

Οικονομική Καινοτομία: Ο εφιάλτης της ρυθμιστικής αρχής.

Σκοπεύοντας προς περισσότερη ή απλά καλύτερη ρύθμιση;

ISTVAN MAGAS*

Εισαγωγικό σημείωμα

Οι οικονομικές αγορές έχουν αλλάξει εμφανώς μετά το Κραχ της Lehman, τόσο στις ΗΠΑ όσο και στην ΕΕ, ενώ έχει εφαρμοστεί περισσότερη και αυστηρότερη οικονομική ρύθμιση. Μια παγκόσμια οικονομική ανασυγκρότηση δεν αναμένεται ωστόσο στο προσεχές μέλλον, ακόμα και με την ανάκαμψη των χρηματοοικονομικών αγορών. Μια πιο ετοιμοπόλεμη στάση από μόνη της δεν μπορεί να κάνει θαύματα όσον αφορά στα υποτονικά στοιχεία εκροών, αλλά μπορεί να επιφέρει περισσότερη σταθερότητα και να αποτελεί διαβεβαίωση αποφυγής μελλοντικής κατάρρευσης. Ο Τύπος υποστηρίζει την ανάγκη περισσότερου και καλύτερου ελέγχου ώστε να αποφευχθούν περαιτέρω καταστροφικά γεγονότα στην παγκόσμια οικονομία. Ο κύριος άξονας της συλλογιστικής έγκειται στο ότι δεν υπάρχει πλέον καθαρά εθνική τραπεζική δραστηριότητα, συνεπώς η αποτελεσματική διακρατική επίβλεψη καθίσταται απαραίτητη. Η ακαταμάχητη ισχύς του διεθνούς τραπεζικού συστήματος χρειάζεται δηλαδή διεθνή επιτήρηση. Υπάρχει όμως ο κίνδυνος η ταχεία κανονιστική ρύθμιση να εφαρμοστεί σε υπερβολικό βαθμό, χωρίς να διατηρεί τα κατάλληλα κίνητρα για να δημιουργήσει και να διευκολύνει την πίστη στο σύστημα, υπό γενικώς νωθρές συνθήκες ανάπτυξης, και να επιτρέψει στα κεφάλαια να κινηθούν παγκοσμίως όπου χρειάζονται περισσότερο. Ο κύριος στόχος μιας παγκόσμιας ρύθμισης δεν θα πρέπει να είναι μόνο οι παγκόσμιες τράπεζες, αλλά, κατά κύριο λόγο, οι σχετιζόμενες με τον επιχειρηματικό κύκλο μεγάλες αποταμιευτικές και δανειοληπτικές χώρες αντίστοιχα. Η δημιουργία νέων κανόνων όπως το Basel 3 αποτελεί το πρώτο βήμα σε αυτή την κατεύθυνση. Ο κόσμος όντως έχει ανάγκη μια κατά πολύ βελτιωμένη παγκόσμια οικονομική επίβλεψη, η οποία δεν θα είναι απαραίτητος περισσότερη, αλλά καλύτερη σε κάθε τομέα.

Κρίση της Lehman - οικονομική αγορά - οικονομικός ελεγκτής - διεθνώς κινητό κεφάλαιο - παγκόσμιες τράπεζες - χρήση παραγώγων - εγγυήσεις - αξιολόγηση πιστώσεων - Basel 3 - LCR (δείκτης κάλυψης ρευστότητας) EFA (Ευρωπαϊκή Οικονομική Αρχή).

JEL: E44, E60, E62

*

I. Εισαγωγή

Ποια είναι τα ουσιαστικά πλεονεκτήματα της οικονομικής παγκοσμιοποίησης; Υπάρχουν αρκετά. Όπως περιγράφεται από πληθώρα συγγραφέων, οι οποίοι έχουν καθιερωθεί στη σχετική με διεθνή οικονομικά βιβλιογραφία, Fisher (2001), Froot-Rogoff (1995), Krugman-Obstfeld (2000), Pugel (2002), η καλύτερη διεθνής κατανομή επιπλέον κεφαλαίων μεταξύ αποταμιευτών και δανειστών, ιδιωτών και δημοσίου, παράγονται υπολογίσιμα κέρδη λόγω των χαμηλότερων επιτοκίων ισορροπίας. Μεγαλύτερες αγορές και περισσότεροι πελάτες σημαίνουν πράγματι χαμηλότερα περιθώρια κάλυψης και μεγαλύτερα μεγέθη, όπως ακριβώς στην περίπτωση ενός ευρέος εγχώριου τραπεζικού ιδρύματος. Οι μικρές, ανοιχτές οικονομίες μπορούν να επωφεληθούν ιδιαίτερα από τον οικονομικό φιλελευθερισμό, ωστόσο, προκύπτουν νέοι προβληματισμοί όσον αφορά στη μακροπρόθεσμη σταθερότητα και στη διατήρηση της ροής κεφαλαίων τόσο σε δημόσιες όσο και σε ιδιωτικές αγορές χρέους, Magas (2012). Η πιο προφανής ωφέλεια της οικονομικής παγκοσμιοποίησης για κράτη που έχουν ανάγκη χρηματοδότησης συνδέεται με τη διαθεσιμότητα περισσότερων ιδιωτικών κεφαλαίων, η αλήθεια είναι, όχι οπωσδήποτε σε καλύτερη τιμή, και με το γεγονός ότι τα κεφάλαια μπορούν να φτάσουν πολύ πιο γρήγορα από ότι από κρατικές πηγές ή από παγκόσμιους οικονομικούς οργανισμούς, όπως το ΔΝΤ ή η Παγκόσμια Τράπεζα. Πράγματι, ίσως θα πρέπει να πληρωθεί σημαντικό τίμημα για να αποκτηθεί αυτή η ταχύτητα. Από την άλλη, η ταχύτητα μπορεί να οδηγήσει στην επιτυχία.

* Istvan Magas, Καθηγητή και Προέδρου, Τμήμα Παγκόσμιας Οικονομίας, Πανεπιστήμιο Corvinus Βουδαπέστης.

Η τραπεζική δραστηριότητα σε διεθνές επίπεδο ανοίγει νέες ευκαιρίες και νέους τύπους κινδύνων, φυσικά, το να εντοπιστούν οι μόλις διαχειρίσιμοι παγκόσμιοι κίνδυνοι και να δημιουργηθεί μια καλή ισορροπία είναι καθετί άλλο παρά εύκολο. Οι παγκόσμιες τράπεζες, ωστόσο, κατόρθωσαν όντως να επεκτείνουν τις επιχειρήσεις τους ταχύτατα, και έχουν δημιουργήσει ένα παντελώς νέο περιβάλλον για τις ρυθμιστικές αρχές.

Με την εξάπλωση της σύγχρονης τεχνολογίας για τη συλλογή, αποθήκευση και παραγωγή πληροφοριών σχετικά με μη απτά αλλά κατασκευασμένα οικονομικά προϊόντα (παράγωγα), τα οποία δεν έχουν μια παραδοσιακή αξία της αγοράς, η οποία μπορεί εύκολα να καταμετρηθεί ως προς τη χρησιμότητά τους (ζυγίζοντας την ωφέλειά ως προς το ρίσκο αυτής), σχηματίζεται σταδιακά ένα καινούργιος κόσμος και ουσιαστικά ένας νέος καταμερισμός της εργασίας, τον οποίο ούτε ο Adam Smith ούτε οι διάδοχοι αυτού μπορούσαν να έχουν προβλέψει. Η χρηματοοικονομική αγορά καινοτομιών για αυτά τα παράγωγα προϊόντα αυξάνεται συνεχώς, τόσο στις προθεσμιακές πράξεις όσο και στις ιδιωτικές πωλήσεις, οι οποίες τείνουν να είναι πολύ πιο περίπλοκες και κερδοφόρες, έστω για μικρό χρονικό διάστημα. Σε αυτή την καινούργια πραγματικότητα, η τέχνη (όχι επιστήμη) της αξιολόγησης μετοχών πιθανότατα δυσκολεύει εξαιτίας των αλλαγών στην ίδια τη φύση της οικονομίας, δημιουργώντας ένα ακόμα μεγαλύτερο φάσμα στο οποίο μπορούν να σχηματιστούν "φούσκες". Όταν ο κύριος όγκος των περιουσιακών στοιχείων μιας εταιρίας ήταν φυσικά και οι αγορές της σχετικά σταθερές, η αξιολόγηση ήταν πολύ περισσότερο αυτονόητη. Οι σήμερα αυξανόμενες διαστάσεις των περιουσιακών ενός ομίλου -μάρκες, ιδέες, ανθρώπινο κεφάλαιο- είναι μη απτές και συχνά δύσκολο να ταυτοποιηθούν, κατά πόσο να αξιολογηθούν. Είναι επίσης λιγότερο προσοδοφόρα από ότι ένα φυσικό στοιχείο όπως ένα εργοστάσιο.¹ Αυτή η νέα, αρκετά καινοτόμα και εν μέρει σχετιζόμενη με τεχνολογία πληροφοριών, περίπλοκη εξέλιξη των αγορών έχει αυξήσει τις δυσκολίες στην εκτίμηση κινδύνου και αξίας, ιδιαίτερα σε μια διεθνή συνθήκη.

Ωστόσο, εφόσον ο κίνδυνος παρέμενε συγκεντρωμένος στο εσωτερικό ενός κράτους και κυρίως στις τράπεζές του, οι οικονομικοί του ρυθμιστές θα έπρεπε να είναι ικανοί να το ελέγχουν επιτυχώς. Το πρόβλημα με τη σημερινή συγκέντρωση κεφαλαίων είναι ότι οι ελεγκτές μπορεί να έχουν ξεπεράσει πλέον τα όριά τους. Χρειάζεται ένα παγκόσμιο οικονομικό σύστημα ένα διεθνή ρυθμιστή; Θεωρούμε πως ναι.

II. Προς περισσότερο ή απλά καλύτερο έλεγχο. Αξίζει να αντιγραφεί το αμερικανικό μοντέλο;

Αξίζει να αντιγραφεί το αμερικανικό μοντέλο; Όχι αναγκαστικά, αλλά προσφέρει αρκετή σοφία και εμπειρία στις αγορές. ποιος ρυθμίζει το Citigroup, το μεγαλύτερο και πιο πολυποίκιλο οικονομικό θεσμό στον κόσμο; Με τις επιχειρήσεις του σε πάνω από 100 χώρες, πουλώντας σχεδόν κάθε οικονομικό προϊόν που έχει εφευρεθεί, πιθανώς κάθε οικονομικός ελεγκτής διεθνώς αισθάνεται, ως ένα σημείο, ευθύνη για το Citi. Οι ΗΠΑ από μόνες τους διαθέτουν την Ομοσπονδιακή Τράπεζα, την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, την Επιτροπή Εμπορίου Αγαθών και Προθεσμιακών Πράξεων, το Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης, 50 κρατικούς επιτρόπους ασφαλίσεων και πολλά άλλα. Και όμως, υπό μια έννοια, κανείς δεν ρυθμίζει πραγματικά το Citi. Είναι μια διεθνής εταιρία σε έναν κόσμο εθνικών και κάποιες φορές τομεακών ρυθμιστών. Το ίδιο ισχύει για τις AIG, General Electric Capital, UBS, Deutsche Bank και πολλές άλλες.

Θα μπορούσε αυτή η συνθήκη να είναι επιθυμητή; Συνηθίζεται πολύ σήμερα οι οικονομικοί ρυθμιστές να θεωρούνται ως οι "κάμπιες της κοινοπολιτείας, πλάσματα τα οποία, αντί να προσδίδουν αξία, εμποδίζουν την πορεία της αγοράς" του Shakespeare. Φυσικά, αυτή την άποψη δεν ασπάζονται όλοι. Όπως και να 'χει, φαίνεται καθαρά πως μεγάλο μέρος της δυναμικής στα παγκόσμια οικονομικά τις τελευταίες τρεις δεκαετίες προέκυψε λόγω των λιγότερων περιορισμών στην κίνηση του κεφαλαίου, ιδιαίτερα εκτός συνόρων, και στο σε τι μπορεί να χρησιμεύσει αυτό. Στο μεγαλύτερο μέρος, τα χρήματα μπορούν να κινηθούν ελεύθερα οπουδήποτε παρουσιάζεται μια ευκαιρία, και σε γενικές γραμμές έχει γίνει αυτό, αφήνοντας τους πάντες σε καλύτερη θέση από ότι θα ήταν με δυσκίνητες ρυθμίσεις.

Η άφηση του κεφαλαίου να κινείται απεριόριστα εκεί που θα προκύψει το μεγαλύτερο όφελος επίσης καταπολέμησε περιπτώσεις δαπανηρού ή άστοχου ελέγχου: τα χρήματα απλά πήγαιναν αλλού. Για παράδειγμα, επειδή η Ιαπωνία απαγόρευε τη χρήση παραγώγων, οι συναλλαγές σε ιαπωνικές εγγυήσεις μετακινήθηκαν στην περισσότερο συνεργάσιμη Σιγκαπούρη. Καθώς η Ιαπωνία σταδιακά απομάκρυνε τους περιορισμούς, κάποιες από τις υπεράκτιες επιχειρήσεις επέστρεψαν στο Tokyo. Γενικότερα, ο ανταγωνισμός για το κεφάλαιο έχει δώσει κίνητρα στα κράτη να βελτιώσουν το οικονομικό τους έλεγχο, ώστε να είναι

¹ Όπως απέδειξε η Enron, μια φήμη αξιοπιστίας, και η αξία της αγοράς που προκύπτει από αυτή, μπορεί να εξαφανιστεί σε δευτερόλεπτα. Οι μικρές διαδικτυακές επιχειρήσεις ώθησαν την αρχή αυτή στα άκρα, συχνά περιμένοντας από τους επενδυτές να τιμολογήσουν κέρδη, τα οποία δεν θα προέκυπταν για μεγάλο χρονικό διάστημα, και θα παράγονταν από επιχειρηματικά μοντέλα και άυλα περιουσιακά στοιχεία όπως μάρκες που ακόμη δεν είχαν δημιουργηθεί.

αρεστός στο κινητό κεφάλαιο -αν και κάποια, όπως η Μαλαισία, έχουν αντισταθεί στην πίεση, και συνεχίζουν να ασκούν έλεγχο στις κινήσεις κεφαλαίων εκτός συνόρων.

Περίεργως, δεν έχει υπάρξει ανταγωνισμός προς τα κάτω όσον αφορά στον έλεγχο. Πίσω από κάθε σημαντική αγορά υπάρχει μια καλή ρύθμιση -είτε από μια κυβερνητική υπηρεσία είτε από τους συμμετέχοντες στην αγορά. Το διεθνώς κινούμενο κεφάλαιο τείνει να επιβραβεύει τον έλεγχο ο οποίος προστατεύει τους επενδυτές και συρρικνώνει τα προνόμια αυτών που λαμβάνουν εμπιστευτικές πληροφορίες για την αγορά. Μιλώντας γενικά, αυτό έχει οδηγήσει σε μια σύγκλιση των ρυθμίσεων σε κοινά διεθνή πρότυπα, αλλά αυτή η διαδικασία δεν είναι κατ' οποιονδήποτε τρόπο ολοκληρωμένη, ιδιαίτερα για προϊόντα επενδύσεων που πωλούνται σε ιδιώτες επενδυτές. Η μέρα κατά την οποία μια παγκόσμια επιχείρηση μπορεί να πουλήσει το ίδιο απλό χρηματιστηριακό κεφάλαιο οπουδήποτε στον κόσμο είναι ακόμα πολύ μακριά. Οι ΗΠΑ διστάζουν να επιτρέψουν σε συναλλαγές εγγυήσεων εκ της Ευρώπης να εφαρμόσουν το εμπόριό τους μέσω οθονών, αν και τεχνικά αυτό είναι πλέον εύκολο να γίνει, "υπερβολική στάση προστατευτισμού" όπως θεωρείται από τους Ευρωπαίους ελεγκτές.

Δεδομένων των πολιτικών δυσχερειών, η ιδέα μιας παγκόσμιας ρυθμιστική αρχής δεν εμπεριέχεται σε κάποιο σοβαρό πρόγραμμα. Αυτό ίσως να είναι και το καλύτερο: ο ανταγωνισμός μεταξύ ρυθμιστών επιφέρει κάποια πλεονεκτήματα. Αυτό που είναι προγραμματισμένο, τουλάχιστον για τους ελεγκτές από τα κράτη ανοιχτά σε διεθνές κεφάλαιο, είναι να εξασφαλιστεί η διάθεση καλών πληροφοριών σχετικά με την κατάσταση των παγκοσμίων αγορών και τις διεθνείς επιχειρήσεις χρηματοοικονομικών ομίλων. Το FSA για παράδειγμα έχει την ικανότητα να ρυθμίζει μόνο τις βρετανικές δραστηριότητες του Citigroup, αλλά θα έχει πολύ καλύτερες προδιαγραφές για να το κάνει αν γνωρίζει ικανοποιητικά την υγεία της εταιρείας σε παγκόσμιο επίπεδο. Οι πληροφορίες κινούνται ήδη πιο ελεύθερα μεταξύ διαφορετικών εθνικών ρυθμιστών. Πολυεθνικοί θεσμοί όπως το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, η Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών και το Φόρουμ Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας παίζουν όλα σημαντικό ρόλο σε αυτό, αλλά είναι η διμερής επικοινωνία μεταξύ εθνικών ρυθμιστών που έχει την μεγαλύτερη σημασία -και το παγκόσμιο οικονομικό σύστημα δεν είναι τόσο διαφανές στους εθνικούς ρυθμιστές όσο θα έπρεπε να είναι.

Ένας λόγος είναι ότι δεν υπάρχει διεθνής συμφωνία ως προς τι ακριβώς πρέπει να ελέγχεται. Επί παραδείγματι, στη Βρετανία οι ανασφαλιστές ελέγχονται από το FSA, αλλά στις εγχώριες αγορές τους η Munich Re και Swiss Re, οι μεγαλύτεροι ανασφαλιστές στον κόσμο, δεν υπόκεινται κατά κύριο λόγο σε έλεγχο. Μη οικονομικές εταιρίες με ευρείες οικονομικές δραστηριότητες δεν ταιριάζουν σωστά οπουδήποτε στο υπάρχον ρυθμιστικό πλαίσιο. Η Enron, η οποία έχει εύλογα περιγραφεί ως μια τράπεζα επενδύσεων ή αντισταθμιστικών κεφαλαίων έχοντας στην άκρη και μια επιχείρηση ενέργειας, δεν τελούσε υπό έλεγχο στις ΗΠΑ. Στη Βρετανία, η ίδια η εταιρία δεν ελεγχόταν, αλλά οι οικονομικές της θυγατρικές παρακολουθούνταν από το FSA. Υπάρχει πλήθος αποριών για το ποιος ρυθμίζει τον αυξανόμενο αριθμό ομίλων που τώρα μεταμορφώνονται σε οικονομικούς κολοσσούς, με βάση το μοντέλο της GE με την τεράστια επιχείρηση GE Capital. Αντισταθμιστικά κεφάλαια και άλλοι θεσμοί υψηλής μόχλευσης ρυθμίζονται ελαφρά στις περισσότερες χώρες, και καθόλου στις ΗΠΑ. Μια πρόταση από μια προεδρική ομάδα εργασίας για ισχυρότερο έλεγχο των αντισταθμιστικών κεφαλαίων, με αφορμή την κατάρρευση της μακροπρόθεσμης διαχείρισης κεφαλαίου (LTCM), δέχτηκε περίεργως σθεναρή αντίσταση από το Κογκρέσο για αρκετούς μήνες. Σήμερα, τα αντισταθμιστικά κεφάλαια δεν αποτελούν εξαίρεση.

Ένα δεύτερο ζήτημα, τουλάχιστον στα μάτια των εξωτερικών εταίρων, ήταν και είναι ακόμα το ότι οι ΗΠΑ διαθέτουν υπερβολικά πολλές διαφορετικές ρυθμιστικές αρχές. Ενώ η Βρετανία έχει συγχωνεύσει τους πολυπληθείς οικονομικούς ρυθμιστές της σε μια ενιαία αρχή, και αρκετές άλλες χώρες στον κόσμο κινούνται προς αυτή την κατεύθυνση, οι ΗΠΑ επιμένει στην πληθώρα διαφορετικών ρυθμιστών για διαφορετικά τμήματα του κλάδου οικονομικών και υπηρεσιών. Φαίνεται αμφίβολο να διαθέτει κάποιος από αυτούς μια ικανοποιητική γενική εικόνα για το τι συμβαίνει στο αμερικανικό οικονομικό σύστημα στο σύνολό του -αν και το Fed (FRS) υποστηρίζει ότι λαμβάνει όσες πληροφορίες χρειάζεται, ούτως ή άλλως. Κατά την διαχείριση του Clinton, η ρύθμιση λάμβανε συχνά χώρα στο γήπεδο του γκολφ μεταξύ των κυρίων Greenspan, Arthur Levitt, τον πρόεδρο του SEC, και Robert Rubin, τον γραμματέα του Θησαυροφυλακίου. Σήμερα, η διαδικασία προγραμματίζεται πιο επίσημα. Όπως και να 'χει, οι ιδιωτικές ρυθμιστικές αρχές του εξωτερικού θα το έβρισκαν ευκολότερο να λύσουν τα προβλήματα της διασυννοριακής συνεργασίας με έναν και μοναδικό Αμερικανό εταίρο.

Κάποιοι Αμερικανοί ρυθμιστές υπεραμύνονται των πολλαπλών συστημάτων τους, παρά τη σημαντική αλληλοεπικάλυψη που συντελείται, κυρίως με επιχείρημα ότι ο ανταγωνισμός μεταξύ ρυθμιστών τους κάνει δυναμικούς και ορθολογιστές. Σίγουρα, η υπεροχή του ενός, παγιωμένου ρυθμιστή δεν έχει ακόμα αποδειχτεί. Σύμφωνα με έκθεση CSFI (2010) από το Κέντρο για τη Μελέτη της Χρηματοοικονομικής Καινοτομίας, "επικρατεί μια διάχυτη αίσθηση δυσανεξίας στο City σχετικά με το ESA: ο κόσμος το βρίσκει γραφειοκρατικό, παρεμβατικό και αναίσθητο". Ωστόσο, ο παρών καταμερισμός της εργασίας

μεταξύ των διαφόρων Αμερικανών ρυθμιστών είναι δύσκολο να δικαιολογηθεί. Γιατί, για παράδειγμα, θα πρέπει το SEC να επιβλέπει τις συναλλαγές του Χρηματιστηρίου και το CFTC τις προθεσμιακές συναλλαγές, από τη στιγμή που οι ανάγκες ρυθμίσεις όλων των συναλλαγών είναι ουσιαστικά οι ίδιες; Και γιατί δεν ελέγχεται η ασφάλεια σε ομοσπονδιακό αλλά σε κρατικό επίπεδο, κυρίως από εκλεγμένους ασφαλιστικούς επιτρόπους; Κανένας δεν πιστεύει πραγματικά πως όλο αυτό έχει λογική, αλλά το σύστημα επιζεί επειδή κάθε ρυθμιστική αρχή έχει τους δικούς τους υποστηρικτές στο Κογκρέσο. Από κάποιες απόψεις, ένα αναποτελεσματικό ρυθμιστικό σύστημα ταιριάζει σε ισχυρούς οικονομικούς ομίλους. Οι νόμοι Glass-Steagall, οι οποίοι διατηρούσαν τις τράπεζες, τις τράπεζες επενδύσεων και τις ασφαλιστικές χωριστές, επέζησαν μιας ντουζίνας προσπαθειών του Κογκρέσου να τους καταργήσουν -ως και το 1998, οπότε και η Travelers, μια ασφαλιστική, συγχωνεύτηκε με τη Citibank, η οποία αμέσως τερμάτισε το πολυδάπανο lobbying της κατά της κατάργησης. Λίγο μετά έφυγαν από τη μέση. Πολλοί στην αμερικανική Γερουσία πίστευαν, ιδιαίτερα μετά την κατάρρευση της Enron, ότι μία ενιαία ρυθμιστική αρχή στα πρότυπα του FSA θα ήταν καλή λύση για τις αμερικανικές αγορές κεφαλαίου, αλλά για να συντελεστεί μια βασική αλλαγή, θα χρειαστεί μια μεγαλύτερη κρίση από της Enron για να την δρομολογήσει. Και έτσι έγινε, χωρίς ιδιαίτερη καθυστέρηση. Η κρίση της Lehman το 2008 ήταν αρκετή, όπως επίσης και η Οικονομική Πράξη Dodd-Frank, η οποία έχει μεταρρυθμίσει το αμερικανικό σύστημα στο σύνολό του, για την ευχαρίστηση σχεδόν όλων των εμπλεκομένων, πράγματι το προϊόν είναι μακροσκελές, και ενσωματώνεται σε 2.500 σελίδες νέας νομοθεσίας.

Μέχρι τώρα το δυσκίνητο ρυθμιστικό σύστημα της Αμερικής δεν φαίνεται να έχει καθυστερήσει την ανάπτυξη των αγορών της, αλλά σε βάθος χρόνου μπορεί να επιφέρει απώλειες, ιδιαίτερα αν-και αυτό είναι μάλλον απίθανο- η Ευρωπαϊκή Ένωση κατορθώσει την πλήρη ενσωμάτωση των αγορών κεφαλαίου της και την εισαγωγή κατάλληλου συστήματος ρύθμισης. Οι ΗΠΑ υπερηφανεύονται εδώ και χρόνια για το ότι έχουν τις πιο αποτελεσματικές αγορές κεφαλαίου στον κόσμο, και μέχρι σήμερα ισχύει όντως αυτό. Αλλά το δύσχυρο σύστημά της των πολλαπλών ρυθμιστών θα μπορούσε να αποδειχθεί ανταγωνιστικό μειονέκτημα αν η Ευρώπη ανέπτυξε ένα καλύτερο και λιγότερο δαπανηρό ρυθμιστικό σύστημα. Πράγματι, είναι πιθανόν ότι η πίεση από την ΕΕ θα βοηθήσει στην αφομοίωση του αμερικανικού ελέγχου. Σύμφωνα με μια προσεχή οδηγία της ΕΕ, κάθε χρηματοοικονομικός όμιλος ο οποίος λειτουργεί εντός της Ένωσης θα πρέπει να επιλέξει έναν κύριο ρυθμιστή της ΕΕ, που θα είναι υπεύθυνος για την επίβλεψη της εταιρίας σε παγκόσμιο επίπεδο. Πρακτικά, ο Ευρωπαίος ρυθμιστής για τις μεγάλες αμερικανικές επιχειρήσεις, όπως η Goldman και η Citi, θα εξουσιοδοτεί απαιτώντας από τον όμιλο να προτείνει έναν Αμερικανό ρυθμιστή ως τον "συνεργαζόμενο ρυθμιστή" της, ο οποίος θα αποτελούσε την de facto μοναδική εθνική ρυθμιστική αρχή για την εταιρία.

Ακόμα και αν η υποδομή για αποτελεσματικό παγκόσμιο οικονομικό έλεγχο προϋπήρχε, θα έπρεπε ακόμη να αντιμετωπιστούν τεράστιες προκλήσεις. Κάποιες πνευματικής φύσεως. "Πόσες απώλειες πρέπει να επιτρέπει ένα ρυθμιστικό σύστημα;" μια τόσο συχνή ερώτηση. Το να δοθεί μια απάντηση δεν είναι απλό, πέραν του να πούμε ότι πρέπει να είναι περισσότερο του μηδενός, και λιγότερο από αυτό που θα προκαλούσε την κατάρρευση του συστήματος. Άλλοι στον ρυθμιστικό κλάδο θεωρούν ότι το ιδανικό θα ήταν "λίγα μικρά προβλήματα, ώστε να γνωρίζουν οι άνθρωποι τους κινδύνους". Μπορεί να είναι ένας φόρος τιμής στην αμερικανική ρύθμιση το γεγονός ότι επιτράπη η κατάρρευση της Enron, και ευτυχώς αυτό δεν φαίνεται να επέφερε επιπτώσεις στο σύνολο του συστήματος. Η κρίση της Lehman τελείωσε με διαφορετικό σενάριο. Κάποια κράτη ίσως θα προσπαθούσαν να οργανώσουν μια σωτήρια επέμβαση. Πράγματι, ακόμα και το Fed (FRS) έχει την φήμη πως κρατάει ζωντανές εταιρίες οι οποίες θα έπρεπε να αφεθούν στην κατάρρευση. Η κατανόηση του κατά πόσο το επίπεδο κινδύνου βρίσκεται σε υπερβολικά υψηλά επίπεδα έχει γίνει πολύ δυσκολότερη σήμερα, όταν τόσοσος κίνδυνος μεταφέρεται από το τραπεζικό σύστημα. Πολλοί ανησυχούν πως οι ρυθμιστικές αρχές και οι χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις εξίσου είναι πολύ πιο ικανές στο να διακρίνουν την σχετική επικινδυνότητα διαφορετικών οργάνων, θεσμών και συνεργαζόμενων από ότι τον συνολικό κίνδυνο του συστήματος. Συμφωνούμε, το επιχείρημα αυτό έχει αρκετό βάρος.

Το πρόβλημα έχει έρθει στο προσκήνιο με την τεχνολογική "φούσκα", και τον πρόσφατα αναγεννημένο φόβο μιας ευρύτερης αμερικανικής "φούσκας" μετοχών. Το γνωρίζουν οι ρυθμιστές όταν έχει σχηματιστεί μια "φούσκα" και το οικονομικό σύστημα γίνεται επικίνδυνα ανισόρροπο; Μάλλον όχι με αρκετή σιγουριά, πάνω στην οποία να στηριχτούν πολιτική. Πιο προφανές είναι το ότι το συνολικό ρίσκο κινείται με τον οικονομικό κύκλο, τα στελέχη πιστώσεων τείνουν να δανείζουν υπερβολικά πολύ στις καλές περιόδους, θερμαίνοντας την οικονομία, και μετά σε περίπτωση δυσχέρειας να μειώνουν κατά πολύ τα δάνεια, κάνοντας τα πράγματα χειρότερα. Ένας τρόπος να ξεπεραστεί αυτό θα ήταν να εξαναγκαστούν οι τράπεζες να βάζουν στην άκρη υψηλότερα ποσά κεφαλαίου σε περιόδους οικονομικής άνθισης από ότι σε περιόδους ύφεσης, ώστε η αποδοχή κινδύνων να έχει λιγότερο κυκλικό χαρακτήρα. Πόσο κεφάλαιο θα πρέπει να

αποθηκεύουν οι χρηματοοικονομικοί όμιλοι για περιπτώσεις που το ρίσκο οδηγεί σε απώλειες είναι η πιο περίπλοκη απόφαση που πρέπει να λάβουν οι διεθνείς ρυθμιστές. Από το 1988, οι μεγάλες τράπεζες λειτουργούσαν βάσει του καπιταλιστικού προτύπου Basel, το οποίο συνδέει το ποσό του κεφαλαίου που πρέπει να αποθηκεύουν με την επικινδυνότητα των δανείων που δρομολογούν. Ωστόσο, οι κατηγορίες κινδύνου έχουν υπερβολικά λίγες διαφορές μεταξύ τους: οι τράπεζες πρέπει να βάλουν στην άκρη τόσο κεφάλαιο για ένα δάνειο προς τη Microsoft όσο και προς μια μικρή διαδικτυακή επιχείρηση, ή όσο για ένα δάνειο προς τη Βραζιλία ή προς τη Νότια Κορέα. Οι τράπεζες έχουν επίσης ανακαλύψει τρόπους χρήσης των παραγώγων και άλλων ασφαλειών ώστε να επιτρέπουν σε σχετικά επικίνδυνα δάνεια να αξιολογούνται ως χαμηλού ρίσκου και συνεπώς κατάλληλα για μεταχείριση χαμηλού κεφαλαίου. Οι ρυθμιστές φοβούνται πως ένα μεγάλο μέρος της ανάπτυξης στη χρήση παραγώγων και ασφάλισης από τις τράπεζες μπορεί να προκύπτει από την αποφυγή των ρυθμιστικών ελέγχων. Μπορούμε να προσθέσουμε ότι ο φόβος αυτός είναι κάτι παραπάνω από δικαιολογημένος.

III. Είναι το Basel-3 η λύση;

Το Basel-3, μια πιο ραφιναρισμένη έκδοση των κανόνων βασισμένου σε ρίσκο κεφαλαίων, βρίσκεται σε εξέλιξη. Πρόκειται να αφορά όχι μόνο στις μεγάλες τράπεζες, αλλά σε όλες τις τράπεζες παγκοσμίως, και σε όλες τις εταιρίες επενδύσεων στην ΕΕ. Συζητιέται επίσης και ένα Basel για τις ασφάλειες. Αλλά το Basel-3 έχει αντιπαραταχθεί με ισχυρές αντιθέσεις, εν μέρει επειδή είναι υπερβολικά περίπλοκο, εν μέρει επειδή κάποια κράτη διαφωνούν σχετικά με το πόσο κεφάλαιο θα πρέπει να αποθηκεύεται για κάποια είδη δανείων. Η Γερμανία θέλει μια μικρότερη απαίτηση κεφαλαίου για δάνεια προς μικρές επιχειρήσεις, για παράδειγμα, διότι τα τραπεζικά δάνεια αποτελούν την παραδοσιακή πηγή χρηματοδότησής της. Η εισαγωγή του νέου προτύπου, αρχικά προγραμματισμένη για το 2012, έχει ήδη καθυστερηθεί ως το 2014, και ακόμη και αυτό μπορεί να αποδειχθεί αισιόδοξο. Στο μεταξύ, οι τράπεζες λειτουργούν με ένα καπιταλιστικό πρότυπο που δεν λειτουργεί όπως θα έπρεπε, αλλά μπορεί να δίνει στους ρυθμιστές μια ψεύτικη αίσθηση ασφάλειας.

Στον καθορισμό ρυθμιστικού κεφαλαίου, το Basel-3 θα έδινε έναν ακόμα σημαντικότερο ρόλο στους οίκους αξιολόγησης όπως οι Moody's και Standard & Poor's. Πόσο σωστές είναι οι αξιολογήσεις τους είναι ιδιαίτερα πολυσυζητημένο θέμα. Όσον αφορά στον κίνδυνο κυριαρχίας, αυτό επαληθεύτηκε φανερά από τις πρόσφατες υποβαθμίσεις του ίδιου του χρέους της αμερικανικής κυβέρνησης, ή από την πληθώρα υποβαθμίσεων πολλών ορθών εθνικών χρεών όπως στη Γαλλία ή το Βέλγιο. Ως εναλλακτική λύση, οι τράπεζες θα ενθαρρυνθούν να χρησιμοποιήσουν τις δικές τους προσωπικές αξιολογήσεις. Αλλά οι ρυθμιστικές αρχές ακόμα δεν εμπιστεύονται τη χρήση ποσοτικών μοντέλων πιστωτικού κινδύνου για να τεθεί το ρυθμιστικό κεφάλαιο. Χρειάζονται καλύτερες τεχνικές και καλύτερα δεδομένα, ειδικά στην Ευρώπη. Πολλές μεγάλες τράπεζες ήδη χρησιμοποιούν ποσοτικά μοντέλα για να υπολογίσουν πόσο κεφάλαιο πρέπει να αποταμιεύσουν για συνολικές επενδύσεις εμπορεύσιμων ασφαλειών. Αυτά τα μοντέλα αξίας προς κίνδυνο (VAR) συνήθως μετράνε το περισσότερο που θα μπορούσε να χάσει μια εταιρία σε μια μέρα, κρίνοντας από προηγούμενες επιδόσεις, αλλά τείνουν να υποτιμούν τη συχνότητα με την οποία λαμβάνουν χώρα οι πραγματικά άσχημες μέρες. Την τελευταία δεκαετία έξι αναπάντεχες δυσχέρειες έχουν παρατηρηθεί στην αγορά, στη διάρκεια των οποίων οι μετρήσεις του VAR αποδείχθηκαν ανίκανες στην πρόβλεψη απωλειών. Οι δοκιμές αντοχής συνολικών επενδύσεων απέναντι σε τέτοια αναπάντεχα περιστατικά μπορούν να διορθώσουν κάποιες από τις αδυναμίες. Αλλά η μοντελοποίηση του πιστωτικού κινδύνου με αυτό τον τρόπο είναι πολύ πιο δύσκολη, και ιδιαίτερα επειδή τα δεδομένα για προηγούμενες πιστωτικές αποδόσεις είναι σπάνια.

Ένα άλλο βασισμένο στις αγορές σύστημα έχει επίσης δημιουργήσει κάποιο ενδιαφέρον. Αν οι τράπεζες εκδίδουν βραχυπρόθεσμο εξαρτημένο χρέος το οποίο συναλλάσσεται καθημερινά και πρέπει να αναχρηματοδοτείται συχνά, και μπορεί να παραμένει στις επιχειρήσεις μόνο εφόσον το χρέος αναχρηματοδοτείται, τότε η αγορά θα ρυθμίζει ουσιαστικά την τράπεζα. Οι δανειστές δεν θα ενισχύσουν μια τράπεζα η οποία πιστεύουν ότι κινδυνεύει να χρεοκοπήσει. Αλίμονο, η μοναδική χώρα που το προσπάθησε μέχρι τώρα ήταν η Αργεντινή, όπου το "μάδημα" του τραπεζικού συστήματος από την κυβέρνηση μετά από τη χρεοκοπία του μάλλον χειροτέρευσε την κατάσταση. Οι ρυθμιστές γνωρίζουν καλά πως η πολυπλοκότητα και μόνο του χρηματοοικονομικού συστήματος θέτει πρακτικούς περιορισμούς στο τι είναι σε θέση να κάνουν. Ολοένα και περισσότερο, πρέπει να στηριχτούν στον ιδιωτικό τομέα για βοήθεια στο έργο της ρύθμισης. Αυτοί δεν έχουν απλά τη δυνατότητα να εντοπίσουν ποιοι κίνδυνοι εισέρχονται σε μια μεγάλη διεθνή τράπεζα, εκτός και αν τους το πει η ίδια.

Η εφαρμογή στον τραπεζικό τομέα είναι δυνατόν να αυξάνει το ρίσκο του χρηματοοικονομικού συστήματος με άλλους τρόπους.² Το νέο παγκόσμιο δίλημμα, και με αυτό ο πραγματικός κίνδυνος, ότι το ρίσκο που αποδέχτηκαν αρχικά οι καπιταλιστικές αγορές θα εισέλθει ξανά, αργά ή γρήγορα, στο τραπεζικό σύστημα. Μεγάλο μέρος της μεταφοράς κινδύνου που από ότι φαίνεται λαμβάνει χώρα μπορεί να αποτελεί λογιστική πλάνη, σχεδιασμένη να ξεφύγει από τις ρυθμιστικές κεφαλαιακές απαιτήσεις χωρίς πραγματικά να καταπολεμάται ο κίνδυνος. Και αν οι ασφαλιστές δεν είναι σε θέση να ολοκληρώσουν τις υποχρεώσεις τους και χρεοκοπήσουν, οι τράπεζες μπορεί να βρεθούν με έλλειψη των χρειαζόμενων αποθηκευμένων κεφαλαίων. Είναι ασφαλές να υποθέσουμε πως αρκετός από τον ανεπιθύμητο κίνδυνο που αναλαμβάνει ο τραπεζικός τομέας μπορεί να καταλήξει στα χέρια λιγότερο πολύπειρων επενδυτών, μεταξύ αυτών και κάποιων από τα άτομα που τώρα βρίσκονται στο στόχαστρο των επιχειρήσεων οικονομικών και υπηρεσιών. Μπορεί να παίρνουν αυτό το ρίσκο ασυλλόγιστα. Κανείς δεν ξέρει πως θα αντιδρούσαν αυτά τα άτομα αν το ανακάλυπταν, ή πως το γεγονός αυτό θα επηρέαζε την παγκόσμια οικονομία στο σύνολό της. Θα μπορούσαν να αισθανθούν φτωχότεροι και λιγότεροι διατεθειμένοι να ξοδέψουν, πράγμα που θα προκαλούσε στην οικονομία του είδους τη ζημιά την οποία φοβάται το τραπεζικό σύστημα.

Υπάρχει μια πραγματική απειλή που πιθανόν να επιταχυνθεί μέσω του αντιστρόφου συντελεστή. Παρόλα αυτά, εφόσον ο κίνδυνος παραμένει συγκεντρωμένος μέσα σε μια χώρα και κυρίως στις τράπεζές της, οι ρυθμιστικές της αρχές θα έπρεπε να μπορούν να τον επιβλέπουν αποτελεσματικά. Το πρόβλημα με τη σημερινή συγκέντρωση κεφαλαίων είναι ότι οι ρυθμιστές μπορεί να έχουν ξεπεράσει πλέον τα όριά τους, την εθνική τους δικαιοδοσία. Υπό αυτή την έννοια, υπάρχει μια προφανής ανάγκη για διεθνείς ρυθμιστικούς μηχανισμούς. Την ίδια στιγμή, φαίνεται καθαρά πως μεγάλο μέρος της δυναμικής στα παγκόσμια οικονομικά τις τελευταίες τρεις δεκαετίες προέκυψε λόγω των λιγότερων περιορισμών στην κίνηση του κεφαλαίου, ιδιαίτερα εκτός συνόρων, και στο σε τι μπορεί να χρησιμεύσει αυτό.

Στο μεγαλύτερο μέρος, τα χρήματα μπορούν να κινηθούν ελεύθερα οπουδήποτε παρουσιάζεται μια ευκαιρία, και σε γενικές γραμμές έχει γίνει αυτό, αφήνοντας τους πάντες σε καλύτερη θέση από ότι θα ήταν με δυσκίνητες ρυθμίσεις. Να προσθέσουμε, συνήθως βάσει φυσιολογικής συμπεριφοράς.³

IV. Συμπεράσματα

Ας αναφέρουμε ξανά τα κυριότερα σημεία μας.

Πίσω από κάθε καλή αγορά υπάρχει και καλή ρύθμιση -είτε από κάποιον κυβερνητικό οργανισμό είτε οργανωμένο από συμμετέχοντες στις αγορές. Μετά τις σοβαρές χρηματοοικονομικές κρίσεις τόσο στις ΗΠΑ όσο και στην Ευρώπη τα τελευταία τέσσερα χρόνια, κατέστη φανερή η ανάγκη για αλλαγή, με στόχο ένα καλύτερο ρυθμιστικό διεθνές περιβάλλον. Το διεθνώς κινούμενο κεφάλαιο τείνει να επιβραβεύει τον έλεγχο ο οποίος προστατεύει τους επενδυτές και συρρικνώνει τα προνόμια αυτών που λαμβάνουν εμπιστευτικές πληροφορίες για την αγορά. Μιλώντας γενικά, αυτό έχει οδηγήσει σε μια σύγκλιση των ρυθμίσεων σε κοινά διεθνή πρότυπα, αλλά αυτή η διαδικασία δεν είναι κατ' οποιονδήποτε τρόπο ολοκληρωμένη, ιδιαίτερα για προϊόντα επενδύσεων που πωλούνται σε ιδιώτες επενδυτές.

² Η ενοποίηση έχει περιορίσει τον αριθμό των μεγάλων συμμετεχόντων στις αγορές. Το 1995, 20 τράπεζες στις ΗΠΑ διενεργούσαν το 75% της αγοραπωλησίας συναλλάγματος. Κατά το 2001, ο αριθμός αυτός είχε μειωθεί σε 13. Σίγουρο είναι πως οι χρηματοοικονομικοί όμιλοι, ειδικά στη Wall Street και στο City of London, λατρεύουν τα παράγωγα, και έχουν προσλάβει μια στρατιά μαθηματικών και φυσικών επιστημόνων για εργασία ως "οικονομικοί μηχανικοί", δημιουργώντας περίπλοκα νέα παράγωγα για να ακινητοποιήσει τον κίνδυνο στο πλαίσιο του οικονομικού συστήματος. Τα πιστωτικά παράγωγα ήδη έχουν μια ονομαστική αξία σχεδόν 1 τρις δολαρίων, σε αύξηση από περίπου 100 δις προ πενταετίας. Προβλέφθηκε η άνοδος τους στα 3 τρις δολάρια μέχρι το 2011. Η ονομαστική αξία των εξωχρηματοπιστηριακών παραγώγων τώρα ξεπερνάει τα 100 τρις δολάρια, 60% των οποίων ελέγχονται από πέντε μόνο αντιπροσώπους, μεταξύ αυτών και δύο γίγαντες, τη J.P. Morgan και τη Citigroup. Τα παράγωγα και άλλα εργαλεία οικονομικής μηχανικής μπορούν να χρησιμοποιηθούν για καλύτερη διαχείριση του κινδύνου αντισταθμίζοντας θέσεις και μεταφέροντας τον ανεπιθύμητο κίνδυνο σε έναν αντισυμβαλλόμενο, και για αυτό υποστηρίζουν οι τράπεζες ότι συνήθως τα χρησιμοποιούν. Ωστόσο, αυτά τα εργαλεία μπορούν επίσης να χρησιμεύσουν στην αύξηση του κινδύνου, ίσως σε μεγάλα μεγέθη, και υπάρχει ένα αυξανόμενο ρίσκο ότι αυτό θα γίνει κατά λάθος.

³ Σε αυτό το πλαίσιο, πρέπει να αναφέρουμε πως ένας φυσικός επιστήμονας αντιμετωπίζει τον κόσμο των σύγχρονων χρηματοοικονομικών αγορών, και να θέσουμε την πιο συχνή ερώτηση: "Γιατί τόσα πολλά άτομα προσκολλώνται με τόση επιμονή στην ιδέα αποτελεσματικών αγορών;" Ο Emanuel Derman της Goldman Sachs, ένας από τον ολόένα αυξανόμενο αριθμό πρώην φυσικών επιστημόνων που τώρα εργάζονται στην επενδυτική τραπεζική, θέτει σε προοπτική αυτή την ιδέα. Στα οικονομικά, λέει, παίζεις εναντίον ανθρώπων, οι οποίοι αξιολογούν τα περιουσιακά στοιχεία ανάλογα με τα αισθήματά τους για το μέλλον. "Αυτά τα αισθήματα είναι εφήμερα, ή τουλάχιστον ασταθή". Τι απλός τρόπος για να περιγραφεί η περίπλοκη πραγματικότητα, όπως αναφέρεται στον U.S. Weekly Analyst, Goldman Sachs, Μάρτιος 24. 2002.

Η μέρα κατά την οποία μια παγκόσμια επιχείρηση μπορεί να πουλήσει το ίδιο απλό χρηματιστηριακό κεφάλαιο οπουδήποτε στον κόσμο είναι ακόμα πολύ μακριά. Η αγορά κρατικού χρέους δέχτηκε σημαντικότερες καθυστερήσεις λόγω των οίκων αξιολόγησης, οι οποίοι συχνά δεν συνειδητοποιούν την αλήθεια αμέσως ώστε να στείλουν σε παγκόσμιο επίπεδο μηνύματα σε εταιρίες με αποταμιευμένα κεφάλαια, ποιος είναι και ποιος όχι καλός μελλοντικός κίνδυνος.

Δεδομένων των πολιτικών δυσχερειών, η ιδέα μιας παγκόσμιας ρυθμιστική αρχής δεν εμπεριέχεται σε κάποιο σοβαρό πρόγραμμα, ούτε στο πλαίσιο των G-20, ούτε της ΕΕ. Αυτό ίσως να είναι και το καλύτερο: ο ανταγωνισμός μεταξύ ρυθμιστών επιφέρει κάποια πλεονεκτήματα. Αυτό που είναι προγραμματισμένο, τουλάχιστον για τους ρυθμιστές από τα κράτη ανοιχτά σε διεθνές κεφάλαιο, είναι να εξασφαλιστεί η διάθεση καλών πληροφοριών σχετικά με την κατάσταση των παγκοσμίων αγορών και τις διεθνείς επιχειρήσεις χρηματοοικονομικών ομίλων.

Η κατανόηση του κατά πόσο το επίπεδο κινδύνου βρίσκεται σε υπερβολικά υψηλά επίπεδα έχει γίνει πολύ δυσκολότερη σήμερα, όταν τόσος κίνδυνος μεταφέρεται από το τραπεζικό σύστημα. Το πρόβλημα έχει έρθει στο προσκήνιο με την τεχνολογική "φούσκα", και τον πρόσφατα αναγεννημένο φόβο μιας ευρύτερης αμερικανικής "φούσκας" μετοχών και ακινήτων. Το γνωρίζουν οι ρυθμιστές όταν έχει σχηματιστεί μια "φούσκα" και το οικονομικό σύστημα γίνεται επικίνδυνα ανισόρροπο; Θα το επαναλάβουμε: μάλλον όχι με αρκετή σιγουριά, πάνω στην οποία να στηρίζουν πολιτική. Πιο προφανές είναι το ότι το συνολικό ρίσκο κινείται με τον οικονομικό κύκλο.

Ένα άλλο μάθημα που πρέπει να επαναληφθεί: τα στελέχη πιστώσεων τείνουν να δανείζουν υπερβολικά στις καλές περιόδους, θερμαίνοντας την οικονομία, και μετά σε περίπτωση δυσχέρειας να μειώνουν κατά πολύ τα δάνεια, κάνοντας τα πράγματα χειρότερα. Ένας τρόπος να ξεπεραστεί αυτό θα ήταν να εξαναγκαστούν οι τράπεζες να βάζουν στην άκρη υψηλότερα ποσά κεφαλαίου σε περιόδους οικονομικής άνθισης από ότι σε περιόδους ύφεσης, ώστε η αποδοχή κινδύνων να έχει λιγότερο κυκλικό χαρακτήρα. Αυτό ενισχύθηκε από τους προσφάτως χαλαρωμένους όρους -όπως τοποθετείται το Basel-3- στο LCR, τον δείκτη κάλυψης ρευστότητας που χρειάζονται οι τράπεζες στις καθημερινές τους λειτουργίες. Αν ο εξαναγκασμός ίσχυε διεθνώς, θα ήμασταν σε ακόμα καλύτερη θέση. Πρωτοβουλίες σε αυτό το θέμα θα πρέπει να προέλθουν από τους ρυθμιστές των μεγαλύτερων και σημαντικότερων συμμετεχόντων στις αμερικανικές αγορές. Το ίδιο ισχύει για την Ευρώπη και για τον νέο της θεσμό, το EFA, την Ευρωπαϊκή Οικονομική Αρχή. Χρειαζόμαστε καλύτερους κανόνες, όχι απλώς περισσότερους. Μεγάλες και μικρές ανοιχτές οικονομίες, οι δημόσιοι και ιδιωτικοί τομείς τους σίγουρα θα ωφεληθούν από αυτούς.

Μεταφρασμένο από την Αγγελική Νεβσεχιρλίογλου

*

Βιβλιογραφία

- Fisher. Stanley (2001): Exchange Rate Regimes: is the Bipolar View Correct? Distinguished Lecture on Economics in Government. Meetings of the American Economic Association, New Orleans, January 6.
- Froot, Kenneth, A.-Rogoff, Kenneth, (1995): Perspectives on PPP and Long Run Real Exchange Rates, In: Grossman, G.-Rogoff, K. /eds./: Handbook of International Economics, Vol. III. Elsevier Science
- Krugman, Paul (1994): Competitiveness: a dangerous obsession, Foreign Affairs, Vol. 73. No. 2. pp. 28-44
- Krugman, Paul – Obstfeld, Maurice (2000): *International Economics, Theory and Practice*. 5th edition, Addison Wesley Longman. [(2003) *Nemzetközi Gazdaságtan, Elmélet és Gazdaságpolitika*. Panem Kiadó, Budapest.]
- Obstfeld, Maurice (1998): The Global Capital Market, „Benefit or Menace”, *Journal of Economic Perspectives* 12. no. 4, Fall 1998, (pp. 9-30).
- Magas I. (2000): The Impact of International Capital Flows: The Case of Hungary In: Bara, Z.- Csaba L /eds/: *Small Economies Adjustment to Global Change*. Budapest, Aula Kiadó, (341-356).
- Magas I. (2001): International Distribution of Equity Funds and Market Efficiency, *Acta Oeconomica* Vol. 51. (3), pp. 343-362.
- Magas I. (2012) External Shocks, Limited Absorption: the case of a small open economy, Post Communist Economies, No. 2, *Journal of CPCE* (forthcoming, article id: 647626)
- Pugel. A.Thomas - Lindert. H. Peter (2002): *International Economics*, 11th International Edition, Irwin McGraw-Hill, Boston

*

dke@southeast-europe.org
www.southeast-europe.org

© DKE 2011.

Σημείωση: Αξιότιμοι ερευνητές! Εάν κάνετε αναφορά σε αυτό το άρθρο ή χρησιμοποιήσετε κάποιο απόσπασμα παρακαλώ στείλτε μας e-mail στη διεύθυνση dke@southeast-europe.org για να μας ενημερώσετε. Παρακαλώ αναφερθείτε στο άρθρο ως εξής:

István Magas: Οικονομική Καινοτομία: Ο εφιάλτης της ρυθμιστικής αρχής. Σκοπεύοντας προς περισσότερη ή απλά καλύτερη ρύθμιση; (Μετάφρασε η Αγγελική Νεβσεχιρλίογλου), *Délkelet-Európa – South-East Europe International Relations Quarterly*, (Φθινόπωρο 2011) σελ. 1-7.

Ευχαριστώ για την ευγενική σας συνεργασία. *Ο Αρχισυντάκτης*