με σημαντικά προβλήματα διαφάνειας.

Η βαθμιαία ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας θα μπορούσε να επιτευχθεί υπό ορισμένες προϋποθέσεις, όπως είναι η επιτυχής εφαρμογή των μέτρων για τη χρηματοοικονομική σταθερότητα και τη βελτίωση των πιστωτικών συνθηκών, η επαρκής δημοσιονομική ώθηση, η έναρξη της ανάκαμψης στην αγορά ακινήτων των ΗΠΑ και η παραμονή των τιμών του πετρελαίου και λοιπών εμπορευμάτων σε χαμηλά επίπεδα. Λόγω της σοβαρότητας της παγκόσμιας κρίσης, η διεθνής κοινότητα, κυβερνήσεις, κεντρικές τράπεζες, φορείς εποπτείας και διεθνείς οικονομικοί οργανισμοί, προχώρησαν σε συντονισμένες και τολμηρές παρεμβάσεις, που δεν είχαν προηγούμενο. Ιδιαίτερη σημασία για την επιτυχή έκβαση των παρεμβάσεων έχει η σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού τομέα, ιδίως στην Ε.Ε. όπου το σύστημα είναι τραπεζοκεντρικό.

Αναμφισβήτητα οι Κεντρικές Τράπεζες έχουν υψηλό μερίδιο ευθύνης για την δημιουργία της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης. Ιδιαίτερα, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα θεωρείται από αρκετούς οικονομολόγους η κύρια υπεύθυνη για την ανάπτυξη της

στεγαστικής φούσκας στις ΗΠΑ, η οποία σε συνδυασμό με το χαλαρό εποπτικό έλεγχο και την ανεπαρκή διαχείριση κινδύνου, προκάλεσε ισχυρότατους κλυδωνισμούς σε ολόκληρο το χρηματοπιστωτικό σύστημα της Αμερικής και στη συνέχεια σε παγκόσμιο επίπεδο.

Οι κεντρικοί τραπεζίτες χρησιμοποιούσαν μόνον το εργαλείο του καθορισμού των επιτοκίων, στα οποία προσαρμόζονταν αυτομάτως και όλες οι άλλες αγορές. Οι κεντρικοί τραπεζίτες νοιάζονταν βέβαια και για τη χρηματοοικονομική σταθερότητα και για την πλήρη απασχόληση, μπορούσαν όμως να προβάλουν το επιχείρημα ότι για να επιτύχουν στα δύο αυτά σημεία, ο καλύτερος τρόπος ήταν η σταθεροποίηση των τιμών, χωρίς την παρέμβαση των πολιτικών. Η χρηματοπιστωτική κρίση αντέστρεψε ολοσχερώς αυτήν την πραγματικότητα. Ο αποπληθωρισμός αποδείχτηκε μεγαλύτερος εχθρός απ' ό, τι η ανεργία. Τα επιτόκια στις περισσότερες χώρες βρίσκονταν σε μηδενικό επίπεδο και οι κεντρικές τράπεζες έπρεπε να χρησιμοποιήσουν πρόσθετα εργαλεία.

Πριν από την κρίση, σχεδόν κάθε μεγάλη τράπεζα λειτουργούσε βάσει των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων (συνήθως overnight). Το επιτόκιο αυτό, όποιο κι αν ήταν, είχε μικρότερη σημασία για την οικονομική δραστηριότητα από, για παράδειγμα, εκείνο των 12μηνων εταιρικών ή των 30χρονων στεγαστικών δανείων. Αλλά η σχέση μεταξύ αυτών ήταν αρκετά σταθερή ώστε να επιτρέπεται στις κεντρικές τράπεζες να επηρεάζουν τις χρηματοοικονομικές συνθήκες και άρα ολόκληρη την οικονομία. Όμως, οι σχέσεις αυτές είχαν περιέλθει σε ένταση ήδη πριν από την κρίση, καθώς η μείωση των αποταμίευσης διεθνώς προκάλεσε την «αποσύζευξη» των μακροχρόνιων και των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων. Κατά τη διάρκεια της κρίσεως, αποδεσμεύθηκαν τελείως επειδή οι πιστωτές ανησυχούσαν μήπως τα δάνεια δεν πωληθούν ή δεν εξοφληθούν (The Economist, 2009).

Βασικό στοιχείο από το οποίο ξεκίνησε η ανισορροπία, ήταν η συνεχής μείωση των επιτοκίων, σε τέτοιο σημείο που έφθασαν να είναι χαμηλότερα και από τον ρυθμό του πληθωρισμού. Ταυτόχρονα, ο ανεπαρκής έλεγχος της Ομοσπονδιακής Τράπεζας στις εμπορικές τράπεζες και η πολύ χαλαρή νομισματική πολιτική της, οδήγησαν τις τράπεζες να παρέχουν ολοένα και περισσότερα δάνεια σε άτομα με χαμηλό εισόδημα και χαμηλή αξιοπιστία, με μόνο στόχο την ανάπτυξη της κερδοφορίας τους. Οι πρακτικές δανειοδότησης στην αγορά στεγαστικών δανείων χαρακτηρίζονταν από επιπολαιότητα, ακόμα και παραπλάνηση. Μάλιστα η Ομοσπονδιακή Τράπεζα δέχθηκε έντονη κριτική και κατηγορήθηκε παγκοσμίως ότι ήταν αποκλειστικά δική της η ευθύνη

για την πρόβλεψη του επερχόμενου κινδύνου και ο ισχυρισμός της ότι κανείς άλλος δεν κατάφερε να την προβλέψει, αποτελεί δικαιολογία.

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

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

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

Εκτός από τη μείωση των επιτοκίων, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα έλαβε έκτακτα μέτρα πολιτικής για την αντιμετώπιση της κρίσης, τα λεγόμενα «Μη συμβατικά μέτρα» (Nonstandard measures), που σχετίζονται με τη διαχείριση της ρευστότητας. Τον Αύγουστο του 2007, στις αρχές δηλαδή που άρχισε η πίεση στις αγορές, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα προσωρινά και σε σύντομο χρονικό διάστημα παρείχε πρόσθετη ρευστότητα στις τράπεζες όπου κρινόταν απαραίτητο. Μάλιστα όπως ισχυρίστηκε ο τότε Πρόεδρος της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας Jean - Claude

Trichet στο συνέδριο του Πανεπιστημίου Εθνικής και Παγκόσμιας Οικονομίας στη Σόφια τον Ιούνιο του 2009, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα ήταν η πρώτη Κεντρική Τράπεζα που έλαβε μη συμβατικά μέτρα.

Όταν η κρίση εντάθηκε στα μέσα Σεπτεμβρίου του 2008, οι κεντρικές τράπεζες αντέδρασαν, επεκτείνοντας τις δανειοδοτικές τους δραστηριότητες μέσω ποικίλων τύπων πιστώσεων και παραγώγων, πιο μακροχρόνιων όρων εξοφλήσεως και άλλων συναφών τρόπων. Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα άρχισε να δανείζει τις επενδυτικές τράπεζες. Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα έδινε εγγυήσεις για απεριόριστα δάνεια μέχρι και έξι μήνες αντί μιας εβδομάδος που ίσχυε στο παρελθόν. Η Τράπεζα της Ιαπωνίας αγόρασε μετοχές και η Τράπεζα της Ελβετίας παρενέβη στις αγορές συναλλάγματος. Επιπλέον, τόσο η Τράπεζα του Καναδά όσο και η ΕΚΤ σκέπτονται να προβούν σε μαζικές αγορές επιχειρηματικών ομολόγων προκειμένου να δώσουν μία ώθηση στην ποσότητα των πιστώσεων. Ωστόσο, οι κεντρικές τράπεζες ήλπιζαν να χαλαρώσουν τα μέτρα αυτά όταν θα τελείωνε αυτή η διεθνής οικονομική κρίση. Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα, για παράδειγμα, είναι αναγκασμένη εκ του νόμου να άρει ορισμένα από αυτά όταν η «ανάγκη δεν θα είναι πλέον επείγουσα». Μία «στρατηγική εξόδου» είναι αναγκαία για την επιστροφή «σε μία οικονομία της αγοράς πιο ισορροπημένης και πιο ελαστικής», δήλωσε ο υποδιοικητής της, Ντόναλντ Κον (The Economist, 2009)

Η απόσυρση των έκτακτων μέτρων, ωστόσο, δεν είναι τόσο απλή υπόθεση, όσο ακούγεται. Οι κεντρικές τράπεζες δεν έπρεπε απλώς να επανεξετάσουν τα εργαλεία τους, αλλά και τους στόχους τους. Οι κυβερνήσεις και οι κεντρικές τράπεζες είχαν καταλήξει να επικεντρώσουν τις προσπάθειές τους μόνον στη διατήρηση χαμηλού και σταθερού ποσοστού πληθωρισμού. Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα εκ του νόμου υποχρεούται να δώσει την ίδια έμφαση στην απασχόληση και στον πληθωρισμό, ωστόσο, στην πράξη δίνει προτεραιότητα στον πληθωρισμό.

Η ύφεση ξεκίνησε σε ένα περιβάλλον σταθερότητας των τιμών, όπως έγινε και με την Αμερική το 1929 στην Αμερική και με τη χαμένη δεκαετία της Ιαπωνίας. Αυτή η προσέγγιση απέτυχε να αποτρέψει τη δημιουργία ανισορροπιών που προηγήθηκε της κρίσης και ήταν ανεπαρκής στην αντιμετώπισή της. Έτσι, πλέον, υπήρξε ευρεία συναίνεση για την αναζήτηση νέων εργαλείων ρύθμισης του χρηματοοικονομικού κλάδου.

Η ανάγκη εξόδου από την κρίση διαμόρφωσε για τις κεντρικές τράπεζες έναν διαφορετικό και μεγαλύτερο ρόλο στις αγορές και την εποπτεία τους. Η ανάγκη που αναδεικνύεται είναι να βρίσκονται όσο γίνεται πιο απομακρυσμένες από την πολιτική.

Η ανεξαρτησία τους προφύλασσε από την επιθυμία των πολιτικών να παίξουν με τον πληθωρισμό. Μέρος της ελκυστικότητας του δόγματος «ένα εργαλείο, ένας στόχος», ήταν ότι έκανε τη νομισματική πολιτική ένα τεχνικό, και όχι ένα πολιτικό, θέμα.

Οι μη συμβατικές οικονομικές πολιτικές που υιοθετούνταν, πολύ συχνά απαιτούσαν από τις Κεντρικές Τράπεζες να χορηγούν δάνεια, τα οποία ενδεχομένως να μην μπορούσαν να αποπληρωθούν στο σύνολό τους. Αλλά ακριβώς επειδή οι φορολογούμενοι θα είναι αυτοί οι οποίοι θα επωμιστούν στο τέλος τις όποιες ζημίες, οι υπουργοί Οικονομικών -δηλαδή το κράτος- αναγκαστικά έχουν ισχυρότερη επιρροή στις Κεντρικές Τράπεζες και περισσότερα δικαιώματα παρέμβασης στη λειτουργία τους.

Η αναδιανομή των πιστωτικών ροών και οι αυστηρότερες ρυθμίσεις σημαίνουν ότι μερικές εταιρείες θα είναι κερδισμένες και μερικές χαμένες. Χρειάζεται λοιπόν μεγαλύτερη λογοδοσία. Το έργο των κεντρικών τραπεζιτών έχει μεγαλύτερη σημασία σήμερα, σε σχέση με πριν από το 2007. Αλλά την ίδια στιγμή, οι κεντρικές τράπεζες υφίστανται μεγαλύτερη κριτική και πολιτικό έλεγχο.

5.3 Κεντρικές Τράπεζες και Προληπτική Εποπτεία

Η εμπειρία της χρηματοπιστωτικής κρίσης κατέδειξε σημαντικές αδυναμίες στην χρηματοπιστωτική εποπτεία, τόσο σε συγκεκριμένες περιπτώσεις όσο και σε σχέση με ολόκληρο το χρηματοπιστωτικό σύστημα. Οι αδυναμίες αυτές οδήγησαν τα κράτη στην ανάληψη σημαντικών πρωτοβουλιών για την αναμόρφωση της εποπτείας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, τόσο σε εθνικό, όσο και σε διεθνές επίπεδο. Στον πυρήνα των προσπαθειών της μεταρρύθμισης της αρχιτεκτονικής της χρηματοπιστωτικής εποπτείας βρίσκεται η μεταφορά της εποπτείας του συνόλου του χρηματοπιστωτικού συστήματος κάτω από την «ομπρέλα» της Κεντρικής Τράπεζας.

Οι εποπτικές λειτουργίες συνεπάγονται από μια σειρά καθηκόντων, τα οποία μπορούν να ομαδοποιηθούν σε τρεις κατηγορίες: (α) δραστηριότητες για την προστασία των επενδυτών, οι οποίες επικεντρώνονται κυρίως στην έκδοση και επιβολή κανόνων επαγγελματικής δεοντολογίας, καθώς και στη δημοσιοποίηση πληροφοριών, (β) μικροπροληπτική εποπτεία, στην οποία περιέχεται το σύνολο των δραστηριοτήτων εποπτείας, επιτόπιας και μη, της ασφάλειας και της ευρωστίας των επιμέρους ιδρυμάτων, με σκοπό κυρίως την προστασία των καταθετών και άλλων πιστωτών μικρής κλίμακας και (γ) προληπτική ανάλυση σε μακροοικονομικό επίπεδο,

η οποία περικλείει όλες τις δραστηριότητες που αποβλέπουν στην παρακολούθηση της έκθεσης σε συστημικό κίνδυνο, καθώς και στον εντοπισμό ενδεχόμενων κινδύνων διατάραξης της σταθερότητας που απορρέουν από μακροοικονομικές εξελίξεις ή εξελίξεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές, καθώς και από την υποδομή των αγορών. Ενώ όλες οι Κεντρικές Τράπεζες ασκούν εν γένει τα καθήκοντα που εντάσσονται στην τρίτη κατηγορία, οι δραστηριότητες που σχετίζονται με την προστασία των επενδυτών, ιδίως στις αγορές κινητών αξιών, σπάνια περιλαμβάνονται στις αρμοδιότητες τους.

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

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

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

iii) Ανεξαρτησία και τεχνική εμπειρογνωμοσύνη. Το επιχείρημα της ανεξαρτησίας και της τεχνικής εμπειρογνωμοσύνης προβάλλει την ποιότητα της συμβολής των Κεντρικών Τραπεζών στη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Η ανεξαρτησία της εποπτικής αρχής από πολιτικές παραβάσεις είναι σημαντική για την αποτελεσματική

άσκηση εποπτείας. Αυτό αληθεύει ιδίως σε ορισμένες χώρες με αναδυόμενες αγορές, όπου τα λεγόμενα «δάνεια πολιτικής σκοπιμότητας», δηλαδή τα δάνεια που χορηγούνται έπειτα από επίσημες ή ανεπίσημες πιέσεις εκ μέρους κρατικών αρχών, εξακολουθούν να αποτελούν πραγματικότητα. Γενικότερα, οι νόμοι, οι κανονισμοί και οι διοικητικές πράξεις ενδέχεται να επηρεάσουν τις επιχειρηματικές επιλογές των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Σε αυτές τις περιπτώσεις, όταν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα αντιμετωπίζουν προβλήματα λόγω των εσφαλμένων κινήτρων που τους δόθηκαν, οι πιέσεις που ασκούνται για τη διάσωσή τους θα μπορούσαν να είναι πολύ ισχυρές. Η ανεξαρτησία των Κεντρικών Τραπεζών θα μπορούσε να προστατεύσει την εποπτεία από αδικαιολόγητες εξωτερικές παρεμβάσεις, καθώς και από τον κίνδυνο επηρεασμού των κανονισμών από τα εποπτευόμενα ιδρύματα (Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, 2001).

5.4 Ο εποπτικός ρόλος των Κεντρικών Τραπεζών

Λόγω του ιδιαίτερου ρόλου που έχουν τα Πιστωτικά Ιδρύματα στη χρηματοδότηση της οικονομίας, η χρηματοπιστωτική σταθερότητα διασφαλίζεται κυρίως μέσω της επιδίωξης της σταθερότητας του τραπεζικού συστήματος. Έτσι, ο τραπεζικός τομέας κατέχει μια ξεχωριστή θέση στην εποπτική ατζέντα κάθε χώρας καθώς υπόκεινται σε σημαντική ρυθμιστική παρέμβαση και εποπτεία η έκταση της οποίας από μέρους του κράτους διαφοροποιείται αισθητά μεταξύ αφενός μεν των οικονομικά λιγότερο αναπτυγμένων κρατών και αφετέρου των οικονομικά αναπτυγμένων κρατών, κυρίως διότι οι δικαιολογητικές της βάσεις είναι συνήθως διαφορετικές. Η έκταση της ρυθμιστικής παρέμβασης εξαρτάται επίσης από το μέγεθος του τραπεζικού συστήματος και το ρόλο που αυτό διαδραματίζει στην οικονομική ανάπτυξη μιας χώρας.

Επιπλέον, σημαντικό ρόλο διαδραματίζει αν η οικονομία της συγκεκριμένης χώρας είναι τραπεζοκεντρική (“bank-based system”), δηλαδή αν οι εταιρείες χρηματοδοτούν τις επενδύσεις τους μέσω του τραπεζικού συστήματος, όπως συμβαίνει στις ευρωπαϊκές χώρες, ή αν η οικονομία της χώρας είναι αγοροκεντρική (“market-based system”), όπου η χρηματοδότηση των αρνητικών αποταμιευτών γίνεται απευθείας στην αγορά, όπως συμβαίνει στις ΗΠΑ (Kaufman, 1996).

Οι συνέπειες της αστάθειας του τραπεζικού κλάδου επηρεάζουν την οικονομία μιας χώρας τόσο σε μακροοικονομικό όσο και σε μικροοικονομικό επίπεδο και μπορεί να οδηγήσουν στην πραγμάτωση συστημικών κινδύνων ή στη μετάδοση κρίσεων

(“spill-over effect”). Τέτοιος κρίσεις μπορούν να μεταδοθούν και στους άλλους δύο κλάδους του χρηματοπιστωτικού τομέα, λόγω της κατάργησης των «συνόρων» μεταξύ τους, αλλά και πέρα από τα εθνικά σύνορα εφόσον η τράπεζα δραστηριοποιείται σε περισσότερες από μία χώρες ή απλά και μόνο λόγω της έντονης αλληλεξάρτησης των χρηματοπιστωτικών αγορών.

Το γεγονός ότι τα Πιστωτικά Ιδρύματα είναι ευάλωτα σε πανικούς, σε συνδυασμό με τις σημαντικές αρνητικές συνέπειες που θα είχε μια τέτοια εξέλιξη για το σύνολο της οικονομίας, έχουν καταστήσει απαραίτητη την ρύθμιση και εποπτεία του τραπεζικού τομέα για την αποφυγή τραπεζικών κρίσεων. Σε γενικές γραμμές, η ρύθμιση του τραπεζικού συστήματος έχει βασιστεί σε ένα συνδυασμό μέτρων που στοχεύουν καταρχήν στην πρόληψη των τραπεζικών κρίσεων, αλλά και στην παροχή ενός πλέγματος ασφαλείας από την στιγμή που εντοπίζεται μια ενδεχόμενη κρίση (Hellenic Bank Association, 2007).

Η χρηματοπιστωτική κρίση κατέδειξε και την ύπαρξη ρηγμάτων στα θεμέλια του τραπεζικού συστήματος. Η αποστράγγιση ρευστότητας από τις χρηματοπιστωτικές αγορές είχε καταστροφικές συνέπειες, γεγονός που προκάλεσε την χωρίς προηγούμενο παρέμβαση των Κεντρικών Τραπεζών για την αντιμετώπιση των συνεπειών της κρίσης και την αποτροπή μιας ενδεχόμενης κατάρρευσης ολόκληρου του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Οι Κεντρικές Τράπεζες οφείλουν να διασφαλίζουν την σταθερότητα των συστημάτων πληρωμών καθώς αυτή αποτελεί ένα συμπληρωματικό σκοπό της συστημικής σταθερότητας. Επειδή τα συστήματα πληρωμών αποτελούν ένα ουσιώδες όχημα για την εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής, η επίβλεψή τους στοχεύει στη διασφάλιση του διαύλου μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής. Μια δυσλειτουργία των συστημάτων πληρωμών μπορεί να οδηγήσει σε αποσταθεροποίηση ολόκληρου του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Στο πλαίσιο αυτό, η επίβλεψη που ασκούν οι Κεντρικές Τράπεζες, αφορά στην πρόληψη και την έγκαιρη αντιμετώπιση των κινδύνων στα οποία είναι εκτεθειμένα τα συστήματα πληρωμών, όπως είναι ο νομικός, ο πιστωτικός, ο λειτουργικός και ο κίνδυνος ρευστότητας, με στόχο τη διατήρηση της αξιοπιστίας και της αποτελεσματικότητάς τους και, κατ' επέκταση, τη διασφάλιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Όπως επισημαίνεται, πριν από την εκδήλωση της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης, η επίβλεψη των συστημάτων πληρωμών από τις Κεντρικές Τράπεζες αποτελούσε ουσιαστικά το μοναδικό «εργαλείο»

παρακολούθησης των κινδύνων που μπορούν να προκαλέσουν συστημικές αναταραχές (ECB, 2011).

Αναφορικά με την εποπτεία των Πιστωτικών Ιδρυμάτων, κύριος στόχος των Κεντρικών Τραπεζών, είναι η διασφάλιση της σταθερότητας του τραπεζικού συστήματος, η ελαχιστοποίηση του συστημικού κινδύνου και η προστασία των καταθετών. Στην Ευρωπαϊκή Ένωση, οι κανόνες, η πολιτική και η πρακτική των Κεντρικών Τραπεζών, όσον αφορά την αρμοδιότητά τους να εποπτεύουν τα Πιστωτικά Ιδρύματα είναι ευθυγραμμισμένες με τις οδηγίες της Ευρωπαϊκής Ένωσης και τις συστάσεις της Επιτροπής Τραπεζικής Εποπτείας της Βασιλείας για την τραπεζική εποπτεία (ECB, 2010).

Σε κάθε περίπτωση, οι βασικοί ή/και αντικειμενικοί στόχοι (“core purposes”) των Κεντρικών Τραπεζών είναι, η διατήρηση της νομισματικής και χρηματοπιστωτικής σταθερότητας (Goodhart, 2008), δύο λειτουργίες που, όπως υποστηρίζεται, αποτελούν τις δύο όψεις του ίδιου νομίσματος (Hertig, Lee, and McCahery, 2009), αφού η σταθερότητα των τιμών και η χρηματοπιστωτική σταθερότητα δεν είναι δυνατό να αναλύονται ξεχωριστά και ανεξάρτητα η μία από την άλλη.

Ως ρυθμιστική παρέμβαση νοείται η υιοθέτηση νομοθετικών, διοικητικών ή κανονιστικών διατάξεων μέσω των οποίων επιβάλλεται στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και αγορές συγκεκριμένη συμπεριφορά ή συγκεκριμένη απαγόρευση για την ικανοποίηση ενός συγκεκριμένου αιτήματος. Προϊόν της ρυθμιστικής παρέμβασης είναι το κανονιστικό πλαίσιο (“regulations” ή “regulatory framework”).

Ως εποπτεία (“supervision”) νοείται η παρακολούθηση από τις αρχές που είναι επιφορτισμένες για το σκοπό αυτό της συμμόρφωσης των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων προς τις διατάξεις του κανονιστικού πλαισίου (ECB, 2010).

Η ρύθμιση και η εποπτεία του τραπεζικού και γενικότερα του χρηματοπιστωτικού τομέα, μια προσπάθεια διαρκής και επίπονη, είναι επιθυμητή ως μέσο επίτευξης ενός ελάχιστου βαθμού ασφάλειας δικαίου και αποφυγής των στρεβλώσεων και αποτυχιών της αγοράς (Ρόκας, 2009). Η θεωρητική λοιπόν δικαιολόγηση για την ύπαρξη της εποπτείας και ρυθμιστικής παρέμβασης συνδέεται με το επιχείρημα της «αποτυχίας των αγορών» που στηρίζεται σε τρεις άξονες: (α) την παρουσία μονοπωλιακής ή ολιγοπωλιακής δομής, (β) τη σημασία των εξωτερικών οικονομιών, και (γ) την ασυμμετρία πληροφόρησης μεταξύ αγοραστών και πωλητών (ECB, 2010).

Επιπλέον, ένα ισχυρό επιχείρημα υπέρ μιας αποτελεσματικής ρυθμιστικής παρέμβασης και εποπτείας του χρηματοπιστωτικού συστήματος είναι η πλήρης

αποτυχία του «δόγματος της αυτορρύθμισης», το οποίο οδηγεί σε δεσμούς χαλαρής εποπτείας επί των μεσαζόντων του χρηματοπιστωτικού τομέα και αδυνατεί να επιφέρει την ανάκαμψη μέσω της διασφάλισης της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, όπως διαπιστώθηκε κατά τη διάρκεια της πρόσφατης διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης (Howels and Bain, 2009).

Στο πλαίσιο αυτό, πολλά κράτη μέλη προχώρησαν στην ανακατασκευή του ρόλου των Κεντρικών Τραπεζών, όσον αφορά την προληπτική εποπτεία του συνόλου των φορέων παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών. Με αυτό τον τρόπο μείωσαν τον αριθμό των αρχών που εμπλέκονταν στη προληπτική εποπτεία, εξαλείφοντας παράλληλα τις τυχόν αλληλοεπικαλύψεις και συγκρούσεις αρμοδιοτήτων. Σε γενική ανάλυση, συνειδητοποιώντας ότι η ενοποίηση και διεθνοποίηση του χρηματοπιστωτικού τομέα καθιστούν αναχρονιστικές τις παραδοσιακές οργανωτικές εποπτικές δομές, κινήθηκαν προς την ολοκλήρωση των μεταρρυθμίσεων σχετικά με την έκταση συμμετοχής των Κεντρικών Τραπεζών στον τομέα της εποπτείας (Athanassiou, 2011).

Συγκεκριμένα, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα όπως πολλές Κεντρικές Τράπεζες σε όλο τον κόσμο, συνεργάζεται με αρκετούς φορείς για τη ρύθμιση και την εποπτεία του τραπεζικού συστήματος. Οι συγκεκριμένες ευθύνες του εποπτικού της ρόλου περιλαμβάνουν τα εξής:

α) Την εποπτεία περίπου 5.000 επιχειρήσεις που ελέγχουν μία ή περισσότερες τράπεζες (Bank Holdings Companies), συμπεριλαμβανομένου και των μεγάλων και πολύπλοκων χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων,

β) Την εποπτεία 850 περίπου τραπεζών σε εθνικό επίπεδο που είναι μέλη της Ομοσπονδιακής Τράπεζας και γ) την εποπτεία των ξένων τραπεζικών οργανισμών που δραστηριοποιούνται στις Ηνωμένες Πολιτείες.

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

συμπεριλαμβανομένων των αποφάσεων της για την νομισματική πολιτική και την προώθηση της οικονομικής σταθερότητας.

Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα, διεξάγει διαρκώς εντατικούς ελέγχους και αναθεωρήσεις των ρυθμιστικών και εποπτικών της κανονισμών με σκοπό τη συνεχή βελτίωση. Για την βελτίωση τόσο της εποπτείας, όσο και της ικανότητάς της να εντοπίζει τους πιθανούς κινδύνους για το χρηματοπιστωτικό σύστημα, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα έχει κάνει κάποιες σημαντικές αλλαγές στο εποπτικό της πλαίσιο. Αυξήθηκε η παραδοσιακή προσέγγιση της εποπτείας της, που επικεντρώνεται σε πιο εξονυχιστικό έλεγχο των εταιρειών. Σε αυτή τη διαδικασία περιλαμβάνεται μεγαλύτερη χρήση τεχνικών και αξιολογήσεων σε ομάδες και κλάδους επιχειρήσεων, ώστε να προσδιοριστούν οι κοινές πηγές των κινδύνων και των βέλτιστων πρακτικών για τη διαχείριση αυτών των κινδύνων. Για τη πληρέστερη συλλογή στοιχείων για αυτές τις ομάδες επιχειρήσεων, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα έχει αναπτύξει ένα ενισχυμένο πρόγραμμα ποσοτικής παρακολούθησης για τις μεγάλες επιχειρήσεις που ελέγχουν μία ή πολλές τράπεζες (Bank Holdings Companies), που χρησιμοποιεί ανάλυση δεδομένων και τυπική μοντελοποίηση με σκοπό να βοηθήσει στον εντοπισμό των αδυναμιών, τόσο σε επίπεδο επιχείρησης όσο και για τον χρηματοπιστωτικό τομέα ως σύνολο.

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα είναι επιφορτισμένη με ειδικά καθήκοντα, που αφορούν την προληπτική εποπτεία των τραπεζών και δύναται να συμμετέχει σημαντικά στο καθορισμό του εποπτικού πλαισίου και εποπτικών κανόνων, που πρέπει να ακολουθούν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Αυτός ο εποπτικός ρόλος της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας τίθεται σε εφαρμογή, εφόσον δοθεί η απαραίτητη έγκριση από το Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Κάθε κράτος μέλος της Ευρώπης μπορεί να ζητά την αρωγή της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας σε θέματα που αφορούν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, την εποπτεία και τη σταθερότητα τους, καθώς και τη σταθερότητα του συνόλου των αγορών. Συνεπώς δύναται να αυξάνει τη επιρροή της σε κάθε κράτος μέλος, σε όλα τα παραπάνω πολύ σημαντικά ζητήματα (ECB, 2011).

Στις 25 Φεβρουαρίου του 2009, δημοσιεύτηκε μια έκθεση σχετικά την εποπτεία του χρηματοπιστωτικού συστήματος, γνωστή και ως «The de Larosiere Report». Η έκθεση de Larosiere επικεντρώθηκε σε τέσσερα βασικά θέματα: (α) τα αίτια της οικονομικής κρίσης, (β) την οργάνωση της εποπτείας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και αγορών στην Ευρωπαϊκή Ένωση, (γ) την ενίσχυση της ευρωπαϊκής συνεργασίας για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα, την εποπτεία, την έγκαιρη

προειδοποίηση και (δ) την οργάνωση των εποπτικών αρχών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, ώστε να συνεργάζονται σε παγκόσμιο επίπεδο. Η έκθεση προτείνει 31 συστάσεις για την ρύθμιση και την εποπτεία των χρηματοπιστωτικών αγορών.

Η έκθεση de Larosiere συνιστούσε τη δημιουργία ενός νέου επιπέδου μακροπροληπτικής εποπτείας που θα ονομάζεται Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου (European Systemic Risk Council - ESRC), υπό την προεδρία του Προέδρου της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας. Η πρόταση αυτή εγκρίθηκε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή με ορισμένες αλλαγές, όπως η αλλαγή του ονόματος, σε Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου (European Systemic Risk Board - ESRB). Στις 16 Δεκεμβρίου του 2010 ιδρύθηκε το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου (The European Systemic Risk Board - ESRB), για την αντιμετώπιση της συνεχιζόμενης χρηματοπιστωτικής κρίσης. Το ESRB συμβάλλει στην ομαλή λειτουργία της εσωτερικής αγοράς και διασφαλίζει τη συμβολή του χρηματοπιστωτικού τομέα στην οικονομική ανάπτυξη. Είναι ένα ανεξάρτητο όργανο της Ευρωπαϊκής Ένωσης και αποτελεί μέρος του Ευρωπαϊκού Συστήματος Χρηματοπιστωτικής Εποπτείας (European System of Financial Supervision - ESFS), σκοπός του οποίου είναι να εξασφαλίσει την εποπτεία του χρηματοπιστωτικού συστήματος της Ένωσης (Επιτροπή των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων, 2009).

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ακολούθησε επίσης τη σύσταση της έκθεσης de Larosiere για να συστήσει ένα νέο Ευρωπαϊκό Σύστημα Χρηματοπιστωτικής Εποπτείας (European System of Financial Supervision - ESFS). Βάσει του ESFS, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα δεν έχει κανένα ρόλο στην εποπτεία των τραπεζών, αλλά ηγείται των προσπαθειών στο πλαίσιο του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών (The European System of Central Banks - ESCB) σχετικά με τη μακροοικονομική προληπτική εποπτεία. Συγκεκριμένα αυτές οι δραστηριότητες μακροπροληπτικής εποπτείας περιλαμβάνουν: α) ανάλυση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, β) ανάπτυξη ενός συστήματος έγκαιρης προειδοποίησης και επισήμανσης των κινδύνων και των τρωτών σημείων του χρηματοπιστωτικού τομέα σε συγκεκριμένες κρίσεις και σε θέματα που έχουν διασυνοριακές διαστάσεις και δ) την ανάπτυξη μακροπροληπτικής εποπτείας (Επιτροπή των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων, 2009).

Είναι πραγματικά αξιοσημείωτο το γεγονός ότι η πρόσφατη διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση δεν εκδηλώθηκε σε έναν τομέα της οικονομίας που είναι νομοθετικά αρρύθμιστος. Αντιθέτως, εκδηλώθηκε σε έναν από τους αυστηρότερα εποπτευόμενους τομείς της οικονομίας, τον χρηματοπιστωτικό, ο οποίος είναι τόσο

αυστηρά εποπτευόμενος, ακριβώς για να αποφευχθεί μια πιθανή κατάρρευση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων καθώς και το ενδεχόμενο δημιουργίας συστημικού κινδύνου. Παρόλα αυτά, το υφιστάμενο θεσμικό πλαίσιο χρηματοπιστωτικής εποπτείας, έως εκείνη τη στιγμή, αποδείχθηκε ευάλωτο και σε έναν μεγάλο βαθμό αναποτελεσματικό για την πρόληψη και αποτροπή της χρηματοπιστωτικής αναταραχής που είχε σαν αποτέλεσμα την ολίγον κατάρρευση του ευρωπαϊκού τραπεζικού και εν γένει παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος (Ρόκας, 2009).

Γίνεται, λοιπόν, αντιληπτό ότι οι παραπάνω αλλαγές και δράσεις και η ανάληψη του νέου εποπτικού ρόλου των Κεντρικών Τραπεζών, υπήρξε αναγκαία και προσανατολισμένη προς τη σωστή κατεύθυνση, για την πρόληψη και αποφυγή μιας νέας χρηματοοικονομικής κρίσης.

5.5 Το ελληνικό τραπεζικό σύστημα και η κρίση

Η παγκόσμια κρίση επηρέασε την ελληνική πραγματικότητα και ουσιαστικά έγινε η αφορμή για να αναδειχθούν οι προϋπάρχουσες μεγάλες μακροοικονομικές ανισορροπίες και διαρθρωτικές αδυναμίες της ελληνικής οικονομίας. Οι Buitter και Rahbari (2011) εξετάζουν την ελληνική κρίση στο πλαίσιο της ONE και τονίζουν ότι δεν φταίει η διεθνής ύφεση για τα προβλήματα της Ελλάδας. Φταίνε οι ανισορροπίες της Ελλάδας, τις οποίες, η κρίση ξεσκέπασε. Όπως τονίστηκε και από την Τράπεζα της Ελλάδος, η κρίση έχει αναδείξει τις χρόνιες μακροοικονομικές ανισορροπίες και τις διαρθρωτικές αδυναμίες της ελληνικής οικονομίας, κορυφαία εκδήλωση των οποίων είναι τα μεγάλα "δίδυμα" ελλείμματα (το δημοσιονομικό και το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών) και χρέη (το δημόσιο και το εξωτερικό). Όσες μάλιστα χώρες χαρακτηρίζονται από "δίδυμα" ελλείμματα και χρέη αντιμετωπίζουν σοβαρό κίνδυνο να είναι πολύ δυσχερέστερη και πιο αργή η έξοδος από την κρίση και να υπάρξει έτσι μια παρατεταμένη περίοδος χαμηλών ρυθμών ανάπτυξης (Προβόπουλος, 2009).

Η κορύφωση της κρίσης της ελληνικής οικονομίας το 2011 επιδείνωσε δραματικά τις συνθήκες, μέσα στις οποίες λειτουργεί το ελληνικό τραπεζικό σύστημα, ήδη από τις αρχές του 2010. Παρόλα αυτά, οι υγιείς βάσεις πάνω στις οποίες στηρίχθηκε διαχρονικά η ανάπτυξή του, οι συντηρητικές επενδυτικές του επιλογές και η διορατική πολιτική κεφαλαιακής θωράκισης που ακολουθούσαν συστηματικά οι μεγάλες ελληνικές τράπεζες, έχουν συμβάλει αποφασιστικά, ώστε οι ελληνικές τράπεζες να επιδείξουν ανθεκτικότητα και προσαρμοστικότητα στις έντονες διακυμάνσεις και τις

πιέσεις της συγκυρίας, σε αντίθεση με τα τραπεζικά συστήματα άλλων χωρών που ουσιαστικά δημιούργησαν τις επιμέρους κρίσεις στις οικονομίες τους (Χαρδούβελης, 2011).

Από την αρχή της κρίσης, οι ελληνικές τράπεζες, υπέστησαν τις παρενέργειες της δημοσιονομικής κρίσης και της επιδεινούμενης ύφεσης στην ελληνική οικονομία, που συνεχίζεται για πέμπτη χρονιά. Λόγω του αποκλεισμού του Ελληνικού Δημοσίου από τις διεθνείς αγορές, η διατραπεζική αγορά παραμένει κλειστή για τις ελληνικές τράπεζες. Ταυτόχρονα, η σημαντική εκροή καταθέσεων έχει στερήσει από το σύστημα τη σημαντικότερη πηγή ρευστότητας.

Επίσης, η απομείωση της αξίας των κρατικών τίτλων, που είχαν στο ενεργητικό τους, μέσω της διαδικασίας του PSI, έχει πλήξει καίρια την κεφαλαιακή τους βάση. Βεβαίως, το Ευρωσύστημα παρέχει ικανοποιητικό δίκτυ ασφαλείας για την κάλυψη των αναγκών σε ρευστότητα των τραπεζών μέσω της χρηματοδότησής τους από τους μηχανισμούς του. Με τον τρόπο αυτό, διασφαλίζεται η σταθερότητα του συστήματος και η ασφάλεια των καταθέσεων, δεν διευκολύνεται όμως η χρηματοδότηση της πραγματικής οικονομίας σε μεσοπρόθεσμα βάση, στην οποία μεταφέρεται έτσι το μείζον πρόβλημα της έλλειψης ρευστότητας (Malliaropoulos, 2010).

Παράλληλα, η διαδικασία ανακεφαλαιοποίησης, που αποτελεί βασικό πυλώνα του δεύτερου αλλά και του τρίτου προγράμματος στήριξης της ελληνικής οικονομίας, δίνει τη δυνατότητα στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα να ανακτήσει την κεφαλαιακή του επάρκεια και την ευρωστία, που έχασε κυρίως λόγω του PSI, και να μπορέσει να αναλάβει και πάλι υπεύθυνα και δυναμικά το ρόλο του στη χρηματοδότηση της πραγματικής οικονομίας.

Σταδιακά η διατραπεζική αγορά καθίσταται ανενεργή, ενώ οι εκδόσεις ομολόγων αναβάλλονται επ' αόριστο. Οι ελληνικές τράπεζες αντιλαμβάνονται ότι απαιτείται ολική επαναφορά τους στο παραδοσιακό μοντέλο τραπεζικής, όπου η ραχοκοκαλιά της χρηματοδότησης είναι οι πελατειακές καταθέσεις και η χονδρική χρηματοδότηση θεωρείται είδος πολυτελείας (Μιχαλόπουλος, 2011).

Οι εποπτικές αρχές ωθούν τις τράπεζες να ενισχύσουν τον δείκτη ρευστότητάς τους και να σταματήσουν την χονδρική χρηματοδότηση. Οι τράπεζες προσπαθώντας να υλοποιήσουν αυτή τη στρατηγική προσπαθούν να προσελκύσουν καταθέσεις τόσο από ιδιώτες καταθέτες όσο και από επενδυτές προσφέροντας σημαντική αύξηση των περιθωρίων τους. Όμως η αβεβαιότητα και η οικονομική συγκυρία έχει ως αποτέλεσμα

ολόκληρο το Ευρωπαϊκό τραπεζικό σύστημα να αντιμετωπίζεται με δυσπιστία από τους καταθέτες (Chari, Christiano, and Kehoe, 2008).

Λόγω της υποβάθμισης των ελληνικών τραπεζών από τους οίκους αξιολόγησης οι αγορές γίνονται και πάλι δυσπρόσιτες για τις ελληνικές τράπεζες ενώ ταυτόχρονα τα περιθώρια χρηματοδότησης του Ελληνικού Δημοσίου και κατ' επέκταση των ελληνικών τραπεζών εκτοξεύονται. Πλέον μοναδική πηγή χρηματοδότησης είναι η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, η οποία όμως μπορεί να χρησιμοποιηθεί μόνο σε βραχυχρόνιο ορίζοντα (Karlanoglou και Rapanos, 2011).

Ο δανεισμός των ελληνικών τραπεζών βαίνει αυξανόμενος κυρίως λόγω ανάγκης αναχρηματοδότησης παλαιότερων σειρών ομολόγων που ωριμάζουν, καθώς και επενδυτικών επιλογών που προκύπτουν από την αυξημένη συμμετοχή τους στις εκδόσεις του Ελληνικού Δημοσίου, αλλά και μερικώς λόγω της αναχρηματοδότησης επιλεγμένων πελατών-εταιρειών (Μιχαλόπουλος, 2011).

Υπάρχει διεθνής ανησυχία για τη βιωσιμότητα και την συνέχιση των δραστηριοτήτων του ελληνικού τραπεζικού συστήματος, το οποίο τη δεδομένη χρονική στιγμή χαρακτηρίζεται από ιδιαίτερα υψηλό κόστος χρηματοδοτικής πρώτης ύλης, όπως είναι οι καταθέσεις, και εγγενή αδυναμία απομόχλευσης (Μιχαλόπουλος, 2011). Η απειλή χρεοκοπίας της ελληνικής οικονομίας και ακόμα περισσότερο η συζήτηση για την αναδιάρθρωση του ελληνικού χρέους, πανικοβάλλει τους καταθέτες και τους επενδυτές και σαν αποτέλεσμα έχει την μαζική φυγή καταθέσεων προς το εξωτερικό. Από αυτή την κατάσταση επηρεάστηκε και το μέγεθος των καταθέσεων των θυγατρικών των ελληνικών τραπεζών στη Νοτιοανατολική Ευρώπη (Malliaropoulos, 2010). Η κρίση εντείνεται και επεκτείνεται και στις υπόλοιπες οικονομίες της Ευρώπης, οπότε κρίνεται αναγκαία η υιοθέτηση μιας σειράς μέτρων για την εξομάλυνση των δυσμενών συνθηκών που επικρατούν στις αγορές.

Συγκεκριμένα, για την Ελλάδα η αποδοχή των ελληνικών κρατικών ομολόγων από την ΕΚΤ ανεξαρτήτως πιστοληπτικής διαβάθμισης σήμαινε μια έμμεση προστασία από τους πιστωτές ενώ για τις ελληνικές τράπεζες μια νέα εξάρτηση από την ΕΚΤ. Όμως, με αυτό τον τρόπο εξασφαλίζεται η επάρκεια των ενεχύρων του ελληνικού τραπεζικού συστήματος. Αυτή η διαδικασία ισχύει έως και σήμερα και δεν αναμένεται να αλλάξει άμεσα.

Οι τοποθετήσεις των ελληνικών τραπεζών σε ομόλογα και έντοκα γραμμάτια του Δημοσίου αποδείχθηκαν ασύμφωρες για τις ίδιες και τους μετόχους τους λόγω της δημοσιονομικής κρίσης και του PSI. Αυτή η νέα πραγματικότητα έχει οδηγήσει τις

ελληνικές τράπεζες σε ένα πολύ μεγάλο έλλειμμα χρηματοδότησης ενώ ταυτόχρονα δυσκολεύει από μέρους τους την αποπληρωμή των δεσμευμένων ενεχύρων για την επαρκή κάλυψη του ονομαστικού ύψους δανεισμού από την ΕΚΤ. Είναι ξεκάθαρο ότι τέτοιου είδους πρακτικές δεν μπορούν να αποτελέσουν την διέξοδο ούτε και την λύση στο πρόβλημα της χρηματοδότηση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος, απλά είναι μια βραχυπρόθεσμη ένεση ρευστότητας που αποτρέπει την πλήρη κατάρρευση. Ιδανικά θα έπρεπε να βρεθεί μια λύση έτσι ώστε να επιστρέψει το ελληνικό τραπεζικό σύστημα στις αγορές και να βρεθούν εναλλακτικοί τρόποι μεσοπρόθεσμου δανεισμού.

6ο ΚΕΦΑΛΑΙΟ: ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

6.1 Εισαγωγή

Αν κάποιος ερευνήσει ιστορικά, θα διαπιστώσει ότι φούσκες και χρηματοπιστωτικές κρίσεις έχουν συμβεί στην διάρκεια των χρόνων με εντυπωσιακή κανονικότητα. Υπάρχουν στοιχεία για φούσκες και κρίσεις κατά τη διάρκεια όλων των χρονικών περιόδων για τις οποίες υπάρχουν χρηματοπιστωτικά δεδομένων. Επιπλέον, φούσκες και κρίσεις σημειώθηκαν στις όλες τις χρηματοπιστωτικές αγορές, σε όλα τα στάδια της ανάπτυξης, τόσο των αναπτυσσόμενων χρηματοπιστωτικών συστημάτων, όσο και των αναδυόμενων οικονομιών. Αυτή η ενότητα παρέχει μια σύντομη περίληψη των σημαντικότερων οικονομικών κρίσεων που συνέβησαν. Μέσω αυτής της εμπειρικής ανάλυσης, θα γίνει προσπάθεια ανάλυσης του φαινομένου και της εμφάνισής του, για την πληρέστερη κατανόηση του θέματος.

6.2 Τουλιπομανία (1630-1640)

Στην Ολλανδία κατά το 17ο αιώνα θα σημειωθεί η πρώτη χρηματιστηριακή έκρηξη, με τον όρο «τουλιπομανία», η οποία καταγράφεται στα χρονικά ως η πρώτη φούσκα. Στην Ολλανδία η τουλίπα αποτελούσε σύμβολο ομορφιάς και εξουσίας της νέας αστικής τάξης. Η σπανιότητα και η μαζική ζήτησή της εκτόξευσαν τις τιμές στα ύψη. Το 1624 προσφέρθηκε σε έναν κάτοικο του Άμστερνταμ το μυθικό ποσό των 3.000 φιορινιών για έναν βολβό, ποσό το οποίο αντιστοιχούσε περίπου ίσο με το ετήσιο εισόδημα ενός πλουσίου εμπόρου.

Ένας ιός που προσβάλλει τις τουλίπες, είχε σαν αποτέλεσμα να δημιουργηθούν τουλίπες με εξαιρετικά σχέδια. Έτσι, ένα νέο είδος τουλίπας εμφανίστηκε περίπου το 1630, και οι επαγγελματίες έμποροι τουλίπας άρχισαν να αναζητούν τους λάτρεις των λουλουδιών από τη μια, αλλά και τους κερδοσκόπους από την άλλη. Στην αρχή, η καλλιέργεια τουλίπας, αναπτυσσόταν με αργά βήματα και σε μικρά χωράφια, γι' αυτό και ήταν προνόμιο μόνο των πλουσίων, αφού μόνο εκείνοι μπορούσαν να αγοράσουν βολβούς. Καθ' όλη τη διάρκεια του 1630 οι τιμές των βολβών αυξάνονταν σταθερά. Απλοί εργάτες αλλά και αγρότες υποθήκευαν ό,τι μπορούσαν για να αυξήσουν τα μετρητά τους, έτσι ώστε να μπορέσουν να συμμετέχουν σε συναλλαγές αγοραπωλησίας βολβών. Δημιουργήθηκαν «σύλλογοι», όπου έμποροι αλλά και

κερδοσκόποι αγόραζαν καθ' όλη τη διάρκεια του χρόνου βολβούς, που θα φύτευαν την άνοιξη, για να τους πουλήσουν αργότερα, προσδοκώντας την επίτευξη κέρδους.

Όπως είναι λογικό, μεταξύ της αγοράς και της παράδοσης, λόγω της χρονικής καθυστέρησης, προκύπτανε διαφορές ως προς τις τιμές της αγοράς, οι οποίες διακανονίζονταν με μετρητά, πιστωτικά γραμμάτια κ.ά. Επιπλέον, υπήρχαν πωλητές, που δεν μπορούσαν, για διάφορους λόγους, να παραδώσουν τις ποσότητες που είχαν ήδη πουλήσει. Επίσης, υπήρχαν αγοραστής, που δεν μπορούσαν να πληρώσουν τους βολβούς στην προσυμφωνημένη τιμή, λόγω των συνεχών ανατιμήσεων, τη στιγμή που αυτοί ήταν έτοιμοι για παράδοση.

Στη διαδικασία αυτών των συναλλαγών έμπαιναν γη, ζώα, σπίτια και διάφορα άλλα αγαθά. Στη δεκαετία του 1630 οι τιμές έδειχναν να μην έχουν όριο και όσοι μπορούσαν, έσπευδαν να αγοράσουν για να πλουτίσουν, πουλώντας αργότερα. Η τουλιπομανία γρήγορα εξαπλώνεται σε όλα τα στρώματα. Πολλοί πουλούν τα υπάρχοντά τους για να επενδύσουν. Όλοι φαντάζονταν ότι το πάθος για τουλίπες θα διαρκέσει για πάντα και ότι ο πλούτος της Ευρώπης θα συγκεντρωθεί στην Ολλανδία (Mackay, 1841).

Τον Φεβρουάριο του 1637, σε μια συνηθισμένη αγοραπωλησία, ο μεγαλύτερος αγοραστής βολβών, δεν εμφανίστηκε και δεν πλήρωσε για τις προαγορές του. Δημιουργήθηκε πανικός, ο οποίος εξαπλώθηκε σε όλη τη χώρα. Για ανεξήγητους λόγους, κανένας δεν αγόραζε και όλοι ήθελαν να πουλήσουν. Οι τιμές έπεσαν κατακόρυφα. Όσοι είχαν επενδύσει σε προαγορές της παραγωγής βολβών έχασαν τα λεφτά τους. Όσοι είχαν αγοράσει βολβούς, με ενέχυρο περιουσιακά στοιχεία, όπως συνηθιζόταν, χρεοκόπησαν. Έτσι, μέσα σε λίγες ημέρες οι έμποροι μετατράπηκαν σε ζητιάνους και πολλοί ευγενείς είδαν τις περιουσίες τους να χάνονται.

Η κυβέρνηση των Ηνωμένων Επαρχιών σύστησε ειδική επιτροπή για να ασχοληθεί με το θέμα. Μέσα στο χάος, που είχε δημιουργηθεί, αποφάσισε την ακύρωση όλων των συμβολαίων αγοραπωλησίας τουλίπας και όρισε ότι θα καταβάλλονταν μόνο το 3,5% της συμφωνημένης τιμής. Δυο χρόνια μετά το κραχ οι τιμές είχαν μειωθεί στο ένα διακοσιοστό. Οι χρεοκοπίες των εμπλεκομένων και η κατάρρευση της τιμής της τουλίπας «πάγωσε» την ολλανδική αγορά. Με άλλα λόγια, ενέκυψε ύφεση.

Η τουλίπα έγινε σύμβολο της αφροσύνης, καθώς η εφήμερη ομορφιά της θεωρήθηκε ότι αποτελεί μια γοητευτική αυταπάτη για τον απρόσεκτο επενδυτή. Τα πέταλά της ανοίγουν ξαφνικά, επιδεικνύοντας εξάισια χρώματα και σχέδια και στη

συνέχεια μαραίνονται. Λειτουργεί δηλαδή όπως μια φούσκα, η οποία μεγαλώνει γρήγορα, γοητεύοντας τους θεατές, αλλά και εξαφανίζεται σε μια στιγμή (Αλεξάκης και Ξανθάκης, 2008).

6.3 Η φούσκα του Μισισιπή (1719-1720)

Όταν η γαλλική κυβέρνηση βρέθηκε στα πρόθυρα της πτώχευσης υπό το βάρος των χρεών που δημιουργήθηκαν κατά τη διάρκεια του πολέμου για την Ισπανική διαδοχή, ο Δούκας της Ορλεάνης ζήτησε την βοήθεια από τον John Law, έναν θεωρητικό της νομισματικής οικονομίας που θεωρείται και προάγγελος της κεύνσιανής θεωρίας.

Το 1716, ο Law πήρε άδεια από τη γαλλική κυβέρνηση να δημιουργήσει μια εθνική τράπεζα, την Banque Generale, η οποία αντάλλαζε κοιτάσματα χρυσού και αργύρου με χαρτονομίσματα. Τα τραπεζογραμμάτια που εξέδιδε η συγκεκριμένη τράπεζα δεν ήταν νόμιμα, αλλά έγιναν δεκτά από το γαλλικό κοινό, επειδή ήταν εξοφλητέα σε επίσημο γαλλικό νόμισμα. Η Banque Generale δημιούργησε τα διαθέσιμά της μέσω εκδόσεως μετοχών, και από τα κέρδη που δημιουργούσε, μέσω της διαχείρισης των οικονομικών της γαλλικής κυβέρνησης. Ο Law, πίστευε ότι μέσω της κυκλοφορίας χαρτονομισμάτων θα διευρυνθεί η εμπορική δραστηριότητα, και αυτό με τη σειρά του θα συμβάλει στην αναζωογόνηση και την αποκατάσταση των οικονομικών της γαλλικής κυβέρνησης.

Τον Αύγουστο του 1717, ο Law οργάνωσε την εταιρεία της Δύσης, στην οποία η γαλλική κυβέρνηση έδωσε τον έλεγχο του εμπορίου μεταξύ της Γαλλίας και των αποικιών της Λουϊζιάνα και του Καναδά. Η εταιρεία αυτή είχε αποκλειστικά προνόμια στην περιοχή για 25 χρόνια. Ο Law, θα συγκέντρωνε χρήματα εκδίδοντας και διαθέτοντας στο κοινό νέες μετοχές της εταιρείας και αγοράζοντας κρατικά ομόλογα αποδεχόμενος ένα χαμηλό επιτόκιο για αυτά, εξασφαλίζοντας έτσι την ρευστότητα. Η προοπτική του χρυσού και αργύρου έφερε πολλούς πρόθυμους επενδυτές στην εταιρεία του Μισισιπή, οπότε και η χρηματοδότης της εταιρείας, φάνηκε απλή διαδικασία.

Η αξία των μετοχών της εταιρείας του Μισισιπή εκτοξευόταν. Επενδυτές από όλη την Ευρώπη έπαιζαν με ανυπομονησία σε αυτήν την νέα αγορά. Οι μετοχές της εταιρείας ξεκίνησαν με τιμή 500 λίβρες ανά μετοχή τον Ιανουάριο του 1719. Μέχρι τον Δεκέμβριο της ίδιας χρονιάς η αξία της μετοχής έφτασε τις 10.000 λίβρες, αυξήθηκε

δηλαδή 1900% σε λιγότερο από ένα έτος. Η αγορά έγινε τόσο δελεαστική, ώστε άνθρωποι και από την εργατική τάξη άρχισαν να επενδύουν ότι μικροποσά και οικονομίες είχαν αποταμιεύσει από την καθημερινή τους εργασία.

Το 1719, η Banque Generale κρατικοποιήθηκε και μετονομάστηκε σε τράπεζα Royale, οπότε τα χαρτονομίσματα που είχαν εκδοθεί, είχαν τη θέση νόμιμου χρήματος, οπότε κάποιος ήταν σε θέση να πληρώσει με αυτά φόρους και οι δασμούς στο κράτος.

Για να χρηματοδοτήσει την αγορά μετοχών της εταιρείας, ο Law εξέδωσε περισσότερα τραπεζογραμμάτια, ενώ για να περιορίσει και να εμποδίσει το μαζικό ξεπούλημα των μετοχών, περιόρισε τις ρευστοποιήσεις σε χρυσό. Η εταιρεία προσπάθησε να πείσει το κοινό να δεχτεί τα χαρτονομίσματα σε σύγκριση με τον χρυσό, ενώ ταυτόχρονα η τράπεζα υποσχέθηκε να ανταλλάξει τα χαρτονομίσματα της για μετοχές της εταιρείας, στην τιμή αγοράς τους (10.000 λίβρες). Η προσπάθεια αυτή να μετατραπούν οι μετοχές σε χρήματα, οδήγησε σε απότομο διπλασιασμό της ποσότητας του κυκλοφορόντος χρήματος στην Γαλλία, με αποτέλεσμα την κατακόρυφη αύξηση του πληθωρισμού.

Ο Law υποτίμησε την αξία των μετοχών της εταιρείας σε διάφορα στάδια κατά τη διάρκεια του 1720 και η αξία των χαρτονομισμάτων μειώθηκε στο 50% της ονομαστικής αξίας τους. Μέχρι τον Σεπτέμβριο του 1720 η τιμή των μετοχών της εταιρείας είχε μειωθεί σε 2.000 λίβρες και σε 1.000 μέχρι τον Δεκέμβριο. Η πτώση των τιμών των μετοχών επέτρεψε στους εχθρούς του Law να αναλάβουν τον έλεγχο της εταιρείας προβαίνοντας σε κατάσχεση των μετοχών των επενδυτών, οι οποίοι δεν μπορούσαν να αποδείξουν ότι είχαν πληρώσει για τις μετοχές τους και ότι δεν τους είχαν δοθεί με πίστωση. Το γεγονός αυτό μείωσε τις μετοχές σε κυκλοφορία κατά δύο τρίτα. Τον Σεπτέμβρη του 1721, οι τιμές των μετοχών είχαν μειωθεί στην αρχική τους τιμή.

Παρά το γεγονός ότι παραδοσιακά η εταιρεία του Μισισιπή θεωρείται μια φούσκα, στην πραγματικότητα δεν ήταν, με την τεχνική έννοια του όρου. Μια φούσκα κατά κύριο λόγο προκαλείται από την εκτεταμένη κερδοσκοπία που ακολουθείται από μια βίαιη κατάρρευση των τιμών. Σε αντίθεση, η φούσκα του Μισισιπή ήταν αποτέλεσμα αποτυχημένης νομισματικής πολιτικής που προκάλεσε υπερβολική αύξηση της προσφοράς του χρήματος και κατ' επέκταση εκτόξευση του πληθωρισμού.

6.4 Η φούσκα της Νότιας Θάλασσας (1720)

Η Εταιρεία των Νοτίων Θαλασσών, ιδρύθηκε το 1711 με τη μορφή της ανώνυμης εταιρείας εισηγμένης στο χρηματιστήριο με βασιλικό διάταγμα. Η πρόθεση των ιδρυτών της εταιρείας ήταν να ιδρύσουν μια τράπεζα, επειδή όμως αυτό δεν ήταν εφικτό λόγω του κανονισμού της τράπεζας της Αγγλίας, κατέφυγαν στη λύση μιας εμπορικής εταιρείας, η οποία όμως στην πραγματικότητα ήταν μια βιτρίνα για τραπεζικές εργασίες. Η εταιρεία προσέφερε έναν τρόπο χρηματοδότησης του δημοσίου χρέους, σε συνεργασία με την κυβέρνηση.

Η κυβέρνηση ήλπιζε να χρηματοδοτήσει τις ετήσιες πληρωμές αποπληρωμής του χρέους από δασμούς, που θα επέβαλε στα προϊόντα που θα προερχόταν από τη Νότιο Αμερική. Επιπλέον, η κυβέρνηση παρείχε στην εταιρεία το αποκλειστικό προνόμιο του εμπορίου με τις ισπανικές αποικίες της Νοτίου Αμερικής. Αυτό ανέβασε τις προσδοκίες κερδοφορίας της εταιρείας κατακόρυφα. Επίσης, υπήρχε η προσδοκία ότι, αν τα βρετανικά βιομηχανικά προϊόντα έφταναν στις ακτές της Νοτίου Αμερικής, οι ντόπιοι θα συνωστίζονταν για να αποκτήσουν τα προϊόντα αυτά, πληρώνοντας εκατοντάδες φορές το βάρος τους σε χρυσάφι.

Η Εταιρεία των Νοτίων Θαλασσών ανέλαβε ένα επί πλέον ποσό £2.000.000 από το κρατικό χρέος το 1717, με την έκδοση μετοχών. Η λογική της βρετανικής κυβέρνησης εκείνη την εποχή ήταν να πετύχει μικρότερο επιτόκιο. Το 1719 η εταιρεία πρότεινε την ανάληψη από μέρους της του μισού συνολικού χρέους της βρετανικής κυβέρνησης, ύψους £30.981.712, πάλι με την έκδοση νέων μετοχών και την υπόσχεση προς την κυβέρνηση ότι το επιτόκιο θα μειωνόταν στο 5% μέχρι το 1727 και στο 4% κατά τα υπόλοιπα έτη.

Εν τω μεταξύ οι φήμες της εποχής διέδιδαν ότι θα δινόταν το δικαίωμα στην εταιρεία να ναυπηγήσει και να μισθώσει όσα πλοία ήθελε για τη Ν. Αμερική χωρίς να πληρώνει φόρο στο βασιλιά της Ισπανίας. Με τον τρόπο αυτό, η ζήτηση για μετοχές της εταιρείας εκτοξεύθηκε στα ύψη, ενώ το γεγονός ότι η πλειοψηφία του πολιτικού κόσμου της Αγγλίας επένδυε στην εταιρεία, της έδινε μεγαλύτερη αξιοπιστία και κύρος. Οι προσδοκίες για το πιο επικερδές εμπορικό πλάνο της εποχής, είχαν ξεπεράσει κάθε προηγούμενο.

Η εταιρεία με νέα αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, εξέδωσε 1.000.000 μετοχές ονομαστικής τιμής £100 εκάστη, οι οποίες όμως πουλήθηκαν προς £300. Η τιμή της μετοχής ακολούθησε ανοδική πορεία φτάνοντας και τις £550. Σε συνδυασμό με το

ψήφισμα νόμου που απαγόρευε σε μετοχές εταιρειών που δεν είχαν αναγνωρισθεί με βασιλικό διάταγμα, ή από τη βουλή, να διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο, έδωσε νέα ώθηση στη μετοχή της Εταιρείας Νοτίων Θαλασσών, φτάνοντας τις £1.000.

Το καλοκαίρι του 1720 όμως τα στελέχη της εταιρείας συνειδητοποίησαν ότι η εταιρεία δεν είχε τόσο μεγάλες προοπτικές που να δικαιολογούν την τιμή της μετοχής, και άρχισαν σιγά σιγά να πουλάνε τις μετοχές τους, ελπίζοντας ότι το νέο δε θα διαδιδόταν. Τελικά όμως, τα άσχημα νέα διέρρευσαν, και η μετοχή κατέρρευσε. Χιλιάδες επενδυτές, οι οποίοι είχαν δανειστεί ή είχαν πουλήσει τις περιουσίες τους, καταστράφηκαν, πολλοί από αυτούς ήταν μέλη της αριστοκρατίας της εποχής.

Η Εταιρεία των Νοτίων Θαλασσών έδωσε τη δυνατότητα σε ένα μεγάλο μέρος των πλούσιων βρετανών να επενδύσουν τα χρήματά τους. Οι επενδυτές δεν ήθελαν να δουν τα σημάδια της φούσκας που δημιουργούνταν, και μοιραία συνέβη η κατάρρευση. Η μεγάλη ζήτηση για επενδύσεις δημιούργησε και άλλες φούσκες εκείνη την εποχή. Εταιρείες ιδρύονταν από το πουθενά υποσχόμενες επιτυχημένες επιχειρηματικές δραστηριότητες, βασιζόμενες στο τίποτα και πουλούσαν σαν τρελές για ένα μικρό χρονικό διάστημα. Η αξία των μετοχών της Εταιρείας Νοτίων Θαλασσών, υπήρξε η μεγαλύτερη φούσκα από όλες.

6.5 Ο πανικός του 1837

Από τα μέσα του 1834 έως τα μέσα του 1836, υπήρξε οικονομική άνθιση στις Η.Π.Α., λόγω των ιδιαίτερων συνθηκών του διεθνούς εμπορίου και την άφθονη ποσότητα αργύρου. Μέσω της προσοδοφόρας εξαγωγής βαμβακιού και του εμπορίου κρατικών ομολόγων που υποστηριζόταν από τις βρετανικές αγορές χρήματος, οι Η.Π.Α. απέκτησαν σημαντικές επενδύσεις κεφαλαίων από τη Μεγάλη Βρετανία.

Το 1836, οι διευθυντές της τράπεζας της Αγγλίας παρατήρησαν ότι τα ταμειακά αποθέματα μειώνονταν απότομα τα τελευταία χρόνια και για να αντισταθμιστεί αυτή η μείωση, οι διευθυντές των τραπεζών ανακοίνωσαν αύξηση επιτοκίων από 3 σε 5 τοις εκατό. Σε μια ανοιχτή οικονομία με ελεύθερο εμπόριο οι πολιτικές της Μεγάλης Βρετανίας ήταν εύκολο να μεταδοθούν και στον υπόλοιπο κόσμο. Αυτό πρακτικά σήμαινε ότι την πορεία της Μεγάλης Βρετανίας ακολούθησαν και οι Η.Π.Α. Όταν οι τράπεζες της Νέας Υόρκης αύξησαν τα επιτόκια και αποκλιμάκωσαν τον δανεισμό, το αποτέλεσμα ήταν να ζημιωθούν (Bancroft, 1902).

Στη συνέχεια, η ζήτηση για το βαμβάκι έπεσε κατακόρυφα και η κατάρρευση των τιμών του, προκάλεσε τεράστια οικονομική αστάθεια. Στην προσπάθεια ρύθμισης

αυτής της κατάστασης, εκδόθηκαν δύο εσωτερικές οικονομικές πολιτικές. Η πρώτη πολιτική προέβλεπε την δυνατότητα αγοράς εδαφών μόνο με ασημένιο ή χρυσό νόμισμα, ενώ η δεύτερη, ο νόμος περί καταθέσεων του 1836, συνέβαλε στην αναδιανομή των καταθέσεων σε διάφορες τράπεζες σε ολόκληρη τη χώρα. Το αποτέλεσμα αυτών των πολιτικών, ήταν η μεταφορά των χρημάτων μακριά από το εμπορικό κέντρο της χώρας - την Ανατολική ακτή. Με χαμηλότερα νομισματικά διαθέσιμα στο θησαυροφυλάκιο τους, οι μεγαλύτερες τράπεζες και τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα στην Ανατολική Ακτή αναγκάστηκαν να κλείσουν την στρόφιγγα δανεισμού, γεγονός που αποτέλεσε την βασικότερη αιτία δημιουργίας του πανικού.

Ο πανικός του 1837 οδήγησε την Αμερική σε μια από τις μεγαλύτερες υφέσεις της ιστορίας της. Η ανάπτυξη στη Δύση σταμάτησε. Το ίδιο και η μετανάστευση προς τη Δύση, που λειτουργούσε ως βαλβίδα ασφαλείας και βοηθούσε στη διατήρηση της ειρήνης στις μεγάλες αμερικανικές πόλεις. Σύντομα στις πόλεις των βορειοανατολικών Πολιτειών ξέσπασαν συγκρούσεις μεταξύ των ανέργων Αμερικανών και των νεοεισερχόμενων μεταναστών. Εντός δύο μηνών οι απώλειες των τραπεζών έφθασαν τα 100 εκατομμύρια δολάρια. Από τις 850 τράπεζες στις Η.Π.Α, οι 343 έκλεισαν εξ ολοκλήρου, και 62 απέτυχαν εν μέρει. Για κάποιο σύντομο χρονικό διάστημα οι Η.Π.Α αποσύρθηκαν από τις διεθνείς αγορές χρήματος. Ακόμα και η ομοσπονδιακή κυβέρνηση των ΗΠΑ, που είχε άψογο πιστωτικό ιστορικό, δεν μπορούσε να πουλήσει ομόλογα στην Ευρώπη (Bancroft, 1902).

Ο πανικός του 1837 υπήρξε μια οικονομική κρίση στις Ηνωμένες Πολιτείες, που πυροδότησε μια σημαντική ύφεση, η οποία διήρκεσε μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του 1840. Τα κέρδη, οι τιμές και οι μισθοί μειώθηκαν, ενώ η ανεργία αυξήθηκε. Η απαισιοδοξία αφθονούσε κατά τη διάρκεια του χρόνου. Στις 10 Μαΐου 1837, οι τράπεζες στην Νέα Υόρκη ανέστειλαν τις πληρωμές σε είδος, πράγμα που σήμαινε ότι δεν θα ήταν πλέον εφικτή η αγορά χαρτονομισμάτων στην πλήρη ονομαστική τους αξία. Παρά τη σύντομη ανάκαμψη το 1838, η ύφεση συνεχίστηκε για περίπου επτά χρόνια. Οι τράπεζες κατέρρευσαν, οι επιχειρήσεις απέτυχαν, οι τιμές μειώθηκαν, και χιλιάδες εργαζόμενοι έχασαν τη δουλειά τους. Η ανεργία σε ορισμένες περιοχές άγγιζε το 25%. Τα έτη 1837-1844 ήταν ουσιαστικά τα έτη αποπληθωρισμού μισθών και τιμών. Μόνο στα τέλη της δεκαετίας του 1840 κατάφεραν οι Η.Π.Α να εισέλθουν εκ νέου στις αγορές αυτές (Bancroft, 1902).

6.6 Η μανία των σιδηροδρόμων (1845-1846)

Η μανία των σιδηροδρόμων θεωρείται η μεγαλύτερη τεχνολογική μανία και η κατάρρευσή της ήταν μια από τις μεγαλύτερες χρηματοοικονομικές φούσκες της ιστορίας. Η αρχή ξεκίνησε το 1840, όταν κατασκευάστηκε η πρώτη σύγχρονη σιδηροδρομική γραμμή που συνδέει τις πόλεις Λίβερπουλ- Μάντσεστερ. Στα μέσα της δεκαετίας η οικονομία άρχισε να βελτιώνεται και οι μεταποιητικές βιομηχανίες γνώρισαν μεγάλη ανάπτυξη. Σύντομα, τα επιτόκια μειώθηκαν από την τράπεζα της Αγγλίας, γεγονός που έκανε τα κρατικά ομόλογα λιγότερο ελκυστικά για τους επενδυτές. Έτσι οι τιμές των μετοχών για τις ήδη υπάρχουσες σιδηροδρομικές επιχειρήσεις άρχισαν να αυξάνονται σημαντικά.

Η Βρετανική κυβέρνηση επέτρεπε στον καθένα να επενδύσει τα χρήματα του και κατ' επέκταση να αποκομίσει κέρδη από τις επενδύσεις στις νέες σιδηροδρομικές εταιρίες, οι οποίες είχαν προωθηθεί ως οι πλέον ακίνδυνες επιχειρήσεις. Πολλές οικογένειες της μεσαίας τάξης επένδυσαν όλες τους τις οικονομίες τους σε υποψήφιες εταιρείες ελπίζοντας για μεγάλη επιστροφή αποδόσεων.

Μέσα σε μικρό χρονικό διάστημα δεκάδες επιχειρήσεις συστάθηκαν, όμως δεν ήταν όλες κερδοφόρες. Η βρετανική κυβέρνηση ακολούθησε μία φιλελεύθερη πολιτική από την πλευρά της, όχι μόνο επειδή δεν έθετε όρια στον αριθμό των επιχειρήσεων που συστήνονταν, αλλά και επειδή δεν παρείχε ουσιαστικό έλεγχο αναφορικά με την βιωσιμότητα των συγκεκριμένων σιδηροδρομικών γραμμών (Landow, 2005).

Αν και υπήρχαν αξιόπιστες πληροφορίες και μελέτες, που έδειχναν ότι δεν θα υπήρχε επαρκής ζήτηση για τις σιδηροδρομικές μεταφορές, η δύναμη της νέας επαναστατικής τεχνολογίας σε συνδυασμό με την χειραγώγηση της κοινής γνώμης, προκάλεσε μια συλλογική ψευδαίσθηση στους επενδυτές. Οι επενδυτές μπόρεσαν να διαπιστώσουν την πραγματικότητα, όταν χρειάστηκε να επισκευαστούν οι γραμμές. Η διαπίστωση αυτή σε συνδυασμό με το γεγονός ότι κοντά στο τέλος του 1845, η τράπεζα της Αγγλίας αύξησε τα επιτόκια, ώθησε τους επενδυτές να αρχίσουν να επενδύουν εκ νέου σε ομόλογα, αποσύροντας έτσι τα χρήματά τους από την κατασκευή των σιδηροδρόμων. Οι τιμές των μετοχών για τους σιδηροδρόμους, έπαψαν να αυξάνονται και τελικά εξομαλύνθηκαν. Αυτό οδήγησε σε διακοπή των επενδύσεων σε μια νύχτα, γεγονός που σήμαινε ότι πολλές εταιρείες αντιμετώπισαν πρόβλημα χρηματοδότησης.

Σαν αποτέλεσμα της φούσκας που δημιουργήθηκε, οικογένειες της μεσαίας τάξης χρεοκόπησαν, αφού είχαν επενδύσει όλες τις αποταμιεύσεις τους στις νέες σιδηροδρομικές επιχειρήσεις. Σε αντίθεση με πολλές άλλες φούσκες, η βρετανική μανία των σιδηροδρόμων είχε πολύ μεγάλη κριτική. Οι προειδοποιήσεις που έγιναν για τη μη παραγωγική επένδυση στις σιδηροδρομικές εταιρείες, δεν ήταν αποτελεσματικές και οδήγησαν στο αντίθετο αποτέλεσμα. Παρόλο που η φούσκα τελικά έσκασε, ένα μεγάλο μέρος του συνόλου του σημερινού σιδηροδρομικού δικτύου του Ηνωμένου Βασιλείου, χτίστηκε σε αυτό το διάστημα (Landow, 2005).

6.7 Η "Μεγάλη Ύφεση" (1929)

Το δεύτερο μισό της δεκαετίας του 1920 στις Η.Π.Α. ήταν μια περίοδος εντυπωσιακής οικονομικής άνθησης, με την ανάπτυξη να μη σχετίζεται με τη δημιουργία κάποιας φούσκας. Οι βιομηχανίες βοηθούσαν η μία την άλλη να δημιουργήσουν αυθεντική οικονομική ανάπτυξη: οι πωλήσεις αυτοκινήτων ενίσχυαν τους παραγωγούς ελαστικών, τους κατασκευαστές οδών και τους εργαζόμενους στη μεταλλουργία. Όλα ήταν μια δυνατή αλυσίδα. Η Νέα Υόρκη είχε αναδειχθεί σε σημαντική χρηματοοικονομική μητρόπολη και το χρηματιστήριό της ήταν το μεγαλύτερο του κόσμου. Η δεκαετία του '20 βρήκε την πόλη να ευημερεί και να διαθέτει ρευστό. Ο κόσμος είχε πειστεί πως η ανοδική πορεία της αγοράς θα διατηρούνταν. Από το 1921 έως το 1929 ο Dow Jones εκτινάχθηκε από τις 60 μονάδες στις 400 (Investment Watch, 2012).

Κατά την περίοδο αυτής της χρηματιστηριακής ανάπτυξης, πολλοί κέρδισαν μεγάλα ποσά, χωρίς να έχουν την παραμικρή γνώση για τη φύση της εταιρείας που τοποθετούσαν τα χρήματά τους. Με την ανάπτυξη του χρηματιστηρίου η βάση των μετόχων διευρύνθηκε σημαντικά. Έως το καλοκαίρι του 1929 περισσότεροι από 1 εκατομμύριο Αμερικανοί δανείζονταν χρήματα για να αγοράσουν μετοχές σε εταιρίες, για τις οποίες δεν γνώριζαν ούτε τη δραστηριότητα, ούτε τα οικονομικά στοιχεία τους. Έτσι, το να επενδύει κανείς στο χρηματιστήριο έγινε το αγαπημένο χόμπι των Αμερικανών. Οι επενδυτές υποθήκευαν τα σπίτια τους ή επένδυαν τις αποταμιεύσεις μιας ζωής, σε μετοχές με μεγάλες προσδοκίες.

Ελάχιστοι ήταν εκείνοι που περίμεναν ένα κραχ. Μετά από μια ξέφρενη πενταετία που ο Dow Jones πενταπλασίασε την αξία του, ο δείκτης έφτασε στις 381,17 μονάδες στις 3 Σεπτεμβρίου 1929. Μετά από αυτό και για ένα μήνα η αγορά άρχισε να πέφτει,

χάνοντας περίπου το 17% της αξίας της. Στη συνέχεια οι τιμές κάλυψαν περισσότερο από το ήμισυ του χαμένου εδάφους, και συνέχισαν την καθοδική πορεία τους αμέσως μετά. Η πτώση επιταχύνθηκε φτάνοντας στη Μαύρη Πέμπτη της 24^{ης} Οκτωβρίου 1929. Εκείνη την ημέρα άλλαξαν χέρια 12.900.000 μετοχές, αριθμός ασύλληπτος για τα τότε δεδομένα. Η ευφορία και τα κέρδη της αγοράς κατέρρευσαν στις 24 Οκτωβρίου 1929, όταν οι τιμές των μετοχών στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης άρχισαν να πέφτουν με άνευ προηγουμένου ρυθμό και συνέχισαν την πτωτική πορεία για έναν ολόκληρο μήνα (Suddath, 2008).

Το χρονικό διάστημα που προηγήθηκε και οδήγησε στην Μαύρη Πέμπτη, ήταν μια περίοδος που χαρακτηριζόταν από πωλήσεις πανικού που την διαδεχόταν μια περίοδος υψηλότερων τιμών και ανάκαμψης. Την Παρασκευή 25 Οκτωβρίου, οι τραπεζίτες της Wall Street συναντήθηκαν για να βρουν μια λύση για την αντιμετώπιση του πανικού και του χάους που είχε δημιουργηθεί. Εκτός από τους μικροεπενδυτές το σημαντικό πρόβλημα το είχαν οι τράπεζες, οι οποίες είχαν εκτεθεί σημαντικά στο χρηματιστήριο, αφού τη στιγμή που οι μετοχές ήταν χαρτιά χωρίς καμία αξία, τα χρήματα των απλών καταθετών είχαν χαθεί και αυτά. Ακολούθησαν μαζικές αναλήψεις καταθέσεων, οι οποίες έντειναν τον πανικό, οι τράπεζες κατέρρευσαν, οι χρηματιστηριακοί οίκοι πτώχευσαν και πολλοί άνθρωποι άρχισαν να βάζουν τέλος στη ζωή τους. Εκτιμάται ότι περίπου 140 δισ. δολ. καταθέσεων εξαμίστηκαν και 10.000 τράπεζες έβαλαν λουκέτο (Investment Watch, 2012).

Μέχρι να ξεσπάσει η κρίση, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα τροφοδοτούσε την αγορά αφειδώς με ρευστότητα, χαμηλώνοντας τα επιτόκια. Με το ξέσπασμα της κρίσης οι στρόφιγγες της Ομοσπονδιακής Τράπεζας έκλεισαν. Σύμφωνα με την μονεταριστική άποψη των Friedman και Swartz (1982), ο ανθρώπινος παράγοντας και στην περίπτωση των Η.Π.Α, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα, φέρει μεγάλη ευθύνη, αφού μια φαινομενικά συνηθισμένη ύφεση, όπως αυτή του 1929, δεν εξομαλύνθηκε με μια μικρή αύξηση της προσφοράς του χρήματος. Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα αντιθέτως, περιόρισε την προσφορά του χρήματος την στιγμή που έπρεπε να τονωθεί η ρευστότητα στην αγορά, προκαλώντας έτσι μεγαλύτερη ασφυξία, και να οδηγηθούμε, στην μεγαλύτερη ύφεση στην οικονομική ιστορία του καπιταλισμού.

Η παγκόσμια οικονομική ύφεση του 1929 ήταν μια διεθνής οικονομική ύφεση που ταλάνισε μέχρι και δέκα χρόνια κάποιες χώρες και είχε είχε καταστροφικές επιπτώσεις τόσο στον ανεπτυγμένο, όσο και στον αναπτυσσόμενο κόσμο. Επηρεάστηκε το διεθνές εμπόριο, καθώς επίσης και τα προσωπικά εισοδήματα, τα έσοδα από φόρους, οι τιμές και τα κέρδη. Η "Μεγάλη Ύφεση", όπως χαρακτηρίστηκε στις ΗΠΑ,

προκλήθηκε μετά από το χρηματιστηριακό κραχ στις 24 Οκτωβρίου του 1929, γνωστό ως η Μαύρη Πέμπτη, όταν η Wall Street έκλεισε με απώλειες της τάξεως 13%, φέρνοντας τις απώλειες της εβδομάδας σε 30 δισ. δολ., περίπου δέκα φορές τον ετήσιο προϋπολογισμό της ομοσπονδιακής κυβέρνησης. Ενδεικτικό των διαστάσεων του κραχ ήταν πως, μετά τη μεγάλη κατάρρευση του Οκτωβρίου του 1929, η αγορά χρειάστηκε περίπου δύο χρόνια, για να ανακτήσει το χαμένο έδαφος και ο Dow Jones δεν ξαναβρήκε το χαμένο μεγαλείο του παρά μόνο έπειτα από 15 χρόνια (Weeks, 2007).

6.8 Η φούσκα του χρυσού (1980)

Στις αρχές της δεκαετίας του 1980 ο χρυσός εκτοξεύθηκε, από το πουθενά, στα περίπου 1.000 δολάρια ανά ουγκιά, ενώ λίγο αργότερα υποχώρησε σχεδόν ακαριαία και βίαια. Τα Χριστούγεννα του 1979 οι σοβιετικοί εισέβαλαν στο Αφγανιστάν προκαλώντας ρίγη στους επενδυτές σε όλο τον κόσμο. Σοβιετικοί στρατιώτες και ειδικά εκπαιδευμένα στελέχη της KGB ντυμένοι ως Αφγανοί κατέλαβαν όλα τα κυβερνητικά κτίρια της πρωτεύουσας Καμπούλ και σκότωσαν τον πρόεδρο Αμίν.

Οι οικονομικές συνέπειες της παραπάνω πολιτικής και στρατιωτικής πράξης, επηρέασε σε μεγάλο βαθμό την ήδη προβληματική αμερικανική οικονομία με τα προβλήματα που αντιμετώπιζε: υψηλό πληθωρισμό, ανεργία και υψηλές τιμές καυσίμων. Το μέλλον για την αμερικανική οικονομία δεν φαινόταν τόσο βέβαιο εκείνη τη χρονική στιγμή. Ο χρυσός χρησιμοποιήθηκε ως ασφαλές καταφύγιο από τους επενδυτές και η άνοδος της τιμής του απλά αντανάκλούσε τους φόβους και τις ανησυχίες τους. Όταν, όμως, οι αγορές ξεπέρασαν και αφομοίωσαν τις εξελίξεις, η αγοραστική μανία για χρυσό έδωσε τη θέση της στον πανικό των πωλήσεων και την καταγραφή του ιστορικού υψηλού ακολούθησαν δύο συνεδριάσεις με διαδοχικές κατώτατες τιμές. Το σκάσιμο της φούσκας του χρυσού το 1980, ακολούθησαν 22 χρόνια, κατά τα οποία η τιμή του πολύτιμου μετάλλου παρέμενε σε χαμηλά, και αρκετές φορές υποτιμημένα, επίπεδα (Goldprice Website, 2008).

6.9 Η Ιαπωνική φούσκα της ακίνητης περιουσίας (1990)

Στις αρχές της δεκαετίας του 1990, η Ιαπωνία προσβλήθηκε από μια χρηματοοικονομική φούσκα. Πριν το ξέσπασμα της κρίσης, η Ιαπωνική οικονομία βρισκόταν σε ανάπτυξη, τόσο στην αγορά ακινήτων, όσο και στο Χρηματιστήριο. Το ιαπωνικό γιεν βρισκόταν σε ανοδική πορεία, κυρίως χάρη στα εντυπωσιακά εμπορικά πλεονάσματα και το αναδυόμενο τραπεζικό σύστημα της χώρας, που ήταν πρόθυμο να επεκτείνει τον δανεισμό.

Στις δεκαετίες μετά τον Δεύτερο Παγκόσμιο Πόλεμο, η Ιαπωνία είχε εφαρμόσει πολιτικές ενθάρρυνσης της αποταμίευσης. Με περισσότερα χρήματα στις τράπεζες και με την ύπαρξη μεγάλων εμπορικών πλεονασμάτων, το γιεν ανατιμήθηκε έναντι των ξένων νομισμάτων. Αυτό επέτρεψε σε τοπικές εταιρείες να επενδύουν σε κεφάλαια ευκολότερα απ' ό,τι οι ανταγωνιστές τους στο εξωτερικό, με αποτέλεσμα να μειωθεί η τιμή των Ιαπωνικών προϊόντων και να διευρυνθεί το εμπορικό πλεόνασμα περαιτέρω.

Η ύπαρξη τόσο πολλών κεφαλαίων άμεσα διαθέσιμων για επενδύσεις, σε συνδυασμό με την οικονομική απορρύθμιση και την χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής που εφάρμοσε η τράπεζα της Ιαπωνίας στα τέλη της δεκαετίας του 1980, οδήγησε σε επιθετική κερδοσκοπία. Η οικονομική φιλελευθεροποίηση σε όλη τη διάρκεια της δεκαετίας του '80 και η ανάγκη ενίσχυσης του δολαρίου στο τέλος της δεκαετίας, οδήγησε στην επέκταση της πίστωσης. Κατά το μεγαλύτερο μέρος της δεκαετίας του '80, οι τιμές των ακινήτων αυξήθηκαν σημαντικά φθάνοντας σε πολύ υψηλά επίπεδα. Χαρακτηριστικό είναι ότι ο δείκτης Nikkei 225 στο Τόκιο, το 1985 ήταν στο επίπεδο των 10.000 μονάδων, ενώ το 1989 άγγιξε τις 38.900 μονάδες περίπου. Οι τιμές των ακινήτων είχαν εκτιναχθεί το 1989 στο Τόκιο (Kanaya and Woo, 2000).

Το ιαπωνικό παράδειγμα επεξηγεί τα προβλήματα που δημιουργούν οι φούσκες στις κεντρικές τράπεζες. Ο διοικητής της Τράπεζας της Ιαπωνίας, έχοντας ως προτεραιότητά του την καταπολέμηση του πληθωρισμού, εφάρμοσε αυστηρότερη νομισματική πολιτική. Ανήσυχη σχετικά με τη φούσκα στην αγορά των ακινήτων και τις τιμές των μετοχών, η Τράπεζα της Ιαπωνίας άρχισε να αυξάνει το προεξοφλητικό επιτόκιο τον Μάιο του 1989, από 2,5% σε 6,0%. Επιπλέον, περιόρισε τον ρυθμό αύξησης των δανείων προς τον κλάδο των ακινήτων, έτσι ώστε να μην μπορεί να υπερβαίνει τον ρυθμό αύξησης του συνολικού δανεισμού και ανάγκασε όλες τις τράπεζες να αναφέρουν τη χορήγηση δανείων στον κλάδο των κατασκευών. Και οι δύο

αυτές παρεμβάσεις ανάγκασαν τον τομέα των ακινήτων σε απομόχλευση, οδηγώντας τις τιμές προς τα κάτω.

Πολλές εταιρείες ακινήτων χρεοκόπησαν, οδηγώντας σε μαζικές πωλήσεις στην ακίνητη περιουσία. Από τη στιγμή που τα ακίνητα ήταν η κύρια εγγύηση για πολλές βιομηχανίες, ο συνολικός δανεισμός μειώθηκε, σπρώχνοντας προς τα κάτω την αξία των εξασφαλίσεων, ακόμα περισσότερο. Τελικά, η μείωση στις τιμές των ακινήτων οδήγησε σε πρόβλημα υπερβολικού χρέους για όλο τον ιαπωνικό τραπεζικό τομέα, ακρωτηριάζοντας την ιαπωνική οικονομία για δεκαετίες (Hoshi και Kashyap, 2004).

Η πραγματική οικονομία είχε επηρεαστεί δυσμενώς από την χρηματοοικονομική φούσκα και τα ποσοστά ανάπτυξης ήταν αρνητικά. Σύμφωνα με την Τράπεζα της Ιαπωνίας οι κυριότεροι παράγοντες που ευθύνονται για τη δημιουργία της φούσκας ήταν: (α) η επιθετική συμπεριφορά των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, (β) η απορρύθμιση της αγοράς, (γ) η χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής, (δ) η ευνοϊκή φορολογική πολιτική για την αγορά ακινήτων και (ε) η συγκέντρωση της επιχειρηματικής και οικονομικής δραστηριότητας στο Τόκυο. Ο χρόνος μετά την κατάρρευση της φούσκας, είναι γνωστός ως «χαμένη δεκαετία» (Kanaya and Woo, 2000).

6.10 Η φούσκα εταιρειών διαδικτύου (2000)

Η 10η Μαρτίου του 2000 θεωρείται μία ημερομηνία ορόσημο, καθώς σήμανε το «σπάσιμο της φούσκας» των επιχειρήσεων διαδικτύου. Η φούσκα αυτή ήταν μια ιστορική κερδοσκοπική φούσκα που διήρκεσε περίπου τρία χρόνια με αποκορύφωμα τις 10 Μαρτίου 2000, ημερομηνία κατά την οποία τα χρηματιστήρια στις βιομηχανικές χώρες είδαν την αξία των ιδίων κεφαλαίων να αυξάνεται γρήγορα από την ανάπτυξη του τομέα του Διαδικτύου (Galbraith and Hale, 2004).

Κατά τη δεκαετία του 1990 η βιομηχανία υπολογιστών στις ΗΠΑ αποφάσισε να εστιάσει την προσοχή της στο λογισμικό (software) των υπολογιστών, που ήταν ένα προϊόν με μεγάλα περιθώρια κέρδους. Πολλές μικρές νεοσύστατες εταιρείες λογισμικού ξεπήδησαν κατά την περίοδο αυτή προσελκύοντας το ενδιαφέρον εταιρειών επιχειρηματικού κεφαλαίου, που ενδιαφέρθηκαν για την χρηματοδότηση των νέων εταιρειών και την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο.

Ο σύνθετος δείκτης NASDAQ, που περιέχει ως επί το πλείστον μετοχές του κλάδου της τεχνολογίας, εκτοξεύτηκε από τις 500 μονάδες τον Απρίλιο του 1991 στις 1.000 μονάδες τον Ιούλιο του 1995, ξεπέρασε τις 2.000 μονάδες τον Ιούλιο του 1998, για να κορυφωθεί τελικά στις 5.132 μονάδες τον Μάρτιο του 2000. Η έκρηξη της χρηματιστηριακής αγοράς ενίσχυσε την εμπιστοσύνη των καταναλωτών, η οποία κατέγραψε νέα υψηλά και παρείχε μια ισχυρή ώθηση για επενδύσεις, ειδικά στους τομείς τηλεπικοινωνιών και υψηλής τεχνολογίας που βρίσκονταν σε άνθιση. Η μανία για την αγορά μετοχών ήταν υπερβολική, καθώς οι άνθρωποι άρχισαν να επενδύουν «τυφλά» σε οτιδήποτε συνδεόταν απλά με τη νέα βιομηχανία (Geier, 2015).

Οι μετοχές εταιρειών, όπως η Amazon και η Yahoo μπορούσαν να ενισχυθούν κατά 10 φορές μέσα σε ένα χρόνο στα τέλη της δεκαετίας του 1990 και η γοητεία των μετοχών internet για τους επενδυτές φαινόταν να μην έχει τέλος. Ο αριθμός των χρηστών του internet διπλασιαζόταν κάθε χρόνο εκείνη την περίοδο, αλλά η βιομηχανία ήταν τόσο ανταγωνιστική που οι επενδυτές δεν επικεντρώνονταν στους μεγάλους κινδύνους που αντιμετώπιζαν οι μικρές επιχειρήσεις σε αυτό το ασταθές περιβάλλον. Αυτή η περίοδος χαρακτηρίστηκε από ακραίες αποτιμήσεις των επιχειρήσεων internet οι οποίες δεν αντικατόπτριζαν την πραγματική αξία των εταιρειών αυτών. Δεν μπορούσαν όλες οι εταιρείες να επιτύχουν, και όλα τα προηγούμενα πρότυπα αποτίμησης θεωρούνταν άνευ ουσίας. Κανείς δεν υπολόγιζε τις αποδόσεις κερδών, ενώ ακόμα και τα ποσοστά των τιμών επί των πωλήσεων απορρίφθηκαν (Geier, 2015) .

Οι επενδυτές συνειδητοποίησαν πως το όνειρο των «dot-com» εταιρειών αποτελεί μια κλασσική κερδοσκοπική «φούσκα» και έως το 2001 αυτή η «φούσκα» συρρικνώθηκε με πλήρη ταχύτητα. Την πρώτη εβδομάδα του Οκτωβρίου του 2002 ο δείκτης NASDAQ Composite έφτασε σε νέο χαμηλό στις 1.108,49 μονάδες. Εκείνη την περίοδο περίπου 8,5 τρισεκατομμύρια σβήστηκαν από την αξία των εταιρειών του αμερικανικού χρηματιστηρίου, ποσό που ξεπερνά το ετήσιο εισόδημα κάθε χώρας στον κόσμο, εκτός από τις Ηνωμένες Πολιτείες (DeGrace, 2011).

7^ο ΚΕΦΑΛΑΙΟ: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Το φαινόμενο της κερδοσκοπικής φούσκας έχει εκδηλωθεί καθ' όλη τη διάρκεια της ιστορίας, σε κάθε χώρα και σε διάφορους τομείς κάθε οικονομίας. Το αμόκ που προκαλεί η υπέρμετρη απληστία, αποτελεί βασικό χαρακτηριστικό κάθε θεαματικής άνθισης, όπου ο ενθουσιασμός των επενδυτών διαχέεται μέσα από την μετάδοση της ψυχολογίας από άτομο σε άτομο, οδηγώντας σε τόσο μεγάλη ζήτηση για ένα συγκεκριμένο προϊόν που εκτοξεύει την τιμή του πέρα από κάθε λογική αντανάκλαση της θεμελιώδους αξίας του.

Οι κερδοσκοπικές φούσκες προέρχονται κυρίως από την ψυχολογία των επενδυτών και προκαλούνται από την αδυναμία πρόβλεψης εμφανών κινδύνων. Σύμφωνα με τον Keynes, οι επενδυτές προτιμούν να αφιερώσουν τις προσπάθειές τους στο να αναλύουν πως συμπεριφέρεται το πλήθος των επενδυτών παρά στην εκτίμηση της εσωτερικής αξίας. Πιστεύουν και έχουν την αίσθηση πως απλά όλοι οι άλλοι δεν μπορούν να κάνουν λάθος και πως μπορούν να ερμηνεύσουν αυτές τις ενέργειες εντελώς ορθολογικά, καθώς αντανάκλουν έγκυρες πληροφορίες σχετικά με τα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη.

Τα Μέσα Μαζικής Ενημέρωσης παίζουν σημαντικό ρόλο στις κερδοσκοπικές φούσκες, όταν έχουν την τάση να συζητούν με περίσσεια προσοχή και λεπτομέρεια τις ανοδικές κινήσεις των τιμών. Οι περισσότεροι άνθρωποι δεν μπορούν να καταλάβουν ότι μια κερδοσκοπική φούσκα προκαλείται στην πραγματικότητα από την ίδια την φούσκα και όχι από οικονομικά θεμελιώδη.

Η κρίση που ξέσπασε το 2008 αποτελεί τη μεγαλύτερη κερδοσκοπική φούσκα και χρηματοοικονομική κρίση που έπληξε την παγκόσμια οικονομία μεταπολεμικά, στην οποία συνέβαλαν, μεταξύ άλλων, η μεγάλη ανάπτυξη των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, καθώς και η δραματική αύξηση και πολυπλοκότητα των διαθεσίμων χρηματοπιστωτικών μέσων. Εκδηλώθηκε ως κρίση εμπιστοσύνης μεταξύ των πιστωτικών ιδρυμάτων, η οποία μεταδόθηκε στις διατραπεζικές αγορές προκαλώντας πρόβλημα ρευστότητας.

Σε αντίθεση με τις προηγούμενες κρίσεις που εκδηλώθηκαν σε μεμονωμένες χώρες και επηρέασαν περιορισμένο αριθμό χωρών, η κρίση του 2008 ξεκίνησε από τις αναπτυσσόμενες οικονομίες και μεταδόθηκε με μεγάλη ταχύτητα στον υπόλοιπο κόσμο μέσω των διεθνών αλληλεξαρτήσεων των χρηματοπιστωτικών αγορών, που δημιουργήθηκαν με την παγκοσμιοποίηση. Συγκεκριμένα, η κρίση ξεκίνησε από το

χρηματοπιστωτικό τομέα των ΗΠΑ, με την κατάρρευση της αγοράς στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου (Calomiris, 2011). Στη συνέχεια επεκτάθηκε στις αγορές ομολόγων και στις διατραπεζικές αγορές και εξελίχθηκε τελικά σε βαθιά κρίση εμπιστοσύνης στο χρηματοπιστωτικό σύστημα των ΗΠΑ και σε ουσιαστική διατάραξη της ομαλής λειτουργίας του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Έως τις αρχές του 2007, η παγκόσμια οικονομία λειτουργούσε σε ένα περιβάλλον απεριόριστης αισιοδοξίας. Πριν την εκδήλωση της κρίσης στις αναπτυσσόμενες οικονομίες της Ευρώπης και των ΗΠΑ, ο χρηματοπιστωτικός τομέας είχε εξελιχθεί σε ατμομηχανή της παγκόσμιας ανάπτυξης έχοντας ξεπεράσει τα όρια λειτουργίας του ως απλού διαμεσολαβητικού μηχανισμού. Σε αυτές τις συνθήκες αισιοδοξίας τα ρίσκα που αναλαμβάνονταν από το χρηματοπιστωτικό τομέα ήταν μεγάλα, αλλά η αντίληψη για τα ρίσκα αυτά ήταν σχεδόν ανύπαρκτη, ενώ οι έλεγχοι των εποπτικών αρχών και οι προειδοποιήσεις για τους κινδύνους που εγκυμονούσαν ήταν ελάχιστες.

Η αισιοδοξία ήταν τόσο μεγάλη, που ακόμα και ένα χρόνο μετά το ξέσπασμα της κρίσης, λίγοι ήταν εκείνοι που είχαν πλήρως αντιληφθεί την κρισιμότητα της κατάστασης. Αυτός ήταν και ο λόγος που τον Σεπτέμβριο του 2008 οι αμερικανικές αρχές αποφάσισαν να αφήσουν την επενδυτική τράπεζα Lehman Brothers να χρεοκοπήσει, κάτι που είχε καταλυτικές δυσμενείς επιπτώσεις στις αγορές αφού συνέβαλε στην ταχεία επιδείνωση της ήδη μεγάλης χρηματοπιστωτικής κρίσεως (Χαρδούβελης, 2011).

Τόσο η επιστημονική κοινότητα, όσο και οι εποπτικές αρχές αιφνιδιάστηκαν από το ξέσπασμα και το μέγεθος της κρίσης και τις δυνατότητες ουσιαστικού ελέγχου αυτής. Μάλιστα, οι Κεντρικές Τράπεζες είχαν τότε επικεντρωθεί στη δραστηριότητα των αμοιβαίων κεφαλαίων υψηλού ρίσκου (“hedge funds”). Τους διέφυγε εντελώς η συμπεριφορά των «επενδυτικών τραπεζών», οι οποίες σχημάτιζαν ένα σκιώδες τραπεζικό σύστημα (“shadow banking system”) το οποίο αναπτύχθηκε χωρίς να ρυθμιστεί επαρκώς και η άνοδος του οποίου συμβάδιζε με την άνθηση μιας σειράς από αγορές και καινοτόμα χρηματοπιστωτικά προϊόντα (Krugman, 2009). Μάλιστα, όπως επισημαίνεται, οι εν λόγω «τράπεζες» δεν ήταν τίποτα άλλο παρά μια χρηματοπιστωτική καινοτομία χωρίς καμία ουσιαστική συμβολή στην ανάπτυξη της πραγματικής οικονομίας (UNCTAD, 2009).

Η απότομη αναστροφή της στάσης των τραπεζών μετά την κρίση μετακίνησε την ισορροπία στο άλλο άκρο: από την απόλυτη αδιαφορία για τον πιστωτικό κίνδυνο, περάσαμε στην απόλυτη άρνηση του δανεισμού. Προφανώς, ανάμεσα στα δύο σημεία

μεσολάβησε μια απότομη και μεγάλη αύξηση των ελλειμμάτων και των δημοσίων χρεών όλων των ανεπτυγμένων χωρών κατά την περίοδο 2008-09, λόγω της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης και της ανάγκης να προληφθεί η ολική κατάρρευση των εθνικών τραπεζικών συστημάτων και να αντιμετωπιστεί η βαθειά ύφεση. Για χώρες που ούτως ή άλλως ζούσαν πέραν των δυνατοτήτων τους και των οποίων η δημοσιονομική βιωσιμότητα εμφανιζόταν οριακή, θα μπορούσε κανείς να πει ότι τα πρόσθετα χρέη που σωρεύθηκαν κατά την προσπάθεια αντιμετώπισης της αρχικής φάσης της κρίσης, οδήγησαν στην υπέρβαση ενός αντικειμενικού σημείου καμπής, μετατρέποντας έτσι την κρίση από χρηματοοικονομική σε δημοσίου χρέους.

Η δυσλειτουργία του χρηματοοικονομικού συστήματος παραμένει προφανής, στο βαθμό που στο προηγούμενο διάστημα δεν υπήρχε οποιαδήποτε ουσιαστική συσχέτιση μεταξύ του κόστους δανεισμού και του βαθμού επικινδυνότητας μιας χώρας, ενώ τώρα μεταξύ των βασικών λόγων της ριζικής αλλαγής στάσεως συγκαταλέγεται το δημοσιονομικό κόστος της διάσωσης του ίδιου του τραπεζικού τομέα.

Μέχρι και τις αρχές του 2008 οι κυβερνήσεις, οι Κεντρικές Τράπεζες, οι φορείς εποπτείας και διεθνείς οικονομικοί οργανισμοί αντέδρασαν σε συντονισμένες και τολμηρές παρεμβάσεις με στόχο να αμβλύνουν τους χρηματοπιστωτικούς κραδασμούς και να περιορίσουν τις δυσμενείς επιπτώσεις τους στον πραγματικό τομέα της οικονομίας, αλλά και να ενισχύσουν την ανθεκτικότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος (Προβόπουλος, 2009).

Υπήρξε κινητοποίηση για τον ανασχεδιασμό της χρηματοπιστωτικής εποπτείας σε διεθνές, ευρωπαϊκό και εθνικό επίπεδο με στόχο να διασφαλιστεί ότι στο μέλλον θα πάψουν να σημειώνονται χρηματοπιστωτικές αναταράξεις τόσο μεγάλης έκτασης και διάρκειας. Συγκεκριμένα, ο λόγος που καθιστά επιτακτική ανάγκη τον επανασχεδιασμό του τρόπου εποπτείας οφείλεται στο γεγονός ότι η εμπειρία της χρηματοπιστωτικής κρίσης κατέδειξε σημαντικές αδυναμίες στην χρηματοπιστωτική εποπτεία, τόσο σε συγκεκριμένες περιπτώσεις όσο και σε σχέση με ολόκληρο το χρηματοπιστωτικό σύστημα. Οι τρέχουσες εποπτικές ρυθμίσεις αποδείχθηκαν ανίκανες να προλάβουν, να διαχειριστούν και να επιλύσουν την κρίση. Τα εθνικά εποπτικά μοντέλα υστέρησαν απέναντι στην ενοποιημένη και διασυνδεδεμένη πραγματικότητα των σημερινών ευρωπαϊκών χρηματοπιστωτικών αγορών, όπου πολλά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα λειτουργούν σε διασυννοριακή κλίμακα. Η κρίση κατέδειξε σοβαρές ελλείψεις στη συνεργασία, στο συντονισμό, στη συνοχή, στην

εμπιστοσύνη και στην ανταλλαγή πληροφοριών μεταξύ των εποπτικών αρχών, τόσο σε διασυννοριακό επίπεδο όσο και εντός της κάθε χώρας.

Οι μελέτες για τις κερδοσκοπικές φούσκες και τις χρηματοπιστωτικές κρίσεις έχουν αυξηθεί εντυπωσιακά τα τελευταία χρόνια. Ενώ, αυτές οι μελέτες έχουν εξετάσει πολλές πλευρές του θέματος και έχουν παρουσιάσει σημαντικές ιδέες και θεωρίες, δεν έχουν κατορθώσει να απαντήσουν σε σημαντικά ερευνητικά ερωτήματα.

Όλες οι έρευνες και τα μοντέλα που έχουν αναπτυχθεί δεν έχουν δώσει ικανή απάντηση για τον τρόπο με τον οποίο μια φούσκα ξεκινάει. Οι περισσότεροι παραδέχονται ότι η αρχή γίνεται τη στιγμή που η μετοχή ή το ακίνητο ή οποιοδήποτε άλλο περιουσιακό στοιχείο ξεκινά τη διαπραγμάτευσή του στην αγορά. Επίσης, σημαντικό στοιχείο αποτελεί τη στιγμή που η φούσκα θα σκάσει. Έχει αποδειχθεί ότι αυτό συμβαίνει ακαριαία, όμως δεν έχει κατανοηθεί ποια ακριβώς χρονική στιγμή συμβαίνει και ποια δυναμική καθορίζει τη στιγμή αυτή.

Η εμφάνιση και δημιουργία μιας κερδοσκοπικής φούσκας έχει πάντα μεγάλο κόστος από κοινωνική σκοπιά. Σε όλες τις περιπτώσεις που περιεγράφηκαν παραπάνω, χρήματα χάθηκαν, ανθρώπινες ζωές καταστράφηκαν, η γενικότερη ευημερία και ανάπτυξη των πολλών χειροτέρευσε και χρειάστηκαν πολλά χρόνια και μεγάλη προσπάθεια για την ανάκαμψη και αντιστροφή αυτού του κλίματος.

Συμπερασματικά, οι κερδοσκοπικές φούσκες και οι χρηματοοικονομικές κρίσεις πάντα υπήρχαν και όπως φαίνεται θα εξακολουθούν να υπάρχουν. Από τη στιγμή που η ανθρώπινη φύση και ψυχολογία, είναι έτσι δομημένη, ώστε να ενθουσιάζεται και να πανικοβάλλεται ακαριαία, χωρίς συγκεκριμένο λόγο, και αυτή η συμπεριφορά μεταφέρεται και στην οικονομία, αυτά τα φαινόμενα θα συμβαίνουν. Το μόνο που μπορεί να βελτιώσει αυτές τις εξάρσεις, είναι η καλύτερη εποπτεία, παρατήρηση των οικονομικών συνθηκών που επικρατούν καθώς και η ορθότερη μέτρηση του συστημικού κινδύνου, με τρόπο τέτοιο, ώστε να αναγνωρίζονται τα φαινόμενα κερδοσκοπίας στην αρχή τους και με την έγκαιρη και σωστή επέμβαση, είτε των Κεντρικών Τραπεζών, είτε των ίδιων των κυβερνήσεων, αυτά να αποφεύγονται. Οι τρόποι και τα εργαλεία υπάρχουν. Σε κάποιες περιπτώσεις, αρκεί να υπάρξει η θέληση να εφαρμοστούν σωστά τα παραπάνω και τα πραγματικά δεδομένα να παρουσιάζονται με ειλικρίνεια αγνοώντας το κόστος.

Βιβλιογραφία

ΑΡΘΡΑ

- 1 Allen, F., and G. Gorton, (1993), "Churning Bubbles", *Review of Economic Studies*, 60(4), 813-836
- 2 Allen, F., S. Morris, and A. Postlewaite, (1993), "Finite Bubbles with Short Sale Constraints and Asymmetric Information", *Journal of Economic Theory*, 61(2), 206-229
- 3 Athanassiou, P., (2011), "Financial Sector Supervisor's Accountability. A European Perspective", ECB Legal Working Paper Series No 12, August.
- 4 Camerer, C., (1989), "Bubbles and fads in asset prices", *Journal of Economic Surveys*, vol.3:1, pp. 3-41.
- 5 Caginalp, G., Porter, D., and Smith, V., (2001), "Financial Bubbles: Excess Cash, Momentum and Incomplete Information", *Journal of Psychology and Financial Markets*, vol.2:2, pp.80-99
- 6 De Long, B., Shleifer, A., Summers, L. and Waldmann, R., (1990), "Positive feedback investment strategies and destabilizing rational speculation.", *Journal of Finance*, vol. 45, pp. 379-395
- 7 Diba, B.T., and H.I., Grossman, (1988), "Explosive Rational Bubbles in Stock Prices?" , *American Economic Review*, Vol. 78, No. 3, June 1988, pp. 520-530
- 8 Flood, R. P., and R.J. Hodrick, (1990), "On Testing for Speculative Bubbles" *Journal of Economic Perspectives*, 4(2): 85-101.
- 9 Gilovich, T., Kerr, M., and Medvec, V.H., (1993), "Effect of temporal perspective on subjective confidence", *Journal of Personality and Social Psychology*, no.64(4), pp.552-560
- 10 Hayashi, F., and Prescott, E.C., (2001), "The 1990s in Japan: A Lost Decade", *Review of Economic Dynamics*, 5: 206-235
- 11 Kahneman, D., and A. Tversky, (1979), "Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk", *Econometrica*, 47(2), 263-292, Jstor
- 12 Kaufman, G. G., (1996), «Bank Failures, Systemic Risk, and Bank Regulation», in: *The Cato Journal*. Vol.16. No1
- 13 Krugman, P., (1998), "Bubble, Boom, Crash: Theoretical Notes on Asia's Crisis", Working paper, MIT, Cambridge, Massachusetts
- 14 Lahart, J. 2007. "In Time of Tumult, Obscure Economist Gains Currency." *The WallStreet Journal*, August 18.
- 15 Markowitz H., (1952), "Portfolio Selection", *the Journal of Finance*, Vol. 7, No. 1. pp. 77-91, Jstor
- 16 McKinnon, R. and Pill, H., (1998), "International Overborrowing: A Decomposition of Credit and Currency Risks", Working paper, Stanford University, Palo Alto, California

- 17 Motonishi, T. and H. Yoshikawa (1999), "Causes of the Long Stagnation of Japan during the 1990s", *Journal of Japanese and International Economies*, 181-200
- 18 Reinganum, J., (1981), "Dynamic games of innovation", *Journal of Economic Theory*, 25(1), 21-41
- 19 Santos, M. and Woodford, M., (1997), "Rational asset pricing bubbles", *Econometrica*, vol. 65, pp. 19-57.
- 20 Sawyer, M.C., (2001), "Kalecki on Money and Finance", *European Journal of History of Economic Thought*, vol. 8, no. 4, pp. 487-508
- 21 Sewell, M., (2010), "Behavioral finance, University of Cambridge till there after all these years", *Financial analysts Journal*, vol.52, pp.27-31.
- 22 Sharpe, W.F., (1963), "A Simplified Model for Portfolio Analysis", *Management Science*, 9, 2, 277-293
- 23 Tirole, J., (1982), "On the possibility of speculation under rational expectations", *Econometrica*, vol. 50, pp. 1163-1181
- 24 Tirole, J., (1985), "Asset bubbles and overlapping generations", *Econometrica*, vol. 53, pp. 1499-1528.
- 25 Weil, P., (1987), "Confidence and the real value of money in an overlapping generations economy", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 102, pp. 1-22.32
- 26 Wolfson, M.H., (2002), "Neoliberalism and International Financial Instability", *Review of Radical Political Economics* 32, 369-378

ΞΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Brunnermeier, M.K., and M. Oehmke, (2013), Bubbles, Financial Crises, and Systemic Risk, *Handbook of the Economics of Finance*, Amsterdam: Elsevier, 2013
2. Kindleberger C.P., (1978), Manias, panics and crashes, MacMillan, London
3. Mackay, C., (1841), Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds, London: Richard Bentley.
4. Mill, J.S., (1848), Principles of Political Economy with some of their Applications to Social Philosophy, ed. Longmans, Green and Co, London
5. Minsky, H. (1982), Inflation, Recession and Economic Policy, New York: M.E Sharpe
6. Minsky, H., (1986), Stabilizing an Unstable Economy, New York: Mc Graw Hill
7. Minsky, H.P., (1975), John Maynard Keynes, New York: Columbia University Press
8. Minsky, H.P., (1978), The Financial Instability Hypothesis: A Restatement, *Thames Papers in Political Economy*, Thames Polytechnic, London 1978
9. Minsky, H., (1982), Can "It" Happen Again?, *Essays on Instability and Finance*, Armonk, N.Y.: M. E. Sharpe
10. Timberlake, Jr., Richard H. (1997), Panic of 1837, in Glasner, David; Cooley, Thomas F., eds. *Business cycles and depressions: an encyclopedia*. New York: Garland Publishing. pp. 514–16

11. Rousseau, Peter L (2002), Jacksonian Monetary Policy, Specie Flows and the Panic of 1837, Journal of Economic History 62 (2): 457–488

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

12. Αλεξιάκης, Χ. , Ξανθάκης, Μ., (2008), Συμπεριφορική χρηματοοικονομική, Εκδόσεις Σταμούλης, Αθήνα
13. Δελής, Κ., (1978), Θεωρία και μέθοδοι αξιολόγησης επενδύσεων, Εκδόσεις: Αντ. Σάκκουλα, Αθήνα
14. Howels, P., - Bain, K., (2009), Χρήμα, Πίστη, Τράπεζες. Μια ευρωπαϊκή προσέγγιση, τόμος Β', εκδόσεις Κριτική, Νοέμβριος.
15. Krugman P., (2009), Η κρίση του 2008 και η επιστροφή των οικονομικών της ύφεσης, εκδόσεις Καστανιώτη, Αθήνα
16. Λυμπερόπουλος, Κ., (1988), Αποτελεσματικές πωλήσεις τραπεζικών προϊόντων, Εκδόσεις Πρωτοπορία, Αθήνα
17. Κέυνς, Τ. Μ.. (2006), Η Γενική Θεωρία της Απασχόλησης, του Τόκου και του Χρήματος, Εκδόσεις Παπαζήση

ΜΕΛΕΤΕΣ

1. Allen, W., and R. Moessner, (2010), Central Bank co-operation and international liquidity in the financial crisis of 2008-2009, BIS Working Papers, No. 310, Monetary and Economic Department, Bank for International Settlements, June
2. Allen, F., and F. Gale, (1997), Bubbles and Crises, Wharton School, University of Pennsylvania, July 1997
3. Bernanke, B., (2009), The Crisis and the Policy Response, at the Stamp Lecture, London School of Economics, London, England, January 13, 2009
4. Birdsall, N., (2009), How to Unlock the \$1 Trillion that Developing Countries Urgently Need to Cope with the Crisis, Center for Global Development CGD Notes
5. Caprio, G., and D. Klingebiel, (1996), Bank Insolvencies: Cross-Country Experience, Policy Research Working Paper No.1620, Washington, D.C.: World Bank
6. Επιτροπή των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων (2009), Ευρωπαϊκή χρηματοπιστωτική εποπτεία, Βρυξέλλες, 27.5.2009, COM (2009), 252 τελικό
7. European Commission, (2009), Economic crisis in Europe: Causes, Consequences and Responses, European Economy 7/2009
8. ΕΚΤ, (2001), Ο ρόλος των Κεντρικών Τραπεζών στην προληπτική εποπτεία, Μάρτιος
9. ECB, (2011), The ECB's Non-Standard Measures – Impact and Phasing Out, Monthly Bulletin, July, pp.55-69

10. ECB (2010), Recent Developments in Supervisory Structures in the EU Member States (2007-10), October
11. Friedman M. και Schwartz A.J.,(1982), Monetary Trends in the United States and the United Kingdom, Chicago: Chicago University Press
12. Galbraith, J., K., and T., Hale, (2004), Income Distribution and the Information Technology Bubble, University of Texas Inequality Project Working Paper
13. Goodhart, C.A.E., (2008), Central Bank's Function to Maintain Financial Stability: An Uncompleted Task, Vox Reaserch, June, 24
14. Gray, H.P., and J.M., Gray, (1994), Minskian Fragility in the International Financial System, New Perspectives in Monetary Macroeconomics, Ann Arbor: Universities of Michigan Press, 143-167
15. Hellenic Bank Association, (2007), Foundation banking studies. The monetary and financial environment, Part A, Athens, July
16. Hertig, G.,- Lee, R.,- McCahery, A. J., (2009), Empowering the ECB to Supervise Banks: A Choice-Based Approach, ECGI Working Paper Series in Finance, No. 262/2009, August
17. Hoshi, T., and A. K. Kashyap, (2004), Japan's Financial Crisis and Economic Stagnation, The Journal of Economic Perspectives, 18(1), 3-26
18. Kanaya, A., and D., Woo, (2000), The Japanese Banking Crisis of the 1990's: Sources and Lessons, IMF Working Paper
19. Κουφάρης,Γ., (2010) , Η παγκόσμια οικονομική κρίση και οι χρηματιστηριακές αγορές, Περιοδικό Χρήμα, Ιανουάριος-Φεβρουάριος 2010
20. Kregel, J., (1998), Yes "It" Did Happen Again-A Minsky Crisis Happened In Asia, Working Paper No 234, The Jerome Levy Economics Institute, April 1998
21. Krugman, P., (2012), End This Depression Now, New York: WW, Norton and Company
22. Mishkin, F., (1997), Understanding Financial crises: a developing country perspective, Annual World Bank Conference on Development Economics 1996, pp. 29-61, Washington, D.C.: The International Bank for Reconstruction and Development.
23. Minsky, H.P., (1972), "Financial stability revisited: the economics of disaster", Board of Governors of the Federal Reserve System, Reappraisal of the Federal Reserve Discount Mechanism, 3, Washington DC, 95-136
24. Minsky, H., (1992), The capital development of the economy and the structure of financial institutions, Working Paper 72, Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, NY
25. Ρόκας, Ν., Η παγκόσμια οικονομική κρίση και μέτρα αντιμετώπισής της, Νομικό Βήμα, 2009, Φεβρουάριος
26. Roubini, N., (2008),Bailout: No cure for recession, CNN Money, Sept. 24, 2008
27. Summers, L.H., (2000), International Financial Crises: Causes, Prevention, and Cures, The American Economic Review, Vol. 90, No. 2, Papers and Proceedings of the One

- Hundred Twelfth Annual Meeting of the American Economic Association (May, 2000), pp. 1-16
28. Tirole, J. (2010), Lessons from the Crisis, in: Dewatripont, M., Rochet, J.-Ch. and J. Tirole: Balancing the Banks: Global Lessons from the Financial Crisis, Princeton University Press, Princeton and Oxford, chapter 2, pp.10-77.
26. The Economist, (2009), Ο νέος, πιο σύνθετος, ρόλος των κεντρικών τραπεζών, Διεθνής Οικονομία, 02.05.2009.
27. UNCTAD (2009), The Global Economic Crisis: Systemic Failures and Multilateral Remedies, Report by the Secretariat Task Force on Systemic Issues and Economic Cooperation, UN, New York and Geneva
28. Χαρδούβελης, Α.Γ., (2011), Το χρονικό της διεθνούς και συνακόλουθης ελληνικής και ευρωπαϊκής κρίσης: αίτια, επιπτώσεις, αντιδράσεις, προοπτική, Πανεπιστήμιο Πειραιά
29. Odlyzko, A., (2010), Collective hallucinations and inefficient markets: The British Railway Mania of the 1840s, School of Mathematics and Digital Technology Center University of Minnesota
30. Harold Bierman, Jr., (1998), The Causes of the 1929 Stock Market Crash: A Speculative Orgy or a New Era ?, Greenwood Publishing Group. pp. 19–29.
31. Reed, Lawrence W, (2008), Great Myths of the Great Depression, Midland, Michigan: Mackinac Center.

ΔΙΑΔΙΚΤΥΟ

Cassidy, J., (2008), “The Minsky moment- Subprime mortgage crisis and possible recession”, Issue 4 February 2008, στο <http://www.newyorker.com/magazine/2008/02/04/the-minsky-moment>

Weldon, D., (2014), “Did Hyman Minsky find the secret behind financial crashes ?”, Analysis: Why Minsky Matters is broadcast on BBC Radio 4 at 20:30 GMT, 24 March 2014 στο <http://www.bbc.com/news/magazine-26680993>

Trichet, J.C., (2009), “Macroprudential Supervision in Europe”, speech at the Economist’s 2nd City Lecture, December, 11th, στο: <http://www.bis.org/review/r091218b.pdf>.

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

EUROPEAN Central Bank, Official Publications\0001\Other Publications\Role of Central Bank in prudential supervision\EL_The role of CBs in prudential supervision_3149.doc, στο https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/prudentialsupcbrole_el.pdf?47f85f3ad2702e224f0cb6125840287a

Προβόπουλος, Γ., (2009), «Οι δύο παγκόσμιες κρίσεις και η ελληνική οικονομία: μερικές κρίσιμες και χρήσιμες συγκρίσεις», Ομιλία, διαθέσιμη στο: www.bankofgreece.gr, 13.11.2009.

Βαρουφάκης, Γ., (2013), «Πόσο μυθοπλαστική ήταν η αναφορά μου στην Κρίση του Αμερικανικού Νότου που γέννησε το σκηνικό του Django Unchained?», στο <https://varoufakis.files.wordpress.com/2013/01/cf80cf8ccf83cebf-cebccf85ceb8cebfcf80cebbceb1cf83ceafceb1-ceaecf84ceb1cebd-cf84cebf-ceaccf81ceb8cf81cebf-cebccebfcf85-ceb3ceb9ceb1-cf841.pdf>

Bancroft H., (1902), "The financial panic of 1837", The Great Republic by the Master Historians, στο http://www.publicbookshelf.com/public_html/The_Great_Republic_By_the_Master_Historians_Vol_III/thepanic_ce.html

Landow, G., (2005), "Railway Mania: The Victorian Web: An Overview", στο <http://www.victorianweb.org/technology/railways/fraud.html>

Weeks, L., (2007), "History's Advice During A Panic? Don't Panic", στο <http://www.npr.org/templates/story/story.php?storyId=94721470>

Suddath, C., (2008), "Brief History of the Crash of 1929", στο <http://content.time.com/time/nation/article/0,8599,1854569,00.html>

Investment Watch, (2012), "U.S. 1929 Great Depression vs. 2008 financial, housing, credit crisis", στο <http://investmentwatchblog.com/us-1929-great-depression-vs-2008-financial-housing-credit-crisis/>

Geier, B., (2015), "What did we learn from the Dotcom Stock Bubble of 2000 ?", στο <http://time.com/3741681/2000-dotcom-stock-bust/>

Beattie, A., (2002), "Market Crashes: The Dotcom Crash", στο http://www.investopedia.com/features/crashes/crashes8.asp?no_header_alt=true

DeGrace, T., (2011), "The Dot Com bubble burst that caused the 2000 stock market crash", στο <http://www.stockpickssystem.com/2000-stock-market-crash/>

Goldprice Website, (2008), "What Happened to the Gold Price in 1980 ?", στο <http://buying-gold.goldprice.org/2008/01/what-happened-to-gold-price-in-1980.html>