

Η χρηματοοικονομική ρύθμιση και το κόστος κεφαλαίου των πιστωτικών ιδρυμάτων

Σταύρος Θωμαδάκης

ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ
ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Κωνσταντίνος Λοΐζος

ΔΙΔΑΚΤΩΡ
ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Περίληψη

Κεντρικό ζήτημα του άρθρου αυτού είναι η δημόσια ρύθμιση των χρηματοοικονομικών οργανισμών, στο πλαίσιο ενδογενών χρηματοοικονομικών κύκλων και κρίσεων. Υιοθετούμε τη θεώρηση των Minsky-Kindleberger και προσεγγίζουμε τη σταθερότητα και την εξομάλυνση των κύκλων ως άυλα δημόσια αγαθά. Σχολιάζουμε τη λειτουργία των λογιστικών συστημάτων και τις προτάσεις πολιτικής που έχουν παραχθεί από τη σημερινή κρίση, ειδικότερα τη «Βασιλεία III». Η επιμήκυνση του ορίζοντα των προσδοκιών σε διακυκλική προοπτική και η ευθυγράμμιση των κινήτρων των χρηματοοικονομικών φορέων με εκείνα των επιχειρηματιών και των φορολογουμένων θεωρούνται απαραίτητη βάση της ρύθμισης του μέλλοντος. Το επίπεδο και η εξέλιξη του κόστους κεφαλαίου εξαρτώνται από το αναδυόμενο καθεστώς της ρύθμισης και της εξομάλυνσης μελλοντικών φάσεων ευφορίας στις αγορές.

1. Εισαγωγή

Η κρίση του 2007-2010 έφερε στο προσκήνιο το ζήτημα της χρηματοοικονομικής σταθερότητας σε κλίμακα που θυμίζει τη Μεγάλη Ύφεση του 1929. Η άμεση κρατική παρέμβαση σε διεθνές επίπεδο απέτρεψε την κατάρρευση του πιστωτικού συστήματος αλλά το κόστος ήταν υψηλό. Το ότι η χρηματοπιστωτική κρίση μετετράπη για πολλά κράτη σε δημοσιονομική κρίση σημαίνει ότι η μακροοικονομική αστάθεια παραμένει και θέτει σε κίνδυνο τις προσπάθειες για οικονομική ανάκαμψη.

Το μακροπρόθεσμο ερώτημα που τίθεται είναι: τι είδους χρηματοοικονομική ρύθμιση χρειαζόμαστε πραγματικά; Το σύνθετο δίλημμα στη συζήτηση μεταξύ αυτορρύθμισης και δημόσιας ρύθμισης της αγοράς αφορά τα οφέλη της σταθερότητας έναντι του σχετικού κόστους σε όρους αποτελεσματικότητας και καινοτομίας. Τόσο τα οφέλη όσο και τα κόστη αντανακλώνται στην εξέλιξη του σταθμισμένου μέσου κόστους κεφαλαίου των πιστωτικών ιδρυμάτων και των επιχειρήσεων, καθώς αυτό αποτελεί τον αποδέκτη των συνεπειών των πολιτικών ρύθμισης. Επομένως, η εξέλιξη του κόστους κεφαλαίου είναι εύστοχος δείκτης της επιτυχίας της ρύθμισης.

Το περιβάλλον στο οποίο κρίνονται οι πολιτικές ρύθμισης παίζει καθοριστικό ρόλο. Μπορεί να χαρακτηρίζεται από «στατικότητα», «εξωγενή κυκλικότητα» ή «ενδογενή κυκλικότητα». Τόσο η μακροοικονομική όσο και η χρηματοοικονομική αστάθεια, αφορούν στις περιόδους κρίσης αλλά και στις περιόδους ευφορίας. Το ίδιο το γεγονός ότι είναι δύσκολο να διακρίνει κανείς τα οικονομικά θεμελιώδη σε μία αγορά που βιώνει αυτο-τροφοδοτούμενη ευφορία, αποδεικνύει ότι οι ρίζες της αστάθειας πρέπει να αναζητηθούν στη φάση της οικονομικής ανόδου και σε ενδογενείς παράγοντες.

Αυτά τα ζητήματα βαρύνουν σήμερα, καθώς η Βασιλεία III ανακοινώνει νέες ρυθμίσεις. Θεωρούμε ότι τα ερωτήματα που θέτουμε φωτίζουν όψεις της αποτελεσματικότητας των ρυθμίσεων για την κεφαλαιακή επάρκεια, τη ρευστότητα και τη μόχλευση.

Τα τμήματα 2, 3 και 4 περιγράφουν εναλλακτικά πλαίσια των ρυθμιστικών πολιτικών. Το στατικό περιβάλλον διαδέχονται εκείνα που χαρακτηρίζονται από κυκλικότητα, ενώ γίνεται η διάκριση μεταξύ εξωγενούς και ενδογενούς προέλευσής της. Στη συνέχεια, τα τμήματα 5 και 6 εξετάζουν τα λογιστικά πρότυπα, το πεδίο και τον εναλλακτικό-συγκυριακό χαρακτήρα των ρυθμιστικών κανόνων που επιβάλλονται στα πιστωτικά ιδρύματα. Τέλος, στο τμήμα 7 επανερχόμαστε στο κόστος κεφαλαίου των πιστωτικών ιδρυμάτων.

2. Ένας στατικός κόσμος

Οι Benston & Kaufman (1996) υποστηρίζουν ότι η κρατική παρέμβαση δεν δικαιολογείται από την ανάγκη αποφυγής τραπεζικών πτωχεύσεων. Η πειθαρχία που επιβάλλει η αγορά μπορεί να υποχρεώσει τις τράπεζες να μεριμνήσουν για τη ρευστότητά τους και να παράσχουν τις απαραίτητες πληροφορίες για τη φερεγγυότητά τους. Αντίθετα, η δημόσια ρύθμιση μπορεί να δημιουργήσει κίνητρα για ανάληψη κινδύνων. Η πειθαρχία της αγοράς θα επέβαλε στις κακοδιοικούμενες τράπεζες να πτωχεύσουν, θα αύξαινε την αποτελεσματικότητα του συστήματος χωρίς να πλήττει πληροφορημένους καταθέτες. Η εγγύηση καταθέσεων από το κράτος προκαλεί προβλήματα ηθικού κινδύνου, καθώς οι τράπεζες ωθούνται σε ριψοκίνδυνο δανεισμό, βέβαιες πως οι φορολογούμενοι θα πληρώσουν το κόστος της διάσωσής τους, αν αποτύχουν. Μόνο οι απαιτήσεις κεφαλαιακής επάρκειας είναι αποτελεσματικό εργαλείο για τη μείωση του ηθικού κινδύνου.

Σε στατικό περιβάλλον, η συνέπεια αυστηρότερων ορίων κεφαλαιακής επάρκειας είναι η αύξηση του μέσου κόστους κεφαλαίου των πιστωτικών ιδρυμάτων. Το αυξανόμενο κόστος κεφαλαίου οδηγεί σε αναζήτηση τοποθετήσεων σε πιο κερδοφόρες δραστηριότητες που όμως ενέχουν υψηλότερο κίνδυνο, με συνέπεια την αύξηση του συνολικού κινδύνου των πιστωτικών ιδρυμάτων.

Αυτές οι παρατηρήσεις αναφέρονται ευρύτατα στη βιβλιογραφία. Περιγράφονται, για παράδειγμα, από τον VanHoose (2007) που αμφισβητεί την αποτελεσματικότητα των κανόνων κεφαλαιακής επάρκειας της Βασιλείας ως προς τη σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος. Η διατήρηση υψηλών αποθεματικών κεφαλαίου δεν μπορεί να εξασφαλίσει τη φερεγγυότητα ενός πιστωτικού ιδρύματος, εφόσον πραγματοποιείται μετατόπιση της σύνθεσης του χαρτοφυλακίου σε υψηλότερου κινδύνου ενεργητικό ή αν η έγκαιρη διάγνωση κινδύνων «δυσμενούς επιλογής» εκ μέρους των πελατών του είναι ανεπαρκής.

Μία σειρά αναλύσεων τονίζουν πως η διατήρηση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος έχει την έννοια του «δημόσιου αγαθού». Η κρατική ρύθμιση πρέπει να διατηρεί αυτή την ιδιότητα.

Η Dow (1996) θεωρεί τη ρευστότητα ή «χρηματικότητα» (moneyness) του παθητικού των τραπεζών ως δημόσιο αγαθό που πρέπει να εγγυάται το κράτος, εμπνέοντας εμπιστοσύνη στο κοινό σχετικά με την αξία του τραπεζικού χρήματος. Από αυτό προκύπτει και η σημασία του δανειστή ύστατης προσφυγής που παράγει εμπιστοσύνη στο χρηματοπιστωτικό σύστημα όταν αυτό στερείται ρευστότητας. Η ρευστότητα είναι στην πραγματικότητα μέγεθος στηριζόμενο σε κρατικές εγγυήσεις.

Για τον Llewellyn (1999), η χρηματοοικονομική ρύθμιση μπορεί να αποτελέσει λύση στο πρόβλημα της συστημικής σταθερότητας, όταν τα κοινωνικά κόστη των πτωχεύσεων των χρηματοπιστωτικών οργανισμών υπερτερούν από τα ιδιωτικά κόστη. Ακόμη και αν η πιθανότητα γενικής κατάρρευσης του συστήματος είναι μικρή, αν κάτι τέτοιο συνέβαινε πραγματικά, τα κόστη για το σύστημα θα δικαιολογούσαν τη ρύθμιση ως ασφάλιση κατά κινδύνων «μικρής πιθανότητας αλλά υψηλής σημαντικότητας». Άλλωστε, οι ηθικοί κίνδυνοι που σχετίζονται με την εγγύηση καταθέσεων και τα δάνεια ύστατης προσφυγής ενεργοποιούν την ανάγκη για προληπτική εποπτεία.

Η BCBS (2010) αποτιμά κόστη και οφέλη της ενίσχυσης των ρυθμίσεων. Τα οφέλη περιλαμβάνουν τη μείωση της πιθανότητας χρηματοοικονομικών κρίσεων. Τα κόστη αφορούν την πιθανή απώλεια προϊόντος λόγω των υψηλότερων επιτοκίων χορηγήσεων ως αντιστάθμισμα του μεγαλύτερου κόστους για τις τράπεζες. Η μελέτη αυτή υποστηρίζει ότι το καθαρό αποτέλεσμα είναι θετικό. Η MAG (2010) εξετάζει επιπροσθέτως τις επιπτώσεις στη μεταβατική περίοδο προς τα αυστηρότερα ρυθμιστικά πρότυπα και υποστηρίζει πως η διάρκεια αυτής της περιόδου είναι σημαντική.

Αν ο σκοπός της ρύθμισης είναι να ενισχύσει τη χρηματοοικονομική σταθερότητα και να διασφαλίσει την οικονομική μεγέθυνση, τότε το ζήτημα είναι αν η ρύθμιση θα οδηγήσει μακροπρόθεσμα στη μείωση ή στην αύξηση του κινδύνου του ενεργητικού των τραπεζών.

Σε ένα στατικό περιβάλλον είναι εύκολο να αποδοθούν ευθύνες στην κρατική παρέμβαση για διατάραξη της ισορροπίας της αγοράς. Το ζήτημα είναι πώς οι αγορές φτάνουν σε αυτή την ισορροπία. Εάν ο προσδιορισμός κρίσιμων μεταβλητών της αγοράς βασίζεται σε συμβατικές αντιλήψεις και πεποιθήσεις που εξαρτώνται άμεσα από την ομαλή λειτουργία του χρηματοοικονομικού συστήματος, τότε η κρατική παρέμβαση αποκτά έναν σημαντικό ρόλο ως εγγυητής της. Η παροχή αυτού του δημόσιου αγαθού είναι πολύτιμη για τους παράγοντες της αγοράς και, επομένως, πρέπει να ληφθεί υπόψη σε κάθε ανάλυση κόστους-οφέλους της ρύθμισης. Αν και φαίνεται παράδοξο, το κόστος κεφαλαίου μπορεί να αποβεί υψηλότερο εν απουσία κρατικών εγγυήσεων της ρευστότητας και φερεγγυότητας του συστήματος, στο μέτρο που οι αγορές δεν φτάνουν σε σημείο ισορροπίας που να αποκλείει το ενδεχόμενο συστημικής κρίσης.

3. Ένας κόσμος με εξωγενείς κύκλους

Ένα διαφορετικό περιβάλλον χαρακτηρίζεται από «εξωγενείς κύκλους». Μπορούμε να θεωρήσουμε αυτούς τους κύκλους ως επίταση των επιχειρηματικών κύκλων. Το ζήτημα που τίθεται εδώ είναι αν η δυναμική επίπτωση ενός σοκ που προκαλείται από τη ρυθμιστική παρέμβαση, διαταράσσει την ισορροπία και παράγει κυκλικότητα ή επιτείνει την προϋπάρχουσα εξωγενή κυκλικότητα.

Οι πιθανές κυκλικές επιπτώσεις των ευαίσθητων στον κίνδυνο κανόνων κεφαλαιακής επάρκειας της Βασιλείας II εξετάζονται από τους Estrella (2004), Gordy & Howells (2006) και Heid (2007). Ο Estrella (2004) οικοδομεί ένα δυναμικό στοχαστικό υπόδειγμα ορθολογικών προσδοκιών, όπου η κυκλικότητα εμφανίζεται λόγω του ότι οι απώλειες από αθέτηση δανειακών υποχρεώσεων ακολουθούν κυκλική κίνηση. Συμπεραίνει ότι σε έναν κόσμο που χαρακτηρίζεται από κόστη προσαρμογής, οι απαιτήσεις κεφαλαιακής επάρκειας που στηρίζονται στη μέθοδο VaR αποβαίνουν προ-κυκλικές στον βαθμό που στις υφέσεις, το βέλτιστο επίπεδο κεφαλαίου υπολείπεται χρονικά του επιπέδου που προσδιορίζεται από το VaR, ενώ το υπερβαίνει στις οικονομικές ανόδους.

Όμοια, οι Gordy & Howells (2006) ασχολούνται με την επίπτωση της προσέγγισης IRB στις απαιτήσεις κεφαλαιακής επάρκειας η οποία στηρίζεται στις εσωτερικές πιστοληπτικές βαθμολογήσεις των πιστωτικών ιδρυμάτων. Η προτιμώμενη μέθοδος αντιμετώπισης της προ-κυκλικότητας της προσέγγισης IRB είναι η χρήση κανόνων εξομάλυνσης όπως μία αυτο-παλίνδρομη (βαθμιαία) διαδικασία μεταβολής των ρυθμιστικών προτύπων προς το «οικονομικό κεφάλαιο». Το ζητούμενο είναι η αντιμετώπιση της προ-κυκλικότητας χωρίς συνέπειες για την ακρίβεια της πληροφόρησης που παρέχεται από τα ευαίσθητα στον κίνδυνο πρότυπα κεφαλαιακής επάρκειας και την αποτελεσματικότητα της πειθαρχίας της αγοράς.

Σύμφωνα με αυτές τις αναλύσεις, οι απαιτήσεις κεφαλαιακής επάρκειας της Βασιλείας II οδηγούν στην επίταση της (εξωγενούς) κυκλικότητας στο χρηματοοικονομικό σύστημα. Ωστόσο αν ο κόσμος διεπόταν από ορθολογικές προσδοκίες *ικανές να αντανakλούν πληροφορίες περί τα «δια-κυκλικά» θεμελιώδη της οικονομίας*, τότε η ρύθμιση (που παράγει προ-κυκλικότητα) θα ήταν περιττή. Αν όμως οι προσδοκίες δεν λειτουργούν δια-κυκλικά τότε χρειάζονται τρόποι απόθησης των προ-κυκλικών ιδιοτήτων της ρύθμισης.

4. Ένας κόσμος με ενδογενείς χρηματοοικονομικούς κύκλους

Γιατί διαφέρουν οι χρηματοοικονομικές αγορές; Μία γενικότερη αιτία είναι ότι αποτελούν αγορές για υποσχέσεις και συμβόλαια που εξαρτώνται από τις προσδοκίες και οι προσδοκίες μπορεί να λειτουργούν στην πραγματικότητα πολύ διαφορετικά από το αρχέτυπο των «ορθολογικών προσδοκιών».

Ο Crocket (2003) σημειώνει ότι, οι πραγματικές αξίες των στοιχείων ενεργητικού στις αγορές εξαρτώνται από ψυχολογικές παρορμήσεις. Οι αγορές αυτές είναι θεμελιακά διάφορες των αγορών προϊόντος και είναι επιρρεπείς στην αστάθεια η οποία εμφωλεύει στο φαινόμενο των αυτο-επιβεβαιούμενων προφητειών. Μία ρύθμιση που επιβάλλει μεγαλύτερη διαφάνεια στην εταιρική διακυβέρνηση μπορεί να βελτιώσει τη διαχείριση κινδύνου μεμονωμένων πιστωτικών ιδρυμάτων, αλλά δεν μπορεί να συλλάβει τη συνολική συσσώρευση κινδύνου στο οικονομικό σύστημα. Μία τέτοια συσσώρευση λαμβάνει χώρα κατά την οικονομική άνοδο και εκδηλώνεται κατά την κρίση. Αυτά τα προβλήματα απαιτούν ρυθμιστικές δομές με μία συνολική προοπτική της οικονομίας, κάτι που η αυτορρύθμιση δεν παρέχει.

Ο Stiglitz (2001) επιχειρηματολογεί πως η μετάβαση στις απελευθερωμένες αγορές συνοδεύτηκε από την επικέντρωση στις απαιτήσεις κεφαλαιακής επάρκειας ως εργαλείου ρύθμισης συνεπούς με τη νέα ιδεολογία της αγοράς. Ωστόσο, η κεφαλαιακή επάρκεια δεν είναι πανάκεια. Σε περιόδους κρίσεων, οι απαι-

τήσεις κεφαλαιακής επάρκειας συμβάλλουν στη χειροτέρευση της κατάστασης των πιστωτικών ιδρυμάτων. Επιπροσθέτως, οι απαιτήσεις κεφαλαιακής επάρκειας σε περιόδους κρίσεων υποχρεώνουν τις τράπεζες να περιορίσουν τις πιστώσεις προς τις επιχειρήσεις που τις χρειάζονται, συμβάλλοντας έτσι στο βάθεμα της ύφεσης. Απαιτείται ενίσχυση της εποπτείας και περιορισμοί στον δανεισμό.

Αυτές οι ιδέες εισάγουν την άποψη ότι τα χρηματοοικονομικά φαινόμενα δεν αποτελούν υποπροϊόν των οικονομικών κύκλων του πραγματικού τομέα, αλλά έναν ξεχωριστό τομέα που παράγει κύκλους ενδογενώς. Άλλωστε και η πρόσφατη έρευνα από την BCBS (2011) για τους διαύλους μετάδοσης μεταξύ του χρηματοπιστωτικού και του πραγματικού τομέα της οικονομίας αναγνωρίζει την ύπαρξη ενός «χρηματοοικονομικού επιταχυντή» (financial accelerator) που αναφέρεται στη σημασία της χρηματοοικονομικής κατάστασης των δανειζομένων (borrower balance sheet channel) και των τραπεζών (bank balance sheet channel) για τη μετάδοση διαταραχών στον πραγματικό τομέα της οικονομίας ή/και την ενίσχυση των επιχειρηματικών κύκλων. Εάν αντιληφθούμε τον «κανονικό επιχειρηματικό κύκλο» ως αντανάκλαση της εξέλιξης των θεμελιωδών στοιχείων της πραγματικής οικονομίας τότε, οι χρηματοοικονομικοί κύκλοι αντανακλούν την αποδοτικότητα ή αποτυχία της αγοράς λόγω της ύπαρξης θεμελιώδους αβεβαιότητας, διαμόρφωσης εκτιμήσεων βασισμένων σε συλλογικά διαμορφωμένες συμβατικές αντιλήψεις, αγελαίας συμπεριφοράς και ενός είδους «ανυπόμονης» ορθολογικότητας που αναζητεί βραχυπρόθεσμα κέρδη, συχνά όμως σε βάρος της μακροπρόθεσμης χρηματοοικονομικής σταθερότητας.

Ο Kindleberger (1978), βασισμένος στον Minsky και την «υπόθεση της χρηματοοικονομικής αστάθειας» ["financial instability hypothesis", Minsky (1972), (1977), (1978)] εισάγει μία τυπολογία των χρηματοοικονομικών κύκλων που έχει πέντε διαδοχικές φάσεις: «μετατόπιση» ("displacement"), «ευφορία» ("euphoria"), «μανία» ("mania"), «δυσχέρεια» ("distress") και «πανικό» ("panic"). Η «ευφορία» μετατρέπεται σταδιακά σε «φούσκα». Αυτό ακριβώς είναι το σημείο όπου οι χρηματοοικονομικοί φορείς παύουν να είναι παθητικοί δέκτες των συμβαινόντων στον πραγματικό τομέα και μετατρέπουν μία αρχικά εξωγενώς προκαλούμενη μετατόπιση σε ενδογενώς αυτοτροφοδοτούμενο παιχνίδι προσδοκιών. Ωστόσο, όσο ξετυλίγεται η φάση της ανόδου και οι τιμές και τα επιτόκια αυξάνονται, φτάνουμε σε σημείο καμψής, όπου παράγοντες της αγοράς με υπέρτερη πληροφόρηση θέλουν να δρέψουν τους καρπούς των επενδύσεών τους ρευστοποιώντας τις θέσεις τους. Από εκεί ξεκινά μία φάση πτώσης των τιμών και αύξησης της ζήτησης ρευστότητας μαζί με αυτή των επιτοκίων. Αυτή είναι η φάση της «χρηματοοικονομικής δυσχέρειας» ("financial distress") που μπορεί να μετατραπεί σε «πανικό» και κατάρρευση όσο οι τιμές συνεχίζουν να πέφτουν, οι χρεοκοπίες αυξάνονται και η ανάγκη για ρευστότητα γίνεται απελπιστική. Το υπόδειγμα του Kindleberger συνδυάζει τις εξωγενείς δονήσεις στην πραγματική οικονομία με τη δημιουργία θετικών ή αρνητικών χρηματοπιστωτικών «φουσκών» που αυτονομούνται και κυριαρχούν τόσο στη συμπεριφορά των μεμονωμένων παραγόντων της αγοράς όσο και σε ολόκληρη την οικονομία.

Το θεωρητικό οικοδόμημα του Minsky αφορά τον εγγενώς αποσταθεροποιητικό ρόλο των χρηματοοικονομικών δομών στην καπιταλιστική οικονομία. Όπως σημειώνει ο Minsky (1980a), το μίγμα των χρηματοοικονομικών θέσεων των οικονομικών μονάδων καθορίζει τον βαθμό χρηματοοικονομικής σταθερότητας. Γενικά, η χρηματοοικονομική δομή μιας οικονομικής μονάδας μπορεί να χαρακτηριστεί ως "hedge", "speculative" ή "Ponzi". Οι τρεις αυτές θέσεις δηλώνουν χρέωση μειούμενης βιωσιμότητας.

Σε περιόδους οικονομικής ανόδου τα χρέη αποπληρώνονται εύκολα και αυτό συμβάλλει στην αύξησή τους. Τότε όχι μόνο speculative αλλά ακόμη και Ponzi μονάδες γίνονται αποδεκτές ως οφειλέτες και επικυριαρχούν στο χρηματοοικονομικό τοπίο. Καθώς το χρέος αυξάνει, οι επενδύσεις αυξάνουν και οι τιμές αγοράς των περιουσιακών στοιχείων αυξάνουν επίσης. Ωστόσο, είτε λόγω της παρέμβασης της Κεντρικής Τράπεζας, είτε λόγω της αυξανόμενης υπερβάλλουσας ζήτησης πιστώσεων, τα επιτόκια βαίνουν αυξανόμενα κατά την εξέλιξη της φάσης της ανόδου [Minsky (1980b)]. Η άνοδος των επιτοκίων οδηγεί σε πώση των τιμών των κεφαλαιουχικών αγαθών, ενώ η τιμή προσφοράς τους αυξάνει οδηγώντας τελικά σε πώση της επενδυτικής ζήτησης. Η πώση των επενδύσεων μεταφράζεται σε πώση κερδών και αύξηση του λόγου των οφειλόμενων τοκοχρεολυσίων προς τις εισπράξεις. Επιπλέον, όπως τονίζει ο Minsky (1978), η εξάπλωση των μονάδων που χαρακτηρίζονται ως speculative και Ponzi στη διάρκεια της οικονομικής ανόδου καθιστά

την οικονομία πιο ευαίσθητη στις μεταβολές του επιτοκίου. Όταν τα κέρδη μειώνονται, [Minsky (1980a)], η διαδικασία δημιουργεί φαύλο κύκλο χρεοκοπιών, πτωτικών κερδών κ.λπ. Η περίοδος της ευημερίας μετατρέπεται σε μαρασμό.

Θεωρούμε ότι δύο κυρίως στοιχεία του πλαισίου Minsky–Kindleberger είναι κρίσιμα για την κατανόηση της δημόσιας ρύθμισης. Το πρώτο είναι ότι οι αυτο-τροφοδοτούμενες χρηματοπιστωτικές φάσεις ανόδου δεν απαιτούν «ψυχολογικές» υποθέσεις ανορθολογικής συμπεριφοράς, καθώς μπορούν να λάβουν χώρα ως αποτέλεσμα ατομικών ορθολογικών αποφάσεων. Ωστόσο, όσο εξελίσσονται, η ευπάθεια (fragility) του συστήματος αυξάνει και το συνολικό χρέος γίνεται λιγότερο βιώσιμο. Αυτό παραγνωρίζεται στον βαθμό που τα ασφάλιστρα κινδύνου δεν αντανakλούν την ευπάθεια του συστήματος. Στην πραγματικότητα, η συστημική ευπάθεια δεν συνοπολογίζεται στον προσδιορισμό των ορθολογικών αποφάσεων των ατόμων (ή ευρύτερα στην αντίληψη της πραγματικότητας που αυτά έχουν).

Το δεύτερο σημείο είναι ότι η αντιστροφή και η μετάβαση από την άνοδο στην ύφεση είναι ενδογενής, αφού η ζήτηση για πιστώσεις (λόγω των μειωμένων ασφαλιστρών κινδύνου και μυριάδας χρηματοοικονομικών καινοτομιών που διατηρούν χαμηλό το κόστος κεφαλαίου) υπερβαίνει την προσφορά, τα επιτόκια αυξάνονται και ό,τι ήταν κερδοφόρο στη φάση της ανόδου καθίσταται ζημιογόνο ή και αναξίχρεο. Μία πιο χαλαρή νομισματική πολιτική μπορεί να καθυστερήσει αυτή την αντιστροφή αλλά δεν μπορεί να την εξαλείψει. Επομένως, κατανοούμε αυτή την ενδογενή διαδικασία υπό την έννοια ότι οι πράγματι ορθολογικές προσδοκίες των «θεμελιωδών» της οικονομίας εξαρτώνται από τη φάση του χρηματοπιστωτικού κύκλου, καθώς δεν είναι σε θέση να προβλέψουν την ίδια τους την (επακόλουθη) αντιστροφή. Εάν οι ορθολογικοί φορείς δεν μπορούν να αναλογισθούν την πιθανότητα της αντιστροφής της ίδιας της αντίληψής τους για την πραγματικότητα, αυτό δημιουργεί έδαφος για δημόσια ρύθμιση.

Το κόστος κεφαλαίου των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων εξαρτάται από δύο σύνολα προσδοκιών: τις δικές τους προσδοκίες για τη οικονομική κατάσταση των πελατών τους και τις προσδοκίες των χρηματοδοτών των τραπεζών για τη χρηματοπιστωτική κατάσταση των *ιδίων των τραπεζών*. Η αλληλεπίδραση μεταξύ των δύο συνόλων προσδοκιών καθορίζει την απόδοση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και τα κίνητρά τους για ανάληψη κινδύνου, όταν η αυτο-τροφοδοτούμενη εμπιστοσύνη στις ανθηρές χρηματοπιστωτικές, αγορές περιστέλλει τα ασφάλιστρα κινδύνου. Σε αυτό το πλαίσιο, το προφίλ κινδύνου των πιστωτικών ιδρυμάτων είναι ενδογενές φαινόμενο που καθορίζεται από τη φάση του χρηματοοικονομικού κύκλου.

5. Προ-κυκλικότητα και λογιστικοί κανόνες

Η έκθεση της Επιτροπής για τη Χρηματοοικονομική Σταθερότητα (FSF 2009) υποδεικνύει δύο βασικούς παράγοντες ως υπεύθυνους για προ-κυκλικά φαινόμενα: Ο πρώτος αφορά στις πρακτικές διαχείρισης κινδύνου που έχουν βραχύ ορίζοντα και δεν «βλέπουν δια-κυκλικά» [CGFS (2009)]. Πράγματι, εάν τα δεδομένα που χρησιμοποιούνται στις προσεγγίσεις IRB όπως η πιθανότητα συμβατικής αθέτησης (probability of default), η ζημία για δεδομένο επίπεδο συμβατικών αθέτησεων (loss given default) και η έκθεση στον κίνδυνο αθέτησης των δανείων (exposure at default), στηρίζονται σε εκτιμήσεις που βασίζονται μόνο στο πρόσφατο παρελθόν, μπορεί να λειτουργήσουν προ-κυκλικά [Novoa, Scarlata & Solé (2009)]. Επομένως, τα χαμηλότερα ποσοστά επισφαλειών στην ανοδική φάση του κύκλου οδηγούν σε υποεκτίμηση του πιστωτικού κινδύνου (credit risk). Αλλά και ο κίνδυνος αγοράς (market risk) μπορεί να υποεκτιμηθεί επίσης, στον βαθμό που υποδείγματα VaR δεν βασίζονται σε ορίζοντα που να καλύπτει έναν πλήρη κύκλο [CGFS (2009)].

Το δεύτερο μειονέκτημα, σύμφωνα με το FSF (2009), αφορά στη στρέβλωση των κινήτρων που αντιμετωπίζουν οι παράγοντες της αγοράς. Αν και μοιάζει ασαφής, η έννοια των κινήτρων βρίσκεται πίσω από μία σειρά από σημαντικούς μηχανισμούς που παράγουν προ-κυκλικότητα συμπεριλαμβανομένων των εξασφαλίσεων (collaterals), των περιθωρίων κάλυψης (margin requirements), της λογιστικής «Εύλογης Αξίας»

(fair value, ΛΕΑ στο εξής). Η ΛΕΑ συμβάλλει στην προ-κυκλικότητα καθώς δεσμεύει τους ισολογισμούς των πιστωτικών ιδρυμάτων να ακολουθούν τις μεταβλητές αξιολογήσεις της αγοράς.

Αν η χρηματοοικονομική κυκλικότητα είναι ενδογενής τότε η διαμόρφωση των προσδοκιών θα είναι επίσης κυκλική και το ζήτημα της κατάλληλης λογιστικής μεθόδου παρουσίασης χρειάζεται διαφορετική προσέγγιση. Οι λογιστικοί κανόνες και οι μέθοδοι παρουσίασης της τρέχουσας αξίας θα επηρεάσουν τον βαθμό στον οποίο τα δύο σύνολα προσδοκιών που καθορίζουν το εύρος επιτοκίων των πιστωτικών ιδρυμάτων, μεταβάλλονται ταυτόχρονα και κινούνται προς την ίδια ή αντίθετη κατεύθυνση. Εάν οι τράπεζες λειτουργούσαν σε διαφορετικό λογιστικό πλαίσιο από αυτό των επιχειρήσεων που χρηματοδοτούν, αυτό θα οδηγούσε σε διαφοροποιήσεις στις προσδοκίες, καθαρά λόγω της αποκλίνουσας ποιότητας πληροφοριών που θα παρέχονταν από τα λογιστικά στοιχεία. Επομένως, ο τρόπος παρουσίασης των λογαριασμών, ακόμη και σε ένα αβέβαιο περιβάλλον όπου τα οικονομικά θεμελιώδη υπόκεινται σε μεταβολές, παραμένει βάση για τη διαμόρφωση των συμβατικών αντιλήψεων στις οποίες στηρίζεται η αποτίμηση.

Υπάρχουν συμβατικές θεωρήσεις (conventions) της αγοράς που καθορίζουν την αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων. Υπάρχουν επίσης μετρήσεις των ρυθμιστικών αρχών που καθορίζουν τα όρια που πρέπει να τηρούν τα πιστωτικά ιδρύματα ώστε να επιτύχουν στόχους, όπως είναι η ασφάλεια και η σταθερότητα του συστήματος. Και τα δύο εδράζονται σε ένα λογιστικό πλαίσιο που βασίζεται στην εύλογη αξία. Η ρυθμιστική αρχή θα μπορούσε να κάνει χρήση διαφορετικών λογιστικών κανόνων από αυτά της υπόλοιπης αγοράς. Αυτή η επιλογή ενέχει τον κίνδυνο οι αγορές να επωμιστούν τον πολύ πιο περίπλοκο ρόλο διαμόρφωσης δύο κατηγοριών προσδοκιών για τα πιστωτικά ιδρύματα: μιας που βασίζεται στις τρέχουσες αξίες και μιας άλλης που στηρίζεται στις ρυθμιστικές αξίες.

Το ζήτημα που τίθεται άμεσα στη βιβλιογραφία είναι το κατά πόσον το λογιστικό πρότυπο του ιστορικού κόστους ή της λογιστικής απεικόνισης της τρέχουσας αξίας (mark-to-market accounting) είναι το πλέον κατάλληλο για όλους. Το πρότυπο της ΛΕΑ είναι κάτι παραπάνω από μία λογιστική αρχή, όπως σημειώνει ο Haldane (2010). Υπάρχει πρώτα απ' όλα το ζήτημα του κατά πόσον οι τιμές αγοράς πράγματι αντανακλούν «δικαιες αποτιμήσεις», ένα ερώτημα που αφορά τη βασιμότητα της υπόθεσης της ορθολογικής κεφαλαιαγοράς (Efficient Market Hypothesis, EMH). Οι περιπτώσεις αποτυχίας της EMH αποτελούν ένα ισχυρό επιχείρημα κατά της ΛΕΑ στον βαθμό που οι τιμές αγοράς δεν είναι *εύλογες*.

Η θεμελιώδης δυσαρμονία τιμών αγοράς και πραγματικών αξιών εμπεριέχει τα υπερβολικά μεγάλα ασφάλιστα ρευστότητας κατά την ύφεση, που οδηγούν σε υπερβολική μείωση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων και σε αδικαιολόγητη κατάσταση αδυναμίας κάποιων πιστωτικών ιδρυμάτων. Τότε, η εκποίηση σε χαμηλές τιμές στοιχείων του ενεργητικού των ιδρυμάτων με προβλήματα ρευστότητας γίνεται η αφετηρία για μια καθοδική δίνη των τιμών που δικαιολογείται από τον πανικό και όχι από τις πραγματικές αξίες.

Με βάση αυτά, η ΛΕΑ εμφανίζεται τουλάχιστον ως το ακούσιο όργανο της προ-κυκλικότητας. Ωστόσο, αυτό αποτελεί μόνο τη μισή αλήθεια. Ακόμη κι αν οι περιπτώσεις αποτυχίας της EMH θέτουν υπό αμφισβήτηση την αγοραία αποτίμηση, συνεχίζουν να συντρέχουν λόγοι για τους οποίους θα άξιζε να συνδέσει κανείς την εκτίμηση της αξίας των στοιχείων ενεργητικού με τις μεταβολές στις τιμές της αγοράς: 1) Προστασία των μετόχων από την καιροσκοπική πολιτική του μάντζμεντ και την υπερβολική ανάληψη κινδύνου. 2) Ακόμη κι όταν οι τιμές δεν είναι οι πιο έγκυροι δείκτες της κίνησης των θεμελιωδών στοιχείων της οικονομίας, ωστόσο παραμένουν οι πιο *έγκαιροι* που διαθέτουμε [Haldane (2010)]. Εν ολίγοις, θα λέγαμε ότι η ΛΕΑ παραμένει πολύτιμη ως εργαλείο πειθαρχίας της αγοράς, ακόμη κι αν η EMH είναι προβληματική.

Οι Laux & Leuz (2009) αναλύουν έναν συμβιβασμό μεταξύ καταλληλότητας και αξιοπιστίας. Ακόμη και αν οι τιμές της αγοράς δεν είναι πάντα κατάλληλες είναι λιγότερο επιρρεπείς σε μεθοδεύσεις και συγκαλύψεις. Άλλωστε, η πλήρης πρόσδεση της απεικόνισης των αξιών στις τιμές της αγοράς αναφέρεται μόνο στην αμιγή μορφή της ΛΕΑ η οποία πράγματι μπορεί να είναι προ-κυκλική. Ωστόσο, τα λογιστικά πρότυπα επιδέχονται και πιο περιορισμένη χρήση των τιμών της αγοράς, πράγμα που τροποποιεί τη μεταβλητότητα του αποτελέσματος αποτίμησης. Η εναλλακτική λύση της λογιστικής ιστορικού κόστους μπορεί να μην είναι η κατάλληλη απάντηση στα προβλήματα αυτά, καθώς το πληροφοριακό περιεχόμενό της είναι περιορισμένο

και ενίοτε απαρχαιωμένο. Άλλωστε, η λογιστική ιστορικού κόστους μπορεί να ενισχύσει τα στρεβλά κίνητρα δράσης των οικονομικών παραγόντων μέσω της λεγόμενης πρακτικής "gains trading" (η πρακτική της πώλησης υπερεκτιμημένων στοιχείων ενεργητικού με σκοπό την πρόωρη πραγματοποίηση κερδών, ενώ παράλληλα τα στοιχεία που παρουσιάζουν απώλειες αξίας διακρατούνται, και οι απώλειες δεν εμφανίζονται στους λογαριασμούς της επιχείρησης). Η τιτλοποίηση των δανείων ήταν μία εκδήλωση αυτής της πρακτικής που κυριάρχησε στην περίοδο πριν την τρέχουσα κρίση.

Ένα ισχυρό αντεπιχείρημα στη ΛΕΑ παρέχεται από τους Allen & Carletti (2007) οι οποίοι οικοδομούν ένα υπόδειγμα όπου η ρευστότητα της αγοράς αποβαίνει κρίσιμη στη διαμόρφωση των τιμών αγοράς. Η λογική της άποψής τους είναι η εξής: Πρέπει κανείς να διαχωρίζει τις αγορές με ανεπαρκή ρευστότητα. Σε αυτές οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων δεν αντανakλούν θεμελιώδεις αξίες αλλά τη ρευστότητα. Αυτή είναι η λεγόμενη τιμολόγηση ρευστότητας (liquidity pricing). Στις καθοδικές αγορές, η τιμολόγηση ρευστότητας οδηγεί σε τιμές που είναι αρκετά πιο χαμηλές από την πραγματική θεμελιώδη αξία. Η εξάρτηση της αποτίμησης από τις μεταβολές των τιμών σε τέτοια περίπτωση θα οδηγούσε σε καθοδική σπείρα ρευστοποιήσεων.

Η λογιστική ιστορικού κόστους, στον βαθμό που έχει τις αναφορές της στο παρελθόν, μπορεί να ενισχύσει την προ-κυκλικότητα μέσω των προβλέψεων για ζημιές από αθέτηση συμβάσεων δανείων και διαγραφή χρεών, οι οποίες αποτελούν καθυστερημένη αναγνώριση παλαιότερης κακής τιμολόγησης κινδύνου και επιβαρύνουν μία ήδη καταπονημένη αγορά [Novoa, Scarlata & Solé (2009)]. Η επέκταση της ΛΕΑ και στις υποχρεώσεις ενός πιστωτικού ιδρύματος μπορεί να μετριάσει τη μεταβλητότητα της αξίας των στοιχείων του ισολογισμού, καθώς δρα ως μία, εκ των πραγμάτων, αντιστάθμιση της υποβάθμισης της αξίας των στοιχείων του ενεργητικού. Η ΛΕΑ δρα ως σύστημα έγκαιρης προειδοποίησης για τους μετόχους και την εποπτική αρχή.

Η κριτική στη ΛΕΑ επιρρίπτει ευθύνες στο λογιστικό μέσο χωρίς να αγγίζει το ευρύτερο πλαίσιο που πραγματικά προσδιορίζει την αποτελεσματικότητά του ή τα ελαττώματά του. Ένας λογιστικός κανόνας που έχει την ικανότητα να αντανakλά τη μεταβολή στις αξίες των περιουσιακών στοιχείων, παρέχει στους παράγοντες των αγορών ένα ισχυρό εργαλείο ενάντια σε μεθοδεύσεις που αντανakλούν προβλήματα αντιπροσώπευσης (agency). Εάν αυτό που μας απασχολεί είναι ο τρόπος με τον οποίο διαμορφώθηκαν αυτές οι αποτιμήσεις αξίας, τότε αυτό ελάχιστα αφορά τη λογιστική μέθοδο που τις *αντανakλά*. Επομένως, το πολυσυζητημένο ζήτημα των λογιστικών κανόνων εξαρτάται στην πραγματικότητα από το ευρύτερο ρυθμιστικό πλαίσιο αναφοράς, την εξέλιξη του κόστους κεφαλαίου στην αγορά κατά τις διάφορες φάσεις του κύκλου και την ένταση των κύκλων.

6. Η ρύθμιση: αιτιολογία, μέσα και πεδίο εφαρμογής

Θεωρούμε τις επιθυμητές πολιτικές ρύθμισης ως εξαρτώμενες από τρεις παράγοντες: α) τη φάση του χρηματοπιστωτικού κύκλου, β) την ενδογένεια και τα στοιχεία της (όπως οι αυτο-επιβεβαιούμενες προφητείες), και γ) την αλληλεπίδραση κράτους-αγοράς και τα κίνητρα που αυτή παράγει.

Αυτοί οι παράγοντες υποστηρίζονται και από αναλύσεις που πηγάζουν από τη μελέτη της τρέχουσας κρίσης. Οι Demirgüç-Kunt & Servén (2010) για παράδειγμα, επιμένουν πως η παρούσα κρίση δεν αποτελεί απλώς ένδειξη αποτυχίας των ελεύθερων αγορών αλλά μάλλον «την αντίδραση των παραγόντων της αγοράς σε στρεβλά κίνητρα». Στο ίδιο πνεύμα, οι Carvajal et al. (2009) σημειώνουν πως οι απαιτήσεις μιας συνετής ρύθμισης «ορίζουν κίνητρα ώστε η [προκύπτουσα] συμπεριφορά να είναι σύμφωνη με τη συστημική σταθερότητα».

Επιπλέον, στις τρέχουσες αναλύσεις αναγνωρίζονται με σαφήνεια η ύπαρξη και ένταση του χρηματοοικονομικού κύκλου και η απόκλιση του ιδιωτικού από το κοινωνικό κόστος κεφαλαίου. Η «μακρο-προληπτική (macroprudential) ρύθμιση» κατά τον Ben Bernanke (2009) θα πρέπει να εστιάζει στους συστημικούς κινδύνους, δηλαδή στους κινδύνους που σχετίζονται με το ίδιο το χρηματοοικονομικό σύστημα. Ο Rajan

(2009) προτείνει τη δημιουργία ενός «κεφαλαίου συγκυρίας» (contingent capital), το οποίο θα συγκεντρώνεται από τις τράπεζες κατά την άνοδο όταν το κεφάλαιο είναι φτηνό, με σκοπό την ενίσχυση του συστήματος στην κάμψη.

Αναγνωρίζεται ευρέως ότι η εξέλιξη των ασφαλιστρών κινδύνου των επιχειρήσεων κυμαίνεται στον κύκλο. Δύο είναι οι κύριοι τύποι κινδύνου: ο κίνδυνος αγοράς και ο πιστωτικός κίνδυνος. Ο πιστωτικός κίνδυνος σχετίζεται με την πιθανότητα αθέτησης. Ο κίνδυνος αγοράς, από την άλλη πλευρά, αναφέρεται στις διακυμάνσεις των αξιών. Ωστόσο, οι δύο κίνδυνοι αλληλοσχετίζονται. Για παράδειγμα, σε μια αγορά που στερείται ρευστότητας, τα διαπραγματεύσιμα περιουσιακά στοιχεία που κανονικά υπόκεινται κυρίως σε κίνδυνο αγοράς μπορούν να μετατραπούν σε στοιχεία που διακρατούνται μέχρι τη λήξη, όπου κυριαρχεί ο πιστωτικός κίνδυνος. Από την άλλη πλευρά, πρακτικές όπως η τιτλοποίηση, μετατρέπουν τον πιστωτικό κίνδυνο σε κίνδυνο αγοράς. Είναι δύσκολο να ξεχωρίσει κανείς τα δύο είδη στην πράξη.

Οι δύο κίνδυνοι χαρακτηρίζουν τον ισολογισμό μιας τράπεζας και την αλληλεπίδραση μεταξύ των στοιχείων του. Εάν ο κίνδυνος αθέτησης αναφέρεται περισσότερο στα στοιχεία ενεργητικού που διακρατούνται μέχρι τη λήξη και ο κίνδυνος αγοράς περισσότερο στα διαπραγματεύσιμα στοιχεία, τότε και οι δύο τύποι κινδύνων και τα αντίστοιχα ασφάλιστρα κινδύνου επιδρούν στη μόχλευση της τράπεζας. Σύμφωνα με την CGFS (2009) αυτό που χαρακτήρισε τις πρόσφατες εξελίξεις ήταν η αύξηση τόσο των θέσεων μόχλευσης όσο και του ποσοστού των διαπραγματεύσιμων στοιχείων στους ισολογισμούς των πιστωτικών ιδρυμάτων συμβάλλοντας στην προ-κυκλικότητα. Η προ-κυκλικότητα στη ρευστότητα της αγοράς και τις τιμές των στοιχείων ενεργητικού σχετίζεται με την προ-κυκλικότητα των θέσεων μόχλευσης. Η πώση του λόγου VaR προς μετοχικό κεφάλαιο κατά τη διάρκεια της ευφορίας παρέχει κίνητρο για παραπέρα μόχλευση και αυξανόμενη ανάληψη κινδύνου. Καθώς τα haircuts, triggers και margin requirements χαλαρώνουν κατά την άνοδο, παρέχουν επιπρόσθετο κίνητρο για μόχλευση. Η συνέπεια της αυξανόμενης μόχλευσης κατά την άνοδο είναι η ανεπάρκεια κεφαλαίων και ρευστότητας κατά την κάμψη.

Η δημιουργία προβλέψεων είναι ένα από τα σημαντικά εργαλεία ρύθμισης που έχουν ως σκοπό να επιμηκύνουν τον ορίζοντα. Ο δυναμικός σχηματισμός προβλέψεων (dynamic provisioning), καταλήγει στη δημιουργία γενικών προβλέψεων που συσσωρεύονται στη φάση της ανόδου αλλά μειώνονται στην κάμψη, όταν παράλληλα οι απώλειες που σχετίζονται με δάνεια οδηγούν και σε συγκεκριμένες (όχι γενικές) προβλέψεις. Από την άλλη πλευρά, ο αναπόφευκτος υποκειμενισμός που συνοδεύει την αναγνώριση και μέτρηση των ζημιών στο χαρτοφυλάκιο δανείων, μπορεί να οδηγήσει σε καθυστερημένο σχηματισμό προβλέψεων και αναβίωση της προ-κυκλικότητας.

Τόσο η CGFS (2009) όσο και η FSF (2009) συμφωνούν στο εύρος των ρυθμιστικών πολιτικών. Δεν είναι τυχαίο πως οι προτάσεις αφορούν το κεφάλαιο, τις προβλέψεις και την αλληλεπίδραση μεταξύ εκτίμησης αξίας και μόχλευσης. Οι συστάσεις σχετικά με το κεφάλαιο των τραπεζών περιλαμβάνουν τον σχηματισμό αντι-κυκλικών αποθεματικών τα οποία θα μπορούν να απορροφούν τις απώλειες στην ύφεση. Η μέτρηση κινδύνου μέσω της μεθόδου VaR για την εκτίμηση των λόγων κεφαλαιακής επάρκειας πρέπει να κάνει χρήση στοιχείων που να καλύπτουν έναν πλήρη κύκλο και να επικουρείται από stress testing για νέα προϊόντα με ανεπαρκή ιστορικά στοιχεία. Επιπλέον, ένα απλό κριτήριο μόχλευσης που να μην βασίζεται στην εκτίμηση κινδύνου στοιχείων του ενεργητικού, μπορεί να αποτρέψει τη διόγκωση του χρέους στη φάση της ευφορίας.

Αυτές οι συστάσεις πολιτικής αναγνωρίζουν πλήρως την κυκλική φύση των αγορών, αν και δεν αναγνωρίζουν ρητά την ενδογένεια των κύκλων. Οι νέοι κανόνες της Βασιλείας III είναι σε μεγάλο βαθμό εναρμονισμένοι με αυτές. Σύμφωνα με το Δελτίο Τύπου της Επιτροπής της Βασιλείας της 12ης Σεπτεμβρίου 2010, οι νέοι κανόνες είναι ο ακόλουθος: Καταρχήν, προβλέπεται μία περίοδος βαθμιαίας εφαρμογής των νέων προτύπων η οποία εκτείνεται από το 2013 έως την 1η Ιανουαρίου 2019. Σε αυτή την περίοδο, τα ελάχιστα απαιτούμενα όρια κεφαλαιακής επάρκειας θα φτάσουν το επίπεδο του 4,5% σε κοινό μετοχικό κεφάλαιο, 6% σε όρους κεφαλαίου Tier 1 και 8% στο σύνολο. Επίσης εισάγεται βαθμιαία ένα αποθεματικό κεφάλαιο προστασίας (conservation capital buffer) της τάξης του 2,5% αυξάνοντας έτσι το επίπεδο του απαιτούμενου κεφαλαίου στο 10,5% στο σύνολο. Επιπλέον, θα πρέπει να υπάρξει ένα αντι-κυκλικό κεφαλαιακό αποθεματικό που θα κυμαίνεται μεταξύ του 0% και του 2,5% σύμφωνα με τις συνθήκες κάθε

χώρας και θα λειτουργεί ως αντίδραση σε περίπτωση υπερβολικής πιστωτικής μεγέθυνσης. Επιπρόσθετα μέτρα αφορούν την καθιέρωση ενός ποσοστού μόχλευσης 3%, ενώ από το 2015 και το 2018 αντίστοιχα θα εισαχθούν ελάχιστα ποσοστά κάλυψης ρευστότητας (Liquidity Coverage) και καθαρής σταθερής χρηματοδότησης (Net Stable Funding).

Αυτά τα μέτρα έχουν μία θετική προοπτική. Δύο καινοτόμες όψεις της Βασιλείας III είναι η μεγάλη περίοδος μετάβασης και η πρόβλεψη για (ενδεχόμενα) αντι-κυκλικά αποθεματικά. Η επιμηκυμένη μεταβατική περίοδος αντανακλά σαφώς τις έντονες αντιρρήσεις των τραπεζών –που είναι παραδεκτές– ότι η ταχεία εφαρμογή υψηλότερων απαιτήσεων κεφαλαίου θα χειροτέρευε την τρέχουσα πιστωτική κρίση. Η μακρά περίοδος μετάβασης εμπεριέχει την υπόθεση πως η επόμενη δεκαετία θα χαρακτηρίζεται από αργή ανάκαμψη η οποία μπορεί εύκολα να ανατραπεί λόγω έλλειψης επαρκών πιστώσεων. Αυτό μπορεί να ισχύει, αλλά κανείς δεν μπορεί να αποκλείσει επεισόδια υπερβολικής ευφορίας ακόμη και στο πλαίσιο μιας αργής ανάκαμψης. Η Βασιλεία III δεν θίγει καθόλου αυτό το ζήτημα.

Το αντι-κυκλικό αποθεματικό κεφαλαίου, από την άλλη πλευρά, είναι απάντηση στην προ-κυκλικότητα. Είναι δυνατό, διαφορετικές χώρες να αντιμετωπίσουν πιστωτικούς κύκλους που δεν εναρμονίζονται μεταξύ τους και αυτό μπορεί να οδηγήσει στο να τεθεί σε ενέργεια η πρόβλεψη του αντι-κυκλικού αποθεματικού κεφαλαίου σε διαφορετικές χρονικές στιγμές για κάθε χώρα. Ο συγκυριακός χαρακτήρας αυτού του αποθεματικού είναι πλήρως παραδεκτός σε ένα πλαίσιο χρηματοοικονομικών κύκλων. Ωστόσο, δύο ζητήματα μένουν εκκρεμή: πρώτον, γιατί είναι τόσο μικρό το μέγεθος αυτού του αποθεματικού (2,5% στο μέγιστο) και δεύτερον, πώς θα μπορούσε να οριοθετηθεί η πιστωτική μεγέθυνση, έτσι ώστε να μη μπορούν οι διαφορετικές χώρες να καταχραστούν τον συγκυριακό χαρακτήρα αυτής της ρύθμισης, ώστε να κερδίσουν κάποιο πλεονέκτημα υπέρ των τραπεζών τους στην περίοδο της ανόδου.

Υπάρχει και ένα ευρύτερο ερώτημα: εάν η «υπερβάλλουσα πιστωτική επέκταση» οδηγεί στην ανάγκη διατήρησης αντι-κυκλικών αποθεματικών κεφαλαίου από τις τράπεζες, γιατί να μην ελεγχθεί εξ αρχής με άμεσο τρόπο; Δεν θα έπρεπε η νομισματική πολιτική να λειτουργεί παράλληλα με την πολιτική ρύθμισης σε αυτή την περίπτωση; Ή θεωρείται πως οριακά η επεκτατική νομισματική πολιτική μπορεί να συνυπάρξει με περιοριστικές ρυθμιστικές πολιτικές αύξησης των κεφαλαιακών αποθεμάτων για τις τράπεζες; Όμως τότε, δεν θα κινούνταν η πιστωτική επέκταση προς έναν μη-ρυθμιζόμενο χρηματοπιστωτικό τομέα που θα αναπτυσσόταν υπέρμετρα; Δεν είναι τυχαίο άλλωστε πως ο συντονισμός της «μακρο-προληπτικής» και της νομισματικής πολιτικής απασχολεί την τρέχουσα έρευνα στην BIS, όπως φαίνεται από τα ζητήματα που θέτουν οι Galati & Moessner (2011): τη χρήση της νομισματικής πολιτικής ως συμπληρωματικού εργαλείου για την αντιμετώπιση των χρηματοπιστωτικών ανισορροπιών αλλά και τη σχέση υποκατάστασης μεταξύ των δύο πολιτικών.

Γενικά, η Βασιλεία III περιλαμβάνει θετικά στοιχεία αλλά μοιάζει ανεπαρκής. Το ερώτημα με το οποίο πρέπει να αναμετρηθεί, από τη σκοπιά των χρηματοοικονομικών κύκλων, είναι απλό: είναι ικανή να επιβάλει την επιμήκυνση των οριζόντων των παραγόντων της αγοράς πέραν των κυκλικών φάσεων; Ωστόσο, τα απλά όρια μόχλευσης, η δυναμική μέριμνα προβλέψεων με δια-κυκλικό υπολογισμό των ποσοστών συμβατικής αθέτησης και τα συγκυριακά κεφαλαιακά αποθεματικά στον βαθμό που εναρμονίζονται μεταξύ των χωρών ώστε να αποφευχθεί το arbitrage μεταξύ των ρυθμιστικών καθεστώτων, παρέχουν μια προοπτική αλλαγής, εφόσον οι ρυθμιστικές αρχές τα χρησιμοποιήσουν με συντονισμένο τρόπο που *παραμένει συνεπής σε όλη τη διάρκεια του κύκλου*.

Το κρίσιμο ζήτημα που προκύπτει είναι πώς θα λειτουργήσουν οι κανόνες της Βασιλείας III, καθώς η οικονομία προχωρά σε μία φάση γενικευμένης χρηματοοικονομικής ευφορίας. Μετά την έξοδο από την παρούσα κρίση, όποια οικονομική άνοδος επακολουθήσει θα είναι επιβαρυνμένη με την εμπειρία υψηλών ποσοστών συμβατικής αθέτησης και ασφαλιστρών κινδύνου. Θα υπάρξουν μανιώδεις συζητήσεις σχετικά με το αν η χρονική στιγμή της εφαρμογής των εργαλείων μπορεί να διακυβεύσει την οικονομική επέκταση. Αλλά θα υπάρξουν επίσης έντονες συζητήσεις, όταν η ανάκαμψη οδηγεί σε ευφορία 'αλά' Minsky-Kindleberger, κατά πόσον οι ρυθμιστικές αρχές με τις ενέργειές τους θα ακινητοποιήσουν κεφάλαια σε μία περίοδο όπου χώρες και κοινωνίες ολόκληρες ανταγωνίζονται μεταξύ τους στη διατήρηση της οικονομικής επέκτασης.

Επιπρόσθετα, το ευρύτερο ζήτημα που τίθεται από ρυθμιστικά καθεστώτα που εξαρτώνται από τη συγκυρία έχει να κάνει με το ποιος (και με ποια κριτήρια) κρίνει το σημείο μετάβασης από ένα συγκυριακό καθεστώς σε άλλο, και το εάν οι πολιτικές μεταξύ χωρών συγκλίνουν με έναν συντονισμένο τρόπο στα σημεία μεταβολής της συγκυρίας. Αυτό το ζήτημα δεν τίθεται στη Βασιλεία III, ούτε αποτελεί κεντρικό σημείο προβληματισμού στις τρέχουσες συζητήσεις. Όμως αποτελεί μείζον ζήτημα, εάν η ευφορία πρόκειται να ρυθμιστεί σε μία μακροπρόθεσμη προοπτική, ώστε να είναι δυνατή η επίτευξη υψηλού βαθμού συστημικής σταθερότητας. Η ιστορική εμπειρία δείχνει ότι το μεγαλύτερο ποσοστό άντλησης κεφαλαίων από τις τράπεζες λαμβάνει χώρα κατά την ευφορία, όταν το κόστος μετοχικού κεφαλαίου φαίνεται ασυνήθιστα χαμηλό. Ένα καθεστώς ρύθμισης που θα στηρίζεται αποκλειστικά στην επάρκεια κεφαλαίου θα έρθει σε αντιπαράθεση με τον εαυτό του, εάν οι κανόνες του αυστηροποιούνται σε περιόδους ευφορίας και μειώνουν την ευκαιρία που έχουν οι τράπεζες να αντλήσουν «φθηνό μετοχικό κεφάλαιο». Σε αυτό το πλαίσιο, η πρόταση του Rajan για «συγκυριακό κεφάλαιο» μπορεί να αποδειχτεί μια πιο ομαλή διέξοδος, αλλά πρέπει να υπόκειται σε έναν «έλεγχο πραγματικότητας» κατά την περίοδο της ύφεσης, όταν το ασφαλιστικό κεφάλαιο θα πρέπει να αντληθεί. Ποιος θα έχει το σθένος να εκτελέσει τα options του Rajan στην καθοδική φάση του χρηματοοικονομικού κύκλου;

Η επιμήκυνση των οριζόντων είναι μείζον πολιτικός και ρυθμιστικός στόχος. Μπορεί να ειπωθεί ως διαδικασία εναρμόνισης διαφορετικών κατηγοριών κινήτρων: αυτών των επιχειρηματιών στην πραγματική οικονομία με αυτά των πιστωτών τους και αυτά των συμμετεχόντων στις χρηματοοικονομικές αγορές με αυτά των φορολογουμένων. Οι μη-χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις θα βελτιστοποιούσαν τη δραστηριότητά τους με διαφορετικό τρόπο, εάν τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα υιοθετούσαν πιο μακροπρόθεσμη προοπτική της αγοράς, ενώ οι φορολογούμενοι θα προτιμούσαν οι χρηματοοικονομικοί φορείς να εσωτερικεύουν τόσο τα ιδιωτικά οφέλη όσο και τα κοινωνικά κόστη των πράξεών τους.

7. Προς ποια κατεύθυνση θα κινηθεί το κόστος κεφαλαίου των πιστωτικών ιδρυμάτων;

Άραγε, όλα αυτά θα οδηγήσουν τελικά σε ένα υψηλότερο κόστος κεφαλαίου για τις τράπεζες; Και εάν ναι, είναι καλό αυτό ή κακό; Σε ένα πλαίσιο χρηματοοικονομικών κύκλων η αποτίμηση αξιών και το κόστος κεφαλαίου είναι μεταβλητά και ακολουθούν τις φάσεις της ευφορίας και του μαρασμού. Επιπλέον, το θεωρητικό «δια-κυκλικό» κόστος κεφαλαίου των πιστωτικών ιδρυμάτων ουσιαστικά επιδοτείται από το Δημόσιο στον βαθμό που η πιθανότητα διάσωσής τους παραμένει σημαντική. Η εναρμόνιση του ιδιωτικού και του κοινωνικού κόστους σαφώς θα αυξήσει το «δια-κυκλικό» κόστος κεφαλαίου, καθώς θα επιβαρύνει τις τράπεζες με μία ασφαλιστική εισφορά για μελλοντικές διασώσεις ή ενδεχόμενη στήριξη. Αυτό θα αύξανε παρά θα μείωνε την κοινωνική ευημερία, εάν σκεφτεί κανείς πως τα χρήματα του φορολογουμένου ή το κυβερνητικό χρέος έχουν επίσης «κόστος κεφαλαίου». Από την άλλη πλευρά, ένα ρυθμιστικό καθεστώς που θα μείωνε την ένταση των κύκλων και θα παρήγαγε μία, ανώτερου βαθμού, συστημική σταθερότητα, θα μπορούσε πράγματι να μειώσει το κόστος κεφαλαίου, καθώς τα κοινωνικά κόστη που συνδέονται με την καθοδική φάση του κύκλου θα μειώνονταν.

Εν τέλει, οποιαδήποτε συζήτηση για το κόστος κεφαλαίου των τραπεζών δεν μπορεί να προχωρήσει χωρίς να αντιμετωπίσει ένα θεμελιακό ζήτημα: πώς θα αλλάξει το επιχειρηματικό υπόδειγμα των τραπεζών; Οι τράπεζες θα γίνουν περισσότερο ή λιγότερο ριψοκίνδυνες στην ευφορία εντός του νέου ρυθμιστικού πλαισίου; Και οι τραπεζικοί κίνδυνοι θα καταστούν αναγνωρίσιμοι εντός ενός «δια-κυκλικού» πλαισίου ή θα παραμείνουν καλυμμένοι μέχρι το ξέσπασμα μιας νέας κρίσης στο μέλλον; Αυτά τα ζητήματα θα κρίνουν τον προσδιορισμό του κόστους κεφαλαίου. Γι' αυτό τον λόγο θα έπρεπε να ιεραρχηθούν ψηλά στις προτεραιότητες της θεωρητικής έρευνας και των συζητήσεων πολιτικής.

Βιβλιογραφία

- Allen, F. & E. Carletti (2007), "Mark-to-Market Accounting and Liquidity Pricing", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 45, Issues 2-3 (August), pp. 358-378.
- Basel Committee on Banking Regulation (BCBR), (2010), "Group of Governors and Heads of Supervision announces higher global minimum capital standards", Press Release, 12 September.
- Basel Committee on Banking Supervision (BCBS), (2010), "An Assessment of the Long-term Economic Impact of Stronger Capital and Liquidity Requirements", *BIS*, August.
- Basel Committee on Banking Supervision (BCBS), (2011), "The Transmission Channels_Between the Financial and Real Sectors: A Critical Survey of the Literature", BIS, Working Paper No. 18, February.
- Benston, G. J. & G. G. Kaufman (1996), "The Appropriate Role of Bank Regulation", *The Economic Journal*, Vol. 106, No. 436 (May), pp. 688-697.
- Bernanke, B. S. (2009), "Financial Reform to Address Systemic Risk", Speech at the Council on Foreign Relations, March 10, Washington D.C., available at <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090310.htm>.
- Carvajal, A., R. Dodd, M. Moore, E. Nier, I. Tower & L. Zanforlin (2009), "The Perimeter of Financial Regulation", *IMF Staff Position Note*, SPN/09/07.
- Committee on the Global Financial System (CGFS), (2009), "The Role of Valuation and Leverage in Procyclicality", *BIS, CGFS Papers* No. 34, April.
- Committee on the Global Financial System (CGFS), (2010), "Macroprudential Instruments and Frameworks: A Stocktaking of Issues and Experiences", BIS, *CGFS Papers* No. 38, May.
- Crockett, A. (2003), "Strengthening Financial Stability", in Booth, P. and D. Currie (Eds) *The Regulation of Financial Markets*, The Institute of Economic Affairs, London: Profile Books, pp. 44-62.
- Demirgüç-Kunt A. & L. Servén (2010), "Are All the Sacred Cows Dead? Implications of the Financial Crisis for Macro- and Financial Policies", *The World Bank Research Observer*, February, pp. 1-34.
- Dow, S. C. (1996), "Why the Banking System Should be Regulated", *The Economic Journal*, Vol. 106, No. 436 (May), pp. 698-707.
- Estrella, A. (2004), "The Cyclical Behavior of Optimal Bank Capital", *Journal of Banking and Finance*, 28, pp. 1469-1498.
- Financial Stability Forum (FSF), (2009), "Report of the Financial Stability Forum on Addressing Procyclicality in the Financial System", April.
- Galati, G. & R. Moessner (2011), "Macroprudential Policy – A Literature Review", BIS, Working Papers No. 337, February.
- Gordy, M. B. & B. Howells (2006), "Procyclicality in Basel III" Can we Treat the Disease without Killing the Patient?", *Journal of Financial Intermediation*, 15, pp. 395-417.
- Haldane, A. G. (2010), "Fair Value in Foul Weather", *Bank of England*, March.
- Heid, F. (2007), "The Cyclical Effects of the Basel II Capital Requirements", *Journal of Banking and Finance*, 31, pp. 3885-3900.
- Kindleberger, C. P. (1978), *Manias, Panics, and Crashes. A History of Financial Crises*, New York: Basic Books.
- Laux, C. & C. Leuz (2009), "The Crisis of Fair Value Accounting: Making Sense of the Recent Debate", University of Chicago Booth School of Business, The Initiative on Global Markets, Working Paper No. 33, April.
- Llewellyn, D. (1999), "The Economic Rationale for Financial Regulation", *FSA Occasional Paper Series*, No. 1 (April), pp. 1-58.
- Macroeconomic Assessment Group (MAG), (2010), "Assessing the Macroeconomic Impact of the Transition to Stronger Capital and Liquidity Requirements", Interim Report, *BIS*, August.

- Minsky, H. P. (1972), "Financial Instability Revisited: The Economics of Disaster" in The Board of Governors of the Federal Reserve System, *Reappraisal of the Federal Reserve Discount Mechanism*, Washington, D.C., June, Vol. 3, reprinted in H. P. Minsky (1982) *Can "It" Happen Again? Essays on Instability and Finance*, Armonk, New York: M. E. Sharpe.
- Minsky, H. P. (1977), "The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and an Alternative to 'Standard' Theory", *Nebraska Journal of Economics and Business*, Winter, Vol. 16, No. 1, reprinted in H. P. Minsky (1982) *Can "It" Happen Again? Essays on Instability and Finance*, Armonk, New York: M. E. Sharpe.
- Minsky, H. P. (1978), "The Financial Instability Hypothesis: A Restatement", *Thames Papers in Political Economy*, Autumn, reprinted in H. P. Minsky (1982) *Can "It" Happen Again? Essays on Instability and Finance*, Armonk, New York: M. E. Sharpe.
- Minsky, H. P. (1980a), "Finance and Profits: The Changing Nature of American Business Cycles", in *The Business Cycle and Public Policy, 1929 - 80*, Joint Economic Committee, Congress of the United States, Washington, D.C.: US Government Printing Office, reprinted in H. P. Minsky (1982) *Can "It" Happen Again? Essays on Instability and Finance*, Armonk, New York: M. E. Sharpe.
- Minsky, H. P. (1980b), "Capitalist Financial Processes and the Instability of Capitalism", *Journal of Economic Issues*, Vol. XIV, No. 2, June, reprinted in H. P. Minsky (1982) *Can "It" Happen Again? Essays on Instability and Finance*, Armonk, New York: M. E. Sharpe.
- Minsky, H. P. (1982), *Can "It" Happen Again? Essays on Instability and Finance*, Armonk, New York: M. E. Sharpe.
- Novoa, A., J. Scarlata & J. Solé (2009), "Procyclicality and Fair Value Accounting", IMF, Working Paper 09/39, March.
- Rajan, R. G. (2009), "The Credit Crisis and the Cycle-Proof Regulation", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, September/October, pp. 397-402.
- Stiglitz, J. E. (2001), "Principles of Financial Regulation: a Dynamic Portfolio Approach", *The World Bank Research Observer*, Vol. 16, No. 1 (Spring), pp. 1-18.
- VanHoose, D. (2007), "Theories of Bank Behavior under Capital Regulation", *Journal of Banking & Finance*, 31, pp. 3680-3697.

