



ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ

Μ.Π.Σ. ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΓΙΑ
ΣΤΕΛΕΧΗ

ΘΕΜΑ ΔΙΑΤΡΙΒΗΣ:

**“Resolving Banking Crises: Experiences from the
Past and Lessons for the Future”**

της Βασιλικής Κ. Κουτράκου

επιβλέπων καθηγητής
Δημήτριος Μαλλιαρόπουλος



τοιμελής επιτροπή

Καθηγητής: Δ. Μαλλιαρόπουλος

Επίκουρος καθηγητής: Δ. Κυριαζής

Αναπληρωτής καθηγητής: Χ. Στεφανάδης

Περίληψη

Με αφορμή την τρέχουσα χρηματοοικονομική κρίση, η οποία ξεκίνησε από την αγορά των στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης των ΗΠΑ, οι εποπτικές και ρυθμιστικές αρχές ανατρέχουν σε παλαιότερες τραπεζικές κρίσεις, οι οποίες αντιμετωπίστηκαν επιτυχώς προκειμένου να υιοθετήσουν τις βέλτιστες λύσεις για την έξοδο και από αυτήν την κρίση. Έτσι στην παρούσα εργασία θα εξετάσουμε τις τραπεζικές κρίσεις των αρχών της δεκαετίας του '90 στο Μεξικό, στη Νορβηγία, στη Σουηδία και στη Φινλανδία και συγκρίνοντας τα αίτια που τις προκάλεσαν με τα αίτια της κρίσης αυτής, εντοπίζονται σημαντικές ομοιότητες όπως η δημιουργία φούσκας στην αγορά των ακινήτων, αλλά και σημαντικές διαφορές που προκύπτουν κυρίως λόγω της παγκοσμιοποίησης και της υψηλής συγκέντρωσης κινδύνου που χαρακτηρίζουν την εποχή μας. Στη συνέχεια εξετάζονται οι τακτικές που ακολουθήθηκαν στο παρελθόν για την ανάκαμψη της οικονομίας των χωρών που επλήγησαν από την κρίση και συνδυάζονται με τα μέτρα αντιμετώπισης τα οποία έχουν ήδη ληφθεί παγκοσμίως, αλλά προκύπτουν και κάποιες περαιτέρω ενέργειες οι οποίες πρέπει να υλοποιηθούν λόγω των ιδιαιτεροτήτων της σύγχρονης τραπεζικής κρίσης με στόχο πάντα την ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας και την αποφυγή παρόμοιων περιστατικών στο μέλλον, στο μέτρο του εφικτού.

Ευχαριστίες

Θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον επιβλέποντα καθηγητή κο Δημήτρη Μαλλιάρη για την καθοδήγησή του, τις εποικοδομητικές υποδείξεις του και το άρτιο κλίμα συνεργασίας κατά τη διάρκεια της εκπόνησης της παρούσας εργασίας, καθώς και την ξαδέρφη μου Λίκη για την αμέριστη συμπαράστασή της.

Βασιλική Κ. Κουτράκου
Αθήνα, Φεβρουάριος 2010

Στη μητέρα μου,
που δεν παύει στιγμή να αγωνιά
και στον πατέρα μου,
που έφυγε νωρίς

| | |
|--|---------------|
| 1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ | - 3 - |
| 2. ΤΡΑΠΕΖΙΚΕΣ ΚΡΙΣΕΙΣ | - 6 - |
| 2.1 Η σημασία των τραπεζικών κρίσεων | - 7 - |
| 2.2 Τα είδη των τραπεζικών κινδύνων | - 9 - |
| 2.3 Χρηματοοικονομική απελευθέρωση και Τραπεζικές κρίσεις | - 11 - |
| 3. ΣΚΑΝΔΙΝΑΒΙΑ (ΑΡΧΕΣ ΔΕΚΑΕΤΙΑΣ 1990) | - 15 - |
| 3.1 Γενικά | - 15 - |
| 3.2 Νορβηγία (1988) | - 19 - |
| 3.3 Σουηδία (1991) | - 24 - |
| 3.4 Φινλανδία (1991) | - 35 - |
| 3.5 Συμπεράσματα | - 42 - |
| 4. ΜΕΞΙΚΟ (1994) | - 44 - |
| 5. Η ΤΡΕΧΟΥΣΑ ΚΡΙΣΗ | - 53 - |
| 5.1 Η εκκόλαψη της κρίσης | - 54 - |
| 5.1.1 Παροχή χορηγήσεων και πιστοληπτική αξιολόγηση | - 54 - |
| 5.1.2 Η αμερικάνικη αγορά στεγαστικών δανείων χαμηλής εξασφάλισης «subprime loans» | - 57 - |
| 5.1.3 Τιτλοποίηση | - 60 - |
| 5.1.4 Το επιχειρηματικό μοντέλο «Originate to Distribute» | - 65 - |
| 5.1.5 Εταιρίες ειδικού σκοπού (Conduits & SIV) | - 68 - |
| 5.1.6 Οι τιτλοποιήσεις στην αγορά των ενυπόθηκων στεγαστικών χορηγήσεων | - 69 - |
| 5.1.7 Η δημιουργία «φούσκας» στην αμερικανική αγορά ακίνητων | - 72 - |
| 5.2. Η εκδήλωση της κρίσης | - 73 - |
| 5.3. Η διάχυση της κρίσης | - 74 - |
| 5.5. Οι ενέργειες αναδιάρθρωσης | - 78 - |
| 5.5.1 Γενικά | - 78 - |
| 5.5.2. Τοξικά προϊόντα | - 78 - |
| 5.5.3 Κεντρικές Τράπεζες | - 79 - |
| 5.5.4 Στρατηγική τραπεζών | - 81 - |
| 5.5.5. Θεσμικό πλαίσιο και ασύμμετρη πληροφόρηση | - 81 - |
| 5.5.6 Πειθαρχία της αγοράς και Credit Rating Agencies (CRAs) | - 84 - |
| 5.5.7 Προ-κυκλικότητα | - 85 - |
| 5.5.8 Μακροοικονομική πολιτική | - 87 - |
| Παράρτημα 1: Το χρονικό της κρίσης | - 90 - |
| 6. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΑΠΟ ΤΙΣ ΠΡΟΣΦΑΤΕΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΕΣ ΚΡΙΣΕΙΣ | - 99 - |
| 6.1 Ομοιότητες | - 99 - |

| | | |
|------------|--|----------------|
| 6.2 | Γιατί η τρέχουσα κρίση είναι διαφορετική από τις προηγούμενες | - 105 - |
| 6.3 | Συνοπτικά μαθήματα από την αντιμετώπιση της τρέχουσας κρίσης και την αναδιαμόρφωση της οικονομίας | - 107 - |
| 7. | ΕΠΙΛΟΓΟΣ | - 112 - |
| | ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ | - 113 - |

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Οι χρηματοοικονομικές κρίσεις μπορεί να είναι ιδιαίτερες καταστροφικές και μεταδοτικές και απαιτούν της εξεύρεση έγκαιρης και γρήγορης πολιτικής αντιμετώπισής τους. Οι χρηματοοικονομικές κρίσεις του παρελθόντος οδήγησαν τις οικονομίες τις οποίες επηρέασαν σε βαθιά ύφεση και δημιούργησαν σοβαρά ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Κάποιες κρίσεις αποδείχτηκαν ιδιαίτερες μεταδοτικές και εξαπλώθηκαν σε χώρες, οι οποίες δεν είχαν εμφανείς αδυναμίες και προβλήματα.

Μεταξύ των αιτιών που οδηγούν στη δημιουργία χρηματοοικονομικών και κατ' επέκταση τραπεζικών κρίσεων είναι ένα μείγμα μη σταθεροποιητικής μακροοικονομικής πολιτικής – συμπεριλαμβανομένων μεγάλων ελλειμμάτων στα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών και ανεξέλεγκτου δημοσίου χρέους – υπερβολικής πιστωτικής άνθισης, μεγάλων εισροών κεφαλαίων και εύθραυστων ισολογισμών συνδυασμένα με ανεπαρκή θεσμικό πλαίσιο εξ αιτίας πληθώρας πολιτικών και οικονομικών περιορισμών. Σε αρκετές χρηματοοικονομικές κρίσεις η συναλλαγματική σταθερότητα και οι αναντιστοιχίες στο χρόνο ωρίμανσης μεταξύ των στοιχείων του ισολογισμού των τραπεζών αναδείχτηκαν σε βασικά χαρακτηριστικά, ενώ σε άλλες περιπτώσεις οι εκτός ισολογισμού δραστηριότητες των ιδρυμάτων του τραπεζικού τομέα ήταν κυρίαρχες αιτίες δημιουργίας των κρίσεων.

Η επιλογή του βέλτιστου τρόπου επίλυσης των τραπεζικών κρίσεων και επιτάχυνσης της οικονομικής ανάκαμψης είναι ιδιαίτερος δυσχερής. Δεν παρουσιάζεται μεγάλη ομοφωνία απόψεων ως προς τη βέλτιστη αντιμετώπιση ή έστω την ικανοποιητική αντιμετώπιση των κρίσεων. Πολλές μέθοδοι έχουν προταθεί και έχουν ακολουθηθεί στην προσπάθεια αποτελεσματικότερης επίλυσης των κρίσεων. Μέρος των διαφορετικών απόψεων προκύπτει από τους διαφορετικούς στόχους που θέτει κάθε πολιτική για να θεωρηθεί επιτυχημένη. Κάποιες πρακτικές επικεντρώνονται στη μείωση του δημοσιονομικού κόστους των κρίσεων, άλλες θεωρούν σημαντικότερο τον περιορισμό του οικονομικού κόστους ως μείωση της ανάπτυξης και επιδίδονται

στην επιτάχυνση της αναδιοργάνωσης του χρηματοοικονομικού τομέα, και παράλληλα υπάρχουν και πολιτικές που επικεντρώνονται στην επίτευξη μακροχρόνιας αναδιαμόρφωσης των δομών του συστήματος. Συνηθέστερα, γίνεται ένας συγκερασμός όλων των απόψεων προκειμένου να ακολουθηθεί η πιο επικερδής πολιτική για την έξοδο από την κρίση και την οικονομική ύφεση που αυτή συνεπάγεται. Οι κυβερνήσεις ενδέχεται να επιλέξουν μέσω συγκεκριμένων πολιτικών πρακτικών τη συνειδητή επιβάρυνση μεγάλων δημοσιονομικών δαπανών κατά την επίλυση των κρίσεων έχοντας ως στόχο την επιτάχυνση της ανάκαμψης. Αντίστοιχα σημαντικές δομικές αναδιαρθρώσεις μπορεί να είναι πολιτικώς εφικτές μόνο εν μέσω σοβαρών κρίσεων με μεγάλες οικονομικές απώλειες και υψηλά δημοσιονομικά κόστη.

Κατά τη διάρκεια του περιορισμού των κρίσεων, όταν αυτές ακόμα εξελίσσονται, οι κυβερνήσεις έχουν την τάση να επιβάλλουν μέτρα τα οποία στοχεύουν στην αποκατάσταση της εμπιστοσύνης των αγορών και του κοινού και τη μείωση, στο μέτρο του εφικτού, της διάχυσης της κρίσης στην πραγματική οικονομία και της δημιουργίας πανικού, λόγω της έλλειψης εμπιστοσύνης των καταθετών και των επενδυτών στο χρηματοοικονομικό σύστημα. Κατά τη διάρκεια της επίλυσης των κρίσεων συνήθως απαιτείται μία πραγματική χρηματοοικονομική και σε μικρότερο βαθμό λειτουργική αναδιοργάνωση των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων και οργανισμών. Καθώς τα μέτρα αντιμετώπισης των κρίσεων διαχωρίζονται σε άμεσα, τα οποία υιοθετούνται κατά την προσπάθεια περιορισμού της κρίσης, και σε μακροπρόθεσμα, τα οποία στοχεύουν στην επίλυση της κρίσης, παραμένει αδιαμφισβήτητο γεγονός ότι και τα άμεσα μέτρα αποτελούν τμήμα της γενικότερης μακροπρόθεσμης πολιτικής κατεύθυνσης της κάθε χώρας. Έτσι, οι λανθασμένες επιλογές κατά την προσπάθεια περιορισμού των κρίσεων μπορεί να υπονομεύσουν την πιθανή επιτυχία της μακροπρόθεσμης επίλυσής τους.

Η υιοθέτηση της σωστής αντιμετώπισης σε μία αναδυόμενη τραπεζική κρίση επιβάλλει τη σαφή κατανόηση των πραγματικών αιτιών που προκάλεσαν την εκδήλωση της κρίσης, αλλά και γρήγορη εκτίμηση σχετικά με την ενδεχόμενη επιρροή της κρίσης και τους εναλλακτικούς διαθέσιμους τρόπους αντιμετώπισής της. Οι ενέργειες οι οποίες θα υλοποιηθούν σ' αυτή τη φάση

ενδέχεται να έχουν μη αναστρέψιμη επίπτωση στην τελική αποτίμηση των ζημιών που θα έχει υποστεί το χρηματοοικονομικό σύστημα. Τέλος, θα πρέπει να ληφθούν υπ' όψιν και μελλοντικές ενδεχόμενες επιπλοκές, οι οποίες μπορεί να προκύψουν από τον ηθικό κίνδυνο.

Το γεγονός ότι η παρούσα οικονομική κρίση είναι η μεγαλύτερη όλων των εποχών, κυρίως εξ αιτίας της παγκοσμιοποίησης των συνεπειών της, είναι αδιαμφισβήτητο. Όμως η συγκεκριμένη δεν είναι η πρώτη τραπεζική κρίση η οποία αντιμετωπίζεται παγκοσμίως. Στις αρχές της δεκαετίας του '90 οι Σκανδιναβικές χώρες αντιμετώπισαν μια εξίσου σημαντική κρίση στον τραπεζικό τομέα. Μελετώντας τα γεγονότα που οδήγησαν στην κρίση των αρχών της δεκαετίας του '90, καθώς και τα μέσα με τα οποία οι χώρες αυτές αντιμετώπισαν την κρίση, εξάγονται χρήσιμα συμπεράσματα και για την τωρινή κρίση και ίσως βρεθούν και οι κατάλληλοι τρόποι αντιμετώπισης και εξόδου από τη βαθειά ύφεση που πλήττει πλέον όλες τις αναπτυσσόμενες και αναπτυσσόμενες χώρες του πλανήτη.

Χαρακτηριστικό της διαφορετικότητας της τρέχουσας κρίσης από τις προηγούμενες, κυρίως αναφορικά στην αποτυχία πρόληψής της από τις εποπτικές αρχές είναι αυτό που γράφει A. Greenspan στην αυτοβιογραφία του: “οι αρχές δεν πρέπει να παρεμβαίνουν στο παραγωγικό έργο των μελισσών της Wall Street (authorities should not interfere with the pollinating bees of Wall Street)”¹

2. Τραπεζικές κρίσεις

Με βάση εκτεταμένες βιβλιογραφικές αναφορές χαρακτηριστικό στοιχείο μίας τραπεζικής κρίσης είναι ο οικονομικός κίνδυνος (Carpio και Klingebiel, 1996), ο οποίος προκύπτει όταν ένα σημαντικό μέρος του τραπεζικού τομέα είναι αφερέγγυο αλλά εξακολουθεί να παραμένει σε λειτουργία. Επιπλέον, ως τραπεζική κρίση μπορεί να ορισθεί και η εκδήλωση οικονομικού πανικού (Calomiris και Gorton, 1991), ο οποίος συντελείται όταν οι κάτοχοι χρέους τραπεζών ξαφνικά – είτε έχοντας εύλογες αιτίες, είτε απλώς λόγω ανασφάλειας και κυκλοφορούμενων φημών - απαιτούν να μετατρέψουν οι τράπεζες τις αξιώσεις χρέους τους σε μετρητά σε τέτοιο βαθμό ώστε οι τράπεζες αναγκάζονται να αναστείλουν τη μετατρεψιμότητα του χρέους τους σε μετρητά.

Μία τραπεζική κρίση γίνεται συστημική όταν ο επιχειρηματικός και χρηματοοικονομικός τομέας μιας χώρας αντιμετωπίζει μεγάλο αριθμό πτωχεύσεων και τα πιστωτικά ιδρύματα και οργανισμοί δυσκολεύονται να αποπληρώσουν εγκαίρως τις οφειλές τους και γενικότερα να είναι συνεπείς στις υποχρεώσεις τους. Αποτέλεσμα αυτών των δυσχερειών είναι η κατακόρυφη αύξηση των μη εξυπηρετούμενων χορηγήσεων και η εξάντληση του μεγαλύτερου μέρους του κεφαλαίου των τραπεζών. Παράλληλα, η περιγραφόμενη κατάσταση μπορεί να συνοδεύεται και από υποτίμηση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων των τραπεζών, τόσο των ακινήτων όσο και των κινητών αξιών (μετοχές), αλλά και από μεγάλες αυξήσεις των επιτοκίων και εκροή κεφαλαίων από τη χώρα. Σε αρκετές περιπτώσεις οι κρίσεις αυτές ξεκινούν από την επιθυμία των καταθετών να αποσύρουν τα χρήματά τους από τις τράπεζες, προξενώντας έτσι τραπεζικό πανικό, αν και τις περισσότερες φορές υπάρχει μια γενικότερη αντίληψη ότι σημαντικά χρηματοοικονομικά ιδρύματα αντιμετωπίζουν σοβαρές δυσκολίες και προβλήματα².

Οι Demirguc-Kunt και Detragiache καθορίζουν τα επεισόδια συστημικής τραπεζικής κρίσης ως αυτά στα οποία συνυπάρχουν ορισμένα χαρακτηριστικά στοιχεία. Βασικό, λοιπόν, στοιχείο των συστημικών τραπεζικών κρίσεων είναι η άνοδος των μη ομαλών εξυπηρετούμενων χρηματοδοτήσεων (Non Performing

Loans, NPLs) σε ποσοστό τουλάχιστον 10% του συνολικού ενεργητικού των τραπεζών. Επιπλέον, χαρακτηριστικό είναι το υψηλό κόστος των διαδικασιών διάσωσης των προβληματικών πιστωτικών οργανισμών το οποίο ξεπερνάει το 2% του ΑΕΠ. Επιπλέον, για να καταλήξει μια τραπεζική κρίση να οριστεί ως συστημική προϋποθέτει ότι τα προβλήματα των τραπεζών ήταν τόσο μεγάλα που για τον περιορισμό της κρίσης χρειάστηκε να θεσπισθούν μέτρα έκτακτης ανάγκης, όπως το πάγωμα των καταθέσεων, οι παρατεταμένες διακοπές των εργασιών ορισμένων τραπεζών αλλά και γενικευμένες εγγυήσεις τραπεζικών καταθέσεων και γενικότερα υποχρεώσεων. Τέλος, για την επίλυση μια συστημικής τραπεζικής κρίσης συνήθως επιστρατεύονται και κρατικοποιήσεις τραπεζών ως τελευταίο μέσο για την αποτροπή της πτώχευσης των ιδρυμάτων αυτών και τη διατήρηση της εμπιστοσύνης του κοινού.

2.1 Η σημασία των τραπεζικών κρίσεων

Για να ορισθεί η σημασία των τραπεζικών κρίσεων πρέπει πρώτα να ορισθεί ο ρόλος των τραπεζών στο οικονομικό κύκλωμα. Συγκεκριμένα, οι τράπεζες αναλαμβάνουν το ρόλο του διαμεσολαβητή μέσω της μεταφοράς των χρηματικών κεφαλαίων από τις πλεονασματικές στις ελλειμματικές οικονομικές μονάδες με τον αποτελεσματικότερο δυνατό τρόπο. Από τη διαδικασία της χρηματοδοτικής διαμεσολάβησης (financial intermediation) προκύπτουν ορισμένα βασικά πλεονεκτήματα για όλες τις εμπλεκόμενες μονάδες. Οι καταθέτες, οι οποίοι αναλαμβάνουν το ρόλο του δανειστή απολαμβάνουν τα πλεονεκτήματα της μεγαλύτερης ρευστότητας, της ανάληψη μικρότερου κινδύνου, και του μειωμένου κόστους συναλλαγών και πληροφόρησης. Οι δανειζόμενοι επιτυγχάνουν μεγαλύτερη διάρκεια αποπληρωμής, μεγαλύτερα ποσά χρηματοδότησης, μικρότερα κόστη συναλλαγών και περισσότερες πιθανότητες λήψης του δανείου, συγκριτικά με τον άμεσο δανεισμό. Αναφορικά στο κοινωνικό σύνολο η τραπεζική διαμεσολάβηση συνεπάγεται καλύτερη χρήση των κεφαλαίων, υψηλότερο δανεισμό για επενδύσεις και κατανάλωση, αυξημένη ρευστότητα και διαθεσιμότητα των κεφαλαίων.

Η πλειοψηφία των δανειστών επιθυμεί να δανείσει τον (πλεονάζον) πλούτο της για βραχύ χρονικό διάστημα, με την μεγαλύτερη δυνατή απόδοση. Η

πλειοψηφία των δανειζόμενων επιθυμεί να δανειστεί για μακροχρόνιο διάστημα με την χαμηλότερη δυνατή τιμή. Οι τράπεζες αναλαμβάνουν να καλύψουν αυτό το “κενό” με το να πραγματοποιούν κάποιες μεταβολές. Συγκεκριμένα, μετατρέπουν τα μικρά, κατά μέσο όρο, ποσά των καταθέσεων σε μεγάλα δανειακά κεφάλαια, μετατρέπουν τη διάρκεια των χορηγήσεων, αφού οι καταθέσεις είναι βραχυχρόνιες σε σχέση με τα δάνεια και τέλος αναλαμβάνουν το κόστος μετατροπής, το οποίο ουσιαστικά είναι το κόστος μη αποπληρωμής της χρηματοδότησης.

Επιπλέον, η σημασία των τραπεζικών κρίσεων έγκειται στη σοβαρότητα των συνεπειών τους στις οικονομίες των χωρών στις οποίες ξεσπούν, αλλά και στις χώρες που επηρεάζουν. Μία από τις βασικές επιπτώσεις είναι το κόστος που αυτές συνεπάγονται τόσο σε οικονομικό, όσο και σε κοινωνικό επίπεδο, αφού το δημοσιονομικό κόστος μπορεί να είναι δυσβάσταχτο και να αποβεί μοιραίο για μία χώρα, αλλά και για τους πολίτες αυτής. Εκτός όμως από την ένταση των συνεπειών μίας τραπεζικής κρίσης σημασία έχει και το βάθος χρόνου που χρειάζεται μία οικονομία για να ξεπεράσει την κρίση και να ανακάμψει. Τέλος, σημαντική βαρύτητα στην αποτίμηση μίας τραπεζικής κρίσης έχει και η μετάδοσή της σε άλλους τομείς της οικονομίας, όπως συνήθως συμβαίνει, καθώς και η μετάδοσή της σε άλλες χώρες των οποίων οι οικονομίες δεν διέτρεχαν κίνδυνο.

Το μέγεθος της σοβαρότητας της εκδήλωσης μίας τραπεζικής κρίσης κατανοείται ευκολότερα με την ανάλυση του απαιτούμενου κόστους για την έξοδο από αυτή και για την ανάκαμψη της οικονομίας. Συγκεκριμένα, υπάρχει το κόστος διάσωσης, το οποίο αφορά τη διάσωση μίας επιχείρησης ή συνηθέστερα ενός πιστωτικού ιδρύματος από τον κίνδυνο της χρεοκοπίας, με στόχο πάντα την αποφυγή άλλων δυσάρεστων συνεπειών όπως η δημιουργία πανικού και η αλληλεπίδραση με άλλα ιδρύματα. Για τη διάσωση κάποιου ιδρύματος μπορεί να ληφθούν διάφορα μέτρα όπως ο ευνοϊκός διακανονισμός των χρεών, η παροχή κρατικών εγγυήσεων σχετικά με την αποπληρωμή των υποχρεώσεων του αλλά το συνηθέστερο και αυτό το οποίο ενέχει τους περισσότερους κινδύνους είναι η απ' ευθείας παροχή ρευστότητας. Η παροχή

ρευστότητας συνήθως αυξάνει το δημόσιο χρέος της χώρας και προκαλεί αμφισβητήσεις από τους πολίτες.

Παράλληλα, μία πολύ βασική συνέπεια των κρίσεων είναι η ύφεση ή διαφορετικά η μείωση του ρυθμού ανάπτυξης, ενώ σε νομική ορολογία θα μπορούσαμε να μιλάμε για διαφυγόντα κέρδη. Ουσιαστικά, κατά τις περιόδους κρίσεων παρατηρείται έντονη πτώση της παραγωγικότητας – και της κατανάλωσης – κυρίως λόγω των προβλημάτων χρηματοδότησης που αντιμετωπίζουν οι μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις, αλλά σε δεύτερη φάση και τα νοικοκυριά.

Επιπλέον, η ανεπαρκής νομισματική πολιτική, την οποία μεταχειρίζονται οι κυβερνήσεις στην προσπάθειά τους να προστατεύσουν το χρηματοοικονομικό σύστημα, ενδέχεται να οδηγήσει σε μελλοντικές πληθωριστικές πιέσεις και σε εκροές των ξένων κεφαλαίων. Τα μακροχρόνια αποτελέσματα της νομισματικής πολιτικής, η οποία επιλέγεται να χρησιμοποιηθεί για την επίλυση μιας τραπεζικής κρίσης είναι ιδιαίτερος δύσκολο να αντιστραφούν, γι' αυτό και είναι πολύ σημαντικό για την περαιτέρω ανάπτυξη μιας χώρας στην οποία έχει εκδηλωθεί κρίση να γίνουν εξ αρχής σωστές επιλογές αντιμετώπισής της.

Τέλος, κατά τη διάρκεια μια κρίσης δημιουργείται το πρόβλημα της αντίστροφης επιλογής καθώς τα πιστωτικά ιδρύματα αγνοώντας ποιοι είναι καλοί αποπληρωτές και ποιοι όχι, αυξάνουν το κόστος δανεισμού για όλους τους δανειολήπτες, αναγκάζοντας τους καλούς δανειολήπτες να αποχωρήσουν από την αγορά.

2.2 Τα είδη των τραπεζικών κινδύνων

Η απειλή της εκδήλωσης μίας τραπεζικής κρίσης γίνεται πραγματικότητα όταν υλοποιείται έστω και ένας από τους βασικούς τραπεζικούς κινδύνους. Οι βασικότεροι τραπεζικοί κίνδυνοι είναι:

☞ **ο κίνδυνος ρευστότητας**, ο οποίος συνήθως μετατρέπεται σε κίνδυνο φερεγγυότητας και αντικατοπτρίζει την πιθανότητα που υπάρχει μία τράπεζα να

μην μπορέσει να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις της, είτε στις βραχυπρόθεσμες (π.χ. μεγάλες αναλήψεις των κατατεθειμένων χρημάτων), είτε στις μακροπρόθεσμες (π.χ. έλλειψη ρευστότητας για χορήγηση δανείων). Ο κίνδυνος ρευστότητας ενδέχεται να προκύψει είτε λόγω πραγματικής έλλειψης ρευστών διαθεσίμων, είτε λόγω πτώσης των τιμών των προς πώληση περιουσιακών στοιχείων μίας τράπεζας, είτε λόγω μη ύπαρξης άμεσα ρευστοποιήσιμων περιουσιακών στοιχείων. Τέλος, στην εκδήλωση του κινδύνου ρευστότητας πολύ σημαντικό ρόλο διαδραματίζουν οι προσδοκίες, καθώς πολλές φορές γίνονται αυτοεπιβεβαιούμενες, αφού οι καταθέτες ενδέχεται να προβούν σε μαζικές αποσύρσεις των καταθέσεών τους, λόγω τραπεζικού πανικού, και να δημιουργήσουν μ' αυτόν τον τρόπο έλλειψη ρευστότητας σε ένα πιστωτικό ίδρυμα, το οποίο σε κανονικές συνθήκες δεν θα αντιμετώπιζε κανένα πρόβλημα στην ανταπόκριση των υποχρεώσεών του.

☞ **ο πιστωτικός κίνδυνος**, ο οποίος συνήθως προκύπτει όταν μία τράπεζα αναλαμβάνει τη χρηματοδότηση επισφαλών δανειοληπτών, χωρίς να εξασφαλίζει παράλληλα και τη λήψη των απαιτούμενων εγγυήσεων ή όταν αναλαμβάνει υψηλού κινδύνου επενδυτικά έργα.

☞ **ο επιτοκιακός κίνδυνος**, ο οποίος προκύπτει από τη μακρά λήξη των χρεογράφων που διατηρεί μια τράπεζα. Όσο μεγαλύτερη είναι η περίοδος μέχρι τη λήξη ενός χρεογράφου τόσο πιο ευάλωτη είναι η τράπεζα στις ενδεχόμενες μεταβολές των επιτοκίων.

☞ **ο συναλλαγματικός κίνδυνος**, ο οποίος προέρχεται από τις αιφνίδιες μεταβολές των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Ανάλογα με τις μεταβολές της ισοτιμίας του νομίσματος στο οποίο τα πιστωτικά ιδρύματα διαθέτουν απαιτήσεις ή υποχρεώσεις, μεταβάλλεται και η αξία των περιουσιακών τους στοιχείων. Σε περίπτωση που ισχύει το σύστημα των σταθερών ισοτιμιών ο συναλλαγματικός κίνδυνος είναι μικρός. Αντίθετα η έκθεση σε συναλλαγματικό κίνδυνο είναι μεγαλύτερη για επενδύσεις σε νομίσματα με ελεύθερη διακύμανση και η συνολική έκθεση των τραπεζών είναι η διαφορά μεταξύ των συνολικών απαιτήσεων και υποχρεώσεων που διατηρεί σε ξένο νόμισμα.

☞ **ο κίνδυνος χώρας**, ο οποίος είναι ο πιστοληπτικός κίνδυνος, που σχετίζεται με το δανεισμό μιας ξένης χώρας. Ο κίνδυνος αυτός αυξάνεται συνήθως όταν πρόκειται για μία αναπτυσσόμενη χώρα ή για μία χώρα με ασταθές πολιτικό καθεστώς. Ο συγκεκριμένος κίνδυνος απορρέει από την αβεβαιότητα για τις ενδεχόμενες μεταβολές των πολιτικών κυρίως συνθηκών στο εσωτερικό μιας χώρας του εξωτερικού. Ουσιαστικά ο κίνδυνος αυτός αποτυπώνεται και από τις αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας μιας χώρας και ζητούνται τα ανάλογα ασφάλιστρα κινδύνου για την παροχή χρηματοδότησης.

☞ **ο τεχνολογικός κίνδυνος**, ο οποίος προέρχεται από την αποτυχία ενός πολύπλοκου και ιδιαίτερος τεχνολογικά αναπτυγμένου σχεδίου. Ο κίνδυνος αυτός επιτείνεται όταν δεν προχωράει σύμφωνα με τις προβλέψεις ένα σχέδιο για την υλοποίηση του οποίου υπάρχει συγκεκριμένος προϋπολογισμός, ο οποίος δεν μπορεί να επεκταθεί. Τεχνολογικό κίνδυνο ενδέχεται να παράγουν επενδύσεις σε πληροφοριακά ή δορυφορικά συστήματα που έχουν ως στόχο τη βελτιστοποίηση της ταχύτητας των παρεχόμενων υπηρεσιών.

☞ **ο λειτουργικός κίνδυνος**, ο οποίος σχετίζεται με την εσωτερική λειτουργία μιας τράπεζας και απορρέει από ενδεχόμενα λάθη ή παραλείψεις του ανθρώπινου δυναμικού, του εσωτερικού ελέγχου ή από κακή λειτουργία του μηχανικού εξοπλισμού της. Ο μόνος τρόπος πρόβλεψης του εν θέματι κινδύνου είναι η ύπαρξη των κατάλληλων δικλίδων ασφαλείας για την πρόληψη του ανθρώπινου λάθους ή για τη δυσλειτουργία των ηλεκτρονικών συστημάτων.

2.3 Χρηματοοικονομική απελευθέρωση και Τραπεζικές κρίσεις³

Στην πρωτοποριακή μελέτη τους οι **Demirgüç – Kunt και Detragiache (1998)** ανέλυσαν την εμπειρική σχέση μεταξύ τραπεζικών κρίσεων και χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης χρησιμοποιώντας δεδομένα από το 1980 μέχρι το 1995 για 53 χώρες. Τα ευρήματά τους υποδηλώνουν ότι οι τραπεζικές κρίσεις έχουν μεγαλύτερες πιθανότητες να εκδηλωθούν σε χρηματοοικονομικά απελευθερωμένα συστήματα. Επιπλέον, βρήκαν ότι η επίδραση της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης σε εύθραυστους τραπεζικούς τομείς είναι πιο μικρή όταν το θεσμικό πλαίσιο είναι αυστηρό. Οι επικριτές της θεωρίας των

Demirgüç – Kunt και Detragiache υποστηρίζουν ότι η χρήση του έτους της απελευθέρωσης των επιτοκίων ως το πρώτο έτος της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης δεν είναι απολύτως σωστό, καθώς η απελευθέρωση των επιτοκίων είναι σημαντικός παράγοντας, αλλά καλύπτει ένα μικρό κομμάτι της αναδιαμόρφωσης του οικονομικού τομέα.

Οι **Mehrez και Kaufmann (2000)** εξετάζουν πώς η απουσία της διαφθοράς, δηλ. η διαφάνεια, μπορεί να επηρεάσει την πιθανότητα εμφάνισης τραπεζικής κρίσης. Για την ερευνά τους χρησιμοποιούν ένα μοντέλο για 56 χώρες από 1977 μέχρι το 1997 και καταγράφουν ότι υπάρχει μεγαλύτερη πιθανότητα μία κρίση να ακολουθήσει μέσα στα πέντε πρώτα χρόνια της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης. Επιπλέον αναφέρουν ότι η πιθανότητα ξεσπάσματος τραπεζικής κρίσης αυξάνεται σε χώρες με μικρό βαθμό διαφάνειας.

Με επίκεντρο τη σχέση μεταξύ νομισματικών / συναλλαγματικών και τραπεζικών κρίσεων οι **Kaminsky και Reinhart (1999)** αναλύουν 76 συναλλαγματικές κρίσεις και 26 τραπεζικές κρίσεις σε 20 χώρες μεταξύ 1970 και 1995. Ένα από τα βασικότερα ευρήματα της ερευνάς τους είναι ότι συχνά η χρηματοοικονομική απελευθέρωση προηγείται των τραπεζικών κρίσεων. Ως έτος χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης λαμβάνουν υπ' όψιν τους την αύξηση των εγχώριων πιστώσεων με διετή καθυστέρηση.

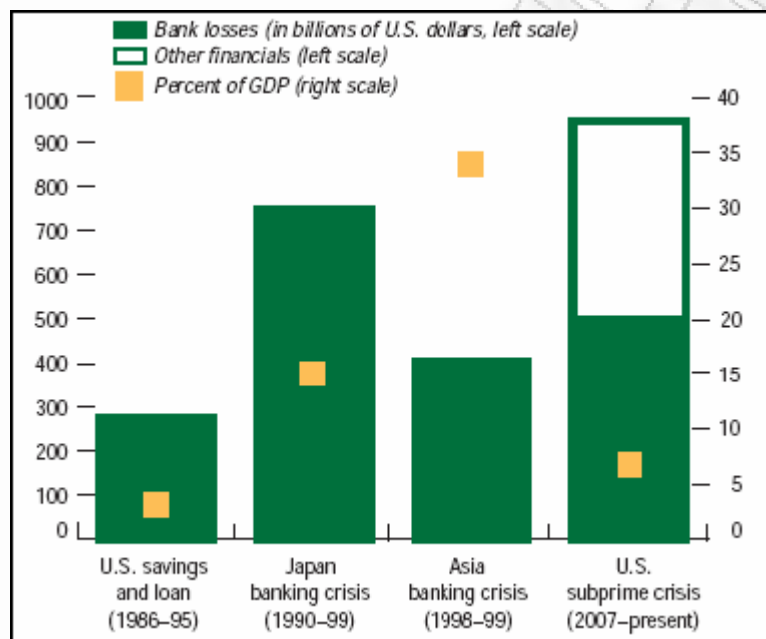
Σε μία ανάλυση panel οι **Caprio και Martinez (2000)** βρήκαν ότι η αύξηση της κρατικής ιδιοκτησίας τραπεζών αυξάνει τις πιθανότητες δημιουργίας τραπεζικής κρίσης. Αντίθετα, ο **Bath και άλλοι (2004)** χρησιμοποιώντας μία διακρατική ανάλυση κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η κρατικοποίηση τραπεζών δε συνδέεται ιδιαίτερα με την αστάθεια στον τραπεζικό τομέα, εάν υπάρχει αυστηρός έλεγχος θεσμικού πλαισίου και εποπτείας.

Υπάρχουν και μελέτες οι οποίες δε συμπεριλαμβάνουν μόνο τη χρηματοοικονομική απελευθέρωση ως βασικό παράγοντα για τη δημιουργία τραπεζικών κρίσεων. Χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι η μελέτη του **Beck και άλλων (2006)**, οι οποίοι εξετάζουν τον αντίκτυπο που έχει ο συγκεντρωτισμός των εθνικών τραπεζών, το τραπεζικό κανονιστικό και θεσμικό πλαίσιο και τα

εθνικά ιδρύματα στην πιθανότητα πρόκλησης συστημικής τραπεζικής κρίσης σε μία χώρα. Χρησιμοποιούν δεδομένα από το 1980 μέχρι το 1997 για 69 χώρες και καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι κρίσεις είναι λιγότερο πιθανές σε οικονομίες με περισσότερα συγκεντρωτικά τραπεζικά συστήματα. Επιπλέον, αναφέρουν ότι κανονιστικές πρακτικές και ιδρύματα τα οποία αποθαρρύνουν τον ανταγωνισμό είναι στενά συνδεδεμένα με μεγαλύτερη αστάθεια στο τραπεζικό σύστημα.

Όλες οι παραπάνω έρευνες χρησιμοποιούν διαφορετικούς δείκτες για τις τραπεζικές κρίσεις. Υπάρχει τέλος και η μελέτη των **C.T. Shehzad και J. De Haan (2008)**, οι οποίοι χρησιμοποιούν για την έρευνά τους τα δεδομένα των *Honohan και Laeven (2005)*, η έρευνα των οποίων βασίστηκε και ανέπτυξε την έρευνα των *Caprio και Klingebiel (1999)*, κάνοντας διαχωρισμό μεταξύ των συστημικών και μη-συστημικών τραπεζικών κρίσεων οι οποίες συντελέστηκαν από το 1970 και μετά⁴. Στην έρευνά τους χρησιμοποιούν ένα δείγμα 33 χωρών από το 1981 μέχρι το 2002. Τα δεδομένα για τη χρηματοοικονομική απελευθέρωση προέρχονται από την έρευνα των *Abiad και άλλων (2007)*, οι οποίοι διαχωρίζουν επτά διαστάσεις ως προς το μέγεθος της απελευθέρωσης του χρηματοοικονομικού τομέα, οι οποίες βαθμολογούνται με μία κλίμακα από το 0 (καταπιεσμένο) μέχρι το 3 (πλήρως απελευθερωμένο. Η πρώτη διάσταση της απελευθέρωσης αναφέρεται στους πιστωτικούς ελέγχους και στις υπερβολικά μεγάλες απαιτήσεις αποθεμάτων και επικεντρώνεται στην ύπαρξη συγκεκριμένων πιστωτικών ορίων (credit ceilings or floors). Η δεύτερη διάσταση αφορά στις δεσμεύσεις των επιτοκίων και εξετάζει αν υπαγορεύονται από την κυβέρνηση και αν υπάρχουν ανώτατα και κατώτατα όρια και περιορισμοί. Η τρίτη διάσταση αφορά σε περιορισμούς εισόδου και βασίζεται στην έκδοση αδειών και περιορισμό σε επεκτατικές γεωγραφικά δραστηριότητες. Η τέταρτη δραστηριότητα καλύπτει την κρατική ιδιοκτησία στον τραπεζικό τομέα, π.χ. το μερίδιο περιουσιακών στοιχείων του τραπεζικού τομέα που ελέγχονται από κρατικές εταιρείες. Η πέμπτη διάσταση αφορά σε περιορισμούς κεφαλαιακής επάρκειας και άλλους περιορισμούς σε διεθνείς χρηματοροές. Η έκτη διάσταση αποτυπώνει τη σύνεση στην εφαρμογή των κανονισμών και της εποπτείας, συμπεριλαμβανομένης της συμμόρφωσης με τα κριτήρια της Βασιλείας. Η τελευταία διάσταση ασχολείται με την πολιτική της

αγοράς τίτλων και περιλαμβάνει τον πλειστηριασμό κυβερνητικών τίτλων, την ανάπτυξη της αγοράς χρέους και την ευκολία προσέλκυσης ξένων επενδυτικών κεφαλαίων. Η τελευταία αυτή μελέτη των **C.T.Shezad και J. De Haan (2008)** καταλήγει στο συμπέρασμα ότι οι συστημικές και οι μη-συστημικές τραπεζικές κρίσεις συμπεριφέρονται εντελώς διαφορετικά και ότι η απελευθέρωση του χρηματοοικονομικού τομέα επιδρά θετικά στη δημιουργία μη συστημικής τραπεζικής κρίσης, αλλά έχει αρνητική επίδραση στην πρόκληση συστημικών τραπεζικών κρίσεων.



σχήμα 2.1: οι κυριότερες χρηματοπιστωτικές κρίσεις

πηγή: Global Stability Report

3. Σκανδιναβία (αρχές δεκαετίας 1990)

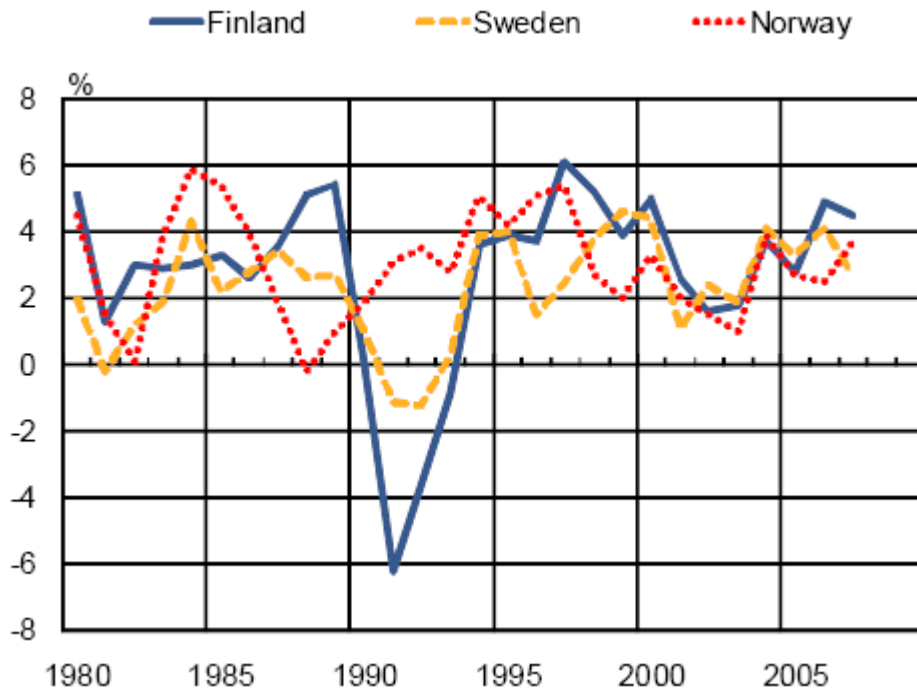
3.1 Γενικά

Την περίοδο από τα τέλη της δεκαετίας του 1980 μέχρι τις αρχές της δεκαετίας του 1990 οι χώρες της Σκανδιναβίας υπέστησαν την πιο σοβαρή τραπεζική κρίση της μεταπολεμικής περιόδου. Στο πρόσφατο άρθρο τους “The time is different: A panoramic View of eight centuries of Financial Crises” οι C. Reinhart και K. Rogoff (2008) κατατάσσουν την κρίση της Νορβηγίας, της Σουηδίας και της Φινλανδίας στις πέντε μεγάλες κρίσεις (Big five) πριν την τρέχουσα κρίση.

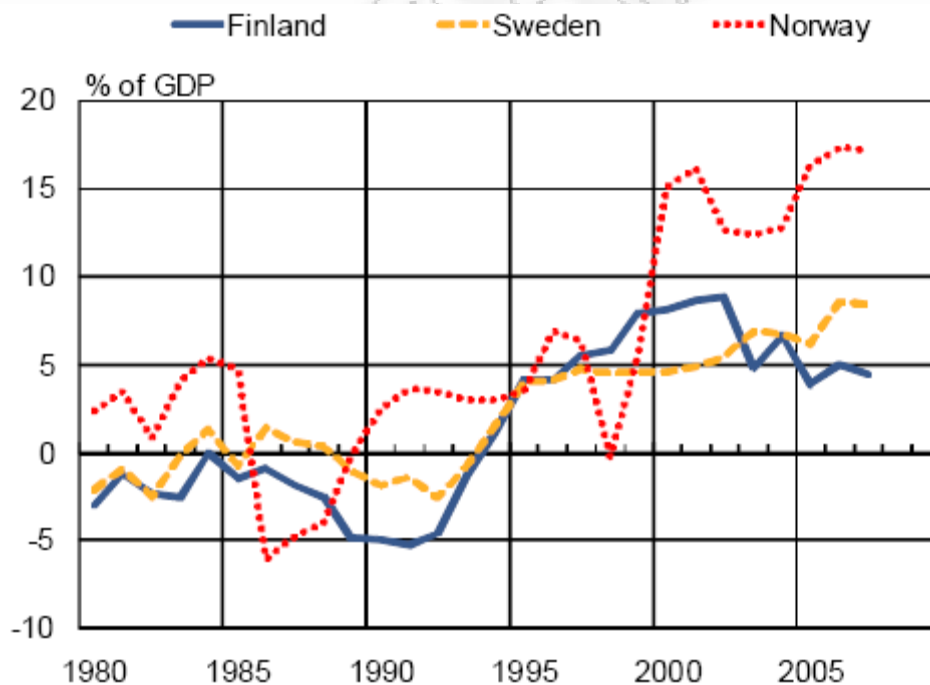
Σχεδόν όλες οι μεγάλες τράπεζες της Σκανδιναβίας αντιμετώπισαν σοβαρά προβλήματα και είχαν μεγάλες απώλειες κατά την περίοδο 1982 με 1993. Παρά το γεγονός ότι υπήρξαν διαφορετικές συνθήκες σε κάθε χώρα, διαπιστώθηκαν κάποια κοινά χαρακτηριστικά τα οποία οδήγησαν τις χώρες αυτές στην κρίση. Συγκεκριμένα τα χαρακτηριστικά αυτά είναι η ραγδαία αύξηση της οικονομικής ανάπτυξης, ως αποτέλεσμα της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης της δεκαετίας του 1980 και η εφαρμογή νέων χρηματοοικονομικών μηχανισμών, η οποία δε συνοδεύτηκε από την υιοθέτηση αυστηρού θεσμικού πλαισίου και είχαν ως επακόλουθο την αύξηση του πιστωτικού κινδύνου, την απότομη ύφεση και το ξέσπασμα της κρίσης.

Είναι πολύ σημαντικό να αναφερθεί ότι και οι τρεις χώρες κατά τη διάρκεια της κρίσης έγιναν στόχοι κερδοσκοπικών επιθέσεων – ιδίως η Σουηδία και η Φινλανδία – και ότι και οι τρεις υποχρεώθηκαν τελικώς να εγκαταλείψουν το καθεστώς της σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας⁵.

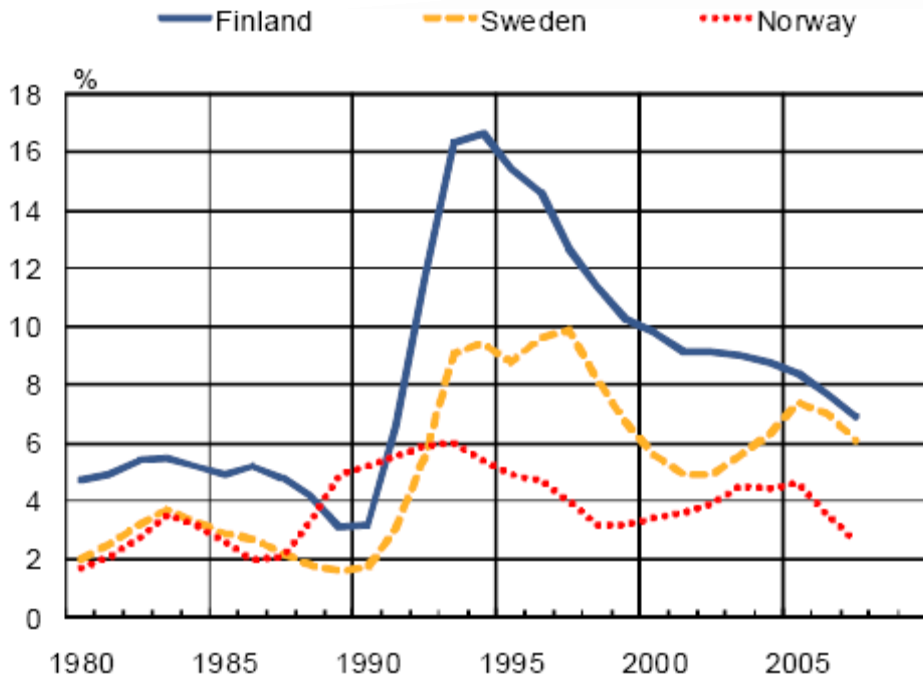
Παρακάτω παρουσιάζεται σχηματικά η κατάσταση της οικονομίας των τριών χωρών την περίοδο πριν την κρίση, αλλά και μετά την αντιμετώπισή της (βλ. σχήματα 3.1 μέχρι 3.6), απ’ όπου προκύπτει ότι η Φινλανδία αντιμετώπισε τη μεγαλύτερη ύφεση από τις τρεις χώρες της χερσονήσου.



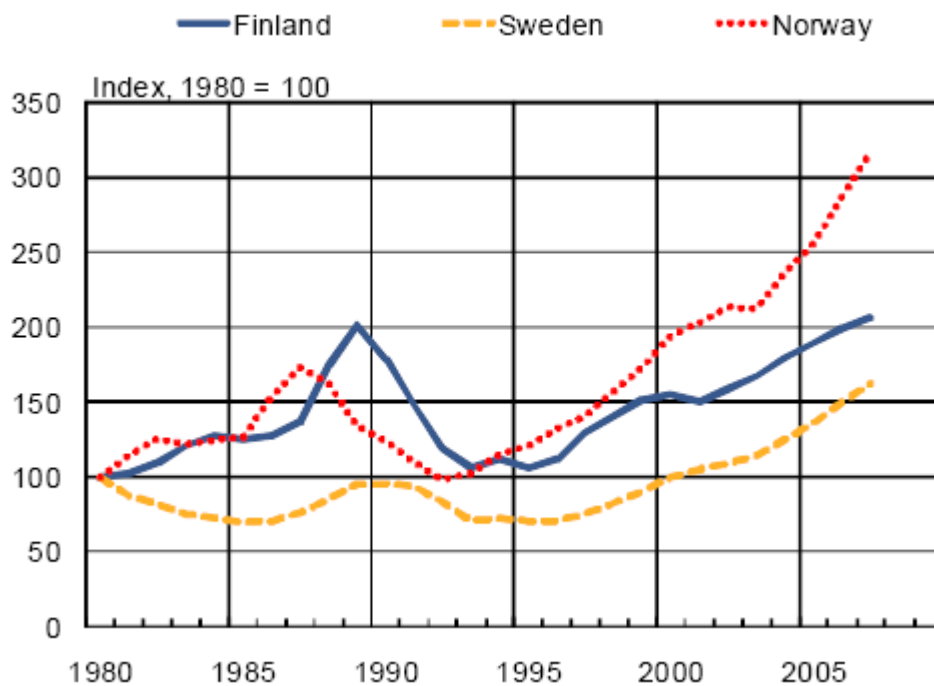
σχήμα 3.1: ετήσιο ποσοστό αύξησης του ΑΕΠ
 πηγή: Eurostat & IMF (Honkarija 2009)



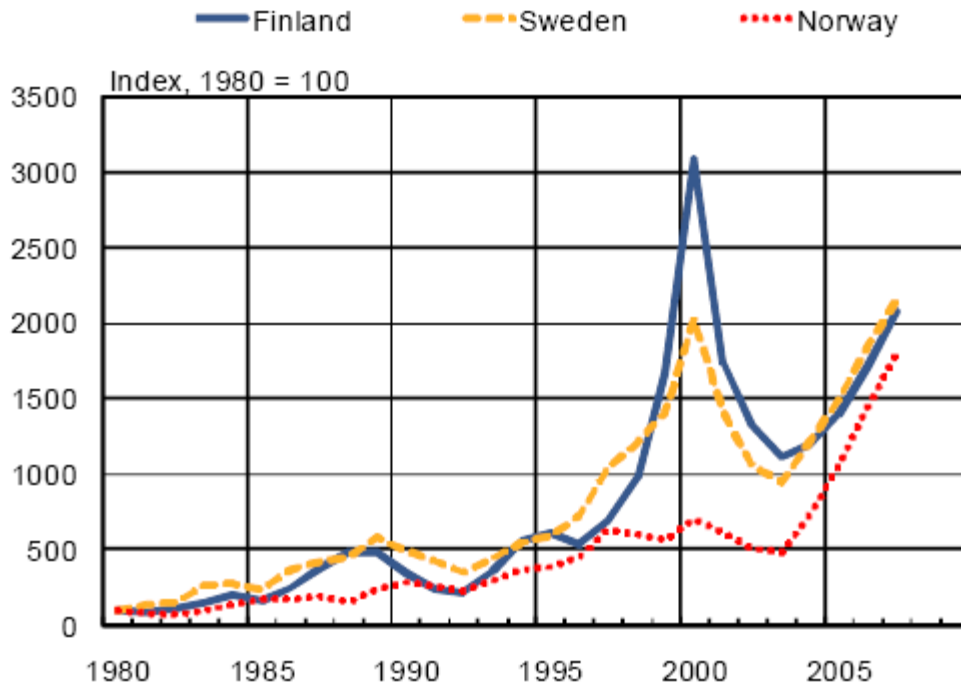
σχήμα 3.2: ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών ως ποσοστό του ΑΕΠ
 πηγή: European Commission (Honkarija 2009)



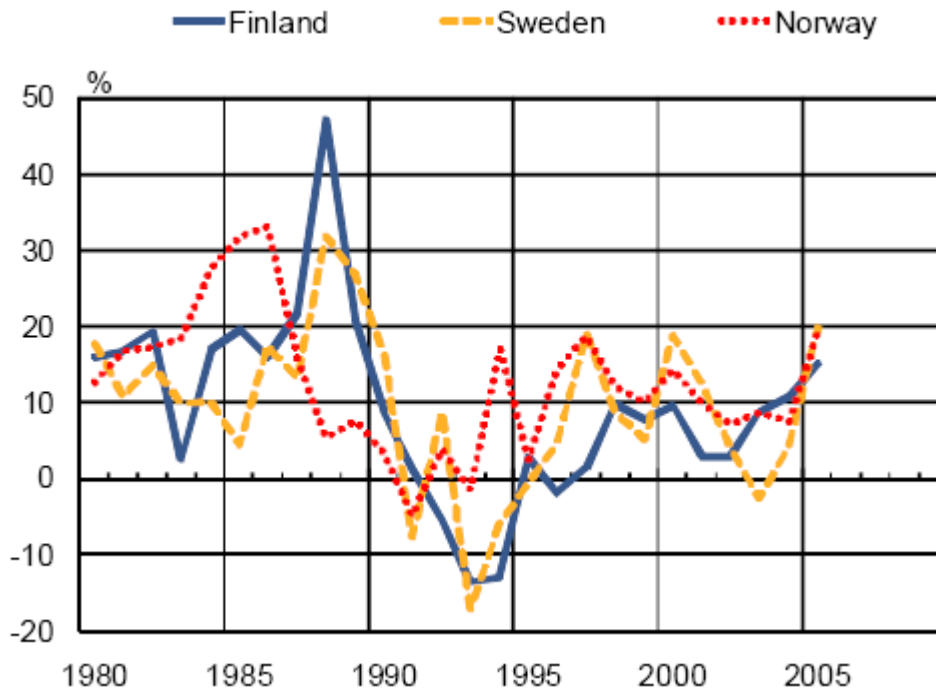
σχήμα 3.3: ποσοστό ανεργίας
πηγή: European Commission (Honkapohja 2009)



σχήμα 3.4: τιμές ακινήτων
πηγή: Statistics Finland, Statistics Sweden, Norges Bank και Bank of Finland
 (Honkapohja 2009)



σχήμα 3.5: τιμές μετοχών
πηγή: IMF (Honkapohja 2009)



σχήμα 3.6: lending growth
πηγή: OECD και Bank of Finland (Honkapohja 2009)

3.2 Νορβηγία (1988)

Εισαγωγή

Η περίπτωση της Νορβηγίας υπήρξε λίγο διαφορετική από τις άλλες δύο, αφού η Νορβηγία αντιμετώπισε δυσκολίες ήδη από το δεύτερο μισό της δεκαετίας του 1980 με το ρυθμό ανάπτυξης να είναι γύρω στο 0 το 1987 (βλ. σχήμα 3.1). Αυτό ήταν αποτέλεσμα της μεγάλης πτώσης των τιμών του πετρελαίου το 1986, γεγονός το οποίο λόγω του μεγάλου ρόλου του πετρελαίου οδήγησε σε καθυστέρηση του συνόλου της οικονομικής ανάπτυξης. Η κορύφωση της κρίσης στη Νορβηγία ήταν το καλοκαίρι του 1991, δηλαδή ένα χρόνο πριν την εκδήλωση της κρίσης στις δύο άλλες Σκανδιναβικές χώρες⁶.

Η εκκόλαψη της κρίσης

Το 1984 ήρθαν οι κανονισμοί που ίσχυαν από το 1945 σχετικά με το τραπεζικό δανεισμό. Οι κανονισμοί αυτοί δεν αφορούσαν τόσο προληπτικά μέτρα, αλλά ουσιαστικά μέτρα ελέγχου των χορηγήσεων ως μέρος της γενικότερης σταθεροποιητικής μακροοικονομικής πολιτικής της χώρας. Η ανωτέρω αποκανονικοποίηση οδήγησε σε υπερβολική αύξηση του δανεισμού (βλ. σχήμα 3.6), η οποία συνοδεύτηκε και από παράλληλη αύξηση των τιμών των ακινήτων (βλ. σχήμα 3.4). Μετά από τέσσερις δεκαετίες αυστηρού κανονιστικού πλαισίου για το τραπεζικό σύστημα, ούτε οι τράπεζες, ούτε οι εποπτικές αρχές είχαν την απαραίτητη εμπειρία των ανταγωνιστικών αγορών παροχής πιστώσεων. Κατά την περίοδο της αποκανονικοποίησης έγινε σαφές ότι τα περισσότερα διευθυντικά στελέχη των τραπεζών είχαν εστιάσει τους στόχους τους στην απόκτηση μεγαλύτερου μεριδίου αγοράς, με αποτέλεσμα να παρατηρηθεί έντονη επέκταση των τραπεζών σε νέες γεωγραφικές περιοχές και αύξηση του αριθμού των καταστημάτων τους.

Χαρακτηριστικό στοιχείο της ανεπάρκειας του εποπτικού ελέγχου κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1980 αποτελεί η αισθητή μείωση του αριθμού των επιτόπιων ελέγχων σε πιστωτικά ιδρύματα. Συγκεκριμένα, ενώ το 1980

διενεργήθηκαν 57 επιτόπιοι έλεγχοι σε νορβηγικές τράπεζες, το 1985 ο αριθμός αυτός έπεσε στο 8 για να παρουσιάσει ακόμα μεγαλύτερη πτώση κατά τα έτη 1986 και 1987 σε ένα ή δύο⁷.

Επιπλέον, στα τέλη του 1985 οι τιμές του πετρελαίου παρουσίασαν κάθετη πτώση με αποτέλεσμα τη δημιουργία ελλείμματος στο νορβηγικό ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών λόγω της αυξημένης εξάρτησης της χώρας από το πετρελαϊκό εισόδημα. Αυτό οδήγησε σε σοβαρές πιέσεις της νορβηγικής κορώνας, με αποτέλεσμα την υποτίμηση του νομίσματος το Μάιο του 1986.

Η εκδήλωση της κρίσης

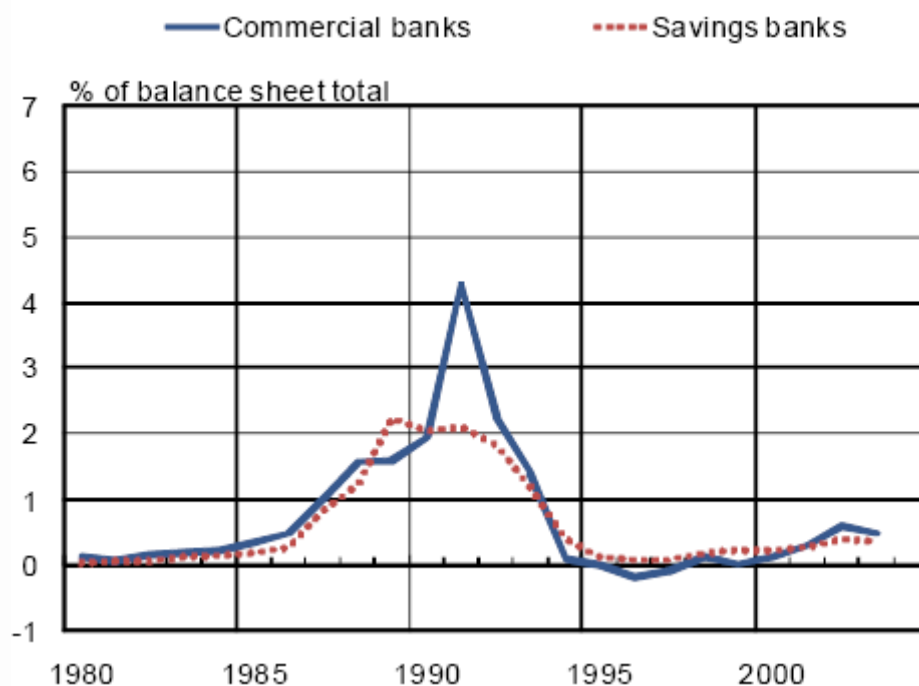
Η νορβηγική τραπεζική κρίση ξέσπασε το φθινόπωρο του 1988, όταν μία μεσαίου μεγέθους εμπορική τράπεζα η Sunnømtgsbanken, εμφάνισε μεγάλες απώλειες από χορηγήσεις και αναγκάστηκε να κηρύξει πτώχευση. Αυτή ήταν η πρώτη τράπεζα που πτώχευσε στη χώρα από το 1930. Σύντομα δυσχέρειες αντιμετώπισαν ακόμα δύο αποταμιευτικές τράπεζες και μέχρι το 1990 13 μικρές τράπεζες είχαν κηρύξει πτώχευση.

Μέχρι το 1990 η κρίση δεν είχε χαρακτηριστεί ως συστημική καθώς οι απώλειες από τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια δεν είχαν ξεπεράσει το 2% του ΑΕΠ (βλ. σχήμα 3.7) και το καθεστώς της σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας είχε αποκαταστήσει την αξιοπιστία του, αφού μετά το Μάιο του 1986 δεν είχε γίνει άλλη υποτίμηση του νομίσματος. Η κατάσταση όμως επιδεινώθηκε μετά την πτώση του τείχους του Βερολίνου το 1990 και την αύξηση των επιτοκίων από την Bundesbank, καθώς αυτό για τη Νορβηγία σήμαινε τη διατήρηση των υψηλών επιτοκίων μέχρι το 1992, παρά την εσωτερική οικονομική ύφεση.

Η διάχυση της κρίσης

Το φθινόπωρο του 1991 η κρίση έγινε συστημική. Το ποσοστό των μη εξυπηρετούμενων δανείων έφτασε το 3% του ΑΕΠ (βλ. σχήμα 3.7) και οι δύο μεγαλύτερες εμπορικές τράπεζες της χώρας αντιμετώπισαν σοβαρά προβλήματα και χρειάστηκαν κεφαλαιακή υποστήριξη. Η δεύτερη και η τρίτη

μεγαλύτερη τράπεζα της χώρας η Christiania Bank και η Fokus Bank έχασαν όλο το κεφάλαιό τους, ενώ η μεγαλύτερη τράπεζα η Den norske Bank έχασε το 90% του κεφαλαίου της.



σχήμα 3.7: προβλέψεις για μη εξυπηρετούμενα δάνεια στη Νορβηγία

πηγή: OECD και Honkaroja 2009

Οι ενέργειες αναδιάρθρωσης

Κατά την πρώτη φάση της κρίσης έγιναν προσπάθειες αντιμετώπισής της μέσω των Συνεγγυητικών Κεφαλαίων των τραπεζών (guarantee funds), τα οποία είχαν υποχρεωτική συνδρομή και είχε δημιουργηθεί ένα για τις εμπορικές τράπεζες (the Commercial Banks' Guarantee Fund) και ένα για τις αποταμιευτικές τράπεζες (the Savings Banks' Guarantee Fund)⁸. Το κεφάλαιο και για τα δύο ταμεία αποτελείτο από συγκεντρωμένες συνδρομές των τραπεζών – μελών.

Μέχρι το τέλος, όμως, του 1990 τα παραπάνω ιδρύματα είχαν εξαντλήσει όλα τα κεφάλαιά τους και τον Ιανουάριο του 1991 η κυβέρνηση πρότεινε στο

κοινοβούλιο της χώρας (Storting) την ίδρυση της Government Bank Insurance Fund (GBIF) με κεφάλαιο ύψους 0.6% του ΑΕΠ του 1990⁹. Η GBIF ιδρύθηκε το Μάρτιο του 1991 και είχε τη δικαιοδοσία να δανειοδοτεί τα δύο Guarantee Funds, ώστε κι εκείνα με τη σειρά τους να μπορούν να κάνουν αυξήσεις κεφαλαίου σε προβληματικές τράπεζες. Η GBIF μπορούσε να θέτει προϋποθέσεις και όρους κάτω από τους οποίους θα γινόταν η δανειοδότηση των τραπεζών όπως για παράδειγμα η αλλαγή της διοίκησης, περιορισμοί στις εργασίες της τράπεζας αλλά και προγραμματισμός περικοπής των λειτουργικών εξόδων των τραπεζών.

Περαιτέρω μέτρα βοήθειας τα οποία αφορούσαν όλες τις τράπεζες της χώρας, ανακοινώθηκαν τον Οκτώβριο του 1991, τα οποία περιελάμβαναν και δάνεια από την κεντρική τράπεζα με χαμηλότερα επιτόκια από αυτά της αγοράς. Σημειώνεται ότι σ' αυτή τη φάση περίπου το 10% των χρηματοδοτήσεων των τραπεζών ήταν δάνεια από την κεντρική τράπεζα.

Επιπλέον, για να αντιμετωπιστεί η έλλειψη κεφαλαιακής επάρκειας κατά τη διάρκεια της κρίσης ιδρύθηκε ένας ξεχωριστός οργανισμός, η Κρατική Τράπεζα Επένδυσης Κεφαλαίων (Government Bank Investment Fund), ο οποίος μπορούσε να λαμβάνει μέρους σε κεφαλαιακές επενδύσεις με εμπορικούς όρους. Μέσα στο 1992 η GBIF έκανε μεγάλες κεφαλαιακές "ενέσεις" στις τρεις μεγάλες τράπεζες οι οποίες αντιμετώπισαν προβλήματα (Christiania Bank, Fokus Bank και Den norske Bank) και μέχρι την άνοιξη του 1992 είχαν κρατικοποιηθεί και οι τρείς και οι παλιές μετοχές τους είχαν εξαλειφθεί.

Στις 10 Δεκεμβρίου του 1992, η Νορβηγία εγκατέλειψε το σύστημα σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας του νομίσματός της με το ECU, με αποτέλεσμα γίνει εφικτή η μείωση των επιτοκίων το 1993 και οι εμπορικές τράπεζες να καταγράψουν κέρδη (βλ. σχήμα 3.8) και να ξεκινήσει η έξοδος από την κρίση.



σχήμα 3.8: κερδοφορία των Σκανδιναβικών εμπορικών τραπεζών από το 1980 μέχρι το 1999 ως ποσοστό του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων τους (assets)

πηγή: Norges Bank και Erling Steigum 2004

Μετά την κρίση η κυβέρνηση πούλησε σταδιακά το μερίδιο της από τις κρατικοποιημένες τράπεζες. Η Fokus Bank βγήκε στην αγορά το φθινόπωρο του 1995 και αργότερα αγοράστηκε από την Danske Bank. Η Christiania Bank πουλήθηκε σταδιακά και τελικώς συγχωνεύτηκε με την ενιαία Σκανδιναβική τράπεζα τη Nordea. Κατά τον ίδιο τρόπο πουλήθηκαν και η μετοχές της Den Norske Bank, αλλά η κυβέρνηση διατηρεί ακόμα το 34% της τράπεζας DnB nor, η οποία δημιουργήθηκε μετά τη συγχώνευση της Den Norske Bank και της Union Bank.

Τέλος, είναι πολύ σημαντικό να αναφερθεί ότι η Νορβηγική κυβέρνηση δεν χρησιμοποίησε κανένα μέτρο παροχής εγγύησης ούτε των καταθέσεων, ούτε της δυνατότητας αποπληρωμής των δανείων των τραπεζών και ούτε προέβη στην ίδρυση ειδικής εταιρείας διαχείρισης προβληματικών περιουσιακών στοιχείων καθώς κατέληξε στο συμπέρασμα ότι αυτή η διαδικασία θα ήταν ιδιαίτερως περίπλοκη αλλά και χρονοβόρα.

Συμπεράσματα

Γενικά φαίνεται ότι η κρίση στη Νορβηγία ήταν λιγότερο σοβαρή από αυτή στη Σουηδία ή στη Φινλανδία, καθώς δεν αντιμετώπισε περίοδο αρνητικής ανάπτυξης. Αντίθετα, η περίοδος της ύφεσης κράτησε μεγαλύτερο χρονικό διάστημα απ' ό,τι στις δύο άλλες χώρες, αλλά γενικά η χώρα ξεπέρασε την κρίση καλά.

Σ' αυτό το σημείο αξίζει να σημειωθεί ότι οι φορολογούμενοι πολίτες της Νορβηγίας βγήκαν κερδισμένοι από την κρίση, αφού από τη διαδικασία κρατικοποίησης και ιδιωτικοποίησης των τραπεζών οι μετοχές των τραπεζών ανέβηκαν και τα χρήματα τα οποία είχαν δοθεί από την κυβέρνηση για την αύξηση του κεφαλαίου των τραπεζών υπερκαλύφθηκαν από την πώλησή τους¹⁰.

3.3 Σουηδία (1991)

Η εκκόλαψη της κρίσης

Η σουηδική τραπεζική κρίση ήταν μέρος μιας μεγάλης κρίσης, η οποία έπληξε τη Σουηδία το 1991 και 92. Το σημαντικότερο αίτιο το οποίο οδήγησε στη δημιουργία “φούσκας”, στο σκάσιμο της φούσκας και τελικά στην κρίση, έχει τις ρίζες του στη χρηματοοικονομική απελευθέρωση. Το βασικότερο μέτρο αποκανονικοποίησης λήφθηκε το Νοέμβριο του 1985 και ήταν η άρση των ποσοτικών απαγορεύσεων στον όγκο των χορηγούμενων δανείων.

Η χρηματοοικονομική απελευθέρωση είχε θεμελιώδη επίδραση στα κίνητρα δανειστών και δανειζόμενων. Μετά από δεκαετίες καταπιεσμένου πιστωτικού συστήματος (non-price credit rationing), όπου τα επιτόκια ήταν χαμηλότερα από τα επιτόκια της αγοράς και η πιστωτική πολιτική διοχετευόταν σε συγκεκριμένους τομείς, οι εμπορικές και αποταμιευτικές τράπεζες, ξαφνικά απέκτησαν τη δυνατότητα να επεκτείνουν το δανεισμό χωρίς να περιορίζονται από το κανονιστικό πλαίσιο. Έτσι, δημιουργήθηκε ένα ιδιαίτερος ανταγωνιστικό

πλαίσιο μεταξύ των πιστωτικών ιδρυμάτων, με στόχο την απόκτηση του μεγαλύτερου μεριδίου της αγοράς, εντός του οποίου αυξήθηκε η προσφορά χρηματοδοτήσεων σε νοικοκυριά και επιχειρήσεις.

Η απότομη αύξηση των χρηματοδοτήσεων ξεκίνησε το 1985-86 με τη διοχέτευση της πίστωσης στην αγορά περιουσιακών στοιχείων – κυρίως κατοικιών – αλλά και στην εμπορική αγορά ακινήτων και την αγορά κινητών αξιών. Η υπερθέρμανση της οικονομικής κατάστασης υποβοηθήθηκε από την άνοδο του πληθωρισμού και από το φορολογικό σύστημα το οποίο ευνοούσε το δανεισμό. Αυτή η κατάσταση είχε ως αποτέλεσμα τη ραγδαία αύξηση των τιμών των ακινήτων (βλ. σχήμα 3.4), οι οποίες αποτέλεσαν τη βάση για τις αυξανόμενες εγγυήσεις, πολλαπλασιάζοντας την καθαρή αξία των νοικοκυριών και οδηγώντας σε περαιτέρω έξαρση της πιστωτικής επέκτασης. Μέσα σε λίγα μόλις χρόνια η ανάπτυξη των χρηματοδοτήσεων αυξήθηκε με πρωτοφανείς ρυθμούς (βλ. σχήμα 3.6).

Αυτές οι χρηματοοικονομικές εξελίξεις είχαν επιδράσεις και στην πραγματική οικονομία. Το μακρο – οικονομικό αποτέλεσμα ήταν μια έντονη άνθηση κατά τα έτη 1988-89, η οποία χαρακτηρίστηκε από μείωση της ανεργίας, αύξηση της κατανάλωσης και μείωση του ρυθμού της ιδιωτικής αποταμίευσης, ο οποίος τελικά έγινε αρνητικός. Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών χειροτέρευσε καθώς οι εξαγωγές μειώθηκαν και οι εισαγωγές αυξήθηκαν.

Λόγω της σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας του σουηδικού νομίσματος, *krona*, η νομισματική πολιτική δεν μπορούσε να αποφύγει την κρίση μέσω της αύξησης των επιτοκίων. Αντίστοιχα η δημοσιονομική πολιτική δεν ήταν αρκετά περιοριστική ώστε να προλάβει την κρίση, παρά το γεγονός ότι οι εθνικοί λογαριασμοί παρουσίαζαν πλεόνασμα λόγω των αυξημένων εισοδημάτων προς φορολόγηση από την αυξημένη κατανάλωση, τους μισθούς, τις τιμές των ακινήτων αλλά και τα κεφαλαιακά κέρδη.

Τέλος, πρέπει να σημειωθεί ότι η κυβέρνηση της χώρας απαγόρευε τη λειτουργία ξένων τραπεζών στο εσωτερικό της χώρας, με αποτέλεσμα να μην υπάρχει ανταγωνισμός με τις ξένες τράπεζες.

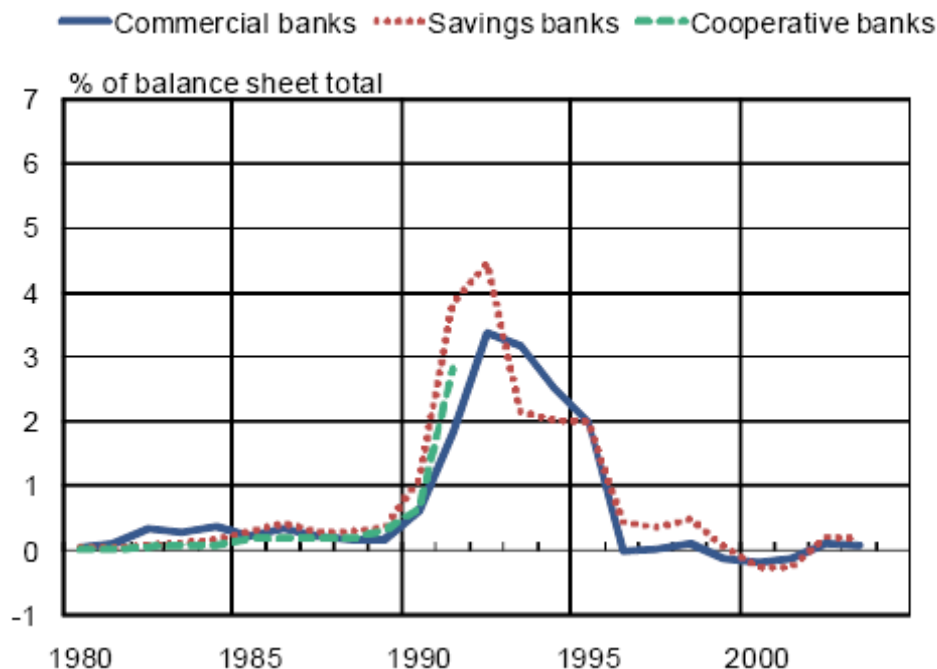
Η εκδήλωση της κρίσης

Η άνοδος της σουηδικής οικονομίας σταμάτησε το 1989-90 και ξεκίνησε η πτώση, η οποία ήταν αποτέλεσμα μιας σειράς γεγονότων τόσο εξωτερικών όσο και εσωτερικών. Τα επιτόκια διεθνώς παρουσίασαν άνοδο, λόγω της νομισματικής πολιτικής της ενωμένης πλέον Γερμανίας, μετά την πτώση του τείχους του Βερολίνου. Τα ανοδικά γερμανικά επιτόκια άσκησαν ιδιαίτερη πίεση στα σουηδικά επιτόκια καθώς η ισοτιμία του νομίσματος της χώρας με το ecu ήταν σταθερή από το Μάιο του 1991. Ένα επιπλέον σοκ στα σουηδικά επιτόκια προκλήθηκε όταν η κεντρική τράπεζα της χώρας, η Riksbank, ανέβασε τα επιτόκια προκειμένου να υπερασπιστεί τη σταθερή ισοτιμία του νομίσματος ενάντια στις κερδοσκοπικές επιθέσεις των ετών 1989 με 1992.

Παράλληλα, στο εσωτερικό της χώρας λήφθηκαν κάποια φορολογικά μέτρα τα οποία οδήγησαν σε αύξηση του πραγματικού μετά φόρων επιτοκίου. Συγκεκριμένα, η αναμόρφωση το φορολογικού συστήματος των ετών 1990 & 91 - η οποία επονομάστηκε “η φορολογική αναμόρφωση του αιώνα (the tax reform of the century)” – ελάττωσε αισθητά τους φόρους και μείωσε τις φοροαπαλλαγές από τα στεγαστικά δάνεια, με αποτέλεσμα να οδηγήσει τελικώς σε αύξηση των τιμών μετά – φόρου. Ως συνέπεια, ο δανεισμός έγινε λιγότερο επιθυμητός, ενώ οι αποταμιεύσεις άρχισαν να αυξάνονται. Μια ταχύτατη και όχι αναμενόμενη πτώση του δείκτη τιμών καταναλωτή από το 1990 μέχρι το 1992 συνέβαλε τελικά στην απότομη αύξηση των πραγματικών επιτοκίων.

Αυτή η απότομη αύξηση των επιτοκίων είχε μια σοβαρή επίδραση στις χρηματοοικονομικές αγορές. Αναδύθηκε το πρόβλημα του αποπληθωρισμού των τιμών των ακινήτων, καθώς η αξία των πραγματικών περιουσιακών στοιχείων άρχισε να πέφτει λόγω της ανόδου των επιτοκίων. Αυτή η αλλαγή σήμανε πτώση στην ιδιωτική κατανάλωση και στις επενδύσεις και αύξηση στις αποταμιεύσεις. Όσο περισσότερο προσπαθούσαν τα νοικοκυριά να βελτιώσουν την οικονομική τους κατάσταση, πουλώντας περιουσιακά στοιχεία και αυξάνοντας τις αποταμιεύσεις, τόσο βάθαινε η κρίση.

Τέλος, η αύξηση των επιτοκίων οδήγησε σε πτώση των τιμών των μετοχών, αλλά και σε αύξηση των δανείων τα οποία δεν αποπληρώνονταν ομαλά (βλ. σχήμα 3.9)



σχήμα 3.9: προβλέψεις για μη εξυπηρετούμενα δάνεια στη Σουηδία

πηγή: OECD (Honkarohja 2009)

Η διάχυση της κρίσης

Ως σημείο ξεσπάσματος της κρίσης για τη Σουηδία ορίζεται το φθινόπωρο του 1991 όταν εμφανίστηκαν προβλήματα στη μεγαλύτερη αποταμιευτική τράπεζα της χώρας την Första Sparbanken και στη συνέχεια ακολούθησε η Nordenbank, η τρίτη μεγαλύτερη εμπορική τράπεζα και την άνοιξη του 1992 παρουσιάστηκαν δυσκολίες και στην Gota Bank, την τέταρτη μεγαλύτερη εμπορική τράπεζα της χώρας¹¹.

Η πτώση των επενδύσεων ιδίως στον κατασκευαστικό τομέα σε συνδυασμό με την πτώση των τιμών των ακινήτων, εξανέμισαν εντελώς τη ζήτηση για νέες κατασκευές. Η ανεργία αυξήθηκε και ο τομέας των εξαγωγών αντιμετώπισε σοβαρά προβλήματα, καθώς η σουηδική κρονα είχε υπερτιμηθεί κατά την προηγούμενη οικονομική άνοδο.

Το φθινόπωρο του 1992 το σουηδικό νόμισμα υπέστη μεγάλης έκτασης κερδοσκοπικές επιθέσεις – όπως υπέστησαν και η Μεγάλη Βρετανία, η Ιταλία και η Φινλανδία την ίδια περίοδο – και η Riksbank στην προσπάθειά της να υπερασπιστεί τη σταθερή ισοτιμία φτάνει στο σημείο να ανεβάσει το overnight επιτόκιο μέχρι και 500%. Η υπεράσπιση του νομίσματος κράτησε μέχρι τις 19 Νοεμβρίου του 1992 οπότε και η κεντρική τράπεζα αναγκάστηκε να εγκαταλείψει το καθεστώς της σταθερής ισοτιμίας και να προβεί σε υποτίμηση του νομίσματος. Η υποτίμηση του νομίσματος ενέτεινε το πρόβλημα ρευστότητας των τραπεζών και την έλλειψη συναλλάγματος με αποτέλεσμα να οδηγήσει σε ακόμα βαθύτερη κρίση την οικονομία της χώρας.

Οι ενέργειες αναδιάρθρωσης

Η κρίση υπονόμεισε ολόκληρο το χρηματοοικονομικό σύστημα και απείλησε ακόμα και την ύπαρξη πολλών πιστωτικών ιδρυμάτων. Όταν η τραπεζική κρίση άρχισε να αναδύεται ως πολύ μεγάλη απειλή για την σουηδική οικονομία, τόσο οι εποπτικές αρχές όσο και η κυβέρνηση, υποχρεώθηκαν να αντιδράσουν με συνεπή τρόπο απέναντι στους πολίτες της χώρας, θέτοντας τις βάσεις για το επονομαζόμενο σουηδικό μοντέλο επίλυσης τραπεζικής κρίσης. Το μοντέλο αυτό αποτελείται από πολλά χαρακτηριστικά, αλλά μπορούμε εύκολα να διαχωρίσουμε εφτά από αυτά¹².

Το πρώτο πολύ σημαντικό στοιχείο για την αντιμετώπιση της κρίσης ήταν η **πολιτική ενότητα** μεταξύ της κεντροαριστερής κυβερνητικής παράταξης και της σοσιαλδημοκρατικής αντιπολίτευσης. Και οι δύο παρατάξεις ήταν υπέρ της διατήρησης της συναλλαγματικής ισοτιμίας του νομίσματος και γνώριζαν καλά ότι η κρίση ήταν απόρροια των μέτρων που είχε λάβει αρχικά η σοσιαλδημοκρατική κυβέρνηση της δεκαετίας του 1980, τα οποία ήταν το έναυσμα της χρηματοοικονομικής αποκατασκευής και εν συνεχεία των μέτρων της κεντροαριστερής κυβέρνησης η οποία είχε ανέβει στην εξουσία το φθινόπωρο του 1991. Η πολιτική ενότητα διευκόλυνε το πέρασμα των μέτρων μέσω του κοινοβουλίου καθώς οι εκπρόσωποι της αντιπολίτευσης είχαν πλήρη γνώση της διαδικασίας επίλυσης της κρίσης και ήταν εναρμονισμένοι με αυτή.

Η συμφωνία μεταξύ της κυβέρνησης και της αντιπολίτευσης πρόσθεσε αξιοπιστία στις πράξεις και τις αποφάσεις της κυβέρνησης και της κεντρικής τράπεζας, *Riksbank*, καθώς η πολιτική ενότητα ήταν απαραίτητη για την υιοθέτηση γρήγορης, αποφασιστικής και μακροχρόνιας πολιτικής.

Το δεύτερο μέτρο ήταν η παροχή εγγυήσεων των τραπεζικών καταθέσεων και των υποχρεώσεων των πιστωτικών ιδρυμάτων (blanket guarantee). Συγκεκριμένα, η σουηδική κυβέρνηση, σε συνεργασία με την αντιπολίτευση, εξέδωσε ανακοίνωση στον τύπο στις 24 Σεπτεμβρίου του 1992, με την οποία διαβεβαίωνε ότι οι καταθέτες και όλοι οι συμβαλλόμενοι με τις σουηδικές εμπορικές τράπεζες και τα σουηδικά χρηματοοικονομικά ιδρύματα, στα οποία έχει εμπλακεί το κράτος, είναι πλήρως προστατευμένοι από οποιαδήποτε μελλοντική απώλεια στις απαιτήσεις τους. Ο στόχος της παρεχόμενης εγγύησης ήταν η αίσθηση ασφάλειας για τα νοικοκυριά, τις εταιρείες και τους υπόλοιπους επενδυτές. Όμως ο πραγματικός λόγος για τον οποίο εκδόθηκε η συγκεκριμένη ανακοίνωση ήταν ο φόβος μήπως υπάρξει εκροή κεφαλαίων από τη χώρα, καθώς οι σουηδικές τράπεζες ήταν στενά εξαρτημένες από την ξένη χρηματοδότηση για την επέκταση των δραστηριοτήτων τους. Ο βραχυπρόθεσμος δανεισμός από το εξωτερικό αντιπροσώπευε περίπου το 40% του συνολικού τραπεζικού δανεισμού και αν η χρηματοδότηση από το εξωτερικό σταματούσε δεν θα ήταν εφικτό για την κεντρική τράπεζα της χώρας να διατηρήσει τη σταθερή ισοτιμία του νομίσματος.

Η παροχή εγγυήσεων εκ μέρους της κυβέρνησης είχε σαφώς θετικές επιδράσεις - καθώς ήταν ένα μέτρο το οποίο λήφθηκε νωρίς κατά τη διάρκεια της κρίσης - και συγκεκριμένα απέτρεψε τη δημιουργία τραπεζικού πανικού (bank run) είτε λόγω εξωτερικών είτε λόγω εγχώριων προβλημάτων και έδωσε τη δυνατότητα στην κεντρική τράπεζα να βοηθήσει ενεργά το τραπεζικό σύστημα.

Το τρίτο σημαντικό στοιχείο στην αντιμετώπιση της κρίσης ήταν η άμεση λήψη αποφασιστικών μέτρων, τόσο από την κυβέρνηση και το κοινοβούλιο, όσο και από την κεντρική τράπεζα προκειμένου να υποστηρίξουν τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα και κυρίως τις τράπεζες οι οποίες αντιμετώπιζαν

προβλήματα. Χαρακτηριστικά ένα μέλος της Riksbank το οποίο είχε σημαντικό μερίδιο ευθύνης στη διαδικασία επίλυσης της κρίσης είπε: “Είναι πιο σημαντικό να αντιδράσουμε νωρίς, παρά να αντιδράσουμε απολύτως σωστά”¹³.

Συνεχίζοντας, το Δεκέμβριο του 1992, το σουηδικό κοινοβούλιο (*Riksdag*) και η κεντρική τράπεζα πέρασαν ένα νομοσχέδιο με συντριπτική πλειοψηφία και χωρίς πολιτικές διαφωνίες, με το οποίο ίδρυσαν ένα οργανισμό Υποστήριξης τραπεζών (Bank Support Authority, *Bankstödsnämnd*), όπως προέβλεπε και η ανακοίνωση της 24^{ης} Σεπτεμβρίου του 1992). Το συγκεκριμένο βήμα απέδειξε ότι η αρχική *ad hoc* σκέψη μετατράπηκε σε ακόμα πιο συστηματική αντιμετώπιση, καθώς αυτή η απόφαση λήφθηκε όταν η κρίση είχε βαθύνει και είχαν ανακύψει όχι μόνο προβλήματα ρευστότητας, αλλά και κίνδυνος χρεοκοπίας για αρκετές εμπορικές τράπεζες.

Το κοινοβούλιο αποφάσισε ότι στον Οργανισμό Υποστήριξης Τραπεζών (BSA) θα δινόταν ανοιχτή χρηματοδότηση και όχι κάποιος σταθερός προκαθορισμένος προϋπολογισμός. Αυτή η ηθελημένη επιλογή είχε ως στόχο να αποφύγει τον κίνδυνο να υποχρεωθεί ο BSA να επιστρέψει στο κοινοβούλιο για να ζητήσει συμπληρωματική χρηματοδότηση σε κάποιο επόμενο στάδιο¹⁴. Η ανοιχτή χρηματοδότηση ενίσχυσε την αξιοπιστία της πολιτικής για την επίλυση της τραπεζικής κρίσης και επέδειξε ότι δεν υπήρχαν πολιτικά πισωγυρίσματα αναφορικά στη χρηματοοικονομική δέσμευση να υποστηριχτεί το τραπεζικό σύστημα. Ο *Bankstödsnämnd* δημιουργήθηκε ως ανεξάρτητος οργανισμός τόσο από την κυβέρνηση και την κεντρική τράπεζα, όσο και από την αντίστοιχη εποπτική αρχή, *Finansinspektion*. Αυτή η δομή ενίσχυσε την αξιοπιστία και την εμπιστοσύνη στις εργασίες του. Η παράταξη της σοσιαλδημοκρατικής αντιπολίτευσης είχε απόλυτη πληροφόρηση ως προς τις εργασίες του οργανισμού, ο οποίος στελεχώθηκε με έμπειρους επαγγελματίες και ξεκίνησε τη λειτουργία του την άνοιξη του 1993, αμέσως μετά την ίδρυσή του. Υπήρξε άμεση συνεργασία μεταξύ του BSA, της κεντρικής τράπεζας, του εποπτικού οργανισμού και του Οργανισμού Διαχείρισης Δημόσιου Χρέους (National Debt Office). Στις ελάχιστες περιπτώσεις που δεν υπήρχε ομοφωνία μεταξύ των εμπλεκόμενων μερών το ρόλο του διαιτητή κλήθηκε να παίξει το Υπουργείο Οικονομικών. Μέσω αυτής της νομοθεσίας η πολιτική επίλυση της

τραπεζικής κρίσης στηρίχθηκε σε κατάλληλο θεσμικό πλαίσιο και σε ανοιχτή χρηματοδότηση, γεγονός το οποίο ήταν το κλειδί στην επιτυχία της σουηδικής πολιτικής.

Από την πρώτη στιγμή ο *Bankstödsnämnd* (BSA) προσπάθησε να αποκτήσει μία σαφή και ξεκάθαρη εικόνα των χρηματοοικονομικών προβλημάτων, αντιμετωπίζοντας τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα με την οφειλόμενη προσοχή. Ακόμα και πριν την έναρξη των εργασιών του, από τα αρχικά στάδια λειτουργίας του, προσέλκυσε – όταν χρειάστηκε – τις διαθέσιμες γνώσεις για την αντιμετώπιση των προβληματικών τραπεζών, συμβουλευόμενος εξωτερικούς ειδικούς συνεργάτες, οι οποίοι πολλές φορές στρατολογούνταν ακόμα και από το εξωτερικό. Οι τράπεζες οι οποίες σρέφονταν στον *Bankstödsnämnd* για βοήθεια ήταν υποχρεωμένες να αποκαλύψουν όλα τα στοιχεία για την οικονομική τους κατάσταση, ανοίγοντας τα βιβλία του σε εξονυχιστική έρευνα. Αυτή η προϋπόθεση διευκόλυνε την πολιτική επίλυσης της κρίσης και την έκανε περισσότερο αποδεκτή στα μάτια του κοινού.

Επιπλέον, η σουηδική κυβέρνηση πρωτοπόρησε ως προς τη διαφοροποίηση της πολιτικής που ακολούθησε για τη διάσωση του τραπεζικού συστήματος, στοχεύοντας όμως στην αποφυγή πρόκλησης ηθικού κινδύνου. Συγκεκριμένα, οι τράπεζες, οι οποίες απευθύνονταν στον *Bankstödsnämnd* αντιμετωπίστηκαν με τέτοιο τρόπο ώστε να αποφευχθεί ο ηθικός κίνδυνος. Εξάλλου ο στόχος ήταν να σωθούν οι τράπεζες και όχι οι ιδιοκτήτες τους. Υποχρεώνοντας τους ιδιοκτήτες να απορροφήσουν ένα μεγάλο μέρος από τις απώλειες των τραπεζών, ενισχύθηκε το αίσθημα λαϊκής αποδοχής της πολιτικής επίλυσης της κρίσης και οι φορολογούμενοι πολίτες ένιωθαν ότι η πολιτική που ακολούθηθηκε ήταν σωστή και δίκαιη.

Η γενική στρατηγική ήταν ο διαχωρισμός των τραπεζών σε τρεις κατηγορίες ανάλογα με το καθεστώς της κεφαλαιακής επάρκειας, το ενδεχόμενο παραβίασης του απαιτούμενου ορίου κεφαλαιακής επάρκειας και την προσωρινότητα του ενδεχόμενου αυτού. Η πρώτη κατηγορία συμπεριέλαβε τις τράπεζες οι οποίες μπορεί να χειροτέρευαν ως προς το απαιτούμενο όριο της κεφαλαιακής επάρκειας, αλλά στη συνέχεια θα ήταν ικανές να επιτύχουν τη

βελτίωση της οικονομικής τους φερεγγυότητας αφ' εαυτού. Η δεύτερη κατηγορία συμπεριέλαβε τις τράπεζες οι οποίες υπήρχε ενδεχόμενο να πέσουν κάτω από το όριο για κάποιο χρονικό διάστημα, με μεγάλη πιθανότητα όμως να επανέλθουν σταδιακά στα επιθυμητά επίπεδα. Τέλος, η τρίτη κατηγορία συμπεριέλαβε τράπεζες για τις οποίες δεν υπήρχε καμία ελπίδα διάσωσης. Ο *Bankstödsnämnd* αντιμετώπισε κάθε μία από αυτές τις κατηγορίες ξεχωριστά.

Τα πιστωτικά ιδρύματα τα οποία εντάχθηκαν στην πρώτη κατηγορία ενθαρρύνθηκαν να βρουν λύσεις μέσω του ιδιωτικού τομέα και να αποφύγουν την κρατική παρέμβαση, όσο αυτό ήταν εφικτό. Ζητήθηκε από τους μετόχους των τραπεζών αυτών να εισφέρουν συμπληρωματικό κεφάλαιο, όπου αυτό ήταν εφικτό και για να διευκολυνθεί αυτή η διαδικασία ο *Bankstödsnämnd* ήταν έτοιμος να δώσει προσωρινή εγγύηση κεφαλαιακής επάρκειας. Μόνο μία τράπεζα, η *Handelsbanken*, αποδείχθηκε ότι δε χρειαζόταν κεφαλαιακή ενίσχυση, ενώ μία άλλη, η *Skandinaviska Enskilda Banken*, αποφάσισε να κάνει αύξηση κεφαλαίου με την έκδοση μετοχών από τους υφιστάμενους μετόχους, χωρίς να χρειασθεί να ζητήσει κρατικές εγγυήσεις.

Στα ιδρύματα που ανήκαν στη δεύτερη κατηγορία, ήταν τράπεζες, οι οποίες αντιμετώπιζαν βραχυπρόθεσμα προβλήματα, αλλά τα αναμενόμενα κέρδη ήταν αρκετά υψηλά ώστε να αποκαταστήσουν τη φερεγγυότητά τους. Σ' αυτές τις περιπτώσεις, όταν δεν ήταν διαθέσιμες ιδιωτικές λύσεις, ο *Bankstödsnämnd* ήταν προετοιμασμένος να αναπτύξει πιο ευρεία υποστήριξη, συμπεριλαμβανομένων συνεισφορών κεφαλαίου ή δανείων, επιπλέον της ανωτέρω αναφερόμενης παροχής εγγύησης, η οποία ίσχυε για την πρώτη κατηγορία. Η *Föreningsbanken*, η οποία εντάχθηκε σ' αυτή την κατηγορία αποδέχτηκε την εγγύηση του κράτους ότι σε περίπτωση που τα κεφαλαιακά αποθέματά της θα έπεφταν κάτω από το 9% το κράτος θα εισέφερε κεφάλαιο.

Στην τρίτη κατηγορία εντάχθηκαν τράπεζες, οι οποίες δεν αναμενόταν να έχουν κερδοφορία, το κεφάλαιό τους θα φθειρόταν σταδιακά μέχρι που θα γινόταν αρνητικό. Αυτή η κατηγορία απαιτούσε ενεργή κρατική παρέμβαση, η οποία συνήθως κατέληγε σε εκκαθάριση του προβληματικού ιδρύματος. Φυσικά αν υπήρχε κάποια άλλη λύση, η οποία θα μπορούσε να επιτευχθεί με κάποιο άλλο

τρόπο, όπως η πώληση των “κακών” ή προβληματικών περιουσιακών στοιχείων και η εδραίωση της υπόλοιπης τράπεζας, είτε αφ’ εαυτού της είτε μέσω της συγχώνευσης με άλλες τράπεζες, ο *Bankstödsnämnd*, ήταν εξουσιοδοτημένος να εφαρμόσει και αυτά τα μέτρα. Αυτή η τακτική ακολουθήθηκε για δύο πολύ μεγάλες και αφερέγγυες τράπεζες, τη *Nordbanken* και την *Gotabanken*.

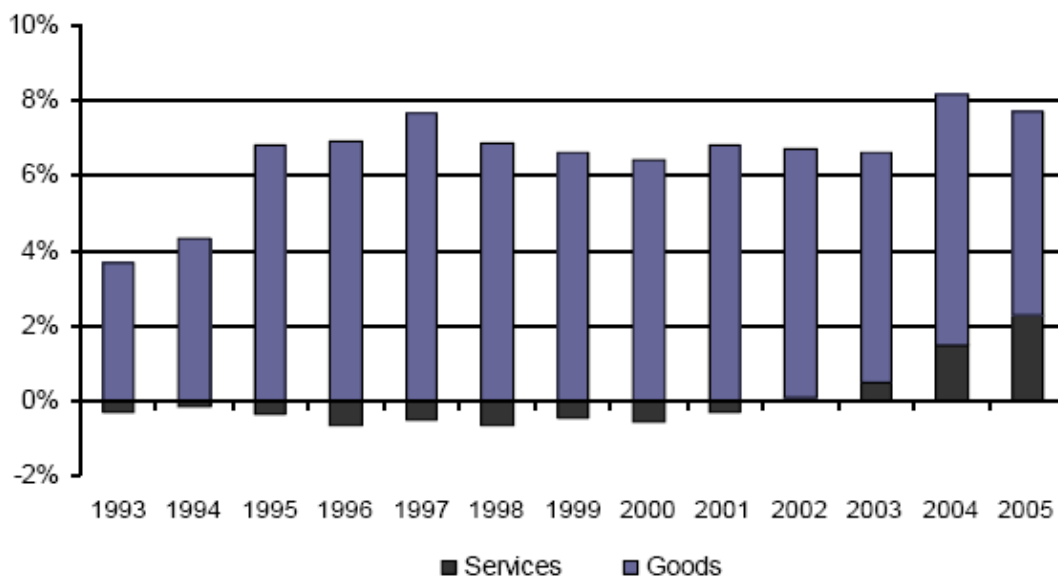
Ως μέρος της πολιτικής για την επίλυση των προβλημάτων των δύο αυτών τραπεζών δημιουργήθηκαν δύο ειδικές εταιρείες διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων (bank asset management corporations, AMCs), η *Securum* για την *Nordbanken* και η *Retriva* για την *Gotabanken*. Οι εταιρείες αυτές ορίστηκαν υπεύθυνες για τη διαχείριση του “κακού χρέους” (bad debt) των δύο τραπεζών, δηλ. για τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια. Για πρώτη φορά ακολουθήθηκε μία τακτική διαχωρισμού των “καλών” από τα “κακά” περιουσιακά στοιχεία των δύο προβληματικών τραπεζών και μεταφέρθηκαν μόνο τα προβληματικά περιουσιακά στοιχεία στις εταιρείες διαχείρισης. Τέλος, τα στοιχεία που τέθηκαν υπό τη διαχείριση των δύο εταιρειών έλαβαν χαμηλές αγοραστικές αξίες κατά τη διαδικασία εκποίησης, θέτοντας έτσι ένα κατώτατο όριο για τις αξίες των ακινήτων¹⁵ κι επειδή οι αγορά δεν ανέμενε περαιτέρω πτώση των τιμών, η αγορά των ακινήτων εξακολούθησε να κινείται κανονικά.

Το τελευταίο πολύ σημαντικό στοιχείο το οποίο διευκόλυνε σημαντικά την επίλυση της τραπεζικής κρίσης στη Σουηδία ήταν ο σχεδιασμός της νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής για την αντιμετώπιση της κρίσης μετά την κορύφωσή της το φθινόπωρο του 1992. Αυτά τα μέτρα επέτρεψαν στη σουηδική οικονομία και κυρίως στο χρηματοοικονομικό σύστημα να ανακάμψει σχετικά σύντομα.

Η εγκατάλειψη της σταθερότητας της συναλλαγματικής ισοτιμίας στις 19 Νοεμβρίου του 1992, λόγω των κερδοσκοπικών επιθέσεων στο νόμισμα της Σουηδίας, αποδείχθηκε μία πολύ σημαντική κίνηση προς την ανάκαμψη της οικονομίας. Αυτό το βήμα αρχικά θεωρήθηκε αποτυχία, καθώς αποδείκνυε ότι η κυβέρνηση και η κεντρική τράπεζα της χώρας ήταν ανίκανες να διατηρήσουν τη νομισματική πολιτική που είχαν ανακοινώσει. Από τη στιγμή που η *krona*

απελευθερώθηκε από το καθεστώς της σταθερής ισοτιμίας, η υποτίμηση ήταν ραγδαία, σχεδόν 30%. Η υποτίμηση αποδείχθηκε να έχει μεγάλη διάρκεια - προς έκπληξη των οικονομικών αναλυτών, οι οποίοι περίμεναν ότι το νόμισμα θα ανατιμηθεί όταν μετά από λίγα χρόνια οι αυξήσεις των μισθών και των εγχώριων προϊόντων θα εξανέμιζαν τα οφέλη από την ανταγωνιστικότητα του εξωτερικού εμπορίου.

Η υποτίμηση της σουηδικής κορώνας ήταν η δύναμη η οποία οδηγούσε την ανάκαμψη της οικονομίας της χώρας, η οποία ξεκίνησε σύντομα στις αρχές του 1993. Στα χρόνια που ακολούθησαν μεταξύ του 1992 και του 2005 οι εξαγωγές έγιναν η μηχανή που κινούσε τη σουηδική οικονομία, καθώς σχεδόν διπλασιάστηκαν ως ποσοστό του ΑΕΠ (βλ. σχήμα 3.10).



σχήμα 3.10 : εμπορικό ισοζύγιο Σουηδίας 1993-2005

πηγή: Statistics Sweden και OECD

Από τη στιγμή που η *krona* υποτιμήθηκε η νομισματική πολιτική της Σουηδίας επικεντρώθηκε στο εσωτερικό της χώρας. Η κεντρική τράπεζα μείωσε σταδιακά τα επιτόκια, ο κύκλος των πτωτικών τιμών σταδιακά σταμάτησε, οι πιέσεις στο τραπεζικό σύστημα εξομαλύνθηκαν και η οικονομία άρχισε να ανακάμπτει. Τον Ιούλιο του 1996 η νομοθεσία για την αντιμετώπιση της κρίσης και η κρατική εγγύηση προς τις τράπεζες αποσύρθηκαν.

Συμπεράσματα

Το κλειδί στη διαχείριση της κρίσης στη Σουηδία ήταν η άμεση και συντονισμένη αντίδραση όλων των αρχών, κυβερνητικών, εποπτικών και ρυθμιστικών. Οι βασικοί παράγοντες που συντέλεσαν στην άμεση επίλυση της κρίσης στη Σουηδία ήταν η πολιτική ενότητα, η παροχή κρατικών εγγυήσεων στις τράπεζες, το επαρκές θεσμικό και κανονιστικό πλαίσιο, η πλήρης διαφάνεια από την πλευρά των πιστωτικών ιδρυμάτων, η διαφορετική αντιμετώπιση ανάλογα με το βαθμό προβλήματος των τραπεζών, προς αποφυγή του ηθικού κινδύνου και η μακροοικονομική πολιτική προς τη σταθεροποίηση της κατάστασης.

Τέλος, και οι δύο εταιρείες διαχείρισης τραπεζικών περιουσιακών στοιχείων αποδείχθηκαν μακροπρόθεσμα, μετά από 10 - 15 χρόνια, πολύ επιτυχημένες, αφού το δημοσιονομικό κόστος υποστήριξης των τραπεζών σχεδόν αντισταθμίστηκε από τις εισροές της εκποίησης των περιουσιακών στοιχείων αυτών των εταιρειών.

3.4 Φινλανδία (1991)

Η εκκόλαψη της κρίσης

Η φινλανδική οικονομία λειτούργησε σχετικά ομαλά κατά το πρώτο μισό της δεκαετίας του 1980. Παρά το σταδιακό αποπληθωρισμό, τα φινλανδικά επιτόκια παρέμειναν υψηλότερα από αυτά των κύριων ανταγωνιστών τους και διαπιστώθηκε χειροτέρευση του διεθνούς ανταγωνισμού. Οι πρώτες δυσκολίες έκαναν την εμφάνισή τους γύρω στα 1986 – 1987, όπου η οικονομική ανάπτυξη, η οποία είχε επιταχυνθεί σημαντικά πέρασε σταδιακά σε μία περίοδο υπερθέρμανσης. Αρκετοί παράγοντες οδήγησαν σ' αυτή την αλλαγή.

Αρχικά, η “αποκανονικοποίηση” της φινλανδικής αγοράς οδήγησε σε ραγδαία αύξηση των δανείων (βλ. σχήμα 3.6). Λόγω της αποκανονικοποίησης οι τράπεζες έπρεπε να λειτουργήσουν μέσα σε νέα πλαίσια ανταγωνιστικότητας

τα οποία οδήγησαν σε αυξημένη ανάληψη κινδύνων. Επιπλέον, η απελευθέρωση των διεθνών κεφαλαίων οδήγησε σε μεγάλη εισροή ξένων κεφαλαίων, μεγάλο μέρος των οποίων παρέμεινε σε ξένο νόμισμα και δεν αντισταθμίστηκε. Η αυστηρή νομισματική πολιτική ενίσχυσε την εισροή ξένων κεφαλαίων, κυρίως ως αποτέλεσμα της διαφοράς επιτοκίων μεταξύ των εγχώριων και των ξένων επιτοκίων και εν μέρει επειδή οι επενδυτές αντιμετώπιζαν μικρή πιθανότητα απώλειας των κεφαλαίων τους από τυχόν μεταβολές του συναλλαγματικού κινδύνου.

Παράλληλα, παρατηρήθηκε ραγδαία αύξηση του εμπορίου, ως αποτέλεσμα της πτωτικής τάσης των τιμών της ενέργειας και ανοδική τάση των τιμών των εγχώριων προϊόντων στην παγκόσμια αγορά. Αποτέλεσμα αυτών των δύο γεγονότων ήταν η “υπερθέρμανση” της οικονομίας, η οποία είχε ήδη ενισχυθεί από την οικονομική αποκανονικοποίηση. Ο οικονομικός κύκλος βρισκόταν σε ανοδική φάση, κυρίως λόγω της χαλαρής νομισματικής πολιτικής που ασκήθηκε μετά τη κρίση του 1987 στο χρηματιστήριο. Οι εγχώριες οικονομικές πρακτικές δεν ήταν αρκετά περιοριστικές για να αντισταθμίσουν την απότομη άνοδο.

Κατά τη διάρκεια της υπερθέρμανσης της οικονομίας, το ποσοστό του πληθωρισμού αυξήθηκε από 2 – 3% που ήταν το 1986 σε περίπου 7% κατά τα έτη 1989 – 1990. Το ποσοστό της ανεργίας έπεσε από το 4% που ήταν στις αρχές της δεκαετίας του 1980 στο 2,5 με 3% το 1989 (βλ. σχήμα 3.3).

Επιπλέον, όπως φαίνεται και στα σχήματα 3.4, 3.5 και 3.6 παρατηρήθηκε ιδιαίτερη άνοδος στις τιμές των ακινήτων, στις τιμές των μετοχών αλλά και στον παρεχόμενο δανεισμό κατά το δεύτερο μισό της δεκαετίας του 1980. Η αύξηση των δανείων βοηθήθηκε εν μέρει και από το φορολογικό σύστημα το οποίο ευνοούσε τη χρηματοδότηση επιχειρήσεων και τις επενδύσεις των νοικοκυριών, ενώ η άνοδος των τιμών των μετοχών δικαιολογείται μόνο εν μέρει από την άνοδο της μετοχής της Nokia η οποία δραστηριοποιείται στη Φινλανδία και εμφάνισε μεγάλη τεχνολογική ανάπτυξη.

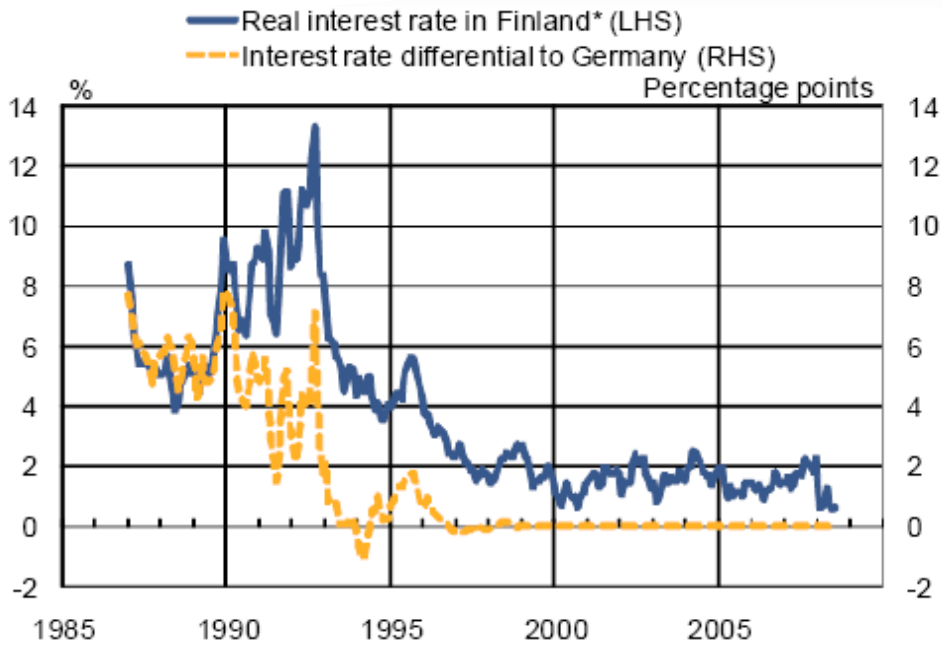
Τέλος, σημαντικό ρόλο στην τραπεζική κρίση της χώρας έπαιξε και η πτώση των εξαγωγών προς την πρώην Σοβιετική Ένωση. Συγκεκριμένα, ενώ οι εξαγωγές αυτές αποτελούσαν περίπου το 20% των συνολικών εξαγωγών της χώρας στις αρχές του 1990, με την κατάρρευση της πρώην ΕΣΣΔ, ήταν σχεδόν μηδενικές, με αποτέλεσμα να προκληθεί ακόμα μεγαλύτερο έλλειμμα στο Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών (βλ. σχήμα 3.2).

Η εκδήλωση της κρίσης

Το τέλος της οικονομικής ανόδου για τη Φινλανδία ήρθε το 1990 και ξεκίνησε η ραγδαία πτώση. Η οικονομική δραστηριότητα, ως ποσοστό του ΑΕΠ, παρουσίασε απότομη πτώση από +5,4% που ήταν το 1989 σε -6,5% το 1991¹⁶. Παράλληλα, πτώση παρουσίασαν τόσο οι εγχώριες επενδύσεις όσο και η ιδιωτική κατανάλωση.

Αφορμή για το ξέσπασμα της κρίσης στη Φινλανδία αποτέλεσε η πτώση του τείχους του Βερολίνου και η ένωση της Γερμανίας, η οποία προκάλεσε την άνοδο των επιτοκίων στην Ευρώπη, συμπεριλαμβανομένης και της Φινλανδίας, ως αποτέλεσμα του συνδυασμού της επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής και της αυστηρής νομισματικής πολιτικής της Γερμανίας.

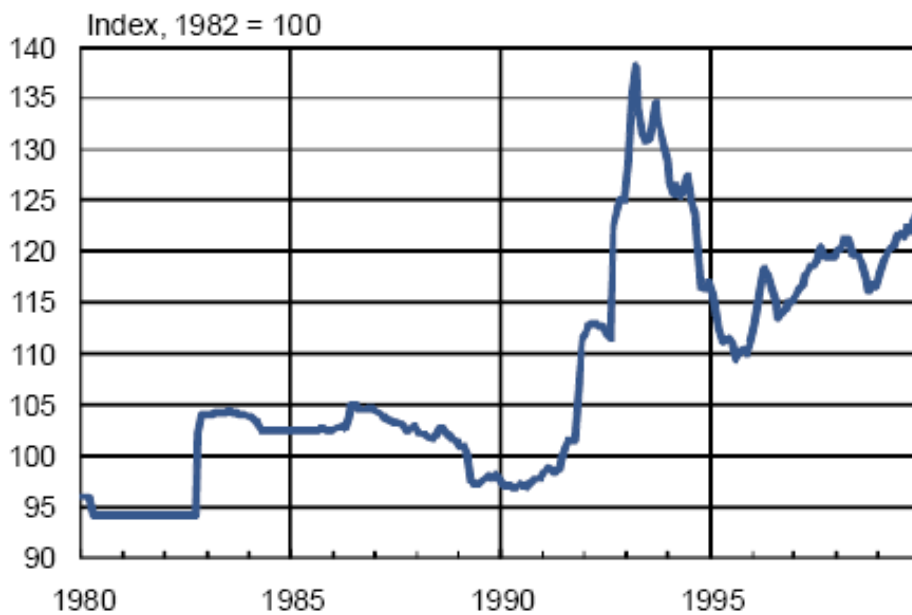
Επιπλέον, λόγω της αύξησης των πραγματικών επιτοκίων και της ανατίμησης του φινλανδικού μάρκου οι νομισματικές συνθήκες έγιναν απαγορευτικές. Τα πραγματικά επιτόκια παρουσίασαν δραματική άνοδο από τις αρχές του 1990 μέχρι τα τέλη του 1992 σε μια προσπάθεια της κυβέρνησης να προστατεύσει το νόμισμα της χώρας από τις κερδοσκοπικές επιθέσεις (βλ. σχήμα 3.11 και 3.12).



★ ονομαστικό επιτόκιο – πληθωρισμός τιμών κατανάλωσης

σχήμα 3.11: τα πραγματικά επιτόκια της Φινλανδίας σε σχέση με τα αντίστοιχα της Γερμανίας

πηγή: Reuters και Bank of Finland (Honkari 2009)

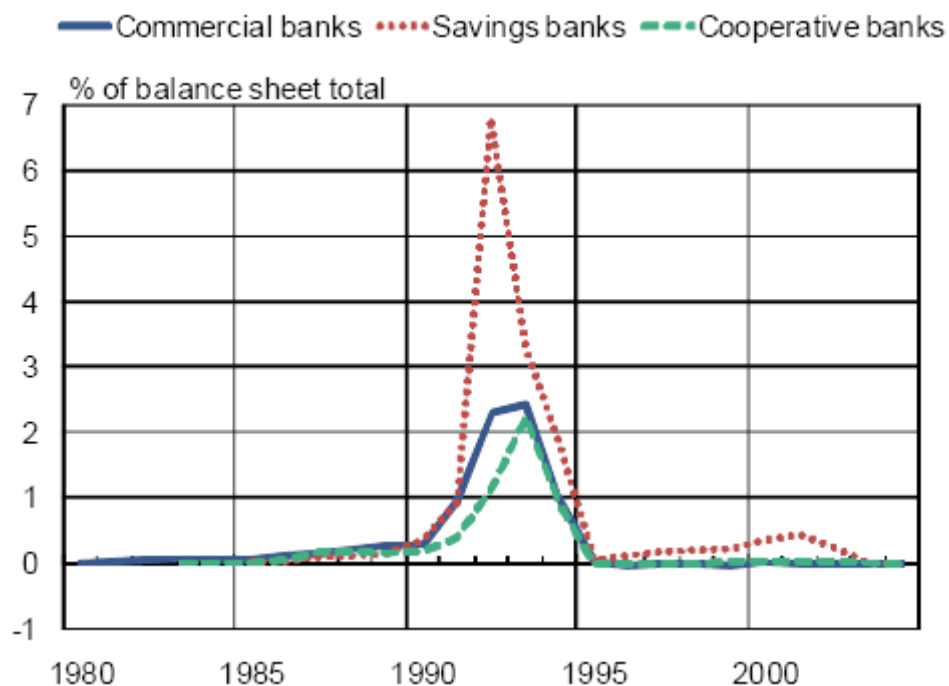


σχήμα 3.12: δείκτης συναλλάγματος (η άνοδος συμβολίζει υποτίμηση του FIM)

πηγή: Bank of Finland (Honkari 2009)

Παράλληλα στο εσωτερικό της χώρας οι τράπεζες προσανατολίστηκαν στη χορήγηση δανείων σε νομικά πρόσωπα για την απόκτηση περιουσιακών στοιχείων, χωρίς να έχουν ιδιαίτερη εμπειρία σ' αυτόν τον τομέα, αφού μέχρι τότε η χορήγηση δανείων είχε εστιάσει στα νοικοκυριά. Αποτέλεσμα της έλλειψης πείρας σε συνδυασμό με το ξεπερασμένο ρυθμιστικό και κανονιστικό πλαίσιο – το οποίο ίσχυε από το 1969 - ήταν η εμφάνιση προβλημάτων ρευστότητας αλλά και κεφαλαιακής επάρκειας. Χαρακτηριστικό παράδειγμα των προβλημάτων αυτών αποτελεί η περίπτωση της Skopbank, του μεγαλύτερου αποταμιευτικού οργανισμού της χώρας, η οποία στην προσπάθειά της να επεκτείνει τις δραστηριότητές της πέρα από την παραδοσιακή τραπεζική προέβη στην απόκτηση της Tampella το 1987. Η Tampella ήταν μία επιχείρηση, η οποία ανήκε στη βαριά βιομηχανία της χώρας και κήρυξε πτώχευση το 1990!

Επιπλέον, η αύξηση των επιτοκίων οδήγησε σε πτώση των τιμών των μετοχών, αλλά και σε αύξηση των δανείων τα οποία δεν αποπληρώνονταν ομαλά (βλ. σχήμα 3.13).



σχήμα 3.13: μη εξυπηρετούμενα δάνεια στη Φινλανδία

πηγή: OECD και Honkaroja 2009

Η διάχυση της κρίσης

Η τραπεζική κρίση στη Φινλανδία κορυφώθηκε το 1991 όταν η Skopbank λόγω σοβαρής έλλειψης ρευστότητας απευθύνθηκε στην κεντρική τράπεζα της χώρας προκειμένου να δανειστεί, αφού δεν μπορούσε να δανειοδοτηθεί μέσω της διατραπεζικής αγοράς. Όταν τελικά την ίδια χρονιά η Skopbank κήρυξε πτώχευση η κεντρική τράπεζα υποχρεώθηκε να αγοράσει το μεγαλύτερο μέρος των μετοχών της.

Οι ενέργειες αναδιάρθρωσης

Η αναγκαστική ανάληψη του ελέγχου της Skopbank από την κεντρική τράπεζα της Φινλανδίας το Σεπτέμβριο του 1991, καθώς όλες οι υπόλοιπες τράπεζες αρνούσαν να αποδεχθούν τις εγγυήσεις της τράπεζας αυτής, σήμανε και την έναρξη της λήψης των απαιτούμενων μέτρων για την αντιμετώπιση της κρίσης. Η κίνηση αυτή ήταν ασυνήθιστη για τα δεδομένα της χώρας αλλά κρίθηκε απαραίτητη καθώς μέχρι τότε δεν υπήρχε κάποιος άλλος δημόσιος οργανισμός, ο οποίος να έχει τη δυνατότητα να σώσει ένα πιστωτικό ίδρυμα το οποίο αντιμετώπιζε δυσκολίες.

Περαιτέρω μέτρα τέθηκαν σε ισχύ στις αρχές του 1992 όταν η κυβέρνηση έκανε “ένεση ρευστότητας” στο τραπεζικό σύστημα με τη μορφή έκδοσης ομολογιακών δανείων μετατρέψιμων σε μετοχές και προέβει στην ίδρυση της επιτροπής Government Guarantee Fund (GGF) με σκοπό τη διαχείριση της κρίσης. Για τη λήψη της κρατικής βοήθειας τέθηκαν αυστηρές προϋποθέσεις καθώς τα ομολογιακά αυτά δάνεια θα μετατρέπονταν σε μετοχές αν δεν πληρούνταν κάποιοι όροι σχετικά με την αποπληρωμή του χρέους των τραπεζών. Επιπλέον, το επιτόκιο των ομολόγων αυτών ήταν ελαφρώς αυξημένο από αυτό της αγοράς. Αναλογικά, επιπρόσθετες ενέργειες του GGF περιελάμβαναν αυστηρές απαιτήσεις από τις τράπεζες όπως: διαφάνεια της παρεχόμενης βοήθειας, παρακολούθηση της τράπεζας που δεχόταν τη βοήθεια, όρους για την υποστήριξη της αποτελεσματικότητας και της προσαρμογής της δομής του τραπεζικού συστήματος και σε αρκετές

περιπτώσεις οικονομική υπευθυνότητα από τους ιδιοκτήτες των τραπεζών που λάμβαναν τη βοήθεια.

Όσο η κρίση συνεχιζόταν, η κυβέρνηση (τον Αύγουστο του 1992) και το Κοινοβούλιο (στις αρχές του 1993) έδωσαν δημοσίως υποσχέσεις ότι οι υποχρεώσεις των φινλανδικών τραπεζών ήταν εγγυημένες κάτω απ' όλες τις συνθήκες. Στις αρχές του 1993 ο GGF απέκτησε μεγαλύτερη δύναμη και επιπλέον κεφάλαιο και η βοήθεια προς τις τράπεζες συνεχίστηκε και κατά το 1994.

Ένα ακόμη μέσο για τη βελτίωση της αποδοτικότητας των φινλανδικών τραπεζών ήταν η μείωση των καταστημάτων αλλά και του προσωπικού. Συγκεκριμένα ο αριθμός των εργαζομένων μειώθηκε περίπου στο μισό μέσα σε οχτώ χρόνια, από το 1990 μέχρι το 1998. Κατά τη διάρκεια τη κρίσης έγινε και μεγάλης έκτασης αναδιοργάνωση του τραπεζικού τομέα. Τον Ιούνιο του 1992 περισσότερες από 250 αποταμιευτικές τράπεζες συγχωνεύτηκαν και δημιούργησαν την Savings Bank of Finland (SBF), η οποία όμως δεν άντεξε και ξαναμοιράστηκε σε κομμάτια τα οποία συγχωνεύτηκαν με εμπορικές και συνεταιριστικές τράπεζες, όπως επίσης και με την κρατική Post-Office Bank. Τα μη εξυπηρετούμενα στοιχεία του ενεργητικού της SBF μεταφέρθηκαν στην εταιρεία διαχείρισης προβληματικών περιουσιακών στοιχείων, την Arsenal, η οποία ανήκε στον GGF.

Παράλληλα, μία μικρή εμπορική τράπεζα η STS-Bank συγχωνεύτηκε με μία μεγάλη εμπορική τράπεζα την KOP και αυτή με τη σειρά της το 1995 συγχωνεύτηκε με μία επίσης μεγάλη εμπορική τράπεζα την SYP και δημιούργησαν την Merita Bank.

Μετά την κρίση οι αλλαγές στη δομή του τραπεζικού συστήματος συνεχίστηκαν και η Merita Bank συγχωνεύτηκε με τη σουηδική Nordbanken το 1997. Στη συνέχεια η Merita – Nordbanken συγχωνεύτηκε με μία δανέζικη και μία νορβηγική τράπεζα και δημιουργήθηκε η Nordea, μία πανσκανδιναβική τράπεζα. Ως αποτέλεσμα όλων αυτών των συγχωνεύσεων τώρα το 60% των τραπεζών της Φινλανδίας βρίσκεται στην κατοχή ξένων.

3.5 Συμπεράσματα

Ένα από τα βασικά μαθήματα που προκύπτουν από την κρίση στη Σκανδιναβία είναι ότι η διατήρηση της εμπιστοσύνης στο τραπεζικό σύστημα είναι υψίστης σημασίας. Επιπλέον, η παροχή εγγυήσεων από την πλευρά της πολιτείας έπαιξε πολύ σημαντικό ρόλο στην ενίσχυση της εμπιστοσύνης, αλλά και στην αποφυγή τραπεζικού πανικού (bank run). Τόσο η Φινλανδία, όσο και η Σουηδία παρείχαν, επισήμως, εγγυήσεις, τις οποίες ήσαν το 1998 και το 1996 αντίστοιχα. Στη Νορβηγία, η παροχή εγγυήσεων δεν πήρε επίσημη νομική μορφή, ίσως λόγω ότι η κρίση ήταν λιγότερο έντονη απ' ό,τι στις δύο άλλες χώρες. Βέβαια, είναι σημαντικό να αναφερθεί ότι η παροχή εγγυήσεων από τις κυβερνήσεις ενέχει ηθικό κίνδυνο καθώς οι δανειστές δεν έχουν κανένα κίνητρο να παρακολουθούν και να ελέγχουν τις τράπεζες.

Επιπλέον, οι κυβερνήσεις και των τριών χωρών δημιούργησαν οργανισμούς για τη διαχείριση της κυβερνητικής υποστήριξης και την αναδιοργάνωση του τραπεζικού συστήματος. Η δημιουργία τέτοιων των οργανισμών, οι οποίοι διαχωρίζονται διοικητικά από τις κεντρικές τράπεζες και τη χρηματοοικονομική εποπτεία, βοηθάει στην αποφυγή σύγκρουσης συμφερόντων¹⁷. Ακόμη, η Φινλανδία και η Σουηδία εισήγαγαν τη δημιουργία ξεχωριστών εταιρειών διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων για τη διαχείριση των μη λειτουργικών περιουσιακών στοιχείων των προβληματικών τραπεζών. Η Νορβηγία, η οποία δεν προέβει στην ίδρυση αντίστοιχης εταιρείας είχε κάποιες “bad banks” οι οποίες διαχειρίστηκαν τα αντίστοιχα προβληματικά περιουσιακά στοιχεία των τραπεζών της χώρας.

Τέλος, και οι τρεις χώρες της σκανδιναβικής χερσονήσου έκαναν “ενέσεις ρευστότητας” και καθοδήγησαν την αναδιοργάνωση του τραπεζικού συστήματος. Οι ρευστοποιήσεις τραπεζών δεν αποτέλεσαν λύση για τις τρεις χώρες – εκτός από δύο μικρές τράπεζες στη Νορβηγία. Αντίθετα, οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές τραπεζών αποτέλεσαν πάγια πρακτική για την επίτευξη της αναδόμησης του τραπεζικού συστήματος.

Όπως χαρακτηριστικά αναφέρει ο Sandal το 2004 και οι Allen και Gale (1999, 2007) η αντιμετώπιση της τραπεζικής κρίσης από τις χώρες της Σκανδιναβίας έγινε με μεγάλη επιτυχία, αφού οι επιπτώσεις από την κατάρρευση του τραπεζικού συστήματος δεν ήταν μακροχρόνιες και οι οικονομίες ανέκαμψαν σχετικά σύντομα και η οικονομική ανάπτυξη συνεχίστηκε με μικρό σχετικά δημοσιονομικό κόστος (βλ. πίνακα 3.1)

| | Gross cost | Net cost (% of 1997 GDP) |
|---------|--|-------------------------------------|
| Finland | 9.0 (% of 1997 GDP) | 5.3 (% of 1997 GDP) |
| Norway | 2.0 (% of 1997 GDP), 3.4 (present value, % of 2001 GDP) | -0.4 (present value, % of 2001 GDP) |
| Sweden | 3.6 (% of 1997 GDP) | 0.2 (% of 1997 GDP) |

πίνακας 3.1: κόστος διάσωσης τω τραπεζών στη Σκανδιναβία

πηγή: Bank of Finland, Norges Bank, IMF, Statistics Norway, Honkapohja (2009) και Sandal (2004)

4. Μεξικό (1994)

Εισαγωγή

Η τραπεζική κρίση του Μεξικού έχει συνδεθεί στενά με την υποτίμηση του νομίσματος της χώρας – πέσο (peso) – το Δεκέμβριο του 1994, αλλά η πραγματικότητα είναι ότι τα θεμέλια αυτής της κρίσης είχαν τεθεί πολύ νωρίτερα. Είναι γεγονός ότι υπάρχουν αρκετά περιστατικά τα οποία υπονοούν ότι η υποτίμηση του νομίσματος συντελέστηκε εν μέρει επειδή οι βέλτιστες πολιτικές για την επίλυση μιας αρχικώς τραπεζικής κρίσης ήρθαν σε αντίθεση με τις απαιτήσεις για μια σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία. Στην αρχή κάθε χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης ανακύπτουν συχνά μικροοικονομικά προβλήματα. Η παρακολούθηση και καταγραφή πιθανόν προβληματικών χορηγήσεων είναι ιδιαίτερος δύσκολη – ειδικά σε περιπτώσεις όπως αυτή του Μεξικού των αρχών της δεκαετίας του '90 – όταν η θετική συμπεριφορά των επενδυτών, αλλά και η ανοδική τάση της οικονομίας δυσχεραίνουν την αναγνώριση των επισφαλών δανειζόμενων. Όταν όμως τα ξένα κεφάλαια αποχωρούν, αυτό που χαρακτηριζόταν ανέκαθεν ως επικίνδυνη συμπεριφορά ξαφνικά γίνεται πιο εμφανές. Μία σημαντική παράμετρος σ' αυτό το πρόβλημα της παρακολούθησης είναι η συμπεριφορά των τραπεζών στην αρχή της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης. Η συμπεριφορά αυτή συνάδει με τη μετά την άρση των κανονισμών μάχη για το μεγαλύτερο μερίδιο της αγοράς. Σ' αυτές τις μάχες μία τυπική τράπεζα επεκτείνει τις χρηματοοικονομικές υπηρεσίες της πιο επιθετικά μεσοπρόθεσμα απ' ότι μακροπρόθεσμα με αποτέλεσμα τον υπερδανεισμό σε μεσοπρόθεσμο διάστημα και την αύξηση των δαπανών σε σχέση με τα εισοδήματα.

Η εκκόλαψη της κρίσης

Για να διαλευκάνουμε τις αιτίες της τραπεζικής κρίσης των αρχών της δεκαετίας του '90 στο Μεξικό πρέπει να ξεκινήσουμε από το τέλος της διοίκησης του Lopez Portillo το 1982, την πρώτη χρονιά πραγματικής οικονομικής ύφεσης από το 1932. Η κυβέρνηση του Lopez Portillo θεώρησε υπεύθυνες τις Τράπεζες για την εκροή των κεφαλαίων από τη χώρα και το 1982 προχώρησε

στην κρατικοποίησή τους. Επιπλέον, για να διασφαλίσει την παραμονή των τραπεζών υπό την κρατική επιρροή ενσωμάτωσε την κρατικοποίηση στο σύνταγμα της χώρας.

Μετά από 10 σχεδόν χρόνια, στις αρχές της δεκαετίας του '90, και αφού οι τράπεζες, ως όμηροι του κράτους, είχαν υποστεί τις συνέπειες από την πτώση των τιμών του πετρελαίου, την αστάθεια του συστήματος συναλλαγματικών ισοτιμιών, αλλά και από προβλήματα και παραλείψεις του θεσμικού πλαισίου, η νέα κυβέρνηση της χώρας αποφάσισε να κάνει αναδιάρθρωση κεφαλαίων με στόχο να τις συγχωνεύσει. Τότε διαπιστώθηκε ότι από τις 58 τράπεζες, οι οποίες είχαν αρχικώς κρατικοποιηθεί μόνο οι 18 παρέμεναν σε λειτουργία¹⁸. Οι 18 αυτές τράπεζες πωλήθηκαν σε ιδιώτες μέσα σε 14 μήνες από την αλλαγή του συντάγματος της χώρας υπό το νέο πρόεδρο Carlos Salinas de Gortari. Οι νέοι ιδιοκτήτες, οι οποίοι ήταν μεγάλοι όμιλοι και κατείχαν ασφαλιστικές εταιρείες, τράπεζες, μεσιτικές εταιρείες, εταιρείες χρηματοδοτικής μίσθωσης (leasing) και εταιρείες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων, κατέβαλαν για την εξαγορά των τραπεζών μία μέση τιμή σχεδόν 3,34 φορές μεγαλύτερη από τη λογιστική τους αξία¹⁹. Οι νέοι επενδυτές βασίζονταν στο καταπιεσμένο χρηματοοικονομικό σύστημα της χώρας και στην εξακολούθηση της μειωμένης ανταγωνιστικότητας μεταξύ των τραπεζών προκειμένου να αποκομίσουν οφέλη από τις επενδύσεις τους. Επιπλέον, ήταν διατεθειμένοι να αναλάβουν υψηλού κινδύνου επενδύσεις, χωρίς ωστόσο να διαθέτουν την απαιτούμενη εμπειρία.

Το νέο αυτό οικονομικό τοπίο της χώρας, όπως διαμορφώθηκε μετά την εκ νέου ιδιωτικοποίηση των τραπεζών επιβαρύνθηκε ακόμα περισσότερο με το ανεπαρκές θεσμικό πλαίσιο. Οι προηγούμενες δεκαετίες, πριν την απελευθέρωση του χρηματοοικονομικού συστήματος, δεν είχαν επιτρέψει τη δημιουργία των απαιτούμενων συστημάτων διαχείρισης πιστωτικού κινδύνου από τις τράπεζες. Χαρακτηριστικά του καταπιεσμένου χρηματοοικονομικού συστήματος ήταν τα υψηλά ρευστά αποθεματικά τα οποία έπρεπε υποχρεωτικά να διατηρούν οι τράπεζες του Μεξικό και τα όρια των επιτοκίων τόσο για τις καταθέσεις, όσο και για τις χορηγήσεις με στόχο την καθοδήγηση των χρηματοδοτήσεων μέσω τραπεζών σε συγκεκριμένους τομείς της οικονομίας, με βασικό τομέα την ίδια την κυβέρνηση. Ένα ακόμη

χαρακτηριστικό παράδειγμα του καταπιεσμένου χρηματοοικονομικού συστήματος εκτός από την έλλειψη επενδύσεων ήταν και η χαμηλή αναλογία καταστημάτων τραπεζών ανά πληθυσμό. Συγκεκριμένα στο Μεξικό στις αρχές της δεκαετίας του 1990 αντιστοιχούσε ένα κατάστημα τράπεζας σε 18.000 κατοίκους ενώ το αντίστοιχο ποσοστό για τις Η.Π.Α. ήταν ένα κατάστημα ανά 4.000 κατοίκους και στην Ευρώπη ένα ανά 2.000 κατοίκους περίπου.

Όταν σ' αυτό το ιδιαίτερο χρηματοοικονομικό περιβάλλον εισήλθαν νέοι ιδιοκτήτες τραπεζών, νέοι πελάτες καθώς και νέοι τρόποι και πηγές χρηματοδότησης εμφανίστηκαν τα πρώτα προβλήματα λόγω του ανεπαρκούς θεσμικού πλαισίου, το οποίο δεν μπορούσε πλέον να υποστηρίξει τη νέα τάξη πραγμάτων.

Από τις αρχές του 1990 άρχισαν να εμφανίζονται τα πρώτα σημάδια της επερχόμενης κρίσης όταν παρουσιάστηκε μεγάλη αύξηση των μη εξυπηρετούμενων χρηματοδοτήσεων. Παράλληλα αυξήθηκε με ταχείς ρυθμούς και η χορηγούμενη τραπεζική πίστωση – σε συνάρτηση με το ΑΕΠ – αλλά και το χρέος των εγχώριων τραπεζών σε διεθνές επίπεδο. Τέλος, οι νέοι ιδιοκτήτες τραπεζών στην προσπάθειά τους να αυξήσουν τα κέρδη τους στράφηκαν σε νέους τομείς προς χρηματοδότηση, όπως ο κτηματομεσιτικός – στους οποίους δεν διέθεταν καμία εμπειρία.

Η εκδήλωση της κρίσης

Ως σημείο έναρξης της τραπεζικής κρίσης στο Μεξικό μπορεί να χαρακτηριστεί η υποτίμηση του νομίσματος της χώρας το Δεκέμβριο του 1994. Μεταξύ του Δεκεμβρίου του 1991 και του Δεκεμβρίου του 1994 το ισοζύγιο εμπορικών συναλλαγών παρουσίαζε συνεχώς πτωτικές τάσεις, με αποτέλεσμα η κυβέρνηση της χώρας να υποχρεωθεί να κρατήσει τα επιτόκια σε σχετικά υψηλά επίπεδα, προκειμένου να υπερασπιστεί τη συναλλαγματική ισοτιμία. Η άνοδος των πραγματικών επιτοκίων κατά τα έτη 1992 – 1993 έκαναν ακόμα πιο δύσκολη την αποπληρωμή των κυμαινόμενου επιτοκίου δανείων.

Εκτός όμως από τους εξωγενείς παράγοντες, υπήρχαν προβλήματα και μέσα στο ίδιο το τραπεζικό σύστημα τα οποία είχαν ήδη αρχίσει να φαίνονται, όπως ο υψηλός δείκτης *price to book*, ο οποίος συμβόλιζε την προσδοκία των νέων ιδιοκτητών των τραπεζών για χαμηλή ανταγωνιστικότητα, όπως ίσχυε κατά την προηγούμενη περίοδο του καταπιεσμένου οικονομικού συστήματος.

Η διάχυση της κρίσης

Αρχικά οι αρχές της χώρας πίστεψαν ότι οι επιπτώσεις της υποτίμησης του νομίσματος δεν θα επηρέαζαν ιδιαίτερα την οικονομία του Μεξικό, βασιζόμενες στους συναλλαγματικούς περιορισμούς, οι οποίοι είχαν τεθεί από την κεντρική τράπεζα τόσο για τα συναλλαγματικά αποθέματα των τραπεζών όσο και για τον όγκο των χορηγήσεων σε ξένων νόμισμα. Χαρακτηριστικό της πολιτικής αυτής είναι ότι μέχρι το 1994 το μόνο ξένο πιστωτικό ίδρυμα το οποίο είχε άδεια λειτουργίας στο Μεξικό ήταν η Citibank²⁰.

Εξ αιτίας όμως του ανεπαρκούς θεσμικού πλαισίου και της καταστρατήγησης των όποιων κανόνων λειτουργίας από τις τράπεζες, ο συναλλαγματικός κίνδυνος μετατράπηκε γρήγορα σε πιστωτικό με αποτέλεσμα ο όγκος των μη εξυπηρετούμενων χρηματοδοτήσεων να παρουσιάσει απότομη αύξηση και οι επενδυτές να βρεθούν σε ιδιαίτερα δύσκολη θέση.

Όταν η απειλή συστημικής τραπεζικής κρίσης έγινε πλέον πραγματικότητα, με τη μαζική εκροή κεφαλαίων από η χώρα, την πτώση των συναλλαγματικών αποθεμάτων της χώρας από 30 δις δολάρια το πρώτο τρίμηνο του 1994 σε μόλις 4,5 δις τον Ιανουάριο του 1995 και τις δυσοίωνες προβλέψεις για περαιτέρω αύξηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων (βλ. πίνακα 5.1), οι αρχές έπρεπε να λάβουν μέτρα προκειμένου να αντιμετωπίσουν την τρέχουσα κατάσταση και να αποφύγουν τα χειρότερα.

| Year | Credit (% of GDP) ¹ | | Indices ¹ | | |
|-------------------------|--------------------------------|----------------|----------------------|------------------------|------------------------|
| | Total | Private sector | Capitalisation | NPL (% of total loans) | Provisions (% of NPLs) |
| Early 1980s | 35.0 | 16.6 | | | |
| 1988 | 22.1 | 12.2 | | 1.6 | |
| 1989 | 26.7 | 18.1 | | 2.1 | |
| 1990 | 29.8 | 21.9 | | 3.1 | |
| 1991 | 32.8 | 25.5 | | 3.8 | |
| 1992 | 33.8 | 30.8 | 7.5 | 5.3 | |
| 1993 | 35.9 | 34.6 | 9.5 | 7.1 | |
| 1994 | 45.1 | 43.2 | 9.3 | 7.3 | 48.6 |
| 1995 ² | 44.1 | 41.6 | 12.1 (7.2) | 6.9 (16.9) | 72.6 (54.1) |
| 1996 ² | 35.8 | 33.9 | 13.2 (7.7) | 5.8 (18.8) | 119.9 (74.4) |
| 1997-Jan ^{2,3} | | | 13.9 (6.9) | 12.2 (35.4) | 58.7 (37.7) |
| 1997 | 31.1 | 28.8 | 17.0 | 11.3 | 62.8 |
| 1998 | 27.9 | 25.7 | 17.5 | 11.4 | 66.0 |

πίνακας 5.1: στοιχεία μη εξυπηρετούμενων δανείων των τραπεζών του Μεξικό.

πηγή: OECD, Banco de Mexico και Graf (2005)

1. τα ποσοστά αντιστοιχούν στα στοιχεία του τέλους έτους
2. τα νούμερα στις παρενθέσεις αφορούν τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια τα οποία πωλήθηκαν στον FOBAPROA.
3. τον Ιανουάριο του 1997 ξεκίνησε η χρήση νέων λογιστικών προτύπων, τα οποία επέβαλαν την αναγνώριση του συνόλου του οφειλόμενου χρέους των μη εξυπηρετούμενων δανείων.

Οι ενέργειες αναδιάρθρωσης

Η προσπάθεια των αρχών του Μεξικό για την αντιμετώπιση της κρίσης στηρίχτηκε σε τρεις άξονες:

- Μεγαλύτερη υποστήριξη των τραπεζών και μικρότερη των επενδυτών
- Τόνωση του ανταγωνισμού μεταξύ των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων μέσω της προώθησης της λειτουργίας νέων τραπεζών στη χώρα
- Δημιουργία και εφαρμογή μεθόδων και προγραμμάτων τα οποία θα προσέφεραν τα απαιτούμενα κίνητρα στα πιστωτικά ιδρύματα για την παροχή

περαιτέρω πιστώσεων στους τομείς της οικονομίας που θα συνέβαλαν στην ανάκαμψη και στην έξοδο από την κρίση.

Επιπλέον, τα προγράμματα που χρησιμοποιήθηκαν αντιπροσωπεύουν τρεις φάσεις: 1) προγράμματα άμεσης εφαρμογής προκειμένου να αποφευχθεί η κατάρρευση του τραπεζικού συστήματος, αλλά και της οικονομίας στο σύνολό της, 2) προγράμματα και μέτρα στήριξης των τραπεζών και 3) προγράμματα και μέτρα στήριξης των επενδυτών²¹.

Σε πρώτη φάση κρίθηκε σκόπιμο από την κυβέρνηση να ληφθούν τα απαιτούμενα μέτρα για την αντιμετώπιση των συνεπειών της υποτίμησης του νομίσματος το 1994. Συγκεκριμένα, λόγω της υποτίμησης αυξήθηκε το χρέος των εγχώριων τραπεζών σε ξένο νόμισμα με αποτέλεσμα στις αρχές του 1995 οι τράπεζες του Μεξικού να αδυνατούν να αποπληρώσουν τα χρέη τους στους διεθνείς δανειστές τους. Έτσι, η κεντρική τράπεζα αποφάσισε να προχωρήσει σε παροχή ρευστότητας στις τράπεζες, υπό τη μορφή χαμηλότοκων δανείων προκειμένου να μπορέσουν να ανταπεξέλθουν στην ομαλή εξυπηρέτηση των χρεών τους. Πράγματι, μέχρι το Σεπτέμβριο του 1995, όλες οι τράπεζες είχαν επιτύχει να αποπληρώσουν τα δάνειά τους σε συνάλλαγμα στο ακέραιο.

Στη συνέχεια η κυβέρνηση της χώρας αποφάσισε να παρέμβει με την εξαγορά ενός μέρους των μη εξυπηρετούμενων δανείων των τραπεζών μέσω ενός ταμείου το οποίο είχε ιδρυθεί από το 1990 με σκοπό τη διαχείριση του προβλήματος ρευστότητας της χώρας, το FOBAPROA (“Fondo Bancario de Proteccion al Ahorro” ή “Banking Fund for the protection of Savings”). Συγκεκριμένα το πρόγραμμα εξαγοράς ενός μέρους των μη εξυπηρετούμενων χρηματοδοτήσεων (NPLs) είχε τρεις φάσεις: στην 1^η φάση οι τράπεζες έπρεπε να αναδιαρθρώσουν συγκεκριμένο ποσοστό, συγκεκριμένων ληξιπρόθεσμων χορηγήσεων και να εκδώσουν ομολογίες. Στη 2^η φάση η κυβέρνηση αγόρασε το τιτλοποιημένο ουσιαστικά αυτό χρέος εκδίδοντας ομολογίες – με την εγγύηση του FOBAPROA – με μακροπρόθεσμη διάρκεια, οι οποίες αντικατέστησαν τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια, με την υποχρέωση από τις τράπεζες να τις παρακολουθούν. Το εισόδημα το οποίο θα εισέπρατταν οι τράπεζες από την αποπληρωμή των εν θέματι χορηγήσεων ήταν

υποχρεωμένες να το χρησιμοποιήσουν για την ακύρωση ίσης αξίας των ανωτέρω ομολογιών. Στη 3^η φάση οι τράπεζες θα έπρεπε να επαναγοράσουν τα κρατικά αυτά ομόλογα, όποτε με τον τρόπο αυτό αναλάμβαναν περίπου το 20% με 30% της ζημίας. Το συγκεκριμένο πρόγραμμα δυστυχώς δεν απέδωσε όπως περίμενε η κυβέρνηση της χώρας και οι τράπεζες χρειάστηκε να πουλήσουν επιπλέον δάνεια σε μεταγενέστερη χρονική στιγμή. Ως αποτέλεσμα το εν θέματι πρόγραμμα δράσης, έγινε αντικείμενο σφοδρής επικριτικής αντιμετώπισης και τελικώς αναθεωρήθηκε το 1998.

Το δεύτερο πρόγραμμα το οποίο υλοποιήθηκε μέσω του FOBAPROA περιελάμβανε την εξυγίανση των στοιχείων του ενεργητικού των τραπεζών (επίλυση του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων) και την κεφαλαιακή αναδιάρθρωση με στόχο την πώληση των τραπεζών. Τους όρους των εξαγορών αυτών με τους δυνητικούς αγοραστές διαπραγματεύτηκε ο ίδιος οργανισμός με αποτέλεσμα την εξαγορά 12 τραπεζών κατά την περίοδο 1994 - 1997, οι οποίες παρά την παρεχόμενη κρατική βοήθεια δεν κατάφεραν να εξυγιανθούν και να λειτουργήσουν αυτόνομα.

Παράλληλα, προς διευκόλυνση των εξαγορών, το Φεβρουάριο του 1995 ψηφίστηκε ένας νόμος ο οποίος επέτρεψε σε ξένους τραπεζικούς οργανισμούς να προβούν στην αγορά μεξικανικών τραπεζών, υπό την προϋπόθεση ότι τα κεφάλαιά των τραπεζών αυτών δεν θα ξεπερνούσαν το 6% του συνολικού μεξικάνικου τραπεζικού κεφαλαίου. Αυτός ο νόμος ουσιαστικά επέτρεπε την εξαγορά όλων των τραπεζών της χώρας εκτός από τα τρία μεγαλύτερα πιστωτικά ιδρύματα.

Επιπλέον, η συμφωνία NAFTA (North American Free Trade Agreement), η οποία υπεγράφη μεταξύ των Η.Π.Α. του Καναδά και του Μεξικό και τέθηκε σε εφαρμογή τον Ιανουάριο του 1994, τροποποιήθηκε ούτως ώστε να επιτρέψει στις ξένες τράπεζες οι οποίες δραστηριοποιούνται στο Μεξικό να έχουν κεφάλαιο μέχρι 25% ενώ το ποσοστό αυτό το 1995 ανερχόταν μόλις στο 9%.

Ακόμη για να αντιμετωπιστεί ο υψηλός πληθωρισμός, ο οποίος οδήγησε σε αύξηση της πραγματικής αξίας των τοκοχρεωλυτικών δόσεων των

δανειζομένων, η κυβέρνηση του Μεξικό εισήγαγε μία νέα μονάδα μέτρησης την UDI (Unidades de Inversion). Η ονομαστική αξία της μονάδας αυτής είναι συνδεδεμένη με το δείκτη τιμών καταναλωτή και τον πληθωρισμό και οι πληρωμές των μη εξυπηρετούμενων δανείων διαμορφώθηκαν με βάση αυτή τη νέα μονάδα μέτρησης, προκειμένου να διατηρηθεί σταθερή η πραγματική τους αξία.

Τέλος, δόθηκαν κίνητρα στις μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις προκειμένου να αποπληρώσουν τα χρέη τους, παρασχέθηκαν διευκολύνσεις στους λήπτες στεγαστικών δανείων, οι οποίοι είχαν επιβαρυνθεί με υποθήκες και άλλες εγγυήσεις και ενισχύθηκαν οι τομείς της αλιείας και της γεωργίας.

Συμπεράσματα

Οι ενέργειες της κυβέρνησης του Μεξικό για την αποφυγή της γενίκευσης της τραπεζικής κρίσης και της δημιουργίας πανικού και ουρών (bank run) έφεραν αποτελέσματα. Το Μεξικό είχε την εμπειρία της κρίσης της δεκαετίας του 1980 κι έτσι το 1995 έλαβε τα απαιτούμενα μέτρα για την τόνωση της εμπιστοσύνης του επενδυτικού κοινού στη σταθερότητα της οικονομίας της χώρας. Επιπλέον, έλαβε μέτρα για τη στήριξη των δανειοληπτών, αλλά και για την ενίσχυση της κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών και την προσέλκυση ξένων επενδυτικών κεφαλαίων στη χώρα. Όλα αυτά τα προγράμματα τα οποία υιοθετήθηκαν την τριετία 1995 μέχρι 1997 δεν ήταν χωρίς δημοσιονομικό κόστος. (βλ. πίνακα 5.2)

| | % of GDP* |
|--|-----------|
| Debt restructuring in UDIs | |
| Original programme | 0.9 |
| Additional programme for mortgage loans | 1.2 |
| Support to small debtors | 0.2 |
| Sector-specific programmes | |
| Agricultural and fishery | 0.5 |
| Small and medium-sized firms | 0.2 |
| Total debtor support programmes | 3.0 |
| Loans purchased for capitalisation schemes | 2.6 |
| Bank interventions | 8.3 |
| Restructuring of toll roads | 0.5 |
| Total bank support programmes | 11.4 |
| Total support programmes | 14.4 |

πίνακας 5.2: κόστος των προγραμμάτων υποστήριξης και αναδιάρθρωσης των τραπεζών σε σχέση με το ΑΕΠ.

πηγή: CNBV (Comision Nacional Bancaria y de Valores) Φεβρουάριος 1998 και Graf 2005

5. Η τρέχουσα κρίση

Η οικονομική κρίση, η οποία ξεκίνησε το καλοκαίρι του 2007 από την αγορά των ενυπόθηκων χορηγήσεων μειωμένης εξασφάλισης της αγοράς της Αμερικής, προέκυψε ως μεγάλη έκπληξη για πολλούς ανθρώπους, ακόμα και για έμπειρους επενδυτές. Παρά το γεγονός ότι υπήρχαν σοβαρές ενδείξεις, όπως η υπερβολική αύξηση των τιμών των ακινήτων, αλλά και των μετοχών οι περισσότεροι αρνήθηκαν να αναγνωρίσουν την έλευση της κρίσης και συνέχισαν να εθελουφλούν πιστεύοντας ότι οι εν θέματι αυξήσεις δεν είναι υπερβολικές, αλλά δικαιολογούνται πλήρως από την ευημερία και τη συνεχή ανάπτυξη. Έτσι, λόγω της παγκοσμιοποίησης, της μεγάλης συνδεσιμότητας των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων, αλλά και της πολυπλοκότητας των νέων προϊόντων, η κρίση, η οποία ξεκίνησε στην Αμερική έλαβε πολύ γρήγορα μεγάλες διαστάσεις και επηρέασε την παγκόσμια αγορά.

Μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers το Σεπτέμβριο του 2008, οι επιπτώσεις της οικονομικής κρίσης πέρασαν στην πραγματική οικονομία και έγινε σαφές ότι η λήψη μέτρων ήταν απαραίτητη για την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης του επενδυτικού κοινού, αλλά και των πιστωτικών ιδρυμάτων προκειμένου να δοθεί ένα τέλος στην κρίση. Τα μέτρα τα οποία λήφθηκαν παγκοσμίως είχαν κυρίως να κάνουν με την παροχή ρευστότητας, εγγυήσεων, αλλά και με τον “καθαρισμό” της αγοράς από τα “τοξικά” προϊόντα. Η επιτυχία των τακτικών που ακολουθήθηκαν, αλλά και οι συνέπειές τους για τη δημοσιονομική πολιτική δεν έχουν ακόμα σαφώς καθορισθεί, αφού η κρίση δεν έχει ακόμα ξεπεραστεί και η οικονομία παγκοσμίως δεν έχει επανέλθει σε κανονικούς ρυθμούς και σε ανοδική τροχιά.

5.1 Η εκκόλαψη της κρίσης

Το θεσμικό και οικονομικό πλαίσιο

5.1.1 Παροχή χορηγήσεων και πιστοληπτική αξιολόγηση

Κατηγορίες χρηματοδότησης για αγορά κατοικίας

Τα τελευταία χρόνια στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής δημιουργήθηκαν τρεις διαφορετικές κατηγορίες ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων:

- Τα στεγαστικά δάνεια πρώτης διαλογής (prime residential mortgages), τα οποία χορηγούνται σε δανειολήπτες, οι οποίοι διαθέτουν περισσότερα από τα ελάχιστα τυπικά προσόντα για τη χορήγηση του δανείου (π.χ. υψηλή πιστοληπτική βαθμολόγηση, χαμηλό ποσοστό του δείκτη χρέους προς εισόδημα).
- Τα στεγαστικά δάνεια, τα οποία τοποθετούνται σε μια περιοχή μεταξύ των prime και των sub-prime και δημιουργούν μία “μη παραδοσιακή κατηγορία” (non traditional). Ουσιαστικά πρόκειται για μια ευέλικτη μορφή χρηματοδότησης, η οποία προσφέρεται σε δανειολήπτες, οι οποίοι πληρούν τις προϋποθέσεις δανειοδότησης μέσω της αξιολόγησης των δεικτών και των μοντέλων credit – scoring, αλλά δεν μπορούν να προσκομίσουν όλα τα δικαιολογητικά προκειμένου να συγκαταλέγονται στην κατηγορία των prime.
- Τα στεγαστικά δάνεια μειωμένης εξασφάλισης (sub-prime), τα οποία περιλαμβάνουν δάνεια που χορηγούνται σε δανειολήπτες, οι οποίοι επιδεικνύουν ένα ή περισσότερα από τα παρακάτω χαρακτηριστικά κατά τη στιγμή της δανειοδότησης (αδύναμο πιστωτικό παρελθόν το οποίο περιλαμβάνει καθυστερήσεις στην αποπληρωμή των δόσεων, επιπλέον χρεώσεις με τόκους, χρεοκοπίες, περιορισμένη δυνατότητα αποπληρωμής μέσω της πιστοληπτικής αξιολόγησης που γίνεται με τους δείκτες debt – to – income ή ημιτελή στοιχεία σχετικά με την παρελθοντική πιστωτική

συμπεριφορά του υποψήφιου για δανειοδότηση (για την Ελλάδα π.χ. λευκή λίστα Τειρεσία)

Τραπεζικά κριτήρια χορήγησης δανείων

Η αξιολόγηση του πιστωτικού κινδύνου δημιουργεί την κατάταξη των πιστούχων σε κατηγορίες πιστωτικού κινδύνου και πραγματοποιείται με τη χρήση της μεθόδου Credit Rating και Credit Scoring. Τα κριτήρια που χρησιμοποιούνται για την κατάταξη είναι τριών ειδών: Ποιοτικά, Ποσοτικά και Συναλλακτικής συμπεριφοράς.

Οι κυριότεροι δείκτες που χρησιμοποιούνται για την κατάταξη των δανειοληπτών προκειμένου να περιοριστεί σε μεγάλο βαθμό η πιθανότητα αθέτησης (Probability of Default – PD) είναι οι εξής:

✓ Δάνειο προς Αξία κατοικίας (Loan- to- Value)

Ο συγκεκριμένος δείκτης προβαίνει σε σύγκριση της αξίας του δανείου σε σχέση με την τρέχουσα τιμή του ακινήτου, το οποίο έχει αγοραστεί με το δάνειο. Τα πιστωτικά ιδρύματα χρησιμοποιούν αυτόν τον δείκτη προκειμένου να εξετάσουν κατά πόσον οι πιθανές ανακυπτόμενες ζημιές σε περίπτωση αθέτησης της υπόσχεσης πληρωμής δύνανται να περιοριστούν με την πώληση του ακινήτου. Για παράδειγμα στην Ελληνική αγορά στεγαστικών δανείων, οι τράπεζες εκτιμούν ότι αν το LTV είναι μικρότερο ή ίσον του 70% της αξίας του ακινήτου, τότε το χορηγηθέν ενυπόθηκο στεγαστικό δάνειο έχει λιγότερες πιθανότητες να μην αποπληρωθεί. Κατά συνέπεια ο υποψήφιος δανειολήπτης αξιολογείται θετικά και εφόσον πληροί τις υπόλοιπες προϋποθέσεις που ορίζουν οι τράπεζες (εισόδημα, συναλλακτική συμπεριφορά, δείκτης εισοδήματος) τότε χρηματοδοτείται. Οι τράπεζες χρηματοδοτούσαν μέχρι και το 100% της αξίας του ακινήτου μέχρι τη στιγμή της εκδήλωσης της πρόσφατης χρηματοοικονομικής κρίσης, κατηγοριοποιώντας το ποσοστό του LTV σε 70%, 80% και 100% με αντίστοιχα επιτόκια χορηγήσεων. Έτσι οι τράπεζες απέκτησαν ένα μεγάλο ποσοστό δανειοληπτών οι οποίοι συγκαταλέγονταν στην κατηγορία του υψηλού κινδύνου λόγω του βεβαρημένου ιστορικού τους ή

των περιορισμών λόγω εισοδήματος που παρουσίαζαν καθώς και της αξίας του ακινήτου που πλησίαζε κατά πολύ το ποσό της χρηματοδότησης. Σε αυτή την κατηγορία δανειοληπτών, οι τράπεζες χορήγησαν ενυπόθηκα δάνεια με υψηλότερο επιτόκιο.

✓ Χρέος προς Εισόδημα (Debt-to-Income)

Ο εν θέματι δείκτης υποδηλώνει το ποσοστό του οφειλόμενου ποσού το οποίο προκύπτει από τις δόσεις του δανείου σε σχέση με το μηνιαίο εισόδημα του δανειζόμενου. Τα πιστωτικά ιδρύματα χρησιμοποιούν αυτόν τον δείκτη προκειμένου να καταλήξουν στο ύψος του μηνιαίου ποσού δόσης στο οποίο μπορεί να ανταπεξέλθει ο δανειολήπτης. Αν το ποσοστό αυτού του δείκτη είναι μεγαλύτερο από το ορισθέν όριο ο δείκτης μπορεί να επηρεάσει αρνητικά το credit scoring διότι ο δανείζων θα πρέπει να εξετάσει εάν ο δανειζόμενος έχει ήδη πολλές μηνιαίες υποχρεώσεις σε σχέση με το εισόδημα του. Για παράδειγμα στην ελληνική αγορά, οι τράπεζες έχουν ορίσει βάσει της πράξης του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας (2035, 7 Οκτωβρίου 2005), ότι το ποσό της δόσης ενός δανείου, αθροιστικά με τις υπόλοιπες μηνιαίες υποχρεώσεις του υποψηφίου δανειολήπτη (πιστωτικές κάρτες, καταναλωτικά δάνεια) δεν θα πρέπει να ξεπερνά το 40% του καθαρού μηνιαίου εισοδήματος του. Ανεπίσημα αυτό το κριτήριο υπήρχε στα κριτήρια αξιολόγησης των τραπεζών, όμως λόγω της έξαρσης της στεγαστικής πίστης στην Ελλάδα την τελευταία δεκαετία και της αντίστοιχης επεκτατικής πολιτικής των τραπεζών στην αγορά αυτή, το κριτήριο αυτό έχασε την ισχύ του και οι τράπεζες έγιναν ιδιαίτερα ελαστικές απέναντι σε αυτό.

Επιπρόσθετο και εξίσου σημαντικό κριτήριο για τη χορήγηση ενός δανείου είναι η συναλλακτική συμπεριφορά του εν δυνάμει δανειολήπτη. Τα πιστωτικά ιδρύματα λαμβάνουν σοβαρά υπ' όψιν τους το συγκεκριμένο στοιχείο προκειμένου να αξιολογήσουν και να κρίνουν εάν ο υποψήφιος δανειολήπτης ανταποκρίνεται με συνέπεια στις υφιστάμενες υποχρεώσεις του (π.χ. άλλα δάνεια ή πιστωτικές κάρτες, ενοίκιο, λογαριασμοί κοινής ωφελείας). Αυτό το κριτήριο σε συνδυασμό με το σύνολο των υποχρεώσεών του ως προς το ποσό της δόσης του δανείου καθώς και το ποσοστό συμμετοχής του υποψήφιου

δανειολήπτη στην αγορά κατοικίας, καθορίζουν σε μεγάλο βαθμό την τελική απόφαση των πιστωτικών ιδρυμάτων.

Η κατηγορία των ενυπόθηκων στεγαστικών χορηγήσεων μειωμένης εξασφάλισης είναι μία κατηγορία δανείων η οποία δημιουργήθηκε, εξ αιτίας των αυξανόμενων θετικών προσδοκιών αλλά και του συνεχώς αυξανόμενου ανταγωνισμού μεταξύ των πιστωτικών ιδρυμάτων προκειμένου να κατακτήσουν μεγαλύτερο μερίδιο στην αγορά των στεγαστικών δανείων, με στόχο να συμπεριλάβει δανειολήπτες οι οποίοι δεν πληρούν τα κριτήρια τα οποία τίθενται για τα δάνεια πρώτης διαλογής «prime» και επομένως εμφανίζουν μεγαλύτερες πιθανότητες αθέτησης ή γενικότερα μη ολικής αποπληρωμής των χρηματοδοτήσεων. Η συγκεκριμένη διάκριση βασίζεται τόσο στο ιστορικό του δανειολήπτη όσο και στη βαθμολογία που συγκεντρώνει με βάση τους προαναφερθέντες δείκτες που χρησιμοποιούνται από τα πιστωτικά ιδρύματα για την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας των πελατών τους, όπως είναι ο δείκτης DTI και ο δείκτης LTV. Οι υποψήφιοι δανειολήπτες των οποίων η βαθμολογία είναι κάτω του 55%, όσον αφορά στο δείκτη DTI και κάτω του 85% όσον αφορά στο δείκτη LTV εμπίπτουν στην κατηγορία των «sub - prime», δηλαδή μειωμένης εξασφάλισης.

5.1.2 Η αμερικάνικη αγορά στεγαστικών δανείων χαμηλής εξασφάλισης «subprime loans»²²

Στην αμερικανική αγορά, στα πλαίσια πολιτικών επιλογών και της οικοδομικής φιλοσοφίας των ΗΠΑ, αναπτύχθηκε μια ιδιαίτερη κατηγορία στεγαστικών δανείων, τα λεγόμενα Δάνεια Χαμηλής Εξασφάλισης (Subprime Mortgage Loans). Πρόκειται ουσιαστικά για δάνεια που χορηγούνταν χωρίς εγγύηση σε οικογένειες με ιδιαίτερα χαμηλή πιστοληπτική ικανότητα και στις περισσότερες περιπτώσεις μη ευκατάστατες. Τα δάνεια αυτά δίνονταν ως επί τω πλείστον με υποθήκη τα σπίτια τα οποία αγοράζονταν με τα δάνεια αυτά, και μάλιστα με ιδιαίτερη ευκολία. Τα Subprime Mortgage Loans ανέρχονταν στο 13% της συνολικής στεγαστικής πίστης των ΗΠΑ και το ποσοστό των ενυπόθηκων δανείων προς το ΑΕΠ, από περίπου 45% που ήταν κατά τη δεκαετία του 1990, το 2008 εκτοξεύθηκε στο 73%, αγγίζοντας το ποσό των 10,5 τρις δολαρίων.

Μέχρι το 2003 η πλειοψηφία των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων που χορηγούνταν ήταν «prime». Στη συνέχεια τα ενυπόθηκα αυτά δάνεια αγοράζονταν από τις δύο εταιρίες που χρηματοδοτούνταν από το κράτος (Fannie Mae και Freddie Mac). Μέχρι και το 2006, περισσότερα από τα μισά ενυπόθηκα δάνεια που δημιουργούνταν δεν πληρούσαν τα κριτήρια των ενυπόθηκων δανείων πρώτης διαλογής, με αποτέλεσμα το μερίδιο των υποθηκών που αντιπροσωπεύονταν από υποθήκες μειωμένης εξασφάλισης «subprime» να αυξηθεί με γοργούς ρυθμούς.

Η απόκτηση μιας ιδιόκτητης κατοικίας αποτέλεσε στόχο για πολλούς Αμερικανούς και η βιομηχανία ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων προκειμένου να ανταποκριθεί στην έντονη ζήτηση για στεγαστικά δάνεια, εισήγαγε καινοτόμα αλλά και πολύπλοκα προϊόντα δανείων στην αγορά, με αποτέλεσμα να διευκολυνθεί σημαντικά η πρόσβαση των καταναλωτών στην πίστωση ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων, η οποία παρουσίασε σημαντική αύξηση την τελευταία δεκαετία. Τις τελευταίες δύο δεκαετίες, η εισαγωγή καινοτομιών στο χρηματοοικονομικό τομέα, τα νέα τεχνολογικά επιτεύγματα και η κατάργηση των περιοριστικών ρυθμίσεων είχαν ως αποτέλεσμα την επέκταση της βιομηχανίας ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων. Τα πιστωτικά ιδρύματα απέκτησαν την δυνατότητα να παρέχουν σε μεγαλύτερη μερίδα καταναλωτών πρόσβαση στη χρηματοδότηση μέσω υποθήκης υιοθετώντας μη παραδοσιακές στρατηγικές προκειμένου να εκμεταλλευτούν ένα μεγάλο μέρος της αγοράς, το οποίο δεν είχε πρόσβαση στην αγορά δανείων γιατί κυρίως δεν πληρούσαν τις τυπικές προϋποθέσεις δανειοδότησης, με στόχο πάντα την αύξηση των κερδών τους.

Συγκεκριμένα, οι αλλαγές στην αξιολόγηση των δανειοληπτών άνοιξαν το δρόμο του ενυπόθηκου δανεισμού σε δανειολήπτες οι οποίοι συγκαταλέγονταν στην κατηγορία του υψηλού κινδύνου λόγω του βεβαρημένου ιστορικού τους ή των περιορισμών λόγω εισοδήματος που παρουσίαζαν. Τα πιστωτικά ιδρύματα, εξαιτίας του υψηλού ρίσκου που αντανάκλούσαν οι εν λόγω οφειλέτες «subprime borrowers», τους χρέωσαν υψηλότερα επιτόκια. Η αγορά των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης άρχισε να επεκτείνεται σημαντικά στα μέσα της δεκαετίας του 1990 με αποκορύφωση το

2006. Η ανάπτυξη της αγοράς τροφοδοτήθηκε από τις επεκτατικές εξελίξεις που σημειώθηκαν στην βιομηχανία των χρηματοοικονομικών προϊόντων και οι οποίες άλλαξαν κάθε πτυχή της αγοράς ενυπόθηκων δανείων μειωμένης εξασφάλισης. Από το 2003 μέχρι το 2006 δημιουργήθηκε μία ιδιότυπη κατηγορία δανειζόμενων οι οποίοι χαρακτηριστικά πλέον αναφέρονται ως “ninja” (no income, no job, no assets) και οι οποίοι ουσιαστικά χρηματοδοτήθηκαν για την αγορά κατοικίας χωρίς να πληρούν ούτε τα βασικά κριτήρια δανειοδότησης, όπως εισόδημα, εργασία ή άλλη ακίνητη περιουσία.

Η χρήση των μοντέλων πιστωτικής αξιολόγησης διευκόλυνε τα πιστωτικά ιδρύματα να αξιολογήσουν αποτελεσματικότερα την πιστοληπτική ικανότητα των οφειλετών μειώνοντας έτσι τα κόστη συναλλαγής. Επιπλέον, οι αλλαγές που σημειώθηκαν στην ανερχόμενη δευτερογενή αγορά υποθηκών αύξησαν την ικανότητα των δανειστών να πωλούν πολλές υποθήκες σε «securitizers» οι οποίοι συγκέντρωναν μ' αυτό τον τρόπο μεγάλο αριθμό υποθηκών και πωλούσαν τα δικαιώματα από τις προκύπτουσες ταμειακές ροές στους επενδυτές.

Η ολοένα αυξανόμενη χρήση της επιχειρηματικής πρακτικής που βασίζεται στη χορήγηση πιστώσεων, οι οποίες μεταπωλούνται στη συνέχεια σε άλλους επενδυτές «originate to distribute model» έδωσε την δυνατότητα στους δανειστές αλλά και στους οφειλέτες μειωμένης εξασφάλισης να αποκτήσουν μεγαλύτερη πρόσβαση στις αγορές κεφαλαίων με αποτέλεσμα την μεγαλύτερη διάδοση του κινδύνου. Το γεγονός ότι τα πιστωτικά ιδρύματα δεν διακρατούσαν τα στεγαστικά δάνεια μειωμένης εξασφάλισης στο χαρτοφυλάκιό τους οδήγησε σε περαιτέρω ελαστικότητα στην εφαρμογή των κριτηρίων αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας των δανειζόμενων και τη χορήγηση δανείων με μεγαλύτερη ευκολία, αφού ο πιστωτικός κίνδυνος δεν βάρυνε πλέον το εκάστοτε πιστωτικό ίδρυμα, αλλά τους επενδυτές οι οποίοι είχαν αγοράσει τα νέα δομημένα προϊόντα. Ο επεκτεινόμενος τομέας των εκτός τραπεζών δανειστών ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων «non bank mortgage lenders» υπήρξε αξιοσημείωτος στην αγορά ενυπόθηκων δανείων μειωμένης εξασφάλισης. Στοιχεία του 2006 αποκαλύπτουν ότι το 45% των πρώτων ενυπόθηκων δανείων δημιουργήθηκε από ανεξάρτητες επιχειρήσεις

χρηματοδότησης υποθηκών οι οποίες δεν εποπτεύονταν από τις ομοσπονδιακές τραπεζικές αντιπροσωπείες και οι οποίες πωλούσαν σχεδόν όλες τις υποθήκες τις οποίες δημιούργησαν.

Πολλοί οικονομικοί αναλυτές υποστηρίζουν ότι πέραν των χαμηλών επιτοκίων, που ενίσχυσαν την αύξηση των στεγαστικών δανείων, σημαντικό ρόλο προς αυτήν την κατεύθυνση έπαιξαν τόσο η κυβέρνηση, όσο και το έντονο ανταγωνιστικό κλίμα μεταξύ των πιστωτικών ιδρυμάτων, με στόχο την απόκτηση του μεγαλύτερου μεριδίου στην αγορά των στεγαστικών δανείων.

Πολλές επενδυτικές τράπεζες αλλά και επιχειρήσεις χρηματοδοτούμενες από το κράτος όπως η Fannie Mae και η Freddie Mac συνέβαλλαν αποφασιστικά στην έξαρση της παροχής επικίνδυνων δανείων χαμηλής εξασφάλισης. Από το 10% των συνολικών ενυπόθηκων δανείων το 2004, τα ενυπόθηκα δάνεια μειωμένης εξασφάλισης κατά την περίοδο 2005-2006 (που ήταν και η περίοδος αιχμής της «φούσκας» στην αγορά κατοικίας), αποτελούσαν το 20% των συνολικών ενυπόθηκων δανείων²³.

Αυτές οι εξελίξεις στην αγορά υποθηκών αύξησαν την προσφορά πιστώσεων η οποία συνέβαλε στην αύξηση του ποσοστού ιδιοκτησίας από 64% που ήταν το 1994 σε 68% το 2007.

5.1.3 Τιτλοποίηση

Γενικά – Ορισμός & διαδικασία τιτλοποίησης

Τιτλοποίηση είναι η διαδικασία βάσει της οποίας δάνεια ή γενικότερα χρηματοδοτήσεις και συναφή στοιχεία του ενεργητικού των τραπεζών και λοιπών επιχειρήσεων ομαδοποιούνται και τυποποιούνται, ώστε να αποτελέσουν τη βάση για τη δημιουργία τίτλων ή χρεογράφων ικανών να πουληθούν στην δευτερογενή αγορά σε ενδιαφερόμενους επενδυτές.

Πρωτεύοντα ρόλο στη διαδικασία της τιτλοποίησης διαδραματίζει η Εταιρεία Ειδικού Σκοπού (Special Purpose Vehicle – SPV) η οποία αγοράζει το

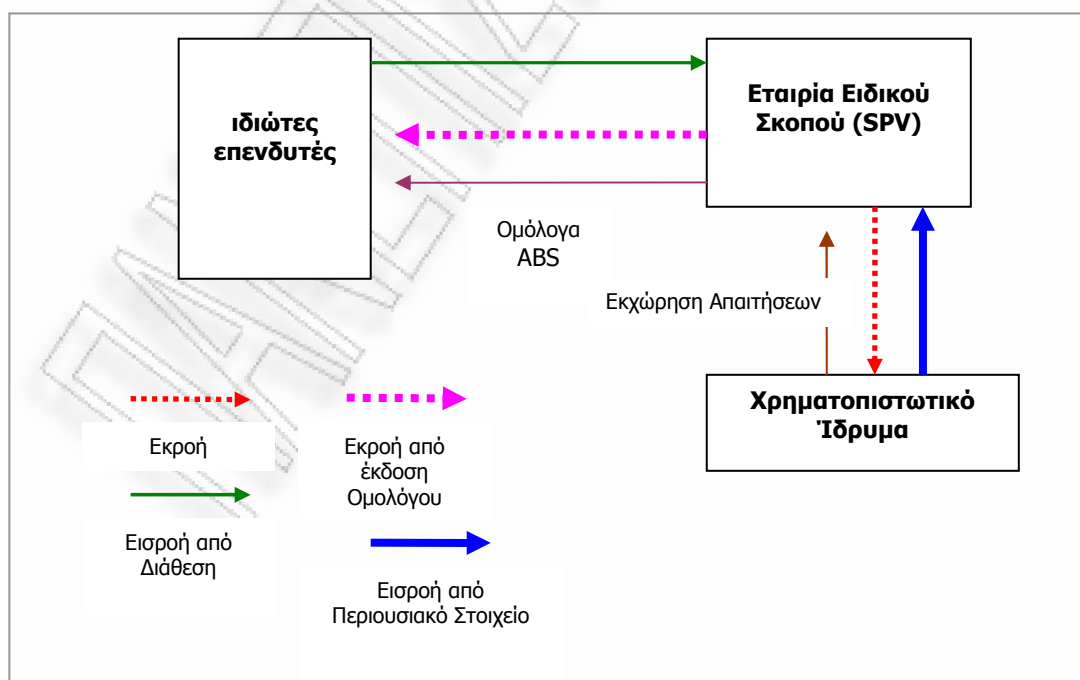
πωλούμενο ενεργητικό, διαμορφώνει τους όρους της τιτλοποίησης και διαθέτει τους τίτλους στο επενδυτικό κοινό²⁴.

Η διαδικασία εξαγωγής των μελλοντικών χρηματοροών διάφορων χρηματοοικονομικών προϊόντων δημιουργεί ένα καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο χρηματοροών το οποίο χρησιμοποιείται για την υποστήριξη πληρωμών σε τιτλοποιημένα χρεόγραφα τα οποία έχουν εκδοθεί από την Εταιρεία Ειδικού Σκοπού (SPV). Συχνά, οι εν θέματι χρηματοροές συνοδεύονται από αυτονόητες ή ρητές εγγυήσεις από το χρηματοοικονομικό ίδρυμα από το οποίο προέρχονται. Η δημιουργία μίας εντελώς ξεχωριστής εταιρείας ειδικού σκοπού (SPV) απομονώνει εκείνα τα περιουσιακά στοιχεία τα οποία παράγουν ρευστότητα ή/και εχέγγυα, με αποτέλεσμα οι τίτλοι που εκδίδονται από την SPV να μην είναι μια γενική απαίτηση έναντι του εκδότη, παρά μόνο έναντι των συγκεκριμένων στοιχείων του ενεργητικού του. Οι προκύπτουσες ταμειακές ροές από το αρχικό καλάθι των δανείων (pool), μπορούν να ομαδοποιηθούν περαιτέρω και να τιτλοποιηθούν βασιζόμενες σε διάφορα χαρακτηριστικά (π.χ., η συμπεριφορά προπληρωμής ή η προτεραιότητα πληρωμής) με σκοπό να ενισχύσουν την ρευστότητα τους. Αυτή η διαδικασία μπορεί να μειώσει τον κίνδυνο οικονομικών εξόδων και να αυξήσει τη δυνατότητα χρηματοδότησης.

Η τιτλοποίηση είναι μια αρκετά σύνθετη διαδικασία η οποία αποτελείται από τα παρακάτω στάδια:

- Επιλογή ομοειδών στοιχείων του ενεργητικού ή απαιτήσεων μιας τράπεζας ή επιχείρησης (originator) τα οποία δύνανται να αποτελέσουν αντικείμενο τιτλοποίησης.
- Συνεργασία με κάποια ειδική εταιρία επενδυτικού σκοπού (Special Purpose Vehicle - SPV) η οποία αναλαμβάνει την υλοποίηση της τιτλοποίησης και τη διάθεση των τίτλων αυτών στο επενδυτικό κοινό.
- Πώληση των υπό τιτλοποίηση απαιτήσεων στην Εταιρία Ειδικού Σκοπού.

- Επιλογή από την SPV του είδους του ομολογιακού δανείου, το οποίο θα καλύψει το προς τιτλοποίηση ενεργητικό.
- Αξιολόγηση και κατάταξη σε κατηγορίες πιστωτικού κινδύνου του τιτλοποιούμενου ενεργητικού, η οποία υλοποιείται από κάποια αναγνωρισμένη εταιρία πιστοληπτικής αξιολόγησης.
- Τιμολόγηση των εκδοθεισών ομολογιών σε συνάρτηση με την αξιολόγηση του πιστωτικού κινδύνου.
- Μεταβίβαση στην SPV των τιτλοποιημένων απαιτήσεων και είσπραξη της αξίας αυτών.
- Διάθεση των τίτλων στους θεσμικούς επενδυτές και στις αγορές.
- Ορισμός ενός διαχειριστή (θεματοφύλακα) της τιτλοποίησης. Συνηθίζεται να ορίζεται ως διαχειριστής η ίδια η εκχωρούσα τράπεζα.
- Είσπραξη των χρηματοροών των τίτλων από τους οφειλέτες των τιτλοποιούμενων στοιχείων και την προώθηση τους στους επενδυτές.



Σχήμα 5.1: Η Διαδικασία Τιτλοποίησης Απαιτήσεων κατά Πελατών

Όπως φαίνεται από το σχήμα 5.1, η διαδικασία τιτλοποίησης αναλυτικά περιγράφεται ως εξής: Ξεκινάει από τον χορηγό του δανείου, συνήθως πρόκειται για ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα, το οποίο παρέχει χρηματοδοτήσεις τις οποίες εν συνεχεία ομαδοποιεί. Η ομαδοποίηση γίνεται με βάση τα κοινά χαρακτηριστικά των χορηγήσεων όπως ο χρόνος ωρίμανσης, το επιτόκιο αλλά και το είδος.

Το πιστωτικό ίδρυμα μέσω της πώλησης των χρηματοδοτήσεων στην εταιρεία ειδικού σκοπού (Special Purpose Vehicle, SPV) μεταφέρει το αντίστοιχο ύψος ενεργητικού εκτός του ισολογισμού του. Το τίμημα που καταβάλει ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα για την εκχώρηση των απαιτήσεων του κατά πελατών αφορά στη διακράτηση μόνο ενός μικρού ποσοστού του χρεωστικού επιτοκίου του δανείου, ενώ το υπόλοιπο διοχετεύεται στην εταιρία (ειδικού σκοπού) η οποία αγοράζει τα δάνεια. Τυπικά η τράπεζα και μετά την πώληση συνεχίζει να έχει την ευθύνη για τη διαχείριση του δανείου, δηλαδή την επίβλεψη της εξυπηρέτησής του εκ μέρους του αρχικού δανεισθέντα.

Οι εταιρίες ειδικού σκοπού προκειμένου να αγοράσουν τις απαιτήσεις εκδίδουν και διαθέτουν, μέσω ιδιωτικής τοποθέτησης, ομολογιακά δάνεια. Τα μεταβιβάσιμα αυτά ομόλογα, μεσοπρόθεσμης λήξης, είναι γνωστά ως asset backed securities (ABSs), καθώς η εξόφληση τους στηρίζεται στις μελλοντικές χρηματοροές των απαιτήσεων που έχουν τιτλοποιηθεί. Ο επενδυτής αγοράζοντας τα ABSs επωφελείται από την χρηματοδοτική δραστηριότητα της τράπεζας χωρίς να συναλλάσσεται με τον οφειλέτη αυτής, ωστόσο αναλαμβάνει τον πιστωτικό κίνδυνο (credit risk) του πελάτη της.

Στις Η.Π.Α. ένας κρατικός φορέας μέσω του οποίου γίνεται η τιτλοποίηση είναι ο Εθνικός Οργανισμών Υποθηκών (Government National Mortgage Association, GNMA, "Ginnie Mae"). Έστω ότι μία τράπεζα έχει δώσει 1000 30ετή στεγαστικά δάνεια σε νοικοκυριά με υποθήκη την κατοικία και επιτόκιο 12%. Αν η μέση αξία κάθε δανείου είναι \$100.000 τότε το σύνολο (pool) των δανείων αξίζει \$100 εκατ. Η τράπεζα έρχεται σε συνεννόηση με τον GNMA για έκδοση ομολόγων συνολικής αξίας \$100 εκατ. σε τεμάχια των \$25.000. Οι

επενδυτές αγοράζουν τους τίτλους αυτούς που είναι σαν ομόλογα και η τράπεζα εισπράττει το αντίτιμό τους. Η ονομασία των τίτλων αυτών (“pass-through”) οφείλεται στο ότι τα έσοδα από τα δάνεια (οι μηνιαίες δόσεις των δανείων ή ποσά από αποπληρωμή των δανείων στο pool) περνούν στους τιτλούχους μέσω του Οργανισμού Υποθηκών.

Συνεπώς, μέσω της τιτλοποίησης μεταφέρεται εκτός του ισολογισμού των τραπεζών το μεγαλύτερο μέρος της αξίας αυτών των δανείων, μειώνοντας την ανάγκη διατήρησης εποπτικών κεφαλαίων και ρευστότητας, ενώ το πιο ριψοκίνδυνο μέρος των δανείων παρακρατείται από τις εμπορικές τράπεζες.

Τα κυριότερα προϊόντα τιτλοποίησης

✓ Mortgage- Backed Securities (MBS)

Αναφέρονται στην τιτλοποίηση ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων. Πραγματοποιείται η ομαδοποίηση (τιτλοποίηση) μιας ομάδας μεμονωμένων δανείων, η δημιουργία δηλαδή μιας ομάδας καλαθιού (pool), μετατρέποντας τα σε τίτλους τα οποία εξασφαλίζονται από τις απαιτήσεις κατά των στοιχείων του ενεργητικού του ενυπόθηκου οφειλέτη. Οι τίτλοι αυτοί αναφέρονται ως Mortgage - Backed Securities (MBS).

✓ Collateralized Debt Obligations (CDOs)

Ουσιαστικά πρόκειται για την επόμενη εξέλιξη των MBS. Συγκεκριμένα είναι η ομαδοποίηση μιας κατηγορίας ενυπόθηκων ομολογιακών δανείων (asset-backed securities) από μια εταιρία ειδικού σκοπού (special purpose vehicle) η οποία επαναξιολογεί και κατατάσσει το τιτλοποιούμενο ενεργητικό σε διαφορετικές μερίδες με διαφορετικό βαθμό πιστωτικής αξιολόγησης και προτεραιότητα αποπληρωμής. Για παράδειγμα ένα CDO μπορεί να αποτελείται από 100 MBS.

Αν υποθεθεί ότι σε μια ακραία περίπτωση μη αποπληρωμής η αναλογία της ζημίας δεν μπορεί να είναι πάνω από 10% τότε τα MBS διαιρούνται σε μερίδια (tranches) διαφορετικής πιστωτικής αξιολόγησης ως εξής: το 70% σε AAA, το 20% σε μεσαίου κινδύνου και το 10% σε κατώτερης αξιολόγησης. Συνεπώς, ο επενδυτής ανάλογα με το ρίσκο που επιθυμεί να αναλάβει επιλέγει την

κατηγορία στην οποία επιθυμεί να επενδύσει. Τα CDOs είναι μια περίπλοκη μορφή επενδυτικών προϊόντων η οποία περιπλέκεται περισσότερο καθώς τα CDOs συσκευάζονται ξανά προκειμένου να δημιουργηθούν άλλα προϊόντα δεύτερου και τρίτου βαθμού γνωστά ως «CDO squared και CDO cubed». Όσο αυξάνεται ο βαθμός του CDO τόσο απομακρύνεται από τον πραγματικό δανειολήπτη από τον οποίο εκρέουν οι χρηματοροές και περιπλέκεται η τιμολόγηση του CDO.

Μεταξύ των ετών 2004 και 2006 τριπλασιάστηκε ο όγκος των CDOs που εισήχθησαν στην αγορά από 125 δις δολ. σε 350 δις δολ. ανά έτος²⁵. Τα CDOs διανεμήθηκαν σε όλον τον κόσμο. Δεν ήταν μόνο οι τράπεζες που εκτέθηκαν σε αυτή τη μορφή επενδυτικών προϊόντων αλλά και επενδυτές οι οποίοι έψαχναν για μεγαλύτερες αποδόσεις. Όταν όμως οι δανειολήπτες μειωμένης εξασφάλισης άρχισαν να εμφανίζουν δυσκολίες στην αποπληρωμή των χορηγήσεων και σημαντικές καθυστερήσεις, οι επενδυτές οι οποίοι είχαν επενδύσει στα μερίδια κατώτερης διαλογής δέχθηκαν το πρώτο πλήγμα. Η κατάσταση αυτή δημιούργησε κλίμα έλλειψης εμπιστοσύνης ακόμα και μεταξύ των επενδυτών οι οποίοι είχαν επενδύσει σε CDOs πρώτης διαλογής και δεν είχαν υποστεί ζημίες. Ο πανικός διαχύθηκε στις αγορές καθώς χιλιάδες επενδυτές επιθυμούσαν πλέον να εξέλθουν από την αγορά αυτή, γεγονός το οποίο προκάλεσε την υπερπροσφορά και την κατακόρυφη μείωση των τιμών αυτών των προϊόντων.

5.1.4 Το επιχειρηματικό μοντέλο «Originate to Distribute»

Στα πλαίσια του μοντέλου «Δημιουργία προς Διανομή» οι τράπεζες ή άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα προσπαθούν να εκμεταλλευτούν κάθε ευκαιρία για την απόκτηση μεγαλύτερου μεριδίου αγοράς και την άντληση επιπλέον ρευστότητας. Συγκεκριμένα προβαίνουν στη δημιουργία δανείων, τα οποία όμως δεν επιθυμούν να κρατήσουν και να εμφανίσουν στους ισολογισμούς τους και τα προωθούν στη δευτερογενή αγορά. Η μεταβίβαση των χρηματοδοτήσεων στη δευτερογενή αγορά, μέσω των εταιριών ειδικού σκοπού (SPV) γίνεται είτε απευθείας είτε μέσω της μετατροπής τους σε ένα πλήθος άλλων χρηματοοικονομικών προϊόντων τα οποία υπάγονται στην κατηγορία

των ενυπόθηκων ομολογιακών δανείων (asset backed securities). Η δραστηριότητα αυτή αποφέρει στα πιστωτικά ιδρύματα αρκετά πλεονεκτήματα. Συγκεκριμένα συμβάλει στη διαφοροποίηση των πηγών χρηματοδότησης των τραπεζών, αλλά και στη μείωση του πιστωτικού κινδύνου – καθώς μεγάλο μέρος των χορηγηθέντων δανείων δεν παραμένει στο χαρτοφυλάκιο της τράπεζας. Επιπλέον, ελαχιστοποιεί το κόστος χρηματοδότησης και συντελεί στην άντληση επιπλέον ρευστότητας από την πώληση των δανείων τα οποία χρηματοδοτεί.

Εκτός από το ρόλο των τραπεζών στη διαδικασία αυτή, πολύ σημαντικός είναι και ο ρόλος των ιδρυμάτων που δημιουργούν δάνεια (non- bank institutions), τα οποία πωλούν στην τράπεζα τις χορηγήσεις προκειμένου η τράπεζα να τις μετατρέψει σε εμπορεύσιμους τίτλους (securitization) μέσω των εταιριών ειδικού σκοπού και εν συνεχεία να τα διαθέσει στην αγορά. Οι εταιρείες ειδικού σκοπού χρηματοδοτούνται μέσω της έκδοσης αυτών των τίτλων δηλ. από τα χρεόγραφα δανειακών εγγυήσεων (asset backed securities), από τα δομημένα επενδυτικά προϊόντα (structured credit products) καθώς και από τους τίτλους εγγυημένων δανειακών υποχρεώσεων (collateralized debt obligations, CDOs). Με την αποτίμηση της αξίας των δομημένων αυτών ομολόγων ασχολήθηκαν οι εταιρίες πιστοληπτικής αξιολόγησης (credit rating agencies). Το ιδιαίτερο χαρακτηριστικό αυτών των προϊόντων ήταν ότι η πληρωμή των αντίστοιχων τοκομεριδίων στους επενδυτές ήταν ανάλογη με τη συμπεριφορά των δανειοληπτών και την ομαλή αποπληρωμή των χρηματοδοτήσεών τους, χωρίς να έχει περαιτέρω γνώσεις η μία ομάδα για την άλλη.

Μειονεκτήματα που προέκυψαν από το μοντέλο «Originate to Distribute»

Το μοντέλο «Δημιουργία προς Διανομή» κατά πολλούς ευθύνεται για την τρέχουσα τραπεζική κρίση αφού είχε ως αποτέλεσμα οι τράπεζες να χορηγούν δάνεια μεγαλύτερου πιστωτικού κινδύνου με μικρότερες απαιτήσεις δικαιολογητικών, τεκμηρίωσης, ελέγχου πιστοληπτικής ικανότητας και εξασφάλισης αλλά και τη δημιουργία περισσότερο αδιαφανών χρηματοοικονομικών προϊόντων τα οποία δεν εμφανίζονταν στους

ισολογισμούς των τραπεζών και η αξιολόγηση των οποίων από τις εταιρίες πιστοληπτικής αξιολόγησης ήταν ιδιαίτερα πολύπλοκη.

Επιπλέον, τα δομημένα αυτά επενδυτικά προϊόντα διαπραγματεύονταν σε μία άτυπη αγορά με μικρό βαθμό ρευστοποίησης και οι τίτλοι οι οποίοι δεν απορροφούνταν τελικώς από την αγορά, λόγω χαμηλής ζήτησης, έπρεπε να επαναγοραστούν από τις τράπεζες. Λόγω της πολυπλοκότητας των προϊόντων αυτών οι επενδυτές έπρεπε να βασιστούν στις βαθμολογίες των Credit Rating Agencies (CRAs) για την αξιολόγησή τους, χωρίς να μπορούν να κρίνουν μόνοι τους με αποτέλεσμα να είναι πλήρως εξαρτημένοι από τις εταιρίες αυτές. Σ' αυτό το σημείο πρέπει να σημειωθεί ότι σε αρκετές περιπτώσεις αξιολόγησης τιτλοποιημένων προϊόντων από τις εταιρίες πιστωτικής αξιολόγησης υπήρχαν ζητήματα σύγκρουσης συμφερόντων, καθώς οι CRAs εκτός από αξιολογήσεις προσέφεραν και συμβουλευτικές υπηρεσίες σε τράπεζες και οργανισμούς των οποίων τα προϊόντα αξιολογούσαν.

Η εξάρτηση από τις εταιρίες πιστοληπτικής αξιολόγησης σε συνδυασμό με τον περιορισμένο πιστωτικό έλεγχο που έκαναν οι τράπεζες στους δανειολήπτες (αφού τα δάνεια δε θα παρέμεναν στο χαρτοφυλάκιο της τράπεζας) οδήγησαν τελικώς στη ρήξη της εμπιστοσύνης ως προς τις μεθόδους αξιολόγησης των CRAs. Η ανυπαρξία σχετικών δεικτών, οι οποίοι να αντικατοπτρίζουν τις τιμές αγοράς για τα δομημένα προϊόντα δημιούργησε τελικώς ρήγμα στη λειτουργία του μοντέλου. Και το τελευταίο κίνητρο που είχαν οι Τράπεζες για να υποχρεώσουν τους δανειολήπτες να είναι συνεπείς στην αποπληρωμή των δανείων τους και να αποφευχθεί η κρίση, εξαλείφθηκε με την πώληση των τίτλων σε άλλους επενδυτές.

Υπολογίζεται ότι παγκοσμίως έχουν χρηματοδοτηθεί μέσω τιτλοποίησης 8,7 τρις δολάρια περιουσιακών στοιχείων. Μόνο στην Αμερική το 2007 περισσότερες από τις μισές πιστωτικές κάρτες και φοιτητικά δάνεια που δημιουργήθηκαν εκεί μετατράπηκαν σε προϊόντα τιτλοποίησης, ενώ πολλές ευρωπαϊκές τράπεζες χρησιμοποίησαν τις τιτλοποιήσεις ως μέσο χρηματοδότησης της επέκτασης των χορηγήσεών τους κατά την περίοδο της οικονομικής άνθησης²⁶.

5.1.5 Εταιρίες ειδικού σκοπού (Conduits & SIV)

Οι εταιρίες ειδικού σκοπού ή αλλιώς Ειδικές Επενδυτικές Εταιρίες (Special Investment Companies) αποτελούν πλέον ένα σημαντικό κομμάτι της τραπεζικής βιομηχανίας, αφού λειτουργούν εντός των πλαισίων των τραπεζικών ομίλων και προσφέρουν εξελιγμένα προϊόντα τα οποία οι τράπεζες δημιουργούν. Τέτοια επενδυτικά προϊόντα είναι τα Conduits και τα SIV (Structured Investment Vehicles) τα οποία δημιουργήθηκαν με στόχο να διακρατούν στοιχεία του ενεργητικού των τραπεζών και να τα μετατρέπουν σε MBS και CDOs, τα οποία διαθέτουν σε πελάτες τους με αντάλλαγμα. Οι τράπεζες δεν έχουν τον έλεγχο αυτών των εταιρειών που δρουν ανεξάρτητα, λόγω των περιορισμών που έχουν τεθεί από το θεσμικό πλαίσιο σχετικά με την κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών. Δεν παύουν όμως να είναι άρρηκτα συνδεδεμένες με τις εταιρείες αυτές καθώς υποχρεούνται να τις τροφοδοτούν με ρευστότητα, αφού έχουν την υποχρέωση να εγγυηθούν τη δυνατότητα των τελευταίων να αποπληρώσουν τους επενδυτές τους σε περίπτωση που οι εταιρίες αυτές δεν καταφέρουν να εκδώσουν νέα προϊόντα.

Το μερίδιο της αγοράς που καταλαμβάνουν τέτοιες εταιρίες είναι τεράστιο. Ουσιαστικά, οι εταιρίες ειδικού σκοπού δεν είναι τίποτα άλλο παρά ένας τρόπος των τραπεζών να μεταφέρουν σε αυτές στοιχεία του ενεργητικού τους με στόχο την παροχή επιπλέον ρευστότητας με αδιαφανείς διαδικασίες. Αυτός είναι και ο κυριότερος λόγος για τον οποίο οι αγορές χρήματος πάγωσαν ξαφνικά τον Σεπτέμβρη του 2007 όταν οι τράπεζες αναγκάστηκαν να προβούν σε παροχή επιπλέον ρευστότητας προκειμένου να ικανοποιήσουν τις υποχρεώσεις τους προς αυτές τις εταιρίες και δεν υπήρχε διάθεση παροχής δανείων στη διατραπεζική αγορά καθώς η κάθε τράπεζα δεν αποκάλυπτε τη διακράτηση τέτοιων τίτλων στον ισολογισμό της και δεν γνώριζε εάν το άλλο πιστωτικό ίδρυμα διέτρεχε απλώς κίνδυνο ρευστότητας ή φερεγγυότητας.

Μειονεκτήματα στη Λειτουργία των Εταιρειών ειδικού σκοπού (Special Investment Companies)

Τα προβλήματα στη λειτουργία των εταιρειών ειδικού σκοπού ξεκίνησαν από την υποτίμηση της πραγματικής έκθεσης ορισμένων τραπεζών στον πιστωτικό κίνδυνο που εμπεριείχαν τα χαρτοφυλάκια των Conduits, με αποτέλεσμα να υποτιμηθεί και ο αντίστοιχος κίνδυνος ρευστότητας, που η υπερβολική αυτή έκθεση προκαλούσε. Η έλλειψη διαφάνειας ως προς τον τελικό φορέα που θα επωμιζόταν τους ενδεχόμενους κινδύνους οδήγησε τελικά στη δημιουργία ρίσκου αντισυμβαλλομένων, το οποίο αποτελεί βασικό παράγοντα αύξησης των επιτοκίων στη διατραπεζική αγορά²⁷.

Επιπλέον, η μεγάλη διαφορά του χρόνου ωρίμανσης (duration) μεταξύ των στοιχείων του Ισολογισμού (διαφορετικός χρόνος ωρίμανσης – λήξης μεταξύ των στοιχείων του Ενεργητικού και του Παθητικού), των Conduits και των SVIs, σε συνδυασμό με την απουσία εναλλακτικού τρόπου αντιμετώπισης απρόβλεπτων αναγκών χρηματοδότησης εκ μέρους των τραπεζών, συνέβαλε στην έκθεση των τραπεζών σε κίνδυνο ρευστότητας, ο οποίος στη συνέχεια συνέχισε στην αύξηση των επιτοκίων στη διατραπεζική αγορά. Η μείωση των δεικτών μόχλευσης των τραπεζών (με την απομάκρυνση από τον Ισολογισμό των απαιτήσεων σε δάνεια), οδήγησε σε αποδέσμευση κεφαλαίων τα οποία πλέον θα ήταν διαθέσιμα για νέες επενδύσεις και θα οδηγούσαν σε ακόμα μεγαλύτερη μόχλευση.

5.1.6 Οι τιτλοποιήσεις στην αγορά των ενυπόθηκων στεγαστικών χορηγήσεων

Οι τιτλοποιήσεις δανείων έχουν αυξηθεί σημαντικά σε όλους τους τομείς, και ειδικότερα στην αγορά ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων. Το 1976, το ποσό των τιτλοποιημένων ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων ήταν 28 δισεκατομμύρια δολάρια, ενώ μέχρι τα τέλη του 2003, το συνολικό ποσό των τιτλοποιημένων ενυπόθηκων δανείων για αγορά κατοικίας είχε αυξηθεί σχεδόν 150 φορές, φθάνοντας τα 4,2 τρισεκατομμύρια δολάρια. Κατά την ίδια περίοδο, το ποσό των υποθηκευμένων κατοικιών αυξήθηκε από 489 δισεκατομμύρια

δολάρια ΗΠΑ σε 7,3 τρισεκατομμύρια δολάρια. Επίσης είναι άξιο αναφοράς ότι ενώ το 1976 βάσει συγκριτικών στοιχείων, δεν υπήρχε τιτλοποίηση εμπορικών ενυπόθηκων δανείων, επιχειρηματικών δανείων και καταναλωτικών δανείων, μέχρι το τέλος του 2003 είχαν τιτλοποιηθεί 294 δις. δολάρια εμπορικών ενυπόθηκων δανείων, 104 δις. δολάρια βιομηχανικών και εμπορικών δανείων καθώς και 658 δις. δολάρια καταναλωτικών δανείων²⁸.

Προκειμένου να γίνει κατανοητό γιατί υπήρξε τόσο ραγδαία αύξηση στην τιτλοποίηση των στεγαστικών δανείων πρέπει πρώτα να γίνει κατανοητός ο ρόλος των εταιρειών Federal National Mortgage Association (ευρύτερα γνωστή στο πλατύ κοινό ως Fannie Mae) και Federal Home Loan Mortgage Corporation (ευρύτερα γνωστή ως Freddie Mac).

Η Fannie Mae δημιουργήθηκε από το Αμερικάνικο Κογκρέσο το 1934 με την ψήφιση του εθνικού νομοσχεδίου για τις κατοικίες (National Housing Act). Κατά τις πρώτες δεκαετίες της ύπαρξής του ο οργανισμός αυτός λειτουργούσε ως κυβερνητικό πρακτορείο το οποίο αγόραζε κυρίως υποθήκες εξασφαλισμένες από τη Federal Housing Authority (FHA). Το 1968 η Fannie Mae έγινε κρατικός οργανισμός και τις εργασίες της - ως προς την αγορά υποθηκών εξασφαλισμένων από την FHA (αλλά και των υποθηκών οι οποίες εξασφαλίζονται από τη Veteran' s Administration) – ανέλαβε ένας καινούριος κυβερνητικός οργανισμός ο Εθνικός Οργανισμός Υποθηκών (Government National Mortgage Association, GNMA).

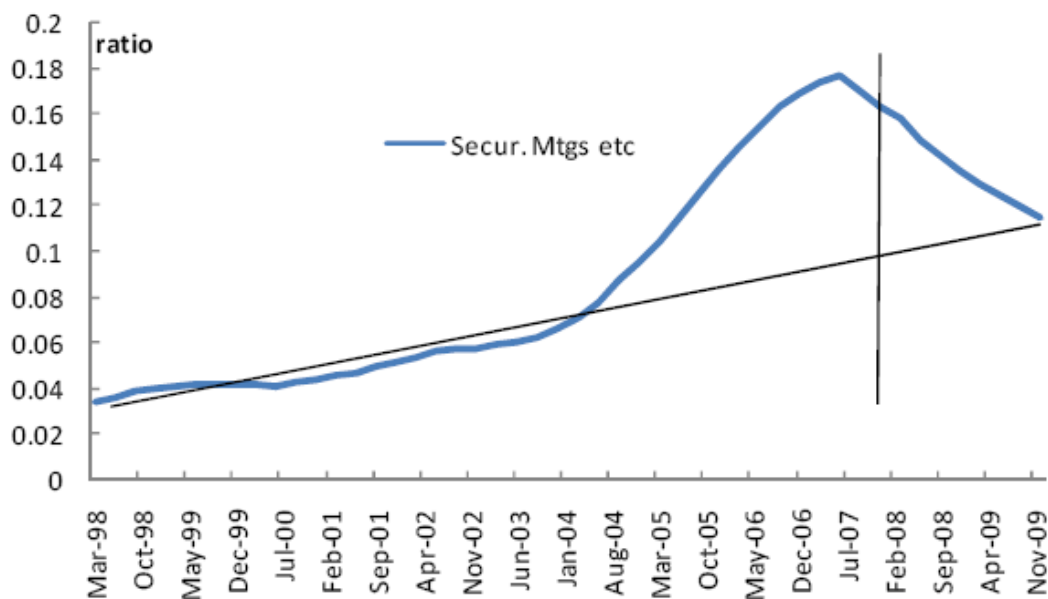
Η Freddie Mac δημιουργήθηκε από το Αμερικάνικο Κογκρέσο το 1970 με στόχο την παροχή σταθερότητας και ρευστότητας στην αγορά υποθηκών κατοικιών, με κυρίαρχο πεδίο τις υποθήκες οι οποίες έχουν εκδοθεί από αποταμιευτικά ιδρύματα.

Ήδη από τις αρχές της δεκαετίας του 1990, τόσο η Fannie Mae, όσο και η Freddie Mac είχαν γίνει μεγάλοι αγοραστές υποθηκών, κάθε τύπου χρηματοδότησης, με στόχο τη διακράτηση κάποιων χορηγήσεων και την τιτλοποίηση των υπόλοιπων. Και οι δύο μαζί έπαιξαν καθοριστικό ρόλο στην ενίσχυση της ανάπτυξης της δευτερεύουσας αγοράς. Το μερίδιο αγοράς των

δύο κυβερνητικών εταιρειών (Government – sponsored enterprises, GSEs) παρουσίασε αλματώδη αύξηση από τις αρχές της δεκαετίας του 1980. Χαρακτηριστικά αναφέρεται ότι το 1990 περίπου το 25% από τα 2,90 τρις. δολάρια σε τρέχουσες υποθήκες είχε είτε αγοραστεί και διακρατηθεί είτε αγοραστεί και τιτλοποιηθεί από τις δύο μεγάλες GSEs. Μέχρι το 2003, το συγκεκριμένο μερίδιο αγοράς είχε αυξηθεί σε ποσοστό 47%.

Οι δύο κυβερνητικές εταιρείες (GSEs) Fannie Mae και Freddie Mac ενισχύουν τη ρευστότητα των υποθηκών είτε αγοράζοντας και διακρατώντας τις ενυπόθηκες εξασφαλίσεις είτε τιτλοποιώντας αυτές. Όταν οι εταιρείες αυτές αγοράζουν τις υποθήκες, αναλαμβάνουν τόσο τον πιστωτικό όσο και τον επιτοκιακό κίνδυνο. Όταν οι εταιρείες αυτές τιτλοποιούν ενυπόθηκες χορηγήσεις, είτε τις αγοράζουν και εκδίδουν mortgage – backed securities (MBS), είτε απλώς πουλάνε πιστωτική προστασία στον αρχικό δανειστή. Στην πρώτη περίπτωση, η δημιουργός τράπεζα δεν διατηρεί κανένα κατοχυρωμένο δικαίωμα επί της ενυπόθηκης εξασφάλισης. Στη δεύτερη περίπτωση, η τράπεζα εξακολουθεί να χρηματοδοτεί την ενυπόθηκη χορήγηση και επωμίζεται τον επιτοκιακό κίνδυνο, αλλά αποκτά το δικαίωμα να το πουλήσει ως MBS, λόγω της παρεχόμενης πιστωτικής κάλυψης. Σε κάθε περίπτωση οι GSEs τονώνουν τη ρευστότητα, δρώντας κάτω από συγκεκριμένα όρια ως προς το μέγεθος της υποθήκης την οποία μπορούν να αγοράσουν ή να τιτλοποιήσουν. Αυτοί οι περιορισμοί δημιουργήθηκαν για να εξασφαλίσουν ότι οι GSEs θα εξυπηρετούσαν το σκοπό για τον οποίο δημιουργήθηκαν, δηλαδή την πρόσβαση των νοικοκυριών με χαμηλά ή / και μεσαία εισοδήματα στη δανειοδότηση ενυπόθηκων χορηγήσεων.

Βάσει σχετικών κανονισμών οι δύο κυβερνητικές εταιρείες (GSEs) Fannie Mae και Freddie Mac) μπορούν να αγοράσουν υποθήκες μόνο κάτω από ένα συγκεκριμένο όριο (the jumbo loan cutoff). Οι υποθήκες κάτω από αυτό το όριο είναι πιο εύκολα ρευστοποιήσιμες από αυτές άνω του συγκεκριμένου ορίου. Τα non – jumbo δάνεια προσδιορίστηκαν το 2006 ως αυτά κάτω των 417.000 δολαρίων για χρηματοδοτήσεις με εξασφάλιση την υποθήκη μιας μονοκατοικίας (single-family home).

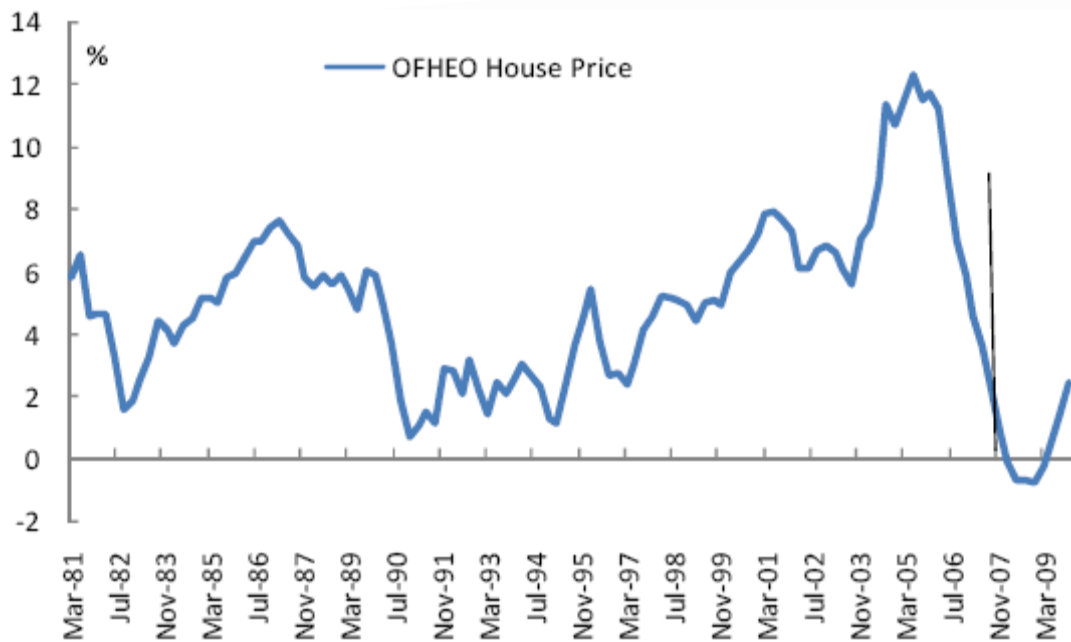


σχήμα 5.2 : ABSs ως ποσοστό του Α.Ε.Π.

πηγή: OECD, Datastream και Adrian Blundell - Wingall (2008)

5.1.7 Η δημιουργία «φούσκας» στην αμερικανική αγορά ακινήτων

Από το 2001 έως το 2003 η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ (Federal Reserve Bank) προέβη σε μείωση των Κατατεθειμένων Χρηματικών Διαθεσίμων (Federal Funds Rate), από 6,5% σε 1%, αλλά και σε μείωση των επιτοκίων χορηγήσεων. Η μείωση των επιτοκίων συνέβαλε στην αύξηση της ζήτησης δανείων για αγορά κατοικίας. Οι συνολικές δαπάνες για απόκτηση κατοικίας παρουσίασαν κατακόρυφη άνοδο από το 2001 μέχρι το 2005 και καθώς η «φούσκα» στην αγορά ακινήτων μεγάλωνε τόσο αυξανόταν και η συνολική οικονομική ανάπτυξη της χώρας. Αποτέλεσμα της γενικότερης ευημερίας ήταν τόσο η αύξηση των τιμών των ακινήτων, όσο και η αύξηση των τιμών των αγορών αξιογράφων. Κατά την διάρκεια της περιόδου μεταξύ 1997 και 2006, η τιμή ενός τυπικού αμερικάνικου σπιτιού υπερδιπλασιάστηκε (βλ. σχήμα 5.3).



σχήμα 5.3 : τιμές ακινήτων

πηγή: OECD, Datastream και Adrian Blundell - Wingall 2008

5.2. Η εκδήλωση της κρίσης

Η διεύρυνση της πρόσβασης στην αγορά ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων υποθηκών είχε και αρνητικές πτυχές. Οι δανειολήπτες μειωμένης εξασφάλισης «sub prime borrowers» τείνουν να εμφανίσουν μεγαλύτερα ποσοστά αθέτησης της υπόσχεσης πληρωμής των δανείων τους σε σχέση με τους δανειολήπτες πρώτης διαλογής.

Το καλοκαίρι 2007, όπου τοποθετείται και η έναρξη της κρίσης, τα προβλήματα στην αγορά των «sub prime» χορηγήσεων, η επιβράδυνση της αγοράς κατοικίας, η μείωση της εκτίμησης των τιμών των κατοικιών και η αποδυνάμωση της παγκόσμιας οικονομίας συνέβαλαν στην εμφάνιση μεγάλων ποσοστών καθυστέρησης αποπληρωμής των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης. Ως αποτέλεσμα των μεγάλων ποσοστών καθυστερήσεων αποπληρωμής των εν λόγω δανείων αρκετοί ανεξάρτητοι δανειστές χορηγήσεων υποθηκών υποχρεώθηκαν να δηλώσουν πτώχευση και μεγάλοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί παρουσίασαν ζημιές αρκετών δισεκατομμυρίων καθώς ήταν εκτεθειμένοι σε πολύπλοκα δομημένα προϊόντα,

τα οποία αν και είχαν αξιολογηθεί με άριστα (AAA “triple A”) από τις εταιρείες αξιολόγησης πιστοληπτικού κινδύνου, αποδείχθηκε ότι βασίζονταν σε δανειακές συμβάσεις, οι οποίες ήταν σε μεγάλο ποσοστό επισφαλείς. Όσον αφορά στους καταναλωτές οι συνέπειες μη αποπληρωμής των ενυπόθηκων δανείων υπήρξαν σοβαρές. Χαρακτηριστικά αναφέρεται η απώλεια του δικαιώματος της ιδιοκτησίας, η μειωμένη δυνατότητα χρηματοδότησης καθώς και κατασχέσεις. Καθώς η κρίση στην αγορά ενυπόθηκων δανείων επεκτάθηκε το τελευταίο τρίμηνο του 2007 η Κεντρική τράπεζα των ΗΠΑ παρενέβη προκειμένου να εξομαλύνει την αγορά και να αποκαταστήσει την ισορροπία.

5.3. Η διάχυση της κρίσης

Ο κατακερματισμός των εποπτικών αρχών στις Η.Π.Α. δεν επέτρεψε την άμεση διάγνωση της κρίσης και πολύ πιο σημαντικό τον έγκαιρο και αποτελεσματικό συντονισμό για την αντιμετώπισή της. Το Σεπτέμβριο του 2007 παρουσιάστηκε και το πρώτο θύμα της κρίσης στην άλλη πλευρά του Ατλαντικού, η επενδυτική τράπεζα Northern Rock της Μεγάλης Βρετανίας, η οποία αντιμετώπισε τη μεγαλύτερη ουρά (bank run) σε εμπορική τράπεζα που δημιουργήθηκε στην ιστορία της χώρας από το 1866. Ο πανικός δημιουργήθηκε όταν έγινε γνωστό ότι η κυβέρνηση της Μ. Βρετανίας προχωρούσε σε επείγουσα υποστήριξη της τράπεζας, η οποία αντιμετώπιζε προβλήματα ρευστότητας από τον Αύγουστο του ίδιου έτους, λόγω του διαφορετικού χρόνου ωρίμανσης (maturity date) των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού της. Τον ίδιο μήνα ελβετικές και γερμανικές τράπεζες (Sachsen Landesbank και IKB) ανακοίνωσαν ότι υπέστησαν μεγάλες απώλειες από την κατοχή δομημένων προϊόντων.

Κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2007, οι κεντρικές τράπεζες μεσολάβησαν με συγχρονισμένες ενέργειες με στόχο τη τόνωση της χρηματοπιστωτικής αγοράς με «ενέσεις ρευστότητας» και κατάφεραν σε πρώτη φάση να σταθεροποιήσουν τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια. Στο πνεύμα της σταθεροποίησης των επιτοκίων η Fed αποφάσισε να μειώσει ακόμα και το βασικό επιτόκιο χρηματοδοτήσεων, ενώ η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ECB) δεν προέβη στις προγραμματισμένες αυξήσεις των επιτοκίων. Μέσα στο γενικότερο κλίμα της

αδιαφάνειας και της ανασφάλειας που επικράτησε κατά το 2007 επλήγη και η εμπιστοσύνη των επενδυτών προς της εταιρείες πιστοληπτικής αξιολόγησης ως προς την ικανότητά τους να βαθμολογήσουν και να κατατάξουν σωστά τα τιτλοποιημένα προϊόντα.

Το δεύτερο σοβαρό κρούσμα αυτής της κρίσης καταγράφηκε το Μάρτιο του 2008 όταν η πέμπτη μεγαλύτερη επενδυτική τράπεζα των Ηνωμένων Πολιτειών, Bear Stearns, εξαγοράσθηκε από τη J.P.Morgan με τη μεσολάβηση της Fed και την εγγύηση του αμερικανικού δημοσίου, προκειμένου να αποφύγει την πτώχευση. Η απόφαση αυτή των αμερικανικών αρχών έγινε δεκτή με ιδιαίτερη ανακούφιση τόσο από το κοινό, όσο και από τους αναλυτές, αφού θεωρήθηκε ορόσημο για την ετοιμότητα των αρχών να αναλάβουν δράση και να αποτρέψουν το ενδεχόμενο δημιουργίας συστημικού κινδύνου στο χρηματοπιστωτικό και ιδίως στο τραπεζικό σύστημα. Η ευφορία που ακολούθησε αυτή την κίνηση ήταν τέτοια που πολλοί άρχισαν να μιλούν για αντιστροφή της κρίσης. Το κλίμα αυτό περιθωριοποίησε προσωρινά τα στοιχεία που έδειχναν ότι η παγκόσμια οικονομία δεν είχε να αντιμετωπίσει μόνο τη χρηματοπιστωτική κρίση, αλλά και την άνοδο των τιμών των εμπορευμάτων και τις ανισορροπίες που προκλήθηκαν στις αγορές κατοικίας τόσο των ΗΠΑ, αλλά και πολλών Ευρωπαϊκών χωρών όπως η Ιρλανδία και η Ισπανία. Επιπλέον, μ' αυτές τις κινήσεις καλύφθηκε προσωρινά η διαπίστωση ότι το ισχύον θεσμικό πλαίσιο αποδείχθηκε ακατάλληλο, ενώ παράλληλα παραβιαζόταν συστηματικά, κυρίως λόγω της σύγκρουσης συμφερόντων των εταιρειών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Παράλληλα, οι ορίζοντες των επενδυτών είχαν αλλάξει άρδην καθώς το κλίμα αναζήτησης ολοένα και πιο επικίνδυνων επενδυτικών ευκαιριών, αντιστράφηκε απότομα σε αναζήτηση πιο ασφαλών επενδύσεων (flying to quality).

Οι εξελίξεις έγιναν ακόμα πιο δυσάρεστες το Σεπτέμβριο του 2008 όταν ο αμερικανικός κολοσσός Lehman Brothers αφέθηκε να κηρύξει πτώχευση, ενώ λίγο νωρίτερα οι ΗΠΑ παρενέβησαν για να σώσουν της δύο ημικρατικές επιχειρήσεις χορήγησης στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης (Fannie May και Freddy Mac). Η κατάρρευση της Lehman Brothers και η εξαγορά της Merrill Lynch από τη Bank of America μετέτρεψε την αβεβαιότητα σε πανικό και

ουσιαστικά πάγωσε τη διατραπεζική αγορά – αφού πλέον κανείς δε γνώριζε την πραγματική έκθεση του κάθε πιστωτικού ιδρύματος στα «τοξικά» ομόλογα. Κατά τη διάρκεια των ετών που προηγήθηκαν της κρίσης και κυρίως ανάμεσα στο 2004 και το 2007 οι τράπεζες μετακυλούσαν στη διατραπεζική αγορά περισσότερο του $\frac{1}{4}$ των στοιχείων του ενεργητικού τους σε ημερήσια βάση, γεγονός που τις κατέστησε ιδιαίτερα ευάλωτες σε μία κρίση εμπιστοσύνης, όπως συνέβη το Σεπτέμβριο του 2008. Με το πάγωμα λοιπόν της διατραπεζικής αγοράς, η τραπεζική κρίση επεκτάθηκε ραγδαία και στην πραγματική οικονομία μέσω της πιστωτικής ασφυξίας (credit crunch) που προκλήθηκε.

Το 2008 πέντε ευρωπαϊκές χώρες αντιμετώπισαν σοβαρά προβλήματα στην προσπάθειά τους να σώσουν τις μεγάλες ευρωπαϊκές τράπεζες: η Γερμανία, το Βέλγιο, το Λουξεμβούργο, η Ιταλία και η Ισπανία. Συγκεκριμένα στην Ιταλία κινδύνευσε η δεύτερη μεγαλύτερη τράπεζα της χώρας, η Unicredit, ενώ το κράτος της Ισλανδίας κινδύνευσε να κηρύξει πτώχευση, το νόμισμα της χώρας υποτιμήθηκε και η κυβέρνηση έφτασε στο σημείο να διαπραγματευθεί τη δανειοδότησή της από τη Ρωσία.

Όταν η τραπεζική κρίση πέρασε στην πραγματική οικονομία μέσω της πιστωτικής ασφυξίας και της μείωσης της εμπιστοσύνης και του δείκτη κατανάλωσης, κατέστη πλέον σαφές ότι όλες οι κυβερνήσεις έπρεπε να δράσουν άμεσα, οργανωμένα και συντονισμένα προκειμένου να περιορίσουν - στο μέτρο του δυνατού – τις συνέπειες της κρίσης και να μεριμνήσουν για τη λήψη των απαραίτητων μέτρων για την αντιμετώπιση της κρίσης και την οικονομική ανάκαμψη.



(2007-2009) WORLD FINANCIAL CRISIS

- Countries in official recession (two consecutive quarters)
- Countries in unofficial recession (one quarter)
- Countries with economic slowdown of more than 1.0%
- Countries with economic slowdown of more than 0.5%
- Countries with economic slowdown of more than 0.1%
- Countries with economic acceleration

(Between 2007 and 2008, as estimates of December 2008 by the International Monetary Fund)

πηγή: IMF (Δεκέμβριος 2008)

5.5. Οι ενέργειες αναδιάρθρωσης

5.5.1 Γενικά

Η αντιμετώπιση της τρέχουσας χρηματοοικονομικής κρίσης δεν θα είναι καθόλου εύκολη υπόθεση, δεδομένου ότι η κρίση αυτή έχει λάβει παγκόσμιες διαστάσεις. Είναι σημαντικό τα μέτρα τα οποία θα ληφθούν να είναι ταυτόχρονα για το χρηματοοικονομικό τομέα και για την πραγματική οικονομία. Η αποκατάσταση της δυνατότητας των τραπεζών να δανείζουν είναι πολύ σημαντική προκειμένου να επιστρέψουν οι οικονομίες στην ανάπτυξη. Επιπλέον, μία πειστική πολιτική αντιμετώπιση των προβλημάτων των χρηματοοικονομικών αγορών θα συντελέσει στην ταχύτερη επαναφορά της εμπιστοσύνης και θα επιτρέψει στη δημοσιονομική πολιτική να δράσει ταχύτερα και αποτελεσματικότερα. Αντίστοιχα, η αντιμετώπιση της ύφεσης απαιτεί και τη συνέχιση της δυνατής απάντησης της νομισματικής πολιτικής για την αποκατάσταση της λειτουργίας των χρηματοοικονομικών αγορών και τον περιορισμό του κινδύνου δημιουργίας αντιπληθωρισμού. Ο αντίκτυπος των νομισματικών και δημοσιονομικών “ενέσεων” θα φανεί καλύτερα όσο αυτές θα περνάνε στην πραγματική οικονομία και οι κυβερνήσεις πρέπει να είναι έτοιμες να λάβουν ακόμα περισσότερα μέτρα, εφ’ όσον αυτό κριθεί απαραίτητο, ανάλογα πάντα με τις δυνατότητες της κάθε χώρας.

5.5.2. Τοξικά προϊόντα

Στις χρηματοοικονομικές αγορές πρώτη προτεραιότητα αποτελεί πλέον η αντιμετώπιση των “τοξικών” περιουσιακών στοιχείων, η οποία θα πρέπει να γίνει σε παγκόσμιο επίπεδο. Σε πρώτη φάση αναζητείται μία μέθοδος απομάκρυνσης αυτών των περιουσιακών στοιχείων από τους ισολογισμούς των τραπεζών αλλά και των ειδικών επενδυτικών εταιρειών με τις οποίες συνδέονται προκειμένου να δοθούν νέα κεφάλαια στις τράπεζες. Επιπλέον, η παροχή νέου κεφαλαίου στις τράπεζες απαιτεί πληροφόρηση σχετικά με το βαθμό μόχλευσής τους. Προς την κατεύθυνση αυτή κινείται τόσο η επιτροπή

της Βασιλείας, όσο και ο Οργανισμός Οικονομικής Σταθερότητας (Financial Stability Forum, FSF).

Σε πρώτη φάση η κυβέρνηση των Η.Π.Α., όπου η κρίση εκδηλώθηκε εντονότερα, στις 3 Οκτωβρίου του 2008, υιοθέτησε ένα νομοσχέδιο επείγουσας οικονομικής σταθερότητας (Emergency Economic Stabilization Act, EESA) το οποίο προέβλεπε τη χρήση ποσού ύψους 700 δις δολαρίων για τη διάσωση της αμερικανικής οικονομίας. Το νομοσχέδιο αυτό περιελάμβανε ένα πρόγραμμα για την εξαγορά προβληματικών περιουσιακών στοιχείων το Troubled Asset Relief Program (TARP)²⁹. Το μεγαλύτερο μέρος από το ποσό του προγράμματος αυτού, χρησιμοποιήθηκε για την αγορά προβληματικών περιουσιακών στοιχείων (MBSs) ή άλλων τιτλοποιημένων προϊόντων με στόχο τη διασφάλιση της εμπιστοσύνης των αγορών. Συγκεκριμένα το Νοέμβριο του 2008 ανακοινώθηκε η αγορά MBS τα οποία βρίσκονταν τόσο στην κατοχή της AIG όσο και στην κατοχή της Citigroup, με το EESA να απορροφά το πρώτο 10% από τις απώλειες. Αργότερα, στις 17 Ιανουαρίου του 2009 οι αμερικανικές αρχές ανακοίνωσαν την παροχή βοήθειας στην Bank of America προκειμένου να απορροφήσει τις ζημίες που υπέστη η τράπεζα από την εξαγορά της Merrill Lynch.

Παράλληλα στην Ευρώπη, η Εθνική τράπεζα της Ελβετίας (Swiss National Bank, SNB) αγόρασε προβληματικά περιουσιακά στοιχεία της UBS μέσω μίας εταιρείας ειδικού σκοπού (SPV) την SNB StabFund, συνολικού ύψους 38,7 δις δολαρίων, αντί του αρχικά προβλεφθέντος 60 δις δολαρίων.

5.5.3 Κεντρικές Τράπεζες

Ο ρόλος των κεντρικών τραπεζών ως προς την εξασφάλιση της παροχής της απαιτούμενης ρευστότητας προς τα πιστωτικά ιδρύματα αποδεικνύεται ιδιαίτερα σημαντικός, προκειμένου να αποκατασταθεί η εμπιστοσύνη του κοινού στο τραπεζικό σύστημα και να αποφευχθεί η δημιουργία πανικού. Επιπλέον, η παροχή εγγυήσεων επί των υποχρεώσεων των πιστωτικών ιδρυμάτων συμβάλει ιδιαίτερα στην εξομάλυνση της κατάστασης της οικονομίας. Έτσι η FED το Μάρτιο του 2008 εγγυήθηκε την ομαλή ανταπόκριση

της υπό κατάρρευση Bear Sterns στις υποχρεώσεις της προκειμένου να εξαγοραστεί από την JP Morgan Chase. Η Bear Sterns ως επενδυτική τράπεζα δεν ανήκε στη δικαιοδοσία της FED, αλλά η παρέμβαση της κεντρικής τράπεζας κρίθηκε απαραίτητη για να αποφευχθεί η πτώχευση της πέμπτης μεγαλύτερης επενδυτικής τράπεζας της χώρας³⁰. Αντίστοιχα, ο όμιλος της AIG ήταν ο πρώτος όμιλος ο οποίος δέχθηκε οικονομική βοήθεια στις 16 Σεπτεμβρίου του 2008, την επόμενη μέρα από την κατάρρευση της Lehman Brothers, ύψους 85 δις δολαρίων. Με στόχο την αντιμετώπιση της τρέχουσας κρίσης το αμερικάνικο κογκρέσο στις 14 Οκτωβρίου του 2008 ανακοίνωσε τη χορήγηση 250 δις δολαρίων μέσω ενέσεων ρευστότητας σε όσα πιστωτικά ιδρύματα επιθυμούσαν να συμμετάσχουν στο πρόγραμμα αυτό. Συγκεκριμένα στο εν θέματι πρόγραμμα οικονομικής βοήθειας εντάχθηκε η Citigroup στις 23 Νοεμβρίου του ίδιου έτους και η Bank of America στις 17 Ιανουαρίου του 2009, αυξάνοντας έτσι το συνολικό χρέος της τελευταίας προς τη FED σε 45 δις δολάρια.

Παράλληλα, στην άλλη πλευρά του Ατλαντικού η κρίση ξεκίνησε με την έλλειψη ρευστότητας στην τράπεζα Northern Rock του Ηνωμένου Βασιλείου, η οποία γρήγορα μετατράπηκε σε έλλειψη εμπιστοσύνης των καταθετών και υποχρέωσε την κυβέρνηση να εγγυηθεί τις καταθέσεις. Όταν όμως η εξεύρεση ιδιωτικής λύσης για τη σωτηρία της τράπεζας ναυάγησε, η κυβέρνηση προέβη στην κρατικοποίηση της τράπεζας, στις 22 Φεβρουαρίου του 2008. Στη συνέχεια η κυβέρνηση του Ηνωμένου Βασιλείου ανακοίνωσε της χορήγηση ρευστότητας ύψους 50 δις λιρών (87 δις δολάρια) σε πιστωτικά ιδρύματα της χώρας με την έκδοση προνομιούχων μετοχών. Η Royal Bank of Scotland, η HBOS και η Lloyds TSB έλαβαν συνολικά οικονομική ενίσχυση ύψους 37 δις λιρών. Ενώ, στις 19 Ιανουαρίου του 2009 ανακοινώθηκε η δυνατότητα παροχής κρατικής εγγύησης σε τιτλοποιημένα προϊόντα έναντι αμοιβής από τα πιστωτικά ιδρύματα³¹.

Η παροχή εγγυήσεων και ενέσεων ρευστότητας δόθηκαν και στις αναπτυσσόμενες αγορές, καθώς οι κεντρικές τράπεζες προσπάθησαν να αποτρέψουν την εκροή κεφαλαίων. Με την πάροδο του χρόνου όμως οι αρχές θα πρέπει να αυξήσουν τις προϋποθέσεις για την παροχή ρευστότητας ή

δανείων προκειμένου να ενθαρρύνουν την χρηματοδότηση μέσω των αγορών. Το ίδιο ισχύει και για την παροχή εγγυήσεων, οι οποίες διαστρεβλώνουν την αποτίμηση του κινδύνου και την ανταγωνιστικότητα. Οι κεντρικές τράπεζες δεν θα πρέπει να αφεθούν να κρατήσουν τα αγορασθέντα περιουσιακά στοιχεία και κάποια στιγμή στην πορεία θα πρέπει να τα μεταφέρουν είτε στις δημοσιονομικές αρχές, είτε σε ειδικές εταιρείες διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων³².

5.5.4 Στρατηγική τραπεζών

Αντιμετώπιση του κινδύνου μετάδοσης (contagion risk)

Επιπλέον, ένα πολύ σημαντικό μάθημα από την κρίση αυτή είναι η αναγνώριση του κινδύνου της μετάδοσης των προβλημάτων από το ένα ίδρυμα στο άλλο, καθώς η επενδυτική τραπεζική αναμείχθηκε με την παραδοσιακή εμπορική τραπεζική. Παρά το γεγονός ότι οι δομές των μεγάλων χρηματοοικονομικών ομίλων προσφέρουν πολλά πλεονεκτήματα στις θυγατρικές εταιρείες, υπάρχουν και άλλες δομές, οι οποίες μπορούν να βοηθήσουν στη μείωση της μετάδοσης των προβλημάτων από τη μία εταιρεία στην άλλη και να προστατεύσουν τους ισολογισμούς των τραπεζών, χωρίς να χάσουν αυτά τα πλεονεκτήματα (π.χ. τεχνολογία)³³. Σ' αυτό το πλαίσιο οι αρχές ίσως εξετάσουν τη χρήση της δομής των non-operating holding companies (NOHC), ειδικά στη φάση της εξόδου από την κρίση. Η δομή αυτή περιλαμβάνει το νομικό διαχωρισμό της μητρικής από τις θυγατρικές εταιρείες, ο οποίος εξασφαλίζει την ισχύ ειδικών εσωτερικών όρων και κανονισμών για τις θυγατρικές, αλλά παράλληλα προστατεύει τον ισολογισμό των τραπεζών και διευκολύνει τον εποπτικό έλεγχο και την κανονιστική παρέμβαση, εφ' όσον αυτή απαιτηθεί.

5.5.5. Θεσμικό πλαίσιο και ασύμμετρη πληροφόρηση

Ρυθμίσεις των μοντέλων “originate to distribute” των “CDOs” και των ειδικών επενδυτικών εταιρειών

Τα προηγούμενα χρόνια δημιουργήθηκε εσφαλμένα – όπως αποδείχθηκε από τα γεγονότα – η εντύπωση ότι η αποτελεσματικότητα των αγορών ήταν αρκετή για να διαχειριστεί τα νέα πολύπλοκα τιτλοποιημένα προϊόντα και να βγάλει

εκτός διαπραγμάτευσης εκείνα τα οποία είχαν αυξημένο βαθμό κινδύνου. Η αντίληψη όμως αυτή απέτυχε να διαγνώσει τους επερχόμενους κινδύνους που προέρχονταν από τη σύνδεση αυτών των προϊόντων με τον πυρήνα του τραπεζικού συστήματος και τόσο οι αγορές, όσο και οι εποπτικές και ρυθμιστικές αρχές απέτυχαν στην αναγνώριση των στρεβλών κινήτρων, των κενών πληροφόρησης, του κυκλικού δανεισμού και της μεγάλης συγκέντρωσης κινδύνων. Κυρίως όμως οι θεσμικές αρχές δεν κατάφεραν να διαγνώσουν εγκαίρως τον ηθικό κίνδυνο που προέκυψε από τις πολύ μεγάλες εταιρείες (too big to fail firms), οι οποίες δε συμπεριλαμβάνονταν στην εποπτεία τους, καθώς και τον κίνδυνο από την κατάρρευση των εταιρειών οι οποίες ήταν στενά συνδεδεμένες με πιστωτικά ιδρύματα (too interconnected to fail).

Όταν λοιπόν ξέσπασε η κρίση παρουσιάστηκε η ανάγκη να αναδιαμορφωθεί το θεσμικό πλαίσιο και να επεκταθεί το εποπτικό πλαίσιο για να συμπεριλάβει όλες εκείνες τις εταιρείες οι οποίες έχουν δραστηριότητες που εκθέτουν σε κίνδυνο την παγκόσμια οικονομία. Τέτοιες εταιρείες είναι οι επενδυτικές τράπεζες, οι εταιρείες ειδικού σκοπού (special investment vehicles SPV) οι οποίες εκδίδουν τιτλοποιημένα προϊόντα ενυπόθηκων χορηγήσεων (CDOs) ή οι ασφαλιστικές εταιρείες οι οποίες εκδίδουν CDSs (credit default swaps). Όλα τα ιδρύματα τα οποία θα συμπεριληφθούν στις νέες διευρυμένες αρμοδιότητες των εποπτικών αρχών θα πρέπει να ακολουθούν διαφανείς διαδικασίες και να επιτρέπουν πλήρη πρόσβαση στις αρχές στα οικονομικά τους στοιχεία, ώστε να μπορεί να καθοριστεί η συνδρομή της στο συστημικό κίνδυνο και να διαφοροποιείται ανάλογα και η προνοητική επίβλεψη.

Σε δεύτερο επίπεδο όλα τα ιδρύματα θα πρέπει να υπόκεινται σε κάποιους κανόνες ως πρόληψη, όπως κεφαλαιακής επάρκειας, ρευστότητας, πειθαρχημένης αποφασιστικότητας και έγκαιρης παρέμβασης. Τα διαφορετικά επίπεδα εποπτείας θα πρέπει να εντείνουν τα κίνητρα, όπως ορίζοντες μεγαλύτερης διάρκειας στη λήψη αποφάσεων, δυνατή διακυβέρνηση και διαδικασίες διαχείρισης κινδύνου, κατηγορίες κεφαλαιακής επάρκειας για να ευνοηθεί το ασφαλέστερο διατραπεζικών συναλλαγών. Τα θεσμικά κριτήρια και η εποπτική διαδικασία πρέπει να διευρυνθούν και με στόχο τον περιορισμό της κανονιστικής κερδοσκοπίας να βασιστούν στον κίνδυνο που ενέχει η

υποκείμενη δραστηριότητα και όχι στον τύπο του ιδρύματος που υλοποιεί τη δραστηριότητα. Τέλος, με στόχο να ανταπεξέλθουν στις συστημικές αλλαγές οι οποίες επέρχονται με την πάροδο του χρόνου, θα πρέπει η αντιμετώπιση της τωρινής κρίσης να συμπεριλάβει και μία πιο ευέλικτη περίμετρο κανονιστικού ελέγχου³⁴.

Παράλληλα, η τρέχουσα κρίση αποκάλυψε την ύπαρξη εκτεταμένων κενών στην πληροφόρηση και στην κατανόηση των αναλαμβανόμενων κινδύνων όχι μόνο από τις εποπτικές αρχές, αλλά και από το σύνολο των αγορών. Αυτά τα κενά περιλαμβάνουν κινδύνους οι οποίοι απεικονίζονταν στα λογιστικά βιβλία των τραπεζών, γεγονός το οποίο αντανακλά την πολυπλοκότητα των νέων προϊόντων καθώς και τη διασύνδεση των κινδύνων αυτών με στοιχεία εκτός ισολογισμού (όπως αυτά τα οποία συγκεντρώνοντα από τις SPVs). Επιπλέον, διαπιστώθηκαν κίνδυνοι οι οποίοι ήταν ενσωματωμένοι στα σύνθετα δομημένα προϊόντα, οι αξίες των οποίων συνήθως αποτιμούνταν μέσω ανεπαρκών στατιστικών μοντέλων. Ακόμη, ανέκυψε η δυσκολία αποτίμησης του κινδύνου ρευστότητας και του κινδύνου του αντισυμβαλλόμενου που διέπει τις ανεπίσημες συναλλαγές. Τέλος αποκαλύφθηκε η σημασία του βαθμού μόχλευσης και της συγκέντρωσης κινδύνου σε σημαντικά μη πιστωτικά χρηματοοικονομικά ιδρύματα.

Από τα ανωτέρω ανακυπτόμενα προβλήματα έγινε σαφές ότι πρέπει να δοθεί έμφαση στη διαφάνεια της αγοράς σχετικά με τις τεχνικές, τα χαρακτηριστικά των δεδομένων και τους περιοριστικούς όρους, οι οποίοι διέπουν την αποτίμηση των πολύπλοκων χρηματοοικονομικών προϊόντων. Επιπλέον, πρέπει να βελτιωθεί η παρεχόμενη πληροφόρηση σχετικά με την αγορά παραγώγων και τις συναφθείσες ανεπίσημες συμφωνίες. Τέλος η καταγραφή των αναλαμβανόμενων κινδύνων, εντός και εκτός ισολογισμού, θα πρέπει να γίνεται με τέτοιο τρόπο ώστε να επιτρέπει να στις εποπτικές αρχές να συγκεντρώνουν και να αποτιμούν τη συνολική έκθεση σε κίνδυνο. Αυτή η πρακτική θα βοηθούσε τους τελικούς επενδυτές να επιδείξουν τη δέουσα προσοχή και να διαμορφώσουν προσωπική άποψη, αντί να βασίζονται εξ ολοκλήρου στις εταιρείες πιστοληπτικής αξιολόγησης, ενώ αντίστοιχα και οι

τελευταίες θα μπορούσαν να επιτελέσουν καλύτερα το έργο της αποτίμησης των κινδύνων³⁵.

5.5.6 Πειθαρχία της αγοράς και Credit Rating Agencies (CRAs)

Η απαραίτητη επιμέλεια κατά την αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων και των παρεχόμενων εγγυήσεων αποδείχθηκε ανεπαρκής κατά την τρέχουσα κρίση. Οι επαγγελματίες επενδυτές σε ομόλογα απέτυχαν να διεισδύσουν αρκετά στη φύση των στοιχείων στα οποία επένδυαν και αντιθέτως βασίστηκαν υπερβολικά στις εταιρείες πιστοληπτικής αξιολόγησης (CRAs). Μέρος του προβλήματος ήταν ότι τόσο οι επενδυτές όσο και οι εποπτικές αρχές δεν διαπίστωσαν εγκαίρως τις συγκρούσεις συμφερόντων, οι οποίες ανέκυψαν για τα CRAs, καθώς οι γενναιόδωρες αποδώσεις για τα τιτλοποιημένα χρηματοοικονομικά προϊόντα σε συνδυασμό με το χαμηλό επιτόκιο κινδύνου οδήγησαν σε μετριοπαθείς εκτιμήσεις, ακόμα και όταν οι εταιρείες πιστοληπτικής αξιολόγησης παρείχαν συμβουλές σχετικά με τον τρόπο τιτλοποίησης των προϊόντων, ώστε να αυξήσουν τις αξιολογήσεις τους. Η διαδικασία αυτή υποβοηθήθηκε από τους επενδυτές, οι οποίοι δεν κατάφεραν να συνειδητοποιήσουν ότι οι αξιολογήσεις ήταν στενά συνδεδεμένες με τον κίνδυνο αθέτησης (default risk) και όχι με τον κίνδυνο ρευστότητας ή αγοράς. Τέλος, η πειθαρχία των αγορών διαβρώθηκε από τη φύση της αντίληψης “πολύ μεγάλο για να καταρρεύσει” (too big to fail) με την οποία αντιμετωπίστηκαν τα μεγάλα και πολύ συνδεδεμένα ιδρύματα, καθώς έγιναν αποδεκτές οι υπεραισιόδοξες αποτιμήσεις του ολοένα αυξανόμενου όγκου των περίπλοκων και δύσκολα ρευστοποιήσιμων περιουσιακών στοιχείων.

Η επίλυση της διαμορφωθείσας κατάστασης θα πρέπει να ξεκινήσει από τη μείωση των αντικρουόμενων συμφερόντων στις εταιρείες πιστοληπτικής αξιολόγησης και την ενθάρρυνση των επενδυτών να επιδείξουν την απαραίτητη επιμέλεια και προσοχή, ιδιαίτερα στα μεγάλα ιδρύματα. Επιπρόσθετα μέτρα σε αυτά που έχουν ήδη ληφθεί σχετικά με τις λειτουργίες των CRAs – όπως απαγόρευση παροχής επενδυτικών συμβουλών για τιτλοποιημένα προϊόντα τα οποία αξιολογούν και μεγαλύτερη διαφάνεια στη μεθοδολογία αξιολόγησης – θα μπορούσαν να περιλαμβάνουν λιγότερη εμπιστοσύνη στις αξιολογήσεις για

την τήρηση των εποπτικών κανόνων καθώς και διαφορετικές διαβαθμίσεις για τα δομημένα προϊόντα. Επιπλέον, θα μπορούσε να εξετασθεί το ενδεχόμενο αποτροπής της δημιουργίας εξαιρετικά μεγάλων ιδρυμάτων προκειμένου να μειωθεί ο ηθικός κίνδυνος που προκύπτει από τις εταιρείες οι οποίες χαρακτηρίζονται ως “too big to fail”³⁶. Αυτό θα μπορούσε ίσως να γίνει μέσω του δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας, ο οποίος θα αυξάνεται ανάλογα με τη συμβολή της εταιρείας στο συστημικό κίνδυνο ή μέσω των δεικτών μόχλευσης, οι οποίοι θα έχουν παγκόσμια ισχύ και δεν θα περιορίζονται μόνο στις τράπεζες ή τέλος έστω με την εντατικοποίηση της επίβλεψής τους από τις εποπτικές αρχές. Τέλος, η λύση για τις τράπεζες, οι οποίες αναδιοργανώνονται προκειμένου να αποφύγουν την πτώχευση και τη ρευστοποίηση των περιουσιακών τους στοιχείων, θα μπορούσε να γίνει περισσότερο αξιόπιστη με τη διασφάλιση ότι οι βασικές λειτουργίες διατηρούνται κατά τη διάρκεια αυτής της διαδικασίας, με την ενεργοποίηση μηχανισμών έγκαιρης παρέμβασης και με πιο προβλέψιμες συμφωνίες για την απώλεια κερδών.

5.5.7 Προ-κυκλικότητα

Ανταμοιβές στελεχών και λογιστικά πρότυπα

Πλήθος εποπτικών πρακτικών και στρεβλών κινήτρων επέτειναν την πιστωτική άνθηση που προηγήθηκε και τώρα απειλούν να επιτείνουν και την επακόλουθη πτώση. Συγκεκριμένα, οι προβλέψεις για τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια σε μεγάλο βαθμό βασίζονται σε προηγούμενα έτη, σε απώλειες που έχουν ήδη συντελεστεί και όχι σε αναμενόμενη φθορά χαρτοφυλακίου. Μ' αυτόν τον τρόπο η αναγνώριση των κινδύνων γίνεται πολύ αργά και επιτρέπεται η ανάληψη υπερβολικού κινδύνου κατά τις περιόδους μεγάλης ανάπτυξης. Το αποτέλεσμα αυτών των πρακτικών ήταν η ιδιαίτερα κυκλική παραλλαγή στην δίκαιη κατανομή του κεφαλαίου και ιδιαίτερα στο δανεισμό και η αύξηση της ευαισθησίας στην ανάληψη κινδύνων από τις πρόσφατες θεσμικές πρωτοβουλίες – όπως η συνθήκη της Βασιλείας II – επιδείνωσε αυτή την ήδη προ-κυκλική συμπεριφορά.

Επιπλέον, η ευρέως διαδεδομένη πρακτική της ανταμοιβής των στελεχών με βάση τα ετήσια κέρδη είχε τα ίδια προ-κυκλικά αποτελέσματα. Πριν από την

τρέχουσα κρίση δίνονταν υψηλές αμοιβές σε διευθυντικά στελέχη τα οποία έβρισκαν υψηλά επιτόκια και επικίνδυνες δραστηριότητες, αλλά δεν λάμβαναν υπ'όψιν τους τις απώλειες οι οποίες θα προέκυπταν κατά την ύφεση. Εξάλλου τα υψηλόβαθμα στελέχη προστατεύθηκαν σε μεγάλο βαθμό από τις συνέπειες των πτωχεύσεων, αντανακλώντας την περιορισμένη ανάληψη ευθύνης από τους μεγάλου οργανισμούς.

Παράλληλα, οι λογιστικές πρακτικές που ακολουθούνται προσδίδουν μία εγγενή προ-κυκλικότητα στη χρηματοοικονομική συμπεριφορά. Συγκεκριμένα, κατά τις περιόδους άνθησης της οικονομίας οι ανοδικές τιμές των περιουσιακών στοιχείων των τραπεζών αυξάνουν την καθαρή θέση της τράπεζας και ενθαρρύνουν την πλήρη ανάπτυξη του πλεονάζοντος κεφαλαίου με τη χορήγηση επιπλέον δανείων και την αγορά περαιτέρω περιουσιακών στοιχείων, ενώ το αντίθετο συμβαίνει στις περιόδους ύφεσης. Στην τρέχουσα κρίση τα προβλήματα αυτά επιδεινώθηκαν περισσότερο από την έλλειψη ρευστότητας στην αγορά, η οποία επέβαλε τη χρήση των μειωμένων αξιών αντί των αγοραστικών αξιών, προσθέτοντας έτσι περισσότερα βάσανα στο χρηματοοικονομικό τομέα.

Η αναθεώρηση των παραπάνω τακτικών μπορεί να περιλαμβάνει τα εξής: Διατηρώντας τη βασική ευαισθησία απέναντι στην ανάληψη κινδύνου στα πλαίσια του θεσμικού πλαισίου, η προ-κυκλική συμπεριφορά θα μπορούσε να αμβλυνθεί με την αύξηση των ελάχιστων απαιτήσεων κεφαλαιακής επάρκειας κατά τη διάρκεια των ανοδικών τάσεων της οικονομίας, ενώ τα όρια αυτά θα μειώνονται κατά τις περιόδους ύφεσης. Σ' αυτές τις κεφαλαιακές θωρακίσεις δεν θα πρέπει να γίνονται διακρίσεις και εξαιρέσεις, ενώ θα πρέπει να μελετηθεί περισσότερο το αναγκαίο κανονιστικό πλαίσιο και οι αντίστοιχοι παράμετροι. Επιπλέον, ένας συμπληρωματικός δείκτης μόχλευσης θα μπορούσε να τεθεί σε ισχύ για τις τράπεζες, ο οποίος θα δίνει ιδιαίτερη έμφαση στην έκθεση κινδύνου, η οποία προέρχεται από στοιχεία εκτός ισολογισμού. Τέλος, θα απαιτηθεί η δημιουργία ενός διεθνούς θεσμικού πλαισίου το οποίο θα ενθαρρύνει τις τράπεζες να αναλάβουν μεγαλύτερες προβλέψεις, οι οποίες δεν θα γίνονται με βάση προηγούμενες αλλά μελλοντικές απώλειες³⁷.

Παράλληλα, οι εποπτικές αρχές ίσως θα πρέπει να συμπεριλάβουν τις μεθόδους ανταμοιβής των διευθυντικών στελεχών στην αναθεώρηση της διαχείρισης κινδύνου και της εταιρικής διακυβέρνησης. Η νέα αντιμετώπιση θα πρέπει να σχεδιαστεί σε διεθνές επίπεδο και με πρακτικές, οι οποίες θα συνδέσουν τις ανταμοιβές με τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο και με τον αντικειμενικό στόχο της μακροπρόθεσμης ανάπτυξης της κάθε επιχείρησης. Προτεραιότητα θα πρέπει να αποτελέσει η αποσύνδεση των αμοιβών (bonuses) από τα ετήσια αποτελέσματα και τους βραχυπρόθεσμους δείκτες, μέσω ίσως της τμηματικής παροχής της αμοιβής, ούτως ώστε να υπάρχει δυνατότητα να μη δοθεί αμοιβή καθώς επέρχονται οι κίνδυνοι. Μία ακόμα εναλλακτική προσέγγιση είναι η σύνδεση των αμοιβών με τη μεσοπρόθεσμη απόδοση των κεφαλαίων και όχι με την τιμή των μετοχών, προκειμένου να αποτραπεί η αυξημένη μόχλευση σε περιόδους οικονομικής άνθησης³⁸.

Αναφορικά στις ακολουθούμενες λογιστικές πρακτικές έχει πλέον διαπιστωθεί ότι το πρόβλημα είναι ο μεγάλος βαθμός αδιαφάνειας, κυρίως εξ αιτίας του ανακυπτόμενου προβλήματος ρευστότητας. Αυτό που χρειάζεται είναι να καταστεί σαφές ότι υπάρχει αβεβαιότητα στις τιμές στις οποίες αποτιμώνται τα περιουσιακά στοιχεία και αυτό πρέπει να γίνει με τέτοιο τρόπο ώστε να υπάρχει συμμετρία τόσο στις περιόδους ύφεσης, όσο και στις περιόδους μεγάλης ανάπτυξης. Οι βελτιώσεις θα μπορούσαν να συμπεριλαμβάνουν καλύτερη καθοδήγηση και αρχές αποτίμησης, πληροφόρηση σχετικά με τις μεθόδους υπολογισμούς της καθαρής αξίας καθώς και δεδομένα από ιστορικές τιμές.

5.5.8 Μακροοικονομική πολιτική

νομισματική και δημοσιονομική πολιτική

Είναι πλέον σαφές ότι η επίλυση της κρίσης απαιτεί την υιοθέτηση του κατάλληλου μείγματος νομισματικής και δημοσιονομική πολιτικής καθώς και το συντονισμό σε διεθνές επίπεδο. Η νομισματική πολιτική έχει ήδη αντιδράσει με δύο τρόπους, χαλαρώνοντας την αυστηρή στάση της και μειώνοντας τα επιτόκια στο μέτρο του εφικτού σε διεθνές επίπεδο και παρέχοντας “ενέσεις” ρευστότητας στο χρηματοοικονομικό σύστημα. Η FED ήδη μείωσε τα επιτόκια από 5,5% που ήταν το Σεπτέμβριο του 2007 σε μόλις 0,25% το Δεκέμβριο του

2008 ενώ αντίστοιχα η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) μείωσε τα επιτόκια από 4,25% τον Ιούλιο του 2008 σε 2,5% το Δεκέμβριο του 2008, για να καταλήξει στο 1,00% το Μάιο του 2009, το οποίο είναι το χαμηλότερο επιτόκιο από το 1999 που δημιουργήθηκε η ευρωζώνη και η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, ενώ και η Τράπεζα της Αγγλίας άγγιξε τα χαμηλότερα επίπεδα στην ιστορία της, διαμορφώνοντας τα επιτόκια στο 0,50%.

Παράλληλα οι κυβερνήσεις όλων των χωρών διέθεσαν αφειδώς πολλά εκατομμύρια ευρώ και δολάρια μέσω των κεντρικών τραπεζών προκειμένου να ενισχύσουν τη ρευστότητα στη διατραπεζική αγορά, αφού οι εμπορικές τράπεζες δεν ήταν διατεθειμένες να δανείσουν η μία την άλλη. Τρανή απόδειξη της έλλειψης εμπιστοσύνης μεταξύ των τραπεζών ήταν η παραμονή των επιτοκίων Libor και Euribor σε υψηλά επίπεδα.

Όμως παρά τις εκτεταμένες παρεμβάσεις των νομισματικών αρχών η πορεία προς την εξομάλυνση της κατάστασης στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου ήταν αργή αλλά και εύθραυστη. Διεθνείς οργανισμοί όπως ο ΟΟΣΑ (OECD) και το ΔΝΤ (IMF) συνέστησαν τη στήριξη της οικονομίας μέσω υιοθέτησης δημοσιονομικών πακέτων (fiscal stimulus packages) προκειμένου να στηριχθεί η οικονομική δραστηριότητα. Τέτοια δημοσιονομικά πακέτα υιοθετήθηκαν από τις περισσότερες χώρες όπως οι ΗΠΑ, η Ιαπωνία, η Αγγλία, η Κίνα και οι περισσότερες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης και περιελάμβαναν μέτρα διασφάλισης και στήριξης του χρηματοπιστωτικού συστήματος όπως η παροχή εγγύησης από το δημόσιο προς τις τράπεζες, αλλά και μέτρα όπως η μείωση της φορολογίας, η ενίσχυση των δημοσίων δαπανών για την τόνωση της εσωτερικής ζήτησης και η χορήγηση ευνοϊκότερων δανείων με επιδότηση επιτοκίων για συγκεκριμένους κλάδους (βλ. συνοπτικά πίνακα 5.1).

| | Traditional monetary instruments | | | Crisis resolution instruments | | | | | |
|-----------------|----------------------------------|-----------------------|---|-----------------------------------|-------------------------------------|-------------------------|-------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|
| | Liquidity injections | Interest rate changes | Increased guarantee of private deposits | Guarantees for bank loans or debt | Funds to purchase commercial papers | Purchase mortgage bonds | Ban or restrict short-selling | Capital injections ¹ | Option to purchase toxic assets |
| United States | x | Cut | x | x | x | x | x | x | x |
| Japan | x | Cut | | x | x | | x | | |
| Euro area | x | Cut | x | | | | | | |
| Germany | | | x | x | | | x | x | x |
| France | | | already high | x | | | x | x | |
| Italy | | | x | | | | x | x | |
| United Kingdom | x | Cut | x | x | x | x | x | x | |
| Canada | x | Cut | | x | | x | x | | |
| Australia | x | Cut | x | x | | x | x | | |
| Austria | | | x | x | | | x | x | |
| Belgium | | | x | x | | | x | x | |
| Czech Republic | | Cut | | | | | | | |
| Denmark | x | Increase /cut | x | x | | x | x | | |
| Finland | | | x | x | | | x | | |
| Greece | | | x | x | | | | x | |
| Hungary | x | Increase | x | x | | | | x | |
| Iceland | | Increase | x | | | | .. | x | |
| Ireland | | | x | x | | | | x | |
| Korea | x | Cut | | x | | | | | |
| Luxembourg | | | x | x | | | | | |
| Netherlands | | | x | x | | | x | x | |
| New Zealand | x | Cut | x | x | | | | | |
| Norway | x | Cut | already high | x | | | | | |
| Slovak Republic | | Cut | x | | | | | | |
| Poland | x | Cut | x | | | | | | |
| Portugal | | | x | x | | | | x | |
| Sweden | x | Cut | x | x | | x | | x | |
| Spain | | | x | x | | x | x | | |
| Mexico | x | Cut | | x | | | | | |
| Switzerland | x | Cut | x | | x | | | (x) | X |
| Turkey | x | Cut | | | | | | | |

πίνακας 5.1: συνοπτικά οι ενέργειες αντιμετώπισης της κρίσης από τις χώρες του ΟΟΣΑ, από το Σεπτέμβριο του 2008 μέχρι τον Ιανουάριο του 2009

πηγή: OECD

Σ' αυτό το σημείο πρέπει να τονιστεί ότι τα μέτρα αντιμετώπισης της κρίσης τα οποία έχουν ληφθεί μέχρι σήμερα έχουν ορθά στοχεύσει στο σταμάτημα της ύφεσης και στην έναρξη της ανάκαμψης. Πολλά όμως από τα έκτακτα αυτά μέτρα ενδέχεται να απειλήσουν τη μακροπρόθεσμη ανάπτυξη και σταθερότητα αν δεν μεταχειριστούν σωστά. Παραδείγματος χάριν υπάρχει ο κίνδυνος της παρατεταμένης παραμονής των κυβερνήσεων στο χρηματοοικονομικό τομέα, όπως και της συσσώρευσης δημόσιου χρέους. Γι' αυτό το λόγο τα μέτρα

πρέπει να σχεδιαστούν και να εφαρμοστούν με τον λιγότερο διαστρεβλωτικό τρόπο, με ξεκάθαρο και αξιόπιστο σχέδιο και με χρονοδιάγραμμα άρσης τους όταν θα επιτευχθεί η ανάκαμψη. Είναι εξίσου σημαντικό αυτές που σήμερα αποκαλούνται “στρατηγικές εξόδου” (exit strategies), αλλά και τα έκτακτα μέτρα να σχεδιαστούν έτσι ώστε να αποτρέψουν και την εμφάνιση νέων κινδύνων στην πορεία.

Παράρτημα 1: Το χρονικό της κρίσης (συνοπτική παρουσίαση)³⁹

➤ 28 Δεκεμβρίου 2006: Η Ownit Mortgage Solutions υποβάλλει αίτηση πτώχευσης.

2007

➤ 7 Φεβρουαρίου: Η Αμερικανική επιτροπή US Senate Banking Committee πραγματοποιεί ακρόαση για τον υπερβολικό δανεισμό στον τομέα των ενυπόθηκων στεγαστικών χορηγήσεων μειωμένης εξασφάλισης (subprime)

➤ 8 Φεβρουαρίου: Η HSBC σε ανακοίνωση της πρώτη φορά προειδοποιεί ότι η αγορά ίσως αντιμετωπίσει προβλήματα από την αύξηση των επισφαλειών στον κλάδο των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης (subprime mortgage market).

➤ 22 Φεβρουαρίου: Οι απώλειες της HSBC φτάνουν τα 10.5 δις. δολάρια και ο επικεφαλής της Δ/σης Στεγαστικών χορηγήσεων στις ΗΠΑ απολύεται.

➤ 27 Φεβρουαρίου: Οι παγκόσμιες αγορές μετοχών διακατέχονται από φόβους όσον αφορά τις ασιατικές αγορές μετοχών και δημιουργούνται περαιτέρω ανησυχίες σχετικά με μεγαλύτερη επιδείνωση στην αγορά των αμερικανικών στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης. Η σχετικά μικρή διόρθωση των χρηματιστηριακών δεικτών (Dow Jones EURO STOXX 8%, S&P 500 6%)

τελειώνει στις 14 Μαρτίου και οι αγορές μετοχών επανακτούν την ανοδική τους τάση.

► 7 Μαρτίου: Η ένωση Federal Insurance Corporation εκδίδει διαταγή παύσης εργασιών για την τράπεζα Fremont Investment & Loan Bank, η οποία «λειτούργουσε χωρίς επαρκείς εξασφαλίσεις για τη χορήγηση ενυπόθηκων χορηγήσεων μειωμένης εξασφάλισης»

► 8 Μαρτίου: Ο Donald Tomnitz, ο Δ/νων Σύμβουλος της D.R. Horton της μεγαλύτερης κατασκευαστικής εταιρείας των Η.Π.Α. λέει στους επενδυτές: «Χωρίς να θέλω να είμαι ιδιαίτερα περίπλοκος σ' αυτή τη φάση, το 2007 θα είναι χάλια, και οι δώδεκα μήνες του ημερολογίου»

► 12 Μαρτίου: Οι δανειστές της New Century Financial, μιας μεγάλης εταιρείας χορήγησης στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης, διακόπτουν τις πιστώσεις. Η διαπραγμάτευση των μετοχών της εταιρείας στο χρηματιστήριο αξιών της Νέας Υόρκης αναστέλλεται.

► 16 Μαρτίου: Η εταιρεία παροχής πιστώσεων ενυπόθηκων χορηγήσεων (subprime) Accredited Home Lenders, υποχρεώνεται να πουλήσει με μεγάλη έκπτωση, 2,7 δις δολάρια δανείων. Η εισαγγελική αρχή της Νέας Υόρκης (New York Attorney General) ανακοινώνει την έναρξη διεξαγωγής έρευνας για τη χρηματοδότηση στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης.

► 2 Απριλίου: Η εταιρεία New Century Financial υποβάλει αίτηση πτώχευσης.

► 24 Απριλίου: Η Εθνική Ένωση κτηματομεσιτών στις Η.Π.Α. ανακοινώνει ότι οι πωλήσεις κατοικιών παρουσίασαν πτώση 8,4% κατά το Μάρτιο, τη μεγαλύτερη πτώση των τελευταίων 18 ετών.

► 3 Μαΐου: Η GMAC, η χρηματοδοτική θυγατρική εταιρία της General Motors ανακοινώνει ζημιές ενός δις. δολαρίων. Η UBS σταματάει τις εργασίες/πιστοδοτήσεις στην αμερικανική αγορά στεγαστικών δανείων. Το

πρώτο σχέδιο παροχής βοήθειας στους ιδιοκτήτες κατοικιών προκειμένου να αποφύγουν τις κατασχέσεις παρουσιάζεται στην αμερικανική σύγκλητο.

- 5 Ιουνίου: Ο διευθύνων σύμβουλος της ελβετικής τράπεζας UBS, Πέτερ Βούφλι απομακρύνεται εξαιτίας ζημιών 124 εκ. δολαρίων που ανακοίνωσε το hedge fund της με την επωνυμία Dillon Read.
- 6 Ιουνίου: Η τράπεζα της Αγγλίας μειώνει το ολονύκτιο τραπεζικό επιτόκιο κατά 25 μονάδες βάσεις σε 5,5%.
- 20 Ιουνίου: Δύο hedge funds που ελέγχονται από την Bear Stearns ανακοινώνουν ζημιές εξαιτίας της επένδυσής τους σε μετοχές που συνδέονται με τα στεγαστικά δάνεια μειωμένης πιστοληπτικής εξασφάλισης.
- 22 Ιουνίου: Η Bear Stearns κάνει ένεση ρευστότητας 3,2 δις. δολάρια σε δύο από τα hedge funds της τα οποία έχουν πληγεί από την πτώση των τιμών των CDO.
- Ιούλιος: Οι ήδη επιβαρημένες συνθήκες στις πιστωτικές αγορές οδηγούν σε καθυστερήσεις στην έκδοση ομολόγων υψηλής απόδοσης. Οι τράπεζες οι οποίες ήταν εγγυητές αυτών των δανείων αναγκάστηκαν να τα απορροφήσουν στους ισολογισμούς τους.
- 10 Ιουλίου: Οι τρεις μεγάλες εταιρίες πιστοληπτικής αξιολόγησης υποβαθμίζουν πολλούς τίτλους όπως (ομόλογα, ABSs και οι υποχρεώσεις χρέους (CDOs) που τροφοδοτούνται από δάνεια μειωμένης εξασφάλισης.
- 13 Ιουλίου: Η General Electric πουλάει την WMC Mortgage, τη θυγατρική της που ασχολείται με τη χορήγηση στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης.
- 18 Ιουλίου: Η αγορά κατοικίας στις Η.Π.Α. σημειώνει πτώση 20% σε σχέση με το προηγούμενο έτος.

- ▶ 30 Ιουλίου: Η γερμανική τράπεζα IKB ανακοινώνει απώλειες και αδυνατεί να αντεπεξέλθει στις υποχρεώσεις της για παροχή ρευστότητας σε ειδικές επενδυτικές εταιρίες.
- ▶ 31 Ιουλίου: Τα δύο hedge funds της Bear Stearns τα οποία βρίσκονταν σε δυσχερή θέση υποβάλουν αίτηση για προστασία από πτώχευση.
- ▶ 9 Αυγούστου : Η BNP Paribas αναστέλλει τη λειτουργία τριών επενδυτικών funds, τα οποία επλήγησαν από την κρίση και η AIG προειδοποιεί ότι οι επισφάλειες των υποθηκευμένων στεγαστικών δανείων επεκτείνεται και εκτός της αγοράς ακινήτων.
- ▶ Αύγουστος: Η αναταραχή που ξέσπασε στις πιστωτικές αγορές μετατρέπεται σε συμπίεση ρευστότητας καθώς πολλές τράπεζες γίνονται απρόθυμες να δανείσουν τα χρήματα σε άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Η ΕΚΤ λαμβάνει μέτρα σε απάντηση της πιστωτικής αναταραχής με μια σειρά διαδικασιών παροχής ρευστότητας ύψους 95 δις. ευρώ στις αγορές συναλλάγματος. Παρόμοια μέτρα παίρνουν η κεντρική τράπεζα των ΗΠΑ και η τράπεζα της Ιαπωνίας.
- ▶ 13 Αυγούστου : Η Goldman Sachs διοχετεύει 3 δις δολάρια για να σώσει ένα hedge fund.
- ▶ 16 Αυγούστου: Οι παγκόσμιες αγορές μετοχών παρουσιάζουν κρίση λόγω της αποστροφής των επενδυτών να αναλάβουν κίνδυνο και τις μεταφορές κεφαλαίων σε ασφαλέστερες τοποθετήσεις.
- ▶ 17 Αυγούστου: Η ομοσπονδιακή τράπεζα των ΗΠΑ μειώνει το επιτόκιο της κατά 50 μονάδες βάσης διαμορφώνοντας το στο 5,75%.
- ▶ 23 Αυγούστου: Η Bank of America εξαγοράζει το 16% της Countrywide Financial προς 2 δις. δολάρια.

- ▶ 3 Σεπτεμβρίου: Η IKB, μεγάλη γερμανική εταιρεία πιστοδοτήσεων, καταγράφει ζημιές ενός δις. δολαρίων, λόγω έκθεσης στην αμερικάνικη αγορά στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης.
- ▶ 4 Σεπτεμβρίου: Η τράπεζα της Κίνας ανακοινώνει 9 δις. δολάρια ζημιές στη στεγαστική αγορά.
- ▶ 14 Σεπτεμβρίου: Παρέμβαση της τράπεζας της Αγγλίας για τη στήριξη της Northern Rock πυροδοτεί ομαδική φυγή κεφαλαίων, η οποία σταματά ύστερα από σχετικές διαβεβαιώσεις του Υπουργού Οικονομικών της Μ. Βρετανίας σχετικά με τα αποθεματικά της τράπεζας.
- ▶ 18 Σεπτεμβρίου: η Επιτροπή αμερικανικής ομοσπονδιακή ελεύθερης αγοράς (FOMC) μειώνει τα επιτόκια σε 4.75% - η πρώτη μείωση από το 2003.
- ▶ 15 Οκτωβρίου: Η Citigroup και η ιαπωνική τράπεζα Nomura ανακοινώνουν ζημιές ύψους 5,9 δις. δολαρίων και 621 δις. δολαρίων αντίστοιχα λόγω των στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης.
- ▶ 30 Οκτωβρίου: Ο διευθύνων σύμβουλος της Merrill Lynch, Stan O' Neal, απομακρύνεται έπειτα από ανακοίνωση ζημιών ύψους 7,9 δις. δολαρίων.
- ▶ Σεπτέμβριος/Οκτώβριος: Οι αγορές χρήματος αντιμετωπίζουν ακόμα τις εντάσεις, ενώ οι συμμετέχοντες αγοράς παραμένουν προβληματισμένοι όσον αφορά τον αντίκτυπο της αναταραχής στα αποτελέσματα των τραπεζών.
- ▶ 1 Νοεμβρίου: Η Credit Suisse ανακοινώνει ζημιές 1 δις. δολαρίων και η FED προβαίνει σε περαιτέρω παροχή ρευστότητας ύψους 41 δις. δολαρίων.
- ▶ 5 Νοεμβρίου: Η Citigroup ανακοινώνει ότι το χαρτοφυλάκιό της σε επενδύσεις συσχετιζόμενες με την αγορά των στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης έχει μειωθεί από 55 δις. δολάρια σε 8 με 11 δις. δολάρια και ο Δ/νων Σύμβουλος Charles Prince παραιτείται.

2008

- ▶ 9 Ιανουαρίου: Η Bear Stearns ανακοινώνει ζημιές ύψους 1,9 δις. δολαρίων και ο Δ/νων Σύμβουλος James Cayne παραιτείται.
- ▶ 16 Μαρτίου: Η Bear Stearns καταρρέει και πωλείται στην JP Morgan, προς 2 δολάρια ανά μετοχή, ενώ μέχρι την προηγούμενη εβδομάδα η μετοχή της εταιρείας διαπραγματευόταν προς 60 δολάρια, με την εγγύηση της Fed.
- ▶ 16 Ιουνίου: Η Lehman Brothers ανακοινώνει ζημιές τετραμήνου ύψους 2,8 δις. δολαρίων
- ▶ Ιούλιος: η IndiMac, μία εμπορική τράπεζα με καταθέσεις ποσού ύψους 19 δις δολαρίων υποβάλει αίτηση για πτώχευση και τελικώς περνάει στην κατοχή της FDIC.
- ▶ 14 Ιουλίου: Η Alliance & Leicester πωλείται στην Ισπανική Santander προκειμένου να διασφαλίσει το μέλλον της καθώς η έκθεση της στην αγορά στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης έχει καταστήσει το μέλλον της επισφαλές.
- ▶ 17 Ιουλίου: Η Merrill Lynch ανακοινώνει ζημιές τετραμήνου ύψους 4,65 δις. δολαρίων
- ▶ Σεπτέμβριος: Οι δύο μεγαλύτερες επενδυτικές εταιρείες παροχής στεγαστικών δανείων (Fannie Mae & Freddie Mac) εκπέμπουν σήμα κινδύνου και κρατικοποιούνται.
- ▶ 14 Σεπτεμβρίου: Η αμερικάνικη τράπεζα Merrill Lynch εξαγοράζεται από την Bank of America προκειμένου να διασωθεί.
- ▶ 15 Σεπτεμβρίου: Η ιστορική επενδυτική τράπεζα Lehman Brothers, μετά από μια ιστορία 185 χρόνων καταρρέει.

- 16 Σεπτεμβρίου: Η κορυφαία ασφαλιστική εταιρία AIG σώζεται ύστερα από την παρέμβαση της Fed η οποία στην ουσία την κρατικοποιεί.
- 18 Σεπτεμβρίου: Οι Κεντρικές τράπεζες παρέχουν επιπλέον ρευστότητα 180 δις δολαρίων.
- 19 Σεπτεμβρίου: Η αμερικάνικη κυβέρνηση ανακοινώνει σχέδιο διάσωσης ύψους 700 δις δολαρίων
- 22 Σεπτεμβρίου: Η Goldman Sachs & Stanley απολαμβάνουν την ασφάλεια της Fed.
- 28 Σεπτεμβρίου: Κρατικοποίηση της Fortis.
- 1 Οκτωβρίου: Το Κογκρέσο εγκρίνει το αμερικανικό σχέδιο διάσωσης.
- 12 Οκτωβρίου: Οι Ευρωπαίοι ηγέτες ανακοινώνουν τα σχέδια στήριξης των τραπεζών.
- 24 Οκτωβρίου: Οι δείκτες των χρηματιστηρίων παρουσιάζουν κάθετη πτώση
- 11 Δεκεμβρίου: Συλλαμβάνεται ο Bernard Madoff για απάτη η οποία στοίχισε 50 δις. δολάρια στους επενδυτές.

2009

- 16 Ιανουαρίου: Οι ιρλανδικές αρχές αποκτούν τον έλεγχο της Anglo Irish Bank, αναπαράγοντας την ίδια τακτική που ακολουθήθηκε κατά την περίπτωση της Citigroup τον προηγούμενο Νοέμβριο.
- 16 Ιανουαρίου: Οι αρχές των ΗΠΑ αποφασίζουν να υποστηρίξουν την Bank of America, μέσω προνομιούχων μετοχών, και εγγυήσεων για μια ομάδα προβληματικών περιουσιακών στοιχείων του Ενεργητικού της.

- ▶ 19 Ιανουαρίου: Στα πλαίσια ενός ευρύτερου σχεδίου διάσωσης οι βρετανικές αρχές αύξησαν το μερίδιο συμμετοχής τους στην Royal Bank of Scotland. Τις επόμενες μέρες ακολούθησαν παρόμοιες κινήσεις και από τις αρχές άλλων κρατών
- ▶ 10 Φεβρουαρίου: Οι αρχές των ΗΠΑ παρουσίασαν ολοκληρωμένα μέτρα για τη στήριξη του χρηματοπιστωτικού τομέα, συμπεριλαμβανομένου και του δημόσιο-ιδιωτικού επενδυτικού προγράμματος (Public-Private Investment Plan – PPIP -), ύψους 1 τρις δολαρίων για την αγορά προβληματικών περιουσιακών στοιχείων.
- ▶ 10 Φεβρουαρίου: Οι Υπουργοί Οικονομικών της ομάδας G7 και οι Διοικητές των κεντρικών τραπεζών επιβεβαίωσαν τη δέσμευσή τους να χρησιμοποιήσουν πλήρως τα εργαλεία της οικονομικής πολιτικής για την στήριξη της απασχόλησης και της ανάπτυξης, καθώς και την ενίσχυση του ευρύτερου χρηματοπιστωτικού τομέα.
- ▶ 2 Μαρτίου: η αμερικανική κυβέρνηση ενέκρινε τον τρίτο κύκλο βοήθειας προς την AIG με τη χρήση επιπλέον 30 εκατομμυρίων δολαρίων.
- ▶ 5 Μαρτίου: Η τράπεζα της Αγγλίας εγκαινίασε ένα πρόγραμμα αξίας περίπου 100 δις δολαρίων, με στόχο την αγορά προβληματικών περιουσιακών στοιχείων του ιδιωτικού τομέα, καθώς επίσης και την αγορά κυβερνητικών ομολόγων
- ▶ 18 Μαρτίου: Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ ανακοινώνει σχέδια για την αγορά μακροπρόθεσμων αξιόγραφων του Δημοσίου διάρκειας έξι μηνών, και την αύξηση των ανώτατων ποσών που προγραμματίστηκαν για την αγορά αμερικάνικων τίτλων που σχετίζονται με τον κτηματομεσιτικό τομέα. Το ποσό ορίστηκε στα 75 με 100 δις δολάρια.
- ▶ 23 Μαρτίου: Το αμερικάνικο Υπουργείο Οικονομικών ανακοινώνει λεπτομέρειες που αφορούν στο Public-Private Investment Plan που πρότεινε τον Φεβρουάριο.

- 2 Απριλίου: Η σύνοδος κορυφής των G20 ανακοίνωσε την υπόσχεση για κοινή προσπάθεια των κυβερνήσεων με στόχο την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης και της ανάπτυξης , όπως επίσης και την ανάληψη μέτρων για ενίσχυση του χρηματοπιστωτικού συστήματος
- 24 Απριλίου: Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ έδωσε λεπτομερείς πληροφορίες σχετικά με τα αποτελέσματα αξιολόγησης των 19 μεγαλύτερων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων των ΗΠΑ, δηλώνοντας ότι οι περισσότερες τράπεζες την δεδομένη περίοδο υπερβαίνουν κατά πολύ τα ελάχιστα απαραίτητα κεφάλαια
- 7 Μαΐου : Το Διοικητικό Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας αποφάσισε ότι το Euro system θα προβεί στην αγορά covered bonds βασισμένα σε ευρώ.
- 7 Μαΐου : οι αμερικανικές αρχές δημοσίευσαν τα αποτελέσματα της έκθεσης αξιολόγησης, βάσει της οποίας εντοπίστηκαν 10 τράπεζες με συνολικό έλλειμμα κεφαλαίου ύψους 74,6 δις δολαρίων, το οποίο θα έπρεπε να καλυφτεί με κοινές μετοχές.
- 13 Μαΐου : Στη Γερμανία ψηφίστηκε προσχέδιο νόμου για τη δημιουργία εταιρείας ανταλλαγής τοξικών ομολόγων από τις τράπεζες (bad bank) με κρατικά εγγυημένα ομόλογα.
- 9 Ιουνίου: Επετράπη σε 10 μεγάλες τράπεζες να αποπληρώσουν τα κεφάλαια τα οποία είχαν λάβει με βάση το πρόγραμμα του Οκτωβρίου του προηγούμενου έτους (Capital Purchase Program, CPP)

6. Συμπεράσματα από τις πρόσφατες τραπεζικές κρίσεις

Συμπερασματικά μπορεί να αναφερθεί ότι η πρόληψη μιας κρίσης πρέπει να αποτελεί πρωταρχική προτεραιότητα για τις ακολουθούμενες πολιτικές πρακτικές. Η προσανατολισμένη στη σταθερότητα macro – πολιτική, η οποία αποφεύγει τον πληθωρισμό και την υπερθέρμανση της οικονομίας είναι πολύ σημαντική για την αποτροπή των κρίσεων. Το πρόβλημα όμως εξακολουθεί να είναι η διάγνωση της αναδυόμενης υπερθέρμανσης καθώς η φούσκα στις τιμές των ακινήτων ή των μετοχών δεν είναι απαραίτητο ότι θα οδηγήσουν πάντα σε συστημική χρηματοοικονομική κρίση. Επιπλέον, τα μεγάλα εξωτερικά ελλείμματα, τουλάχιστον για τις μικρές οικονομίες αποτελούν μία ακόμη ένδειξη επερχόμενης κρίσης.

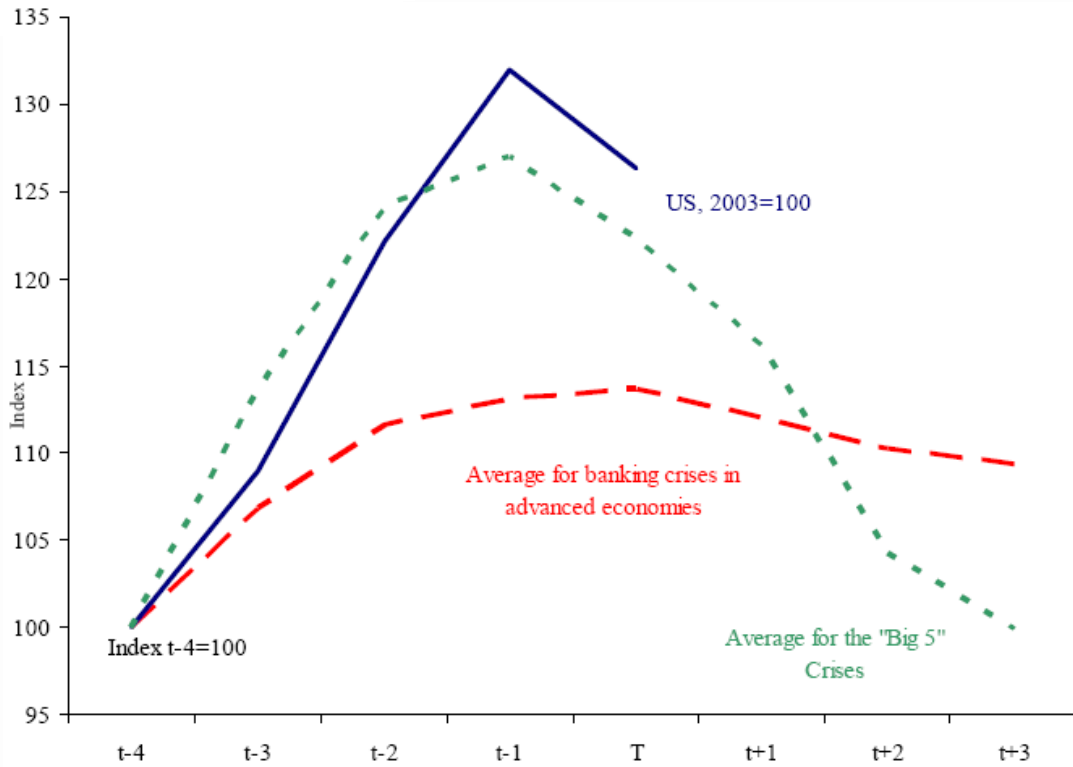
6.1 Ομοιότητες

Η τρέχουσα κρίση είναι η πρώτη μεγάλη κρίση του 21^{ου} αιώνα και παρουσιάζει πολλά ιδιαίτερα χαρακτηριστικά. Όμως φαίνεται ότι και αυτή ακολουθεί το ίδιο μονοπάτι όπως και προηγούμενες τραπεζικές κρίσεις. Οι C. Reinhart και K. Rogoff το 2008 χρησιμοποιώντας στοιχεία και από παλαιότερες έρευνες κατέταξαν τις προηγούμενες κρίσεις σε δύο κατηγορίες. Στην πρώτη κατηγορία εντάσσονται οι πέντε μεγάλες κρίσεις: της Ισπανίας, η οποία ξεκίνησε το 1977, της Νορβηγίας, η οποία ξεκίνησε το 1987, της Φινλανδίας, η οποία ξεκίνησε το 1991, της Σουηδίας, η οποία ξεκίνησε το 1991 και της Ιαπωνίας, η οποία ξεκίνησε το 1992. Στη δεύτερη κατηγορία εντάσσονται 18 μικρότερες τραπεζικές και χρηματοοικονομικές κρίσεις: της Αυστραλίας (1989), του Καναδά (1983), της Δανίας (1987), της Γαλλίας (1994), της Γερμανίας (1977), της Ελλάδας (1991), της Ισλανδίας (1985), της Ιταλίας (1990), της Ν. Ζηλανδίας (1987), του Ηνωμένου Βασιλείου (1974, 1991 και 1995) και των ΗΠΑ (1984).

Με βάση την παραπάνω σύγκριση προκύπτουν οι κάτωθι βασικοί παράγοντες οι οποίοι προξενούν την κρίση.

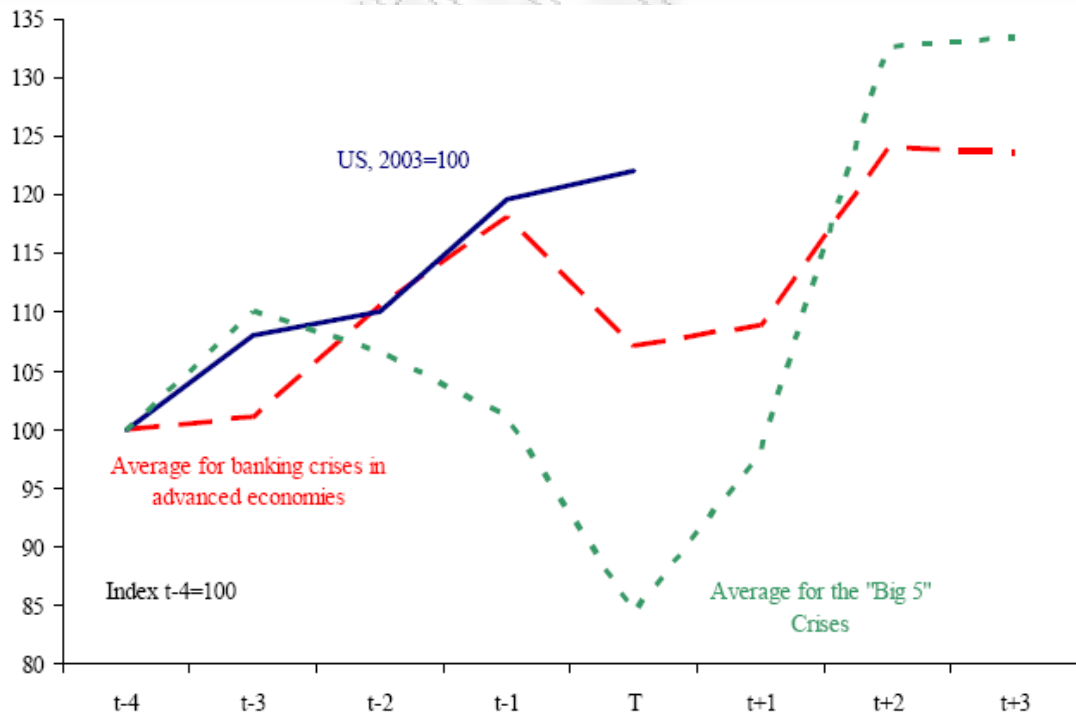
☛ **Ο υπερβολικός δανεισμός ο οποίος οδηγεί στη δημιουργία φούσκας στην αγορά των ακινήτων ή/και στην αγορά των αξιογράφων.** Σχεδόν σε όλες τις τραπεζικές κρίσεις έχει προηγηθεί μία περίοδος οικονομικής ανόδου κατά την οποία στην αγορά υπάρχει αρκετή ρευστότητα, οι τιμές συνεχώς ανεβαίνουν και επικρατεί ένα κλίμα υπερβολικής αισιοδοξίας. Παράλληλα οι τράπεζες χαλαρώνουν τα κριτήρια δανειοδότησης και αδυνατούν να διαχωρίσουν τους επισφαλείς δανειολήπτες με αποτέλεσμα να επιτείνεται ακόμα περισσότερο η άνοδος των τιμών και να δημιουργείται φούσκα. Όταν όμως οι φούσκα σκάσει και οι τιμές αρχίσουν να επανέρχονται στις πραγματικές παγώνει τόσο η αγορά των ακινήτων όσο και η αγορά των αξιογράφων, καθώς συνήθως παρατηρείται κάθετη πτώση των τιμών και έλλειψη εμπιστοσύνης από το αγοραστικό ή το επενδυτικό κοινό αντίστοιχα.

Και στα δύο παρακάτω σχήματα (6.1 και 6.2) παρατηρείται ότι στην τρέχουσα κρίση, η οποία ξεκίνησε από την αγορά των στεγαστικών δανείων των ΗΠΑ, οι τιμές των ακινήτων, αλλά και των μετοχών πριν την κρίση έφτασαν σε πολύ υψηλότερα επίπεδα απ' ό,τι κατά τις προηγούμενες κρίσεις, γεγονός που ενδέχεται να οφείλεται στις υπερβολικά αισιόδοξες προσδοκίες για συνέχιση της ανάπτυξης καθώς υπήρχαν κάποιοι οι οποίοι διέδιδαν ότι η άνοδος των τιμών είναι δικαιολογημένη, από τη γενικότερη οικονομική ανάπτυξη και ευημερία και δεν είναι προϊόν φούσκας.



σχήμα 6.1: οι τιμές των ακινήτων πριν τις κρίσεις
(σημειώνεται ότι ως χρονική στιγμή t ορίζεται η χρονική στιγμή εκδήλωσης της κρίσης)

πηγή: Reinhart και Rogoff (2008)

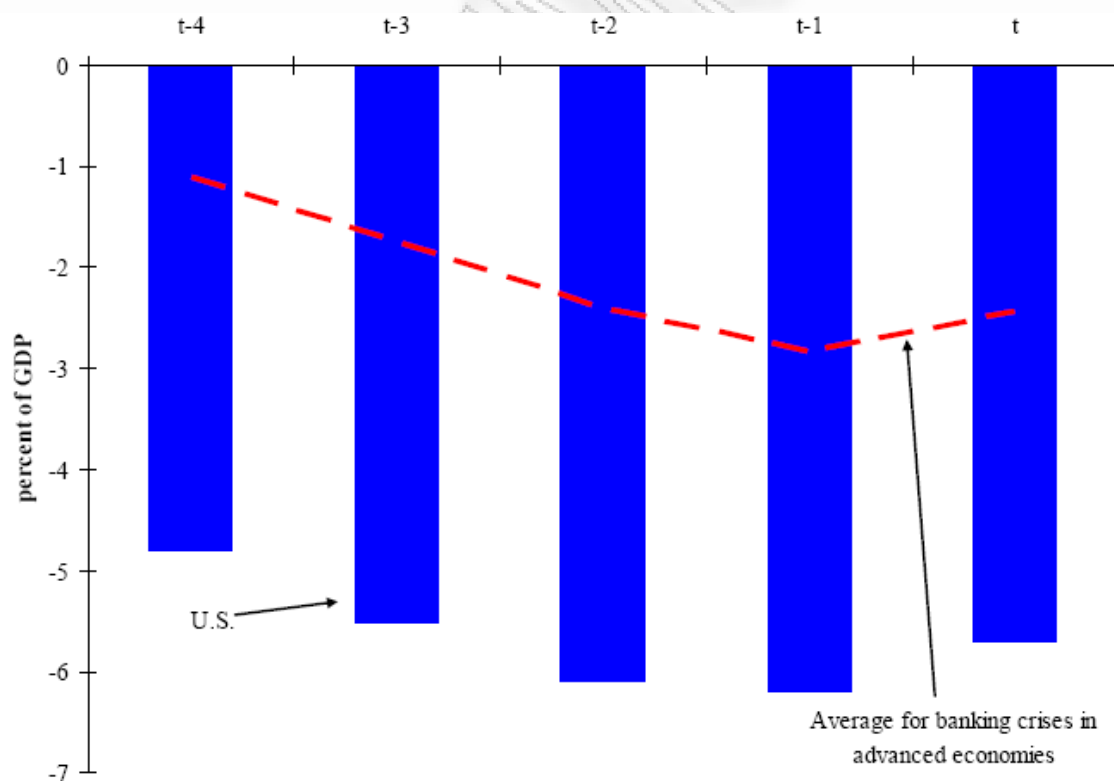


σχήμα 6.2: οι τιμές των μετοχών πριν τις κρίσεις
(σημειώνεται ότι ως χρονική στιγμή t ορίζεται η χρονική στιγμή εκδήλωσης της κρίσης)

πηγή: Reinhart και Rogoff (2008)

❖ Οι μεγάλες ανισορροπίες στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών.

Όπως έχει διαπιστωθεί μεγάλο ποσοστό των χωρών που υπέστη τραπεζικές κρίσεις είχε μεγάλες απώλειες στο ισοζύγιο εξωτερικών συναλλαγών καθώς μία πτώση του επιτοκίου ή μία διαταραχή της συναλλαγματικής ισοτιμίας επηρέαζε τόσο το εμπόριο, όσο και την εισροή ξένων κεφαλαίων στη χώρα και καθιστά τη χώρα πιο ευάλωτη σε ανισορροπίες στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Ο κίνδυνος δημιουργίας ελλείμματος στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών επιτείνεται από την αναντιστοιχία ωριμότητας μεταξύ τραπεζικών υποχρεώσεων και απαιτήσεων, καθώς σε περιπτώσεις ύπαρξης μεγάλου βραχυπρόθεσμου χρέους και υποτίμησης του νομίσματος αυξάνεται και ο κίνδυνος διεύρυνσης του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, ιδίως για τις αναπτυσσόμενες χώρες. Από το σχήμα 6.3. φαίνεται χαρακτηριστικά το ιδιαίτερα μεγάλο έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της Αμερικής το οποίο πριν την κρίση έφτανε περίπου το 6% του ΑΕΠ.



σχήμα 6.3: ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών ως ποσοστό του ΑΕΠ

(σημειώνεται ότι ως χρονική στιγμή t ορίζεται η χρονική στιγμή εκδήλωσης της κρίσης)

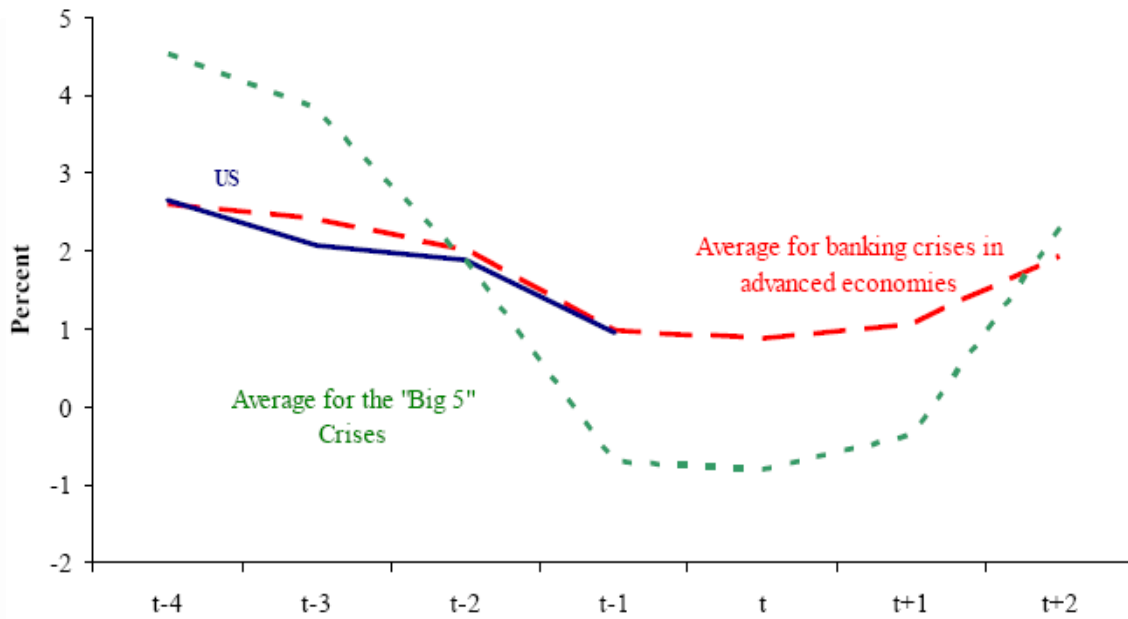
πηγή: Reinhart και Rogoff (2008)

☞ **Η χρηματοοικονομική απελευθέρωση και οι αδυναμίες του** εκάστοτε ισχύοντος **θεσμικού πλαισίου** διαδραματίζουν πολύ σημαντικό ρόλο στην εκδήλωση μιας κρίσης. Πριν από τις περιόδους μεγάλης ανάπτυξης έχει συνήθως προηγηθεί μια περίοδος καταπίεσης και έντονου κρατικού παρεμβατισμού. Συνήθως οι περίοδοι καταπίεσης του χρηματοοικονομικού συστήματος χαρακτηρίζονται από παρεμβάσεις στη διαμόρφωση των επιτοκίων και την θέσπιση ανώτατων και κατώτατων ορίων, καθώς και την κατευθυνόμενη δανειοδότηση προς συγκεκριμένες εταιρείες ή συγκεκριμένους τομείς της οικονομίας. Το πιο χαρακτηριστικό περιστατικό κρατικού παρεμβατισμού είναι αυτό του Μεξικό, όπου μέσα σε 10 χρόνια οι τράπεζες πέρασαν από τα χέρια ιδιωτών σε κρατική ιδιοκτησία και μετά ξανά αποκρατικοποιήθηκαν.

☞ **Η έλλειψη διαφάνειας και οι αδυναμίες εποπτικού ελέγχου** συνήθως επιτείνουν τις τραπεζικές κρίσεις, καθώς συντελούν στην απόκρυψη των πραγματικών στοιχείων των τραπεζών και εμποδίζουν την τήρηση της πειθαρχίας των χρηματαγορών, επηρεάζοντας την αποτελεσματικότητα της αγοράς.

Μετά το ξέσπασμα μίας κρίσης οι αυτοεπιβεβαιούμενες προσδοκίες διαδραματίζουν πολύ σημαντικό ρόλο στην εξέλιξή της καθώς μπορεί να οδηγήσει σε κίνδυνο ρευστότητας ή ακόμα και φερεγγυότητας ακόμα και εκείνα τα πιστωτικά ιδρύματα τα οποία κατ' ουσία δεν είναι επισφαλής. Η αποκατάσταση της εμπιστοσύνης είναι το πιο σημαντικό μέτρο που πρέπει να ληφθεί προκειμένου να περιοριστούν οι συνέπειες και η εξάπλωση της κρίσης.

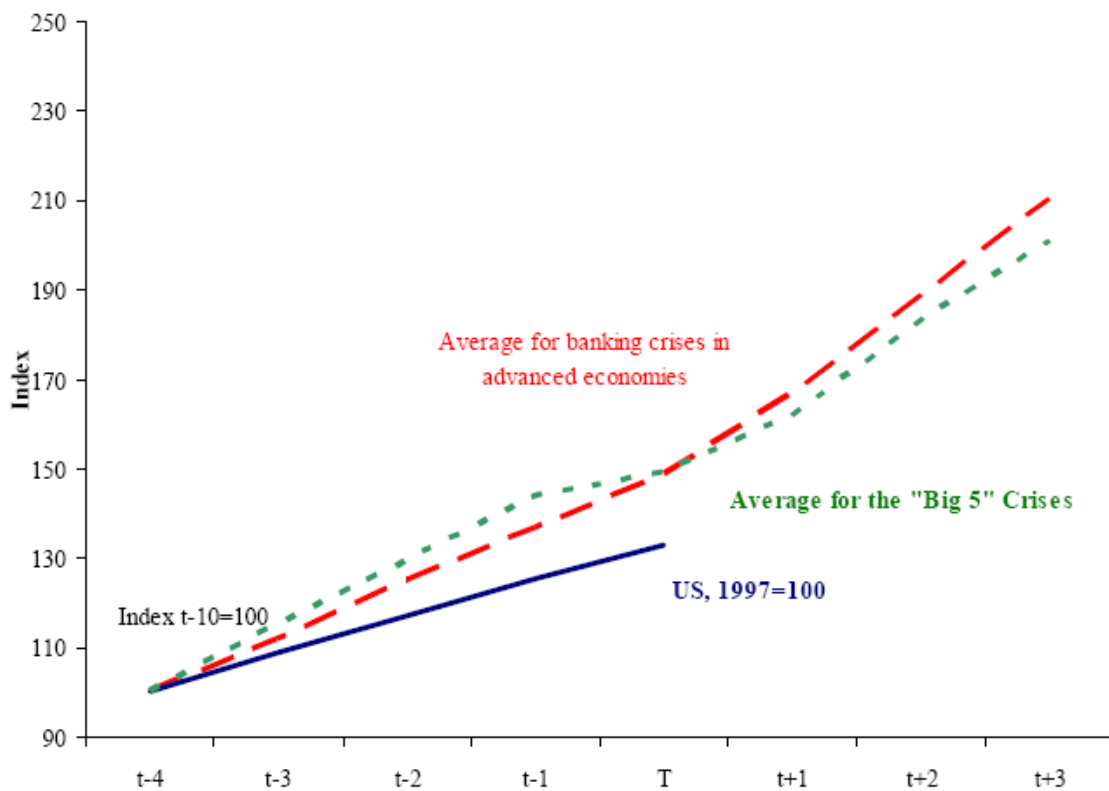
Όπως προκύπτει και από τα παρακάτω σχήματα οι κρίσεις σε όλες τις περιπτώσεις έχουν ολέθρια αποτελέσματα στην ανάπτυξη καθώς ο ρυθμός ανάπτυξης μειώνεται και παραμένει σε ύφεση για τουλάχιστον δύο χρόνια μετά την κρίση (σχήμα 6.4) και το δημόσιο χρέος συνήθως αυξάνεται, κυρίως ως αποτέλεσμα της δημοσιονομικής πολιτικής, η οποία πρέπει να ακολουθηθεί προκειμένου να τονωθεί η οικονομία (σχήμα 6.5.).



σχήμα 6.4: ανάπτυξη ως ποσοστό του ΑΕΠ

(σημειώνεται ότι ως χρονική στιγμή t ορίζεται η χρονική στιγμή εκδήλωσης της κρίσης)

πηγή: Reinhart και Rogoff (2008)



σχήμα 6.5: δημόσιο χρέος

(σημειώνεται ότι ως χρονική στιγμή t ορίζεται η χρονική στιγμή εκδήλωσης της κρίσης)

πηγή: Reinhart και Rogoff (2008)

6.2 Γιατί η τρέχουσα κρίση είναι διαφορετική από τις προηγούμενες

Η τρέχουσα κρίση μπορεί να διαχωριστεί σε δύο ξεχωριστές φάσεις. Η πρώτη περίοδος της χρηματοοικονομικής αναταραχής και της περιορισμένης διάδοσης διήρκεσε από τον Ιούλιο του 2007 μέχρι το Σεπτέμβριο του 2008 και ακολουθήθηκε από τη φάση του πανικού με την ταχύτερη και παγκόσμια διάδοση της κρίσης.

Η πρώτη φάση της κρίσης ξεκίνησε το 2007 όταν μία μικρή διόρθωση των τιμών των ακινήτων στην Αμερική, πυροδότησε μία μέτρια αύξηση των μη ομαλά εξοφλούμενων στεγαστικών δανείων και μερικές καταρρεύσεις χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων τα οποία είχαν στην κατοχή του MBSs ή άλλα αντίστοιχα προϊόντα. Η υψηλή αβεβαιότητα σχετικά με τους κινδύνους, οι οποίοι περιλαμβάνονταν στους ισολογισμούς των τραπεζών, που προήλθε από τη διακράτηση άγνωστου ποσού “τοξικών” και πολύπλοκων τιτλοποιημένων προϊόντων τα οποία βασίζονταν σε στεγαστικά δάνεια χαμηλής εξασφάλισης, οδήγησε στην έλλειψη ρευστότητας στην αγορά και στην αύξηση των επιτοκίων δανεισμού στη διατραπεζική αγορά, τόσο στην Ευρώπη όσο και στην Αμερική. Οι τράπεζες, τέλος, ανακοίνωσαν τη διαγραφή μεγάλου αριθμού των απαιτήσεών τους, οι οποίες συνδέονταν έμμεσα ή άμεσα με την αγορά των στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης.

Τον Αύγουστο του 2008 διαπιστώθηκε σοβαρή ποσοτική μεταβολή στη διάδοση της κρίσης, καθώς υπήρξε μια αλληλουχία πτωχεύσεων τραπεζικών και άλλων χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων με αποκορύφωμα την κατάρρευση της Lehman Brother στα μέσα Σεπτεμβρίου. Αυτές οι αποτυχίες αντικατόπτριζαν τις εγγενείς αδυναμίες του συστήματος. Στη συνέχεια η τραπεζική αναταραχή οδήγησε σε πολλές συγχωνεύσεις μεταξύ πιστωτικών και χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων καθώς και στην εγκατάλειψη της επενδυτικής τραπεζικής στις ΗΠΑ. Παράλληλα, οι ευρωπαϊκές αγορές έγιναν μάρτυρες της κρίσης του τραπεζικού συστήματος από τον Οκτώβριο του 2008, όταν

χρειάστηκε να γίνουν εκτενείς κρατικές παρεμβάσεις για να σωθούν πολλά πιστωτικά ιδρύματα.

Από τα παραπάνω προκύπτει σαφώς ότι παρά το γεγονός ότι η τρέχουσα κρίση έχει κάποια κοινά χαρακτηριστικά με τις προηγούμενες κρίσεις, όπως τη μεγάλη άνοδο των τιμών των ακινήτων και των μετοχών και το ανεπαρκές θεσμικό πλαίσιο, παρουσιάζει και κάποιες πολύ σημαντικές διαφορές.

Η πρώτη σημαντική διαφορά είναι **η πολυπλοκότητα των νέων χρηματοοικονομικών προϊόντων**. Τα προϊόντα αυτά τα οποία προήλθαν από την τιτλοποίηση των απαιτήσεων που προέκυψαν από τα στεγαστικά δάνεια χαμηλής εξασφάλισης και πέρασαν σχεδόν σε όλο το χρηματοοικονομικό σύστημα. Τα νέα αυτά προϊόντα Mortgage Backed Securities (MBSs) και Collateralized Debt Obligations (CDOs) αν και δεν εμφανίζονταν στους ισολογισμούς των περισσότερων τραπεζών, δημιούργησαν κίνδυνο ρευστότητας σε πολλές από αυτές, καθώς η αδιαφάνεια και η διάχυτη αβεβαιότητα σχετικά με την έκθεση των πιστωτικών ιδρυμάτων στα τοξικά αυτά ομόλογα πάγωσε τη διατραπεζική αγορά. Η πολυπλοκότητα όμως των νέων προϊόντων είχε ως αποτέλεσμα και τη δυσκολία ορθής και έγκυρης αξιολόγησής τους καθώς τα μοντέλα τα οποία χρησιμοποιήθηκαν από τις εταιρείες πιστοληπτικής αξιολόγησης δεν κατάφεραν να αποτιμήσουν την πιθανότητα αθέτησης πληρωμής των στεγαστικών δανείων στα οποία στηρίζονταν και ως εκ τούτου δεν κατάφεραν να προβλέψουν τον επερχόμενο κίνδυνο.

Η δεύτερη ιδιαιτερότητα της τρέχουσας κρίσης είναι **η μεγάλη συνδεσιμότητα των μεγάλων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων** η οποία έχει επικρατήσει ως *too big to fail* και *too interconnected to fail* και η οποία είναι αποτέλεσμα της παγκοσμιοποίησης της εποχής μας. Το μέγεθος των πιστωτικών ιδρυμάτων, τα οποία ανέλαβαν περισσότερες εργασίες πέρα από τις παραδοσιακά τραπεζικές εργασίες με στόχο την περαιτέρω επέκτασή τους και την αύξηση του μεριδίου τους στην αγορά και κατ' επέκταση των κερδών τους, οδήγησε στη δημιουργία ηθικού κινδύνου καθώς η κυβερνήσεις φοβήθηκαν την κατάρρευση αυτών των μεγάλων επιχειρήσεων λόγω του πανικού που θα επέφερε αυτό το ενδεχόμενο

και τη διάχυση των πτωχεύσεων και σε άλλα πιστωτικά και μη ιδρύματα. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα από τη μία πλευρά τα πιστωτικά ιδρύματα και τα διευθυντικά στελέχη τους να αναλάβουν περισσότερους και μεγαλύτερους κινδύνους, αφού σε περίπτωση που οι επενδύσεις τους δεν είναι επιτυχείς, θα έχουν τη στήριξη των κυβερνήσεων και των κεντρικών τραπεζών των χωρών τους και από την άλλη πλευρά το επενδυτικό κοινό και οι καταθέτες να μην ελέγχουν ενδελεχώς τα πιστωτικά ιδρύματα στα οποία επενδύουν ή καταθέτουν τα χρήματά τους.

Ένα επιπλέον σημαντικό χαρακτηριστικό στοιχείο της τρέχουσας κρίσης ήταν και τα υψηλά επίπεδα δανειοδότησης των νοικοκυριών καθώς οι τράπεζες από τη μία πλευρά έδιναν αφειδώς δάνεια χωρίς να πληρούνται όλα τα πιστοληπτικά κριτήρια και τα νοικοκυριά από την άλλη πλευρά λόγω των υπερβολικά αισιόδοξων προσδοκιών για περαιτέρω άνοδο της οικονομίας προέβησαν σε υπερβολικό δανεισμό. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα όταν ξέσπασε η κρίση και προκλήθηκε πιστωτική ασφυξία (credit crunch) στην αγορά και να δημιουργηθούν πολλά προβλήματα λόγω της απότομης πτώσης της κατανάλωσης και της έλλειψης δυνατότητας ομαλής αποπληρωμής του συσσωρευμένου χρέους των νοικοκυριών.

6.3 Συνοπτικά μαθήματα από την αντιμετώπιση της τρέχουσας κρίσης και την αναδιαμόρφωση της οικονομίας

Όπως και σε προηγούμενες τραπεζικές κρίσεις, τα προτεινόμενα μέτρα για την επίλυση της τρέχουσας κρίσης συνδυάζουν τρία κυρίαρχα στοιχεία: την εγγύηση των υποχρεώσεων των τραπεζών, την αναδιαμόρφωση του κεφαλαίου των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων και το διαχωρισμό των προβληματικών περιουσιακών στοιχείων. Συνοπτικά μπορούμε να πούμε ότι το πλαίσιο της πολιτικής μετά την κρίση θα πρέπει να κινηθεί προς καλύτερη διαχείριση κινδύνου, βελτιωμένο θεσμικό και κανονιστικό πλαίσιο καθώς και νομισματική και δημοσιονομική σταθερότητα. Η εφαρμογή των απαραίτητων αναμορφώσεων και η αποκατάσταση της χρηματοδότησης προς τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις κατά τρόπο τέτοιο ώστε να μη βλάπτεται η μεσοπρόθεσμη

ανάκαμψη θα αποτελέσει μεγάλη πρόκληση για τις κυβερνήσεις όλων των χωρών. Τέλος, η εφαρμογή αξιόπιστων έργων δημοσιονομικής εξυγίανσης ενδέχεται να περιλαμβάνει φορολογικές αλλαγές, ακόμα και αύξηση της φορολογίας για να διασφαλιστεί η επάρκεια των οικονομικών εισροών.

Συνολικά, φαίνεται να ήταν σωστή η άμεση αντιμετώπιση της κρίσης από τις κυβερνήσεις, διασώζοντας τις προβληματικές τράπεζες, γεγονός το οποίο διέκοψε το φαινόμενο ντόμινο το οποίο κινδύνευε να αφαιρέσει και τα τελευταία ίχνη εμπιστοσύνης από τις αγορές και να οδηγήσει σε περαιτέρω κατάρρευση τόσο των τραπεζών, όσο και της οικονομίας γενικότερα. Ωστόσο, μπορεί πλέον κανείς να ισχυριστεί ότι στη γενικότερη βιασύνη τους οι κυβερνήσεις έδρασαν απερίσκεπτα, χρησιμοποιώντας τα χρήματα των φορολογούμενων πολιτών για τη διάσωση των τραπεζών χωρίς παράλληλα να επιμένουν σε σαφείς όρους όπως την ομαλή συνέχιση της χρηματοδότησης των μικρομεσαίων επιχειρήσεων και τους περιορισμούς στις μελλοντικές ανταμοιβές των διευθυντικών στελεχών τους για όσο διαρκεί η κρίση και μέχρι την αποπληρωμή του δημόσιου χρήματος που χρησιμοποιήθηκε για τη στήριξη των τραπεζών.

Πρωταρχική μέριμνα των αρχών ήταν η έξοδος από την κρίση. Αλλά κατά τη διαδικασία αντιμετώπισης της κρίσης προέκυψε το ερώτημα: η έξοδος σε τι? Έχει καταστεί πλέον σαφές ότι οι αγορές δεν μπορούν να επιστρέψουν στις παλιές δομές και υπάρχουν σοβαρά θέματα τα οποία πρέπει να επιλυθούν όπως: οι πρακτικές ανταμοιβής των στελεχών, η διαχείριση κινδύνου, η απόδοση των εταιρειών και οι αλλαγές στις κεφαλαιακές απαιτήσεις. Είναι επιτακτική ανάγκη να μην αφεθούν οι χρηματοοικονομικές αγορές να εκθέσουν την παγκόσμια οικονομία σε καταστάσεις όπως η τρέχουσα χρηματοοικονομική κρίση.

Μετά την εφαρμογή των έκτακτων μέτρων αντιμετώπισης της κρίσης παραμένει το ερώτημα: πώς και πότε θα μπορέσουν οι κυβερνήσεις να αποσύρουν με ασφάλεια τα έκτακτα αυτά μέτρα? Οι βασικοί βραχυπρόθεσμοι κίνδυνοι είναι οι χαμηλοί ρυθμοί ανάπτυξης, τα μεγάλα ελλείμματα των κρατικών

προϋπολογισμών και η ιδιωτικοποίηση των τραπεζών και των περιουσιακών στοιχείων τα οποία τέθηκαν κάτω από κρατικές εγγυήσεις.

Σε πρώτη φάση θα πρέπει να βρεθεί η κατάλληλη χρονική στιγμή για να αποδευμευθούν οι κεντρικές τράπεζες από τα μερίδια των ιδιωτικών τραπεζών τα οποία ανέλαβαν κατά την προσπάθεια διάσωσης των τραπεζών. Η παραμονή τους ως μέτοχοι στα πιστωτικά αυτά ιδρύματα ενδέχεται να δημιουργήσει ανταγωνιστικό πλεονέκτημα και εν τέλει να προκαλέσει προβλήματα στην ομαλή λειτουργία των αγορών. Επιπλέον, θα πρέπει σταδιακά να αρθούν οι εγγυήσεις τόσο των καταθέσεων, όσο και των υποχρεώσεων των πιστωτικών ιδρυμάτων καθώς αυτό εντείνει τον ηθικό κίνδυνο. Τόσο οι καταθέτες, όσο και τα στελέχη των πιστωτικών ιδρυμάτων επαναπαύονται λόγω των εγγυήσεων και οι μεν πρώτοι δεν ελέγχουν τη φερεγγυότητα των τραπεζών οι δε δεύτεροι δεν εξετάζουν ενδελεχώς την ανάληψη συγκεκριμένων κινδύνων καθώς είναι ασφαλείς με την εγγύηση του δημοσίου. Τέλος, οι τράπεζες θα πρέπει σταδιακά να αποπληρώσουν τις κεντρικές τράπεζες για την παροχή ρευστότητας με τη μορφή δανείων, ούτως ώστε να μπορέσουν πλέον να σταθούν μόνες τους και να απευθυνθούν στις αγορές για ενδεχόμενες μελλοντικές αυξήσεις κεφαλαίων. Αυτό όμως δεν πρέπει να γίνει υπερβολικά γρήγορα, αλλά να γίνει τη σωστή στιγμή και παράλληλα για όλα τα ιδρύματα προκειμένου να μη δημιουργηθούν προβλήματα ανταγωνισμού.

Παράλληλα, τα προβληματικά περιουσιακά στοιχεία τα οποία έχουν περάσει στην κατοχή κρατικών οργανισμών προκειμένου να επιτευχθεί η αποκατάσταση της εμπιστοσύνης και της διαφάνειας στις αγορές, θα πρέπει σταδιακά – σε βάθος ακόμα και δεκαετίας – να πωληθούν ή να ιδιωτικοποιηθούν προκειμένου να μην επιβαρύνονται οι φορολογούμενοι πολίτες με τα προβληματικά αυτά στοιχεία. Οι κεντρικές τράπεζες και οι κρατικοί οργανισμοί έχουν τη δυνατότητα να διακρατήσουν τα προβληματικά περιουσιακά στοιχεία μέχρι να περάσει η κρίση προκειμένου να μην πωληθούν βιαστικά και σε μειωμένες τιμές. Μετά το πέρας όμως της κρίσης τα στοιχεία αυτά θα πρέπει να ιδιωτικοποιηθούν προκειμένου να μην επιβαρύνονται περισσότερο οι κρατικοί προϋπολογισμοί.

Ήδη τα ελλείμματα των προϋπολογισμών των χωρών οι οποίες επλήγησαν από την κρίση αναμένεται να φτάσουν το 9% του ΑΕΠ, συνολικά για τις χώρες του ΟΟΣΑ, μέσα στο 2010 (βλ. πίνακα 6.1).

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|-----------------------------|---------------------------|-------|-------|-------|
| | (per cent of nominal GDP) | | | |
| United States | | | | |
| Financial balance | -2.9 | -5.8 | -10.2 | -11.9 |
| Gross financial liabilities | 62.9 | 71.9 | 88.1 | 100.0 |
| Japan | | | | |
| Financial balance | -2.5 | -2.6 | -6.8 | -8.4 |
| Gross financial liabilities | 167.1 | 172.1 | 186.2 | 197.3 |
| Euro area | | | | |
| Financial balance | -0.7 | -1.8 | -5.4 | -7.0 |
| Gross financial liabilities | 71.2 | 71.0 | 77.7 | 84.4 |
| OECD | | | | |
| Financial balance | -1.4 | -3.0 | -7.2 | -8.7 |
| Gross financial liabilities | 74.5 | 78.8 | 90.6 | 99.9 |

πίνακας 6.1: δημοσιονομικές θέσεις
πηγή: OECD

Αντίστοιχα, οι προβλέψεις για το κόστος το οποίο προέρχεται από τις παρεχόμενες κρατικές εγγυήσεις, τις χρηματοδοτήσεις, την αγορά προβληματικών περιουσιακών στοιχείων και τις ενέσεις ρευστότητας ανέρχονται σε: 73.7% του ΑΕΠ για τις ΗΠΑ, 47.5% για το Ηνωμένο Βασίλειο, 21.7% για τη Γερμανία, 19% για τη Γαλλία, 22% για την Ισπανία και άλλα μεγάλα νούμερα για όλες τις ευρωπαϊκές χώρες⁴⁰.

Παρά το γεγονός ότι έξοδος από την ύφεση δε φαίνεται ακόμα να είναι κοντά, ειδικά για τη χώρα μας, η οποία αντιμετωπίζει ιδιαίτερες δυσκολίες λόγω του μεγάλου δημόσιου χρέους, και το μέγεθος των παράπλευρων απωλειών δεν έχει ακόμα αποσαφηνισθεί, αποτελεί αδιαμφισβήτητη πραγματικότητα ότι η αισιοδοξία αρχίζει να επανέρχεται στις αγορές και οι προβλέψεις για το μέλλον δεν είναι πλέον δυσοίωνες. Όπως φάνηκε και από τις προηγούμενες κρίσεις η συνήθης διάρκειά τους είναι περίπου δύο χρόνια, αν και η διάρκεια αναδιοργάνωσης και επανεκκίνησης της οικονομίας ποικίλλει από χώρα σε χώρα και ανάλογα με το περιθώριο που υπάρχει για τη λήψη των απαιτούμενων μέτρων αντιμετώπισης. Η άμεση αντίδραση των αρχών στην

εκδήλωση της κρίσης από τις αρχές της έπαιξε καθοριστικό ρόλο στην αντιμετώπιση της τρέχουσας κρίσης, η οποία θα πρέπει πάνω και πρώτα απ' όλα να βασιστεί στη συνεργασία όλων των εποπτικών αλλά και πολιτικών αρχών, λόγω της παγκοσμιοποίησης και με γνώμονα πάντα τη συνέχιση της οικονομικής ανάπτυξης, δημιουργώντας τις κατάλληλες ασφαλιστικές δικλείδες για να αποτραπεί παρόμοια καταστρεπτική μελλοντική ασυδοσία.

7. ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Οι συνέπειες της τρέχουσας τραπεζικής κρίσης δεν έχουν ακόμα γίνει απολύτως αντιληπτές και τα μέτρα τα οποία έχουν ήδη ληφθεί για την αντιμετώπισή της δεν έχουν ακόμα αποδώσει πλήρως. Τα χειρότερα φαίνεται να έχουν παρέλθει από το τρίτο τρίμηνο του 2009, αλλά η παγκόσμια οικονομία δεν έχει ακόμα εισέλθει σε ανοδική φάση και εξακολουθεί να βρίσκεται σε ύφεση. Ωστόσο έχει φανεί ότι κατά το 2009 δεν υπήρξε περαιτέρω ύφεση της οικονομίας καθώς όσα πιστωτικά ιδρύματα βρέθηκαν κοντά στην πτώχευση συγχωνεύτηκαν με άλλα ή κρατικοποιήθηκαν έχοντας πάντα ως δεδομένη της εξασφάλιση των καταθετών – όπως έχει γίνει και σε άλλες τραπεζικές κρίσεις κατά το παρελθόν. Όμως καθώς η θεσμική ανεκτικότητα δεν αποτελεί πραγματική λύση για το πρόβλημα είναι απαραίτητη η αναδιάρθρωση του τραπεζικού συστήματος.

Συνήθως οι τακτικές οι οποίες ακολουθούνται για την επίλυση των κρίσεων εξαρτώνται και από τα αίτια που τις προκάλεσαν. Σε περιπτώσεις όπως η τρέχουσα, όπου πρωταρχική προτεραιότητα έχει η αποκατάσταση της εμπιστοσύνης του επενδυτικού κοινού και των αγορών και η αποφυγή δημιουργίας τραπεζικού πανικού, οι ενέργειες των αρχών επικεντρώνονται στην παροχή ρευστότητας στα πιστωτικά ιδρύματα, τα οποία αντιμετωπίζουν προβλήματα, αλλά και η παροχή εγγυήσεων των υποχρεώσεων των ιδρυμάτων αυτών (συνήθως με τη μορφή εγγύησης των καταθέσεων). Αυτές, όμως, οι πρακτικές έχουν αποδειχθεί ιδιαίτερος δαπανηρές και δεν είναι βέβαιο ότι θα βοηθήσουν στην ανάκαμψη της οικονομίας.

Συμπερασματικά, μπορούμε να πούμε ότι η αντιμετώπιση της κρίσης είναι συλλογική προσπάθεια όλων των εποπτικών αρχών παγκοσμίως και ότι στην τρέχουσα κρίση λόγω των ιδιομορφιών της θα πρέπει πρώτα να αντιμετωπιστεί η πολυπλοκότητα των νέων επενδυτικών προϊόντων και να αποκατασταθεί η εμπιστοσύνη των αγορών. Τέλος, εξίσου σημαντικό είναι οι αλλαγές που θα πραγματοποιηθούν στο θεσμικό πλαίσιο να συνυπολογίσουν

και τις μελλοντικές εξελίξεις και να προσπαθήσουν να εστιάσουν και στην πρόληψη μελλοντικών κρίσεων.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Anderson, R.G. (2009) “Resolving a banking crisis, the Nordic Way”, *Federal Reserve Bank of St. Louis Economic Synopses* No. 10

Blanchard, O. (2009) “The Crisis: Basic Mechanisms, and Appropriate Policies”, *IMF Working Paper*, 08 / 2009

Blundell – Wignall, A. (2008) “The subprime crisis: size, deleveraging and some policies”, OECD, 2008

Blundell – Wignall, A. , Atkinson, P. and Se-Hoon, L. (2009) “Dealing with the Financial Crisis and Thinking about the Exit Strategy”, OECD, 2009

Borio, C. and Drehmann, M. (2009) “Assessing the risk of banking crises”, *BIS Quarterly Review*, March 2009

Borio, C. and Drehmann, M. (2009) “Towards an operational framework for financial stability: “fuzzy” measurement and its consequences”, *BIS Working papers*, No 284 June

De Grauwe, P. (2008) “The banking crisis: Causes, consequences and remedies”

Demirgüç – Kunt, A. and Detragiache, E. (1998) “The determinants of Banking Crises: Evidence from Developed and Developing Countries” *IMF Staff papers*, Vol.45, No.1 (March 1998)

Ergungor, O.E. (2007) “On the resolution of financial crises: The Swedish experience”, *Federal Reserve Bank of Cleveland policy discussion papers*, No. 21 June 2007

Everaert, G. Fouad, M. Martin, E. and Velloso, R. (2009) "Disclosing Fiscal Risks in the Post – Crisis World", *IMF Staff Position Note*, July 16, 2009

Figura, A. and Wascher, W. (2008) "The causes and consequences of economic restructuring: Evidence from the early 21st century", *Finance and Economics Discussion Series, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board*, Washington, D.C.

Furceri, D. and Mourougane, A. (2009) "Financial crises: Past lessons and policy implications", *OECD*

Garcia, G. and Nieto, M. "Banking crisis management in the European Union: Multiple regulators and resolution authorities"

Graf, P. (2005) "Policy responses to the banking crisis in Mexico", *BIS policy papers*, No 5, 2005

Gruben, W. and McComb, R. (1997) "Liberalization, Privatization, and crash: Mexico's Banking System in the 1990s", *Federal Reserve Bank of Dallas, Economic Review*, First Quarter 1997

Haugh, D. Ollivaud, P. and Turner, D. (2009) "The makroeconomic consequences of Banking Crises in OECD countries", *OECD economics department working paper*, No. 683 March

Honkapohja, S. (2009) "The 1990's financial crises in Nordic countries", *Bank of Finland Research Discussion Papers*, No 5

Jonung, L. (2009) "The Swedish model for resolving the banking crisis of 1991-93. Seven reasons why it was successful", *Economic and Financial Affairs, European Commission, Economic papers* 360, February 2009

Kindleberger, C. (2005) "Manias, Panics and Crashes" 5th Ed., New York: Wiley

Laeven, L. and Laryea, T. (2009) "Principles of Household Debt Restructuring", *IMF Staff Position Note*, June 26, 2009

Landier, A. and Ueda, K. (2009) "The economics of Bank Restructuring: Understanding the options", *IMF Staff Position Note*, June 5, 2009

Llewellyn, T.D. (2002) "An analysis of the causes of recent banking crises", *The European Journal of Finance*, Vol.8, pp. 152-175

Loutskina, E. and Strahan, P. "Securitization and the declining impact of Bank Finance on Loan Supply: Evidence from Mortgage Originations"

Lumpkin, S. (2008) "Resolutions of weak institutions: Lessons learned from previous crises", *Financial Market Trends*, OECD

Mehrez, G. and Kaufmann, D. (2000), "Transparency, Liberalization and Banking Crises", *World Bank Policy Research Working Papers Series*, No.2286, February 2000

Milne, A. and Wood, G. (2008) "Banking crisis Solutions Old and New", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, September/October 2008

Nyberg, P. and Vihriälä, V. (1993) "The Finnish Banking Crisis and Its Handling", *Bank of Finland Discussion Papers*, 8/93

Petrovic, A. and Tutsch, R. (2009) "National rescue measures in response to the current financial crisis", *ECB legal working paper series*, No 8 / July 2009

Rose, A.K. and Spiegel, M.M. (2009) "Cross-Country causes and consequences of the 2008 crisis: Early Warning", *Federal Reserve Bank of San Francisco working paper series*, No. 17 July

Reinhart, C.M. and Rogoff, K.S. (2008) "Banking Crises: An equal opportunity menace"

Reinhart, C.M. and Rogoff, K.S. (2009) “The aftermath of financial Crises”, paper prepared for presentation at the American Economic Association meetings in San Francisco, January 3, 2009

Reinhart, C.M. and Rogoff, K.S. (2008) “The time is different: A panoramic View of eight centuries of Financial Crises”

Reinhart, C.M. and Rogoff, K.S. (2008) “Is the 2007 U.S. Sub-Prime crisis so different? An international historical comparison”

Reinhart, C.M. and Rogoff, K.S. (2008) “The forgotten history of domestic debt”

Shehzad, C.T. and De Haan, J. (2008), “Financial Liberalization and Banking Crises”, 2nd *International Financial Research Forum*, Paris, March 2009

“The first global Financial Crisis of the 21st century, Part II”, VoxEU.org Publication, Centre for economic policy research, edited by: Felton, A. and Reinhart, C.M.,

“The Norwegian Banking Crises” (2004), in Thorvald, G.M., Solheim, J.A. and Vale, B. (eds), *Norges Bank Occasional Paper*, No 33, Oslo

“Initial Lessons of the Crisis” Prepared by the Research, Monetary and Capital Markets, and Strategy, Policy, and Review Departments Approved by Olivier Blanchard, Jaime Caruana, and Reza Moghadam, IMF, February 2009

“Investment Policies and Economic Crises: Lessons from the past” OECD, April 2009

¹ Greenspan, A. (2007) “The Age of Turbulence. Adventures in a New World”, Penguin Books, London England

² Laeven, L. and Valencia, F. (2008)

³ Shehzad, C.T. and De Haan, J. (2008), “Financial Liberalization and Banking Crises” , 2nd *International Financial Research Forum*, Paris, March 2009

⁴ Οι Caprio and Klingebiel (1999) ορίζουν τη συστημική τραπεζική κρίση ως μία κρίση κατά τη διάρκεια της οποίας ένα μεγάλο μέρος ή ολόκληρο το τραπεζικό κεφάλαιο εξαντλείται. Οι Honohan and Laeven (2005) δίνουν τον ίδιο ορισμό.

⁵ Honkapohja, S. (2009)

⁶ Steigum, E. (2004)

⁷ Vale, B. (2004)

⁸ Wilse, H. P. (2004)

⁹ Honkapja, S. (2009)

¹⁰ Sandal, K. (2004)

¹¹ Ergungor, O.E. (2007)

¹² Jonung, L. (2009) “The Swedish model for resolving the banking crisis of 1991-93. Seven reasons why it was successful”, Economic and Financial Affairs, *European Commission, Economic papers* 360, February 2009

¹³ Jonung, L. (2009)

¹⁴ Σ’ αυτό τη σημείο η εμπειρία της Φινλανδίας χρησίμευσε ως παράδειγμα, αφού το φινλανδικό κοινοβούλιο είχε αρχικά θέσει όριο στην υποστήριξη των τραπεζών, το οποίο υποχρεώθηκε στη συνέχεια να αναθεωρήσει με σημαντικό πολιτικό κόστος. Honkapohja, S. (2009).

¹⁵ Αυτή η αντιμετώπιση της Σουηδίας έρχεται σε πλήρη αντιπαράθεση με την τακτική της Ιαπωνίας, η οποία έθεσε υψηλές αξίες για τα «κακά» περιουσιακά στοιχεία, προκαλώντας έτσι το πάγωμα της αγοράς ακινήτων για περισσότερο από μία δεκαετία.

¹⁶ Honkapja, S. (2009)

¹⁷ Sandal, K. (2004)

¹⁸ Gruben, W. and McComb, R. (1997) “Liberalization, Privatization, and crash: Mexico’s Banking System in the 1990s”, *Federal Reserve Bank of Dallas, Economic Review*, First Quarter 1997

¹⁹ Graf, P. (2005)

²⁰ Gruben, W. and McComb, R. (1997)

²¹ Graf, P. (2005)

²² Loutskina and Strahan “Securitization and the Declining Impact of Bank Finance on Loan Supply: Evidence from Mortgage Originations”

²³ Furceri, D. and Mourougane, A. (2009)

²⁴ [www.economist.com/special-reports/14 May 2009](http://www.economist.com/special-reports/14-May-2009-Too-big-to-swallow) “Too big to swallow”

²⁵ Blundell – Wingall, A., Atkinson, P, and Se-Hoon, L (2009)

²⁶ [www.economist.com/special-reports/14 May 2009](http://www.economist.com/special-reports/14-May-2009-Too-big-to-swallow) “Too big to swallow”

²⁷ [www.economist.com/special reports/14 May 2009](http://www.economist.com/special-reports/14-May-2009) “From great to good”

²⁸ Loutschina and Strahan

²⁹ Furceri, D. and Mourougane, A. (2009)

³⁰ Laeven, L. and Valencia, F. (2008)

³¹ Furceri, D. and Mourougane, A. (2009)

³² Blundell – Wingall, A., Atkinson, P. and Se-Hoon, L. (2009)

³³ “The road to recovery” OECD, March 2009

³⁴ “Initial Lessons of the Crisis” IMF, February 2009

³⁵ Lumpkin, S. (2008)

³⁶ Lumpkin, S. (2008)

³⁷ Furceri, D. and Mourougane, A. (2009) “Financial crises: Past lessons and policy implications”, *OECD*

³⁸ “Initial Lessons of the Crisis” IMF, February 2009

³⁹ “The first global Financial Crisis of the 21st century, Part II”, VoxEU.org Publication, Centre for economic policy research, edited by: Felton, A. and Reinhart, C.M.,

⁴⁰ Blundell – Wingall, A., Atkinson, P. and Se-Hoon, L. (2009)