



## Οι ευάλωτες χρηματοοικονομικές υπηρεσίες των κρυπτονομισμάτων

### Description

#### Μαρία Δεμερτζή\*

Τρία βασικά στοιχεία για την ομαλή παροχή χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, όπως ο δανεισμός, είναι η αποτελεσματική εποπτεία, η ύπαρξη αποθεματικών και η δυνατότητα προσφυγής στα δικαστήρια. Αυτά ακριβώς τα στοιχεία λείπουν από το τμήμα των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών που παρέχονται βασισμένα πάνω στα κρυπτονομίσματα, οι λεγόμενες DeFi (decentralised finance).

Σε αντίθεση με το παραδοσιακό χρηματοπιστωτικό σύστημα, το μόνο που χρειάζεται κάποιος για να χρησιμοποιήσει τις υπηρεσίες DeFi, είναι να έχει στην κατοχή του κρυπτονομίσματα. Είναι ακριβώς γι' αυτό τον λόγο όπου οι υποστηρικτές των DeFi, ισχυρίζονται πως η δημιουργία τους 'εκδημοκράτισε' τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες, παρέχοντας ίσα δικαιώματα πρόσβασης σε όλους. Στο παραδοσιακό χρηματοπιστωτικό σύστημα, οι εποπτικοί κανόνες απαιτούν την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας του δανειστή και μπορεί να αποκλείσουν τη συμμετοχή για ορισμένους. Παράλληλα, για να αναλάβουν οι δανειστές ρίσκα, απαιτείται η ύπαρξη επαρκών αποθεματικών.

Παρά το γεγονός ότι αντιπροσωπεύει μόνο περίπου το 1% του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος, το οικοσύστημα κρυπτονομισμάτων μπορεί ακόμα να ενέχει κινδύνους για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Σε πρόσφατη ομιλία του, το εκτελεστικό μέλος της EKT Fabio Panetta υποστήριξε ότι τα περιουσιακά στοιχεία κρυπτογράφησης εξακολουθούν να είναι μεγαλύτερα από την αγορά ενυπόθηκων δανείων

---

υψηλού κινδύνου (sub-prime) πριν από την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση, η κατάρρευση της οποίας ξεκίνησε την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση.

Αλλά η ίση πρόσβαση ήρθε επίσης με μεγάλη αναστάτωση κατά την διάρκεια του 2022. Το κύμα κανονισμών που εφαρμόζουν τώρα η ΕΕ και οι ΗΠΑ δεν έχει αντιμετωπίσει ακόμα το θέμα των ανεπαρκών αποθεμάτων. Αυτό καθιστά το σύστημα ασταθές και μπορεί να υπόκειται σε απάτη.

Το παράδειγμα της κατάρρευσης του FTX είναι πολύ ενδεικτικό υπό αυτή την έννοια. Το FTX ήταν μια αποκεντρωμένη πλατφόρμα ανταλλαγής κρυπτονομισμάτων, κάτι αντίστοιχο των χρηματιστηρίων. Κρατούσε δε τα περιουσιακά στοιχεία των πελατών για παρατεταμένες χρονικές περιόδους, προκειμένου να διευκολύνει τις συναλλαγές τους. Τον Νοέμβριο του 2022, μια έκθεση που γράφτηκε από το CoinDesk, έναν ισότοπο ειδήσεων για τα κρυπτονομίσματα, αποκάλυψε ότι το μεγαλύτερο μέρος των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας δεν ήταν σε παραδοσιακά νομίσματα (δολάριο, ευρώ...) ή άλλα κρυπτονομίσματα, αλλά στο δικό της εγγενές κρυπτονόμισμα, που ονομάζονταν FTT. Αυτό έδειχνε ότι δεν υπήρχε επαρκής διαφοροποίηση των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας, γεγονός που προκάλεσε ανησυχίες σχετικά με τη βιωσιμότητά της, κι ώθησε τους επενδυτές να απαιτήσουν μαζικά τις καταθέσεις τους πίσω, μεγέθους 5 δισεκατομμυρίων δολαρίων ΗΠΑ. Με 900 εκατομμύρια δολάρια αξίας πωλήσιμων περιουσιακών στοιχείων μόνο, έναντι υποχρεώσεων 9 δισεκατομμυρίων δολαρίων, η FTX υπέβαλε αίτηση πτώχευσης στις 11 Νοεμβρίου. Αυτή η κατάρρευση εξέθεσε πολλά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα σε απώλειες, φέρνοντας στο φως τους δεσμούς μεταξύ του DeFi και του παραδοσιακού συστήματος χρηματοδότησης. Ως αιτίες αυτής της πτώχευσης επισημάνθηκαν η έλλειψη δέουσας επιμέλειας με τη μορφή απουσίας εταιρικών ελέγχων και η ανεπαρκής ανάλυση κινδύνου, και τόνισαν την ανάγκη για την επιβολή [ρύθμισης](#).

Τον Μάιο του 2022, το **TerraUSD**, το τρίτο μεγαλύτερο αλγοριθμικά υποστηριζόμενο 'σταθερό νόμισμα' (stablecoin), ήταν επίσης το πρώτο που κατέρρευσε εγείροντας αμφιβολίες για το πόσο σταθερά μπορούν να είναι τέτοια περιουσιακά στοιχεία. Αλλά αυτή τη φορά δεν ήταν η ποιότητα των αποθεμάτων που δημιούργησε το πρόβλημα. Η σταθερότητα του TerraUSD δεν προέρχονταν από την ύπαρξη αξιόπιστων περιουσιακών στοιχείων. Η σταθερότητα υποστηριζόταν από ένα αλγόριθμο που προσάρμοζε την προσφορά του νομίσματος σύμφωνα με μια στρατηγική συναλλαγών αρμπιτράζ με ένα 'αδελφικό' κρυπτονόμισμα το Luna. Αυτό γινόταν αυτόματα διατηρώντας μια ονομαστική σύνδεση με το δολάριο. Το TerraUSD υπόσχονταν έτσι να παρέχει σταθερότητα απλώς με τη διαχείριση του νομίσματος που συνδέεται με το δολάριο, αλλά χωρίς περιουσιακά

---

στοιχεία δολαρίου (ή άλλων). Χωρίς αποθεματικά για να σταθεροποιήσει την αξία του TerraUSD, προκειμένου να προσελκύσει νέους χρήστες/επενδυτές, προσέφερε επιτόκιο κατάθεσης 20%. Για όσο διάστημα μπορούσε να κρατηθεί η ονομαστική σύνδεση με το δολάριο και το αδελφικό κρυπτονόμισμα παρήγαγε αρκετά κέρδη, το σύστημα ήταν βιώσιμο. Αλλά μόλις η εμπιστοσύνη στη βιωσιμότητα της ονομαστικής σύνδεσης με το δολάριο άρχισε να θρυμματίζεται, κάτι που έγινε τον Μάιο του 2022, το σύστημα κατέρρευσε.

Ακολούθησαν κι άλλα γεγονότα. Η κατάρρευση του TerraUSD επεκτάθηκε στο Tether, το μεγαλύτερο stablecoin που συνδέοντα με το δολάριο, το οποίο αρχικά είδε κατάρρευση της τιμής του και μεγάλη εκροή κεφαλαίων. Ήταν η απροθυμία της Tether να αποκαλύψει την ποιότητα των αποθεμάτων της που έκανε τους επενδυτές να χάσουν την εμπιστοσύνη τους στην ικανότητά της να στηρίξει την πρόσδεση στο δολάριο, αναγκάζοντάς την τελικά να το σπάσει.

Τα παραδείγματα αυτά δείχνουν ότι οι ανησυχίες σχετικά με τη δραστηριότητα των DeFi δεν είναι υπερβολικές. Η λιγότερη ζήτηση και συμμετοχή στην αγορά γίνεται εμφανής, με αποτέλεσμα να [κλείνουν περισσότερες πλατφόρμες DeFi](#).

Τα τελευταία 15 χρόνια, όταν εμφανίστηκαν τα κρυπτονομίσματα, το μακροοικονομικό περιβάλλον στο οποίο δημιουργήθηκαν ευνοούσε την ανάληψη κινδύνων. Τα επιτόκια ήταν πολύ χαμηλά για μεγάλες χρονικές περιόδους και επενδυτές ήτα διατεθειμένοι να αναλάβουν ρίσκο και να διερευνήσουν νέες ιδέες, ιδίως αν αυτές παρουσίαζαν σημαντικές καινοτομίες.

Καθώς τα επιτόκια αυξάνονται τώρα κι αναμένεται να παραμείνουν υψηλά, μειώνεται επίσης η όρεξη για «αναζήτηση απόδοσης» (search for yield), το κίνητρο αναζήτησης κινδύνου. Χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες που λειτουργούν σε μια «άγρια δύση» είναι ευάλωτες στην απάτη και είναι βέβαιο ότι θα οδηγήσουν σε απότομες απώλειες. Τα γεγονότα αυτά είναι μια καλή υπενθύμιση πως οι κανόνες ρύθμισης που διέπουν το παραδοσιακό χρηματοπιστωτικό σύστημα έχουν υιοθετηθεί για πολύ καλούς λόγους.

*\* Η Μαρία Δεμερτζή είναι Ανώτερη Ερευνήτρια στο Bruegel, ερευνητικό ινστιτούτο στις Βρυξέλλες, και καθηγήτρια οικονομικής πολιτικής στο Ευρωπαϊκό Πανεπιστημιακό Ινστιτούτο. Αυτό το κείμενο δημοσιεύτηκε σε αγγλική έκδοση από το Bruegel και στο Blog της Εταιρείας Κυπριακών Οικονομικών Μελετών.*