



**Η πρόσφατη χρηματοπιστωτική αναταραχή:
Μια πρώτη αξιολόγηση και ορισμένες εκτιμήσεις πολιτικής για τη
διεθνή αρχιτεκτονική του χρηματοπιστωτικού συστήματος**

Χρήστος Βλ. Γκόρτσος

**Επίκ. Καθηγητής Διεθνούς Οικονομικού Δικαίου, Πάντειο Πανεπιστήμιο Αθηνών
Γενικός Γραμματέας Ελληνικής Ένωσης Τραπεζών**

Μάιος, 2008

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

I. Το πραγματικό υπόβαθρο

- A. Το τραπεζικό μοντέλο της «παραγωγής και διανομής» (originate and distribute): τιτλοποιήσεις και παρεμφερείς πρακτικές
- B. Η εμφάνιση των τραπεζικών «επενδυτικών εταιρειών ειδικού σκοπού» (special investment companies)
- Γ. Ο πιο αδύναμος κρίκος στην αλυσίδα: η αγορά στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου των Η.Π.Α
- Δ. Οι επιδράσεις της χρηματοπιστωτικής αναταραχής

II. Διδάγματα από την αναταραχή

- A. Μια γενική αξιολόγηση
- B. Αδυναμίες στη λειτουργία του τραπεζικού μοντέλου της «παραγωγής και διανομής»
- Γ. Αδυναμίες στη λειτουργία των «επενδυτικών εταιρειών ειδικού σκοπού»
- Δ. Ειδικότερα: η ανάγκη για διεθνή συνεργασία στο νομισματικό και χρηματοπιστωτικό σύστημα

III. Ορισμένες εκτιμήσεις πολιτικής

- A. Η τρέχουσα συζήτηση
- B. Προτάσεις για την αντιμετώπιση των αδυναμιών του τραπεζικού μοντέλου της «παραγωγής και διανομής»
- Γ. Προτάσεις για την αντιμετώπιση των αδυναμιών στη λειτουργία των «επενδυτικών εταιρειών ειδικού σκοπού»
- Δ. Άλλες προτάσεις
- E. Συμπερασματικές παρατηρήσεις και προσωπικές εκτιμήσεις: Διατήρηση του μοντέλου και διασφάλιση της εξισορρόπησης μεταξύ των καθοδηγούμενων από την αγορά λύσεων και της ρυθμιστικής παρέμβασης

I. Το πραγματικό υπόβαθρο

A. Το τραπεζικό μοντέλο της «παραγωγής και διανομής»: τιτλοποιήσεις

1. Νέα προϊόντα στις διεθνείς πιστωτικές αγορές για τη διαχείριση του πιστωτικού κινδύνου:
 - Τιτλοποιήσεις
 - Παράγωγα πιστωτικού κινδύνου
2. Τιτλοποιήσεις (το τραπεζικό μοντέλο της «παραγωγής και διανομής»): η βασική διάρθρωση
 - μια τράπεζα ή χρηματοδοτική επιχείρηση (εκδότης) χορηγεί ένα δάνειο σε έναν οφειλέτη
 - ο εκδότης πουλάει μια ομάδα δανείων σε ένα όχημα ειδικού σκοπού (SPV)
 - το SPV αυτοχρηματοδοτείται με την έκδοση χρεωστικών τίτλων (τίτλοι με εξασφάλιση, ABSs)
 - η αξιολόγηση των χρεωστικών τίτλων πραγματοποιείται από εταιρίες αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας
 - η καταβολή των αποδόσεων στους επενδυτές (κατόχους ομολόγων) εξαρτάται από την ομαλή εξυπηρέτηση των αρχικών δανείων) – ο επενδυτής δεν δύναται να παρακολουθεί τους τελικούς δανειολήπτες
 - τα ABSs πωλούνται από επενδυτικές τράπεζες σε θεσμικούς επενδυτές
 - τυπικά δεν υπάρχει δευτερογενής αγορά για τη διαπραγμάτευση των ABSs

A. Το τραπεζικό μοντέλο της «παραγωγής και διανομής»: τιτλοποιήσεις (συν.)

3. Τιτλοποιήσεις: η θετική συμβολή τους

- Μείωση του πιστωτικού κινδύνου στα τραπεζικά χαρτοφυλάκια – λόγω των απαιτήσεων του ρυθμιστικού πλαισίου για την κεφαλαιακή επάρκεια, συμβάλλει στην αποδέσμευση ιδίων κεφαλαίων για την τοποθέτησή τους σε άλλες παραγωγικές επενδύσεις
 - Υψηλότερη ρευστότητα στα τραπεζικά χαρτοφυλάκια (τα δάνεια είναι γενικώς μη ρευστοποιήσιμα, εκτός εάν έχουν τιτλοποιηθεί)
 - Περιορισμός της αναντιστοιχίας ληκτότητας μεταξύ στοιχείων ενεργητικού και παθητικού στα τραπεζικά χαρτοφυλάκια
- Ζήτηση για ABSs από θεσμικούς επενδυτές οι οποίοι αναζητούν υψηλότερες αποδόσεις από τις αντίστοιχες των κρατικών και εταιρικών ομολόγων και διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου τους

Α. Το τραπεζικό μοντέλο της «παραγωγής και διανομής»: τιτλοποιήσεις (συν.)

4. Το δεύτερο κύμα τιτλοποιήσεων: τα “δομημένα πιστωτικά προϊόντα”

- Χαρακτηριστικό προϊόν: τα “collateralized debt obligations” (CDOs)- υπάρχουν επίσης και CDOs σε CDOs (γνωστά ως “CDO-square”)
- Η επενδυτική εταιρεία ειδικού σκοπού που εκδίδει CDOs τοποθετεί μαζί ομόλογα από διαφορετικά προϊόντα τιτλοποίησης
- Το νέο χαρτοφυλάκιο είναι δομημένο σε διάφορες κλίμακες (“tranches”) με διαφορετικό βαθμό έκθεσης στον πιστωτικό κίνδυνο
- Κάθε τμήμα μπορεί να πωληθεί σε επενδυτές με διαφορετικό προφίλ κινδύνου
- Η απόδοση είναι ανάλογη του κινδύνου: οι επενδύσεις σε κατώτερες κλίμακες είναι πιο επικίνδυνες και γι’ αυτό έχουν υψηλότερες αποδόσεις
- στο κατώτατο επίπεδο της όλης δομής: ένα “equity tranche” που συνήθως βρίσκεται στην κατοχή της χορηγούσας τα δάνεια τράπεζας

Α. Το τραπεζικό μοντέλο της «παραγωγής και διανομής»: τιτλοποιήσεις (συν.)

5. Μειονεκτήματα των CDOs

- Δυσκολία αξιολόγησης του πιστωτικού κινδύνου στα διάφορα tranches των CDOs– οι επενδυτές βασίζονται σχεδόν αποκλειστικά στις αξιολογήσεις που παρέχονται από τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας (CRAs)
- Τα CDOs δεν είναι διαπραγματεύσιμα στη δευτερογενή αγορά
 - Περιορισμένος βαθμός διαπραγματεύσεως και χαμηλός βαθμός ρευστότητας
 - Αξιολόγηση με τη χρήση μεθόδων που έχουν δημιουργηθεί από τους CRAs

Β. Η εμφάνιση των τραπεζικών «επενδυτικών εταιρειών ειδικού σκοπού»

1. Κατηγορίες επενδυτικών εταιρειών ειδικού σκοπού

- Conduits
- Οχήματα ειδικού σκοπού (SIVs) (ιδιαίτερος μοχλευμένα)

2. Επενδυτικές πολιτικές των εταιρειών ειδικού σκοπού

- Συμμετοχές σε CDOs (μακροπρόθεσμα μη ρευστοποιήσιμα κεφάλαια)
- Χρηματοδότηση από την έκδοση βραχυπρόθεσμων Asset-Backed Commercial Papers ABCPs)

3. Ο ρόλος των τραπεζών εκδοτών

- Το κίνητρο: οι τράπεζες επιτυγχάνουν αποτελεσματική διαχείριση ενεργητικού – παθητικού (asset liability management)
- Η υποχρέωση: οι τράπεζες εγγυώνται την ικανότητα των Conduits και των SIVs να αποπληρώσουν τις οφειλές τους στους επενδυτές (κατόχους ABCPs), αν τα τελευταία αδυνατούν να εκδώσουν νέους τίτλους στις αγορές (εγγύηση ρευστότητας, πιστωτική ενίσχυση και ταμειακές διευκολύνσεις
- (Εκτός ισολογισμού) ανοίγματα σε Conduits και SIVs δεν δημοσιεύονται

Γ. Ο αδύναμος κρίκος: η αγορά στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου των Η.Π.Α

1. Χαρακτηριστικά των στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου των Η.Π.Α.
 - Στεγαστικά δάνεια που χορηγούνται σε νοικοκυριά χαμηλής φερεγγυότητας και περιορισμένων οικονομικών δυνατοτήτων
 - “Short-reset” loans
 - Αποτελούν το 13% του συνόλου των στεγαστικών δανείων στις Η.Π.Α.
2. Τα προβλήματα που ανέκυψαν από τα αμερικανικά στεγαστικά δάνεια υψηλού κινδύνου
 - Υποχρέωση να πραγματοποιείται κατάλληλη αξιολόγηση του πιστωτικού κινδύνου των δανειοληπτών ώστε να διαφοροποιούνται τα επιτόκια -αυτό δεν συνέβη
 - Όταν τα επιτόκια άρχισαν να αυξάνονται, πολλοί δανειολήπτες άρχισαν να αθετούν τις δανειακές τους υποχρεώσεις, μερικές φορές ακόμα και πριν από τη μετάπτωση.

Δ. Οι επιδράσεις της χρηματοπιστωτικής αναταραχής

1. Τα αρχικά γεγονότα:
 - Το καλοκαίρι του 2007 έγινε εμφανές ότι οι επισφάλειες στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου θα είναι περισσότερες από ότι αρχικά αναμενόταν
 - Κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου που είχαν επενδυτική θέση στην Bearn Stearns πτώχευσαν επειδή αδυνατούσαν να διαθέσουν CDOs που περιελάμβαναν στεγαστικά δάνεια υψηλού κινδύνου, ώστε να ικανοποιήσουν τις απαιτήσεις των επενδυτών για ρευστότητα
 - Οίκοι αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας υποβάθμισαν CDOs που περιελάμβαναν στεγαστικά δάνεια υψηλού κινδύνου – η εμπιστοσύνη στην αγορά σχετικά με την τιλοποίηση ενυπόθηκων πιστώσεων κλονίστηκε
2. Επιπτώσεις στις τράπεζες:
 - Επενδυτές σε ABCPs έχασαν την εμπιστοσύνη τους, ενώ παράλληλα, μειώθηκε η ζήτηση για τέτοιου είδους προϊόντα (flight to quality)
 - Μητρικές τράπεζες των Conduits και SIVs υποχρεώθηκαν να εκπληρώσουν τις υποχρεώσεις που απέρρεαν από τις συμφωνίες πιστωτικής ενίσχυσης και ταμειακών διευκολύνσεων– στις περισσότερες περιπτώσεις ο βαθμός της πραγματικής έκθεσης στον κίνδυνο ήταν μη αναμενόμενος
 - Δύο Γερμανικές τράπεζες (IKB και Sachsen Landesbank) ανακοίνωσαν σημαντικές απώλειες από τις συμμετοχές τους σε Conduits

Δ. Οι επιδράσεις της χρηματοπιστωτικής αναταραχής (συν.)

3. Η αντίδραση των τραπεζών και οι επιπτώσεις στη διατραπεζική αγορά:
- Τράπεζες με συμμετοχές σε Conduits και SIVs χρειάζονταν ρευστότητα ώστε να:
 - ανταποκριθούν στις υποχρεώσεις που απέρρεαν από τις εγγυήσεις περί ρευστότητας, και/ή
 - να μεταφέρουν τα υποκείμενα περιουσιακά στοιχεία εντός ισολογισμού (επηρεάζοντας έτσι και το δείκτη κεφαλαιακής τους επάρκειας)
 - Τράπεζες χωρίς συμμετοχές σε Conduits και SIVs ήταν απρόθυμες να δανείσουν στη διατραπεζική αγορά λόγω της έλλειψης διαφάνειας σχετικά με το βαθμό έκθεσης των άλλων τραπεζών στον κίνδυνο ρευστότητας
 - Αθροιστική επίπτωση: τα επιτόκια στη διατραπεζική αγορά δανείων χωρίς εξασφάλιση αυξήθηκαν απότομα
 - Τράπεζες ανάλογα με τις μακροπρόθεσμες χρηματοδοτήσεις τους αντιμετώπισαν απώλειες: Η Northern Rock αντιμετώπισε το φαινόμενο του «τραπεζικού πανικού», το πρώτο εδώ και δεκαετίες σε μια χώρα με ένα σαφές πλαίσιο εγγύησης καταθέσεων

Δ. Οι επιδράσεις της χρηματοπιστωτικής αναταραχής (συν.)

4. Η αντίδραση των κεντρικών τραπεζών:

- Οι κεντρικές τράπεζες παρενέβησαν, με συντονισμένες ενέργειες, προκειμένου να παρασχεθεί ρευστότητα και να μειωθεί η αστάθεια στα βραχυπρόθεσμα επιτόκια
- Ορισμένες κεντρικές τράπεζες (U.S. Federal Reserve) μείωσαν ακόμα και το ποσοστό σε κύριες διαδικασίες αναχρηματοδότησης, ενώ άλλες (ΕΚΤ) δεν το αύξησαν, όπως αναμενόταν

5. «Κρίση εμπιστοσύνης» προς τους Οργανισμούς Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας σε ό,τι αφορά την κατάλληλη αξιολόγηση εκ μέρους τους των δομημένων χρηματοπιστωτικών προϊόντων

II. Διδάγματα από την αναταραχή

A. Μια γενική αξιολόγηση

1. Μέσω του υπάρχοντος τραπεζικού μοντέλου της «παραγωγής και διανομής», έχουμε προχωρήσει προς ένα “market-based” χρηματοπιστωτικό σύστημα (θετική εξέλιξη)
2. Ένα νέο κανάλι μετάδοσης αλυσιδωτών αρνητικών επιδράσεων (spillovers) με πιθανές προεκτάσεις σε διεθνές επίπεδο:
 - Δυσμενείς συνθήκες στην αγορά για τον τομέα των τιτλοποιήσεων στεγαστικών δανείων μπορεί να έχουν επιπτώσεις στα επιτόκια στη διατραπεζική αγορά
 - Από την πώληση με χαλαρά πιστοδοτικά κριτήρια στεγαστικών δανείων στις Η.Π.Α. στο κλείσιμο της Northern Rock στο Ηνωμένο Βασίλειο
3. «Διαδικτυακοί» τραπεζικοί πανικοί: η εμπειρία της Northern Rock

Α. Μια γενική αξιολόγηση (συν.)

4. Ο σημαντικός ρόλος της συμπεριφοράς των θεσμικών επενδυτών
 - Η κατευθυνόμενη από τη ρευστότητα ζήτηση για υψηλές αποδόσεις επηρέασε την παροχή νέων προϊόντων (λόγω χαμηλών αποδόσεων των υπολοίπων κατηγοριών ομολόγων)
 - Η αλλαγή στις προσδοκίες της αγοράς και ο κλονισμός της εμπιστοσύνης προκάλεσαν την αναταραχή

5. Ο ρόλος των κεντρικών τραπεζών στη διατήρηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας
 - Ο έλεγχος και η αξιολόγηση των προοπτικών για χρηματοπιστωτική σταθερότητα (ο λόγος για τον οποίο οι νομισματικές αρχές δεν εξεπλάγησαν)
 - Η παροχή ρευστότητας στις χρηματοπιστωτικές αγορές και στους διαμεσολαβούντες χρηματοπιστωτικούς φορείς, ώστε να αποτραπεί η γενίκευση της κρίσης με αρνητικές συστημικές επιπτώσεις:
 - Πράξεις για την εξομάλυνση απρόσμενων και βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας (σπάνια χρησιμοποιούμενες από την ΕΚΤ)
 - Πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης
 - Πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης

Α. Μια γενική αξιολόγηση (συν.)

6. Ο σημαντικός ρόλος των συντονισμένων ενεργειών των συμμετεχόντων της αγοράς στον περιορισμό της έκτασης της αναταραχής (“Master Liquidity Enhancement Conduit”- M-Lec)
7. Η αλληλεπίδραση μεταξύ της πραγματικής οικονομίας, της νομισματικής πολιτικής και της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού τομέα:
 - Η αύξηση των ονομαστικών επιτοκίων –εξαιτίας της οικονομικής ανάπτυξης- *μπορεί* κάτω από ορισμένες συνθήκες να επηρεάσει τη δυνατότητα των δανειοληπτών να αποπληρώσουν τα χρέη τους (αύξηση των επισφαλειών)
 - Η χρηματοπιστωτική αστάθεια *μπορεί* να έχει επίδραση στην οικονομική ανάπτυξη και να επηρεάσει την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής, όπως αυτή ασκείται από τις κεντρικές τράπεζες

Α. Μια γενική αξιολόγηση (συν.)

8. Ο αντίκτυπος στον Ευρωπαϊκό τραπεζικό κλάδο:

- Τα προβλήματα διαδόθηκαν κυρίως από ένα υποσύνολο δανειοληπτών: άλλοι τομείς της αγοράς και της οικονομίας έχουν ισχυρά θεμελιώδη μεγέθη
- Η ικανότητα των Ευρωπαϊκών τραπεζών να απορροφούν τους κλυδωνισμούς πηγάζει από τον υψηλό δείκτη κεφαλαιακής τους επάρκειας – ο οποίος θα ενισχυθεί περαιτέρω με την εφαρμογή της Οδηγίας 2006/48/ΕΚ (το Ευρωπαϊκό ισοδύναμο της “Βασιλείας ΙΙ”)
- Ο Ελληνικός τραπεζικός κλάδος έχει επηρεαστεί σε περιορισμένη κλίμακα από την αναταραχή:
 - Οι ελληνικές τράπεζες δεν είχαν επενδύσει σε CDOs
 - Οι ελληνικές τράπεζες δεν είχαν στην ιδιοκτησία τους Conduits ή SIVs
 - Αρνητικές δευτερογενούς φύσεως επιδράσεις λόγω περιορισμένης ρευστότητας στη διατραπεζική αγορά

Β. Αδυναμίες στη λειτουργία του τραπεζικού μοντέλου της «παραγωγής και διανομής»

1. Με βάση το τραπεζικό μοντέλο της «παραγωγής και διανομής»: σαφής απόσταση μεταξύ του εκδότη και του τελικού επενδυτή
2. Εσφαλμένη εκτίμηση του πιστωτικού κινδύνου:
 - Μη προσήκουσες αξιολογήσεις λόγω της πολυπλοκότητας των πολλών τύπων CDOs
 - Υπέρμετρη εμπιστοσύνη στους Οργανισμούς Αξιολόγησης της Πιστοληπτικής Ικανότητας
 - Μειωμένη παρακολούθηση/έλεγχος των δανειοληπτών από τους εκδότες
 - Κρίση εμπιστοσύνης στην αξιολόγηση των CDOs

Β. Αδυναμίες στη λειτουργία του τραπεζικού μοντέλου της «παραγωγής και διανομής»

3. Η πολυπλοκότητα πολλών κατηγοριών CDOs κατέστησε δύσκολη την εκτίμηση/αξιολόγηση και τη διαπραγμάτευσή τους υπό δυσμενείς συνθήκες στην αγορά:
 - Τα CDOs δεν διαπραγματεύονται στις δευτερογενείς αγορές
 - Η ρευστότητα είναι περιορισμένη (ειδικά σε δυσμενείς συνθήκες της αγοράς)
 - Οι αποτιμήσεις καθορίζονται με βάση πρότυπα/μοντέλα
 - Δεδομένου ότι αυτά τα πρότυπα βασίζονται σε τρέχουσες αξίες των δεικτών ABS, εάν οι αξίες αυτές είναι μη διαθέσιμες ή αναξιόπιστες, τα πρότυπα αποτίμησης δεν λειτουργούν αποτελεσματικά

4. Η πώληση του “equity tranche” των CDOs σε επενδυτές αποδυναμώνει το τελευταίο κίνητρο για τους εκδότες να ασκήσουν πειθαρχία αγοράς στους δανειολήπτες

Γ. Αδυναμίες στη λειτουργία των «επενδυτικών εταιρειών ειδικού σκοπού»

1. Ρυθμιστικό αρμπιτράζ (Regulatory Arbitrage) ώστε να μειωθούν οι επιβαρύνσεις κεφαλαιακής επάρκειας
2. Αναντιστοιχία ληκτότητας / διάρκειας στοιχείων ενεργητικού και παθητικού των Conduits και των SIVs
3. Απουσία σχεδίων έκτακτης ανάγκης ορισμένων τραπεζών ώστε να ανταποκριθούν σε απρόσμενους κινδύνους ρευστότητας:
 - Έκθεση στον κίνδυνο ρευστότητας – πρώτος λόγος των αρνητικών επιπτώσεων στα επιτόκια της διατραπεζικής αγοράς
 - Απο-μόχλευση (De-leveraging)– λιγότερα διαθέσιμα κεφάλαια για παραγωγικές επενδύσεις

Γ. Αδυναμίες στη λειτουργία των «επενδυτικών εταιρειών ειδικού σκοπού»

4. Ορισμένες τράπεζες είχαν υποτιμήσει την πραγματική έκθεσή τους στον πιστωτικό κίνδυνο στα χαρτοφυλάκια των Conduits και των SIVs - ως εκ τούτου, κοστολόγησαν χαμηλά τις ενδεχόμενες έκτακτες ανάγκες ρευστότητας.

5. Αδιαφάνεια ως προς την ανάληψη κινδύνων:
 - Αντίστροφη μέτρηση (Adverse selection)
 - Αύξηση του κινδύνου αντισυμβαλλομένου - δεύτερος λόγος των αρνητικών επιπτώσεων στα επιτόκια στη διατραπεζική αγορά

Δ. Ειδικότερα: η ανάγκη για διεθνή συνεργασία στο νομισματικό και χρηματοπιστωτικό σύστημα

1. Διεθνής συνεργασία στο νομισματικό σύστημα

- Η ευχερής πτυχή της συνεργασίας: *κοινή προσέγγιση αναφορικά με τους βραχυπρόθεσμους προσανατολισμούς της νομισματικής πολιτικής για την ενίσχυση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας*
- Η δυσχερής πτυχή της συνεργασίας: *συντονισμένη προσέγγιση αναφορικά με τους μεσοπρόθεσμους προσανατολισμούς της νομισματικής πολιτικής για την προστασία της σταθερότητας των τιμών*

Δ. Ειδικότερα: η ανάγκη για διεθνή συνεργασία στο νομισματικό και χρηματοπιστωτικό σύστημα (συν.)

2. Διεθνής συνεργασία στο χρηματοπιστωτικό τομέα

- Ανταλλαγή πληροφοριών μεταξύ των αρμόδιων για τον χρηματοπιστωτικό τομέα εποπτικών αρχών σχετικά με την εποπτεία σε ατομική και ενοποιημένη βάση των πιστωτικών ιδρυμάτων και ομίλων
- Κατάλληλη κατανομή των αρμοδιοτήτων μεταξύ των εποπτικών αρχών αναφορικά με την εποπτεία των διεθνώς δραστηριοποιούμενων χρηματοπιστωτικών εταιρειών και ομίλων
- Διεθνής εναρμόνιση των ρυθμιστικών πλαισίων προκειμένου να αποφευχθεί το ρυθμιστικό αρμπιτράζ

Δ. Ειδικότερα: η ανάγκη για διεθνή συνεργασία στο νομισματικό και χρηματοπιστωτικό σύστημα (συν.)

3. Διεθνής συνεργασία στο χρηματοπιστωτικό τομέα (συν.)

- Υιοθέτηση διεθνών κανόνων στο πλαίσιο της «νέας αρχιτεκτονικής του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος»:
 - Κανόνες ήπιου δικαίου
 - Διεθνείς Οργανισμοί και fora (Επιτροπή της Βασιλείας για την Τραπεζική Εποπτεία, IOSCO, Φόρουμ Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, Διεθνές Νομισματικό Ταμείο)
 - Ειδικότερα: το νέο «πλαίσιο για την κεφαλαιακή επάρκεια» (Βασιλεία II) – εφαρμόζεται στην Ευρώπη από την 1^η Ιανουαρίου 2008

III. Ορισμένες εκτιμήσεις πολιτικής

A. Η τρέχουσα συζήτηση

1. Αντιδράσεις σε διεθνές επίπεδο
 - G-7
 - Φόρουμ για τη Χρηματοπιστωτική Σταθερότητα
 - Επιτροπή της Βασιλείας για την Τραπεζική Εποπτεία
 - IOSCO
 - Συμβούλιο Διεθνών Λογιστικών Προτύπων
2. Αντιδράσεις σε Ευρωπαϊκό επίπεδο
 - Συμβούλιο Ecofin
 - Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο
 - Ευρωπαϊκή Επιτροπή
 - Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα
 - CEBS-CESR-CEIOPS
3. Αντιδράσεις του τραπεζικού κλάδου
 - Institute of International Finance
 - Ευρωπαϊκή Τραπεζική Ομοσπονδία
 - Εθνικές τραπεζικές ενώσεις

B. Προτάσεις για την αντιμετώπιση των αδυναμιών του τραπεζικού μοντέλου της «παραγωγής και διανομής»

1. Επανεξέταση των κανόνων που εφαρμόζονται αναφορικά με την έγκριση/χορήγηση ενυπόθηκης πίστης
2. Ενίσχυση της διαφάνειας στις αγορές
 - Διαφάνεια στα κριτήρια χορήγησης δανείων για τα υποκείμενα περιουσιακά στοιχεία
 - Διαφάνεια στα χαρακτηριστικά του κινδύνου των CDOs
 - Συλλογή σε τακτική βάση στατιστικών στοιχείων για τις πιστωτικές αγορές και την ποιότητα των περιουσιακών στοιχείων
3. Βελτίωση των προτύπων αποτίμησης των CDOs
4. Επανεξέταση του ρόλου των Οργανισμών Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας
5. Πρακτικές Διαχείρισης κινδύνων για τους θεσμικούς επενδυτές
6. Εξέταση της οργάνωσης των μη ρυθμιζόμενων αγορών
7. Εξέταση της υιοθέτησης πιθανών κινήτρων (“incentive measures”) στο υπάρχον μοντέλο

Γ. Προτάσεις για την αντιμετώπιση των αδυναμιών στη λειτουργία των «επενδυτικών εταιρειών ειδικού σκοπού»

1. Ενίσχυση της διαφάνειας αναφορικά με τις επενδύσεις των τραπεζών σε Conduits και SIVs
2. Ενίσχυση της διαφάνειας των χαρακτηριστικών κινδύνου των ABCPs
3. Διαμόρφωση διεθνούς ρυθμιστικού πλαισίου για τη διαχείριση του κινδύνου ρευστότητας των τραπεζών
4. Πρότυπα για τη διαχείριση του κινδύνου από τις τράπεζες με έμφαση στις επενδύσεις σε CDOs και συμμετοχές σε Conduits και SIVs
5. Αναθεώρηση του νέου «Πλαισίου για την Κεφαλαιακή Επάρκεια»
 - Πυλώνας 1
 - Δραστηριότητες εκτός ισολογισμού
 - Κανόνες τιτλοποιήσεων
 - Κεφαλαιακές απαιτήσεις για μη ρευστοποιήσιμα κεφάλαια που διατηρούνται στο trading book
 - Πυλώνας 2
 - Πυλώνας 3

Δ. Άλλες προτάσεις

1. Βέλτιστη κατανομή των αρμοδιοτήτων/ευθυνών μεταξύ κεντρικών τραπεζών (αν δεν είναι εποπτικές αρχές), των Υπουργείων Οικονομικών και των εποπτικών αρχών του χρηματοπιστωτικού συστήματος, που έχουν την ευθύνη σε περίπτωση τραπεζικών κρίσεων
 - Ευθύνη των εποπτικών αρχών: εξυγίανση και εκκαθάριση (εξαρτάται από την εθνική νομοθεσία)
 - Ευθύνη των κεντρικών τραπεζών (αν δεν είναι εποπτικές αρχές): τελικός αναχρηματοδοτικός δανεισμός (που θα βασίζεται στην πληροφόρηση από τις εποπτικές αρχές αναφορικά με τη φερεγγυότητα των τραπεζών που έχουν επηρεαστεί)
 - Ευθύνη των Υπουργείων Οικονομικών: η παροχή εγγυήσεων με χρηματοδότηση από τη φορολογία (στις περιπτώσεις που ορισμένες τράπεζες θεωρούνται “too big to be left to fail”)
2. Πιθανή ενδυνάμωση του συστήματος εγγύησης καταθέσεων
3. Έλεγχος των «διαδικτυακών» τραπεζικών πανικών

Ε. Συμπερασματικές παρατηρήσεις και προσωπικές εκτιμήσεις: Διατήρηση του μοντέλου και διασφάλιση της εξισορρόπησης μεταξύ των καθοδηγούμενων από την αγορά λύσεων και της ρυθμιστικής παρέμβασης

1. Πρωταρχικός στόχος της πολιτικής ατζέντας θα πρέπει να είναι η διατήρηση της θετικής συμβολής του τραπεζικού μοντέλου της «παραγωγής και πώλησης» και των επακόλουθων εξελίξεων στην αγορά, ρυθμίζοντας παράλληλα τις ανεπάρκειές του
2. Οι υπεύθυνοι για τη χάραξη πολιτικής, οι κεντρικές τράπεζες και οι εποπτικές αρχές θα πρέπει να αποφύγουν αντιδράσεις που θα οδηγήσουν σε μια «υπερρύθμιση», η οποία θα είχε επιπτώσεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές και στους διαμεσολαβούντες χρηματοπιστωτικούς φορείς
3. Κατά την υιοθέτηση διαρθρωτικών λύσεων, θα πρέπει να διασφαλιστεί η εξισορρόπηση μεταξύ των καθοδηγούμενων από την αγορά λύσεων και της ρυθμιστικής παρέμβασης