



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ
ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΤΗ «ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ» ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ

ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΙ ΚΥΚΛΟΙ: Η ΕΜΠΕΙΡΙΑ ΤΩΝ
ΣΚΑΝΔΙΝΑΒΙΚΩΝ ΧΩΡΩΝ ΚΑΙ ΤΗΣ ΙΑΠΩΝΙΑΣ

ΤΑΧΟΥ ΒΑΣΙΛΙΚΗ
ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ 2006

Μέλη εξεταστικής επιτροπής

Αγγελος Α. Αντζουλάτος^{1, 2}, Καθηγητής Τμήματος Χρηματοοικονομικής & Τραπεζικής Διοικητικής, Πανεπιστήμιο Πειραιώς.

Δημήτριος Μαλλιάρopoulos², Αναπληρωτής Καθηγητής Τμήματος Χρηματοοικονομικής & Τραπεζικής Διοικητικής, Πανεπιστήμιο Πειραιώς

Γεώργιος Σκιαδόπουλος², Λέκτορας Τμήματος Χρηματοοικονομικής & Τραπεζικής Διοικητικής, Πανεπιστήμιο Πειραιώς

¹ Επιβλέπων Καθηγητής

² Μέλη της εξεταστικής επιτροπής

«Η έγκριση της παρούσης διπλωματικής εργασίας υπό του Τμήματος Χρηματοοικονομικής & Τραπεζικής Διοικητικής του Πανεπιστημίου Πειραιώς δεν υποδηλοί αποδοχή των γνώμων του συγγραφέως (Ν.5343/1932, αρθρ. 202, παρ. 2).»

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Περίληψη	σελ. 1
Κεφάλαιο I	
<i>(I) Ανατομία των Πιστωτικών κύκλων</i>	
1. Έννοια και συμπεριφορά των πιστωτικών κύκλων	σελ. 2
1.1 Έννοια των πιστωτικών κύκλων	σελ. 2
1.2 Συμπεριφορά των πιστωτικών κύκλων	σελ. 3
2. Ιστορική Αναδρομή	σελ. 3
3. Οι Πιστωτικοί Κύκλοι και το Οικονομικό Σύστημα	σελ. 5
3.1 Πιστωτικοί κύκλοι και τιμές των ακινήτων	σελ. 5
3.2 Πιστωτικοί κύκλοι και τιμές των μετοχών	σελ. 7
3.3 Μηχανισμοί αντιμετώπισης των κινδύνων των πιστωτικών κύκλων	σελ. 8
Κεφάλαιο II	
<i>(II) Η κρίση των Τραπεζών στις Σκανδιναβικές χώρες</i>	
1. Εισαγωγή	σελ. 11
2. Οι Τραπεζικοί κανονισμοί και ο αντίκτυπός τους στη δομή του οικονομικού συστήματος	σελ. 12
2.1 Κανονισμοί Επιτοκίων	σελ. 12
2.2 Περιορισμοί στην παροχή δανείων	σελ. 13
2.3 Ο αντίκτυπός των κανονισμών στη δομή του οικονομικού συστήματος	σελ. 13
3. Άρση των κανονισμών	σελ. 14
3.1 Ανεπάρκειες του ρυθμιστικού συστήματος	σελ. 14
3.2 Μεταρρυθμιστικά Μέτρα	σελ. 15
4. Απάντηση στα Μεταρρυθμιστικά Μέτρα	σελ. 16
4.1 Η αντίδραση των δανειζόμενων	σελ. 16
4.2 Αντίδραση των δανειστών	σελ. 21
4.3 Αντίδραση των κυβερνήσεων	σελ. 23
5. Άνθηση και πτώση των πιστωτικών κύκλων και κρίση των τραπεζών	σελ. 23
5.1 Οι πιστωτικοί κύκλοι και η κρίση των τραπεζών	σελ. 24
6. Αντιμετώπιση της κρίσης και αναδιοργάνωση του τραπεζικού συστήματος	σελ. 25
6.1 Τρόποι αντιμετώπισης της κρίσης από τις σκανδιναβικές αρχές	σελ. 26
6.2 Αναδιοργάνωση του τραπεζικού συστήματος	σελ. 28
7. Μαθήματα πολιτικής από την εμπειρία των σκανδιναβικών χωρών	σελ. 32

8. Συμπεράσματα για την κρίση των τραπεζών στη Σκανδιναβία	σελ. 32
Κεφάλαιο III	
<i>(III) Η κρίση των Τραπεζών στην Ιαπωνία</i>	
1. Εισαγωγή	σελ. 35
2. Οι Τραπεζικοί κανονισμοί	σελ. 36
2.1 Κανονισμοί Επιτοκίων	σελ. 36
2.2 Διατήρηση αποθεματικών για επισφάλειες δανείων	σελ. 36
2.3 Χαλαρή νομισματική πολιτική	σελ. 36
2.4 Ο αντίκτυπος των κανονισμών στη δομή του οικονομικού συστήματος	σελ. 37
3. Άρση των κανονισμών	σελ. 38
3.1 Μεταρρυθμιστικά Μέτρα	σελ. 38
4. Απάντηση στα Μεταρρυθμιστικά Μέτρα	σελ. 38
4.1 Αντίδραση των δανειζόμενων	σελ. 38
4.2 Αντίδραση των δανειστών	σελ. 41
4.3 Αντίδραση της Ιαπωνικής Κυβέρνησης	σελ. 42
5. Άνθηση και πτώση των πιστωτικών κύκλων και κρίση του τραπεζικού συστήματος	σελ. 44
5.1 Άνθηση και πτώση των πιστωτικών κύκλων	σελ. 44
5.2 Κρίση του ιαπωνικού τραπεζικού συστήματος	σελ. 44
6. Αντιμετώπιση της κρίσης και αναδιοργάνωση του τραπεζικού συστήματος	σελ. 46
6.1 Νομισματική Πολιτική	σελ. 46
6.2 Δημοσιονομική Πολιτική	σελ. 46
6.3 Αναδιοργάνωση του τραπεζικού συστήματος	σελ. 47
7. Μαθήματα πολιτικής από την εμπειρία της Ιαπωνίας	σελ. 48
8. Αντίκτυπος της ιαπωνικής κρίσης στις χώρες της Ανατολικής Ασίας	σελ. 49
8.1 Άνθηση και πτώση των πιστωτικών κύκλων και κρίση του τραπεζικού συστήματος	σελ. 49
9. Συμπεράσματα	σελ. 52
Κεφάλαιο IV	
<i>(IV) Συμπεράσματα για τους πιστωτικούς κύκλους</i>	
1. Διαφορές και ομοιότητες των πιστωτικών κύκλων μεταξύ Σκανδιναβίας και Ιαπωνίας	σελ. 53
2. Πιστωτικοί κύκλοι στην Ελλάδα	σελ. 54
Βιβλιογραφία	
	σελ. 56

Ευχαριστίες

Θα ήθελα να ευχαριστώ ολόψυχα τον Καθηγητή κ. Α. Α. Αντζουλάτο για την αποδοχή της επιστασίας της διπλωματικής μου ως επιβλέποντα καθηγητή και την κατευθυντήρια συμβολή του απο την αρχή μέχρι και το πέρας της διπλωματικής αυτής..

Επίσης, θα ήθελα να ευχαριστήσω τον Αν. Καθηγητή κ. Δ. Μαλλιάρόπουλο και τον Λέκτορα κ. Γεώργιος Σκιαδόπουλο για την εύστοχη κριτική και τις εποικοδομητικές υποδείξεις στο κείμενο αυτό.

Περίληψη

Στο πρώτο κεφάλαιο της διατριβή θα αναλύσουμε την έννοια και τη συμπεριφορά των πιστωτικών κύκλων και πως συνδέονται με τις διακυμάνσεις των τιμών των μετοχών και των ακινήτων. Θα εξετάσουμε το ρόλο του θεσμικού πλαισίου, των μοντέλων μέτρησης του κινδύνου καθώς επίσης και το ρόλο της νομισματικής πολιτικής στην αντιμετώπιση των κινδύνων που προέρχονται από τους πιστωτικούς κύκλους.

Στο δεύτερο κεφάλαιο θα εξετάσουμε τους πιστωτικούς κύκλους στις Σκανδιναβικές χώρες τη δεκαετία του '80 και θα προσπαθήσουμε να αναλύσουμε τους λόγους για τους οποίους οι πιστωτικοί κύκλοι οδήγησαν στην κρίση του τραπεζικού συστήματος. Θα αναφέρουμε τους τότε τραπεζικούς κανονισμούς, την άρση αυτών και τα μεταρρυθμιστικά μέτρα, καθώς επίσης και την αντίδραση στο νέο ανταγωνιστικό και φιλελεύθερο περιβάλλον των δανειστών, δανειζόμενων και κυβερνήσεων. Επίσης, θα σχολιάσουμε τους τρόπους με τους οποίους αντιμετώπισαν την κρίση των τραπεζών οι τρεις σκανδιναβικές χώρες και τα μαθήματα που θα μπορούσαμε να πάρουμε από την εμπειρία τους.

Στο τρίτο κεφάλαιο θα εξετάσουμε με τον ίδιο ακριβώς τρόπο όπως και στη Σκανδιναβία, τους πιστωτικούς κύκλους στην Ιαπωνία στα τέλη της δεκαετίας του '80 και στις αρχές της δεκαετίας του '90 και θα προσπαθήσουμε και σε αυτή την περίπτωση να αναλύσουμε τους λόγους για τους οποίους οι πιστωτικοί κύκλοι οδήγησαν στην κρίση του τραπεζικού συστήματος. Επιπλέον, θα αναλύσουμε και τον αντίκτυπο της κρίσης και στις υπόλοιπες χώρες της Ανατολικής Ασίας, πως δηλαδή η κρίση του ιαπωνικού συστήματος το 1997 είχε βαθιά αποτελέσματα και για τις υπόλοιπες χώρες της Ανατολικής Ασίας, οι οποίες έζησαν ανάλογη εμπειρία στα τέλη της δεκαετίας το '90.

Στο τέταρτο και τελευταίο κεφάλαιο θα περιγράψουμε τις ομοιότητες και τις διαφορές των πιστωτικών κύκλων στις Σκανδιναβικές χώρες και στην Ιαπωνία και θα κάνουμε μία μικρή αναφορά στους πιστωτικούς κύκλους στη χώρα μας.

(I) Ανατομία των Πιστωτικών κύκλων

1. Έννοια και συμπεριφορά των πιστωτικών κύκλων

1.1 Έννοια των πιστωτικών κύκλων

Οι πιστωτικοί κύκλοι είναι η περισσότερο ή λιγότερο ομαλή εξέλιξη των επεκτάσεων (ανακάμψεων) και των συστολών (υφέσεων) της οικονομικής δραστηριότητας γύρω από τη μακροχρόνια τάση μεγέθυνσης της οικονομίας. Οι πιστωτικοί κύκλοι είναι επαναλαμβανόμενοι αλλά όχι περιοδικοί. Παρουσιάζουν αρκετά κοινά σημεία, αλλά διαφέρουν σε διάρκεια, διάχυση, και βάθος. Στη φάση της ανάπτυξης παρατηρείται ώθηση στην απασχόληση: οι περισσότερες εταιρείες αυξάνουν την παραγωγή και τις επενδύσεις τους, ενώ ταυτόχρονα αυξάνονται τα εισοδήματα και οι πωλήσεις.

Επίσης, στο βιομηχανικό τομέα παρατηρείται αύξηση του εργατικού δυναμικού (μείωση της ανεργίας), αύξηση της παραγωγικότητας και αύξηση των μισθών και κερδών. Παράλληλα τα επιτόκια κυμαίνονται σε χαμηλά επίπεδα καθώς η νομισματική πολιτική τείνει να είναι χαλαρή. Τέλος, η οικονομική δραστηριότητα ενισχύεται ακόμη περισσότερο από το αισιόδοξο κλίμα που δημιουργείται για περαιτέρω άνοδο, με αποτέλεσμα να αυξάνονται ακόμη περισσότερο η κατανάλωση και οι επενδύσεις.

Στη φάση της υφέσεως παρατηρείται μείωση της παραγωγής και της απασχόλησης, περιορισμοί του παραγωγικού δυναμικού, με αποτέλεσμα οι παραγγελίες να είναι μικρότερες των πωλήσεων και κατά συνέπεια να δημιουργείται μεγαλύτερη μείωση της παραγωγής. Επίσης, παρατηρείται απότομη μεταβολή των τιμών των πρώτων υλών και της ενέργειας ή ακόμη και έλλειψη αυτών. Παράλληλα, ο πληθωρισμός μειώνεται και τα επιτόκια αυξάνονται, λόγω της υιοθέτησης σφικτής νομισματικής πολιτικής. Γενικότερα, υπάρχει μία διαταραχή στην οικονομία, η απαισιοδοξία ενισχύεται, η κατανάλωση και οι επενδύσεις μειώνονται και οι πωχεύσεις αυξάνονται. (Σημειώσεις Α. Αντζουλάτου – Διεθνής Μακροχρηματοοικονομική, Σεπτέμβριος 2004).

1.2 Συμπεριφορά των πιστωτικών κύκλων

Οι πιστωτικοί κύκλοι συνδέονται στενά και με τον κίνδυνο. Σε περιόδους οικονομικής άνθησης, τα κριτήρια για παροχή δανείων χαλαρώνουν λόγω της αισιοδοξίας που επικρατεί για το μέλλον. Στις ασιατικές οικονομίες στα μέσα της δεκαετίας του '90 η ισχυρή οικονομική ανάπτυξη οδήγησε σε εισροές ξένων κεφαλαίων και σε πολύ επικίνδυνες επενδύσεις. Στις Ηνωμένες Πολιτείες η χαλάρωση των κριτηρίων δανεισμού (1996-1998) οδήγησε στην αύξηση των ομολογιακών δανείων και στη σημαντική αύξηση έκδοσης υψηλού ρίσκου ομολόγων (Corporate Bonds). Στην Ευρώπη στα μέσα της δεκαετίας του '90 αυξήθηκαν τα στεγαστικά δάνεια με εγγυήσεις, με αποτέλεσμα την χαλάρωση των κριτηρίων δανεισμού. Γενικότερα, η ύπαρξη πιστωτικών κύκλων είναι εμφανής και στις αποδόσεις των ομολόγων όπου παρουσιάζονται αποδόσεις μικρές σε περιόδους υψηλής ανάπτυξης και μεγάλες σε περιόδους οικονομικής υποχώρησης.

Οι πιστωτικοί κύκλοι βρίσκονται πίσω από την οικονομική ανάπτυξη, η οποία δημιουργεί ένα κλίμα υπεραισιοδοξίας μέσα στο οποίο ο κίνδυνος υποτιμάται. Η τάση υποτίμησης του κινδύνου σε περιόδους οικονομικής ανάπτυξης και χαμηλών επιτοκίων, οφείλεται σε ψυχολογικούς παράγοντες που δίνουν μικρή πιθανότητα για δυσμενή αποτελέσματα, που ερμηνεύουν τις πληροφορίες με τέτοιο τρόπο ώστε να παρατείνουν επικρατούσες πεποιθήσεις και που χρησιμοποιούν μεθόδους μέτρησης του κινδύνου οι οποίοι παρατείνουν τους παρόντες όρους και στο μέλλον (κάτι τέτοιο προϋποθέτει ισχυρές μακρο-οικονομικές συνθήκες).

Στην πραγματικότητα η αξιολόγηση του κινδύνου είναι δύσκολη, ωστόσο σύμφωνα με ιστορικά στοιχεία περίοδοι με γρήγορη ανάπτυξη της πίστωσης, με υψηλά κέρδη στις τιμές των ακινήτων, με μικρά περιθώρια στο δανεισμό και με υψηλά επίπεδα επένδυσης, τείνουν να ακολουθούνται από πιέσεις στο οικονομικό σύστημα. Τέτοιες περίοδοι χαρακτηρίζονται από υψηλότερα επίπεδα κινδύνου από εκείνα του μέσου όρου παρά το γεγονός ότι οι οικονομικές συνθήκες είναι ισχυρές.

2. Ιστορική Αναδρομή

Μετά το δεύτερο Παγκόσμιο Πόλεμο, η φύση των πιστωτικών κύκλων άλλαξε σημαντικά, λόγω της φιλελευθεροποίησης του οικονομικού συστήματος η οποία

συντέλεσε στη βελτίωση των οικονομικών υπηρεσιών και στην καλύτερη κατανομή των πόρων. Στη ρίζα των οικονομικών κύκλων υπάρχει ένα κύμα αισιοδοξίας, το οποίο πηγάζει από την ανάπτυξη της οικονομίας και το οποίο συμβάλει στην υποτίμηση του κινδύνου, στην αύξηση της πίστωσης, στην υπερβολική άνοδο των τιμών των ακινήτων και των μετοχών, στην υπερεπένδυση σε φυσικό κεφάλαιο και σε ορισμένες περιπτώσεις στην υπερβολική κατανάλωση.

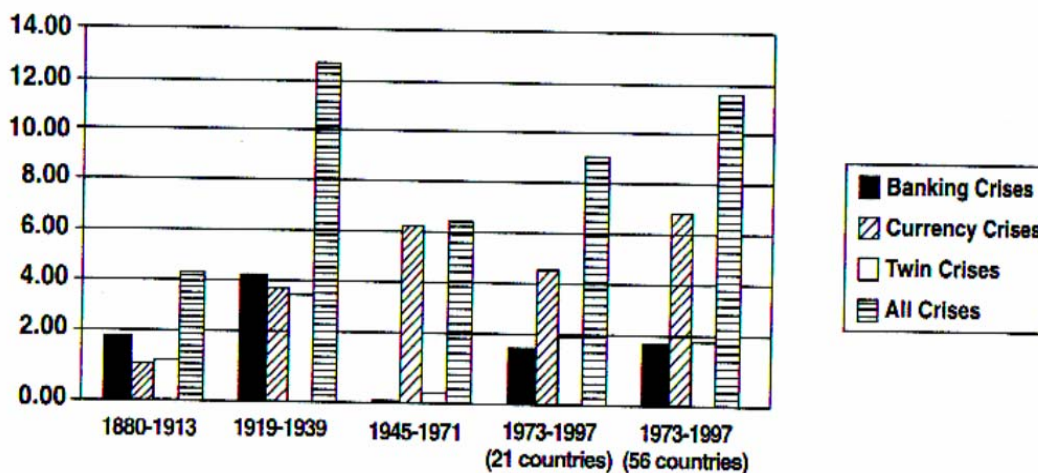
Όπως ήδη αναφέραμε οι πιστωτικοί κύκλοι ανάλογα με τα χαρακτηριστικά και τις συνθήκες που επικρατούν κάθε φορά διαφέρουν τόσο σε συχνότητα όσο και σε διάχυση και σε βάθος. Δεν είναι πάντα απαραίτητο και βέβαιο, ότι η έντονη οικονομική δραστηριότητα η οποία προκαλεί άνοδο των τιμών των μετοχών και των ακινήτων και υπερθέρμανση της οικονομίας, θα καταλήξει σε κρίση του τραπεζικού και οικονομικού συστήματος. Οι μακρο-οικονομικές συνθήκες, η αντίδραση της κυβέρνησης, των επιχειρήσεων και των επενδυτών καθώς και ποικίλα παγκόσμια έκτακτα γεγονότα (πχ μία πετρελαϊκή κρίση, ένας πόλεμος) παίζουν σημαντικό ρόλο στην κατάληξη ενός πιστωτικού κύκλου σε κρίση ή όχι.

Οι πιστωτικοί κύκλοι την περίοδο από το 1945 έως το 1979, χαρακτηρίστηκαν ιδιαίτεροι και ασυνήθιστοι, ενώ πριν από το 1939 και μετά το 1985 συνηθισμένοι. Η περίοδος μεταξύ 1980 και 1985, θεωρήθηκε ως ένα διάλλειμα μεταξύ της προγενέστερης πληθωριστικής περιόδου (τη δεκαετία του 1970) και της ηρεμίας μετά το 1985 και ως το τέλος της δεκαετίας. Κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1970, ο υψηλός πληθωρισμός, τα χαμηλά επιτόκια και η αύξηση των εξαγωγών με κυρίαρχο διαπραγματευτικό νόμισμα το αμερικανικό δολάριο, ανατράπηκαν από την υιοθέτηση σφικτής νομισματικής πολιτικής στις ΗΠΑ στα τέλη του 1979, η οποία οδήγησε σε υψηλά και συνεχώς μεταβαλλόμενα επιτόκια. Η παραπάνω αύξηση των επιτοκίων είχε αντίκτυπο σε μακρο-οικονομικό επίπεδο και κυρίως στις αναπτυσσόμενες χώρες όπου προκάλεσε βαθιά κρίση στις αρχές της δεκαετίας του '80. Μετά το 1985 και ως τα τέλη της δεκαετίας η οικονομία άρχισε να ισορροπεί.

Τη δεκαετία του '90, η άρση των κανονισμών σε συνδυασμό με την οικονομική φιλελευθεροποίηση οδήγησαν στην κρίση του τραπεζικού συστήματος των σκανδιναβικών χωρών (στις αρχές της δεκαετίας του '90), της Ιαπωνίας (το 1997) και

κατ' επέκταση και των υπόλοιπων χωρών της Ανατολικής Ασίας (στα τέλη της δεκαετίας του '90)

Διάγραμμα 1: Συχνότητα πιστωτικών κύκλων



Πηγή: 'Asset Price Bubbles', William C Hunter, G. Kaufman & M. Pomerleano

3. Οι Πιστωτικοί Κύκλοι και το Οικονομικό Σύστημα

Οι διακυμάνσεις των τιμών των ακινήτων και των τιμών των μετοχών συνδέονται άμεσα με τους πιστωτικούς κύκλους και θεωρούνται κύριες πηγές της οικονομικής αστάθειας. Η μέχρι τώρα ιστορία έχει δείξει ότι οι διακυμάνσεις στις τιμές των ακινήτων επηρεάζουν σε μεγαλύτερο βαθμό τους πιστωτικούς κύκλους από εκείνες των μετοχών.

3.1 Πιστωτικοί κύκλοι και τιμές των ακινήτων

Οι πιστωτικοί κύκλοι και οι τιμές των ακινήτων συμβαίνουν διαδοχικά και συνήθως ενισχύονται αμοιβαία. Άνοδος των τιμών των ακινήτων οδηγεί σε ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας, σε μείωση του κόστους δανεισμού και σε αύξηση των διαθέσιμων χρηματοδότησης για τις εταιρείες και τα νοικοκυριά, καθώς αυξάνεται η αξία των εγγυήσεων. Η ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας σε συνδυασμό με τη μείωση του κόστους δανεισμού, οδηγούν σε περαιτέρω αύξηση των τιμών των ακινήτων. Η αλληλεπίδραση μεταξύ πιστωτικού κύκλου και αγοράς ακινήτων

ενισχύεται όταν οι τιμές των ακινήτων μειώνονται και οι οικονομικές συνθήκες χειροτερεύουν, όπου εμφανίζεται σημαντική μείωση παροχής της πίστωσης.

Κατά τη διάρκεια των πρόσφατων δεκαετιών, οι διακυμάνσεις στις τιμές των ακινήτων αποτελούσαν το κέντρο των περισσότερων οικονομικών κύκλων. Αυτό αντανακλά το σημαντικό ρόλο που παίζουν στα τραπεζικά δάνεια. Οι εξάρσεις και οι πτώσεις στην αγορά ακινήτων βρίσκονται πίσω από πολλά προβλήματα που έχουν αντιμετωπίσει οι τράπεζες της Αυστραλίας, Φινλανδίας, Ιαπωνίας, Νορβηγίας, Σουηδίας, Αγγλίας και Ηνωμένες Πολιτείες προς το τέλος της δεκαετίας του '80 και στις αρχές της δεκαετίας του '90, και πιο πρόσφατα οι διάφορες ασιατικές χώρες.

Προκειμένου να αποδείξουμε το σημαντικό ρόλο που παίζουν οι απότομες εξάρσεις και μειώσεις των τιμών των ακινήτων στη δημιουργία της οικονομικής αστάθειας και της τραπεζικής κρίσης θα αναφέρουμε την έρευνα που έκανε ο Thomas F Helbling ('Housing price bubbles – a tale based o housing price booms and busts: BIS paper No 21), όπου εξέτασε τις τιμές των ακινήτων σε δεκατέσσερις βιομηχανικές χώρες την περίοδο 1970 – 2002 και ανέλυσε ποιες από αυτές οδήγησαν σε κρίση του οικονομικού συστήματος.

Σύμφωνα με την έρευνα του Thomas F Helbling, ένας πιστωτικός κύκλος συνήθως διαρκεί περίπου τέσσερα χρόνια. Στην περίοδο την οικονομικής άνθησης, η οποία διαρκεί περίπου τρία χρόνια, οι τιμές των ακινήτων στο δείγμα που εξετάστηκε αυξήθηκαν κατά μέσο όρο 11% περίπου, ενώ την περίοδο της πτώσης οι τιμές των ακινήτων μειώθηκαν κατά μέσο όρο 6%. Από την έρευνα διαπιστώθηκε ότι έξι από τις δεκαέξι εξάρσεις (δηλαδή το 40% περίπου) της οικονομικής δραστηριότητας κατέληξαν σε κρίση του οικονομικού συστήματος.

Επίσης, από την έρευνα προέκυψε ότι σε περιόδους οικονομικής άνθησης όπου αυξάνονται οι τιμές των ακινήτων, μειώνονται τα επιτόκια καθώς οι κεντρικές τράπεζες χαλαρώνουν τη νομισματική τους πολιτική. Αντίθετα, σε περιόδους οικονομικής ύφεσης όπου εφαρμόζεται πιο σφικτή νομισματική πολιτική, τα επιτόκια αυξάνονται και συνήθως παραμένουν υψηλά τον πρώτο χρόνο της ύφεσης. Οι περισσότερες έντονες διακυμάνσεις στο δείγμα της έρευνας συνέβησαν στα τέλη της

δεκαετίας του '70 και στις αρχές του '80 ή στα τέλη του '80 όταν βασική πολιτική αποτελούσε η μείωση του πληθωρισμού.

Από την έρευνα προέκυψαν δύο ακόμη έντονοι συσχετισμοί. Ο ένας αφορούσε τη συσχέτιση της ρευστότητας με την οικονομική άνθηση και ο άλλος την άμεση σχέση της απότομης οικονομικής άνθησης με την έλλειψη κατάλληλου ρυθμιστικού και ελεγκτικού πλαισίου.

Συμπερασματικά, με βάση την παραπάνω έρευνα πρόεκυψε ότι σύμφωνα με το εξεταζόμενο δείγμα, δεν είναι βέβαιο ότι όλες οι έντονες διακυμάνσεις στις τιμές των ακινήτων θα οδηγήσουν σε κρίση του τραπεζικού και οικονομικού συστήματος (μόνο το 40%). Όμως εκείνες που θα καταλήξουν, στην πλειοψηφία των περιπτώσεων, προέρχονται από έντονες και απότομες διακυμάνσεις των τιμών των ακινήτων. Επίσης, στο εξεταζόμενο δείγμα όλες οι αυξήσεις των τιμών των ακινήτων συμπίπτανε με απότομες και έντονες μειώσεις της οικονομικής δραστηριότητας. Τέλος, όλες οι μειώσεις της οικονομικής δραστηριότητας συνδέονταν με περιόδους σφικτής νομισματικής πολιτικής. Γενικότερα, από την παραπάνω έρευνα προκύπτει ότι οι τιμές των ακινήτων θα πρέπει πάντα να λαμβάνονται υπ' όψιν για την εκτίμηση των μακρο-οικονομικών συνθηκών και τις προοπτικές του οικονομικού συστήματος.

3.2 Πιστωτικοί κύκλοι και τιμές των μετοχών

Οι πιστωτικοί κύκλοι συνδέονται (όχι όμως ιδιαίτερα έντονα) και με τις τιμές των μετοχών. Οι υψηλές τιμές των μετοχών συνεισφέρουν σε ισχυρή οικονομική ανάπτυξη, με υψηλά επίπεδα εμπιστοσύνης για το μέλλον και με αυξημένη προθυμία των τραπεζών να παράσχουν πίστωση ιδιαίτερα σε εκείνες τις εταιρείες που ο κλάδος τους εμφανίζει αύξηση στις τιμές των μετοχών.

Μετά την οικονομική φιλελευθεροποίηση, τόσο οι τράπεζες όσο και τα νοικοκυριά εκτίθενται ολοένα και περισσότερο στα χρηματιστήρια για την αγορά μετοχών, γεγονός το οποίο οφείλεται στις μεγαλύτερες εμπορικές συναλλαγές, στην επέκταση του δανεισμού των νοικοκυριών για αγορά μετοχών και στην ενίσχυση της εμπιστοσύνης στο εισόδημα που προέρχεται από τις αποδόσεις τους. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα την υπερθέρμανση της οικονομίας η οποία με τη σειρά της οδηγεί σε

φούσκα του χρηματιστηρίου, με αποτέλεσμα την υιοθέτηση σφικτής νομισματικής πολιτικής και μείωσης των τιμών των μετοχών.

Κρίνεται σκόπιμο να αναφέρουμε ότι με βάση τις μέχρι τώρα εμπειρίες, οι έντονες διακυμάνσεις των τιμών των μετοχών δεν επηρεάζουν σε μεγάλο βαθμό μία ενδεχόμενη κρίση του οικονομικού συστήματος, καθώς τα νοικοκυριά συνήθως δεν κατέχουν μεγάλο αριθμό μετοχών. Εξαιρέση αποτελούν οι ΗΠΑ, όπου τα νοικοκυριά κατέχουν μεγάλο μερίδιο μετοχών, όπου μεγάλο ποσοστό του τραπεζικού δανεισμού αφορά την αγορά μετοχών, οι συνολικές διακυμάνσεις στις τιμές των ακινήτων είναι μικρότερες αναλογικά με άλλες χώρες (Σκανδιναβικές χώρες, Αυστραλία, Ιαπωνία, Αγγλία) και η ελαστικότητα στην παροχή κατοικίας εμφανίζεται αρκετά μεγαλύτερη.

3.3 Μηχανισμοί αντιμετώπισης των κινδύνων των πιστωτικών κύκλων

- *Ο ρόλος του θεσμικού πλαισίου*

Το σχέδιο της λογιστικής και των ρυθμιστικών κανόνων επηρεάζει τον τρόπο με τον οποίο οι χρηματοδοτικοί οργανισμοί ανταποκρίνονται στις αλλαγές του κινδύνου, αν και δεν αποτελεί βασικό παράγοντα που προκαλεί τους κύκλους. Η δομή του κύριου κανονισμού της Τράπεζας μπορεί ενδεχομένως να επηρεάσει τη δυναμική των πιστωτικών κύκλων, ωστόσο δεν υπάρχει ισχυρή σχέση μεταξύ αναλογίας κεφαλαίου της τράπεζας και του πιστωτικού κύκλου. Επίσης, το ρυθμιστικό σύστημα μπορεί να οδηγήσει σε οικονομική ανισορροπία καθώς οι διαδεδομένες απώλειες μπορεί να οδηγήσουν πολλές τράπεζες σε μείωση του δανεισμού.

Σε γενικές γραμμές οι εποπτικές, οι ρυθμιστικές και οι νομισματικές πολιτικές μπορούν να σχεδιάσουν προβλεπτικούς κανόνες σύμφωνα με τους οποίους οι τράπεζες θα κάνουν πρόβλεψη με βάση τις ιστορικές απώλειες ενάντια σε μελλοντικές που μπορεί να προκύψουν από ένα συγκεκριμένο δάνειο. Η παραπάνω προσέγγιση θα γίνεται με το να αυξάνει η τράπεζα τα προβλεπόμενα έξοδα στις καλές περιόδους. Επίσης, μπορεί να γίνονται προβλέψεις όχι στην αρχή αλλά όταν το περιθώριο του επιτοκίου του δανείου δεν καλύπτει τις αναμενόμενες απώλειες που μπορεί να προκύψουν.

Ακόμη, οι επόπτες μπορεί να απαιτούν από τα Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα να διατηρούν ένα κεφάλαιο σαν κάλυμμα, το οποίο να υπολογίζεται με βάση τη μέση εμπειρία απώλειας. Μία ακόμη εποπτική επιλογή είναι να προσαρμόζεται το ρυθμιστικό κεφάλαιο και οι αναλογίες των προβλέψεων με βάση τις αλλαγές στο συνολικό κίνδυνο. Έτσι σε περιόδους οικονομικής άνθησης, υψηλά επίπεδα κεφαλαίου και προβλέψεων θα εμποδίζουν τη δημιουργία οικονομικής ανισορροπίας κάνοντας το δανεισμό πιο ακριβό και θα προστατεύανε το τραπεζικό σύστημα από μία πιθανή πτώση (τη συγκεκριμένη προσέγγιση χρησιμοποίησαν οι ρυθμιστές των Ισπανικών τραπεζών). Για το λόγο αυτό τον Απρίλιο του 2003 η Επιτροπή της Βασιλείας εξέδωσε πρόταση για μία νέα συμφωνία αναφορικά με το κεφάλαιο των τραπεζών με σκοπό τη βελτίωση της μέτρησης των τραπεζικών κινδύνων.

- *Ο ρόλος των μοντέλων μέτρησης του κινδύνου*

Για την αντιμετώπιση του πιστωτικού κινδύνου έχουν αναπτυχθεί διάφορα μοντέλα. Ένα από αυτά είναι το «stress testing» το οποίο δείχνει την ακριβή απώλεια επισφαλών δανείων και την αντοχή της τράπεζας σε μία πιθανή κρίση. Επίσης, το Value-at-risk (VAR) μοντέλο το οποίο δείχνει τη μέγιστη απώλεια που μπορεί να έχει μία τράπεζα από επισφαλή δάνεια. Ωστόσο, κρίνεται σκόπιμο να αναφερθεί ότι τα παραπάνω μοντέλα καθώς και διάφορα άλλα που έχουν αναπτυχθεί για τη μέτρηση του κινδύνου είναι σύνθετα και ακριβά, απαιτούν χρόνο και χρήμα και εξειδικευμένο προσωπικό.

- *Ο ρόλος της νομισματικής πολιτικής*

Η νομισματική πολιτική παίζει σημαντικό ρόλο στη δημιουργία των πιστωτικών κύκλων, καθώς σε περιπτώσεις επικείμενης οικονομικής αστάθειας η Κεντρική Τράπεζα μπορεί να αυξήσει τα επιτόκια προκειμένου να βοηθήσει στην αποφυγή της ανισορροπίας και ίσως και την πτώση του πληθωρισμού. Αυτή η πολιτική μπορεί να εξασφαλίσει οικονομική σταθερότητα για μεγαλύτερο χρονικό ορίζοντα.

Σε περιόδους ισχυρής οικονομικής ανάπτυξης όπου έχουμε μείωση του πληθωρισμού και επικρατούν αισιόδοξες προβλέψεις για το μέλλον, η πραγματική απόδοση του κεφαλαίου και το πραγματικό επιτόκιο είναι πιθανό να αυξηθούν. Ωστόσο, ο πληθωρισμός μπορεί να επιβάλει τη μείωση των επιτοκίων, η οποία όμως θα

ενισχύσει τον ενθουσιασμό (ιδιαίτερα αν η Κ.Τ. είναι πολύ αξιόπιστη) με αποτέλεσμα να δημιουργηθούν οικονομικές αστάθειες.

Έρευνες έχουν εστιάσει στον τρόπο με τον οποίο διάφορα σοκ στη νομισματική πολιτική μπορούν να μεταφερθούν στην πραγματική οικονομία μέσα από αλλαγές στα επιτόκια της αγοράς και στους ισολογισμούς. Ωστόσο, η οικονομία επηρεάζεται και από άλλους παράγοντες, όπως μία συναλλαγματική κρίση, από μία ξαφνική αύξηση στις τιμές των ακινήτων η οποία συνήθως συνοδεύεται και από γρήγορη αύξηση του χρέους και η οποία έχει αντίστροφα αποτελέσματα στη μακρο-οικονομία.

Έτσι, όταν οι σχεδιαστές της πολιτικής αποφασίζουν για την κατάλληλη νομισματική πολιτική θα πρέπει να λαμβάνουν υπ' όψιν τους τις πιθανές επιπτώσεις στον οικονομικό τομέα. Για το λόγο αυτό θα πρέπει να ελέγξουν τα επιτόκια μηδενικού κινδύνου, τις τιμές των μετοχών, τα περιθώρια κινδύνου, τα οικονομικά των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών και τη λειτουργία της οικονομικής αγοράς.

Γενικότερα, για την αντιμετώπιση των κινδύνων των πιστωτικών κύκλων που μπορεί να οδηγήσουν στη φούσκα του χρηματιστηρίου και των ακινήτων, χρειάζεται να χρησιμοποιηθεί ένα μείγμα κατάλληλου θεσμικού πλαισίου, κατάλληλων μοντέλων μέτρησης του κινδύνου και σωστής νομισματικής πολιτικής.

(II) Η κρίση των Τραπεζών στις Σκανδιναβικές χώρες

1. Εισαγωγή

Τη δεκαετία του '80 πολλές βιομηχανικές χώρες συμπεριλαμβανομένων και τις Σκανδιναβικές υπέστησαν σημαντικές αλλαγές στον τραπεζικό τομέα. Επρόκειτο για μία περίοδο που στιγματίστηκε από άρση των κανονισμών στην οικονομία, από άρση των συνοριακών περιορισμών στις ροές κεφαλαίου, από οικονομικές καινοτομίες και αυξανόμενο ανταγωνισμό στον τομέα της οικονομίας. Οι παραπάνω αλλαγές συνοδεύτηκαν στις περισσότερες χώρες από μία απότομη άνοδο των πιστωτικών κύκλων, η οποία όμως ακολουθήθηκε από μία περίοδο οικονομικής αστάθειας καθώς η χαμηλή ποιότητα των ακινήτων και τα περιθώρια των επιτοκίων αποδυνάμωσαν τις τράπεζες και επηρέασαν ολόκληρη την οικονομική κατάσταση του τραπεζικού συστήματος.

Το παραπάνω αποτέλεσμα έγινε ιδιαίτερα αισθητό στις Σκανδιναβικές χώρες, με την κατάρρευση των τιμών των ακινήτων, που οδήγησε σε απώλειες των τραπεζικών δανείων, ιδιαίτερα στις αρχές της δεκαετίας του '90, οι οποίες με τη σειρά τους επηρέασαν την οικονομική κατάσταση του τραπεζικού συστήματος. Στη Νορβηγία (που υπέστη πρώτη την κρίση) οι απώλειες των τραπεζικών δανείων έφτασαν το 1991 το 6% από 0,7% που ήταν το 1987, ενώ προβλήματα δημιουργήθηκαν στην οικονομία γενικότερα από τις εκρήξεις που προκλήθηκαν στον ιδιωτικό, το λιανικό και τον τομέα των υπηρεσιών. Ομοίως στη Φιλανδία οι απώλειες των τραπεζικών δανείων έφτασαν το 1992 από 0,5% το 1989, ενώ ο μεγάλος όγκος των δανείων σε ξένο συνάλλαγμα έπαιξε σημαντικό ρόλο στη γενικότερη κρίση της οικονομίας. Τέλος, στη Σουηδία οι απώλειες των τραπεζικών δανείων έφτασαν το 7% το 1992 από 0,3% που ήταν το 1989, ενώ παράλληλα οδήγησαν σε οικονομικές απώλειες, σε πτώση των εισοδημάτων αλλά και σε συμπίεση της αγοράς ακινήτων.

Βασικές αιτίες της κρίσης του τραπεζικού συστήματος στη Σκανδιναβία ήταν η καθυστέρηση υιοθέτησης αυστηρών μέτρων, η χαλαρή νομισματική πολιτική και οι φορολογικές μεταρρυθμίσεις, που οδήγησαν σε αύξηση του μετά φόρου επιτοκίου,

καθώς επίσης και οι ανεπαρκείς εσωτερικοί έλεγχοι στη διαχείριση του πιστωτικού κινδύνου.

Οι οικονομικές προοπτικές και οι περισσότερες ευκαιρίες για κέρδος οδήγησαν στην αύξηση της ζήτησης για δάνεια και στην αύξηση της αξίας του πλούτου, καθώς οι δανειστές υπερτίμησαν την οικονομική και πραγματική αξία των ακινήτων. Οι τράπεζες από την πλευρά τους στήριξαν την αύξηση των δανείων και μάλιστα χωρίς πολλές εγγυήσεις. Αυτό οδήγησε στην εξάντληση των οικονομικών τους πόρων, με αποτέλεσμα τη μείωση των αναμενόμενων κερδών τους. Στη συνέχεια η μείωση των κερδών οδήγησε στην αύξηση των επιτοκίων, με αποτέλεσμα οι δανειστές να αδυνατούν να εκπληρώσουν τις τραπεζικές τους υποχρεώσεις. Οι συνέπειες έγιναν ιδιαίτερα αισθητές από εκείνες τις τράπεζες, οι οποίες κατά τη διάρκεια της περιόδου επέκτασης των δανείων, παρείχαν δάνεια σε όλο και περισσότερους αναξιόπιστους δανειστές. Τα παραπάνω οδήγησαν στην κρίση του τραπεζικού συστήματος στις σκανδιναβικές χώρες.

2. Οι Τραπεζικοί κανονισμοί και ο αντίκτυπός τους στη δομή του οικονομικού συστήματος

Στις αρχές της δεκαετία του '80 το τραπεζικό σύστημα και στις τρεις Σκανδιναβικές χώρες διέπονταν από αυστηρούς κανόνες σχεδιασμένοι με τέτοιο τρόπο ώστε τα επιτόκια να παραμένουν σταθερά και σε χαμηλά επίπεδα.

2.1 Κανονισμοί Επιτοκίων

Τα επιτόκια δανεισμού ήταν ελεγχόμενα και συνδεδεμένα με την αγορά χρήματος και με το επιτόκιο βάσης της Κεντρικής Τράπεζας το οποίο άλλαζε σπάνια. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα την έλλειψη ανταγωνισμού στο επίπεδο των τιμών. Συγκεκριμένα, τα επιτόκια καταθέσεων στη Φιλανδία παρέμεναν στενά συνδεδεμένα με το επιτόκιο βάσης της Κεντρικής Τράπεζας, με αποτέλεσμα οι τράπεζες να έχουν το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα έναντι των άλλων οικονομικών οργανισμών, καθώς μόνο εκείνες επιτρεπόταν να εκδώσουν φορολογικές απαλλαγές καταθέσεων. Στη Νορβηγία και στη Σουηδία τα επιτόκια καταθέσεων παρέμεναν σε χαμηλά επίπεδα και δεν παρουσίαζαν καμία ευελιξία λόγω έλλειψης ανταγωνισμού στις τιμές, με αποτέλεσμα ο τραπεζικός δανεισμός να κατευθύνεται μόνο προς ασφαλείς επενδύσεις

και ταυτόχρονα να μην εμφανίζεται η ανάγκη για υιοθέτηση αυστηρού τραπεζικού συστήματος διαχείρισης πιστωτικού κινδύνου.

2.2 Περιορισμοί στην παροχή δανείων

Παράλληλα, οι αρχές επέβαλαν στις τράπεζες τη διατήρηση αποθεματικών και ρευστότητας (π.χ. υποχρεωτική επένδυση σε ομόλογα κατοικίας και ομόλογα του δημοσίου), προκειμένου να περιορίσουν τον τραπεζικό δανεισμό. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα το χαρτοφυλάκιο των τραπεζών να αποτελείται από ομόλογα δημοσίου και ομόλογα κατοικίας, παρά από δάνεια του ιδιωτικού τομέα.

Επίσης, περιορισμός των τραπεζικών δανείων επιδιώκονταν μέσω επιχορηγήσεων από την κεντρική τράπεζα και με ταυτόχρονο έλεγχο των βραχυπρόθεσμων κεφαλαιακών ροών. Με τον τρόπο αυτό οι αρχές απέτρεπαν τις τράπεζες να προσφύγουν στη χρηματοδότηση από το εξωτερικό προκειμένου να χρηματοδοτήσουν την αυξημένη ζήτηση δανείων. Επιπλέον, σε πολλές περιπτώσεις επιβάλλονταν και ανώτατα πιστωτικά όρια.

Επίσης, οι αρχές δεν επέβαλαν υψηλή κεφαλαιακή επάρκεια, με αποτέλεσμα οι τράπεζες να διατηρούν χαμηλά κεφάλαια. Τέλος, οι ξένες τράπεζες δεν είχαν το δικαίωμα να ανοίξουν δικά τους υποκαταστήματα, με αποτέλεσμα να αποτρέπεται ο ανταγωνισμός από τις ξένες τράπεζες.

2.3 Ο αντίκτυπος των κανονισμών στη δομή του οικονομικού συστήματος

Η ύπαρξη χαμηλών επιτοκίων και ο περιορισμός στην παροχή δανείων οφείλονταν στο γεγονός ότι στόχος των κυβερνήσεων και των τριών σκανδιναβικών χωρών ήταν η διατήρηση χαμηλού και σταθερού ονομαστικού επιτοκίου και σταθερής κερδοφορίας των τραπεζών χωρίς υψηλά ρίσκα.

Οι παραπάνω κανονισμοί οδήγησαν στην ανάπτυξη ενός οικονομικού συστήματος όπου κυριαρχούσαν τρεις βασικοί τύποι τραπεζών: οι εμπορικές τράπεζες, οι αποταμιευτικές τράπεζες και οι συνεταιριστικές τράπεζες, οι οποίες παρείχαν πολύ μικρή ποικιλία τραπεζικών χρηματοδοτικών προϊόντων και έδιναν πρωταρχικό ρόλο στις καταθέσεις. Πιο συγκεκριμένα, οι παραπάνω τρεις οργανισμοί κατείχαν το 43%,

το 55% και το 86% των δανείων στη Νορβηγία, τη Σουηδία και τη Φιλανδία αντίστοιχα.

Γενικότερα, το προστατευμένο περιβάλλον μέσα στο οποίο λειτουργούσαν οι τράπεζες και των τριών σκανδιναβικών χωρών, χαρακτηρίζονταν από πιστωτική ανεπάρκεια, από έλλειψη ανταγωνισμού τιμών, από σταθερή κερδοφορία των τραπεζών, από μακροπρόθεσμες σχέσεις μεταξύ τραπεζών και πελατών και από έλλειψη αυστηρού τραπεζικού συστήματος διαχείρισης πιστωτικού κινδύνου.

3. Άρση των κανονισμών

Οι τραπεζικοί κανονισμοί στις σκανδιναβικές χώρες οδήγησαν σε σημαντικές διαστρεβλώσεις στην εκτίμηση του πιστωτικού κινδύνου. Η επιβολή κανονισμών δεν αποδείχθηκε επαρκής προκειμένου να απομονώσει το οικονομικό σύστημα από τις δυνάμεις της αγοράς. Όπως ήταν αναμενόμενο στις αρχές της δεκαετίας του '80, όπου οι εντάσεις στα οικονομικά συστήματα αυξήθηκαν αισθητά, οι συμμετέχοντες στην αγορά των σκανδιναβικών χωρών βρήκαν τρόπους προκειμένου να παρακάμψουν τους περιορισμούς των επιτοκίων, να επεκτείνουν το δανεισμό και κατ' επέκταση να προκαλέσουν την άρση των αυστηρών κανονισμών από τους οποίους διέπονταν το οικονομικό σύστημα των σκανδιναβικών χωρών.

3.1 Ανεπάρκειες του ρυθμιστικού συστήματος

Η αύξηση του πληθωρισμού, σε συνδυασμό με την απροθυμία επιβολής ανώτατου ορίου στα ονομαστικά επιτόκια, οδήγησαν όχι μόνο στον περιορισμό του ποσοστού δανεισμού αλλά και στην παραβίαση των κανόνων που διέπουν το οικονομικό σύστημα. Έτσι, αναπτύχθηκε μία παρόμοια αγορά, γνωστή και ως 'Grey Market' προκειμένου οι δανειστές και οι δανειζόμενοι να έρχονται σε άμεση επαφή. Βέβαια, οι χρηματοοικονομικοί θεσμοί δεν παρακάμφθηκαν ολοκληρωτικά αλλά συμμετείχαν στην παραπάνω αγορά δανείων μέσω της εγγύησης και της τακτοποίησης των συγκεκριμένων δανείων αλλά και με τη διοχέτευση μέρους των δανείων μέσω των θυγατρικών τους εταιρειών (π.χ. χρηματοοικονομικές εταιρείες) οι οποίες διέπονταν από λιγότερους κανονισμούς.

Ωστόσο, ήταν προφανές ότι η ανάπτυξη της 'Grey Market' δεν βοήθησε στην καλύτερη κατανομή του κεφαλαίου, αντίθετα οδήγησε σε μεγαλύτερη διαστρέβλωση της οικονομίας, καθώς η μείωση του ρόλου των τραπεζών (οι οποίες ήταν υπεύθυνες για τη συλλογή πληροφοριών, για την εκτίμηση του κινδύνου καθώς επίσης και για τον έλεγχο των δανειστών) είχε ως αποτέλεσμα τα δάνεια να διανέμονται σε ολόένα και περισσότερους αναξιόπιστους δανειστές. Επίσης, η ανάπτυξη της 'Grey Market' όχι μόνο δε συντέλεσε στη βελτίωση του ελέγχου της νομισματικής πολιτικής, αντίθετα διευκόλυνε και επιτάχυνε την παραβίαση των κανόνων του οικονομικού συστήματος των τριών Σκανδιναβικών χωρών.

3.2 Μεταρρυθμιστικά Μέτρα

Προκειμένου να αντιμετωπιστεί η ανεπάρκεια του οικονομικού συστήματος αλλά και η επαναλαμβανόμενη παραβίαση των κανόνων, οι αρχές αποφάσισαν να χαλαρώσουν τους τραπεζικούς κανονισμούς, έτσι ώστε η βιομηχανία των τραπεζών να γίνει περισσότερο ανταγωνιστική και ελκυστική. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα, ο τραπεζικός τομέας να ενισχύσει την οικονομική άνθηση και παράλληλα να συμβάλλει στην ενίσχυση της οικονομικής αστάθειας.

Βασικό μεταρρυθμιστικό μέτρο που υιοθέτησαν οι αρχές και των τριών σκανδιναβικών χωρών ήταν ότι επέτρεψαν τις ξένες τράπεζες να ανοίξουν υποκαταστήματα, δημιουργώντας έτσι ένα ανταγωνιστικό κλίμα στον τραπεζικό τομέα. Μέσα σε αυτό το κλίμα του έντονου ανταγωνισμού, οι σκανδιναβικές τράπεζες προκειμένου να ανταπεξέλθουν αλλά και να ενισχύσουν την κερδοφορία τους, επικεντρώθηκαν στην επέκταση των καταστημάτων τους αλλά και στο να κερδίσουν όσος το δυνατόν μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς, με αποτέλεσμα να επεκταθούν και σε αγορές όπου είχαν περιορισμένες γνώσεις.

Επίσης, μετά το 1982 ο δανεισμός στις εμπορικές και αποταμιευτικές τράπεζες αυξήθηκε σημαντικά καθώς επιτράπηκε η χρηματοδότηση των τραπεζών από το εξωτερικό προκειμένου να καλύψουν την αυξημένη ζήτηση των δανείων. Έτσι, οι αποταμιεύσεις των νοικοκυριών και των εταιρειών μειώθηκαν σημαντικά. Παράλληλα, οι τιμές των ακινήτων αυξήθηκαν σημαντικά, με αποτέλεσμα να αυξηθεί και ο αριθμός των στεγαστικών δανείων τα οποία πλέον παρέχονταν από τις τράπεζες με λιγότερες εγγυήσεις.

Τέλος, οι έλεγχοι στις δραστηριότητες των τραπεζών περιορίστηκαν σημαντικά καθώς οι κυβερνήσεις και των τριών χωρών επικεντρώθηκαν περισσότερο στον έλεγχο των δραστηριοτήτων του εμπορίου παρά σε εκείνες των τραπεζών.

4. Απάντηση στα Μεταρρυθμιστικά Μέτρα

Η άρση των κανονισμών και η υιοθέτηση νέων μέτρων αποτέλεσε σοκ στο οικονομικό σύστημα και των τριών σκανδιναβικών χωρών και έθεσε νέες προκλήσεις στους δανειστές και δανειζόμενους. Ωστόσο και οι τρεις χώρες αντέδρασαν στο νέο φιλελεύθερο και ανταγωνιστικό περιβάλλον.

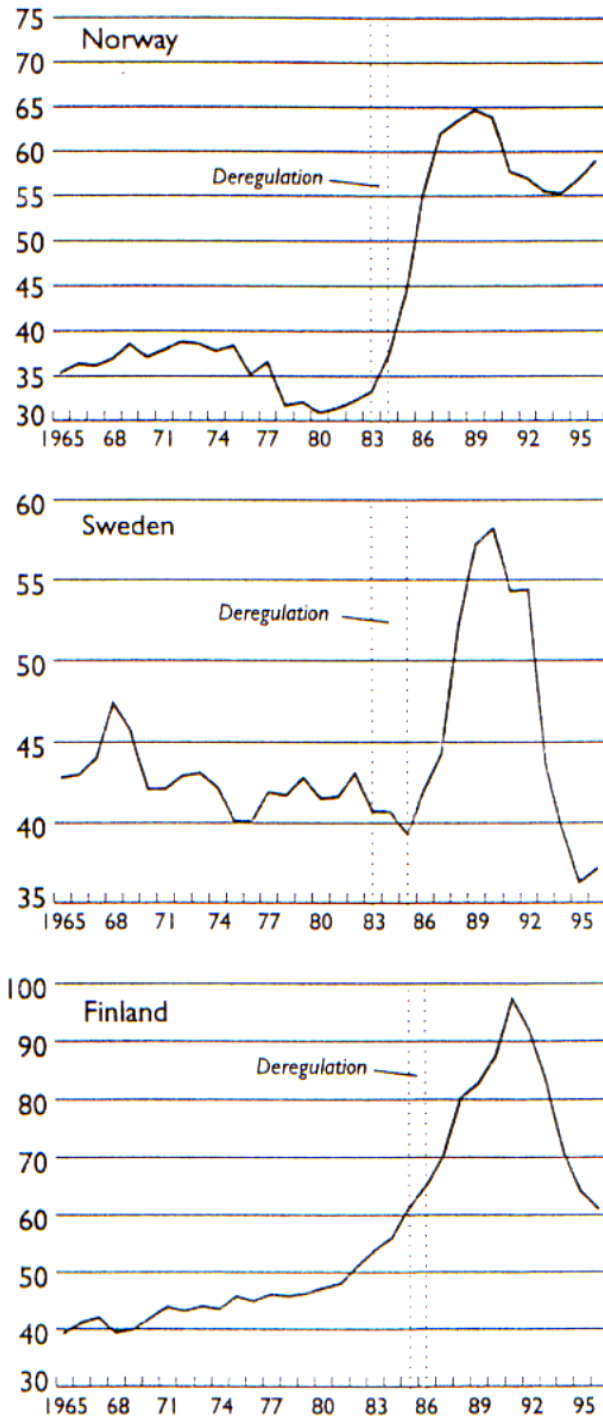
4.1 Η αντίδραση των δανειζόμενων

Η οικονομική φιλελευθεροποίηση οδήγησε στην άνθηση της οικονομίας, η οποία με τη σειρά της οδήγησε στην αύξηση του τραπεζικού δανεισμού. Συγκεκριμένα, η αναλογία τραπεζικού δανεισμού και ονομαστικού ΑΕΠ αυξήθηκε σημαντικά και στις τρεις χώρες (Διάγραμμα 2). Επίσης, και στις τρεις χώρες η αναλογία τρεχουσών συναλλαγών του ισοζυγίου πληρωμών και του ονομαστικού ΑΕΠ επιδεινώθηκε και έγινε αρνητική μετά τη φιλελευθεροποίηση (Διάγραμμα 3).

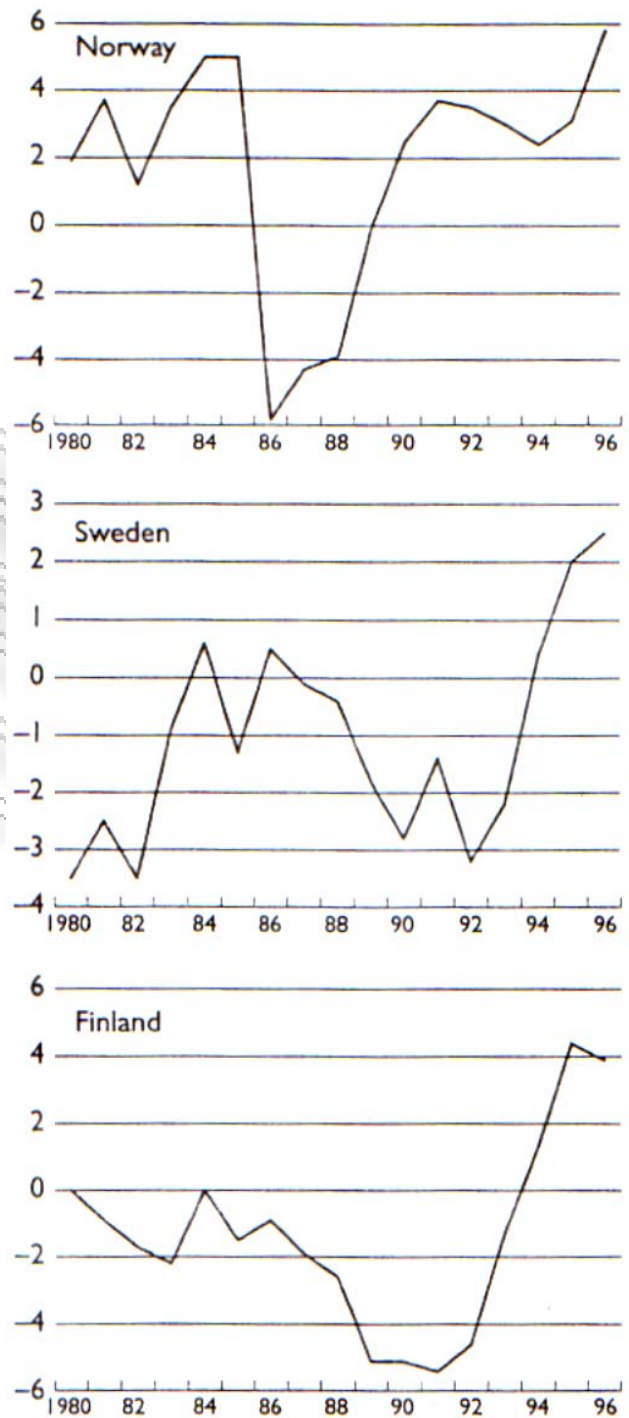
Η αντίδραση των νοικοκυριών ήταν όμοια και στις τρεις σκανδιναβικές χώρες. Πιο συγκεκριμένα, η οικονομική φιλελευθεροποίηση οδήγησε σε οικονομική άνθηση και σε άρση των κανονισμών, η οποία με τη σειρά της οδήγησε στην αύξηση του δανεισμού και στην ταυτόχρονη μείωση των αποταμιεύσεων. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα, την αύξηση της ιδιοκατοίκησης, η οποία έφτασε σε ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα την περίοδο 1989 – 1991. Η τάση για αγορά κατοικίας, σε ένα περιβάλλον με υψηλό πληθωρισμό και χαμηλή ανεργία, ενισχύονταν και από άλλους παράγοντες και κυρίως από τις γενναιόδωρες φορολογικές απαλλαγές που παρείχαν και οι τρεις χώρες στα νοικοκυριά που έπαιρναν στεγαστικά δάνεια. Η αύξηση των στεγαστικών δανείων συντέλεσε στην αύξηση των τιμών των ακινήτων και κατ' επέκταση στην υπερθέρμανση της οικονομίας, η οποία στις αρχές της δεκαετίας του 1990 οδήγησε στην υιοθέτηση σφιχτής νομισματικής πολιτικής και στην αύξηση των επιτοκίων. Τα παραπάνω μέτρα οδήγησαν στην πτώση των τιμών των ακινήτων αλλά και στη δυσκολία των νοικοκυριών να αποπληρώσουν τα ήδη υψηλά δάνεια τα οποία

επιβαρύνονταν ακόμη περισσότερο και από την αύξηση των επιτοκίων. Τα παραπάνω είχαν σαν αποτέλεσμα την μείωση της οικονομικής δραστηριότητας (Διάγραμμα 4).

Διάγραμμα 2: Αναλογία τραπεζικού δανεισμού και ονομαστικού ΑΕΠ

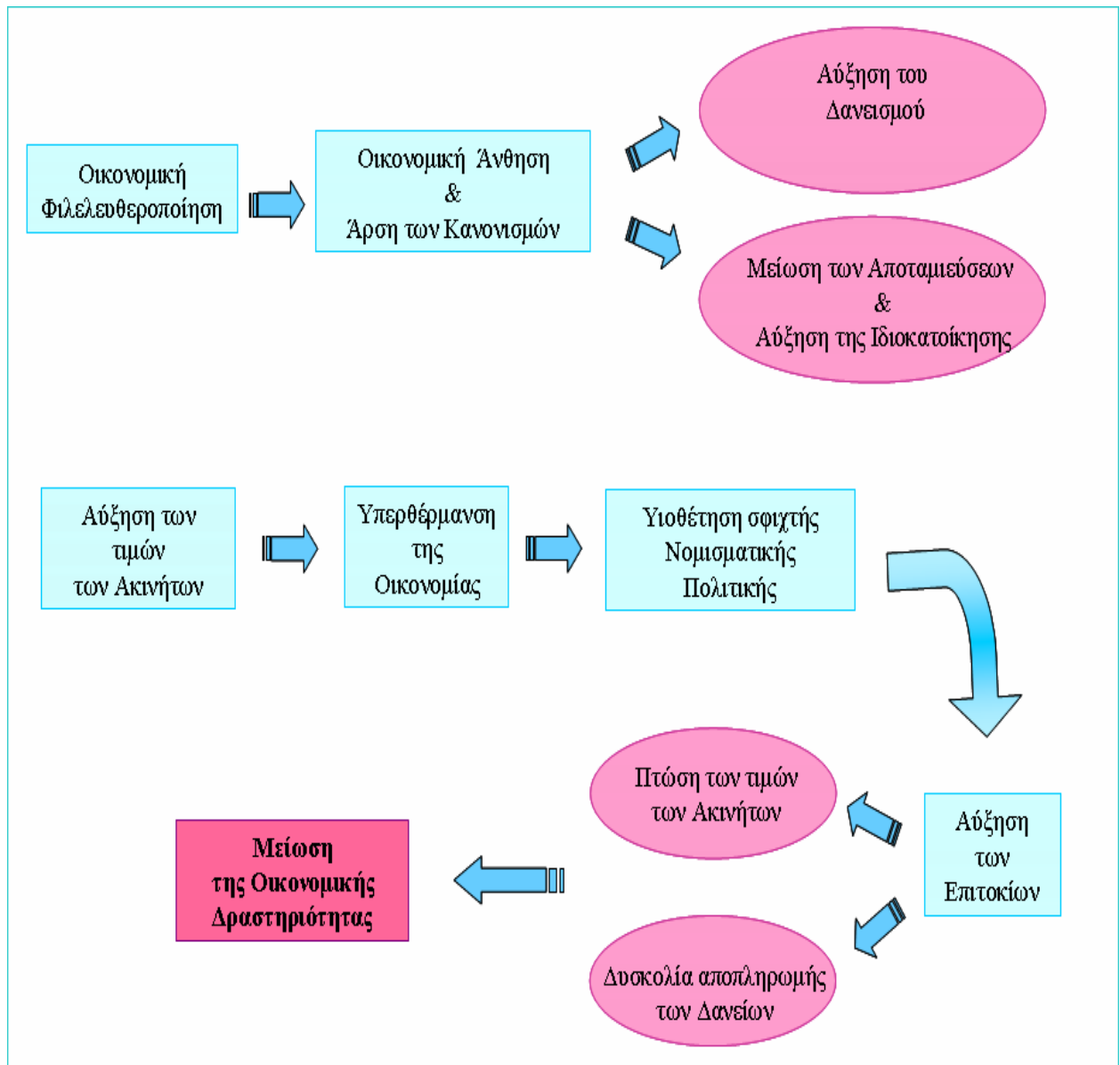


Διάγραμμα 3 : Αναλογία Τρεχουσών συναλλαγών ισοζυγίου πληρωμών και ονομαστικού ΑΕΠ



Πηγή: 'The Nordic Banking Crisis: Pitfalls in Financial Liberalization?', Burkhard Drees & Ceyla Pazarbasioglu, (Απρίλιος 1998)

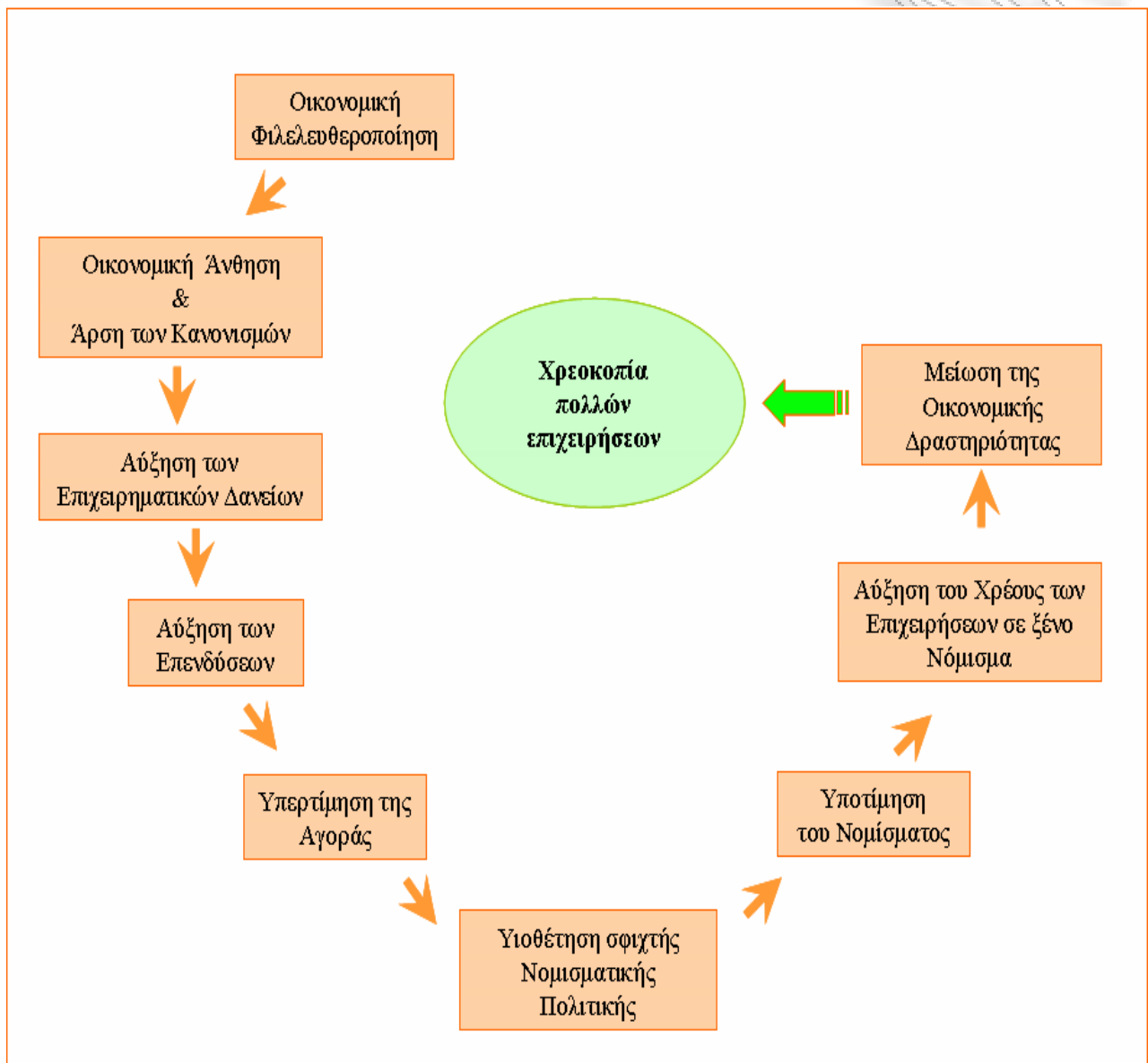
Διάγραμμα 4: Πιστωτικοί κύκλοι



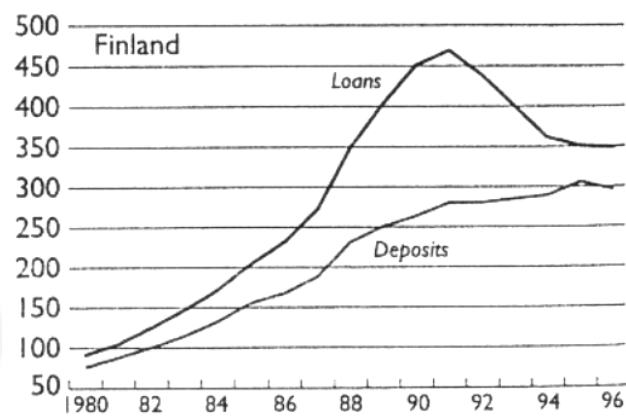
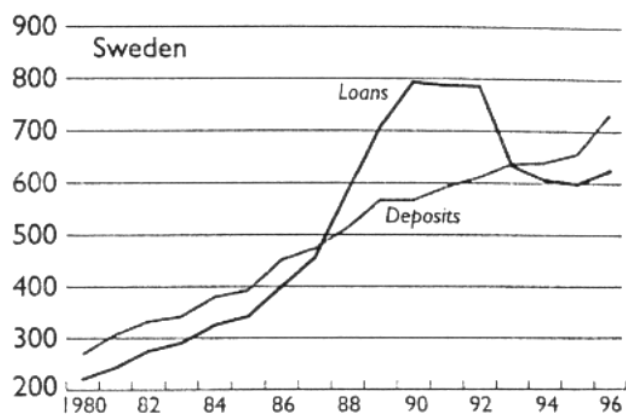
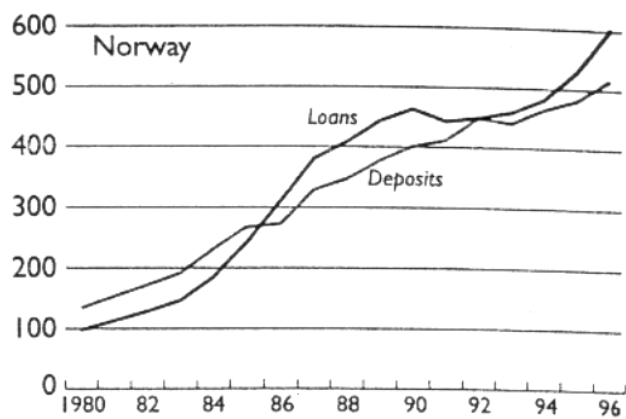
Παράλληλα, η οικονομική φιλελευθεροποίηση και η άρση των κανονισμών συντέλεσε στην αύξηση των επιχειρηματικών δανείων κυρίως σε ξένο νόμισμα. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα την αύξηση των επενδύσεων, κυρίως στον κατασκευαστικό κλάδο, στον κλάδο των υπηρεσιών και της ακίνητης περιουσίας. Η αύξηση των επενδύσεων οδήγησε με τη σειρά της στην υπερτίμηση της αγοράς στη Σκανδιναβία, η οποία όπως ήδη αναφέραμε οδήγησε στην υιοθέτηση σφιχτής νομισματικής πολιτικής. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα την υποτίμηση του νομίσματος και των τριών σκανδιναβικών χωρών, με αποτέλεσμα οι επιχειρήσεις που είχαν δανειστεί σε ξένο νόμισμα να επιβαρύνονται με επιπλέον χρέος. Ταυτόχρονα η πτώση των τιμών των ακινήτων και η δυσκολία των νοικοκυριών να αποπληρώσουν τα υψηλά δάνεια,

οδήγησαν στη μείωση της κατανάλωσης. Έτσι, σε αυτό το δυσοίωνα περιβάλλον όπου χαρακτηρίζονταν από μείωση της οικονομικής δραστηριότητας πολλές επιχειρήσεις χρεοκόπησαν (οι χρεοκοπίες έφτασαν σε επίπεδα ρεκόρ και στις τρεις χώρες). (Διάγραμμα 5 & Διάγραμμα 6).

Διάγραμμα 5: Πιστωτικοί κύκλοι



Διάγραμμα 6: Αναλογία καταθέσεων και δανείων



Πηγή: 'The Nordic Banking Crisis: Pitfalls in Financial Liberalization?', Burkhard Drees & Ceyla Pazarbasioglu, (Απρίλιος 1998)

4.2 Η αντίδραση των δανειστών

Η οικονομική φιλελευθεροποίηση συντέλεσε στη δημιουργία ενός ανταγωνιστικού κλίματος στον τραπεζικό τομέα, ενώ παράλληλα οδήγησε στην άρση των αυστηρών κανονισμών. Οι τραπεζικοί οργανισμοί αποδεσμεύθηκαν από τους περιορισμούς που αφορούσαν την αναλογία καταθέσεων και δανείων, το ανώτατο πιστωτικό όριο και τις μακροπρόθεσμες τραπεζικές σχέσεις. Έτσι, στο νέο ανταγωνιστικό περιβάλλον, οι τράπεζες ανέλαβαν περισσότερα ρίσκα προκειμένου να αυξήσουν την κερδοφορία τους και να κερδίσουν μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς. Για το λόγο αυτό, αύξησαν τα δάνεια και κυρίως τα στεγαστικά (τα οποία θεωρούσαν ότι παρέχουν την καλύτερη εγγύηση), γεγονός που οδήγησε στην αλλαγή του τραπεζικού χαρτοφυλακίου. Προκειμένου όμως να χρηματοδοτήσουν την αύξηση των δανείων βασίζονταν ολοένα και περισσότερο στην ξένη χρηματοδότηση, η οποία οδήγησε στην αύξηση του κόστους χρηματοδότησης.

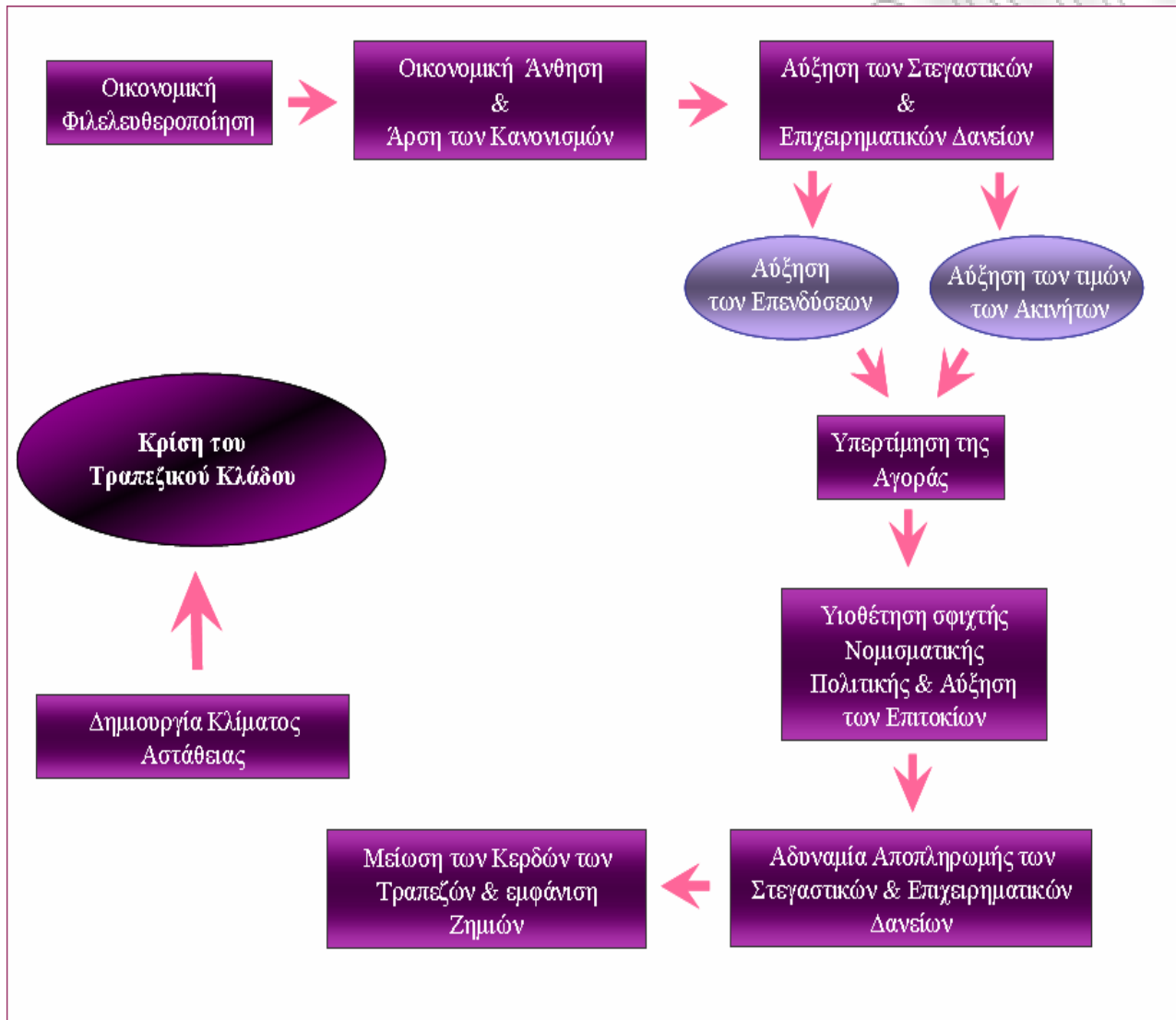
Ταυτόχρονα, όπως ήδη αναφέραμε, η υπερθέρμανση της οικονομίας η οποία οδήγησε στην αδυναμία των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων να αποπληρώσουν τα υψηλά δάνεια, οδήγησε αρχικά στη μείωση των κερδών των τραπεζών και στη συνέχεια στη δημιουργία ενός κλίματος αστάθειας το οποίο συνοδεύτηκε από την κρίση του τραπεζικού κλάδου (Διάγραμμα 7).

Η κρίση του τραπεζικού κλάδου οφείλεται κυρίως στην αύξηση παροχής δανείων μετά την οικονομική φιλελευθεροποίηση. Οι τράπεζες στην προσπάθεια τους να ανταπεξέλθουν στο ιδιαίτερα ανταγωνιστικό κλίμα που δημιουργήθηκε μετά την άρση των κανονισμών, υποτίμησαν τον αυξημένο κίνδυνο που ανέλαβαν, ενώ ταυτόχρονα δεν έδωσαν την απαραίτητη προσοχή στις επισφάλειες που προέκυψαν από την αύξηση παροχής δανείων, με αποτέλεσμα να γίνουν ιδιαίτερα επιρρεπείς σε ενδεχόμενα οικονομικά σοκ. Επιπλέον, η πιστωτική πολιτική των τραπεζών και οι μηχανισμοί ελέγχου, αποδείχθηκαν ανεπαρκείς για την εκτίμηση του πιστωτικού κινδύνου και τον έλεγχο της πιστοληπτικής ικανότητας των δανειστών μέσα στο νέο ανταγωνιστικό και μεταρρυθμιστικό περιβάλλον που είχε δημιουργηθεί.

Οι τράπεζες φαίνεται ότι υπερτίμησαν την αρχική απότομη αύξηση των τιμών των ακινήτων, με αποτέλεσμα να εγκρίνουν στεγαστικά δάνεια (σε ποσοστό χρηματοδότησης σχεδόν 100%) χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας δανειστές και

μάλιστα με εγγύηση μόνο το εν λόγω ακίνητο. Έτσι, μετά την εμφάνιση της φούσκας των ακινήτων, την αύξηση των επιτοκίων και τη σημαντική μείωση της οικονομικής δραστηριότητας επήλθε η κρίση των τραπεζών και στις τρεις σκανδιναβικές χώρες.

Διάγραμμα 7: Πιστωτικοί κύκλοι



4.3 Η αντίδραση των κυβερνήσεων

Η απάντηση των κυβερνήσεων των τριών χωρών δε ήταν άμεση ούτε επαρκής για τους ακόλουθους τρεις λόγους.

Αρχικά, μετά την οικονομική φιλελευθεροποίηση οι εποπτικές αρχές δεν έδωσαν ιδιαίτερη σημασία ούτε στην απότομη αύξηση των δανείων για αγορά κατοικίας ούτε στον υπερβολικό δανεισμό σε ξένο νόμισμα. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα να μην εφαρμόσουν νέους τραπεζικούς κανονισμούς, προκειμένου να αποφευχθεί η τραπεζική κρίση σε περίπτωση οικονομικής αστάθειας και μακροοικονομικών προβλημάτων. Παράλληλα, δεν προέβησαν σε έλεγχο της πιστωτικής πολιτικής των τραπεζών και των εσωτερικών μηχανισμών ελέγχου, αντίθετα εστίασαν περισσότερο την προσοχή τους στην ανάπτυξη της κεφαλαιακής αγοράς. Παράλληλα, οι φορολογικές απαλλαγές τη δεκαετία του '80, παρότρυναν τα περισσότερα νοικοκυριά να δανειστούν για αγορά κατοικίας, αφού το πραγματικό κόστος του δανείου ήταν αρνητικό. Ωστόσο, καμία από τις τρεις κυβερνήσεις δεν προέβη στην αλλαγή του φορολογικού συστήματος πριν το 1988 προκειμένου να περιορίσει τον αριθμό των στεγαστικών δανείων. Τέλος, παρά την απότομη αύξηση του δανεισμού καμία κυβέρνηση δεν εφάρμοσε άμεσα σφιχτή νομισματική πολιτική.

5. Η άνθηση και η πτώση των πιστωτικών κύκλων και η κρίση των τραπεζών

Η οικονομική φιλελευθεροποίηση και η συμβιβαστική μακροοικονομική πολιτική συντέλεσαν από τη μία πλευρά στην οικονομική άνθηση των σκανδιναβικών χωρών, ενώ από την άλλη έκαναν τις οικονομίες των τριών χωρών περισσότερο επιρρεπείς σε μακροοικονομικά σοκ, καθώς καμία από τις τρεις χώρες δεν ήταν πλήρως προσαρμοσμένη στο νέο ανταγωνιστικό περιβάλλον.

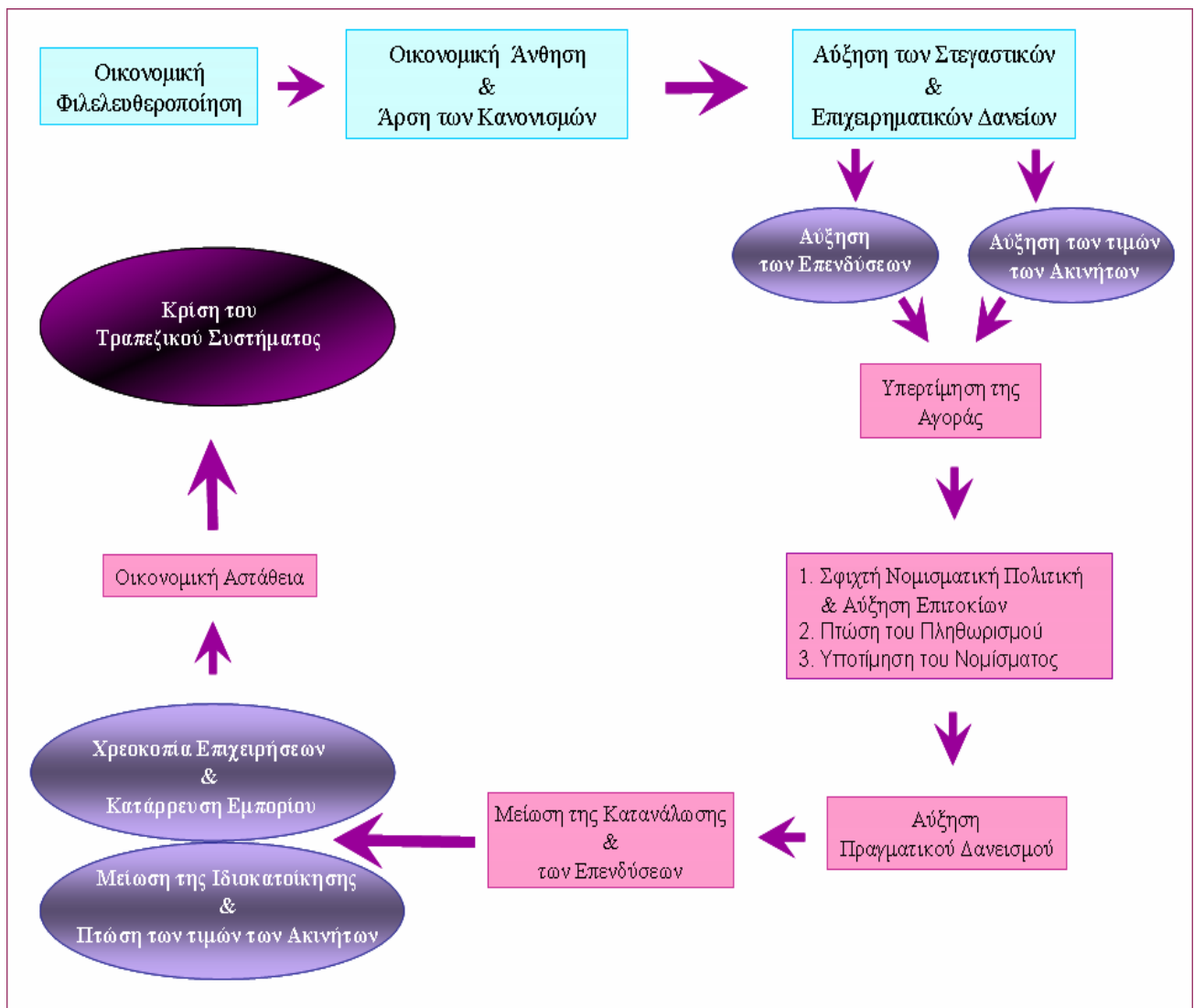
5.1 Οι πιστωτικοί κύκλοι και η κρίση των τραπεζών

Η οικονομική άνθηση ακολούθησε την ίδια πορεία και στις τρεις χώρες. Η αύξηση των εξαγωγών στη Νορβηγία στις αρχές του 1980 και η άνθηση του εμπορίου χαρτιού στη Φιλανδία και τη Σουηδία το 1986 μετά την πτώση της τιμής του πετρελαίου, συντέλεσαν στη σημαντική αύξηση της εγχώριας ζήτησης. Πιο συγκεκριμένα, οδήγησαν στην αύξηση της κατανάλωσης, ενώ παράλληλα συνέβαλαν στη μείωση της ανεργίας και στην αύξηση του εισοδήματος. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα, την αύξηση του πλούτου των νοικοκυριών και κατ' επέκταση την αύξηση των δανείων, η οποία με τη σειρά της οδήγησε στη μείωση των αποταμιεύσεων των νοικοκυριών.

Η οικονομική άνθηση ενισχύθηκε και από τη χαλαρή πιστωτική πολιτική των τραπεζών, η οποία με τη σειρά της ενίσχυσε την κερδοσκοπία στις μετοχές και στα ακίνητα, με αποτέλεσμα την περαιτέρω αύξηση του πλούτου των νοικοκυριών και την ανάγκη για περισσότερο δανεισμό. Ωστόσο, η πτώση του πληθωρισμού και η υποτίμηση και των τριών νομισμάτων, οδήγησαν στην υιοθέτηση πιο σφιχτής νομισματικής πολιτικής (αύξηση των επιτοκίων), η οποία με τη σειρά της οδήγησε στην αύξηση του πραγματικού δανεισμού. Τα παραπάνω προκάλεσαν τη μείωση της κατανάλωσης και των υπενδύσεων και εν συνεχεία την πτώση της ιδιοκατοίκησης και των τιμών των ακινήτων αλλά και τη χρεοκοπία πολλών επιχειρήσεων και την κατάρρευση του εμπορίου.

Όλα τα παραπάνω είχαν άμεσο αντίκτυπο και στην πορεία των τραπεζών, καθώς η αδυναμία που αντιμετώπιζαν νοικοκυριά και επιχειρήσεις να αποπληρώσουν τα δάνεια, η μείωση της αξίας των εγγυήσεων καθώς επίσης και οι συσσωρευμένες επισφάλειες οδήγησαν στην οικονομική αστάθεια, η οποία με τη σειρά της οδήγησε στην κρίση του τραπεζικού κλάδου (Διάγραμμα 8).

Διάγραμμα 8: Πιστωτικοί κύκλοι



6. Αντιμετώπιση της κρίσης και αναδιοργάνωση του τραπεζικού συστήματος

Η κρίση του τραπεζικού συστήματος απαιτεί την υιοθέτηση άμεσων και δραστικών μέτρων. Ανάλογα με το είδος της κρίσης, οι αρχές μπορούν να υιοθετήσουν διάφορα μέτρα. Μπορούν να παρέχουν κεφάλαιο στις τράπεζες που αντιμετωπίζουν σοβαρά οικονομικά προβλήματα χωρίς να αλλάξει κάτι στη λειτουργία τους. Επίσης, μπορούν να αναλάβουν την τράπεζα και να την λειτουργήσουν σαν δημόσιο οργανισμό. Εναλλακτικά, μπορούν να επιλέξουν να χρηματοδοτήσουν την αφερέγγυα τράπεζα και να αποπληρώσουν τους καταθέτες και τους πιστωτές ή ακόμη μπορεί να προβούν και σε πώληση της τράπεζας. Ανεξάρτητα από τον τρόπο που θα επιλέξει η

κυβέρνηση να αντιμετωπίσει την κρίση του τραπεζικού συστήματος, θα πρέπει να επιλέξει εκείνον που ελαχιστοποιεί τα συνολικά κόστη.

6.1 Τρόποι αντιμετώπισης της κρίσης από τις σκανδιναβικές αρχές

Στις σκανδιναβικές χώρες τόσο η κυβέρνηση όσο και η Κεντρική Τράπεζα προσπάθησε να στηρίξει το τραπεζικό σύστημα. Και οι τρεις κυβερνήσεις ανέλαβαν τη διαχείριση και λειτουργία των μεγάλων τραπεζών, ενώ προχώρησαν σε εκκαθάριση ορισμένων μόνο και κυρίως μικρών τραπεζών. Στην πλειοψηφία των περιπτώσεων, οι αρχές και των τριών χωρών ανέλαβαν τη διαχείριση και λειτουργία τους με απώτερο σκοπό είτε την πώληση τους σε σύντομο χρονικό διάστημα, είτε την παροχή χρηματοδότησης, κυρίως μέσω της συμμετοχής τους στα ίδια κεφάλαια για εκείνες τις τράπεζες που συνέχισαν να λειτουργούν ως ιδιωτικοί οργανισμοί. Τέλος, σε ορισμένες περιπτώσεις παρείχαν εγγυήσεις στις τράπεζες προκειμένου να συνεχίσουν τη λειτουργία τους, γεγονός το οποίο οδήγησε σε αντίστροφα αποτελέσματα καθώς μείωνε των ανταγωνισμό.

Στη Φιλανδία και τη Σουηδία, τα αδιάθετα ακίνητα των τραπεζών παραχωρήθηκαν σε εταιρείες διαχείρισης ακινήτων, προκειμένου να μειωθούν τα υψηλά ρίσκα και να αντιμετωπιστεί η κρίση των τραπεζών. Επίσης, στη Νορβηγία δύο χωριστοί οργανισμοί, η Κυβερνητική Τράπεζα Ασφαλίσεως Κεφαλαίου και η Κυβερνητική Τράπεζα Επενδύσεων Κεφαλαίου, συστάθηκαν το 1991 προκειμένου να επιλύσουν τα προβλήματα στον τραπεζικό τομέα. Η πρώτη παρείχε βοήθεια κυρίως μέσω των αποθεμάτων κεφαλαίου των τραπεζών και η δεύτερη μέσω της απ' ευθείας επένδυσης κεφαλαίου στις τράπεζες.

• Η εμπειρία της Νορβηγίας

Την πρώτη φάση της κρίσης των τραπεζών (1988-1989) οι Εμπορικές και οι Αποταμιευτικές Τράπεζες Ασφαλίσεως Κεφαλαίου παρείχαν κεφάλαια στις τράπεζες προκειμένου να διευκολύνουν τις συγχωνεύσεις με μεγαλύτερες τράπεζες. Ωστόσο, στα τέλη του 1990, οι συσσωρευμένες τραπεζικές ζημιές εξάντλησαν σχεδόν όλα τα αποθέματα κεφαλαίου, με αποτέλεσμα να μην μπορούν να ενισχυθούν οι τράπεζες με περισσότερα. Η κυβέρνηση προκειμένου να ενισχύσει την εμπιστοσύνη στο τραπεζικό σύστημα, ίδρυσε το Μάρτιο του 1991 την Κυβερνητική Τράπεζα Ασφαλίσεως Κεφαλαίου, η οποία είχε ως στόχο την παροχή δανείων στις Εμπορικές

και Αποταμιευτικές Τράπεζες, οι οποίες με τη σειρά τους θα παρείχαν κεφάλαιο στις τράπεζες. Επιπλέον, τον Νοέμβριο του 1991, το Κοινοβούλιο προχώρησε στην αύξηση κεφαλαίου της Κυβερνητικής Τράπεζας Ασφαλίσεως Κεφαλαίου κατά 6 δισεκατομμύρια ΝΚτ. προκειμένου να συμβάλει στην καλύτερη αντιμετώπιση της κρίσης.

• *Η εμπειρία της Σουηδίας*

Στα μέσα του 1992 η κυβέρνηση διαπίστωσε την ανάγκη για υιοθέτηση συγκεντρωτικής στρατηγικής προκειμένου να αποφευχθεί η ολοκληρωτική κατάρρευση του τραπεζικού συστήματος και να μειωθούν σημαντικά οι απώλειες από τα δάνεια των τραπεζών σε ξένο νόμισμα. Για το λόγο αυτό το Σεπτέμβριο του 1992 η κυβέρνηση ανακοίνωσε την εγγύηση όλων των τραπεζικών υποχρεώσεων οι οποίες θα εκπληρωνόταν στην ώρα τους καθώς επίσης και τη διασφάλιση ότι κανένας καταθέτης ή πιστωτής δεν θα επιβαρυνόταν με τυχόν απώλειες. Στην πραγματικότητα η κυβέρνηση θέλησε να παράσχει υποστήριξη υπό τη μορφή εγγύησης των δανείων, συνεισφοράς κεφαλαίου και άλλων κατάλληλων μέτρων, χωρίς μάλιστα ανώτατο όριο καλύψεως.

Τον Δεκέμβριο του 1992, η κυβέρνηση προχώρησε στη σύσταση ενός υποστηρικτικού οργανισμού ('Bank Support Act'), ο οποίος είχε ως στόχο την μείωση του μακροπρόθεσμου δημοσιονομικού κόστους και την όσο το δυνατόν μεγαλύτερη αποπληρωμή της συνεισφοράς κεφαλαίου. Παράλληλα, είχε γίνει ξεκάθαρο ότι η κυβέρνηση δεν θα αποκτούσε τη διαχείριση των τραπεζών και των πιστωτικών οργανισμών. Τον Μάιο του 1996 η κυβέρνηση ίδρυσε και έναν άλλο οργανισμό ('Bank Support Authority') προκειμένου να ενισχύσει τις θέσεις του πρώτου οργανισμού ('Bank Support Act') αλλά και να αποφασίζει για την λήψη των κατάλληλων μέτρων.

• *Η εμπειρία της Φιλανδίας*

Η κυβέρνηση της Φιλανδίας παρείχε βοήθεια για την αντιμετώπιση της κρίσης μέσω τριών καναλιών: της Τράπεζας της Φιλανδίας, ενός κυβερνητικού οργανισμού εγγυήσεως κεφαλαίων ('Government Guarantee Fund') ο οποίος ιδρύθηκε τον Απρίλιο του 1992 και του κρατικού προϋπολογισμού. Μέσω των τριών αυτών καναλιών, η κυβέρνηση διασφάλιζε την εγγύηση όλων των τραπεζικών

υποχρεώσεων οι οποίες θα εκπληρωνόταν στην ώρα τους κάτω από οποιεσδήποτε συνθήκες.

Παράλληλα, η φιλανδική κυβέρνηση προκειμένου να βελτιώσει τον οικονομικό έλεγχο, αυτονόμησε τη Διεύθυνση Τραπεζικής Επιθεώρησης, η οποία αποτελούσε τμήμα του Υπουργείου Οικονομικών και το μετονόμασε σε Αρχή Οικονομικής Επιθεώρησης. Η παραπάνω αυτόνομη αρχή είχε ως βασικό στόχο την εντατικοποίηση των οικονομικών ελέγχων και την ελαχιστοποίηση των συναλλαγματικών κινδύνων.

6.2 Αναδιοργάνωση του τραπεζικού συστήματος

Οι προσπάθειες και των τριών χωρών για την αντιμετώπιση της κρίσης και οι αλλαγές στον τραπεζικό τομέα συντέλεσαν στην αναδιοργάνωση ολόκληρου του τραπεζικού συστήματος στις σκανδιναβικές χώρες.

Στη Νορβηγία μετά από τέσσερα χρόνια κατοχής της ιδιοκτησίας των τριών μεγαλύτερων τραπεζών Fokus Bank, Den Norske, & Christiania, η κυβέρνηση ολοκλήρωσε το 1995 την ιδιωτικοποίηση της πρώτης, ενώ ταυτόχρονα μείωσε το ποσοστό των μετοχών της (από 72% σε 51%) στις άλλες δύο τράπεζες. Ωστόσο, ο δημόσιος τομέας εξακολουθούσε να διατηρεί υψηλό ποσοστό συμμετοχής στο οικονομικό σύστημα (το 70% του δανεισμού των εμπορικών τραπεζών και το 50% του συνολικού δανεισμού).

Στη Σουηδία πραγματοποιήθηκε μία σειρά από συγχωνεύσεις κυρίως με τη μορφή απορρόφησης των μικρών συνεταιριστικών και αποταμιευτικών τραπεζών, με αποτέλεσμα τη δημιουργία δύο μεγάλων τραπεζών της Sparbanken Sverige και της Foreningsbanken. Πιο συγκεκριμένα, όλες οι συνεταιριστικές τράπεζες συγχωνεύθηκαν σε μία μόνο εμπορική τράπεζα.

Παρόμοια ήταν και η πορεία των τραπεζών στη Φιλανδία, όπου μέχρι το τέλος του 1996 οι τρεις μεγαλύτερες τράπεζες κατείχαν το 80% των συνολικών περιουσιακών στοιχείων των τραπεζών. Πιο συγκεκριμένα, στα μέσα του 1995, η Merita Bank, η οποία αποτελούσε συγχώνευση των δύο μεγάλων εμπορικών τραπεζών (της Kor & της Unitas), κατείχε σχεδόν το 50% των συνολικών περιουσιακών στοιχείων των τραπεζών.

Από το 1994 και μετά άρχισαν να παρουσιάζονται στις τρεις χώρες της Σκανδιναβίας τα πρώτα σημάδια ανάκαμψης της οικονομίας και μείωσης των επισφαλών δανείων. Ωστόσο, η αποπληρωμή των δανείων δεν είχε ομαλοποιηθεί εντελώς ύστερα από την απότομη πτώση που παρουσίασε στις αρχές του '90. Ιδιαίτερα δύσκολη ήταν η κατάσταση στη Φιλανδία, όπου οι εταιρείες εξακολουθούσαν να χρηματοδοτούν τις επενδύσεις τους κυρίως μέσω των παρακρατηθέντων κερδών και του νέου μετοχικού κεφαλαίου, προκειμένου να κατορθώσουν να μειώσουν τον υψηλό τραπεζικό δανεισμό. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα το τραπεζικό σύστημα στη Φιλανδία να εμφανίσει τα πρώτα κερδοφόρα αποτελέσματα το 1996, σε αντίθεση με τη Νορβηγία και τη Σουηδία που εμφάνισαν κερδοφορία το 1993 και 1994 αντίστοιχα (Πίνακας 1).

Από το 1993 και μετά με τη βοήθεια της κυβέρνησης, η κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών των τριών χωρών παρουσίασε σημαντική βελτίωση. Το 1996, η κατά μέσο όρο αναλογία κεφαλαιακής επάρκειας ήταν 12.4%, 14% και 16% για τη Φιλανδία, τη Νορβηγία και τη Σουηδία αντίστοιχα. Επίσης, μεταξύ των τριών χωρών οι τράπεζες της Φιλανδίας παρουσίασαν τη χαμηλότερη αναλογία καθαρού εισοδήματος και συνολικών περιουσιακών στοιχείων, αντικατοπτρίζοντας με αυτό τον τρόπο την αδυναμία αποπληρωμής των δανείων και τη μειωμένη ζήτηση αυτών (Πίνακας 2). Τέλος, η αναλογία των λειτουργικών εξόδων των τραπεζών και των συνολικών περιουσιακών στοιχείων μειώθηκε περισσότερο στη Φιλανδία σε σχέση με τις δύο άλλες χώρες (Πίνακας 3).

Μετά τα πέρασμα της κρίσης των τραπεζών και της οικονομικής αστάθειας, ο τραπεζικός τομέας άρχισε να αναδιοργανώνεται και να βελτιώνεται. Ταυτόχρονα, η διείσδυση ξένων τραπεζών στη Σκανδιναβία, οδήγησε στην ενίσχυση του ανταγωνιστικού κλίματος στο τραπεζικό κλάδο και ανάγκασε τις σκανδιναβικές τράπεζες να βελτιώσουν την παροχή των υπηρεσιών τους αλλά και την αποτελεσματικότητά τους.

Πίνακας 1

Φιλανδία – Κερδοφορία Τραπεζών

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Commercial banks																
Net interest income	2.28	2.19	2.14	1.68	1.64	1.65	1.24	1.53	1.59	1.36	1.51	1.25	1.12	1.37	1.36	1.44
Operating expenses	3.59	3.38	3.16	2.88	2.86	2.80	2.59	2.58	2.81	2.64	2.61	4.02	4.35	4.54	3.96	3.32
Loan loss provisions	0.02	0.03	0.06	0.07	0.07	0.08	0.11	0.17	0.23	0.27	0.30	0.96	2.30	2.42	1.00	—
Profits before taxes	0.71	0.97	0.99	0.70	0.80	1.09	0.82	0.90	1.09	0.46	0.38	-0.73	-1.93	-1.76	-1.12	-0.55
Cooperative banks																
Net interest margins	3.71	3.73	3.66	3.50	3.34	3.36	3.19	3.27	3.21	2.90	3.10	2.98	2.47	2.99	3.41	3.28
Operating expenses	4.52	4.49	4.66	4.50	4.49	4.03	4.08	4.14	4.03	3.83	3.84	4.35	5.12	6.28	6.19	5.03
Loan loss provisions	—	—	—	0.02	0.02	0.02	0.06	0.19	0.19	0.16	0.18	0.39	1.13	2.24	0.91	—
Profits before taxes	0.67	0.71	0.77	0.69	0.64	0.75	0.67	0.73	0.96	0.60	0.78	0.76	0.03	-1.65	-1.17	-0.02
Savings banks																
Net interest income	3.57	3.57	3.83	3.50	3.10	3.28	3.28	3.27	3.05	2.65	2.53	2.09	0.36	1.50	0.47	2.32
Operating expenses	4.23	4.20	4.26	4.11	4.09	4.48	4.61	4.72	4.43	3.94	3.54	4.76	12.38	6.93	3.78	2.61
Loan loss provisions	—	—	—	—	—	0.04	0.04	0.11	0.12	0.18	0.36	0.94	6.80	3.30	1.85	—
Profits before taxes	0.59	0.66	0.69	0.53	0.40	0.60	0.64	0.72	0.76	0.45	0.56	-0.41	-9.29	-4.94	-2.05	0.41

Πηγή: 'The Nordic Banking Crisis: Pitfalls in Financial Liberalization?', Burkhard Drees & Ceyla Pazarbasioglu, (Απρίλιος 1998)

Πίνακας 2

Κερδοφορία Τραπεζών – Διεθνείς Συγκρίσεις περιόδου 1990 – 1994

	Net Interest Income (Intermediation margin)	Net Noninterest Income	Net Banking Income (Overall gross margin)	Total Operating Expenses	Pre-Tax Profit
Belgium	1.39	0.43	1.82	1.26	0.30
Denmark	3.44	0.17	3.60	2.38	-0.19
Finland	1.61	1.78	3.39	3.00	-1.14
France	1.59	0.70	2.30	1.52	0.24
Germany	1.96	0.60	2.57	1.63	0.52
Italy	3.22	1.15	4.37	2.66	1.09
Netherlands	1.73	0.70	2.44	1.65	0.50
Norway	3.48	0.93	4.40	2.88	-0.33
Portugal	3.69	1.10	4.79	2.35	1.07
Spain	3.39	0.89	4.28	2.56	0.93
Sweden	2.69	1.79	4.48	2.42	1.12
Switzerland	1.54	1.58	3.12	1.65	0.58
United Kingdom	2.57	1.85	4.42	2.87	0.64
Mean	2.48	1.05	3.54	2.28	0.41

Πηγή: 'The Nordic Banking Crisis: Pitfalls in Financial Liberalization?', Burkhard Drees & Ceyla Pazarbasioglu, (Απρίλιος 1998)

Πίνακας 3

Νορβηγία – Κερδοφορία Τραπεζών

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Commercial banks																
Net interest income	3.17	3.06	3.03	3.39	3.10	2.77	2.78	2.71	2.62	2.98	2.55	2.45	2.78	3.07	2.78	2.76
Operating expenses	3.55	3.47	3.27	3.31	3.27	3.11	2.90	2.92	2.68	2.64	2.62	3.15	2.48	2.38	2.57	2.76
Loan loss provisions	0.13	0.07	0.17	0.20	0.24	0.35	0.50	1.03	1.57	1.60	1.96	4.28	2.25	1.41	0.10	0.01
Profits before taxes	0.85	0.99	0.81	1.18	1.17	0.92	0.95	-0.04	-0.13	0.04	-1.17	-4.29	-1.25	0.58	1.21	2.00
Savings banks																
Net interest income	3.92	4.52	4.60	4.64	4.44	3.87	3.70	4.03	3.62	4.14	3.85	3.79	4.34	4.73	4.14	3.91
Operating expenses	2.97	3.18	3.32	3.47	3.47	3.38	3.24	3.15	3.07	3.08	3.09	3.34	2.96	2.92	2.90	2.91
Loan loss provision	0.04	0.06	0.07	0.13	0.15	0.18	0.27	0.84	1.23	2.24	2.05	2.11	1.83	1.19	0.40	0.13
Profits before taxes	1.03	1.56	2.12	1.35	1.23	0.86	0.94	0.63	-0.04	-0.30	-0.77	-1.21	0.04	2.03	1.28	1.87

Σουηδία – Κερδοφορία Τραπεζών

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Commercial banks																
Net interest income	2.10	2.15	1.99	2.27	2.21	1.99	2.61	2.49	2.44	2.15	2.08	2.09	2.19	2.72	2.56	2.68
Operating expenses	2.00	2.05	2.16	1.94	2.06	1.89	2.19	1.93	1.90	1.58	2.21	3.38	5.35	6.46	3.25	2.98
Loan loss provisions	0.05	0.11	0.35	0.28	0.39	0.23	0.34	0.24	0.17	0.18	0.62	1.83	3.37	3.18	2.51	2.00
Profits before taxes	1.07	1.13	0.91	1.38	1.12	1.11	1.85	1.29	1.45	1.22	0.68	-0.50	-2.31	-1.22	0.98	1.33
Cooperative banks																
Net interest income	2.72	3.15	3.33	3.69	3.70	4.08	4.50	4.50	4.69	4.84	3.87	3.94	—	—	—	—
Operating expenses	2.15	2.15	2.17	2.27	2.53	2.80	2.77	3.10	3.04	2.96	2.16	2.17	—	—	—	—
Loan loss provision	0.01	0.02	0.05	0.07	0.07	0.18	0.18	0.19	0.18	0.31	0.65	2.80	—	—	—	—
Profits before taxes	0.56	0.98	1.12	1.35	1.10	1.10	1.56	1.21	1.47	1.57	1.06	-1.03	—	—	—	—
Savings banks																
Net interest income	2.64	3.09	3.22	3.60	3.59	3.94	4.21	4.05	4.13	4.11	4.55	4.53	4.17	6.83	4.90	4.95
Operating expenses	2.41	2.38	2.54	2.63	3.19	3.70	4.00	4.02	3.95	3.92	4.39	7.23	9.33	6.12	4.42	4.61
Loan loss provision	0.02	0.03	0.07	0.11	0.16	0.29	0.42	0.28	0.29	0.36	1.09	3.85	4.46	2.15	2.01	2.00
Profits before taxes	0.75	1.19	1.20	1.39	1.18	1.26	1.60	1.14	1.34	1.21	1.04	-1.79	-2.82	1.54	1.74	1.58

Κερδοφορία Τραπεζών – Διεθνείς Συγκρίσεις περιόδου 1985 – 1989

	Net Interest Income (Intermediation margin)	Net Noninterest Income (Overall gross margin)	Net Banking Income	Total Operating Expenses	Pre-Tax Profit
Belgium	1.61	0.44	2.05	1.37	0.31
Denmark	2.49	1.09	3.58	2.05	0.81
Finland	1.94	1.81	3.75	2.85	0.37
France	2.25	0.41	2.66	1.80	0.32
Germany	2.13	0.57	2.69	1.73	0.59
Italy	3.06	1.18	4.24	2.73	0.94
Netherlands	2.16	0.78	2.94	1.94	0.67
Norway	3.16	1.07	4.23	2.90	0.23
Portugal	3.01	0.69	3.70	2.08	0.55
Spain	3.87	0.81	4.67	2.98	1.02
Sweden	2.68	1.04	3.73	2.06	0.56
Switzerland	1.32	1.29	2.61	1.44	0.68
United Kingdom	3.03	1.74	4.76	3.10	0.81
Mean	2.52	0.99	3.51	2.23	0.60

Πηγή: 'The Nordic Banking Crisis: Pitfalls in Financial Liberalization?', Burkhard Drees & Ceyla Pazarbasioglu, (Απρίλιος 1998)

7. Μαθήματα πολιτικής από την εμπειρία των σκανδιναβικών χωρών

Μεταξύ των τριών σκανδιναβικών χωρών, την καλύτερη πολιτική αναδιοργάνωσης του τραπεζικού συστήματος ακολούθησε η Σουηδία. Το βασικό στοιχείο της στρατηγικής που ακολούθησε ήταν η ίδρυση ενός αυτόνομου οργανισμού ('Bank Support Authority') για τη λήψη των κατάλληλων μέτρων αντιμετώπισης της κρίσης των τραπεζών. Επίσης, χώρισε τις τράπεζες σε δύο κατηγορίες, σε εκείνες που θεωρούνταν βιώσιμες και στις οποίες παρείχε στήριξη μέσω χρηματοδότησης και σε εκείνες που δεν ήταν βιώσιμες και τις οποίες έκλεισε ή συγχώνευσε με μεγαλύτερες τράπεζες. Επιπλέον, η κυβερνητική βοήθεια δεν κάλυπτε το μετοχικό κεφάλαιο των ιδιοκτητών, ενώ παράλληλα η Bank Support Authority έλεγχε και εκτιμούσε την ακίνητη περιουσία των τραπεζών.

Γενικότερα, η ύπαρξη σταθερού οικονομικού περιβάλλοντος, σε συνδυασμό με την ύπαρξη χαμηλού πληθωρισμού και αξιόπιστης νομισματικής πολιτικής, θα μπορούσε να αποτρέψει ενδεχόμενη κρίση στο τραπεζικό σύστημα και ταυτόχρονα να συντελέσει στην ανάπτυξη του οικονομικού συστήματος. Επίσης, η ύπαρξη κανονισμών και ελέγχου των αυτόνομων οικονομικών οργανισμών, θα μπορούσε να συνεισφέρει στην ύπαρξη ενός σταθερού οικονομικού συστήματος, μειώνοντας έτσι την πιθανότητα οικονομικής αστάθειας και κατ' επέκταση και ενδεχόμενης τραπεζικής κρίσης. Η απότομη αύξηση του δανεισμού σε συνδυασμό με την άνοδο των τιμών των ακινήτων και την αύξηση του χρέους των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων, αποτελούν σημάδια τραπεζικών δυσχερειών, οι οποίες μπορεί να οδηγήσουν και σε κρίση των τραπεζών.

8. Συμπεράσματα για την κρίση των τραπεζών στη Σκανδιναβία

Η εμπειρία των τριών σκανδιναβικών χωρών στα μέσα της δεκαετίας του '80 αποτέλεσε ένα σοκ για το οικονομικό σύστημα. Η άρση των τραπεζικών κανονισμών, οι μειωμένοι έλεγχοι παροχής δανείων των τραπεζών, οι μειωμένοι συναλλαγματικοί περιορισμοί, η χαλαρή νομισματική πολιτική, τα χαμηλά επιτόκια, οι φορολογικές απαλλαγές στους δανειζόμενους, το μακροοικονομικό περιβάλλον που ενίσχυε την υπάρχουσα κατάσταση σε συνδυασμό με την πολιτικές αποφάσεις που ακολούθησαν οι κυβερνήσεις των τριών χωρών οδήγησαν στην κρίση του τραπεζικού τομέα.

Από την πλευρά των δανειστών, η οικονομική άνθηση και η άρση των κανονισμών, οδήγησε στην αύξηση του δανεισμού η οποία συντέλεσε στην αύξηση των τιμών των ακινήτων και κατ' επέκταση στην υπερθέρμανση της οικονομίας, η οποία με τη σειρά της οδήγησε στην υιοθέτηση σφιχτής νομισματικής πολιτικής και στην άνοδο των επιτοκίων. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα την αύξηση του χρέους των νοικοκυριών. Παρόμοια ήταν και τα αποτελέσματα για τις επιχειρήσεις, όπου η αύξηση των επιχειρηματικών δανείων κυρίως σε ξένο νόμισμα είχε ως αποτέλεσμα την αύξηση των επενδύσεων, η οποία με τη σειρά της οδήγησε στην υπερτίμηση της αγοράς στη Σκανδιναβία. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα την υποτίμηση του νομίσματος, με αποτέλεσμα οι επιχειρήσεις που είχαν δανειστεί σε ξένο νόμισμα να επιβαρύνονται με επιπλέον χρέος.

Από την πλευρά των τραπεζών, η οικονομική άνθηση συντέλεσε στη δημιουργία ενός ανταγωνιστικού κλίματος και οδήγησε στην άρση των αυστηρών κανονισμών. Οι τραπεζικοί οργανισμοί αποδεσμεύθηκαν από τους περιορισμούς που αφορούσαν την αναλογία καταθέσεων και δανείων, το ανώτατο πιστωτικό όριο και τις μακροπρόθεσμες τραπεζικές σχέσεις και ανέλαβαν περισσότερα ρίσκα προκειμένου να αυξήσουν την κερδοφορία τους. Έτσι, αύξησαν το ποσοστό δανειοδότησης με αποτέλεσμα να αλλάξουν το χαρτοφυλάκιο τους. Προκειμένου όμως να χρηματοδοτήσουν την αύξηση των δανείων βασίζονταν ολοένα και περισσότερο στην ξένη χρηματοδότηση, η οποία με τη σειρά της οδήγησε στην αύξηση του κόστους χρηματοδότησης.

Από την πλευρά των κυβερνήσεων, οι αρχές ανέλαβαν τη διαχείριση και λειτουργία των μεγάλων τραπεζών (μέσω χρηματοδότησης και παροχής εγγυήσεων), ενώ προχώρησαν σε εκκαθάριση ορισμένων μικρών τραπεζών (μέσω συγχωνεύσεων ή οριστικού κλεισίματος). Ωστόσο, με την πολιτική που ακολούθησαν και οι τρεις κυβερνήσεις δεν κατόρθωσαν να αντιμετωπίσουν άμεσα και δραστικά τα προβλήματα που δημιουργήθηκαν στον τραπεζικό τομέα. Δεν εφάρμοσαν εντατικούς και επαρκείς ελέγχους στις τράπεζες που απότομα αύξησαν το ποσοστό παροχής δανείων αλλά και την χρηματοδότησή τους σε ξένο συνάλλαγμα. Επίσης, οι υψηλές φορολογικές απαλλαγές που παρέχονταν στους δανειστές καθυστέρησαν να τροποποιηθούν και να μειωθούν, ενώ δεν υιοθετήθηκε αυστηρή δημοσιονομική πολιτική άμεσα και σε επαρκή επίπεδο. Παράλληλα, η νομισματική πολιτική δεν ελέγχθηκε επαρκώς,

προκειμένου να αποφευχθεί η αρχική απότομη αύξηση των τιμών των ακινήτων η οποία κατέληξε και στη φούσκα των ακινήτων.

Από την εμπειρία των σκανδιναβικών χωρών μπορούμε να συμπεράνουμε ότι, αν η διαδικασία της φιλελευθεροποίησης δεν σχεδιαστεί σωστά και αν οι τράπεζες δεν εφαρμόζουν τους απαραίτητους εσωτερικούς ελέγχους αναφορικά με την παροχή δανείων και τη σωστή πολιτική διαχείρισης του κινδύνου, τότε είναι βέβαιο ότι θα δημιουργηθεί οικονομική αστάθεια και θα προκύψουν προβλήματα στον τραπεζικό τομέα. Ταυτόχρονα, το ανταγωνιστικό περιβάλλον το οποίο ενισχύεται στα πλαίσια της φιλελευθεροποίησης, είναι πιθανό να οδηγήσει στην οικονομική αστάθεια και στον κλονισμό του οικονομικού και κατ' επέκταση και του τραπεζικού συστήματος.

(III) Η κρίση των Τραπεζών στην Ιαπωνία

1. Εισαγωγή

Την προηγούμενη δεκαετία το τραπεζικό σύστημα της Ιαπωνίας παρουσίαζε σημάδια πτώσης, γεγονός το οποίο οφείλεται στη φούσκα των ακινήτων, η οποία ξεκίνησε στα τέλη της δεκαετίας του '80 και κατέληξε στην ολοκληρωτική κρίση του ιαπωνικού συστήματος το 1997. Λαμβάνοντας υπ' όψιν το σημαντικό μέγεθος των τραπεζών της Ιαπωνίας και την κυρίαρχη θέση τους στην χρηματοδότηση των επιχειρήσεων, γίνεται εύκολα αντιληπτό ότι η παραπάνω κρίση είχε βαθιά αποτελέσματα τόσο για την ίδια τη χώρα όσο και για τις υπόλοιπες χώρες της Ανατολικής Ασίας.

Η κρίση των τραπεζών στην Ιαπωνία είχε τα χαρακτηριστικά των σκανδιναβικών χωρών: υπερβολική αύξηση των τιμών των ακινήτων σε περιόδους οικονομικής άνθησης, οικονομική φιλελευθεροποίηση χωρίς την ύπαρξη κατάλληλων μεταρρυθμιστικών μέτρων και απουσία άμεσης αντίδρασης της κυβέρνησης. Ωστόσο, αυτό που κάνει των ιαπωνική κρίση να ξεχωρίζει είναι το γεγονός μία δεκαετία πριν την κρίση οι ιαπωνικές τράπεζες ήταν μεταξύ των πιο ισχυρών τραπεζών στον κόσμο. Για το λόγο αυτό η παραπάνω κρίση ήταν υπεύθυνη για την πτώση και τη στασιμότητα της ιαπωνικής οικονομίας τη δεκαετία του '90.

Η οικονομική δραστηριότητα της χώρας τη δεκαετία του '90 ήταν ιδιαίτερα αδύναμη. Ωστόσο αξίζει να σημειωθεί ότι δεν οδήγησε σε υψηλή ανεργία (μόλις 3,5%), γεγονός το οποίο οφείλεται κυρίως στη θέσπιση της οκτάωρης απασχόλησης αλλά και στη διατήρηση του ποσοστού των εξαγωγών. Η περιορισμένη οικονομική ανάπτυξη, τα σοβαρά προβλήματα στον τραπεζικό τομέα που οδήγησαν σε αύξηση του δημοσιονομικού ελλείμματος και του δημόσιου χρέους, η φούσκα των ακινήτων καθώς επίσης και η έλλειψη εμπιστοσύνης από την πλευρά των καταναλωτών και των επιχειρήσεων, προκάλεσαν την οικονομική κρίση της Ιαπωνίας.

Κρίνεται σκόπιμο να αναφέρουμε ότι η οικονομική κρίση στην Ιαπωνία τη δεκαετία του 1990 διήρκησε περισσότερο σε σύγκριση με τις σκανδιναβικές χώρες. Η επιβράδυνση συνδέεται με την κατάρρευση των τιμών των ακινήτων και τη φούσκα

των επενδύσεων, τις δυσκολίες του τραπεζικού συστήματος να αντιμετωπίσει την κατάσταση, την πολιτική που υιοθέτησε η κυβέρνηση και τα τεράστια κύματα στη συναλλακτική αξία του γέν το 1993 και 1995 που υπονόμισαν την ανάκαμψη.

2. Οι Τραπεζικοί κανονισμοί

Τη δεκαετία του '80 το τραπεζικό σύστημα στην Ιαπωνία διέπονταν από αυστηρούς κανόνες σχεδιασμένοι με τέτοιο τρόπο ώστε τα επιτόκια να παραμένουν σταθερά και σε χαμηλά επίπεδα.

2.1 Κανονισμοί Επιτοκίων

Ο νόμος ρύθμισης του επιτοκίου (TIRAL – Temporary Interest Rate Adjustment Law) παρείχε το αρχικό πλαίσιο ελέγχου των επιτοκίων στην Ιαπωνία. Επέτρεπε το Υπουργείο Οικονομικών να συγκαλεί το Συμβούλιο της Τράπεζας της Ιαπωνίας προκειμένου να καθιερώσουν, να αναθεωρήσουν ή να καταργήσουν τα ανώτατα όρια επιτοκίου. Με βάση τον παραπάνω νόμο το Συμβούλιο της Τράπεζας καθιέρωσε ανώτατα όρια επιτοκίων τα οποία ήταν διαχρονικά σταθερά και κυμαίνονταν σε χαμηλά επίπεδα (2,5%). Αυτό είχε ως αποτέλεσμα την έλλειψη ανταγωνισμού στο επίπεδο των τιμών.

2.2 Διατήρηση αποθεματικών για επισφάλειες δανείων

Από το 1964 οι τράπεζες της Ιαπωνίας επιτρεπόταν να διατηρούν αποθεματικούς λογαριασμούς για τυχών επισφάλειες, έχοντας με αυτό τον τρόπο φορολογικές απαλλαγές. Από το 1989 και μετά υπήρχε ένα προκαθορισμένο όριο διατήρησης αποθεματικού, το οποίο ανέρχονταν σε 0,3% του συνολικού δανεισμού της τράπεζας. Ωστόσο, η κυβέρνηση δεν προχώρησε σε αναπροσαρμογή του ορίου διατήρησης αποθεματικού το 1990 μετά την αύξηση παροχής δανείων.

2.3 Χαλαρή νομισματική πολιτική

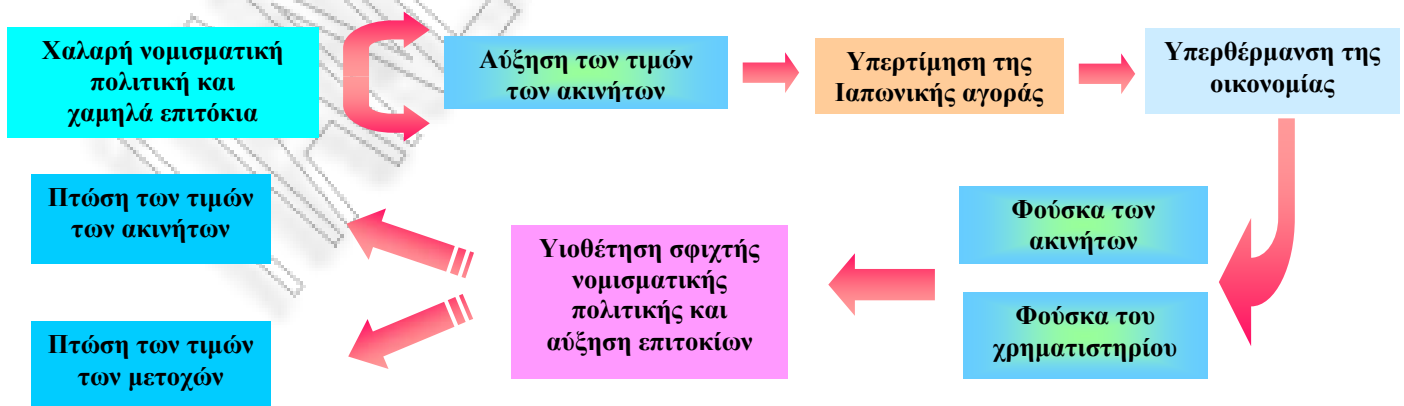
Η ιαπωνική κυβέρνηση το δεύτερο μισό της δεκαετίας του 1980, υιοθέτησε χαλαρή νομισματική πολιτική, προκειμένου να σταθεροποιήσει τη συναλλακτική αξία του \$ αλλά και γιατί ο πληθωρισμός κυμαίνονταν σε χαμηλά επίπεδα.

2.4 Ο αντίκτυπος των κανονισμών στη δομή του οικονομικού συστήματος

Η ύπαρξη χαμηλών επιτοκίων και πληθωρισμού και χαλαρής νομισματικής πολιτικής, καθώς επίσης και η διατήρηση αποθεματικού για τυχόν επισφάλειες, οφείλονταν στο γεγονός ότι στόχος της κυβέρνησης ήταν η διατήρηση σταθερής κερδοφορίας των τραπεζών χωρίς υψηλά ρίσκα. Γενικότερα, το προστατευμένο περιβάλλον στο οποίο λειτουργούσαν οι τράπεζες της Ιαπωνίας, χαρακτηρίζονταν από έλλειψη ανταγωνισμού τιμών και από σταθερή κερδοφορία χωρίς μεγάλα ρίσκα.

Η υιοθέτηση χαλαρής νομισματικής πολιτικής και χαμηλών επιτοκίων, συντέλεσε στη φούσκα των ακινήτων. Συγκεκριμένα, στα τέλη του 1980 η κεφαλαιοποίηση της χρηματιστηριακής αγοράς σε σχέση με το ΑΕΠ και τα κέρδη ανά μετοχή έφτασαν σε πρωτοφανή υψηλά επίπεδα, ενώ η μερισματική απόδοση παρουσίασε σημαντική πτώση. Τα παραπάνω προκάλεσαν την υπερτίμηση της ιαπωνικής αγοράς η οποία οδήγησε στην υπερθέρμανση της οικονομίας και κατ' επέκταση στη δημιουργία της φούσκας των ακινήτων, η οποία με τη σειρά της οδήγησε στην αύξηση των επιτοκίων (περίπου 6%) και στην υιοθέτηση πιο σφικτής νομισματικής πολιτικής (Μάιος του 1989). Η παραπάνω αύξηση των επιτοκίων σε συνδυασμό με την σφικτή νομισματική πολιτική οδήγησαν στην πτώση των τιμών των μετοχών η οποία ξεκίνησε στις αρχές του 1990 και τελμάτωσε στα μέσα του 1992 με τον Nikkei να σημειώνει πτώση έως 60% καθώς επίσης και στην πτώση των τιμών των ακινήτων η οποία το 1991 έφτασε και το 40% στις έξι μεγαλύτερες πόλεις της Ιαπωνίας (Διάγραμμα 9)

Διάγραμμα 9: Πιστωτικοί κύκλοι



3. Άρση των κανονισμών

Στα μέσα της δεκαετίας του '80, το ιαπωνικό μακροοικονομικό περιβάλλον χαρακτηρίζονταν από οικονομική άνθηση και χαμηλό πληθωρισμό (κοντά στο μηδέν). Οι παραπάνω ευνοϊκές συνθήκες οδήγησαν στη μείωση του premium κινδύνου της χώρας, ενώ ταυτόχρονα καλλιέργησαν ένα κλίμα αισιοδοξίας για την περαιτέρω ανάπτυξη της. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα την αύξηση των τιμών των ακινήτων και την ενίσχυση της πιστωτικής έξαρσης. Παράλληλα, την ίδια περίοδο παρατηρήθηκαν τα πρώτα σημάδια της οικονομικής φιλελευθεροποίησης και της άρσης των κανονισμών των τραπεζών.

3.1 Μεταρρυθμιστικά Μέτρα

Μέσα στο ευνοϊκό κλίμα που δημιουργήθηκε το πλαίσιο ελέγχου των επιτοκίων χαλάρωσε το 1985. Παράλληλα, υπήρξε άρση των κανονισμών στη κεφαλαιακή αγορά, καθώς από το 1984 και μετά επιτρεπόταν η παροχή βραχυπρόθεσμων δανείων σε ευρώ. Επίσης, υπήρξε σταδιακή μείωση των περιορισμών πρόσβασης στην αγορά ομολόγων. Τέλος, παρατηρήθηκε αύξηση του ορίου των δανείων σε διάφορες δραστηριότητες, όπως η γεωργία και η αλιεία.

Όλα τα παραπάνω μεταρρυθμιστικά μέτρα είχαν ως αποτέλεσμα τη δημιουργία ενός ανταγωνιστικού κλίματος στον τομέα των τραπεζών, οι οποίες αύξησαν τα ποσοστά δανεισμού, ανέλαβαν μεγαλύτερα ρίσκα και έκαναν το χαρτοφυλάκιο τους περισσότερο επιθετικό. Συγκεκριμένα, αύξησαν την παροχή καταναλωτικών και στεγαστικών δανείων στα νοικοκυριά και επιχειρηματικών δανείων στις μικρομεσαίες επιχειρήσεις.

4. Απάντηση στα Μεταρρυθμιστικά Μέτρα

Η άρση των κανονισμών και η υιοθέτηση νέων μέτρων έθεσε νέες προκλήσεις στους δανειστές και δανειζόμενους.

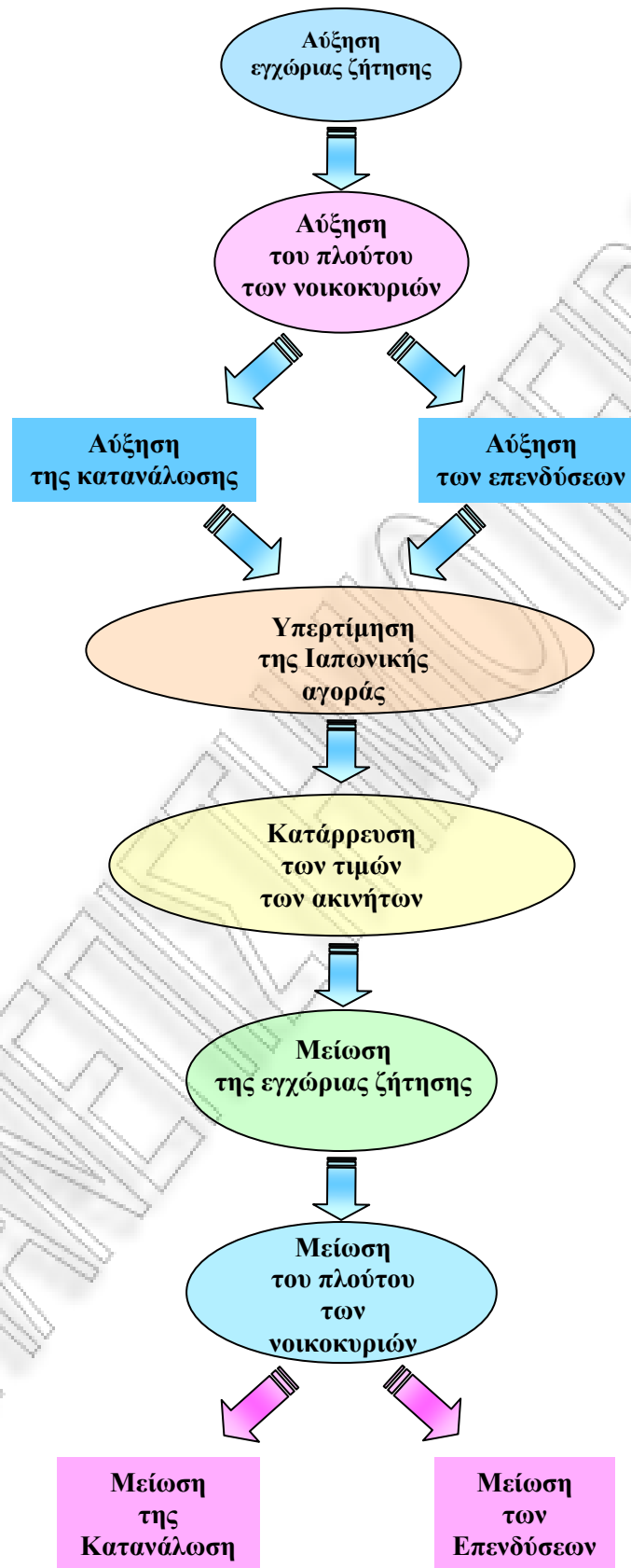
4.1 Αντίδραση των δανειζόμενων

Η οικονομική φιλελευθεροποίηση σε συνδυασμό με την άρση των κανονισμών, οδήγησαν σε οικονομική άνθηση, η οποία με τη σειρά της ενίσχυσε τη γρήγορη

ανάπτυξη της εγχώριας ζήτησης και την αύξηση του πλούτου των νοικοκυριών, με αποτέλεσμα την αύξηση της κατανάλωσης και των επενδύσεων. Η κατάρρευση των τιμών των ακινήτων το 1990 ακολουθήθηκε από απότομη μείωση της εγχώριας ζήτησης και από πτώση του πλούτου των νοικοκυριών, η οποία όμως δεν ήταν τόσο έντονη όπως στις σκανδιναβικές χώρες λόγω των υψηλών αποταμιεύσεων των νοικοκυριών, την κατοχή μικρού αριθμού μετοχών αλλά και του περιορισμένου ρόλου των ιαπωνικών τραπεζών για τα καταναλωτικά δάνεια. Τα παραπάνω είχαν ως αποτέλεσμα την απότομη πτώση της κατανάλωσης και των επενδύσεων (Διάγραμμα 10).

Επίσης, σχετικά με την μείωση των επενδύσεων υπήρξε μείωση των ιδιωτικών επενδύσεων η οποία οδήγησε στη μείωση της πιστωτικής αξιοπιστίας και στην αύξηση των εγγυήσεων (ιδιαίτερα για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις), στον περιορισμό της ανάπτυξης ιδιωτικών κεφαλαίων και εξαγωγών, ενώ παράλληλα προκειμένου να ενισχυθεί η πορεία της οικονομίας υπήρξε αύξηση των δημοσίων επενδύσεων, η οποία όμως οδήγησε στη μείωση των αποδόσεων των δημοσίων επενδύσεων. Οι μειωμένες αποδόσεις με τη σειρά τους συντέλεσαν στον περιορισμό του ελέγχου από τις κεντρικές αρχές και στην απουσία κινήτρων για τις τοπικές κυβερνήσεις να επιτύχουν οικονομική αποτελεσματικότητα.

Διάγραμμα 10: Πιστωτικοί κύκλοι



4.2 Αντίδραση των δανειστών

Η οικονομική φιλελευθεροποίηση σε συνδυασμό με την άρση των τραπεζικών κανονισμών συντέλεσε στη δημιουργία ενός ανταγωνιστικού κλίματος στον τραπεζικό τομέα. Έτσι, στο νέο ανταγωνιστικό περιβάλλον, οι τράπεζες ανέλαβαν περισσότερα ρίσκα προκειμένου να κερδίσουν μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς. Για το λόγο αυτό, οι τράπεζες που ως τώρα δεν είχαν τον ίδιο βαθμό διείσδυσης στις κεφαλαιακές αγορές και στην ιδιοκτησία κατοικίας αύξησαν τα δάνεια και κυρίως τα επιχειρηματικά (σε μικρομεσαίες επιχειρήσεις).

Με την αύξηση της προσφοράς δανείων από την πλευρά των τραπεζών αυξήθηκε ο δανεισμός για ιδιοκτησία, ο οποίος με τη σειρά του οδήγησε στην άνοδο των τιμών των ακινήτων και κατ' επέκταση και των πρόσθετων εγγυήσεων από την πλευρά των μικρομεσαίων επιχειρήσεων. Τα παραπάνω είχαν ως αποτέλεσμα την άνοδο των προσδοκιών για μεγιστοποίηση των κεφαλαιακών κερδών τόσο στην αγορά των μετοχών όσο και στην αγορά των ακινήτων, οι οποίες ικανοποιήθηκαν μόνο προσωρινά, καθώς στο τέλος οδήγησαν στη φούσκα του χρηματιστηρίου και των ακινήτων. Η παραπάνω εμπειρία της Ιαπωνίας είναι παρόμοια με εκείνη των σκανδιναβικών χωρών, με βασική διαφορά ότι στην Ιαπωνία οι επιχειρήσεις και όχι οι καταναλωτές αποτελούσαν τη βασική αιτία της φούσκας των ακινήτων (Διάγραμμα 11).

Κρίνεται σκόπιμο να αναφέρουμε ότι το σύστημα διακυβέρνησης των τραπεζών της Ιαπωνίας οριζόταν από μερικούς μόνο βασικούς μετόχους. Παρά το γεγονός ότι οι μετοχές διανέμονταν παντού, ορισμένοι μόνο κατείχαν την πλειοψηφία των μετοχών και αυτοί κυρίως ήταν οι ασφαλιστικές εταιρείες, οι εταιρικοί δανειστές, οι τραπεζικοί υπάλληλοι και οι τράπεζες. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα τη δημιουργία ενός αδύναμου συστήματος διακυβέρνησης των τραπεζών, το οποίο δεν είχε ως βασικό στόχο την κερδοφορία αλλά την διανομή μερισμάτων στους μετόχους, την ύπαρξη σταθερής απασχόλησης καθώς επίσης και την καλή εξυπηρέτηση των πελατών. Αποτέλεσμα των παραπάνω ήταν οι τράπεζες ως οργανισμοί να μην ενδιαφέρονται για την άμεση λύση των προβλημάτων στο τραπεζικό σύστημα αλλά απλά για την αναβολή τους.

Διάγραμμα 11: Πιστωτικοί κύκλοι



4.3 Αντίδραση της Ιαπωνικής Κυβέρνησης

Από το 1990 έως και το 1995, οι αρχές δεν αντέδρασαν δραστικά και άμεσα προκειμένου να αντιμετωπίσουν την κρίση του τραπεζικού συστήματος. Αυτό οφείλεται ως ένα βαθμό στις ψεύτικες ελπίδες ότι η οικονομία σύντομα θα γύριζε σελίδα και θα επανέρχονταν στα κανονικά κερδοφόρα επίπεδα. Μετά το 1995, ήταν πλέον ορατό ότι η κατάσταση των τραπεζικών οργανισμών ήταν μη αναστρέψιμη και χρειαζόταν μία πιο συστηματική και μεθοδική κρατική παρέμβαση. Οι μεταρρυθμιστές δεν θέλησαν να λάβουν αυστηρά μέτρα προκειμένου να μην σπείρουν τον πανικό και για το λόγο αυτό μέχρι το 1997 υπήρχε ανεκτικότητα από την πλευρά των αρχών. Έτσι, οι αρχές παρέμβαιναν μόνο όταν η τράπεζα γινόταν

αφερέγγυα και δεν υπήρχε άλλη εναλλακτική. Για παράδειγμα, η κυβέρνηση της Ιαπωνίας γνώριζε από την άνοιξη του 1993 ότι η 'Tokyo Kyowa Credit Cooperative' και η 'Anzen Credit Cooperative' ήταν επισφαλείς, ωστόσο προχώρησε στο κλείσιμό τους στα τέλη του 1994.

Η κυβέρνηση επέτρεπε στις τράπεζες ακόμη και την περίοδο που εμφάνιζαν ζημίες, να διανέμουν μερίσματα στους μετόχους παρά το γεγονός ότι τη συγκεκριμένη χρονική στιγμή, τα κέρδη εις νέον θα έπρεπε να παρακρατηθούν με σκοπό την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου. Η παραπάνω αντίδραση οφείλονταν στο γεγονός ότι παραδοσιακά στην Ιαπωνία οι τράπεζες ανεξάρτητα από την οικονομική τους κατάσταση διένεμαν χαμηλά και σταθερά μερίσματα. Έτσι, προκειμένου να μην προκαλέσουν πανικό, ο οποίος με τη σειρά του θα οδηγούσε στην απότομη πτώση των τιμών των μετοχών και πιθανόν και στον κλονισμό ολόκληρου του τραπεζικού συστήματος, οι τράπεζες εξακολουθούσαν να διανέμουν μερίσματα.

Επίσης, η κυβέρνηση δεν εφάρμοσε αυστηρό έλεγχο των ισολογισμών των τραπεζών, οι οποίες προκειμένου να μην εμφανίσουν ζημίες δεν πραγματοποιούσαν προβλέψεις επισφαλών δανείων. Συγκεκριμένα, το 1996 οι τράπεζες μείωσαν τις προβλέψεις επισφαλειών στο μισό προκειμένου να εμφανίσουν κέρδη μετά τη ζημιογόνα χρονιά του 1995. Παράλληλα, οι ιαπωνικοί κανόνες που εφαρμόζονταν για τα επισφαλή δάνεια δε αντικατόπτριζαν την πραγματικότητα. Όταν τον Μάρτιο του 1998 εφαρμόστηκαν οι αμερικανικοί κανόνες για τη μέτρηση των επισφαλών δανείων, διαπιστώθηκε ότι τα επισφαλή δάνεια ήταν 50% περισσότερα από εκείνα που είχε υπολογίσει το ιαπωνικό σύστημα.

Το 1997, οι ιαπωνικές αρχές υιοθέτησαν το αμερικανικό μοντέλο «Prompt Corrective Action» (PCA) το οποίο είχε ως στόχο τον προσδιορισμό του κατώτατου κεφαλαιακού ορίου κάτω από το οποίο οι αρμόδιες αρχές θα ανάγκαζαν τις τράπεζες να πάρουν τα απαραίτητα μέτρα. Επιπλέον, η κυβέρνηση αποφάσισε να εγγυηθεί για καταθέσεις και τραπεζικά χρεόγραφα. Ωστόσο, τα μέτρα που υιοθέτησε για την επίλυση των προβλημάτων στον τραπεζικό τομέα δεν επαρκούσαν για την αντιμετώπιση της κατάστασης. Έτσι, το 1998 προχώρησε στη χρηματοδότηση των τραπεζών προκειμένου να ενισχύσει τα κεφάλαια τους και να μειώσει τον υψηλά

χρέη τους, ενώ ταυτόχρονα χαλάρωσε τους αυστηρούς κανόνες που υπήρχαν για την κατοχή ακίνητης περιουσίας.

5. Άνθηση και πτώση των πιστωτικών κύκλων και κρίση του τραπεζικού συστήματος

5.1 Άνθηση και πτώση των πιστωτικών κύκλων

Το πρώτο μισό της δεκαετίας του '80 η αύξηση των μετοχών και των ακινήτων στην Ιαπωνία ήταν αναλογικά πολύ μεγαλύτερη από εκείνη των Ηνωμένων Πολιτειών και της Αγγλίας (Διάγραμμα 12). Η παραπάνω άνοδος οφείλονταν, όπως και στις σκανδιναβικές χώρες, στην οικονομική φιλελευθεροποίηση και στην άρση των αυστηρών κανονισμών από τους οποίους διέπονταν το τραπεζικό τους σύστημα. Το νέο κλίμα που δημιουργήθηκε καλλιέργησε τον ανταγωνισμό, με αποτέλεσμα οι τράπεζες να αυξήσουν την παροχή των δανείων τους τόσο στα νοικοκυριά όσο και στις μικρομεσαίες επιχειρήσεις και έτσι να αυξηθούν οι τιμές των μετοχών και των ακινήτων. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα την αύξηση των προσδοκιών για περισσότερα κέρδη από την αγορά ακινήτων και μετοχών, τα οποία όμως ήταν προσωρινά καθώς η παραπάνω αύξηση οδήγησε στην υπερτίμηση της ιαπωνικής αγοράς και εν συνεχεία στη φούσκα των μετοχών και των ακινήτων.

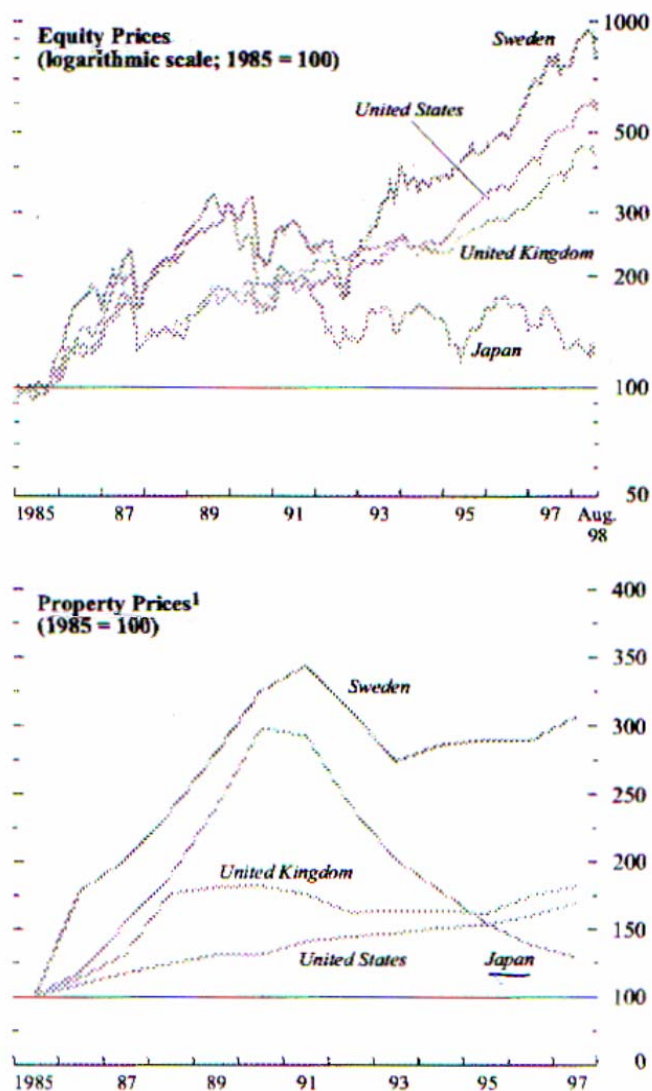
5.2 Κρίση του ιαπωνικού τραπεζικού συστήματος

Η κρίση των τραπεζών στην Ιαπωνία οφείλονταν σε διάφορους λόγους, οι κυριότεροι εκ των οποίων ήταν τα υψηλά ποσοστά δανεισμού σε αγορές υψηλού κινδύνου, η καθυστερημένη διάγνωση των επισφαλών δανείων, η ήπια αντίδραση της ιαπωνικής κυβέρνησης, η έλλειψη διαφάνειας για την αναγνώριση της πραγματικής διάστασης των προβλημάτων του τραπεζικού τομέα, καθώς επίσης και η εσφαλμένη ελπίδα ότι η κρίση θα ήταν προσωρινή. Τα παραπάνω είχα ως αποτέλεσμα τον Νοέμβριο του 1997 την κατάρρευση της μεγαλύτερης ιαπωνικής τράπεζας Hokkaido Takushoku Bank καθώς επίσης και μίας από τις μεγαλύτερες χρηματιστηριακές εταιρείες της χώρας Yamaichi Securities. Τα δύο παραπάνω παραδείγματα αποδεικνύουν το μέγεθος της κρίσης.

Τα προβλήματα στον τραπεζικό τομέα ξεκίνησαν μετά τη φούσκα του χρηματιστηρίου (αφού οι τράπεζες κατείχαν σημαντικό μέρος των μετοχών) και τη

φούσκα των ακινήτων (λόγω της αύξησης των στεγαστικών δανείων). Η πτώση των τιμών των ακινήτων και των μετοχών οδήγησε στη μείωση της ποιότητας του χαρτοφυλακίου των τραπεζικών δανείων, στη διόγκωση των προβλημάτων στον τραπεζικό τομέα και τελικά στην κρίση ολόκληρου του τραπεζικού συστήματος.

Διάγραμμα 12: Πορεία των μετοχών & των ακινήτων στην Ιαπωνία, τις ΗΠΑ και την Αγγλία.



Πηγή: 'Japan's Economic Crisis & Policy Options' (IMF 1998)

6. Αντιμετώπιση της κρίσης και αναδιοργάνωση του τραπεζικού συστήματος

Η ιαπωνική κυβέρνηση δεν έλαβε άμεσα και δραστικά μέτρα για την αντιμετώπιση της κατάστασης, καθώς πίστευε ότι όσο αποσιωπούσε τα προβλήματα του τραπεζικού κλάδου, τόσο λιγότερο άγχος έσπειρε στον κόσμο. Δυστυχώς, όμως αυτή η αναβλητική πολιτική οδήγησε στη βαθιά κρίση των τραπεζών, η οποία ήταν μεγαλύτερη από εκείνη στη Σκανδιναβία όπου και οι τρεις χώρες αντέδρασαν πιο γρήγορα.

6.1 Νομισματική Πολιτική

Η υιοθέτηση χαλαρής νομισματικής πολιτικής στα μέσα του 1991, όταν οι τιμές των μετοχών και των ακινήτων σημείωναν πτώση και το ποσοστό των επιτοκίων παρουσίαζε σταδιακή μείωση, οδήγησε στην πτώση της οικονομικής δραστηριότητας και κατ' επέκταση και στην οικονομική κρίση της χώρας. Παρά το γεγονός ότι οι οικονομικές αρχές μείωσαν τα επιτόκια προκειμένου να ενισχύσουν την νομισματική πολιτική, η παράλληλη πτώση του πληθωρισμού είχε ως αποτέλεσμα η μείωση των πραγματικών επιτοκίων να είναι μικρότερη από εκείνη των ονομαστικών.

Την περίοδο 1993 –1995 η χώρα υιοθέτησε σφικτή νομισματική πολιτική, αποτέλεσμα της οποίας ήταν η περαιτέρω επιβράδυνση της αποκατάστασης της οικονομίας. Για την αποκατάσταση της οικονομίας έπρεπε να ενισχυθεί η εγχώρια ζήτηση, η οποία υπέφερε λόγω χαμηλής καταναλωτικής εμπιστοσύνης. Ένας τρόπος για την επίτευξη αυτού του στόχου ήταν η γρήγορη αποκατάσταση των προβλημάτων του τραπεζικού συστήματος, η οποία θα μπορούσε να συντελέσει στην ενίσχυση της εγχώριας ζήτησης. Επίσης, μία άλλη προσέγγιση ήταν το ξεμπλοκάρισμα του πιστωτικού καναλιού, το οποίο θα μπορούσε να οδηγήσει στην αύξηση της πίστωσης των πελατών των τραπεζών και κατ' επέκταση στην ενίσχυση της ρευστότητας τους και στη μείωση του σταθμισμένου κινδύνου των περιουσιακών τους στοιχείων με αποτέλεσμα τη μείωση των κεφαλαιακών περιορισμών.

6.2 Δημοσιονομική Πολιτική

Το γεγονός ότι το 1991 η ιαπωνική οικονομία παρουσίαζε πλεόνασμα 3% του ΑΕΠ, έκανε τις ιαπωνικές αρχές να χαλαρώσουν την αυστηρή δημοσιονομική πολιτική, καθώς η οικονομία είχε επηρεαστεί σε βάθος από τη φούσκα του χρηματιστηρίου και

των ακινήτων. Το πλεόνασμα της ιαπωνικής οικονομίας θα μπορούσε να συντελέσει στη γρήγορη αποκατάσταση της οικονομίας, ωστόσο η τεχνητή διέγερση για κατανάλωση και επένδυση στα τέλη του 1996 οδήγησε σε βαθιά κρίση στην ευρύτερη περιοχή της Ασίας το 1998, η οποία επηρέασε τις ιαπωνικές εξαγωγές.

Η υιοθέτηση πιο σφικτής δημοσιονομικής πολιτικής την περίοδο 1997 ήταν υπερβολικά αισιόδοξη και για το λόγο αυτό προκάλεσε την αμφισβήτηση πολλών για το αν ήταν η σωστή απόφαση για εκείνη την περίοδο, καθώς είχε περάσει μόλις ένας χρόνος ανάκαμψης της ιαπωνικής οικονομίας ύστερα από τέσσερα χρόνια στασιμότητας και μία τέτοια πολιτική δεν θα ήταν ελκυστική ούτε θα έπειθε εκείνους που πίστευαν ότι πρωταρχικής σημασίας είναι η δημοσιονομική σταθερότητα. Ίσως για το λόγο αυτό καθυστέρησε να επέλθει πολιτική ομοφωνία για την αλλαγή της δημοσιονομικής πολιτικής η οποία θα είχε χαρακτήρα δημοσιονομικής σταθερότητας και η οποία ξεκίνησε το Δεκέμβριο του 1997 με φορολογικές μειώσεις, με αυξήσεις στις δημόσιες επενδύσεις, αλλά και με ενίσχυση της εγχώριας οικονομίας προκειμένου να ενισχυθεί η οικονομική δραστηριότητα.

6.3 Αναδιοργάνωση του τραπεζικού συστήματος

Το 1997, οι ιαπωνικές αρχές προκειμένου να προχωρήσουν στην αναδιοργάνωση του τραπεζικού συστήματος υιοθέτησαν μία σειρά από μέτρα. Αρχικό σχέδιο των ιαπωνικών αρχών ήταν η ανάληψη της διαχείρισης των αποτυχημένων ιδρυμάτων. Επίσης, άλλα μέτρα αφορούσαν τη βοήθεια για τη διεξαγωγή δανείων για ακίνητα: την υιοθέτηση κανονισμών που διευκόλυναν τη διαδικασία εγγύησης των δανείων, τη δημιουργία ειδικών εταιριών προκειμένου να είναι ασφαλισμένα τα περιουσιακά στοιχεία, τη χρήση δημοσίου χρήματος για την αγορά οικοπέδων σε απομακρυσμένες περιοχές και τη δημιουργία καναλιών διαιτησίας προκειμένου να περιοριστούν τα δάνεια υψηλού κινδύνου.

Όλα τα παραπάνω μέτρα που εφάρμοσε η ιαπωνική κυβέρνηση αποτέλεσαν χρήσιμο εργαλείο για την επίλυση των προβλημάτων του τραπεζικού τομέα. Ωστόσο, για την υιοθέτηση μίας αποτελεσματικής και τελικής επίλυσης της κρίσης των τραπεζών χρειαζόταν περισσότερα επιθετικά και αποφασιστικά μέτρα, τα οποία έπρεπε να εφαρμόζονται πιο συστηματικά και στις μικρότερες τράπεζες, ενώ σε εκείνες που τα προβλήματα δεν προβλέπονταν ότι θα επιλυθούν έπρεπε να κλείνουν.

7. Μαθήματα πολιτικής από την εμπειρία της Ιαπωνίας

Μέσα από την εμπειρία της Ιαπωνίας προκύπτει ότι η άρση των κανονισμών σε ένα οικονομικό σύστημα το οποίο χαρακτηρίζεται από υπερβολική παραγωγικότητα, μπορεί να οδηγήσει σε έντονο ανταγωνισμό με μεγάλα ρίσκα και να προκαλέσει σοβαρά προβλήματα στον τραπεζικό τομέα, ιδιαίτερα μάλιστα όταν δεν υπάρχει ταυτόχρονη υιοθέτηση κατάλληλου ρυθμιστικού πλαισίου και κατάλληλου συστήματος ελέγχου των τραπεζών. Επίσης, το γεγονός ότι οι ιαπωνικές τράπεζες δεν μπορούσαν να εκδώσουν χρεόγραφα ακόμη και μετά την απελευθέρωση της αγοράς ομολόγων, συντέλεσε στην επιβάρυνση των προβλημάτων του τραπεζικού τομέα. Επιπλέον, μέσα σε αυτό το κλίμα του έντονου ανταγωνισμού και της απότομης αύξησης του ποσοστού των δανείων, οι τράπεζες στηριζόταν κυρίως στην ανάλυση των ταμειακών ροών των οφειλετών παρά στην αξιολόγηση της αξιοπιστίας τους.

Παράλληλα, λόγω έλλειψης εντατικού ελέγχου των τραπεζών από την πλευρά της Κεντρικής Τράπεζας, οι πρώτες πολλές φορές καθυστερούσαν την επίλυση προβλημάτων που προέκυπταν από επισφαλείς πελάτες με αποτέλεσμα την διόγκωση των προβλημάτων στον τραπεζικό τομέα. Επιπρόσθετα η ύπαρξη αδύνατης εταιρικής διακυβέρνησης δεν παρότρυνε τις τράπεζες να πάρουν δραστικά μέτρα εναντίον των δανειστών, επιδεινώνοντας με αυτό τον τρόπο την κατάσταση. Τέλος, η απουσία διαφανών και αντικειμενικών προτύπων λογιστικής τα οποία αποτελούν απαραίτητο εργαλείο για την αποτελεσματικό έλεγχο επιβάρυνε ακόμη περισσότερο την κατάσταση του τραπεζικού συστήματος.

Γενικότερα, οι ιαπωνικές αρχές μετά την οικονομική φιλελευθεροποίηση και την άρση των κανονισμών, δεν προχώρησαν στην άμεση υιοθέτηση μεταρρυθμιστικών μέτρων και μέτρων έλεγχου των τραπεζών, με αποτέλεσμα όχι μόνο να μην προλάβουν να αντιμετωπίσουν τα προβλήματα που προέκυψαν αλλά και να υποστούν τη βαθιά κρίση των τραπεζών. Είναι λοιπόν προφανές ότι για την αποφυγή ανάλογης κρίσης, η εκάστοτε κυβέρνηση θα πρέπει να δρα άμεσα και επιθετικά πολλές φορές. Θα πρέπει να υιοθετεί μέτρα αυστηρού ελέγχου των τραπεζών, να προχωρεί σε συγχωνεύσεις ή και σε κλείσιμο ορισμένων οργανισμών των οποίων η κατάσταση είναι μη αναστρέψιμη και να χρηματοδοτεί και να παρέχει εγγυήσεις στους βιώσιμους οργανισμούς.

Με αυτό τον τρόπο θα μπορούσε να διατηρήσει την οικονομική σταθερότητα στη χώρα, να αποτρέψει ενδεχόμενη κρίση στο τραπεζικό σύστημα, να συντελέσει και στην ανάπτυξη του οικονομικού συστήματος και να μην επηρεάσει αρνητικά την οικονομική πορεία των χωρών της υπόλοιπης Ανατολικής Ασίας.

8. Αντίκτυπος της ιαπωνικής κρίσης στις χώρες της Ανατολικής Ασίας

Η κρίση του ιαπωνικού συστήματος το 1997, είχαν βαθιά αποτελέσματα για τις υπόλοιπες χώρες της Ανατολικής Ασίας: Ταϊλάνδη, Μαλαισία, Ινδονησία, Κορέα, Φιλιππίνες, Χονγκ – Κονγκ και Σιγκαπούρη, οι οποίες έζησαν ανάλογη εμπειρία στα τέλη της δεκαετίας το '90.

8.1 Ανθιση και πτώση των πιστωτικών κύκλων και κρίση του τραπεζικού συστήματος

Οι προσδοκίες για οικονομική άνθηση και μεγάλη ανάπτυξη, οι μεγάλες εισροές κεφαλαίων, η ανεπαρκής εταιρική διακυβέρνηση, η εξάρτηση από τις τράπεζες και από τις χρηματοοικονομικές εταιρείες, οδήγησαν αναπόφευκτα στην αύξηση παροχής δανείων ιδιαίτερα των στεγαστικών.

• Ανθιση των πιστωτικών κύκλων

Η άνθηση των πιστωτικών κύκλων ξεκίνησε όταν η έντονη οικονομική δραστηριότητα καλλιέργησε ένα κλίμα υπερβολικής αισιοδοξίας, ότι δηλαδή τα ποσοστά ανάπτυξης θα συνέχιζαν να κινούνται ανοδικά για μεγάλο χρονικό διάστημα. Η Ταϊλάνδη, η Μαλαισία, η Ινδονησία και η Κορέα πραγματοποίησαν ετήσια ποσοστά ανάπτυξης μεγαλύτερα του 7% την περίοδο 1991 – 1996.

Επίσης, οι κυβερνήσεις των χωρών της ανατολικής Ασίας ενθάρρυναν τις επιχειρήσεις να δραστηριοποιηθούν στον τομέα των εξαγωγών, καθώς τα νομίσματα τους ήταν κλειδωμένα ενάντια στο αμερικανικό δολάριο, υπήρξε ανεξαρτητοποίηση στους λογαριασμούς εισροών και εκροών, καθώς επίσης και άρση των κανονισμών που έδινε τη δυνατότητα στις επιχειρήσεις να έχουν εύκολη πρόσβαση σε χαμηλού κόστους εξωτερική χρηματοδότηση.

Επιπλέον, στις περισσότερες χώρες της ανατολικής Ασίας, η αγορά μετοχών και ομολόγων δεν ήταν ανεπτυγμένη, με αποτέλεσμα οι τράπεζες να βασίζονται κυρίως στην παροχή στεγαστικών δανείων με εγγύηση την ίδια την κατοικία. Τέλος, και οι επτά παραπάνω χώρες υιοθέτησαν εκείνα τα στοιχεία της Συμφωνίας της Βασιλείας που αναφέρονταν στην κεφαλαιακή επάρκεια και μόνο.

Οι παραπάνω λόγοι είχαν ως αποτέλεσμα την αύξηση της ιδιοκατοίκησης και εν συνεχεία και της ανόδου των τιμών των ακινήτων. Πιο συγκεκριμένα, μέχρι το 1997 τα στεγαστικά δάνεια παρουσίασαν αύξηση της τάξεως του 30% στην Ταϊλάνδη, τη Μαλαισία, το Χονγκ – Κονγκ και τη Σιγκαπούρη.

- *Πτώση των πιστωτικών κύκλων*

Τα πρώτα σημάδια μείωσης της έντονης οικονομικής δραστηριότητας ξεκίνησαν το 1996, όταν οι εξαγωγές των παραπάνω χωρών άρχισαν σταδιακά να μειώνονται, λόγω του έντονου ανταγωνισμού από την Κίνα το Μεξικό και το Βιετνάμ. Στις αρχές του 1997, τα αποθέματα άρχισαν να εξαντλούνται ως συνέπεια της αυξανόμενης ανησυχίας των επενδυτών για την υπερτίμηση των νομισμάτων των συνοριακών χωρών. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα την υποτίμηση του νομίσματος των παραπάνω χωρών (και ιδιαίτερα του baht), παρά την προσπάθεια ορισμένων από αυτών να αποφύγουν την πτώση μέσω της αύξησης των επιτοκίων. Εν συνεχεία, η αύξηση των επιτοκίων επιβάρυνε τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά με πρόσθετο χρέος το οποίο πολλές φορές το μετακυλούσαν στις τράπεζες καθώς αδυνατούσαν να αποπληρώσουν τα δάνεια. Οι τελευταίες με τη σειρά τους άρχισαν να εμφανίζουν τεράστιες ζημιές ενώ πολλές κατέληξαν στη χρεοκοπία.

Πιο συγκεκριμένα, στην Ταϊλάνδη η φούσκα των ακινήτων (1993) ήταν ιδιαίτερα έντονη καθώς το οικονομικό σύστημα της χώρας ήταν αδύναμο και ο δανεισμός εστιάστηκε σχεδόν αποκλειστικά σε στεγαστικά δάνεια που χορηγούνταν από εγχώριες τράπεζες. Την ίδια εμπειρία έζησε και η Μαλαισία, ωστόσο το οικονομικό σύστημα της χώρας διέπονταν από καλύτερους ρυθμιστικούς κανόνες, ενώ παράλληλα η κυβέρνηση προχώρησε στην άμεση εγγύηση των καταθέσεων προκειμένου να αποφευχθεί η ολοκληρωτική κατάρρευση του τραπεζικού συστήματος.

Η Ινδονησία και η Κορέα υπέστησαν σοβαρή συναλλαγματική κρίση λόγω του μεγάλου ποσοστού δανείων σε δολάρια. Η φούσκα των ακινήτων έπαιξε μικρότερο ρόλο καθώς οι τράπεζες δεν είχαν εστιαστεί τόσο έντονα στ παροχή στεγαστικών δανείων. Η εμπειρία στις Φιλιππίνες, ήταν ανάλογη καθώς και εδώ η φούσκα των ακινήτων δεν ήταν ιδιαίτερα έντονη.

Το Χονγκ – Κονγκ και η Σιγκαπούρη έζησαν μεγάλες διακυμάνσεις στην αγορά, με αποτέλεσμα τη φούσκα των ακινήτων και τη συναλλαγματική κρίση. Ωστόσο, και οι δύο χώρες κατόρθωσαν να αντιδράσουν άμεσα καθώς και οι κυβερνήσεις προσέφεραν δημόσια γη για ιδιωτική εκμετάλλευση. Επίσης, η Σιγκαπούρη διέθετε συναλλαγματική ευελιξία και το Χονγκ – Κονγκ υιοθέτησε μία επιθετική επιτοκιακή πολιτική προκειμένου να αποτρέψει τα ενδεχόμενα hedge funds, αντιμετωπίζοντας με αυτό τον τρόπο τη βαθιά συναλλαγματική κρίση

Πίνακας 4: Αντίκτυπος της φούσκας των ακινήτων, της τραπεζικής και συναλλαγματικής κρίσης στις χώρες της Ανατολικής Ασίας

Country	Capital inflow surge	Real credit growth	Property price bubble	Stock market bubble	Banking crisis	Exchange crisis
Indonesia	√√	√	√	√√	√√	√√
Korea	√	√	√	√√	√√	√√
Malaysia	√	√√	√√	√√	√	√√
Philippines	√√	√	√	√	√	√
Thailand	√√	√√	√√	√√	√√	√√
Hong Kong SAR (China)	√√	X	√	√	X	√
Singapore	√	√	√	√	X	X
Taiwan (China)	X	√	√√	√	√	X

(v): μέτρια κεφαλαιακή εισροή ή φούσκα/κρίση

(vv): έντονη κεφαλαιακή εισροή ή μεγάλη φούσκα/κρίση

(x) : μικρή φούσκα/κρίση

Πηγή: ‘Asset Price Bubbles’, William C Hunter, G. Kaufman & M. Pomerleano

9. Συμπεράσματα

Η εμπειρία της Ιαπωνίας το 1997 αποτέλεσε το δεύτερο σοκ για το οικονομικό σύστημα, μετά τις σκανδιναβικές χώρες. Η άρση των τραπεζικών κανονισμών, η χαλαρή νομισματική πολιτική, τα χαμηλά επιτόκια, η νοοτροπία των ιαπωνικών τραπεζών να διανέμουν μερίσματα και σε οικονομικές χρήσεις όπου παρουσίαζαν ζημιές, η εσφαλμένη εντύπωση της ιαπωνικής κυβέρνησης ότι τα προβλήματα ήταν παροδικά, καθώς επίσης και το μακροοικονομικό περιβάλλον που ενίσχυε την υπάρχουσα κατάσταση, σε συνδυασμό με τα μεταρρυθμιστικά μέτρα που υιοθέτησε η κυβέρνηση οδήγησαν στην κρίση του τραπεζικού τομέα.

Από την πλευρά των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων, η οικονομική άνθηση και η άρση των κανονισμών, οδήγησε στην αύξηση του δανεισμού η οποία συντέλεσε στην αύξηση των τιμών των ακινήτων και των μετοχών και κατ' επέκταση στην υπερθέρμανση της οικονομίας, η οποία με τη σειρά της οδήγησε στην υιοθέτηση σφιχτής νομισματικής πολιτικής και στην άνοδο των επιτοκίων. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα την αύξηση του χρέους και την αδυναμία αποπληρωμής του, γεγονός το οποίο συντέλεσε στην κρίση του ιαπωνικού τραπεζικού συστήματος.

Παράλληλα, από την εμπειρία των χωρών της Ανατολικής Ασίας, η οποία αποτελεί συνέχεια της εμπειρίας στην Ιαπωνία, επιβεβαιώνεται για μία ακόμη φορά ότι σε ένα περιβάλλον που δεν διέπεται από τα κατάλληλα μεταρρυθμιστικά μέτρα είναι λογικό η έντονη οικονομική δραστηριότητα να οδηγήσει σε οικονομική άνθηση (αύξηση των εξαγωγών, των επενδύσεων και της κατανάλωσης) και εν συνεχεία σε πτώση της πορείας του οικονομικού κύκλου, που μπορεί να είναι τόσο έντονη ιδιαίτερα στις αναπτυσσόμενες χώρες ώστε να καταλήξει στην υπερβολική υποτίμηση του νομίσματος και στην κρίση του τραπεζικού συστήματος.

Συμπερασματικά, θα μπορούσαμε να πούμε ότι μέσα σε ένα κλίμα έντονου ανταγωνισμού κρίνεται απαραίτητη η υιοθέτηση κατάλληλου ρυθμιστικού πλαισίου με βασικά χαρακτηριστικά την ύπαρξη εσωτερικού ελέγχου και σωστής διαχείρισης του κινδύνου των τραπεζών.

(IV) Συμπεράσματα για τους πιστωτικούς κύκλους

1. Διαφορές και ομοιότητες των πιστωτικών κύκλων μεταξύ Σκανδιναβίας και Ιαπωνίας

Από τις εμπειρίες των σκανδιναβικών χωρών και της Ιαπωνίας που περιγράψαμε παραπάνω, γίνεται εύκολα αντιληπτό ότι οι πιστωτικοί κύκλοι των χωρών της Σκανδιναβίας και της Ιαπωνίας είχαν αρκετά κοινά σημεία αλλά διέφεραν τόσο σε διάρκεια όσο και σε διάχυση και σε βάθος.

Πιο συγκεκριμένα, και στις δύο περιπτώσεις η φάση της ανόδου της οικονομίας συνδέονταν με την οικονομική φιλελευθεροποίηση και την άρση των κανονισμών των τραπεζών. Και στις δύο περιπτώσεις επικρατούσε χαλαρή νομισματική πολιτική με χαμηλά δάνεια, με αποτέλεσμα την αύξηση των στεγαστικών και επιχειρηματικών δανείων, την αύξηση των επενδύσεων και της ιδιοκατοίκησης. Επίσης, τόσο στην Ιαπωνία όσο και στη Σκανδιναβία η φάση της κρίσης οδήγησε σε υπερτίμηση της αγοράς και σε υπερθέρμανση της οικονομίας. Εν συνεχεία, η φάση της ύφεσης όπως έχουμε ήδη περιγράψει, συνδέονταν με την υιοθέτηση σφιχτής νομισματικής πολιτικής (αύξηση των επιτοκίων), η οποία με τη σειρά της οδήγησε στην αύξηση το χρέους, στην αδυναμία αποπληρωμής του, στη χρεοκοπία επιχειρήσεων και νοικοκυριών, στην πτώση των τιμών των μετοχών και των ακινήτων και στη μείωση των κερδών των τραπεζικών οργανισμών και στην κρίση των τραπεζών. Τέλος, η φάση της ανόδου χαρακτηριζόταν και στις δύο περιπτώσεις από σταδιακή ανάρρωση του τραπεζικού συστήματος. Είναι προφανές ότι και στις τέσσερις φάσεις οι πιστωτικοί κύκλοι εμφανίζουν επαναληπτικότητα.

Εκείνο που κάνει τις δύο εμπειρίες να διαφέρουν είναι η διάρκεια, η διάχυση και το βάθος. Η κρίση στην Ιαπωνία διήρκεσε περισσότερο από την κρίση στις σκανδιναβικές χώρες γεγονός το οποίο οφείλεται στις δυσκολίες του τραπεζικού συστήματος να αντιμετωπίσει την κατάσταση, καθώς υιοθέτησαν αναβλητική και όχι δραστική πολιτική (συνέχιζαν να διανέμουν μερίσματα στους μετόχους παρά τα ζημιογόνα αποτελέσματα, προσπαθούσαν να καλύψουν και όχι να αντιμετωπίσουν τα προβλήματα, ενώ ταυτόχρονα δεν τους επιτρεπόταν να εκδώσουν χρεόγραφα).

Επίσης, η κυβέρνηση στην προσπάθεια της να μην προκαλέσει αναταραχή και πανικό, δεν προχώρησε στην υιοθέτηση κατάλληλου ρυθμιστικού πλαισίου με αποτέλεσμα την παρατεταμένη διάρκεια της κρίσης.

Παράλληλα, η τεχνίτη διέγερση για κατανάλωση και επένδυση στα τέλη του 1996, οδήγησε σε διάχυση της κρίση και στις υπόλοιπες χώρες της Ανατολικής Ασίας, οι οποίες γνώρισαν ανάλογη εμπειρία.. Η κρίση μεταξύ των δύο περιπτώσεων διέφερε και σε βάθος, καθώς στην Ιαπωνία η κρίση ενισχύνονταν ακόμη περισσότερο και από το γεγονός ότι μία δεκαετία πριν, οι ιαπωνικές τράπεζες ήταν μεταξύ των πιο ισχυρών τραπεζών στον κόσμο. Τέλος, κρίνεται σκόπιμο να αναφέρουμε δύο ακόμη σημεία στα οποία διέφεραν οι παραπάνω εμπειρίες: το πρώτο αναφέρεται στο γεγονός ότι στην Ιαπωνία οι επιχειρήσεις και όχι οι καταναλωτές αποτελούσαν τη βασική αιτία της φούσκας των ακινήτων και το δεύτερο ότι η πτώση του πλούτου των νοικοκυριών δεν ήταν τόσο έντονη όπως στις σκανδιναβικές χώρες λόγω των υψηλών αποταμιεύσεων των νοικοκυριών, την κατοχή μικρού αριθμού μετοχών αλλά και του περιορισμένου ρόλου των ιαπωνικών τραπεζών για τα καταναλωτικά δάνεια.

2. Πιστωτικοί κύκλοι στην Ελλάδα

Στη χώρα μας πρόσφατα ζήσαμε μία εμπειρία έντονων οικονομικών διακυμάνσεων μικρής όμως διάρκειας, την περίοδο του 1999 - 2002, η οποία χαρακτηρίστηκε αρχικά από μία έντονη άνθηση, στη συνέχεια από μία απότομη πτώση και τέλος από μία σταδιακή ανάρρωση. Την περίοδο του 1999, η χώρα μας χαρακτηριζόταν από έντονη οικονομική δραστηριότητα, από άνοδο της παραγωγικότητας, από αύξηση των πιστώσεων, από υπερβολική άνοδο των καταναλωτικών και προσωπικών δανείων και από υπερβάλλουσα ζήτηση για αγορά μετοχών. Όλα τα παραπάνω είχαν ως αποτέλεσμα την υπερτίμηση της χρηματιστηριακής αγοράς με αποτέλεσμα την υπερθέρμανση της ελληνικής οικονομίας, η οποία αναπόφευκτα οδήγησε στην φούσκα του χρηματιστηρίου μετά το Σεπτέμβριο του 1999.

Η παραπάνω φούσκα ανάγκασε την Κεντρική Τράπεζα να εφαρμόσει πιο σφιχτή νομισματική πολιτική και να βάλει φραγμό στην υπερβολική αύξηση των πιστώσεων που χορηγούσε το τραπεζικό την περίοδο του 2000, με αποτέλεσμα την πτώση των τιμών των μετοχών και κατ' επέκταση και του πλούτου των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών, όπου είχαν στην κατοχή τους μεγάλο αριθμό μετοχών. Η περίοδος της

ύφεσης του χρηματιστηρίου συνεχίστηκε και την επόμενη χρονιά και επηρεάστηκε και από άλλους εξωγενείς παράγοντες και κυρίως από το χτύπημα των Δίδυμων πύργων στην Αμερική το Σεπτέμβριο του 2001.

Τα πρώτα σημάδια ανάκαμψης του χρηματιστηρίου άρχισαν να διαφαίνονται στα μέσα του 2002, ωστόσο η οικονομική ανάκαμψη της χώρας δεν έχει επέλθει ακόμη καθώς ούτε η παραγωγικότητα ούτε η κατανάλωση έχουν παρουσιάσει άνοδο. Παράλληλα, ο κρατικός φορέας δεν έχει δώσει έναυσμα για ανάρρωση της οικονομίας μέσω κρατικών δαπανών για δημόσια έργα που θα καταπολεμούσαν την ανεργία και θα ενισχύανε την οικονομική δραστηριότητα.

Βιβλιογραφία

1. «Macroeconomics», Dornbusch, Fischer & Startz, (1998), 8th Edition Irwin, McGraw-Hill.
2. «The Nordic Banking Crises. Pitfalls in Financial Liberalization?», Burkhard Drees & Ceyla Pazarbasioglu, Occasional Paper 161, April 1998, IMF, Washington DC.
3. «Japan's Economic Crisis and Policy Options», IMF World Economic Outlook, October 1998, chapter IV.
4. «The Japanese Banking Crisis of the 1990's: Sources and Lessons», Akihiro Kanaya & David Woo, No 222, June 2001, Essays in International Economics.
5. «Asset Price Bubbles. The Implications for Monetary, Regulatory & International Policies», William C. Hunter, George G. Kaufman & Michael Pomerleano.
6. «Cycles and the Financial System», BIS 71st Annual Report
7. «Forecasting aggregate investment in the Euro area: do indicators of financial conditions help?», Marie Diron, Maria Cruz Manzano & Thomas Westermann, BIS No 22.
8. «Interactions between business cycles, financial cycles and monetary policy: stylised facts», Sanvi Avouyi-Dovi & Julien Matheron, BIS No 22.
9. «Lending decisions, procyclicality and the New Basel Capital Accord», Fabrizio Fabi, Sebastiano Laviola & Paolo Marullo Reedtz, Bank Of Italy, BIS No 22.
10. «Housing price bubbles – a tale based on housing price booms and busts», Thomas F. Helbling, BIS Papers No 21.
11. «Investigating the relationship between the financial and the real economy», Konstantinos Tsatsaronis, BIS Papers No 22.
12. «Finance and the Business Cycle: International, Inter-Industry Evidence», M. Braun & B. Larrain, Journal of Finance, June 2005.
13. «Credit Cycles, credit risk and prudential regulation», Gabriel Gimenez & Jesus Saurina, Bank Of Spain No 0531, 2005.
14. «A Unified Approach to Credit Crunches, Financial Instability and Banking Crises», Goetz von Peter, Columbia University, November 2003.

15. «Asset Bubbles, Domino Effects and ‘Lifeboats’: Elements of the East Asian Crisis», Hali J. Edison, Pongsak Luangaram & Marcus Miller, IFDP’s No 606, March 1998.
16. «Three Episodes of financial fragility in Norway since the 1890’s», Karsten R. Gerdrup, BIS, October 2003.
17. «Διεθνής Μακροχρηματοοικονομική», Σημειώσεις Α. Αντζουλάτου Σεπτέμβριος 2004.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΠΑ