

**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ**  
**ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ & ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ**  
**ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ**

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗΝ  
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ



Μεταπτυχιακή εργασία της φοιτήτριας Φιλίππου Ελευθερίας  
με θέμα

**«Ανάλυση των αιτιών που προκαλούν  
χρηματοοικονομικές κρίσεις»**

Επιβλέπων καθηγητής: Καθηγητής Πιπτής Ν.  
Μέλη Επιτροπής: Καθηγητής Διακογιάννης Γ.  
Αναπλ. Καθηγητής Σκιαδόπουλος Γ.

Πειραιάς, Φεβρουάριος 2011



## Περίληψη

Η συγκεκριμένη εργασία αναζητά τις αιτίες που πιθανώς να συντελούν στη δημιουργία μιας χρηματοοικονομικής κρίσης. Για το λόγο αυτό παρουσιάζονται θεωρητικά ο ορισμός των χρηματοοικονομικών κρίσεων, οι θεωρίες γύρω από τους παράγοντες που τις προκαλούν και οι τρόποι μέτρησης του μεγέθους τους. Στη συνέχεια γίνεται αναλυτική επισκόπηση της βιβλιογραφίας των κυριότερων χρηματοοικονομικών κρίσεων που έχουν συμβεί τον 20<sup>ο</sup> και τον 21<sup>ο</sup> αιώνα εστιάζοντας στις συγκεκριμένες αιτίες που έχουν προταθεί για να τις εξηγήσουν. Τέλος πραγματοποιείται μια οικονομετρική ανάλυση χρησιμοποιώντας ένα διωνυμικό μοντέλο παλινδρόμησης με κανονική κατανομή, διαστρωματικών παρατηρήσεων και χρονοσειρών μαζί (Panel Probit Model) με σκοπό να εντοπιστούν ποιοι από τους προτεινόμενους παράγοντες έχουν τελικά στατιστικά σημαντική επίδραση στη διαμόρφωση της πιθανότητας να συμβεί μία κρίση ή όχι.

**Λέξεις κλειδιά:** χρηματοοικονομική κρίση, ιστορική αναδρομή, Panel Probit μοντέλα

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

	Σελίδα
<i>Περίληψη – Λέξεις Κλειδιά</i>	
<b>1. Εισαγωγή</b>	3
<b>2. Επισκόπηση της έννοιας της χρηματοοικονομικής κρίσης</b>	6
<b>2.1 Μορφές εμφάνισης μιας χρηματοοικονομικής κρίσης</b>	6
<b>2.2 Αίτια τραπεζικών και νομισματικών κρίσεων</b>	9
<b>2.3 Δείκτες προειδοποίησης κρίσεων</b>	13
<b>3. Ιστορική αναδρομή στις κυριότερες χρηματοοικονομικές κρίσεις του 20<sup>ου</sup> και 21<sup>ου</sup> πρώτου αιώνα</b>	18
<b>3.1 Η μεγάλη κρίση του 1929</b>	18
<b>3.2 Η κρίση του Δημόσιου Χρέους στις Χώρες της Λατινικής Αμερικής στις Αρχές της Δεκαετίας του '80</b>	22
<b>3.3 Η τραπεζική κρίση του Ισραήλ του 1983</b>	26
<b>3.4 Η κρίση της Μαύρης Δευτέρας του 1987</b>	29
<b>3.5 Η Ιαπωνική τραπεζική κρίση της δεκαετίας του 1990</b>	30
<b>3.6 Η κρίση του Μηχανισμού Στήριξης Ισοτιμιών (ΜΣΙ) 1992-1993</b>	33
<b>3.7 Η κρίση του μεξικανικού πέσο 1994-95</b>	35
<b>3.8 Η Ασιατική κρίση του 1997</b>	37
<b>3.9 Η κρίση της Ρωσίας του 1998</b>	40
<b>3.10 Η φούσκα των εταιρειών dot.com</b>	43
<b>3.11 Η πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση του 2008</b>	45
<b>3.12 Η Ελληνική κρίση χρέους</b>	51
<b>4. Εμπειρική ανάλυση</b>	56
<b>4.1 Μεθοδολογία</b>	56
<b>4.2 Ερμηνευτικοί Παράγοντες Κρίσεων</b>	59
<b>4.3 Δείγμα Δεδομένων</b>	62
<b>4.4 Εμπειρικά Αποτελέσματα</b>	63
<b>5. Συμπεράσματα - Προτάσεις</b>	66
Παράρτημα	68
Βιβλιογραφία - Αρθρογραφία	69
Κατάλογος Διαγραμμάτων – Κατάλογος Πινάκων	72

## 1. Εισαγωγή

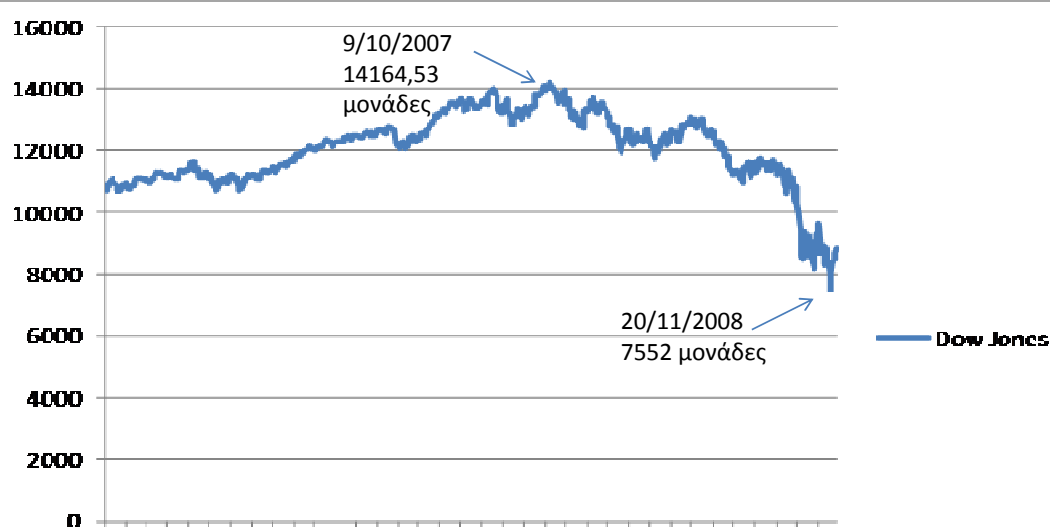
Έως σήμερα δεν υπάρχει κάποιος ακριβής ορισμός της έννοιας της χρηματοπιστωτικής κρίσης (financial crisis). Ωστόσο, μια κοινή άποψη είναι ότι οι διαταραχές στην ομαλή πορεία των χρηματοπιστωτικών αγορών αγγίζουν το επίπεδο της κρίσης όταν η ροή των πιστώσεων προς τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις είναι περιορισμένη και η πραγματική οικονομία των αγαθών και των υπηρεσιών επηρεάζεται αρνητικά. Φυσικά, οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις δεν είναι κάτι καινούργιο στην διεθνή οικονομική σκηνή αλλά χρονολογούνται από την ανάπτυξη της έννοιας του χρήματος και των χρηματοπιστωτικών αγορών γενικότερα.

Οι χρηματοοικονομικές κρίσεις δεν αποτελούν αποκλειστικό φαινόμενο μίας συγκεκριμένης οικονομικής περιοχής, μίας συγκεκριμένης περιόδου ή ακόμα ενός συγκεκριμένου τύπου οικονομιών. Η ιστορική τους παρατήρηση επιβεβαιώνει ότι είναι πιθανό να συμβούν σε οποιαδήποτε χώρα, οποτεδήποτε ακόμα και αν η οικονομία είναι αναπτυγμένη ή αναπτυσσόμενη. Εστιάζοντας στις χρηματοοικονομικές κρίσεις του 20<sup>ου</sup> και του 21<sup>ου</sup> αιώνα, το μεγάλο κραχ του 1929 στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής αποτελεί σίγουρα την πρώτη κρίση ορόσημο στη σύγχρονη χρηματοοικονομική ιστορία. Μετά από μία πραγματικά μεγάλης διάρκειας περίοδο όπου δεν είχαμε ανάλογα επεισόδια, η επόμενη εκτεταμένη χρηματοοικονομική κρίση που συναντάμε πλήττει τις χώρες της Λατινικής Αμερικής στις αρχές του 1980. Την ίδια περίοδο περίπου, το 1983, συνέβη η τραπεζική κρίση στο Ισραήλ ενώ 4 χρόνια αργότερα, το 1987, χτυπάει τις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής η κρίση της Μαύρης Δευτέρας. Το 1990 η Ιαπωνική οικονομία αντιμετωπίζει τη δική της τραπεζική κρίση, ενώ την περίοδο 1992-1993 η κρίση του Μηχανισμού Στήριξης Ισοτιμιών πλήττει και την ευρωπαϊκή ήπειρο. Ακολουθούν η κρίση του μεξικάνικου πέσο το 1994-1995, η ασιατική κρίση του 1997 και η κρίση της Ρωσίας το 1998.

Ακόμα όμως και με την έλευση του 21<sup>ου</sup> αιώνα τα φαινόμενα αυτά συνέχισαν να εμφανίζονται. Στις αρχές του 2000 συναντάμε το επεισόδιο που αφορά τις εταιρείες πληροφορικής στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής, ενώ πιο πρόσφατα βιώσαμε μία από τις μεγαλύτερες σε διάχυση παγκόσμιες χρηματοοικονομικές κρίσεις του 2008. Στο διάγραμμα που ακολουθεί απεικονίζεται η πορεία του δείκτη Dow Jones Industrial Average την περίοδο 1/2006 έως 11/2008. Η πορεία του συγκεκριμένου δείκτη την δεδομένη χρονική περίοδο είναι αξιοσημείωτη. Παρατηρούμε πως στις 9/10/2007 ο δείκτης άγγιξε τις 14164,53 μονάδες!!! την υψηλότερη τιμή **τα τελευταία 30 χρόνια** ενώ σχεδόν ένα χρόνο αργότερα στις 20/11/2008 και μετά τα γνωστά γεγονότα η τιμή του ήταν 7552,29. Πρόκειται δηλαδή για μια απώλεια της τάξης του 46,69%!!! σε λιγότερο από ένα χρόνο.

### Διάγραμμα 1

Η πορεία του δείκτη Dow Jones Industrial Average την περίοδο πριν το ξέσπασμα της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008



Η Ελλάδα αποτελεί το τελευταίο αντικείμενο συζητήσεων γύρω από το θέμα που εξετάζουμε καθώς πλήττεται από τη λεγόμενη κρίση χρέους η οποία με τη σειρά της έχει προκαλέσει ανησυχίες για το μέλλον όχι μόνο στο εσωτερικό της αλλά σε διεθνές επίπεδο λόγω της αλληλεξάρτησης του σημερινού χρηματοοικονομικού συστήματος.



Με τη σημερινή παγκοσμιοποίηση όπως λοιπόν γίνεται αντιληπτό το ενδεχόμενο να συμβεί μια χρηματοοικονομική κρίση απασχολεί όχι μόνο την οικονομία που πλήττεται αλλά και όλες τις οικονομίες που είναι διασυνδεδεμένες μαζί της. Η παρούσα μελέτη στοχεύει στην ανακεφαλαίωση των παραγόντων που πιθανώς αποτελούν αιτίες που πυροδοτούν ανάλογα επεισόδια. Η συνειδητοποίηση αυτών των αιτιών μπορεί να αποτελέσει τόσο οδηγό για τις κατάλληλες δημοσιονομικές, νομισματικές ή και νομοθετικές πρακτικές που πρέπει να ακολουθήσει μία οικονομία προκειμένου να προφυλαχθεί όσο είναι δυνατό από τέτοια φαινόμενα ενώ παράλληλα μπορεί να βοηθήσει και να προβλεφθούν ενδεχόμενες κρίσεις ώστε να ληφθούν τα κατάλληλα μέτρα από τους επενδυτές. Για το σκοπό αυτό, η παρούσα εργασία περιλαμβάνει 3 διαφορετικές ενότητες. Αρχικά γίνεται θεωρητική ανάλυση των χρηματοοικονομικών κρίσεων, πώς ορίζονται, τι μπορεί να τις προκαλεί και πώς ποσοτικοποιείται το μέγεθος της. Στη συνέχεια γίνεται αναλυτική παρουσίαση των χρηματοοικονομικών κρίσεων εστιάζοντας στους συγκεκριμένους παράγοντες που αναφέρει η βιβλιογραφία ως γενεσιουργούς μηχανισμούς αυτών. Η τρίτη ενότητα περιλαμβάνει οικονομετρική ανάλυση η οποία επιβεβαιώνει ότι κάποιοι από τους παράγοντες που αναφέρει η βιβλιογραφία συντελούν στη διαμόρφωση της πιθανότητας να συμβεί μία κρίση ή όχι. Τέλος, η εργασία ολοκληρώνεται διατυπώνοντας τα τελικά συμπεράσματα και κάνοντας προτάσεις για περαιτέρω έρευνα.

## 2. Επισκόπηση της έννοιας της χρηματοοικονομικής κρίσης

Στο κεφάλαιο αυτό εξετάζουμε τους τρόπους με τους οποίους εκδηλώνεται μια χρηματοοικονομική κρίση, πώς μπορεί να επηρεάσει τις εγχώριες οικονομίες αλλά και τη διεθνή πραγματικότητα, καθώς συζητάμε και τα γενικά αίτια που θεωρούνται ότι συντελούν στη εμφάνιση μιας χρηματοοικονομικής κρίσης. Τέλος γίνεται επισκόπηση των μεθόδων που υπάρχουν για τον έγκαιρο εντοπισμό μίας χρηματοοικονομικής κρίσης ώστε να αποφεύγονται οι επώδυνες συνέπειες της στις οικονομίες που επηρεάζει.

### 2.1 Μορφές εμφάνισης μιας χρηματοοικονομικής κρίσης

Σύμφωνα με τη σύγχρονη πραγματικότητα, η διεθνής οικονομική κοινότητα έχει κληθεί να αντιμετωπίσει διαφορετική είδη αρνητικών χρηματοοικονομικών επεισοδίων. Σε κάποιες περιπτώσεις αντιμετωπίζεται το ενδεχόμενο χρεοκοπίας σε επίπεδο κράτους, οι οποίες λαμβάνουν χώρα όταν μια κυβέρνηση αποτυγχάνει να ανταποκριθεί στην αποπληρωμή του εξωτερικού ή εσωτερικού του χρέους της ή και τα δύο. Έπειτα, υπάρχουν οι τραπεζικές κρίσεις όπως αυτές που βίωσε σε μεγάλο βαθμό ο κόσμος στα τέλη της δεκαετίας του 2000. Πιο συγκεκριμένα, σε μια τυπικά μεγάλη τραπεζική κρίση, ένα κράτος διαπιστώνει ότι ένα σημαντικό μέρος του τραπεζικού τομέα του έχει καταστεί αφερέγγυο ως συνέπεια σημαντικών απωλειών στις επενδυτικές θέσεις των πιστωτικών ιδρυμάτων π.χ. αξία ομολόγων ή λόγω ασυνήθιστης συμπεριφοράς των καταναλωτών ή και τα δύο. Μια άλλη σημαντική κατηγορία κρίσεων συνίσταται στην κρίση της συναλλαγματικής ισοτιμίας μεταξύ δυο νομισμάτων όπως εκείνες που μάστιζαν την Ασία, την Ευρώπη και τη Λατινική Αμερική τη δεκαετία του 1990. Στην περίπτωση της κρίσης των συναλλαγματικών ισοτιμιών, η αξία του νομίσματος μιας χώρας πέφτει απότομα, συχνά παρά τις εγγυήσεις της κυβέρνησης ότι δεν θα επιτρέψει να συμβεί κάτι τέτοιο κάτω από οποιεσδήποτε συνθήκες.

Γενικά λοιπόν εφόσον θέλουμε να ορίσουμε τις χρηματοοικονομικές κρίσεις πρέπει να τις διακρίνουμε σε μια σειρά από διαφορετικές κατηγορίες. Έτσι, μια νομισματική κρίση μπορεί να οριστεί όταν μια κερδοσκοπική επίθεση στην συναλλαγματική αξία ενός νομίσματος οδηγεί σε υποτίμηση του νομίσματος, ή αναγκάζει τις αρχές μιας χώρας να προβούν σε υπεράσπιση του νομίσματος δαπανώντας μεγάλες ποσότητες των διεθνών συναλλαγματικών αποθεμάτων ή αυξάνοντας απότομα το επίπεδο των επιτοκίων. Από την άλλη πλευρά, η τραπεζική κρίση αναφέρεται σε μια κατάσταση κατά την οποία πραγματικά ή ενδεχόμενα προβλήματα στην λειτουργία του τραπεζικού τομέα παρακινεί τις τράπεζες να αναστείλουν την εσωτερική μετατρεψιμότητα του παθητικού τους ή υποχρεώνει την κυβέρνηση να παρέμβει για να αποτρέψει μια τέτοια κατάσταση με την παροχή βοήθειας σε μεγάλη κλίμακα.

Η τραπεζική κρίση μπορεί να είναι τόσο σοβαρή με αποτέλεσμα να λάβει συστημικές διαστάσεις. Οι συστημικές χρηματοοικονομικές κρίσεις (systemic financial crises) οδηγούν σε σοβαρές διαταραχές των χρηματοπιστωτικών αγορών και πλήττοντας την ικανότητα των αγορών να λειτουργούν αποτελεσματικά, μπορεί τελικά να έχουν μεγάλες αρνητικές επιπτώσεις στην πραγματική οικονομία. Η συστημική χρηματοοικονομική κρίση μπορεί να περιλαμβάνει μια νομισματική κρίση, αλλά μια νομισματική κρίση δεν συνεπάγεται αναγκαστικά σοβαρή διαταραχή του εγχώριου συστήματος πληρωμών και συνεπώς δεν μπορεί να ισοδυναμεί με μια συστημική χρηματοοικονομική κρίση. Τέλος, μια κρίση εξωτερικού χρέους είναι μια κατάσταση κατά την οποία μια χώρα δεν μπορεί να εξυπηρετήσει το εξωτερικό της χρέος, είτε κρατικό ή ιδιωτικό.

Οι κρίσεις όλων των τύπων συχνά έχουν κοινές ρίζες όπως την συγκέντρωση επαχθών οικονομικών ανισορροπιών και αποκλίσεων στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων ή των συναλλαγματικών ισοτιμιών, συχνά σε συνδυασμό με μια κατάσταση στρεβλώσεων του οικονομικού τομέα και διαρθρωτικών ακαμψιών. Μια κρίση μπορεί να προκληθεί από μια ξαφνική απώλεια της εμπιστοσύνης στο νομισματικό σύστημα ή στον τραπεζικό τομέα, η οποία υπαγορεύεται συνήθως από έκτακτες εξελίξεις όπως η αιφνίδια



διόρθωση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων, είτε με διακοπή στην ροή της πίστωσης ή του εξωτερικού δανεισμού τα οποία με την σειρά τους εκθέτουν τις υποβόσκουσες αδυναμίες του εν λόγω χρηματοοικονομικού συστήματος. Οι κρίσεις μπορεί να συνεπάγονται απότομη πτώση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων, καθώς και κατάρρευση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων μιας χώρας αλλά και εταιρειών που δεν ανήκουν στον χρηματοπιστωτικό τομέα.. Φυσικά, όλες οι διορθώσεις πιθανών ανισορροπιών δεν συνεπάγονται απαραίτητα την εκδήλωση κάποιας κρίσης. Το ξέσπασμα ή όχι μιας κρίσης εξαρτάται, εκτός από το μέγεθος των ίδιων των ανισορροπιών, την αξιοπιστία των εφαρμοζόμενων πολιτικών για τη διόρθωση των ανισορροπιών και προκειμένου να επιτευχθεί μια "ομαλή προσγείωση", καθώς και από την γενικότερη ευρωστία του χρηματοπιστωτικού συστήματος της χώρας. Αυτοί οι παράγοντες καθορίζουν από κοινού την τρωτότητα της οικονομίας σε κρίσεις. Οι κρίσεις μπορεί τότε να θεωρηθούν ως συνέπεια χρηματοοικονομικών ή οικονομικών διαταραχών όταν οι οικονομίες πλήττονται από υψηλό βαθμό ευαισθησίας.

Κατά καιρούς, είναι πιθανό να παρατηρούνται ταυτόχρονα τα συμπτώματα μιας νομισματικής, τραπεζικής κρίσης ή και κρίσης χρέους όπως στο πρόσφατη κρίση στην Ανατολική Ασία και στη μεξικάνικη κρίση του 1994-95. Το 1992-93 η κρίση του Μηχανισμού Συναλλαγματικών Ισοτιμιών ήταν ουσιαστικά μια νομισματική κρίση, αν και οι σκανδιναβικές χώρες που παρουσίασαν νομισματικές κρίσεις είχαν επίσης εγχώριες τραπεζικές κρίσεις την ίδια χρονική περίοδο.

Επιπλέον, αυτό που μπορεί να εκδηλωθεί αρχικά ως ένα είδος κρίσης μπορεί να εξελιχθεί σε ένα άλλο είδος κρίσης. Συχνά οι τραπεζικές κρίσεις έχουν προηγηθεί των νομισματικών κρίσεων, ιδίως στις αναπτυσσόμενες χώρες-για παράδειγμα, στην Τουρκία και τη Βενεζουέλα στα μέσα της δεκαετία του 1990. Επίσης, προβλήματα στον τραπεζικό τομέα έχουν προηγηθεί κρίσεις χρέους σε χώρες όπως στην Αργεντινή και τη Χιλή το 1981-82. Το αντίστροφο έχει παρατηρηθεί επίσης, όπως στην Κολομβία, το Μεξικό, το Περού και την Ουρουγουάη, όπου η διακοπή της εξωτερικής χρηματοδότησης κατά το 1982 οδήγησε στην εμφάνιση τραπεζικών κρίσεων.

Πιο πρόσφατα, αυτό που ξεκίνησε ως νομισματική κρίση, σε ορισμένες χώρες της Ανατολικής Ασίας μετεξελίχθηκε σε τραπεζική κρίση αλλά και σε κρίση χρέους, όπως καταδεικνύεται περίτρανα στην περίπτωση της Ινδονησίας. Ωστόσο, το γεγονός ότι ένα είδος κρίσης προηγείται μια άλλη δεν συνεπάγεται αναγκαστικά και αιτιότητα. Οι δυσκολίες στον τραπεζικό τομέα μπορεί να μην είναι πάντα εμφανείς, ιδιαίτερα σε συστήματα με κακή εποπτεία και ανεπαρκής ρύθμιση, ή σε περιπτώσεις όπου η έξαρση του δανεισμού καθώς και η αδικαιολόγητη αύξηση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων μπορεί να οδηγήσει σε απόκρυψη των τραπεζικών προβλημάτων, μέχρι η διόρθωση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων να αποκαλύψει την πραγματική αστάθεια του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Το ίδιο ισχύει και για προβλήματα που σχετίζονται με τις περιπτώσεις εταιρικού χρέους. Σε αυτές τις περιπτώσεις, η ευαισθησία του τραπεζικού συστήματος ή του επιχειρηματικού τομέα μπορεί να αποκαλυφθεί πλήρως μόνο μετά από μια κρίση στο νόμισμα η οποία έχει υπονομεύσει την εμπιστοσύνη γενικότερα και αποκαλύπτει αλλά και οξύνει προβλήματα αναφορικά με τον τραπεζικό τομέα και τα προβλήματα χρέους. Αυτό είναι σαφώς ένα χαρακτηριστικό της πρόσφατης κρίσης στην Ανατολική Ασία.

## 2.2 Αίτια τραπεζικών και νομισματικών κρίσεων

Οι παράγοντες που διέπουν την εμφάνιση ανισορροπιών και που καθιστούν μια οικονομία ευάλωτη στις οικονομικές διαταραχές μπορούν να ομαδοποιηθούν ως εξής χωρίς να είναι αμοιβαίως αποκλειόμενες: οι βιώσιμες μακροοικονομικές πολιτικές, οι αδυναμίες στην οικονομική δομή, οι παγκόσμιες οικονομικές συνθήκες, οι αποκλίσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών καθώς και η πολιτική αστάθεια. Επιπλέον, υπάρχει μια φυσική τάση διακύμανσης της οικονομικής δραστηριότητας, προκαλώντας αλλαγές του κλίματος των αγορών που μπορούν να συμβάλουν στην εμφάνιση κρίσεων στο χρηματοοικονομικό σύστημα. Αυτοί οι παράγοντες συνθέτουν τις άμεσες συνθήκες κάτω από τις οποίες συμβαίνουν οι κρίσεις και θα πρέπει να διακρίνονται από τις έμμεσες αιτίες των κρίσεων, οι οποίες είναι συνήθως

γεγονότα ή ειδήσεις που οδηγούν τους οικονομικούς φορείς να επανεξετάσουν τις θέσεις τους.

Η μακροοικονομική αστάθεια έχει υπάρξει σημαντικός παράγοντας για την εκδήλωση πολλών χρηματοοικονομικών κρίσεων. Σε πολλές περιπτώσεις, η υπερβολικά επεκτατική νομισματική και δημοσιονομική πολιτική οδήγησε σε έξαρση του δανεισμού, υπερβολική συσσώρευση χρέους και υπερεπενδύσεις σε πραγματικά περιουσιακά στοιχεία, τα οποία έχουν προκαλέσει άνοδο των μετοχών και των τιμών των ακινήτων σε μη βιώσιμα επίπεδα. Η ενδεχόμενη ενίσχυση των πολιτικών για τη συγκράτηση του πληθωρισμού και την προσαρμογή των εξωτερικών χρηματοοικονομικών θέσεων, καθώς και η αναπόφευκτη διόρθωση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων, οδήγησε αναπόφευκτα σε επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας, δυσκολίες στην εξυπηρέτηση του χρέους καθώς και τα αυξανόμενα επίπεδα επισφαλειών των δανείων δάνεια τα οποία απειλούν τη φερεγγυότητα των τραπεζών.

Μακροοικονομικοί παράγοντες, ιδιαίτερα η έξαρση του δανεισμού, έχουν εντοπισθεί να διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στη δημιουργία τρωτών σημείων του χρηματοοικονομικού τομέα σε πολλές χώρες της Λατινικής Αμερικής αλλά και σε άλλες αναδυόμενες οικονομίες. Η μακροοικονομική αστάθεια υπήρξε ένας σημαντικός παράγοντας για τις περισσότερες από τις τραπεζικές κρίσεις που βίωσαν οι βιομηχανικές χώρες στην μεταπολεμική περίοδο. Εκτός από τις εγχώριες μακροοικονομικές συνθήκες, οι εξωτερικές συνθήκες έπαιξαν επίσης ρόλο σε χρηματοοικονομικές κρίσεις, ιδιαίτερα στις αναδυόμενες οικονομίες. Το πιο αξιοσημείωτο ήταν ξαφνικές μεγάλες αλλαγές στους όρους του εμπορίου και του επιπέδου των επιτοκίων παγκοσμίως. Μια απρόσμενη πτώση στις τιμές των εξαγωγών, για παράδειγμα, μπορεί να επηρεάσει την ικανότητα των εγχώριων επιχειρήσεων να εξυπηρετήσουν τα χρέη τους και μπορούν να οδηγήσουν σε υποβάθμιση της ποιότητας των χαρτοφυλακίων των δανείων των τραπεζών. Οι μεταβολές των επιτοκίων στις μεγάλες βιομηχανικές χώρες έχουν αποκτήσει μεγάλη σημασία για τις αναδυόμενες οικονομίες σε παγκόσμιο επίπεδο, αντικατοπτρίζοντας την

αυξανόμενη ολοκλήρωση των παγκόσμιων αγορών κεφαλαίων καθώς και την παγκοσμιοποίηση των επενδύσεων.

Οι διαρκείς μειώσεις των επιτοκίων παγκοσμίως έχουν προκαλέσει αυξήσεις στις ροές κεφαλαίων προς τις αναδυόμενες χώρες της αγοράς, καθώς αφενός οι διεθνείς επενδυτές αναζητούν υψηλότερες αποδόσεις και αφετέρου η πιστοληπτική ικανότητα των εξωτερικά χρεωμένων χωρών έχει επωφεληθεί από τις χαμηλότερες τιμές των επιτοκίων. Μια απότομη αύξηση των επιτοκίων της χώρας, ωστόσο, μπορεί να περιορίσει τη ροή της εξωτερικής χρηματοδότησης προς τις αναδυόμενες αγορές, αυξάνοντας το κόστος της εξωτερικής χρηματοδότησης για τις εγχώριες τράπεζες (και επιχειρήσεις), τα προβλήματα της αντίθετης επιλογής και του ηθικού κινδύνου καθώς και την ευπάθεια του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Ορισμένες πρόσφατες εμπειρικές έρευνες έχουν διαπιστώσει ότι η συχνότητα των τραπεζικών κρίσεων στις αναδυόμενες οικονομίες σχετίζονται έντονα με τις αλλαγές στις παγκόσμιες οικονομικές συνθήκες.

Η σύνθεση των κεφαλαιακών εισροών έχει θεωρηθεί ως σημαντικός παράγοντας σε μια σειρά από νομισματικές κρίσεις στις αναδυόμενες αγορές. Και στις δύο εριπτώσεις της πρόσφατης κρίσης στην Ταϊλάνδη και στη μεξικάνικη κρίση του 1994-95, η εξάρτηση από τον βραχυπρόθεσμο δανεισμό προκειμένου να χρηματοδοτηθούν μεγάλα ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών ήταν ένα κρίσιμο συστατικό για την όξυνση των κρίσεων. Οι άμεσες ξένες επενδύσεις, σε αντίθεση με τις εισροές που σχετίζονται με τα χρέη, συχνά θεωρείται ότι παρέχουν ένα ασφαλέστερο και πιο σταθερό τρόπο για τη χρηματοδότηση της ανάπτυξης, διότι αναφέρονται σε ιδιοκτησία και στον έλεγχο των εγκαταστάσεων, του εξοπλισμού και των υποδομών και, επομένως χρηματοδοτείται η ικανότητα δημιουργίας ανάπτυξης της οικονομίας, ενώ ο βραχυπρόθεσμος εξωτερικός δανεισμός είναι πιο πιθανό να χρησιμοποιηθεί απλά για τη χρηματοδότηση της κατανάλωσης.

Οι μεταβολές κατά τις τελευταίες δεκαετίες στη δομή ληκτότητας και στη σύνθεση των ροών επενδύσεων χαρτοφυλακίου, καθώς και στις συμφωνίες επιτοκίου, έχουν μεταβάλλει την ευπάθεια των χωρών στις κρίσεις. Σε ένα



περιβάλλον υψηλού πληθωρισμού της δεκαετίας του 1970, οι διεθνείς συναλλαγές μετατοπίστηκαν σημαντικά προς προϊόντα μικρότερης διάρκειας και κυμαινόμενων επιτοκίων. Έτσι, η κρίση του χρέους του 1982 επιδεινώθηκε επειδή ένα μεγάλο μέρος του εξωτερικού χρέους των χωρών της Λατινικής Αμερικής που επλήγησαν από την κρίση αυτή συνδεόταν με βραχυπρόθεσμα επιτόκια. Πιο πρόσφατα, τα κοινοπρακτικά τραπεζικά δάνεια της δεκαετίας του 1980 έχουν αντικατασταθεί από τοποθετήσεις σε μετοχές και ομόλογα ως προτιμότερα σχήματα διεθνούς δανεισμού. Το προαναφερθέν γεγονός, σύμφωνα με ορισμένες απόψεις, θεωρείται ότι καθιστά δυσκολότερες τις ξαφνικές αναλήψεις κεφαλαίων, δεδομένου ότι κατά τη διάρκεια κρίσεων οι ξένοι επενδυτές μπορεί εκτός από τις απώλειες σε ξένο συνάλλαγμα, να βρεθούν αντιμέτωποι και με την πτώση των τιμών των εγχώριων περιουσιακών στοιχείων. Οι κρίσεις στο Μεξικό αλλά και στην ανατολική Ασία, ωστόσο, έχουν καταδείξει σαφώς τους κινδύνους από τα υψηλά επίπεδα βραχυπρόθεσμου χρέους σε ξένο νόμισμα είτε κρατικό ή ιδιωτικό.

Ένα ακόμα μάθημα που ανακύπτει από τις πρόσφατες κρίσεις, είναι ότι οι αναντιστοιχίες νομισμάτων στους ισολογισμούς του ιδιωτικού τομέα (είτε στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ή σε επιχειρήσεις) μπορεί να είναι περισσότερο από ένα απλό πρόβλημα σε χώρες με άκαμπτη συναλλαγματική ισοτιμία, δεδομένου ότι σε ένα καθεστώς σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας (exchange rate peg) μπορεί να ενθαρρύνει τους δανειολήπτες να αγνοούν τον συναλλαγματικό κίνδυνο. Εν ολίγοις, η εμπειρία δείχνει ότι οι χώρες με υψηλά επίπεδα βραχυπρόθεσμου χρέους, με κυμαινόμενο επιτόκιο δανεισμού, με χρέος σε ξένο νόμισμα, ή με εξωτερικό χρέος μέσω εγχώριων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων είναι πιθανό να είναι ιδιαίτερα ευάλωτες στις εσωτερικές ή εξωτερικές διαταραχές και ως εκ τούτου πιο επιρρεπείς σε χρηματοπιστωτικές κρίσεις.

Οι στρεβλώσεις στον χρηματοοικονομικό τομέα, σε συνδυασμό με τη μακροοικονομική αστάθεια, αποτελούν μια άλλη ομάδα από παράγοντες οι οποίοι είναι υπεύθυνοι για πολλές τραπεζικές κρίσεις. Συχνά οι στρεβλώσεις ανακύπτουν σε καιρούς ραγδαίας οικονομικής απελευθέρωσης και καινοτομίας σε χώρες με αδύναμες εποπτικές και ρυθμιστικές πολιτικές ή



όπου η κυβέρνηση παρεμβαίνει άμεσα στη χορήγηση ή την τιμολόγηση των πιστώσεων. Επιπλέον, ανεπαρκή ρυθμιστικά καθεστώτα σε περισσότερο απελευθερωμένα συστήματα έχουν δημιουργήσει προβλήματα ηθικού κινδύνου, ενθαρρύνοντας τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα με χαμηλή κεφαλαιακή επάρκεια να αναλάβουν υπερβολικό κίνδυνο.

### 2.3 Δείκτες προειδοποίησης κρίσεων

Εξαιτίας της δαπανηρής προσαρμογής που υφίστανται οι οικονομίες στον απόηχο μιας χρηματοοικονομικής κρίσης, έχει αναπτυχθεί έντονο ενδιαφέρον για τον εντοπισμό μεμονωμένων ή ακόμα και συνδυασμών οικονομικών μεταβλητών που μπορούν να χρησιμεύσουν ως σημεία έγκαιρης προειδοποίησης κρίσεων. Παρόμοιες προσπάθειες ωστόσο δεν έχουν συνοδευτεί με την ανάλογη επιτυχία. Ενώ πολλές από τις προτεινόμενες μεθόδους έγκαιρης προειδοποίησης ήταν σε θέση να προβλέψουν επιτυχώς συγκεκριμένες κρίσεις, λίγες έχουν επιδείξει συστηματική προβλεπτική ικανότητα.

Στην πραγματικότητα, είναι εξαιρετικά απίθανο να βρεθεί ένα σύνολο δεικτών που θα μπορούσε να ανιχνεύσει μελλοντικές κρίσεις αρκετά νωρίς και με υψηλό βαθμό βεβαιότητας σε συνδυασμό με μικρή πιθανότητα λάθους. Πράγματι, εφόσον τέτοιοι δείκτες πρόβλεψης μπορούν να προσδιοριστούν, είναι πιθανόν να χάσουν τη χρησιμότητά τους. Συγκεκριμένα, επειδή όπως είναι φυσικό οι δείκτες θα αλλάζουν συμπεριφορά οι αγορές θα τους λαμβάνουν υπόψη τους και καθώς οι αγορές θα είναι σε αναμονή για την εκδήλωση κρίσης θα προκαλούν αλλαγή συμπεριφοράς των δεικτών νωρίτερα ή πολύ περισσότερο οι υπεύθυνοι για τη χάραξη πολιτικής θα λάβουν μέτρα για την πρόληψη εμφάνισης των κρίσεων. Κατά συνέπεια, οι δείκτες θα χάσουν την ικανότητά τους να προβλέπουν τις κρίσεις. Αλλά ακόμη και αν η αναζήτηση για αξιόπιστα μέσα πρόβλεψης κρίσης φαίνεται να είναι μάταιη, κρίνεται, ωστόσο, χρήσιμο να διερευνηθεί κατά πόσον υπάρχουν μεταβλητές που συστηματικά επιδεικνύουν ευπάθεια στις κρίσεις.

Οι εν λόγω δείκτες ευπάθειας θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν για τον εντοπισμό καταστάσεων στις οποίες μια οικονομία αντιμετωπίζει τον κίνδυνο μιας χρηματοοικονομικής κρίσης η οποία ενδεχομένως να προκλήθηκε από τις αλλαγές στις παγκόσμιες οικονομικές συνθήκες, από δευτερογενείς επιδράσεις από τις κρίσεις σε άλλες χώρες, ή άλλες δυνάμεις που είναι ικανές να προκαλέσουν ξαφνική αλλαγή στο συναίσθημα της αγοράς.

Μια συχνή μέθοδος που χρησιμοποιείται για την κατασκευή ενός "συστήματος έγκαιρης προειδοποίησης," είναι μέσω του προσδιορισμού ενός συνόλου μεταβλητών η συμπεριφορά του οποίου πριν από τα επεισόδια των οικονομικών πιέσεων της αγοράς ή τις κρίσεις είναι συστηματικά διαφορετική από εκείνη κατά την κανονική, ή ήρεμη περίοδο. Παρακολουθώντας στενά τις συγκεκριμένες μεταβλητές, μπορεί να είναι δυνατό να ανιχνευθούν πρότυπα συμπεριφοράς παρόμοιες με αυτές που στο παρελθόν έχουν παρατηρηθεί πριν την εκδήλωση κρίσεων. Η δυσκολία έγκειται στον προσδιορισμό των σχετικών μεταβλητών :μεταβλητές που δεν προειδοποιούν μόνο για μια επικείμενη κρίση με υψηλό βαθμό επιτυχίας, αλλά εκείνες που δεν παράγουν συχνά ψευδείς ενδείξεις, έτσι ώστε να μπορούν να χρησιμοποιηθούν με κάποιο βαθμό εμπιστοσύνης.

Υπάρχει δυνητικά ένας μεγάλος αριθμός μεταβλητών που θα μπορούσαν να χρησιμεύσουν ως δείκτες ευπάθειας. Η επιλογή καθορίζεται σε μεγάλο βαθμό από την κατανόηση των αιτιών και την αμεσότητα των καθοριστικών παραγόντων της κρίσης. Για παράδειγμα, εάν υποθέσουμε ότι οι νομισματικές κρίσεις προκαλούνται κυρίως από προβλήματα δημοσιονομικού χαρακτήρα τότε οι μεταβλητές όπως το δημοσιονομικό έλλειμμα, η δημόσια κατανάλωση και οι πιστώσεις προς το δημόσιο τομέα από το τραπεζικό σύστημα έχουν την τάση να έχουν εξέχουσα θέση στο σύνολο των δεικτών. Εάν οι αδυναμίες του χρηματοπιστωτικού τομέα θεωρείται ότι βρίσκονται στη ρίζα των κρίσεων νομισματικής φύσεως, τότε μεταβλητές όπως η πορεία της πιστωτικής επέκτασης του ιδιωτικού τομέα, ο βαθμός οικονομικής απελευθέρωσης, το επίπεδο του βραχυπρόθεσμου εξωτερικού δανεισμού του τραπεζικού

συστήματος, η δομή των εγχώριων επιτοκίων, οι μεταβολές των τιμών των μετοχών, η ποιότητα των τραπεζικών περιουσιακών στοιχείων όπως μετράται από το βαθμό των μη εξυπηρετούμενων δανείων θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν ως δείκτες.

Ομοίως, αν τα προβλήματα του εξωτερικού τομέα θεωρούνται σε μεγάλο βαθμό υπεύθυνα για τις νομισματικές κρίσεις, τότε η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, αλλαγές στους όρους του εμπορίου, η διαφορά μεταξύ των ξένων και εγχώριων επιτοκίων και άλλες παρόμοιες μεταβλητές μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως δείκτες ευπάθειας. Επίσης, έχουν χρησιμοποιηθεί μεταβλητές της πραγματικής οικονομίας, όπως ο ρυθμός αύξησης της παραγωγής, το ποσοστό ανεργίας, οι μεταβλητές οι οποίες προσεγγίζουν θεσμικούς και δομικούς παράγοντες καθώς και τις πολιτικές εξελίξεις.

Σε αντίθεση με τις νομισματικές κρίσεις, όπου οι απότομες αλλαγές στην υψηλής συχνότητας μεταβλητές, όπως τα διεθνή νομισματικά αποθέματα, τα επιτόκια και τη συναλλαγματική ισοτιμία προσδιορίζουν χρονικά το ξέσπασμα των κρίσεων σχετικά εύκολα, η έλλειψη δεδομένων υψηλής συχνότητας που θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν για να σηματοδοτήσουν με συνέπεια την εκδήλωση δυσκολιών στο τραπεζικό τομέα καθιστούν δυσκολότερη την κατασκευή προπορευόμενων δεικτών τραπεζικών κρίσεων. Η πρόβλεψη των τραπεζικών κρίσεων είναι πολύ πιο δύσκολη από εκείνη των νομισματικών κρίσεων, διότι εξαρτάται από την επέλευση των «γεγονότων», όπως το κλείσιμο ή την εξαγορά των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων από την κυβέρνηση, απόσυρση καταθέσεων από τους καταναλωτές, και παρόμοια γεγονότα.

Κατά συνέπεια, υπάρχει μεγαλύτερος κίνδυνος κατά την πρόβλεψη μιας κρίσης ο οποίος μπορεί να εκδηλωθεί είτε με αρκετά καθυστερημένη πρόβλεψη δεδομένου ότι τα προβλήματα χρηματοοικονομικής φύσεως συνήθως ξεκινούν πολύ πριν από το κλείσιμο μιας τράπεζας ή την απόσυρση των καταθέσεων είτε με αρκετά πρώιμη πρόβλεψη, δεδομένου ότι η κορύφωση της κρίσης γενικά λαμβάνει χώρα πολύ αργότερα. Παρ'όλα αυτά,

ακόμα και με κατά προσέγγιση πρόβλεψη της έναρξης μιας τραπεζικής κρίσης, η ανάλυση της συμπεριφοράς των σχετικών μεταβλητών γύρω από το χρόνο εκδήλωσης των κρίσεων μπορεί να είναι χρήσιμη για την κατασκευή ενός συστήματος έγκαιρης προειδοποίησης με την χρήση δεικτών ευπάθειας.

Σε μελέτες τραπεζικών κρίσεων, η επιλογή των δεικτών, η οποία μπορεί να έχει επηρεαστεί από τον τρόπο με τον οποίο έχουν ποσοτικοποιηθεί παρόμοιες κρίσεις, έχει βασιστεί σε μεγάλο βαθμό στην παραδοχή ότι οι αδυναμίες στον τομέα αυτό είναι πιο πιθανό να προκύψουν, κατά την διάρκεια μιας μακράς περιόδου υψηλών προσδοκιών για τις οικονομικές προοπτικές, η οποία με την σειρά της εκτοξεύει τη ζήτηση δανείων και ουσιαστικά αυξάνει τους δείκτες μόχλευσης της οικονομίας, και η οποία ακολουθείται από την ενδεχόμενη άφιξη απροσδόκητων "κακών ειδήσεων" που τελικά επηρεάζουν αρνητικά την καθαρή περουσία των τραπεζών. Αυτές οι «κακές ειδήσεις» θα μπορούσαν να είναι εξελίξεις που είτε αυξάνουν κατακόρυφα το επίπεδο πιστοληπτικού κινδύνου για ένα σημαντικό τμήμα των δανειοληπτών, όπως οι απότομες πτώσεις στις τιμές των εξαγωγών ή των τιμών των ακινήτων, ή να αυξήσει το κόστος χρηματοδότησης των δανείων τους, όπως η αύξηση του εσωτερικού ή του εξωτερικού επιτοκίου ή μια υποτίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Επιπλέον, η υγεία του τραπεζικού συστήματος είναι από μόνος του ένας σημαντικός καθοριστικός παράγοντας της τρωτότητας της οικονομίας σε κρίσεις.

Το αντίστροφο ισχύει επίσης. Από τη φύση τους, οι τραπεζικές δραστηριότητες εκτελούνται με βάση τις προσδοκίες για την μελλοντική κατάσταση της οικονομίας. Όταν μια οικονομία βρίσκεται σε μια μη αναμενόμενη ύφεση οι επενδύσεις μπορεί να αποτύχουν, η οποία με τη σειρά της μπορεί να επηρεάσει αρνητικά την ποιότητα των χαρτοφυλακίων των τραπεζικών δανείων .

Για τις ταχέως αναπτυσσόμενες χώρες, και κυρίως για τους αποδέκτες των μεγάλων εισροών κεφαλαίων, η αποτυχία της προληπτικής εποπτείας να συμβαδίζει με τις εξελίξεις στην οικονομική



φιλευθεροποίηση, έχει συχνά ως αποτέλεσμα να παρατηρείται συχνά το φαινόμενο κάποιοι τραπεζικοί τομείς να γίνονται όλο και πιο ευπρόσβλητοι στις αιφνίδιες ανατροπές των διαθέσεων των επενδυτών. Κατά συνέπεια, οι μακροοικονομικές μεταβλητές που αντικατοπτρίζουν τους παράγοντες που επηρεάζουν τις οικονομικές προοπτικές των δανειοληπτών και, επομένως, την ικανότητά τους για εξυπηρέτηση των δανείων- όπως η αύξηση της παραγωγής, οι τιμές των μετοχών, ο πληθωρισμός, τα πραγματικά επιτόκια, η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία, οι όροι των συναλλαγών και οι κεφαλαιακές εισροές –καθώς και οι μεταβλητές που μπορούν να προσφέρουν μια ένδειξη για την υγεία του τραπεζικού κλάδου, όπως η αύξηση των εγχώριων πιστώσεων, ο δείκτης δανείων προς καταθέσεις, οι μεταβολές στον πολλαπλασιαστή χρήματος, και άλλα ποιοτικά κυρίως μέτρα όπως ο βαθμός χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης -έχουν χρησιμοποιηθεί για τον εντοπισμό των τρωτών σημείων του τραπεζικού τομέα.

Τέλος, επειδή τα αίτια των τραπεζικών κρίσεων μοιάζουν συχνά με εκείνα των νομισματικών κρίσεων, ιδίως, οι χαλαρές νομισματικές συνθήκες, η υπερθέρμανση της οικονομίας, και η κατάρρευση στις φούσκες τιμών των περιουσιακών στοιχείων-πολλοί από τους δείκτες είναι επίσης παρόμοιοι.



### 3. Ιστορική αναδρομή στις κυριότερες χρηματοοικονομικές κρίσεις του 20<sup>ου</sup> και 21<sup>ου</sup> πρώτου αιώνα

Σε αυτήν την ενότητα κάνουμε ιστορική αναδρομή στις κυριότερες χρηματοοικονομικές κρίσεις που έχουν συντελεστεί μετά την πρώτη κρίση του 1929 στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής έως και σήμερα. Για κάθε επεισόδιο που εξετάζονται παρουσιάζονται οι γενικότερες συνθήκες που επικρατούσαν την εκάστοτε περίοδο και στην εκάστοτε χώρα καθώς αναφέρονται και οι κύριοι παράγοντες που αναφέρονται στη βιβλιογραφία ως αίτια των χρηματοοικονομικών κρίσεων.

#### 3.1 Η μεγάλη κρίση του 1929

Η μεγάλη χρηματιστηριακή κρίση του 1929, παρά τη σημασία και την ένταση της, καθυστέρησε σε μεγάλο βαθμό να απασχολήσει την ακαδημαϊκή κοινότητα. Η πρώτη συστηματική προσπάθεια ανήκει στον Galbraith και το βιβλίο του «The Great Crash 1929» του 1954. Το βιβλίο αυτό αποτελεί το κύριο σημείο αναφοράς γύρω από τη συγκεκριμένη κρίση και παραθέτει τους πλέον αποδεκτούς παράγοντες που οδήγησαν στη γέννηση της. Παρατηρεί ότι την περίοδο της έντονης οικονομικής ανάπτυξης της δεκαετίας του 1920 άρχισε να σχηματίζεται μία φούσκα στη χρηματιστηριακή αγορά και τονίζει τη μανία του επενδυτικού κοινού να αποκομίσει οφέλη από αυτή την ανοδική περίοδο της αγοράς (bull market). Η άνοδος των χρηματιστηριακών δεικτών, σύμφωνα με τον Galbraith, ήταν αποτέλεσμα από την έμφυτη ευφορία που οδηγεί άντρες και γυναίκες, καταναλωτές και επιχειρήσεις, να πιστεύουν ότι όλα θα πηγαίνουν συνεχώς καλύτερα, ότι είναι σωστό να πλουτίσουν απορρίπτοντας ως ανόητη κάθε ιδέα που προειδοποιούσε για τους ενδεχόμενους κινδύνους. Αυτή η προθυμία να αγοράζουν μετοχές πυροδοτήθηκε περαιτέρω από την αύξηση της πιστοληπτικής ικανότητας με τη μορφή χορήγησης δανείων που ωθούσαν τους επενδυτές σε επικίνδυνα επίπεδα χωρίς να υπάρχει η αντίστοιχη κάλυψη.

Παράλληλα και άλλοι συγγραφείς, όπως ο Kindleberger (1978), δεν παίρνουν ακριβή θέση για τις αιτίες της κατάρρευσης της αγοράς πιστεύοντας ότι υπάρχουν πολλοί παράγοντες που μπορεί να ώθησαν τους επενδυτές στην απόφαση να αρχίσουν να πωλούν τις μετοχές τους τόσο μαζικά. Μία από τις βασικότερες εργασίες που κατονομάζουν συγκεκριμένες αιτίες που προκάλεσαν την κρίση είναι του White (1990) η οποία παραθέτει και αναλύει τη έως τότε σχετική βιβλιογραφία. Ενώ τόσο οι Galbraith και Kindleberger συμφωνούν ότι χρηματιστηριακή αγορά είχε γίνει εξαιρετικά ασταθής, τόσο ώστε η κατάρρευση της να ήταν θέμα χρόνου, η πυροδότηση της κρίσης έγινε από συγκεκριμένους παράγοντες. Κάτι συνέβη το οποίο κλόνησε τις προβλέψεις του επενδυτικού κοινού για τα μελλοντικά κέρδη και το οδήγησε σε αυτήν τη συμπεριφορά αγέλης. Ο White εστιάζει και περιγράφει ως τέτοιους παράγοντες, σύμφωνα με τις γνώμες των ειδικών, την υπερβολική έκδοση νέων μετοχών, λανθασμένες κανονιστικές αποφάσεις από τη κυβέρνηση για τη λειτουργία των αφορών, ο φόρος των Smoot – Hawley, οι ξένες χρηματιστηριακές αγορές και η μειωμένη ικανότητα των πιστωτικών ιδρυμάτων για επιπλέον τροφοδότηση της αγοράς με δάνεια.

Η ανοδική πορεία των χρηματιστηριακών αγορών ώθησε τις εταιρείες να προβούν σε έκδοση ή αύξηση του μετοχικού τους κεφαλαίου. Το 1927, εκδόθηκαν \$1474 εκατομμύρια προνομιακών και κοινών μετοχών. Μέχρι το 1929, το ποσό αυτό έφτασε τα \$5924 εκατομμύρια, με περισσότερες από ένα δισεκατομμύριο μετοχές να εκδίδονται μέσα στο μήνα Σεπτέμβριο. Όπως σε όλες τις φούσκες, όταν η κερδοσκοπία εστιάζει σε ένα προϊόν με περιορισμένη προσφορά, η ραγδαία αύξηση της τιμής του ωθεί και αναγκάζει σε αλόγιστη προσπάθεια αύξησης της προσφοράς του. Ο Fred Kent (Fisher 1930) τόνισε ότι η έκδοση νέων μετοχών ίσως υπερθέρμανε την αγορά. Ενώ όμως, τα ποσά που αναφέρθηκαν είναι αξιοσημείωτα, σε σχέση με το σύνολο της κεφαλαιαγοράς δεν ήταν υπερβολικά. Μόνο στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης, η αξία των μετοχών που διαπραγματεύονταν εκεί έφτανε στα \$89.7 δισεκατομμύρια την 1η Σεπτεμβρίου του 1929. Σε συνδυασμό λοιπόν με την αύξηση της προσφοράς που αναφέραμε, θα έπρεπε να αναμένουμε μία πτώση των τιμών όχι όμως και κατάρρευση. Γενικά, το φαινόμενο της

υπερβολικής τάσης έκδοσης νέων μετοχών το πιο πιθανό είναι να αποτέλεσε ένα μικρό παράγοντα που συνετέλεσε στην κρίση.

Ο κλάδος των υπηρεσιών αποτελούσε έναν από του πιο ακμαίους την περίοδο εκείνη. Ορισμένοι αναλυτές θεώρησαν ότι η άρνηση της Επιτροπής της Μασαχουσέτης στις 11 Οκτωβρίου 1929, να επιτρέψει στην εταιρεία Boston Edison να προχωρήσει σε διάσπαση των μετοχών της, έστειλα ένα απειλητικό μήνυμα στην αγορά. Η Επιτροπή αρνήθηκε την πρόταση με την αιτιολόγηση ότι θα ενθάρρυνε περισσότερο την κερδοσκοπία. Όμως, αν δεχτούμε ότι ο τομέας των υπηρεσιών πυροδότησε την κρίση, δεν υπάρχει τέτοια ένδειξη στους κλαδικούς δείκτες του Dow Jones. Ο δείκτης υπηρεσιών και ο βιομηχανικός δείκτης σημείωσαν το ίδιο ποσοστό πτώσης εκείνη τη μέρα, λίγο κάτω από 1%. Ενώ λοιπόν η απόφαση της Επιτροπής ανησύχησε τους μετόχους της Boston Edison, δεν πρέπει να θεωρείται σημαντικός παράγοντας στην κατάρρευση της αγοράς.

Ένας επιπλέον παράγοντας που θεωρείται από πολλούς ως βασικός καταλύτης για το ξέσπασμα της κρίσης είναι η ψήφιση του δασμού Smoot-Hawley. Ο Fisher (1930) ανέφερε ότι ο φόρος αυτός συνετέλεσε στην κρίση, ενώ, ο Wanniski (1978) αποδίδει μόνο στο δασμό την κατάρρευση. Αν όμως η ψήφιση του συγκεκριμένου δασμού ήταν τόσο σημαντική θα αναμέναμε κυρίως να επηρεαστούν οι εξαγωγικές εταιρείες λόγω της μειωμένης διεθνούς ζήτησης από την εφαρμογή του. Αντίθετα, εταιρείες που δραστηριοποιούνται στον τομέα των μη εμπορεύσιμων αγαθών και ανταγωνιστικών σε σχέση με τα εισαγόμενα προϊόντα της εποχής, θα αναμέναμε να μην υποστούν μείωση ίσως και να βελτιώσουν τη χρηματιστηριακή τους εικόνα. Αντίθετα ο White (1990), διακρίνοντας τις εταιρείες σε εξαγωγικές και εισαγωγικές-ή μη εμπορικές, έδειξε ότι και οι δύο περιπτώσεις σημείωσαν περίπου την ίδια μείωση όταν ψηφίστηκε ο νόμος. Επομένως και αυτός ο παράγοντας φαίνεται να συνετέλεσε στην κρίση χωρίς όμως να αποτέλεσε τον πυροκροτητή.

Μία άλλη πιθανή αιτία που προτάθηκε ως αφετηρία της κρίσης είναι η αύξηση των επιτοκίων. Η στροφή των επενδυτών μετά τον Α Παγκόσμιο πόλεμο προς την αμερικανική αγορά, αποδυνάμωσε τις ευρωπαϊκές

οικονομίες, κυρίως τη Ηνωμένο Βασίλειο και τη Γερμανία, όπου οι χρηματιστηριακές τους αγορές δεν συμβάδιζαν με την ανοδική πορεία στις Ηνωμένες Πολιτείες. Αυτό ανάγκασε τις οικονομίες αυτές να αυξήσουν τα επιτόκια τους προκειμένου να αντλήσουν περισσότερα διεθνή κεφάλαια. Η Κεντρική Ομοσπονδιακή Τράπεζα των Ηνωμένων Πολιτειών, παρατηρώντας την αύξηση αυτή και επιθυμώντας να βάλουν και ένα φρένο στην συνεχόμενη ανοδική πορεία της εγχώριας χρηματιστηριακής αγοράς αποφάσισαν να αυξήσουν το επιτόκιο αναφοράς τους από 5% σε 6% στις 9 Αυγούστου του 1929. Το Σεπτέμβριο πάλι το Ηνωμένο Βασίλειο προχώρησε σε περαιτέρω αύξηση των επιτοκίων του. Η γενικότερη αυτή αύξηση των επιτοκίων δεν είχε άμεσο αποτέλεσμα στη δανειακή βάση. Εβδομαδιαίες αναφορές δείχνουν μάλιστα ότι στις 9 Οκτωβρίου έφτασαν σε ιστορικά υψηλά της τάξης των \$3941 εκατομμυρίων αλλά σημείωσαν πτώση στα \$3823 εκατομμύριο στις 23 Οκτωβρίου. Η μείωση αυτή όμως από μόνη της δεν μπορεί να θεωρηθεί ως ένδειξη κάποιας καταστροφής καθώς είχαν υπάρξει και στο παρελθόν ακόμα μεγαλύτερες προσωρινές μειώσεις αυτού του μεγέθους. Όπως και κατά την ανοδική πορεία των αγορών, η αγορά δανείων ακολουθούσε τις εξελίξεις παρά τις προκαλούσε.

Η μη πειστική επίδραση των προηγούμενων παραγόντων οδήγησε ξανά στην ερώτηση αν υπήρξε κάτι στις ανακοινώσεις των εταιρειών που αφορούν στα κέρδη και τα μερίσματα τους που να προμήνυαν στην αλλαγή της συμπεριφοράς των επενδυτών αλλά τα συνολικά μεγέθη της εποχής δεν αναδεικνύουν κάτι τέτοιο. Τα τριμηνιαία μερίσματα του βιομηχανικού δείκτη Dow Jones έδειξαν υγιή άνοδο στα τέλη του 1929, σημειώνοντας αύξηση 12.8% το τρίτο τρίμηνο και 11.6% το τέταρτο. Η πρώτη μείωση της τάξης του 6.3% σημειώθηκε μόλις το πρώτο τρίμηνο του 1930.

Όλοι οι παραπάνω δευτερεύοντες παράγοντες από μόνοι τους δεν μπορεί να πυροδότησαν την κρίση. Οι επενδυτές διέκριναν από αλλού την επικείμενη δύσκολη οικονομική συγκυρία. Ο δείκτης βιομηχανικής παραγωγής λειτούργησε ως προπομπός. Η πρώτη πτώση σημειώθηκε τον Ιούλιο του 1929. Τον Αύγουστο και το Σεπτέμβριο κάποιοι άλλοι δείκτες άρχισαν να σημειώνουν πτώση. Ο συνδυασμός αυτών των νέων σε συνδυασμό με την αύξηση των πραγματικών επιτοκίων, εγχώρια αλλά και διεθνώς, δημιούργησε



το κλίμα της επερχόμενης ύφεσης. Και ήταν όλα μαζί που ώθησαν τελικά τους επενδυτές να αναθεωρήσουν τις προσδοκίες τους προς τα κάτω.

Η αγορά άρχισε να πέφτει στις αρχές του Οκτωβρίου. Όσο το μέγεθος των συναλλαγών αυξανόταν, οι χρηματιστηριακές εταιρείες άρχισαν να πιέζονται, οι εντολές αγοροπωλησίας γίνονταν όλο και πιο συχνές και οι τιμές των μετοχών αργούσαν να ανακοινωθούν. Εφόσον καθυστερούσαν οι ανακοινώσεις των τιμών οι επενδυτές δεν μπορούσαν να έχουν απευθείας ενημέρωση της θέσης τους με αποτέλεσμα να προκληθεί πανικός και να γίνουν μαζικές πωλήσεις τη Μαύρη Πέμπτη και τη Μαύρη Τρίτη. Η κάθετη πτώση των τιμών οδήγησε και άλλους να ρευστοποιήσουν τις θέσεις τους διευρύνοντας την πτωτική πορεία του δείκτη και καταλήγοντας έτσι στη σημαντικότερη ίσως και μεγαλύτερη χρηματιστηριακή κρίση της σύγχρονης διεθνούς οικονομικής κοινότητας.

### **3.2 Η κρίση του Δημόσιου Χρέους στις Χώρες της Λατινικής Αμερικής το '80**

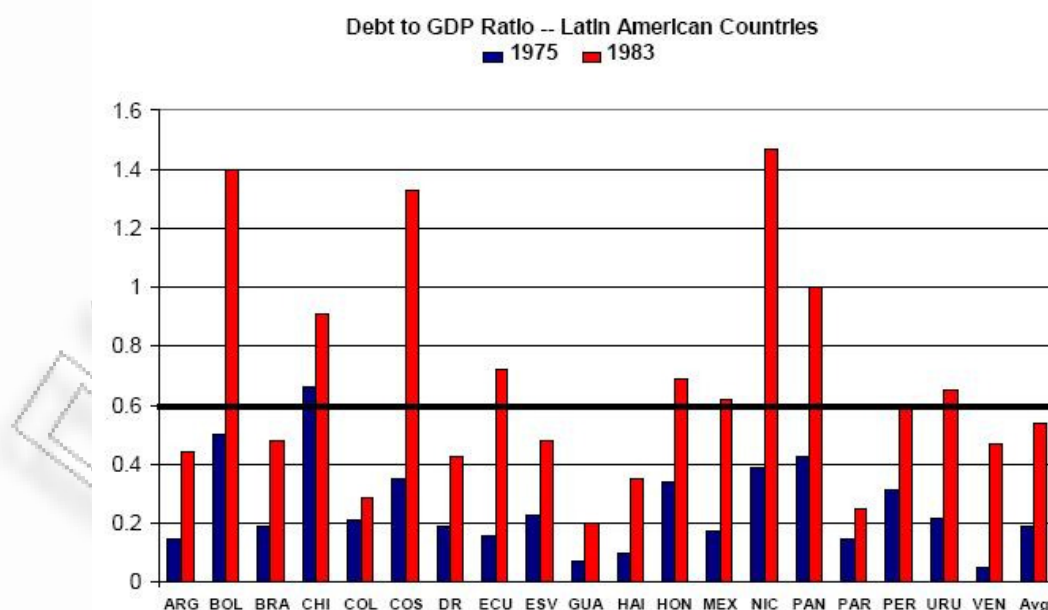
Η κρίση του δημόσιου χρέους στις χώρες της Λατινικής Αμερικής συνέβη στις αρχές της δεκαετίας του 1980, όταν το χρέος των χωρών αυτών προς τις διεθνείς αγορές έφτασε σε τέτοιο βαθμό όπου η παραγωγική τους ικανότητα δεν επαρκούσε για την εξόφληση του. Αν και η επίδραση της κρίσης σε αυτές τις οικονομίες είναι πιθανό να είχε σε κάποιο βαθμό διαφορετικές συνέπειες, η γενική και συνολική εικόνα σε όλη την περιοχή ήταν παρόμοια.

Οι οικονομίες αυτές, μετά την ανεξαρτητοποίηση τους από την Ισπανία και την Πορτογαλία, στήριξαν σε μεγάλο βαθμό την χρηματοοικονομική τους εξέλιξη και ανάπτυξη σε ξένα κεφάλαια, δημιουργώντας σημαντικό εξωτερικό χρέος (Theberge 1999). Το χρέος αυτό υπό φυσιολογικές συνθήκες δεν αποτελούσε τροχοπέδη, αλλά μία σειρά από εγχώριους και διεθνείς παράγοντες οδήγησαν τα εξωτερικά χρέη σε μεγάλα μεγέθη τα οποία δεν μπορούσαν να εξυπηρετηθούν.



Κατά τις δεκαετίες του 1960 και 1970, όταν οι χώρες της Λατινικής Αμερικής ήταν οικονομικά εύρωστες από τις εξαγωγές πετρελαίου, δανείστηκαν μεγάλα κεφάλαια με χαμηλό κόστος δανεισμού από τις διεθνείς αγορές προκειμένου να επενδύσουν στη βιομηχανοποίηση τους και σε διαρθρωτικά προγράμματα (Jubilee, 1998). Με τον όρο «ανακύκλωση πετροδολαρίων» (retrodollar recycling), χαρακτηρίστηκαν τα δάνεια που χορηγήθηκαν από τις χώρες της Μέσης Ανατολής και της Λατινικής Αμερικής σε χώρες της ευρύτερης περιοχής, προκειμένου να ενισχυθούν οι τράπεζες από την είσπραξη των τόκων (Carrasco, 1998). Μεταξύ του 1970 και 1980, το συνολικό εξωτερικό χρέος των λατινικών χωρών αυξήθηκε περισσότερο από 1000%.

Το παρακάτω διάγραμμα δείχνει το ποσοστό του χρέους ως προς το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν ορισμένων χωρών της νότιας Αμερικής για τα έτη 1975 και 1983. Η δραματική μεταβολή σε αυτό το μέγεθος, για ορισμένες χώρες περισσότερο από 100%, δείχνει το μέγεθος των κεφαλαίων που είχαν δανειστεί αυτές οι οικονομίες.

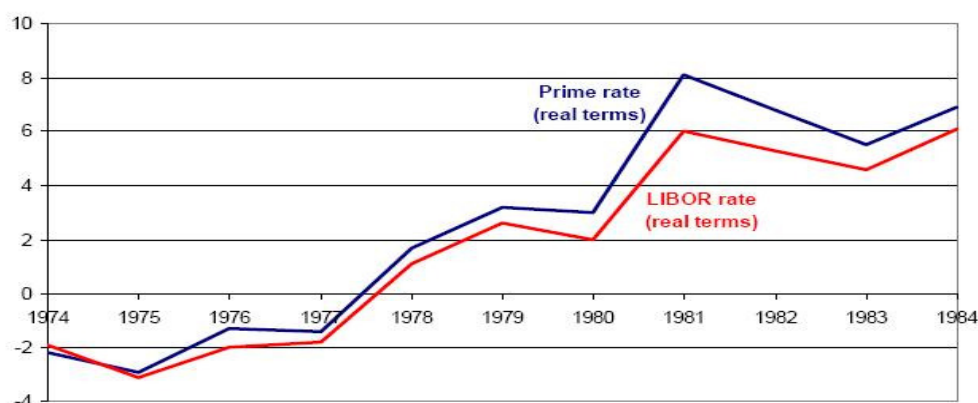
**Διάγραμμα 2**

Πηγή: Cardoso-Lecourtois, Miguel. H: The 1980s Debt Crisis.

Με τις τιμές των προϊόντων εξαγωγών να παραμένουν σε υψηλά επίπεδα, το χρέος αυτό σε κάποιο βαθμό μπορούσε να εξυπηρετηθεί. Η σημαντική αύξηση όμως των επιτοκίων μέχρι το 1982, οδήγησε τις οικονομίες αυτές σε ακόμα μεγαλύτερο δανεισμό προκειμένου να μπορούν να καλύπτουν και τους τόκους των προηγούμενων δανείων. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα την αύξηση του εξωτερικού δανεισμού και χρέους από 75 δισεκατομμύρια δολάρια σε 315 δισεκατομμύρια δολάρια, ένα χρέος που ισοδυναμούσε με το 50% του συνολικού Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος της ευρύτερης περιοχής. Το παρακάτω διάγραμμα δείχνει την απότομη αύξηση των επιτοκίων που κατέστησαν την αποπληρωμή του χρέους εξαιρετικά δύσκολη.

### Διάγραμμα 3

International Interest Rates (real terms)  
1974 - 1984



**Πηγή:** Cardoso-Lecourtois, Miguel. Economy of Latin America: The 1980s Debt Crisis.

Με τη διεθνή ύφεση της δεκαετίας του 1970 και το υψηλό επίπεδο τιμών του πετρελαίου, η Λατινική Αμερική βρέθηκε σε πολύ ευαίσθητη θέση. Το υψηλό χρέος και η έλλειψη ρευστότητας οδηγούσαν αναπόφευκτα κρίση όπως και επιβεβαιώθηκε με την ανακοίνωση της κυβέρνησης του Μεξικού ότι αδυνατούσε να αποπληρώσει το εθνικό της χρέος (Pastor, 1987, p. 1, Devlin, 1989, p. 2; Carrasco, 1998).

Έχουν αναλυθεί μια σειρά από παράγοντες οι οποίοι είναι πιθανό να ήταν οι αιτίες που οδήγησαν τελικά στην κρίση. Πολλές από τις ανεπτυγμένες οικονομίες υποστήριξαν ότι οι καταχρεωμένες χώρες, δεν διοικήθηκαν αποτελεσματικά και λειτούργησαν ανεύθυνα με επεκτατικές μακροοικονομικές πολιτικές και δημοσιονομικά ελλείμματα κατά τη δεκαετία του 1970. Μία τέτοια αντίληψη, συνιστά ως λύση το νοικοκύρεμα του Δημόσιου τομέα, εξορθολογώντας τις δαπάνες. Η αντίθετη άποψη, απευθυνόταν στους δανειστές για επίλυση της κατάστασης, υποστηρίζοντας άλλοι ότι έπρεπε να γίνει αναπροσαρμογή των όρων αποπληρωμής του χρέους έτσι ώστε οι δανειστές να μην υποστούν μεγάλες απώλειες, ενώ άλλοι υποστήριξαν ότι οι δανειστές έπρεπε να επωμιστούν την απώλεια από την μη αποπληρωμή δανείων για να τιμωρηθούν για τις ανεύθυνες πρακτικές δανεισμού που ακολουθούσαν.

Ως πιθανή αιτία που οδήγησαν στη δημιουργία της κρίσης προτάθηκαν και ορισμένοι εξωτερικοί παράγοντες. Όπως ήδη αναφέρθηκε η τιμή του πετρελαίου εκτοξεύθηκε εκείνη την περίοδο λόγω των πολιτικών των χωρών του OPEC. Παράλληλα υπήρχε διεθνής ύφεση στις οικονομίες στα τέλη της δεκαετίας του 1970 και τα επιτόκια είχαν φτάσει σε πολύ υψηλά επίπεδα. Η μόνη λύση που θα μπορούσε να προταθεί ήταν να μειωθούν τα επιτόκια και να γίνει προσπάθεια να μειωθούν οι τιμές των αγαθών, όπως το πετρέλαιο, στις διεθνείς αγορές.

Ένας σημαντικός παράγοντας που προκάλεσε τη συγκεκριμένη κρίση ήταν και η ελευθερία και αυξημένη τάση του τραπεζικού τομέα να δανείζει κατά τη δεκαετία του 1970. Οι εμπορικές τράπεζες χορηγούσαν δάνεια ακόμα και σε περιπτώσεις όπου ήταν φανερό ότι οι δανειολήπτες δεν θα είχαν τη δυνατότητα να ανταπεξέλθουν στο χρέος τους. Όπως αποδείχθηκε, θα έπρεπε να είναι αυξημένη η προσοχή στην πίστωση και τα διαθέσιμα κεφάλαια.

### 3.3 Η τραπεζική κρίση του Ισραήλ του 1983

Στις 6 Οκτωβρίου 1983, το χρηματιστήριο του Τελ Αβίβ (Tel Aviv Stock Exchange - TASE) διέκοψε τη λειτουργία του για 18 ημέρες έπειτα από μία σειρά εβδομάδων όπου σημειώθηκε αυξημένη κίνηση πώλησης μετοχών από μετόχους 7 τραπεζικών ομίλων, οι οποίοι αντιπροσώπευαν σχεδόν όλο τον κλάδο εμπορικών τραπεζών με ποσοστό μεγαλύτερο του 60% στο σύνολο της κεφαλαιαγοράς (ισοδύναμο με το 40% του Ακαθάριστου Εθνικού Προϊόντος του Ισραήλ). Όπως και σε προηγούμενες περιπτώσεις υπερβάλλουσας προσφοράς, οι τράπεζες αυτές αντέδρασαν προχωρώντας σε μεγάλες επαναγορές των ιδίων μετοχών τους. Όμως, το φθινόπωρο του 1983, η εκτός συνηθισμένων έκταση των επαναγορών περιόρισε τη ρευστότητα του τραπεζικού τομέα δημιουργώντας ανησυχία για τη γενικότερα σταθερότητα και αξιοπιστία του κλάδου. Οι ανησυχίες αυτές απείλησαν να οδηγήσουν σε μεγάλο αριθμό εκταμιεύσεων και μείωσης των ξένων συναλλαγματικών αποθεμάτων και σε συνδυασμό με άλλες πολιτικές πρακτικές οδήγησαν στην απόφαση να παύσουν τη λειτουργία του Χρηματιστηρίου. Κατά τη περίοδο όπου παρέμεινε κλειστή η χρηματιστηριακή αγορά, η κυβέρνηση υποτίμησε το νόμισμα της, απέκτησε τον έλεγχο των τραπεζών μετατρέποντας τις μετοχές τους σε κυβερνητικά εγγυημένα ομόλογα χωρίς κουπόνι, διάρκειας πέντε με έξι έτη, με ονομαστική αξία από 85% έως 117% επί της αξίας των μετοχών στο τελευταίο κλείσιμο αποτιμημένων σε δολάρια. Τα νέα αυτά ομόλογα σημείωσαν πτώση της τάξης του 40% με την επανέναρξη εργασιών στη χρηματιστηριακή αγορά.

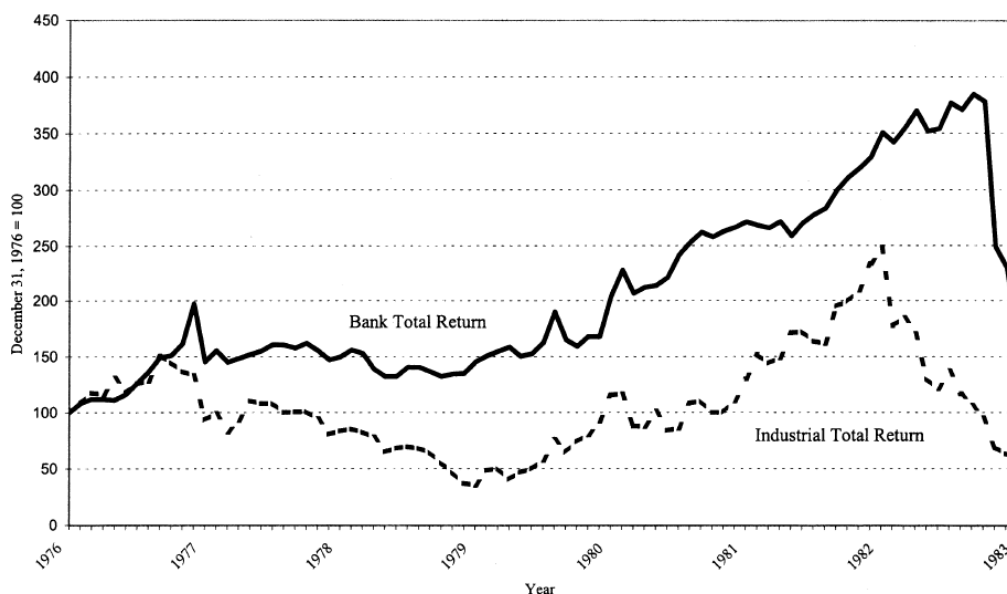
Σε μία σχετική ετυμηγορία, οι τράπεζες αυτές κρίθηκαν ένοχες ότι είχαν προκαλέσει την κρίση χειραγωγώντας τις τιμές των μετοχών επί σειρά ετών προτού καταρρεύσει το τραπεζικό σύστημα. Η ετυμηγορία προήλθε μετά μία εκτενή περίοδο έρευνας η οποία ξεκίνησε αμέσως μετά την κατάρρευση. Μάλιστα, η διορισμένη επιτροπή από την κυβέρνηση Bejisky Commission κατέληξε με την αναφορά της το 1986 ότι οι τράπεζες χειραγωγούσαν τις τιμές των μετοχών με μια σειρά από πράξεις σχεδιασμένες να επηρεάσουν τις αποδόσεις έτσι ώστε να πείσουν τους υπόλοιπους επενδυτές ότι οι μετοχές

του τραπεζικού κλάδου δεν εμπειρίχαν κίνδυνο και ότι αυτές οι πράξεις οδήγησαν τελικά στην κρίση.

Πιο συγκεκριμένα λοιπόν, η κρίση προκλήθηκε μετά από μία παρατεταμένη περίοδο αρκετών ετών κατά τα οποία οι τράπεζες επενέβαιναν στη χρηματιστηριακή αγορά για τις μετοχές τους, εξομαλύνοντας τη μεταβλητότητα τους και δημιουργώντας στήριξη για ανοδική πορεία των τιμών για συχνές και σημαντικές αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου. Όπως φαίνεται και από το παρακάτω γράφημα, οι τραπεζικές μετοχές τετραπλασίασαν τις τιμές τους σε πραγματικούς όρους από το 1977 έως το 1983.

#### Διάγραμμα 4

Απόδοση τραπεζικών μετοχών vs. απόδοση βιομηχανικού τομέα



**Πηγή:** Paper ASSESSING DAMAGES: THE 1983 ISRAELI BANK SHARES CRISIS

Η ανατίμηση των τιμών των μετοχών και οι αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου (και συνδυαστικά το επιπλέον όφελος από την αύξηση των τιμών και των νέων μετοχών) οδήγησαν σε μία πραγματική αύξηση κατά 700% της χρηματιστηριακής αξίας των τραπεζών αυτών μέσα σε αυτήν την περίοδο. Οι επεμβάσεις των τραπεζών εμπόδιζαν τις τιμές των μετοχών τους, οι οποίες αποτελούσαν ποσοστό μεγαλύτερο του 50% της συνολικής χρηματιστηριακής



αξίας όλων των εισηγμένων εταιρειών, να μειωθούν ακόμα και όταν οι μετοχές του βιομηχανικού κλάδου σημείωναν πτώση σε πραγματικούς όρους της τάξης του 70% μεταξύ 1978 και 1979 και της τάξης του 50% στις αρχές του 1983.

Κανονικά, σε μία χρηματιστηριακή αγορά δεν αναμένεται να υπάρχει η δυνατότητα για μεγάλα χρονικά διαστήματα να μπορεί κάποιος να επεμβαίνει και να απομακρύνει τις τιμές των μετοχών μακριά από τις πραγματικές τους αξίες. Όμως η χρηματιστηριακή αγορά στο Ισραήλ εκείνη την περίοδο ( και για αρκετά έτη έπειτα) χαρακτηριζόταν από λεπτομέρειες που επέτρεπαν την επιτυχημένη παρεμβατικότητα των τραπεζών επί σειρά ετών:

A. Οι εμπορικές τράπεζες μέχρι και τώρα όπως και το 1983 σημειώνουν πολύ υψηλό βαθμό συγκέντρωσης του μεριδίου αγοράς, συγκεκριμένα οι τρεις μεγαλύτερες τράπεζες στο Ισραήλ απορροφούν το 80% της δραστηριότητας των εμπορικών τραπεζών. Επιπλέον, υπάρχουν σημαντικά εμπόδια στην είσοδο νέων τραπεζών στον κλάδο, γεγονός που δυσχεραίνει περαιτέρω την ανάπτυξη του ανταγωνισμού.

B. Οι εμπορικές τράπεζες στο Ισραήλ παραδοσιακά έχουν επικρατήσει στην επενδυτική τραπεζική, στην αγορά αμοιβαίων και επενδυτικών κεφαλαίων και τις υπηρεσίες χρηματοοικονομικής μεσιτείας, προκαλώντας συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ των τραπεζών και των διάφορων λειτουργικών τους ρόλων. Όντως, η κατάσταση αυτή αποτέλεσε την αιτία για την ψήφιση νόμων σε πολλές χώρες για τον περιορισμό των δραστηριοτήτων των εμπορικών τραπεζών (Blass and Grossman, 1998).

Γ. Οι κεφαλαιακές αγορές χαρακτηρίζονταν από περιοριστικούς και προστατευτικούς νόμους έτσι ώστε οι εγχώριοι επενδυτές να αντιμετωπίζουν δυσκολίες στην επιλογή επενδύσεων από το εξωτερικό.

### 3.4 Η κρίση της Μαύρης Δευτέρας του 1987

Μεταξύ 14 και 19 Οκτωβρίου 1987, οι κύριοι χρηματιστηριακοί δείκτες των Ηνωμένων Πολιτειών Αμερικής σημείωσαν πτώση μεγαλύτερη του 30%. Τη Δευτέρα 19 Οκτωβρίου ή όπως επικράτησε να αναφέρεται, Μαύρη Δευτέρα, ο βιομηχανικός δείκτης σημείωσε πτώση 508 μονάδων σημειώνοντας απώλειες της τάξης του 22.6% ενώ ο δείκτης Standards & Poor's 500 σημείωσε πτώση της τάξης του 20.4%. Αυτές ήταν οι μεγαλύτερες απώλειες που είχε σημειώσει ποτέ αμερικάνικος χρηματιστηριακός δείκτης σε μια μόνο μέρα.

Στη βιβλιογραφία έχουν προταθεί αρκετές εξηγήσεις για το τι μπορεί να προκάλεσε αυτήν την πρωτοφανή στα ιστορικά πτώση, χωρίς καμία να αποτελεί το βασικό παράγοντα αλλά μάλλον αθροιστικά συνετέλεσαν προς αυτή την κατεύθυνση. Η Επιτροπή Brady [Brady Commission – Presidential Task Force on Market Mechanics] η οποία κλήθηκε να βρει τα αίτια κατέληξε στο συμπέρασμα ότι έπαιξε σημαντικό ρόλο η αδυναμία της πρωτογενούς χρηματιστηριακής αγοράς μετοχών να συγχρονίσει τις πράξεις και τη λειτουργία της με τη δευτερογενή αγορά παραγώγων όπως δικαιωμάτων και μελλοντικών συμβολαίων.

Μία άλλη πιθανή αιτία πολύ διαδεδομένη στη βιβλιογραφία είναι το αυτοματοποιημένο σύστημα συναλλαγών που είχαν υιοθετήσει μεγάλες χρηματιστηριακές εταιρείες. Το σύστημα αυτό είχε τη δυνατότητα να προγραμματίσει αυτόματα μεγάλες εμπορικές συναλλαγές ανάλογα με τις εκάστοτε συνθήκες της αγοράς με αποτέλεσμα ταυτόχρονα να δοθεί μεγάλος αριθμός εντολών οι οποίες δεν μπορούσαν να βρουν ανταπόκριση. Βέβαια, η κρίση ήταν τελικά τόσο γενική επηρεάζοντας και αγορές όπου δεν υπήρχαν αυτοματοποιημένα συστήματα συναλλαγών.

Η έλλειψη ρευστότητας επίσης ίσως αποτέλεσε έναν από τους παράγοντες που προκάλεσε την κρίση. Οι μηχανισμοί συναλλαγών στις χρηματιστηριακές αγορές δεν ήταν ακόμα ικανές να διαχειριστούν μεγάλων

αριθμό εντολών πωλήσεων. Πολλές μετοχές του χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης δεν εμπορεύονταν ως αργά το πρωί στις 19 Οκτωβρίου καθώς οι διαχειριστές δεν μπορούσαν να βρουν αγοραστές να ικανοποιήσουν την προσφορά. Για το λόγο αυτό πολλές συναλλαγές σε μετοχές που διαπραγματεύονταν διεκόπησαν δημιουργώντας περιορισμένη ρευστότητα στην αγορά η οποία θα οδηγούσε σε μείωση των τιμών καθώς οι επενδυτές είχαν υπερεκτιμήσει τη διαθέσιμη ρευστότητα της αγοράς.

Ένα άλλο σημαντικό γεγονός που φαίνεται ότι επηρέασε και διαμόρφωσε την εκδήλωση της κρίσης είναι η ανακοίνωση στις 14 Οκτωβρίου του μεγάλου εμπορικού ελλείμματος και του δημοσιονομικού ελλείμματος που είχε διαμορφωθεί στις Ηνωμένες Πολιτείες με αποτέλεσμα να αναμένεται από τις διεθνείς αγορές υποτίμηση του δολαρίου στις ξένες αγορές. Η συγκεκριμένη προσδοκία ώθησε τους ξένους επενδυτές να αποσύρουν τις θέσεις τους από κεφαλαιακές θέσεις σε αμερικάνικα δολάρια, προκαλώντας αύξηση των επιτοκίων. Αυτό θα οδηγούσε σε περαιτέρω μεταφορά κεφαλαίων από τη χρηματιστηριακή αγορά, στην αγορά ομολόγων και θα μειωνόταν η εμπορική αξία των μετοχών.

Γενικά, όσο αφορά τη συγκεκριμένη κρίση, στη βιβλιογραφία έχουν αναφερθεί πολλοί παράγοντες που ενδεχομένως να πυροδότησαν την κρίση χωρίς όμως να υπάρχει κάποιος παράγοντας που να ξεχωρίζει ως η βασική αιτία.

### **3.5 Η Ιαπωνική τραπεζική κρίση της δεκαετίας του 1990**

Η ιαπωνική χρηματοοικονομική κρίση, η οποία ξεκίνησε το 1990, είχε πολλές ομοιότητες στη δημιουργία της και τις ακόλουθες συνέπειες με τη χρηματοοικονομική κρίση η οποία ξεκίνησε στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής το 2007. Πριν από τη συγκεκριμένη ύφεση, η ιαπωνική κρίση θεωρούταν από πολλούς ως η πιο σοβαρή και μεγαλύτερη σε διάρκεια οικονομική κρίση της μεταπολεμικής περιόδου (Weber, 2000, p. 28). Ήταν η πρώτη κρίση του

είδους της κατά την οποία το χρηματοοικονομικό σύστημα πραγματικά αποδυναμώθηκε και όχι απλά υπήρξε η ανάγκη επέμβασης σε ένα τομέα της οικονομίας για να υπάρξει ανάπτυξη. Φια το λόγο αυτό, πολλοί πιστεύουν ότι αποτελεί τον καλύτερο οδηγό για την κατανόηση της τελευταίας οικονομικής κρίσης και των πιθανών μέτρων αντιμετώπισης.

Στα τέλη της δεκαετίας του 1980 σημειώθηκε μία αυξημένη ρευστότητα στην Ιαπωνία, η οποία επέτρεψε στους επενδυτές να αγοράσουν επενδυτικά περιουσιακά στοιχεία, ανάμεσα σε αυτά σπίτια και μερίδια στη χρηματιστηριακή αγορά. Αυτό προκάλεσε πληθωριστικές πιέσεις στις τιμές αυτών των στοιχείων. Η υπερβάλλουσα ρευστότητα ήταν αποτέλεσμα της νομισματικής πολιτικής που ακολουθήθηκε προκειμένου να αντιμετωπιστούν οι συνέπειες από την υποτίμηση του ιαπωνικού νομίσματος έναντι του δολαρίου, η οποία λανθασμένα ακολουθήθηκε και μετά την θεαματική κατάρρευση του αμερικανικού χρηματιστηρίου τη Μαύρη Δευτέρα του 1987 (Mikitani, 2000, p. 31). Στην Ιαπωνία, κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου, ιδιώτες και επιχειρήσεις δανείζονταν από τον τραπεζικό τομέα με την κατάθεση μίας υποθήκης που συνήθως ήταν γη. Τα δάνεια τα χρησιμοποιούσαν για να αγοράσουν επιπλέον γη, η οποία στη συνέχεια αποτελούσε εγγύηση για επιπλέον δάνεια και έτσι δημιουργήθηκε ένας φαύλος κύκλος που κάποια στιγμή θα κατέρρεε (Weber, 2000, p. 32).

Ο συνδυασμός αυτών των παραγόντων οδήγησε σε μία κερδοσκοπική φούσκα στην αγορά ακινήτων και τη χρηματιστηριακή αγορά στην οποία όλοι ανέμεναν θετικά κέρδη, και κατέληξε στο διπλασιασμό σε σχέση με πριν των επιτοκίων δανεισμού προκειμένου να γίνει προσπάθεια και να ελεγχθεί αυτό το κλίμα κερδοσκοπίας το οποίο έδειχνε να ξεφεύγει από κάθε έλεγχο (Weber, 2000; Mikitani, 2000). Ως αποτέλεσμα, οι τιμές των ακινήτων και των μετοχών σημείωσαν ραγδαία πτώση και δεν μπόρεσαν να ανακάμψουν παρά μόνο μετά την περίοδο μίας δεκαετίας (Kashyap, 2002). Τα υψηλά επιτόκια συνδυάστηκαν με μία αύξηση των μη εξυπηρετηθέντων δανείων καθώς οι δανειολήπτες, ιδιώτες και επιχειρήσεις, αναγνώρισαν τα περιουσιακά τους στοιχεία είχαν χάσει την αξία τους. Στο παρακάτω διάγραμμα, φαίνεται η πορεία του Ιαπωνικού χρηματιστηριακού δείκτη NIKKEI. Παρατηρούμε την



εξέλιξη της φούσκας στα τέλη της δεκαετίας του 1980 και την απότομη κατάρρευση της στις αρχές της δεκαετίας του 1990.

Διάγραμμα 5



Μία από τις θεμελιώδεις αιτίες της ιαπωνικής χρηματοοικονομικής κρίσης θεωρείται η οριζόντια αλληλεξάρτηση της βιομηχανίας, των τραπεζών και της κυβέρνησης όπως αναπτύχθηκε μετά το Δεύτερο Παγκόσμιο Πόλεμο. Το σύστημα αυτό ήταν επιτυχημένο μέχρι τη δεκαετία του 1970 όταν και η Ιαπωνία είχε φτάσει σε ένα υψηλό και αποδοτικό επίπεδο βιομηχανοποίησης. Όμως σε εκείνο το σημείο η κυβέρνησή δεν μπορούσε πλέον να κατευθύνει τις επιδοτήσεις της στις πιο αποτελεσματικές βιομηχανίες όπως καθόριζαν οι δυνάμεις της αγοράς και για το λόγο αυτό έπρεπε να επιτρέψει στην ελεύθερη αγορά να λειτουργήσει προς αυτήν την κατεύθυνση (Mikitani, 2000).

Αντίθετα, η Ιαπωνική κυβέρνηση άρχισε σταδιακά να επεμβαίνει και να προστατεύει παρακμάζουσες και αναποτελεσματικές επιχειρηματικές δραστηριότητες και οργανισμούς. Μέσω του σχεδίου για επέμβαση σε περιπτώσεις έκτακτης ανάγκης στο χρηματοοικονομικό κλάδο (Financial Sector Emergency Response Project Team) προτάθηκαν πολλές αμφισβητούμενες λύσεις. Επίσης, αναφέρεται ότι πολλές φορές υπήρξε καθυστερημένη ή και μη αποφασιστική αντίδραση στα προβλήματα που προέκυπταν στον κλάδο. Η αυστηρή νομισματική πολιτική συνεχίστηκε και το

1997 και το 1997, με τη κυβέρνηση να αυξάνει το φόρο κατανάλωσης (Weber, 2000, Mikitani, 2000). Εφόσον η οικονομία ήταν ακόμα αποδυναμωμένη από τη χρηματοοικονομική κρίση η οποία είχε ξεκινήσει μόλις λίγα χρόνια πριν, η απόφαση αυτή οδήγησε σε ακόμα μεγαλύτερη μείωση της οικονομικής δυνατότητας για επιστροφή στην ανάπτυξη. Οι τράπεζες αναγκάστηκαν να συνεχίζουν να δανείζουν παρά το γεγονός ότι είχαν φτάσει στο όριο της χρεοκοπίας. Επίσης η κυβέρνηση κατηγορήθηκε ότι απέκρυπτε την πραγματική εικόνα αντί να την αποκαλύψει, δυσχεραίνοντας περισσότερο τις συνέπειες. (Barlett, 2008).

### 3.6 Η κρίση του Μηχανισμού Στήριξης Ισοτιμιών (ΜΣΙ) 1992-1993

Ο στόχος της μελέτης του Budd (2004) ήταν να επανεξετάσει τα γεγονότα που συνδέονται με την σύντομη ένταξη του Ηνωμένου Βασιλείου στο Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών (ΜΣΙ) του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος. Ο ερευνητής ενδιαφερόταν τόσο για την συμμετοχή της χώρας στον μηχανισμό αλλά επιθυμούσε να εξετάσει τις επιπτώσεις της σχετικά με τις επιδόσεις της Βρετανικής οικονομίας. Η επικρατούσα άποψη είναι ότι η ένταξή του Ην. Βασιλείου στο ΜΣΙ ήταν μια καταστροφή και ήταν πάντα καταδικασμένη να αποτύχει. Ωστόσο, η συγκεκριμένη μελέτη αποσκοπεί στο να αποδείξει ότι, αν και ήταν σίγουρα μια πολιτική καταστροφή, η υπόθεση τελικά μπορεί να αποδειχθεί ότι ήταν ένας οικονομικός θρίαμβος και σηματοδότησε την καμπή στις μακροοικονομικές επιδόσεις της χώρας.

Οι Rose & Svenson (2002) χρησιμοποιώντας ημερήσια στοιχεία συναλλαγματικών ισοτιμιών επιχείρησαν να αναλύσουν την αξιοπιστία των ευρωπαϊκών συναλλαγματικών ισοτιμιών από την πλευρά των προσδοκιών επανευθυγράμμισης. Με άλλα λόγια, σκοπός της συγκεκριμένης μελέτης ήταν να ελέγξουν εμπειρικά τις αιτίες, αποτελέσματα και συμπεριφορά των προσδοκιών επανευθυγράμμισης των ευρωπαϊκών συναλλαγματικών ισοτιμιών στα πλαίσια του Μηχανισμού Συναλλαγματικών Ισοτιμιών. Σύμφωνα με τα εμπειρικά ευρήματα είναι δύσκολο να εντοπίσει κανείς

οικονομικά σημαντικές σχέσεις μεταξύ των προσδοκιών επανευθυγράμμισης και μακροοικονομικών μεταβλητών, αν και υπάρχουν ενδείξεις ότι η μείωση του πληθωρισμού βελτιώνει την αξιοπιστία του συστήματος. Στατιστικά, αρκετές μεταβολές στις προσδοκίες επανευθυγράμμισης είναι κοινές για όλους τους συμμετέχοντες στον Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών (ΜΣΙ). Τα αποτελέσματα αποκάλυψαν πως υπήρχαν ασθενείς ενδείξεις χαμηλής αξιοπιστίας του μηχανισμού πριν από τα τέλη Αυγούστου του 1992. Επιπλέον, αξίζει να σημειωθεί πως το μέγεθος της νομισματικής κρίσης του Σεπτεμβρίου του 1992 φαίνεται πως εξέπληξαν σε μεγάλο βαθμό τόσο τους υπεύθυνους χάραξης της οικονομικής πολιτικής όσο και τους διάφορους ιδιωτικούς θεσμικούς επενδυτές. Ο Soderlind (2000) χρησιμοποιώντας ημερήσια στοιχεία συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης (forward contracts) και δικαιωμάτων προαίρεσης (options) επιχειρεί να διερευνήσει τις προσδοκίες της αγοράς αναφορικά με τα επιτοκία και την συναλλαγματική ισοτιμία του βρετανικού νομίσματος κατά την περίοδο της κρίσης του 1992. Τα αποτελέσματα αποκαλύπτουν την καθημερινή μεταβολή της κατανομής των υποκειμενικών πιθανοτήτων από τα τέλη Ιουνίου έως και τα τέλη Νοεμβρίου 1992 αντανακλώντας την ευαισθησία του συστήματος στην λήψη μέτρων καθώς και σε άλλα σημαντικά γεγονότα.

Κατά την διάρκεια της περιόδου πριν την αποχώρηση της βρετανικής λίρας από τον Μηχανισμό στις 16 Σεπτεμβρίου 1992 εξετάζεται η αντίδραση της αγοράς στις προσπάθειες της κυβέρνησης να σταθεροποιήσει το νόμισμα. Για την περίοδο που ακολούθησε την αποχώρηση της λίρας από τον Μηχανισμό, ο ερευνητής επικεντρώθηκε στο πώς η αγορά ανταποκρίθηκε στην αποσπασματική και ενδεικτική παρουσίαση του νέου πλαισίου για τη νομισματική πολιτική π.χ. την ανακοίνωση για τον πληθωρισμό στόχο στις 8 Οκτωβρίου καθώς και την ανακοίνωση για την επεκτατική νομισματική πολιτική. Η μέθοδος προσέγγισης των προσδοκιών της αγοράς με την χρήση τιμών χρηματοοικονομικών προϊόντων έχει εφαρμοστεί και στο παρελθόν αναφορικά με την κρίση του Μηχανισμού Συναλλαγματικών Ισοτιμιών. Για παράδειγμα, οι Malz (1996) και Mizrach (1996) εκτίμησαν την κατανομή χωρίς κίνδυνο (risk neutral distribution) της συναλλαγματικής ισοτιμίας της βρετανικής λίρας για την περίοδο μέχρι τα τέλη του Σεπτεμβρίου του 1992, ενώ

οι Campa & Chang (1996) υπολόγισαν μια ελάχιστη ένταση επανευθυγράμμισης για την συναλλαγματική ισοτιμία χρησιμοποιώντας, αποκλειστικά, επιχειρήματα αντισταθμιστικής κερδοσκοπίας (arbitrage).

### 3.7 Η κρίση του μεξικανικού πέσο 1994-95

Οι Edwards & Savastano (1998) επιχείρησαν να ερμηνεύσουν την σχετική σταθερότητα της ονομαστικής ισοτιμίας του μεξικανικού πέσο προς το αμερικάνικο δολλάριο από τα τέλη του 1995. Συγκεκριμένα, η προσέγγισή τους βασίζεται σε δύο κατευθύνσεις. Αρχικά οι ερευνητές εστιάζονται στα γεγονότα που οδήγησαν στην κατάρρευση του συναλλαγματικού μηχανισμού τον Δεκέμβριο του 1994 και στην συνέχεια εξετάζουν την συμπεριφορά κάποιων βασικών μακροοικονομικών μεταβλητών για τα επόμενα 3 χρόνια που ακολούθησαν την κατάρρευση. Οι συγγραφείς επιχειρούν να δώσουν απάντηση σε 2 βασικά ερωτήματα. Πρώτον, ποιες είναι οι δυνάμεις πίσω από την φαινομενική σταθερότητα στην συναλλαγματική ισοτιμία πέσο/\$ κατά την διάρκεια της περιόδου 1996-97. Δεύτερον, ποιος ήταν ο ρόλος της νομισματικής πολιτικής που εφάρμοσε η Κεντρική Τράπεζα της χώρας τα χρόνια που ακολούθησαν την κρίση.

Η εργασία των Han et al (2003) ασχολείται με την διάχυση των αποτελεσμάτων της μεξικανικής χρηματοπιστωτικής κρίσης στις αναδυόμενες χρηματοοικονομικές αγορές. Από τον Νοέμβριο του 1994, οι χρηματοπιστωτικές αγορές δεν προεξοφλούσαν κάποια αλλαγή του καθεστώτος της συναλλαγματικής ισοτιμίας στο Μεξικό. Ταυτόχρονα με την υποτίμηση του εθνικού νομίσματος στις 20 Δεκεμβρίου 1994, οι τιμές των ομολόγων Brady της χώρας μειώθηκαν σημαντικά και εξακολούθησαν να γνωρίζουν σημαντική πτώση κατά τη διάρκεια των επόμενων τριών μηνών. Οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων στις αναδυόμενες αγορές αντέδρασαν με διαφορετικό τρόπο στην μεξικανική κρίση. Οι χώρες της Λατινικής Αμερικής ως περιοχή ήταν περισσότερο εκτεθειμένες στη μεξικανική κρίση σε σύγκριση με τις αναδυόμενες αγορές από άλλες περιοχές. Η αναλογία των ρευστών χρηματικών περιουσιακών στοιχείων σε σχέση με τα διεθνή αποθέματα και ο



λόγος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών προς το ΑΕΠ ήταν από τις μεταβλητές με την μεγαλύτερη ερμηνευτική ικανότητα των μεταβολών στις σωρευτικές μη φυσιολογικές αποδόσεις των εξεταζόμενων χωρών. Σύμφωνα με τα εμπειρικά ευρήματα ο εμπορικός ανταγωνισμός με τρίτες χώρες ήταν το πιο σημαντικό μέσο διάδοσης της κρίσης κατά την διάρκεια της μεξικανικής κρίσης.

Οι Bratsiotis & Robinson (2004) εξετάζουν ένα μοντέλο σταθεροποίησης χρέους κάτω από μια σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία κατά την οποία μια νομισματική κρίση μπορεί να αναπτυχθεί ως αποτέλεσμα μιας αυτοεπιβεβαιούμενης κερδοσκοπίας (self fulfilling expectation) ακολουθώντας μια συγκεκριμένη διακλάδωση στη συμπεριφορά βασικών οικονομικών μεγεθών. Με βάση αυτό το θεωρητικό πλαίσιο και την αξιοποίηση του ελέγχου που αναπτύχθηκε από τον Jeanne (1997), η συγκεκριμένη μελέτη παρέχει στοιχεία που αποδεικνύουν ότι αυτοεκπληρούμενη κερδοσκοπία ήταν παρών στη μεξικανική κρίση του 1994. Όσον αφορά τα θεμελιώδη γενεσιουργά αίτια της κρίσης, οι ερευνητές κατέληξαν πως οι κρίσιμες μεταβλητές για τη δημιουργία της κρίσης του Μεξικό ήταν η ταχεία αύξηση του κρατικού χρέους εκφρασμένο σε δολάρια ΗΠΑ (tesebonos), η ανατιμηθείσα πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία και η μικρή αύξηση της ανεργίας και του πρωτογενούς ελλείμματος. Ο McKenzie (2003) χρησιμοποίησε στοιχεία από νοικοκυριά προκειμένου να εξετάσει την επίδραση σε μικρο επίπεδο ενός μεγάλου γεγονότος όπως αυτό της μεξικανικής κρίσης. Η συγκεκριμένη μελέτη ασχολείται με την διαφορετική επίδραση που είχε η κρίση σε κάθε νοικοκυριό καθώς και με τους μηχανισμούς προσαρμογής που χρησιμοποίησαν τα νοικοκυριά για να ανταπεξέλθουν στην δύσκολη αυτή κατάσταση. Οι εξεταζόμενες στρατηγικές που εφάρμοσαν τα νοικοκυριά περιλαμβάνουν μεταξύ άλλων μεταβολές στην δομή του νοικοκυριού, στην γονιμότητα, στην προσφορά εργασίας από τα νοικοκυριά, στην σχολική εκπαίδευση των παιδιών κ.α. Αρκετοί από τους μηχανισμούς που χρησιμοποιούν τα νοικοκυριά για να ανταπεξέλθουν σε μεμονωμένες δύσκολες καταστάσεις αποδεικνύονται ανεπαρκείς σε περιπτώσεις γενικευμένων κρίσεων.

### 3.8 Η Ασιατική κρίση του 1997

Η Ασιατική οικονομική κρίση του 1997, αντίθετα με όλες τις προηγούμενες κρίσεις της δεκαετίας του '70 και του '80, αποδίδεται στις αδυναμίες του χρηματοπιστωτικού τομέα παρά το γεγονός ότι οι προοπτικές για οικονομική ανάπτυξη στις εν λόγω χώρες ήταν λαμπρές. Οι Gong et al (2004) χρησιμοποίησαν ένα μέτρο κρίσης της χρηματοπιστωτικής αγοράς, όπως ορίζεται από τον Sexena (1998) προκειμένου να μελετήσουν τη φύση μετάδοσης των κρίσεων καθώς και τα κανάλια μέσω των οποίων η κρίση του 1997 μεταδόθηκε μεταξύ των ασιατικών χρηματοπιστωτικών αγορών. Εφαρμόζοντας ένα αυτοπαλίνδρομο διανυσματικό μοντέλο καθώς και την μέθοδο ελαχίστων τετραγώνων στις ασιατικές χρηματαγορές από τον Ιανουάριο 1990 έως τον Δεκέμβριο του 1998, διαπιστώσανε μεταξύ άλλων τα παρακάτω:

- Κατά την περίοδο της κρίσης, η μετάδοση της κρίσης ήταν σημαντικότερη από ό,τι κατά τη διάρκεια άλλων περιόδων που δεν χαρακτηρίζονται από κρίση
- Συγκρίνοντας τους μηχανισμούς μετάδοσης της κρίσης εντός των βιομηχανοποιημένων χωρών (Ταϊβάν, Κορέα και Ιαπωνία), εντός των αναδυόμενων χωρών όπως στην Ταϊλάνδη, στην Μαλαισία, στις Φιλιππίνες και στην Ινδονησία και μεταξύ των δυο προαναφερθέντων κατηγοριών προέκυψε πως:

α. Η μετάδοση της κρίσης μεταξύ των 3 βιομηχανοποιημένων χωρών δεν ήταν σημαντική.

β. Η κρίση που προερχόταν από την Ταϊλάνδη και την Μαλαισία μεταδόθηκε στις άλλες αναδυόμενες χώρες.

γ. Η μετάδοση της κρίσης μεταξύ βιομηχανοποιημένων και αναδυόμενων χωρών δεν βρέθηκε σημαντική.

Η ασιατική κρίση του 1997 αποκάλυψε με τον καλύτερο τρόπο την εγγενή αδύναμη δομή εταιρικής διακυβέρνησης των οικονομικών συστημάτων των χωρών που επλήγησαν. Η κρίση ξέσπασε στην Ταϊλάνδη με μια μεγάλη υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος στις 2 Ιουλίου του 1997 και στη συνέχεια εξαπλώθηκε και σε άλλες ασιατικές οικονομίες. Οι μεταρρυθμίσεις στην εταιρική διακυβέρνηση του τραπεζικού τομέα της Ταϊλάνδης μετά την Ασιατική κρίση καθώς και η επακόλουθη αντίδραση της χρηματιστηριακής αγοράς απασχόλησε τους Pathan et al (2008). Η περίοδος ανάλυσης εκτείνεται από τον Ιανουάριο του 1992 έως τις 20 Μαΐου 2005. Σε αντίθεση με την περίοδο προ της κρίσης, διαπιστώνουμε ότι οι αποδόσεις του τραπεζικού τομέα (ή η μεταβλητότητα των αποδόσεων) επηρεάζουν κατά Granger τη συνολική χρηματιστηριακή αγορά περισσότερο κατά την περίοδο μετά την κρίση. Επιπλέον, η ανακοίνωση των μεταρρυθμίσεων στην εταιρική διακυβέρνηση των τραπεζών σχετίζονται έντονα με σημαντική μεταβολή των αποδόσεων των μετοχών του τραπεζικού κλάδου. Το προαναφερθέν εύρημα συμπληρώνει τον ισχυρισμό ότι η βελτιωμένη εταιρική διακυβέρνηση των τραπεζών συνδέεται με αυξημένη επίδοση των τραπεζών όπως αυτή μετράται με τις αποδόσεις των τραπεζικών μετοχών.

Οι Huyghebaert & Wang (2010) εξέτασαν τον βαθμό ενσωμάτωσης καθώς και την αιτιότητα των αλληλεξαρτήσεων μεταξύ των επτά κύριων χρηματιστηριακών αγορών της Ανατολικής Ασίας πριν, κατά την διάρκεια αλλά και μετά την ασιατική χρηματοπιστωτική κρίση της περιόδου 1997-1998. Για το σκοπό αυτό, οι ερευνητές χρησιμοποίησαν ημερήσια στοιχεία για τις χρηματιστηριακές αγορές από την 1 Ιουλίου 1992 μέχρι τις 30 Ιουνίου του 2003 εκφρασμένα τόσο σε τοπικό νόμισμα, όσο και σε δολάρια των ΗΠΑ. Τα στοιχεία αποκάλυψαν πως οι σχέσεις μεταξύ των χρηματιστηρίων της Ανατολικής Ασίας επιδεικνύουν διαχρονική μεταβολή. Παρά το γεγονός ότι οι αλληλεπιδράσεις των χρηματιστηριακών αγορών περιορίζονται πριν από την ασιατική οικονομική κρίση, διαπιστώνουμε ότι οι αγορές του Χονγκ Κονγκ και της Σιγκαπούρης ανταποκρίνονται ουσιαστικά στους κλυδωνισμούς στις περισσότερες άλλες αγορές της Ανατολικής Ασίας, συμπεριλαμβανομένης της Σαγκάης και της Σενζέν, κατά τη διάρκεια αυτής της κρίσης. Μετά την κρίση, οι κλυδωνισμοί στο Χονγκ Κονγκ και τη Σιγκαπούρη φαίνεται να επηρεάζουν σε

μεγάλο βαθμό τις υπόλοιπες χρηματιστηριακές αγορές της Ανατολικής Ασίας, εκτός από εκείνες που βρίσκονται στην ηπειρωτική Κίνα. Τέλος, λαμβάνοντας υπόψη το ρόλο των ΗΠΑ διαφαίνεται ότι οι ΗΠΑ επηρεάζουν σε σημαντικό βαθμό τις αποδόσεις των μετοχών στην Ανατολική Ασία - εκτός από την ηπειρωτική Κίνα - σε όλες τις περιόδους, ενώ το αντίστροφο δεν φαίνεται να επιβεβαιώνεται από τα ευρήματα.

Οι Jeon & Seo (2003) εξετάζουν κατά πόσο η ασιατική οικονομική κρίση κατά το δεύτερο εξάμηνο του 1997 επηρέασε την αποτελεσματικότητα της αγοράς συναλλάγματος σε τέσσερις ασιατικές χώρες που έχουν πληγεί έντονα από την κρίση: την Ταϊλάνδη, την Ινδονησία, τη Μαλαισία και την Κορέα. Θεωρούμε ότι τα εμπειρικά ευρήματα βάσει των διδιάστατων και πολυμεταβλητών εκτιμήσεων συνολοκλήρωσης χρησιμοποιώντας δεδομένα υψηλής συχνότητας για την περίοδο Ιανουάριος 1996 - Φεβρουάριος 2001 επιβεβαιώνουν την υπόθεση της αποτελεσματικότητας μεταξύ των χωρών στις Ασιατικές αγορές συναλλάγματος κατά τη διάρκεια ολόκληρης της περιόδου, εκτός του δείγματος που αναφέρεται στο σύντομο χρονικό διάστημα αμέσως μετά την κρίση του Ιουλίου του 1997. Η αποτελεσματικότητα σε επίπεδο χώρας εμφανίζεται ασθενέστερη αμέσως μετά την κρίση σε σχέση με την περίοδο πριν από την κρίση. Ωστόσο η αποτελεσματικότητα της αγοράς ανέκαμψε ιδιαίτερος σύντομα όπως αποδεικνύεται από την ανακτηθείσα σχέση συνολοκλήρωσης μεταξύ των τιμών spot και των προθεσμιακών τιμών των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Επιπλέον τα εμπειρικά αποτελέσματα υποδηλώνουν ότι υπήρξε μια ισχυρή δύναμη επαναφοράς των συναλλαγματικών ισοτιμιών των Ασιατικών αγορών σε νέα επίπεδα ισορροπίας τη στιγμή που οι τιμές έχουν διαταραχθεί, και ειδικότερα όταν τα νομίσματά τους εμφανίζονται σημαντικά υποτιμημένα σε σύγκριση με το ορθολογικά αναμενόμενο επίπεδο των συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Οι Sheng & Tu (2000) χρησιμοποίησαν την μέθοδο της συνολοκλήρωσης καθώς και την μέθοδο ανάλυσης διακύμανσης προκειμένου να εξετάσουν τις σχέσεις μεταξύ των χρηματιστηριακών αγορών των 12 Ασιατικών χωρών της περιοχής του Ειρηνικού, πριν και κατά τη διάρκεια της ασιατικής χρηματοοικονομικής κρίσης. Η περίοδος ανάλυσης εκτείνεται από



τον Ιούλιο του 1996 έως τις 30 Ιουνίου του 1998 ενώ το δείγμα χωρίστηκε σε δυο διαστήματα ίδιου μήκους προκειμένου να εξεταστούν χωριστά οι υποθέσεις προς έλεγχο πριν το ξέσπασμα της κρίσης (Ιούλιος 1996-Ιούνιος 1997) και κατά την διάρκεια της κρίσης (Ιούλιος 1997-Ιούνιος 1998). Οι έλεγχοι πολυμεταβλητής συνολοκλήρωσης και διόρθωσης σφάλματος (error correction) που αναπτύχθηκαν από τον Johansen (1988) παρείχαν στοιχεία προς στήριξη της ύπαρξης σχέσεων συνολοκλήρωσης μεταξύ των εθνικών χρηματιστηριακών δεικτών κατά τη διάρκεια, αλλά όχι, πριν από την περίοδο των οικονομικών κρίσεων. Κατά την πρόσφατη κρίση, οι σχέσεις μεταξύ των χωρών της Νοτιοανατολικής Ασίας φαίνεται να είναι ισχυρότερες από ότι στις χώρες της Βορειο- Ανατολικής Ασίας. Η μέθοδος ανάλυσης διακύμανσης αποκαλύπτει ότι ο βαθμός εξωγένειας για όλους τους χρηματιστηριακούς δείκτες έχει μειωθεί, γεγονός που σημαίνει ότι δεν υπάρχουν χώρες οι οποίες είναι «εξωγενείς» στη χρηματοπιστωτική κρίση. Επιπλέον, η εφαρμογή του ελέγχου αιτιότητας κατά Granger υπαινίσσεται πως η αγορά των ΗΠΑ εξακολουθεί να επηρεάζει κάποιες Ασιατικές χώρες κατά την περίοδο της κρίσης αντανακλώντας με αυτό τον τρόπο τον συστηματικά, κυρίαρχο ρόλο της χρηματιστηριακής αγοράς των ΗΠΑ.

### 3.9 Η κρίση της Ρωσίας του 1998

Η ρωσική οικονομική κρίση η οποία είναι επίσης γνωστή ως κρίση του ρουβλίου έπληξε τη Ρωσία στις 17 Αυγούστου 1998 και θεωρείται πως πυροδοτήθηκε από την ασιατική οικονομική κρίση, που ξεκίνησε τον Ιούλιο του 1997. Κατά τη διάρκεια της επακόλουθης μείωσης των τιμών των πρώτων υλών, οι χώρες των οποίων το εθνικό εισόδημα εξαρτάται έντονα από τις εξαγωγές πρώτων υλών ήταν μεταξύ εκείνων που επλήγησαν σοβαρά από τα συγκεκριμένα γεγονότα. Στις 17 Αυγούστου 1998, η ρωσική κυβέρνηση υποτιμήσε το ρούβλι, ανακοίνωσε την αδυναμία εξυπηρέτησης του εσωτερικού χρέους, και δήλωσε την αναστολή πληρωμών σε ξένους πιστωτές. Αποτελεί πια αδιαμφισβήτητο γεγονός πως η χρηματοοικονομική κρίση της Ρωσίας που ξέσπασε το 1998 οδήγησε σε αύξηση της μεταβλητότητας στις παγκόσμιες αγορές αξιογράφων με εκπληκτικά σοβαρές

και εκτεταμένες αλυσιδωτές επιπτώσεις (BIS, Committee of the Global Financial System, 1999, p.40).

Μέσα σε λίγες εβδομάδες από το ξέσπασμα της, η κρίση σχεδόν οδήγησε στην κατάρρευση ενός από τα πιο γνωστά κεφάλαια αντισταθμιστικής κερδοσκοπίας (hedge fund) των ΗΠΑ στο οποίο συμμετείχαν και Νομπελίστες επιστήμονες της χρηματοοικονομικής επιστήμης, το Long Term Capital Management (βλέπε, π.χ., Masson, 1999). Η μαζική υποτίμηση του Ρωσικού εθνικού νομίσματος η οποία ακολουθείται από την κρατική χρεοκοπία έδωσε ώθηση στον κίνδυνο των αναδυόμενων αγορών και περιόρισε σημαντικά τις εξαγωγές εμπορευμάτων από τις αναδυόμενες αγορές προς τη Ρωσία. Οι αγορές στην Κεντρική Ασία και την Ανατολική Ευρώπη επλήγησαν ιδιαίτερα σκληρά (βλ., π.χ., Dungey et al., 2006). Επιπλέον, κατά τη διάρκεια της κρίσης παρατηρήθηκαν κλυδωνισμοί και σε άλλες χώρες με πολλά κοινά σε ότι αφορά τον παραδοσιακό ορισμό της μετάδοσης των καταστάσεων κρίσης. Οι Baig και Goldfajn (2001), για παράδειγμα, υποστηρίζουν ότι η ρωσική κρίση επιτάχυνε το ξέσπασμα της κρίσης στην Βραζιλία.

Οι Basdevant & Hall (2002) επιχείρησαν να εξετάσουν την μεταβλητότητα της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ρουβλίου, πριν από την κρίση του Αυγούστου 1998, χρησιμοποιώντας ένα μακροοικονομικό μοντέλο της Ρωσικής Ομοσπονδίας που αναπτύχθηκε από τον Basdevant (2000). Ο κύριος στόχος αυτής της μελέτης ήταν να χρησιμοποιήσει αυτήν την άσκηση προσομοίωσης προκειμένου να διαπιστώσει ποια ήταν η προέλευση αυτής της οικονομικής κρίσης. Οι ερευνητές αποσκοπούν στο να δείξουν πώς οι προσδοκίες της συναλλαγματικής ισοτιμίας διαδραμάτισαν κρίσιμο ρόλο στην υπόθεση της Ρωσικής κρίσης. Παρ' όλα αυτά, η ανάλυση αυτή δεν επιδιώκει να εξηγήσει μόνο την κρίση με την βοήθεια ενός κλυδωνισμού στην συναλλαγματική ισοτιμία αλλά ο στόχος είναι επίσης να παρέχουν μια ανάλυση του χρονοδιαγράμματος της κρίσης. Ένας περαιτέρω στόχος είναι να αναδειχθεί μια νέα μεθοδολογία που επιτρέπει σε ένα οικονομετρικό μοντέλο το οποίο μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την

πρόβλεψη τηςπιθανότητας εκδήλωσης των οικονομικών κρίσεων. Τέλος, η συγκεκριμένη μελέτη αποδεικνύει ότι ένα υπόδειγμα μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να εκτιμηθεί η πιθανότητα εμφάνισης ενός ασυνήθιστου γεγονότος, όπως η ρωσική οικονομική κρίση με την αξιοποίηση των πληροφοριών οι οποίες περιέχονται στην σειρά των καταλοίπων του υποδείγματος. Χρησιμοποιώντας αυτήν την τεχνική αποδεικνύεται ότι η διακύμανση των συναλλαγματικών ισοτιμιών που παράγεται από το υπόδειγμα αυξήθηκε δραματικά κατά την διάρκεια πριν από το πλήρες ξέσπασμα της Ρωσικής κρίσης.

Η σχέση μεταξύ της χρηματιστηριακής αγοράς της Ρωσίας και άλλων αγορών κατά την διάρκεια της περιόδου 1995-2004 αποτέλεσε το αντικείμενο της μελέτης των Lucey & Voronkova (2008). Προκειμένου να λάβουν υπόψη τους πιθανή αστάθεια στην σχέση μεταξύ των χρηματιστηρίων εφάρμοσαν μια σειρά από προσεγγίσεις συνολοκλήρωσης όπως τον έλεγχο των Gregory-Hansen (1996) ο οποίος επιτρέπει την ύπαρξη δομικών διασπάσεων στις εξεταζόμενες σχέσεις, το στοχαστικό πλαίσιο συνολοκλήρωσης του McCabe (2003), τον μη παραμετρικό έλεγχο του Breitung (2002) καθώς και το υπόδειγμα συνολοκλήρωσης μεταβαλλόμενου καθεστώτος στο πνεύμα της μελέτης του Ho ((1999). Τα αποτελέσματα της μελέτης συμφωνούν πως το Ρωσικό χρηματιστήριο μακροχρόνια παρέμεινε απομονωμένο από την επίδραση των διεθνών αγορών και παρά το γεγονός ότι εντοπίστηκε μια δομική αλλαγή κατά την διάρκεια του Αυγούστου 1998 αυτό δεν επηρέασε την φύση των μακροχρόνιων σχέσεων μεταξύ των χρηματιστηρίων. Η αδυναμία αποπλήρωσης των κρατικών Ρωσικών ομολόγων τον Αύγουστο του 1998 σε συνδυασμό με την ανακοίνωση ανακεφαλαιοποίησης του κεφαλαίου αντισταθμιστικής κερδοσκοπίας LTCM τον επόμενο μήνα αντανακλούν μια ασυνήθιστη περίοδο μεταβλητότητας στις διεθνείς αγορές ομολόγων με τα spreads στην αγορά ομολόγων να αυξάνονται δραματικά σε ολόκληρο τον κόσμο.

Χρησιμοποιώντας ένα πρωτότυπο υπόδειγμα μη παρατηρήσιμων παραγόντων (latent factor model) και ένα πρωτότυπο δείγμα το οποίο καλύπτει αγορές ομολόγων στην Ασία, την Ευρώπη και την Αμερική οι

Dungey et al (2006) επιχειρούν να ποσοτικοποιήσουν τον βαθμό εξάρτησης στην διάδοση των δυο προαναφερθέντων κρίσεων. Το μέγιστο ποσό μετάδοσης της κρίσης το οποίο παρατηρείται σε οποιαδήποτε από τις εξεταζόμενες αγορές ανέρχεται σε 17% της συνολικής μεταβλητότητας στα spreads των ομολόγων με τα κυριότερα αποτελέσματα να οφείλονται στη Ρωσική κρίση. Τα ευρήματα αποκαλύπτουν επίσης ότι τόσο οι αναδυόμενες όσο και οι ανεπτυγμένες αγορές βίωσαν το φαινόμενο της μετάδοσης της κρίσης κατά την διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου. Η περίοδος ανάλυσης εκτείνεται από τον Φεβρουάριο έως τον Δεκέμβριο του 1998 ενώ τα στοιχεία κάλυπταν συνολικά 12 χώρες.

### 3.10 Η φούσκα των εταιρειών dot.com

Όταν ο δείκτης NASDAQ άγγιξε την υψηλότερη τιμή των 5132 μονάδων στις 10 Μαρτίου 2000 κατέγραφε άνοδο πάνω από 500% σε σχέση με τα επίπεδα του δείκτη στις 9 Αυγούστου του 1995 με την αρχική δημόσια εγγραφή της εταιρείας NETSCAPE. Στις 23 Σεπτεμβρίου του 2002 ο δείκτης έκλεισε στις 1185 μονάδες. Η πτώση στις τιμές του δείκτη NASDAQ που διήρκησε περίπου 18 μήνες είχε ως αποτέλεσμα την απώλεια 4,4 τρις \$ σε αγοραία αξία συμπεριλαμβανομένου 1 τρις \$ απωλειών στις 150 μεγαλύτερες εταιρείες της Silicon Valley. Πρόκειται για την μεγαλύτερη κατάρρευση χρηματιστηριακής αγοράς στην ιστορία του βιομηχανικού καπιταλισμού. Η συγκεκριμένη περίοδος, που χαρακτηριζόταν από ένα κύμα ευφορίας για κάθετι πρέσβευε τεχνολογική ανάπτυξη, σηματοδύθηκε από την ίδρυση (και, σε πολλές περιπτώσεις, θεαματική αποτυχία) μιας ομάδας νέων εταιρειών που βασίζονταν στο Internet οι οποίες συνήθως αναφέρονται ως dot-coms. Οι εταιρείες έβλεπαν τις τιμές των μετοχών τους να σημειώνουν σημαντική άνοδο απλά και μόνο με την προσθήκη του προθέματος "e-" στο όνομά τους και / ή ένα ". com " στο τέλος, δημιουργώντας μια νέα επενδυτική στρατηγική γνωστή ως "prefix investing". Η συγκεκριμένη κρίση οφείλεται στην ανάπτυξη και συντήρηση μιας κερδοσκοπικής φούσκας (speculative bubble) αναφορικά με τις εταιρείες υψηλής τεχνολογίας. Σύμφωνα με τον Kindleberger (1978) ως «φούσκα» μπορούμε να ορίσουμε ... **«μια απότομη και**



**συνεχόμενη αύξηση της τιμής ενός περιουσιακού στοιχείου ή μιας ομάδας περιουσιακών στοιχείων, η οποία συντηρείται κυρίως από προσδοκίες για περαιτέρω άνοδο – και προσελκύει νέους αγοραστές – κυρίως κερδοσκόπους, οι οποίοι ενδιαφέρονται για την αποκόμιση κέρδους από τη διαπραγμάτευσή του παρά από την αξία που ενέχει το ίδιο το περιουσιακό στοιχείο.**

Οι Goldfarb et al (2007) παρουσιάζουν τέσσερις χαρακτηριστικές τάσεις σχετικά με την Dot Com εποχή: (1) υπήρχε διάχυτη η πίστη στους επιχειρηματικούς κύκλους για την επιτυχία της ιδέας της γρήγορης επιχειρηματικής μεγένθυσης (Get Big Fast), (2) η αύξηση και μείωση των δημοσίων και ιδιωτικών επενδύσεων σε μετοχές ήταν ιδιαίτερα ξεχωριστή στις εταιρείες του Διαδικτύου και των κλάδων της τεχνολογίας της πληροφορίας (3) το ποσοστό επιβίωσης των dotcom εταιρειών είναι στο ίδιο επίπεδο ή σε μεγαλύτερο από άλλους αναδυόμενους κλάδους, και (4) η επιβίωση της επιχείρησης είναι ανεξάρτητη από τις μεθόδους χρηματοδότησης μέσω ιδιωτικών μετοχικών σχημάτων. Προκειμένου να συνδέσουν τα ευρήματα αυτά παρέχουν ένα υπόδειγμα κοινής συμπεριφοράς (herding model) που μπορεί να ερμηνεύσει μια απόκλιση μεταξύ των πληροφοριών και των κινήτρων των χρηματοδοτών και των επιχειρηματιών που αναζητούν επενδυτικά κεφάλαια. Σύμφωνα με τους ερευνητές μια συνεχής ροή της πεποίθησης γρήγορης μεγένθυσης (Get Big Fast) θα μπορούσε να οδηγήσει σε υπερβολική συγκέντρωση των επενδύσεων σε μικρό αριθμό νέων αρχικών εγγραφών εταιρειών του Διαδικτύου και, ως εκ τούτου, σε πολύ λίγες νέες εταιρείες.

Ο Wang (2007) επιχειρεί να δώσει μια ενδιαφέρουσα ερμηνεία για την γνωστή κρίση των εταιρειών υψηλής τεχνολογίας του NASDAQ. Πιο συγκεκριμένα ο ερευνητής εξηγεί τις αναταραχές της αγοράς μέσα από μια δυναμική ισορροπία του κλάδου η οποία καθοδηγείται από την συνέργεια μεταξύ των νέων και υφιστάμενων τεχνολογιών. Όταν μια μεγάλη τεχνολογική καινοτομία γίνεται γνωστή, ένα κύμα νέων επιχειρήσεων εφαρμόζουν την συγκεκριμένη καινοτομία και εισέρχονται στην αγορά. Ωστόσο, εάν η καινοτομία είναι συμπληρωματική της υπάρχουσας τεχνολογίας, ορισμένες

νέες επιχειρήσεις του κλάδου αργότερα θα εξαναγκασθούν σε απόσυρση καθώς όλο και περισσότερες πρώην μονοπωλιακές επιχειρήσεις κατόρθωσαν να εφαρμόσουν την καινοτομία. Σύμφωνα με τον Wang η διάχυση της τεχνολογίας του Διαδικτύου μεταξύ των παραδοσιακών επιχειρήσεων ήταν πράγματι η κινητήρια δύναμη πίσω από την άνοδο και την πτώση των εταιρειών dot-coms καθώς και τη συνεχή ανάπτυξη του ηλεκτρονικού εμπορίου. Συστηματικά εμπειρικά δεδομένα από τους κλάδους των επιχειρήσεων λιανικής και του τραπεζικού κλάδου υποστηρίζουν τα θεωρητικά ευρήματα.

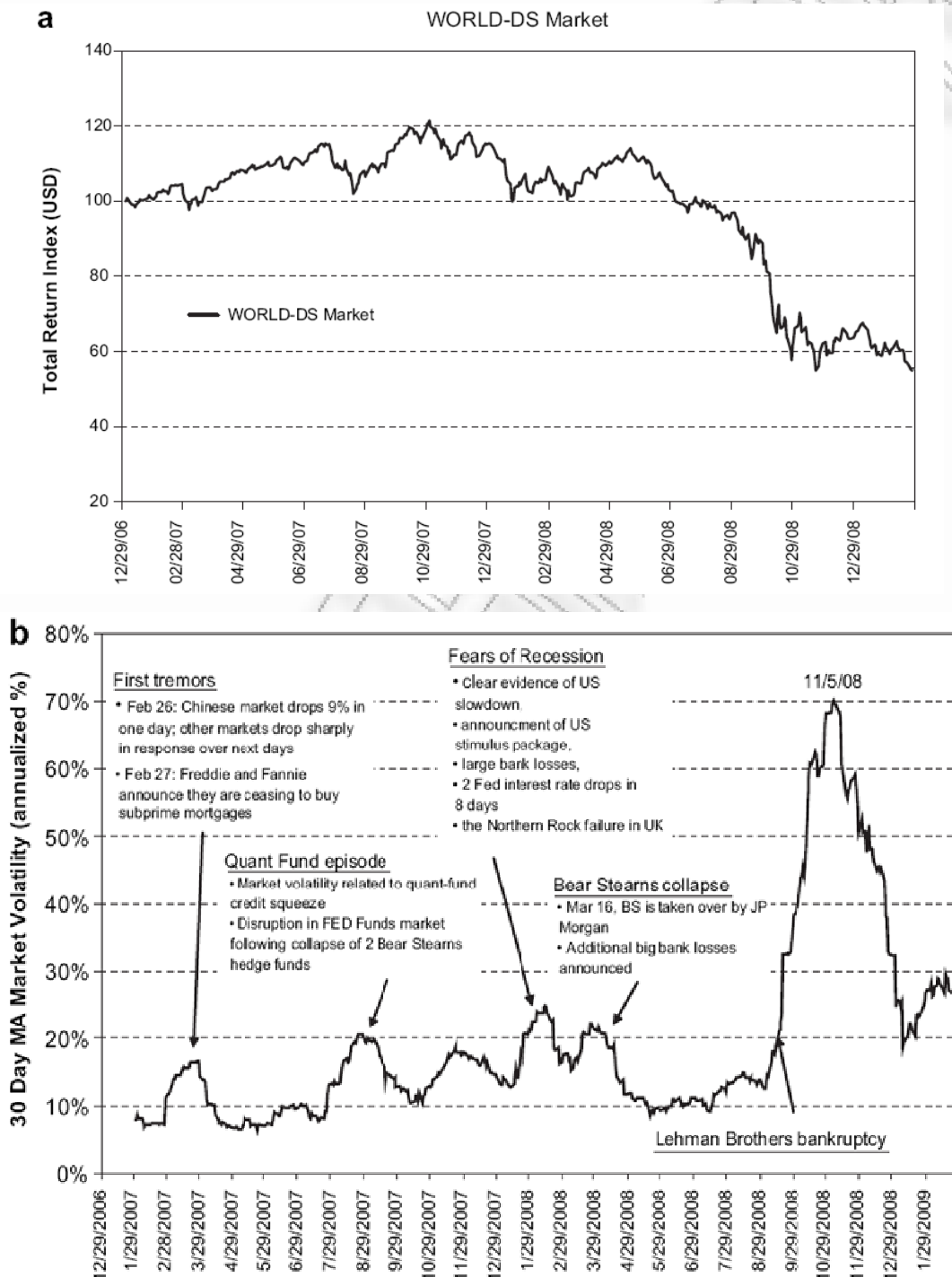
### 3.11 Η πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση του 2008

Στις αρχές του Οκτωβρίου 2007, παρά τις δονήσεις που εξελίσσονταν ήδη στο παγκόσμιο χρηματοοικονομικό σύστημα από τις αρχές Αυγούστου, η παγκόσμια χρηματιστηριακή αξία σε όρους αμερικάνικου δολαρίου κατέγραψε ρεκόρ όλων των εποχών. Σύμφωνα με τα στοιχεία της Thomson DataStream η παγκόσμια συνολική χρηματιστηριακή αξία ανερχόταν σε πάνω από 51 τρισεκατομμύρια δολάρια. Αυτό που συνέβη κατά τη διάρκεια των επόμενων 17 μηνών δεν είναι τίποτα λιγότερο από τη μεγαλύτερη καταστροφή στην παγκόσμια χρηματιστηριακή αξία σε ολόκληρη την ιστορία. Μέχρι το τέλος Φεβρουαρίου 2009, η παγκόσμια κεφαλαιοποίηση μετοχών ανήλθε σε μόλις 22 τρις δολάρια, το οποίο ισοδυναμεί με πτώση άνω του 56% και μείωση σε αξία ίση με 29 τρις δολάρια. Αυτή η απώλεια πλούτου στο παγκόσμιο μετοχικό χαρτοφυλάκιο ισοδυναμεί σε αξία με το 50% περίπου του παγκόσμιου ΑΕΠ για το 2007.

Τα παρακάτω διαγράμματα είναι ενδεικτικά της εξέλιξης της κρίσης σε διεθνές επίπεδο. Στο πρώτο διάγραμμα απεικονίζεται ο παγκόσμιος δείκτης συνολικής απόδοσης της DataStream εκφρασμένος σε \$ (World Market portfolio total return index (USD)) ενώ στο δεύτερο διάγραμμα ο δείκτης μεταβλητότητας της παγκόσμιας χρηματιστηριακής αγοράς όπως προσεγγίζεται από τον κινητό μέσο όρο 30 ημερών της μέσης ετησιοποιημένης τυπικής απόκλισης.

**Διάγραμμα 6**

Πορεία παγκόσμιου χρηματιστηριακού δείκτη της Datastream και πορεία μεταβλητότητας του συγκεκριμένου δείκτη



**Πηγή:** Bartram S.M., Bodnar G. M., No place to hide: The global crisis in equity markets in 2008/2009, Journal of International Money and Finance 28 (2009) 1246–1292

Η πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση εμφάνισε καταστροφικές συνέπειες για τις χρηματιστηριακές αγορές σε ολόκληρο τον κόσμο τόσο σε μεμονωμένο επίπεδο όσο και σε συνολικό. Οι Bartram & Bodnar (2009) εξετάζοντας εν συντομία, τις επιδόσεις των χρηματιστηρίων σε μια σειρά από χώρες και επιμέρους τομείς της οικονομίας παρατήρησαν πως αντιπροσωπευτικοί χρηματιστηριακοί δείκτες υποχώρησαν κατά 40% σε σχέση με τα επίπεδα στα τέλη του 2006. Καθώς η πτώση ξεκίνησε στις περισσότερες αγορές στις αρχές με μέσα του 2008, η περίοδος της κρίσης από τα μέσα Σεπτεμβρίου στα τέλη του Οκτώβρη του 2008 είναι υπεύθυνη για την μερίδα του λέοντος αναφορικά με την κατάρρευση με όλους τους χρηματιστηριακούς δείκτες να υποχωρούν κατά 30-40% κατά την συγκεκριμένη περίοδο. Όσον αφορά τους επιμέρους τομείς της οικονομίας, οι χρηματοοικονομικοί τομείς επλήγησαν σοβαρότερα όπως ήταν αναμενόμενο κατά την περίοδο της κρίσης.

Πριν το ξέσπασμα της πρόσφατης παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης με την κατάρρευση της αμερικανικής αγοράς ενυπόθηκων δανείων χαμηλής εξασφάλισης το 2007, προηγήθηκε μια περίοδο 20 ετών η οποία χαρακτηριζόταν από σημαντική αύξηση του χρέους και της μόχλευσης, σε ένα περιβάλλον αυξανόμενης παγκόσμιας οικονομικής ολοκλήρωσης, χαμηλών πραγματικών επιτοκίων και αυξανόμενων εξωτερικών ελλειμμάτων της οικονομίας των ΗΠΑ. Κατά την περίοδο αυτή των διευρυνόμενων «παγκόσμιων ανισοροπιών» παρατηρήθηκαν επίσης διάφορες οικονομικές κρίσεις στις αναδυόμενες οικονομίες με αλυσιδωτές συνέπειες μεταξύ των χωρών που σε ορισμένες περιπτώσεις, δεν φαίνεται να καθοδηγούνται από θεμελιώδεις αρχές. Μερικές από αυτές τις κρίσεις επηρέασαν σημαντικά τις ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές του βιομηχανικού κόσμου (ιδιαίτερα η κατάρρευση του LTCM στον απόηχο της ρωσικής κρίσης το 1998).

Δύο παρατηρήσεις δείχνουν ότι η παγκοσμιοποίηση των χρηματοοικονομικών αγορών διαδραμάτισε σημαντικό ρόλο στην πρόσφατη οικονομική κρίση. Πρώτον, περισσότερο από το ήμισυ της αύξησης των καθαρών δανειακών αναγκών των μη χρηματοοικονομικών τομέων των ΗΠΑ από τα μέσα της δεκαετίας του 1980 έχει χρηματοδοτηθεί από το εξωτερικό



δανεισμό. Δεύτερον, η κατάρρευση της αγοράς κατοικίας των ΗΠΑ και των αγορών προϊόντων που στηρίζονται σε ενυπόθηκα δάνεια εμφάνισαν σημαντικές επιπτώσεις για τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και τις αγορές περιουσιακών στοιχείων σε ολόκληρο τον κόσμο.

Χρησιμοποιώντας ένα μοντέλο ανοιχτής οικονομίας, όπου οι διάφοροι χρηματοοικονομικοί διαμεσολαβητές διαδραματίζουν κεντρικό ρόλο, οι Mendoza & Quadrini (2010) δείχνουν ότι η χρηματοοικονομική ολοκλήρωση οδηγεί σε απότομη άνοδο των καθαρών πιστώσεων στην περισσότερο ανεπτυγμένη χρηματοοικονομικά χώρα και σε μεγάλες δευτερογενείς επιδράσεις στις τιμών των περιουσιακών στοιχείων που προέρχονται από ειδικά για κάθε χώρα σοκ στα κεφάλαια των τραπεζών. Οι επιπτώσεις αυτών των κρίσεων στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων ενισχύονται περαιτέρω από τις απαιτήσεις κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών οι οποίες καθορίζονται με βάση την καθημερινή αποτίμηση της αγοράς (mark-to-market).

Οι Kenc & Dibooglu (2010) συζητούν τις αιτίες που οδήγησαν στην πρόσφατη παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση. Για το σκοπό αυτό, εκτιμούν τα απλά μοντέλα δεσμευμένης μεταβλητότητας και επιχειρούν να μετρήσουν την τιμή του κινδύνου με τη χρήση ενός μοντέλου ARCH-M. Δεδομένου ότι μια από τους σημαντικότερες ερμηνείες της τρέχουσας κρίσης είναι η αύξηση της ανάληψης κινδύνου, οι ερευνητές αξιολογούν αυτήν την υπόθεση με τη σύγκριση της συχνότητας εμφάνισης και της τιμής του κινδύνου στην τρέχουσα κρίση σε άλλες μεγάλες ιστορικές κρίσεις συμπεριλαμβανομένης της Μεγάλης Ύφεσης. Ανατρέχοντας στα αποτελέσματα, οι συγγραφείς κατέληξαν ότι η τιμή του κινδύνου πριν από τη κρίση των ενυπόθηκων δανείων είναι συγκρίσιμη με την τιμή του κινδύνου πριν από τη Μεγάλη Ύφεση και ανάλογοι με την τιμή του κινδύνου κατά την έναρξη της τεχνολογικής φούσκας. Ο δεύτερος στόχος της συγκεκριμένης εργασίας ήταν να συζητήσουν τις παγκόσμιες ανισοροπίες ως τον μεγαλύτερο υποκινητή της σημερινής κρίσης καθώς και τις ρυθμίσεις που μπορούν να σχεδιαστούν για να ελαχιστοποιηθούν οι αρνητικές επιπτώσεις τους.

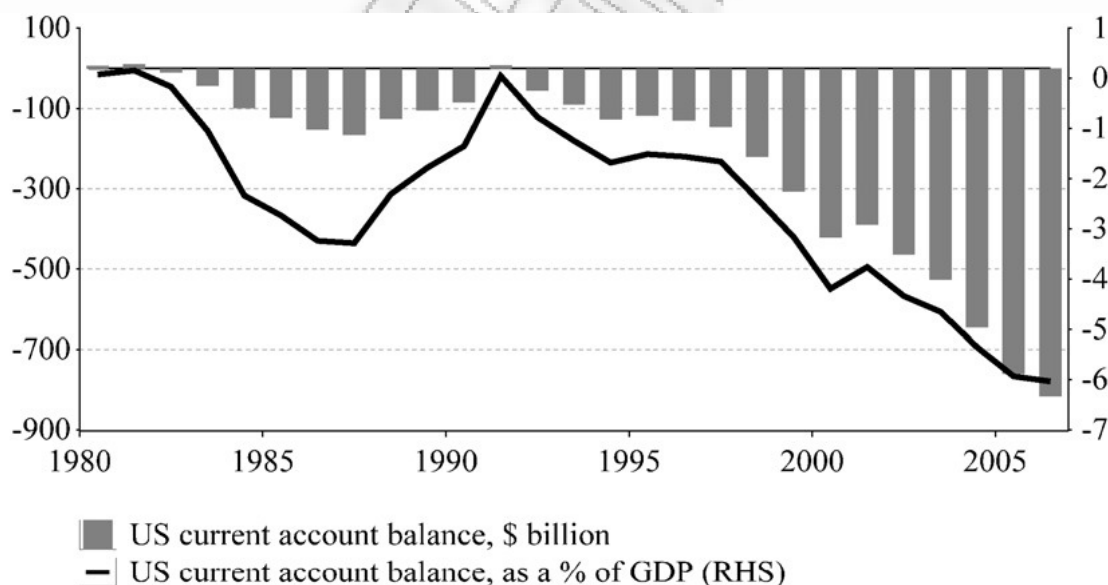
Οι Claessens et al (2010) στην μελέτη τους παρέχουν μια σύντομη ανάλυση των τριών μεγάλων ερωτημάτων που τέθηκαν στο πλαίσιο της πρόσφατης παγκόσμιας οικονομικής κρίσης. Πρώτον, τους απασχόλησε πόσο όμοια είναι η κρίση με τα προηγούμενα ιστορικά επεισόδια; Οι ερευνητές υποστηρίζουν ότι η πρόσφατη κρίση εμφάνισε ορισμένες ομοιότητες με προγενέστερα επεισόδια, συμπεριλαμβανομένης της παρουσίας φούσκας στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων και των δανείων η οποία τροφοδοτείται κυρίως από την ταχεία συσσώρευση χρέους. Δεύτερον, πόσο διαφορετική είναι από τις προηγούμενες κρίσεις; Οι συγγραφείς δείχνουν ότι όσο εμφανίζεται τόσο ομοιότητες με προηγούμενες περιπτώσεις όσο και σημαντικές διαφορές, όπως η έκρηξη των αδιαφανών και σύνθετων χρηματοπιστωτικών μέσων σε ένα περιβάλλον με υψηλό βαθμό ολοκλήρωσης στις παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές αγορές. Τρίτον, πόσο κοστίζουν στην οικονομία οι υφέσεις που ακολούθησαν αυτά τα είδη των κρίσεων; Αν και η πρόσφατη κρίση είχε ένα πολύ βαρύ τίμημα για την πραγματική οικονομία, οι ερευνητές ισχυρίζονται ότι το συγκεκριμένο αποτέλεσμα δεν αποτελεί έκπληξη. Ειδικότερα, ιστορικές συγκρίσεις αναφέρουν ότι οι υφέσεις που συνδέονται με τις περιόδους βαθιάς οικονομικής διαταραχής έχουν ως αποτέλεσμα πολύ μεγαλύτερη μείωση της πραγματικής οικονομικής δραστηριότητας. Τέλος, οι Claessens et al σχολιάζουν τις επιπτώσεις των ευρημάτων αυτών για την ανάληψη πολιτικής στους οικονομικούς και χρηματοοικονομικούς τομείς καθώς και για την μελλοντική έρευνα.

Ο Lewis (2009), σε μια πολύ ενδιαφέρουσα μελέτη, συμβάλλει αποφασιστικά στην διερεύνηση των αιτιών της πρόσφατης χρηματοπιστωτικής κρίσης. Ο Lewis υποστηρίζει ότι μια σειρά από σοβαρά λάθη πολιτικής στις Ηνωμένες Πολιτείες, δημιούργησαν τις προϋποθέσεις υπό τις οποίες το φαινόμενο των δανείων χαμηλής εξασφάλισης sub-prime πήρε μεγάλες διαστάσεις, οι οποίες στη συνέχεια διογκώθηκαν περαιτέρω σε συνδυασμό με ρυθμιστικές εξελίξεις και περαιτέρω λάθη πολιτικής, καθώς εξελισσόταν η πιστωτική κρίση. Οι παράγοντες αυτοί εξηγούν περαιτέρω γιατί η πρόσφατη κρίση δανείων στις

ΗΠΑ πήρε τέτοιες παγκόσμιες διαστάσεις. Αφετηρία της μελέτης του είναι το έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών των ΗΠΑ, διότι είναι αυτό το φαινόμενο που βοηθά να ερμηνεύσουμε σύμφωνα με τον ερευνητή (μαζί με την παγκοσμιοποίηση του χρηματοπιστωτικού συστήματος), γιατί η sub-prime κρίση έχει τέτοια παγκόσμια απήχηση. Όπως φαίνεται και από το διάγραμμα που ακολουθεί, από μια κατάσταση σχεδόν ισορροπίας το 1991, το έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών το 2006 αυξήθηκε σε 811 δισεκατομμύρια δολάρια, ή 6,1% του ΑΕΠ, διευρυνόμενο δραματικά σε αυτό το άνευ προηγουμένου υψηλό επίπεδο μετά το 2001. Αυτό το έλλειμμα, καθώς και τα αντίστοιχα πλεονάσματα αλλού στην παγκόσμια οικονομία, κυριαρχεί τις παγκόσμιες χρηματοοικονομικές ροές με την μεγαλύτερη οικονομία του πλανήτη να αγοράζει προϊόντα και άλλες υπηρεσίες από το εξωτερικό οι οποίες υπερβαίνουν κατά πολύ τις εξαγωγές της, και να επιχειρεί να χρηματοδοτεί την διαφορά αυτή χρησιμοποιώντας κεφάλαια που δανείζεται από τον υπόλοιπο κόσμο.

### Διάγραμμα 7

Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών των ΗΠΑ 1980-2006



Sources: BEA, authors' calculations, Reuters Ecwin Pro

### 3.12 Η Ελληνική κρίση χρέους

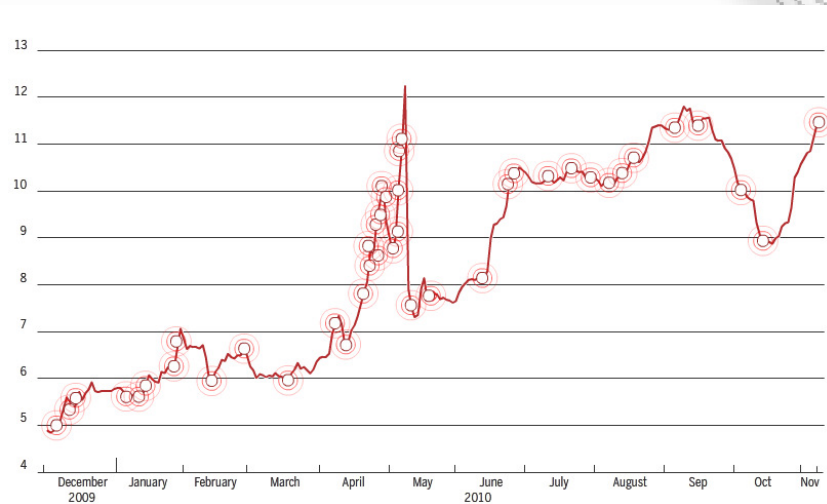
Σύμφωνα με έγκυρες εκτιμήσεις η τρέχουσα κρίση της ελληνικής οικονομίας δεν είναι ξαφνική αλλά έχει τις ρίζες της στα χρόνια και διαρθρωτικά προβλήματα και αγκυλώσεις που εμφανίζει η ελληνική οικονομία. Στις 15 Νοεμβρίου 2004 η ενδελεχής μελέτη των δημοσιονομικών στοιχείων της Ελλάδας έδειξε ότι η χώρα δεν πληρούσε πράγματι τις προϋποθέσεις για να ενταχθεί στην ευρωζώνη. Την ίδια περίοδο, η Ελληνική κυβέρνηση παραδέχεται ότι το έλλειμμα της δεν ήταν ποτέ κάτω από το 3% από το 1999, σύμφωνα με τις απαιτήσεις των κοινοτικών κανόνων. Τα γεγονότα που ακολούθησαν είναι λίγο έως πολύ γνωστά.

Τα κύρια χαρακτηριστικά της βαθιάς κρίσης που αντιμετωπίζει η ελληνική οικονομία είναι το πολύ μεγάλο δημοσιονομικό έλλειμμα, το τεράστιο χρέος και η συνεχής διάβρωση της ανταγωνιστικότητάς της. Τα προβλήματα αυτά δεν είναι καινούρια αλλά προϋπήρχαν της διεθνούς κρίσης του 2008 και ήταν αναπόφευκτο, χωρίς καίριες και αποτελεσματικές παρεμβάσεις, να οδηγήσουν, με μια σχετική μαθηματική ακρίβεια σε αδιέξοδο. Εν απουσία των προαναφερθέντων παρεμβάσεων, η κατάσταση επιδεινώθηκε, με αποκορύφωμα το δημοσιονομικό εκτροχιασμό το 2008 και το 2009 και την κλιμάκωση της διαφοράς αποδόσεων μεταξύ ελληνικών και γερμανικών κρατικών ομολόγων που ακολούθησε.



### Διάγραμμα 8

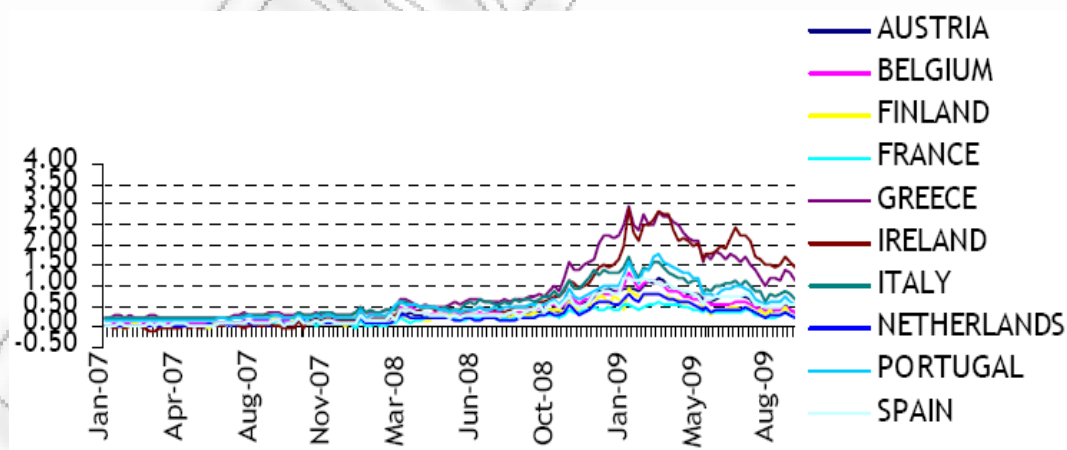
Πορεία 10-ετών ομολόγων ελληνικού δημοσίου



Πηγή: Financial Times

### Διάγραμμα 9

Αποκλίσεις (spreads) στην απόδοση 10-ετών κρατικών ομολόγων έναντι του γερμανικού ομολόγου (σε μ.β.)



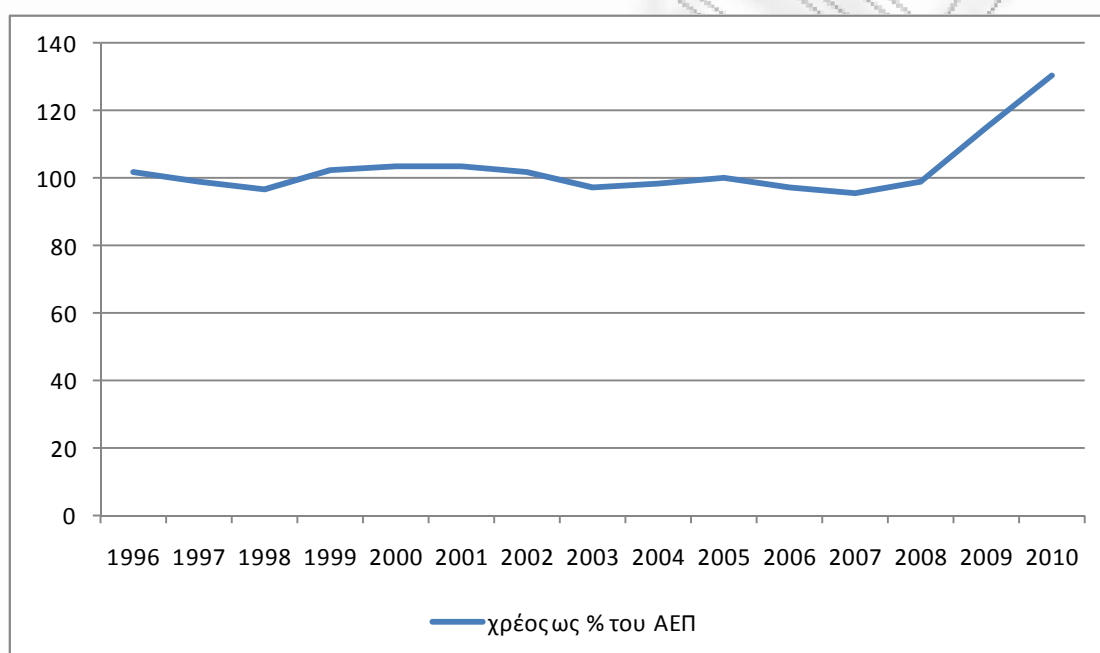
Πηγή: Bloomberg

Η Ελλάδα δεν αποτελεί την μόνη χώρα παγκοσμίως που εμφανίζει υψηλά επίπεδα δημόσιου ελλείμματος και χρέους. Σε αντίθεση με την Ελλάδα

όμως στις άλλες χώρες τα υψηλά ελλείμματα και χρέη χρηματοδοτούνται κυρίως από εγχώριους αποταμιευτικούς πόρους. Στην Ελλάδα η ακαθάριστη εθνική αποταμίευση, δημόσια και ιδιωτική μαζί, μόλις ξεπερνούσε το 7% του ΑΕΠ το 2008 και το 5% το 2009, το οποίο είναι χαρακτηριστικά ανεπαρκές για τη χρηματοδότηση ακόμη και των επενδύσεων που απαιτούνται για την ανανέωση του πάγιου κεφαλαίου που μειώνεται λόγω των αποσβέσεων. Η αδυναμία της εθνικής αποταμίευσης οφείλεται κατά κύριο λόγο στα μεγάλα δημοσιονομικά ελλείμματα, αλλά και στην ταχεία αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης τα τελευταία χρόνια. Αξίζει να σημειωθεί πως, σύμφωνα με τα στοιχεία της Τραπέζας της Ελλάδας, την πενταετία 2004-2008 η ιδιωτική κατανάλωση σε σταθερές τιμές αυξήθηκε με μέσο ετήσιο ρυθμό 3,8%, ενώ στη ζώνη του ευρώ ο αντίστοιχος ρυθμός ήταν 1,5%. Η χαμηλή αποταμίευση λοιπόν δεν επαρκεί για να χρηματοδοτηθεί από εγχώριες πηγές το δημόσιο χρέος, με αποτέλεσμα να διευρύνεται το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών επί σειρά ετών και να διογκώνεται με αυτό τον τρόπο το εξωτερικό χρέος. Έτσι, το πρόβλημα του δημοσιονομικού ελλείμματος συμπλέκεται με το πρόβλημα του εξωτερικού ελλείμματος και χρέους και τα "δίδυμα" ελλείμματα αναδεικνύονται ως η κύρια πηγή που τροφοδοτεί τον επικίνδυνο φαύλο κύκλο

Παράλληλα, η διεθνής κρίση μεγένθυσε τις συσσωρευμένες αρνητικές επιπτώσεις αυτών των χρόνιων αδυναμιών και επιτάχυνε την πτωτική πορεία της οικονομίας. Τον Απρίλιο του 2009 λοιπόν η Ελλάδα εντάχθηκε στη Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος, καθώς τα ελλείμματα του 2007 και του 2008 υπερέβαιναν την τιμή αναφοράς της Συνθήκης του Συμφώνου Σταθερότητας. Το 2009 το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης διαμορφώθηκε σε διψήφιο ποσοστό του ΑΕΠ (12,9%, σύμφωνα με τα στοιχεία που υποβλήθηκαν στην Eurostat στις 21.10.2009, και τελικά 13,6% σύμφωνα με αναθεωρημένα στοιχεία που δημοσιεύθηκαν από την Eurostat στις 22.4.2010), ενώ το δημόσιο χρέος ανήλθε στο 115,1% του ΑΕΠ. Ως συνέπεια των αρνητικών αυτών εξελίξεων σημειώθηκαν μια σειρά υποβαθμίσεων της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας καθώς και άνοιγμα των αποδόσεων μεταξύ ελληνικών και γερμανικών κρατικών ομολόγων, έως και την τρίτη εβδομάδα του Απριλίου του 2010. Το αποτέλεσμα ήταν η σημαντική

επιβάρυνση του κόστους δανεισμού και του κόστους εξυπηρέτησης του χρέους του Δημοσίου. Στο διάγραμμα 10 που ακολουθεί απεικονίζεται η διαχρονική πορεία του ελληνικού χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ για την περίοδο 1996-2010. Παρατηρούμε την ξεκάθαρη εκτόξευση του χρέους από το 2008 και μετά οπότε και άρχισαν να επιτείνουν την δυσμενή εγχώρια κατάσταση τα συμπτώματα της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης.

**Διάγραμμα 10****Διαχρονική εξέλιξη πορείας χρέους ως % του ΑΕΠ**

Πηγή: IMF

Η εκτόξευση του δημοσιονομικού ελλείμματος και του δημόσιου χρέους της Ελλάδος οφείλονται μόνο σε μικρό βαθμό στην οικονομική ύφεση. Κυρίως, αποτελούν το σωρευτικό αποτέλεσμα χρόνιων μακροοικονομικών ανισορροπιών, οι οποίες δεν αντιμετωπίστηκαν όταν υπήρχαν άνετα περιθώρια, αλλά αντίθετα διευρύνθηκαν εξαιτίας των άτολμων και αναποτελεσματικών πολιτικών που ακολουθήθηκαν. Η παγκόσμια κρίση απλώς συνέβαλε στην επιδείνωση των δημοσιονομικών επιδόσεων και προοπτικών της Ελλάδος, η οποία είχε ήδη αρχίσει από το δεύτερο εξάμηνο του 2007 για λόγους ανεξάρτητους από την πτώση της οικονομικής

δραστηριότητας. Εξάλλου, το δημοσιονομικό έλλειμμα παρέμεινε υψηλότερο του 3% του ΑΕΠ σχεδόν σε όλα τα έτη της τελευταίας δεκαετίας όπως φαίνεται και από τον παρακάτω πίνακα.

**Πίνακας 1**

Έλλειμμα Ελληνικού κρατικού προϋπολογισμού 2000-2009

Έτος	Έλλειμμα ως % του ΑΕΠ
2009	15,4
2008	9,4
2007	6,4
2006	5,7
2005	5,2
2004	7,5
2003	5,6
2002	4,8
2001	4,5
2000	3,7

Πηγή: Eurostat

Μεταξύ των αρνητικών επιπτώσεων της τρέχουσας κρίσης είναι η σημαντική μείωση της εγχώριας ιδιωτικής κατανάλωσης η οποία οδηγεί με την σειρά της σε σημαντική συρρίκνωση του ΑΕΠ καθώς και διόγκωση της ανεργίας η οποία πλήττει ολοένα και μεγαλύτερο τμήμα της κοινωνίας. Σύμφωνα με τα επίσημα στοιχεία που ανακοίνωσε η Τράπεζα της Ελλάδος το ΑΕΠ της Ελλάδας εκτιμάται ότι μειώθηκε ελαφρά περισσότερο από 4% το 2010 (για δεύτερο κατά σειρά χρόνο, μετά από μείωση 2,3% το 2009), ενώ όλοι οι διεθνείς οργανισμοί και οι εκθέσεις αξιολόγησης προβλέπουν ότι η ύφεση θα συνεχιστεί και το 2011, με ηπιότερο μάλλον ρυθμό.



## 4. Εμπειρική Ανάλυση

Στην ενότητα αυτή παρουσιάζουμε τη μεθοδολογία που ακολουθήσαμε για την εμπειρική ανάλυση της εργασίας. Σκοπός της εμπειρικής μελέτης είναι να επιβεβαιώσει με εμπειρικά δεδομένα ότι οι παράγοντες που παρουσιάζει η βιβλιογραφία ως γενεσιουργούς μηχανισμούς των διεθνών κρίσεων όντως συντελούν προς αυτή την κατεύθυνση. Παρουσιάζονται το μοντέλο που επιλέξαμε, οι μεταβλητές που χρησιμοποιήσαμε, τα αναμενόμενα αποτελέσματα, το δείγμα που χρησιμοποιήσαμε και τα εμπειρικά αποτελέσματα που εξαγάγαμε.

### 4.1 Μεθοδολογία

Η μεθοδολογία που ακολουθήσαμε βασίζεται στο άρθρο εργασίας της Τράπεζας Φινλανδίας «What Drives Financial Crises in Emerging Markets» των Komulainen και Lukkarila (2003). Στην εργασία εξετάζουν τις αιτίες που προκάλεσαν χρηματοοικονομικές κρίσεις σε ένα σύνολο 31 κρατών για την περίοδο 1980-2001. Πιο συγκεκριμένα εστιάζουν στις συναλλαγματικές κρίσεις και εξετάζουν κατά τι ποσοστό ένα σύνολο μακροοικονομικών και χρηματοοικονομικών παραγόντων θα μπορούσαν να είχαν προκαλέσει αυτές τις κρίσεις.

Εφόσον το δείγμα μας αποτελείται τόσο από διαστρωματικές παρατηρήσεις (χώρες) όσο και χρονοσειρές η ανάλυση που εφαρμόσαμε είναι ανάλυση δεδομένων Panel που συνδυάζει αυτά τα δύο είδη των δεδομένων. Το μοντέλο που εκτιμήσαμε έχει τη μορφή:

$$\text{Pr ob}(y_{it} = 1 | x_t, \beta_t) = F(x_t, \beta_t) \quad (1)$$

όπου  $x_t$  αποτελούν τις επεξηγηματικές μας μεταβλητές και τα  $\beta_t$  είναι οι άγνωστοι παράμετροι προς εκτίμηση. Η εξαρτημένη μας μεταβλητή παίρνει τις τιμές 0 ή 1 (δυναμική μεταβλητή) ανάλογα με το αν στην χώρα  $i$  τη χρονική

περίοδο  $t$  βρισκόταν σε κρίση ( $y_{it}=1$ ) ή όχι ( $y_{it}=0$ ). Χρησιμοποιώντας τα μοντέλα Probit ή Logit τα οποία είναι κατάλληλα για την εκτίμηση μοντέλων όπου η εξαρτημένη μεταβλητή παίρνει μόνο τις τιμές 0 ή 1 όπως στη δική μας περίπτωση, εξασφαλίζουμε ότι οι εκτιμήσεις που θα πάρουμε για την εξαρτημένη μεταβλητή θα βρίσκονται μεταξύ μηδέν και ένα. Τα μοντέλα Probit υποθέτουμε ότι η δεσμευμένη κατανομή των  $y_{it}$  στις ερμηνευτικές μεταβλητές είναι η κανονική κατανομή ενώ στα μοντέλα Logit υποθέτουμε ότι είναι η λογιστική κατανομή.

Εφόσον η χρηματοοικονομική κρίση όταν συμβαίνει αποτυπώνεται έντονα στις αποδόσεις των αγορών, μπορεί κάποιος παρατηρώντας μόνο τις αγορές να διαπιστώσει και να διακρίνει ιστορικά τις περιόδους κατά τις οποίες συνέβησαν αυτά τα επεισόδια. Μια συνηθισμένη τεχνική την οποία ακολουθεί η βιβλιογραφία προκειμένου να καταγράψει εμπειρικά τις κρίσεις, είναι η κατασκευή ενός δείκτη πίεσης των αγορών. Όταν για κάποια περίοδο ο δείκτης αυτός ξεπερνά τα βάρη της εκάστοτε χώρας προκαθορισμένα όρια που έχουμε θέσει τότε λέμε ότι εκείνη τη συγκεκριμένη περίοδο η συγκεκριμένη χώρα βίωσε μια χρηματοοικονομική κρίση.

Στην εργασία των Komulainen και Lukkarila (2003) όπου εξέτασαν την περίπτωση των συναλλαγματικών κρίσεων, όρισαν ως δείκτη πίεσης των τιμών συναλλάγματος (Exchange Market Pressure Index) τον παρακάτω τύπο:

$$EMP = \Delta e - \left(\frac{\sigma_e}{\sigma_r}\right)\Delta r \quad (2)$$

όπου  $\Delta e$  συμβολίζει τη μεταβολή στη συναλλαγματική ισοτιμία,  $\Delta r$  τη μεταβολή στα διεθνή συναλλαγματικά αποθέματα,  $\sigma_e$  και  $\sigma_r$  είναι οι τυπικές αποκλίσεις αυτών των χρονοσειρών αντίστοιχα. Έπειτα όρισαν ως κρίση τις χρονικές περιόδους κατά τις οποίες ο συγκεκριμένος δείκτης έπαιρνε τιμές μεγαλύτερες από τη μέση τιμή του δείγματος αυξημένο κατά 2 φορές την τυπική απόκλιση του δείκτη. Προτείνουν ως εναλλακτικά όρια να αυξήσουν μία φορά ή κατά το ήμισυ της τυπικής απόκλισης και καταλήγουν ότι όταν θεωρήσουν 2 φορές την τυπική απόκλιση ως όριο αποτυπώνονται καλύτερα ιστορικά οι πραγματοποιηθείσες συναλλαγματικές κρίσεις. Όπως είναι

φανερό, όσο πιο μικρός αυτός ο πολλαπλασιαστής τόσο πιο ευαίσθητη η διαδικασία στο να χαρακτηρίζει μία περίοδο ως κρίση.

Στην παρούσα εργασία ως δείκτη καταγραφής της πίεσης των χρηματιστηριακών αγορών σε μία χώρα θεωρήσαμε τον ίδιο το χρηματιστηριακό δείκτη. Με την ίδια λογική όταν η απόδοση για μία χρονική περίοδο ήταν πτωτική σε τέτοιο βαθμό ώστε να είναι μικρότερη από το διαχρονικό μέσο αφαιρώντας την τυπική απόκλιση επί ένα πολλαπλασιαστή θεωρούσαμε ότι η αγορά βρισκόταν σε φάση κρίσης:

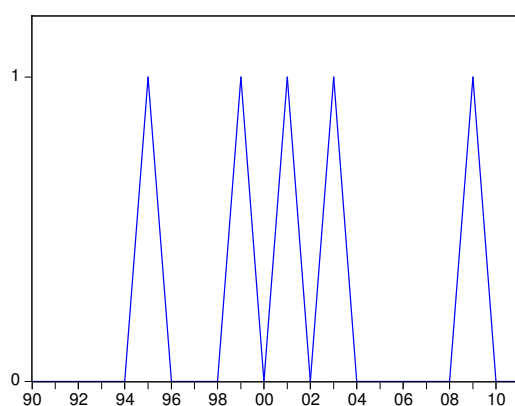
$$FMCI_{i,t} = I_{R_{i,t} < \bar{R}_i - \lambda \sigma_{R_i}} \quad (3)$$

FMCI: Financial Market Crisis Index και  $I_{R_{i,t} < \bar{R}_i - \lambda \sigma_{R_i}}$  είναι η δείκτρια συνάρτηση η οποία παίρνει την τιμή 1 όταν η απόδοση  $R$  την περίοδο  $t$  στην χώρα  $i$  είναι μεγαλύτερη από τη μέση απόδοση στη χώρα  $i$  μειωμένη κατά  $\lambda$  φορές την τυπική απόκλιση και την τιμή 0 σε κάθε άλλη περίπτωση.

Παρακάτω φαίνεται το διάγραμμα με τη σειρά FMCI στην περίπτωση του Μεξικού για την τιμή  $\lambda=0.5$ :

### Διάγραμμα 11

Περίοδοι Χρηματοοικονομικών Κρίσεων στο Μεξικό με βάση το δείκτη  $FMCI_{i,t}$



όπου παρατηρούμε ότι η συγκεκριμένη μέθοδος απεικονίζει τόσο την κρίση του Μεξικού το 1995 όσο και τις υπόλοιπες διεθνείς κρίσεις που μεταδόθηκαν στη χρηματιστηριακή αγορά του Μεξικού όπως την κρίση με τις εταιρείες πληροφορικής του 2001 και την τελευταία κρίση του 2008. Ένα σημείο που

πρέπει να παρατηρήσουμε είναι ότι τα αποτελέσματα που παρουσιάζουμε επηρεάζονται από το γεγονός ότι έχουμε πάρει στοιχεία σε ετήσια βάση, υπολογίζοντας την απόδοση ενός έτους ως τη μεταβολή του χρηματιστηριακού δείκτη από την 1<sup>η</sup> Ιανουαρίου κάθε έτους έως την 31<sup>η</sup> Δεκεμβρίου του ίδιου έτους. Αυτό σημαίνει ότι «εξομαλύνουμε» περιπτώσεις όπου η κρίση ξεκίνησε στους τελευταίους μήνες ενός έτους με αποτέλεσμα τα συγκεκριμένα έτη να μην τα χαρακτηρίζουμε κατάλληλα. Για παράδειγμα η κρίση του 2008, η οποία θεωρείται ότι ξεκίνησε κατά τους καλοκαιρινούς μήνες δεν πρόλαβε να αποτυπωθεί στο κριτήριο μας στην περίπτωση του Μεξικού για το 2008 παρά μόνο για το 2009. Στο παράρτημα της εργασίας παρουσιάζονται τα αντίστοιχα διαγράμματα για τις υπόλοιπες χώρες του δείγματος μας.

#### 4.2 Ερμηνευτικοί Παράγοντες Κρίσεων

Οι μεταβλητές που συμπεριλάβαμε στο μοντέλο μας ως πιθανοί παράγοντες που μπορεί να προκαλούν μια χρηματοοικονομική κρίση προτείνονται από την επισκόπηση της βιβλιογραφίας που παραθέσαμε στην προηγούμενη ενότητα. Αντιμετωπίζοντας τον περιορισμό της διαθεσιμότητας των δεδομένων καταλήξαμε στις παρακάτω μεταβλητές:

- **Ο λόγος του δημόσιου χρέους ως προς το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν της εκάστοτε χώρας**

Ένας από τους κυριότερους παράγοντες που συναντήσαμε στη βιβλιογραφία και εκφράζει όχι μόνο πόσο χρεωμένη είναι μια οικονομία αλλά και τις προοπτικές της. Δείχνει τι μπορούμε να αναμένουμε από μια οικονομία καθώς υψηλές τιμές για αυτό το δείκτη περιορίζει πολύ το φάσμα των διαθέσιμων δημοσιονομικών πολιτικών που έχει στη διάθεση της μια οικονομία για να αποφύγει μια ενδεχόμενη ύφεση



- ***Ο λόγος των άμεσων ξένων επενδύσεων ως προς το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν της εκάστοτε χώρας***

Δείχνει την εμπιστοσύνη των ξένων αγορών για τις προοπτικές της εκάστοτε οικονομίας. Στην περίπτωση που οι ξένες αγορές αρχίσουν να αμφιβάλλουν για την κατάσταση μίας οικονομίας και μειώσουν τις θέσεις τους εκεί αυτό μπορεί να οδηγήσει σε διαταραχή των ισορροπιών και αναπροσαρμογή των προσδοκιών προκαλώντας αρνητικά επεισόδια στη χρηματιστηριακή αγορά.

- ***Ο λόγος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών ως προς το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν της εκάστοτε χώρας***

Όπως και ο προηγούμενος δείκτης και ο λόγος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών ως προς το ΑΕΠ δείχνει τη σχέση της εγχώριας οικονομίας με τις διεθνείς αγορές. Μείωση του λόγου αυτού σημαίνει ότι έχουμε εκροή κεφαλαίου η οποία αν είναι σημαντική μπορεί να προκαλέσει τριγμούς στο χρηματοοικονομικό σύστημα όπως είδαμε στη σχετική βιβλιογραφία.

- ***Ο λόγος των επενδυτικών υποχρεώσεων χαρτοφυλακίου (Portfolio Investment Liabilities) ως προς το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν της εκάστοτε χώρας***

Ο δείκτης αυτός δείχνει κατά πόσο η εκάστοτε οικονομία έχει την τάση να αρχίσει να δανείζεται από τη μία περίοδο στην άλλη. Αύξηση αυτού του δείκτη σημαίνει ότι η οικονομία έχει αρχίσει και δανείζεται από τις διεθνείς αγορές (επειδή αυξήθηκαν οι επενδυτικές υποχρεώσεις χαρτοφυλακίου) ή/και ότι η δυνατότητα της να αποπληρώσει τις υποχρεώσεις της έχει μειωθεί (επειδή μειώθηκε το ΑΕΠ)

- ***Το ποσοστό ανεργίας της εκάστοτε χώρας***

Τα υψηλά επίπεδα ανεργίας δημιουργούν την τάση να υποτιμάται η δυναμική μιας οικονομίας καθώς επίσης λόγω της μείωσης του εγχώριου διαθέσιμου εισοδήματος μειώνεται και η ζήτηση.

- **Ο πληθωρισμός της εκάστοτε χώρας**

Υψηλά επίπεδα πληθωρισμού σημαίνει με αμετάβλητα τα εγχώρια επιτόκια σημαίνει ότι έχουμε μείωση των πραγματικών επιτοκίων, κάτι που μπορεί να αποθαρρύνει τους επενδυτές μειώνοντας τη ζήτηση για εγχώριες επενδύσεις.

- **Τα επιτόκια της εκάστοτε χώρας**

Τα επιτόκια όπως είδαμε είναι πιθανό να προκαλούν διαταραχές στην εγχώρια οικονομία οι οποίες να πυροδοτούν την έναρξη μιας οικονομικής κρίσης. Υψηλά επιτόκια μπορεί να παγώσουν την ανάπτυξη δείχνοντας σημάδια ύφεσης. Βέβαια, δεν μπορούμε να είμαστε σίγουροι για την κατεύθυνση της επίδρασης καθώς υψηλά επιτόκια σε μία διεθνή κατάσταση μπορεί και να προσελκύσουν κεφάλαια σε μια οικονομία.

- **Ο χρηματιστηριακός δείκτης SP500 των Ηνωμένων Πολιτειών Αμερικής**

Με τη μεταβλητή αυτή θελήσαμε να ελέγξουμε αν υπάρχει διάχυση των κρίσεων μεταξύ χωρών. Με άλλα λόγια αν η κρίση σε μία μεγάλη οικονομία μεταδίδεται σε άλλες χώρες.

Στον παρακάτω πίνακα εμφανίζονται τα αναμενόμενα πρόσημα ως προς το πώς περιμένουμε να επηρεάσουν οι παραπάνω μεταβλητές την πιθανότητα να προκληθεί κρίση σε μια οικονομία:

### Πίνακας 2

*Ερμηνευτικοί Παράγοντες και Αναμενόμενη Επίδραση τους στην Πιθανότητα να συμβεί μία Κρίση*

Παράγοντας	Αναμενόμενη Επίδραση
Δημόσιο Χρέος ως % του ΑΕΠ	Θετική
Άμεσες Ξένες Επενδύσεις ως % του ΑΕΠ	Αρνητική
Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών ως % του ΑΕΠ	Αρνητική
Επενδυτικές Υποχρεώσεις Χαρτοφυλακίου ως % του ΑΕΠ	Θετική
% Ανεργίας	Θετική
Πληθωρισμός	Θετική
Επιτόκια	Θετική /Αρνητική
Δείκτης SP500	Αρνητική

### 4.3 Δείγμα Δεδομένων

Το δείγμα που χρησιμοποιήσαμε στη μελέτη αποτελείται από ετήσια στοιχεία και καλύπτει την περίοδο από το 1990 έως το 2009 και αφορά 11 αναπτυσσόμενες ή ανεπτυγμένες οικονομίες, διαμοιράζοντας όσο το δυνατό εφικτό το δείγμα μας σε χώρες της Λατινικής Αμερικής, της Ασίας, της Αφρικής και της Ευρώπης. Το συγκεκριμένο δείγμα χωρών, περιόδου και μεταβλητών επιλέχθηκε και με γνώμονα τη διαθεσιμότητα των παρατηρήσεων.

Όλες οι χώρες που επιλέξαμε σύμφωνα με το σύστημα αξιολόγησης της Παγκόσμιας Τράπεζας ανήκουν στη κατηγορία των μεσαίων με βάση την εισοδηματική τους κατάσταση κρατών. Πιο συγκεκριμένα επιλέξαμε τις παρακάτω 11 χώρες:

Αργεντινή	Ελλάδα
Ινδία	Κορέα
Μαλαισία	Μεξικό
Νότιος Αφρική	Σιγκαπούρη
Ταϊλάνδη	Τουρκία
Φιλιππίνες	

Οι χρηματιστηριακοί δείκτες που χρησιμοποιήσαμε, συγκεντρώθηκαν από τη βάση δεδομένων DataStream. Συγκεκριμένα για ομοιογένεια μεταξύ των χωρών, επιλέξαμε σε κάθε περίπτωση τον αντιπροσωπευτικό χρηματιστηριακό δείκτη που κατασκευάζει η ίδια η DataStream για την παρακολούθηση των αγορών. Οι χρονοσειρές που αφορούν τους προσδιοριστικούς παράγοντες για κάθε χώρα συγκεντρώθηκαν από τη βάση δεδομένων International Financial Statistics (IFS).

#### 4.4 Εμπειρικά αποτελέσματα

Όπως ήδη έχουμε αναφέρει, το οικονομετρικό μοντέλο το οποίο έχουμε επιλέξει είναι το Panel Probit μοντέλο, δηλαδή έχουμε τόσο διαστρωματικές παρατηρήσεις όσο και χρονοσειρές, η εξαρτημένη μας μεταβλητή παίρνει μόνο τις τιμές 0 – έτος χωρίς κρίση – και 1 – έτος με κρίση – και υποθέτουμε ότι η κατανομή της δεσμευμένης πιθανότητας να έχουμε κρίση ως προς τους ερμηνευτικούς παράγοντες είναι η κανονική κατανομή. Αξίζει εδώ να παρατηρήσουμε ότι τα αποτελέσματα μας παραμένουν όμοια στην περίπτωση που επιλέγαμε τη λογιστική κατανομή. Επίσης, τα αποτελέσματα μας έχουν διορθωθεί για την παρουσία ετεροσκεδαστικότητας με τη μέθοδο των Huber – White. Οι ερμηνευτικοί παράγοντες συμπεριλήφθηκαν στο μοντέλο με τις μεταβολές τους, καθώς αυτό που περιμένουμε να επηρεάζει την πιθανότητα ή όχι να συμβεί μία κρίση είναι η μεταβολή από μία παρούσα κατάσταση σε μία δυσχερέστερη.

Προκειμένου να καταλήξουμε στο τελικό μας μοντέλο ακολουθήσαμε μέθοδο General to Specific. Δηλαδή ξεκινήσαμε εκτιμώντας το μοντέλο μας χρησιμοποιώντας όλες τις προτεινόμενες μεταβλητές που είχαμε στο δείγμα μας. Έπειτα πραγματοποιήσαμε έλεγχο υποθέσεων αφαιρώντας τον παράγοντα εκείνον ο οποίος ήταν πιο στατιστικά ασήμαντος, δηλαδή είχε το μικρότερο t-statistic μεταξύ εκείνων που ήταν στατιστικά ασήμαντοι. Η διαδικασία αυτή επαναλήφθηκε μέχρι να καταλήξουμε σε ένα μοντέλο στο οποίο όλοι οι παράγοντες να εμφανίζονται στατιστικά σημαντικοί και το μοντέλο αυτό είναι το παρακάτω:



**Πίνακας 3**  
*Εμπειρικά Αποτελέσματα Εκτιμημένου Μοντέλου Panel Probit*

Εξαρτημένη Μεταβλητή:  $FMCI_{t,i}$   
Μέθοδος Εκτίμησης: Panel Probit  
Περίοδος Εκτίμησης: 1991-2009  
Αριθμός Διαστρωματικών Παρατηρήσεων: 11 Χώρες

Μεταβλητή	Εκτίμηση	Τυπικό Σφάλμα Εκτίμησης	t statistic	P-Value
Σταθερά	-0.965	0.223	-4.318	0.000
Μεταβολή Χρέους/ΑΕΠ	0.110	0.044	2.505	0.012
Μεταβολή Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών/ΑΕΠ	-0.051	0.022	-2.231	0.025
Μεταβολή Ποσοστού Ανεργίας	0.528	0.213	2.474	0.013
Αποδόσεις SP500	-0.055	0.011	-4.988	0.000
Συντελεστής Προσδιορισμού McFadden	0.31			
Τυπικό Σφάλμα της παλινδρόμησης	0.36			
Σύνολο περιπτώσεων όπου $FMCI_{t,i}=0$	147	Σύνολο:		206
Σύνολο περιπτώσεων όπου $FMCI_{t,i}=1$	59			

Σύμφωνα με τα παραπάνω αποτελέσματα βρίσκουμε τέσσερις παράγοντες στατιστικά σημαντικούς ως προς την ερμηνεία των αιτιών που προκαλούν μια χρηματοοικονομική κρίση και επιπλέον παρατηρούμε ότι τα πρόσημα των εκτιμήσεων συμφωνούν με τα αναμενόμενα. Πιο συγκεκριμένα παρατηρούμε ότι ο λόγος χρέους/ΑΕΠ έχει θετικό συντελεστή που σημαίνει ότι αν αυξηθεί από τη μία περίοδο στην άλλη αυτός ο παράγοντας γίνεται πιο πιθανό να συμβεί μια χρηματιστηριακή κρίση. Αντίθετα, μια μείωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, δηλαδή επιδείνωση της διεθνούς θέσης μιας οικονομίας θα οδηγήσει σε αύξηση της υπό διερεύνησης πιθανότητας καθώς ο συντελεστής είναι αρνητικός. Την αναμενόμενη επίδραση παρατηρούμε ότι έχει και το ποσοστό ανεργίας όπου μία αύξηση του από μια περίοδο σε μία άλλη, εφόσον έχει θετικό πρόσημο, πάλι αναμένεται ότι θα οδηγήσει σε αύξηση της πιθανότητας να πραγματοποιηθεί ένα χρηματοοικονομικό επεισόδιο. Τέλος παρατηρούμε ότι και οι διεθνείς χρηματιστηριακές αγορές επιδρούν όπως αναμένουμε στη διάχυση των κρίσεων. Το πρόσημο των αποδόσεων του χρηματιστηριακού δείκτη SP500 είναι αρνητικό που σημαίνει ότι αν κάποια στιγμή στην αμερικανική οικονομία

συμβεί μία έντονη αρνητική πορεία των τιμών αυτό θα έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση της πιθανότητας μίας εγχώριας χρηματοοικονομικής κρίσης.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΡΑΙΑ

## 5. Συμπεράσματα - Προτάσεις

Η αναλυτική παρουσίαση των χρηματοοικονομικών κρίσεων και των αιτιών που τις προκάλεσε, έδειξε ότι η βιβλιογραφία εστιάζει γενικά στους ίδιους παράγοντες ως καθοριστικούς στο να συντελεστεί ένα χρηματοοικονομικό επεισόδιο. Αδυναμίες στα εγχώρια χρηματοοικονομικά συστήματα όπως μη αυστηρή παρακολούθηση των κανονισμών λειτουργίας ή λανθασμένα νομοθετικά πλαίσια, η επιδείνωση των μακροοικονομικών μεγεθών μιας οικονομίας όπως το δημόσιο χρέος ή / και έλλειμμα και η ανεργία αναφέρονται συχνά ως πυροκροτητές των κρίσεων. Επίσης η διεθνής οικονομική συγκυρία, όπως αποτυπώνεται για παράδειγμα στα διεθνή επιτόκια και τις ξένες χρηματιστηριακές αγορές και η θέση κάθε οικονομίας στο παγκόσμιο χρηματοοικονομικό σύστημα με βάση το ισοζύγιο εισροών εκροών κεφαλαίων προς αυτή, όπως προσεγγίζεται αυτό από μεγέθη όπως οι άμεσες ξένες επενδύσεις, οι επενδυτικές υποχρεώσεις χαρτοφυλακίου και το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών φαίνεται να παίζουν καθοριστικό ρόλο στη δημιουργία μιας κρίσης.

Η οικονομετρική ανάλυση επιβεβαίωσε τη σημαντικότητα κάποιων από τους προαναφερόμενους παράγοντες στη διαμόρφωση της πιθανότητας να συμβεί ένα χρηματοοικονομικό επεισόδιο. Συγκεκριμένα βρήκαμε ότι χειροτέρευση στο χρέος ή στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών μιας οικονομίας, επιδείνωση του ποσοστού ανεργίας και η εκδήλωση κρίσης στις διεθνείς αγορές συντελούν στην αύξηση της πιθανότητας μια εγχώρια οικονομία να βιώσει μια χρηματοοικονομική κρίση. Για τους υπόλοιπους παράγοντες που ελέγξαμε δεν βρήκαμε στατιστικά σημαντική επίδραση.

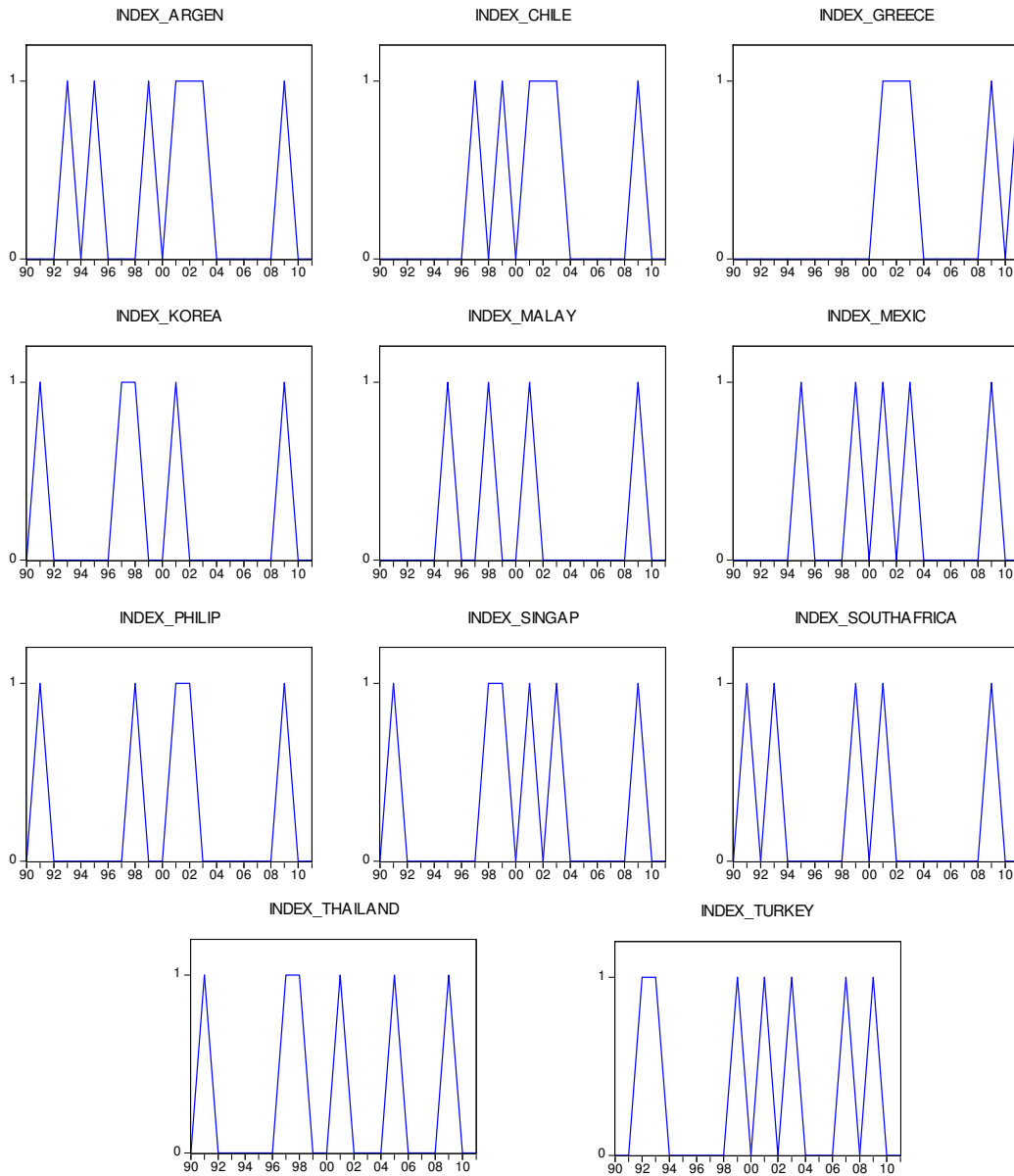
Η εργασία αυτή δίνει τις κατευθύνσεις για περαιτέρω έρευνα γύρω από το συγκεκριμένο ερώτημα. Συγκεκριμένα, σημαντικά αποτελέσματα μπορούν να προκύψουν στην περίπτωση που η βάση δεδομένων αποτελείται από μηνιαίες παρατηρήσεις. Η μετάβαση από ετήσια στοιχεία σε τριμηνιαία, που είναι και η χαμηλότερη συχνότητα στην οποία μπορεί να καταλήξει κάποιος

καθώς οι παράγοντες που εξετάστηκαν στο σύνολο τους ανακοινώνονται ανά τρίμηνο, θα αυξήσει την ευαισθησία των αποτελεσμάτων, κάνοντας πιο ξεκάθαρες τις σχέσεις αιτιότητας. Επίσης θα μπορούσε να διευρυνθεί το μέγεθος του δείγματος τόσο διαστρωματικά, συμπεριλαμβάνοντας περισσότερες χώρες, όσο και ιστορικά, αντλώντας παρατηρήσεις για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα. Αξίζει όμως να σημειωθεί ότι όλες οι προτάσεις που αναφέρονται εδώ αντιμετωπίζουν το πρόβλημα της συγκέντρωσης των δεδομένων καθώς οι διαθέσιμες προς το παρόν βάσης δεδομένων προσφέρουν περιορισμένες δυνατότητες.



## Παράρτημα

Διαγραμματική απεικόνιση των χρηματοοικονομικών κρίσεων για τις όλες τις οικονομίες του δείγματος που χρησιμοποιήθηκε με βάση το κριτήριο FMCI και  $\lambda=0.5$



**Αρθρογραφία - Βιβλιογραφία****ΞΕΝΗ**

Allen, F., Gale, D., 2007. Understanding Financial Crisis. Oxford University Press, New York, NY.

Bartram M.S, & Bodnar G.M., 'No place to hide: The global crisis in equity markets in 2008/2009', Journal of International Money and Finance 28 (2009) 1246–1292

Blass A., and Grossman R. "Assessing damages: the 1983 Israeli Bank Shares Crisis", Contemporary Economic Policy, Volume 19, No. 1m January 2001

Benati L. , The "Great Moderation" in the United Kingdom, Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 40, No. 1 (February 2008)

Bratsiotis G.J. and Robinson W, Economic fundamentals and self-fulfilling crises: further evidence from Mexico', Journal of International Money and Finance Volume 23, Issue 4, June 2004, Pages 595-613

Budd A. , 2004, 'Black Wednesday - A Re-examination of Britain's Experience in the Exchange Rate Mechanism', IEA Occasional Paper No. 135

Carrasco, Enrique R. The 1980s: The Debt Crisis & The Lost Decade. from <http://www.uiowa.edu/ifdebook> (1998).

Claessens S. , M. Ayhan Kose & Terrones M.E., 'The global financial crisis: How similar? How different? How costly?', Journal of Asian Economics Volume 21, Issue 3, June 2010, 247-264

Dungey M., Fry R., Gonzalez-Hermosillo B. & Martin V., 'Contagion in international bond markets during the Russian and the LTCM crises', Journal of Financial Stability 2 (2006) 1–27

Edwards S., Savastano M. A., 'The Morning After: The Mexican Peso in the Aftermath of the 1994 Currency Crisis, NBER Working Paper No. 6516

Devlin, Robert "Debt and Crisis in Latin America: The Supply Side of the Story". Princeton, NJ: Princeton University Press (1989).

Goldfarb B, Kirsch D., and Miller D. A., 2007, 'Was there too little entry during the Dot Com Era?', Journal of Financial Economics Volume 86, Issue 1, Pages 100-144

IMF, May 1998, World Economic Outlook Financial Crises: Causes and Indicators

Jubilee Research (1998). How it all began: Causes of the debt crisis.

Kenc T. and Dibooglu S., 2010, 'The 2007–2009 financial crisis, global imbalances and capital flows: Implications for reform', Economic Systems Volume 34, Issue 1, Pages 3-21

Ki C. Han, Suk Hun Lee and David Y. Suk, 2003, 'Mexican peso crisis and its spillover effects to emerging market debt', Emerging Markets Review, Volume 4, Issue 3, Pages 310-326

Kindleberger C. P. & Aliber R.Z., 2005, Manias, Panics and Crashes, A history of financial crises, Palgrave Macmillan

Lewis M., 2009, 'The origins of the sub-prime crisis: Inappropriate policies, regulations, or both?', Accounting Forum 33, 114–126

McKenzie D. J., 2003, 'How do Households Cope with Aggregate Shocks? Evidence from the Mexican Peso Crisis', World Development Volume 31, Issue 7, Pages 1179-1199

Reinhart, C.M., Rogoff, K.S., 2009. This Time is Different: Six Centuries of Financial Folly, Princeton University Press, Princeton, NJ.

Rosec A. K. and Svensson L. E. O., June 1994, 'European exchange rate credibility before the fall', European Economic Review Volume 38, Issue 6, Pages 1185-1216

Söderlind P.,2000, 'Market Expectations in the UK before and after the ERM Crisis', *Economica*, New Series, Vol. 67, No. 265. pp. 1-18.

Theberge, A. *The Latin American Debt Crisis of the 1980s and its Historical Precursors* (1999).

Wang Z.,2007, 'Technological innovation and market turbulence: The dot-com experience', *Review of Economic Dynamics* Volume 10, Issue 1, Pages 78-105

White E. "The Stock Market Boom and Crash of 1929 Revisited", *The Journal of Economic Perspectives*, Volume 4, Issue 2, Spring 1990

#### **ΕΛΛΗΝΙΚΗ**

Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας, 2010



**Κατάλογος Διαγραμμάτων**

Διάγραμμα 1	<i>Η πορεία του δείκτη Dow Jones Industrial Average την περίοδο πριν το ξέσπασμα της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008</i>
Διάγραμμα 2	<i>Λόγος Δημόσιου Χρέους / ΑΕΠ για τις Λατινικές χώρες το 1975 και το 1983</i>
Διάγραμμα 3	Διεθνή πραγματικά επιτόκιο (1974-1984)
Διάγραμμα 4	Απόδοση τραπεζικών μετοχών vs. απόδοση βιομηχανικού τομέα
Διάγραμμα 5	Η πορεία του Ιαπωνικού Δείκτη Nikkei 225
Διάγραμμα 6	Πορεία παγκόσμιου χρηματιστηριακού δείκτη της Datastream και πορεία μεταβλητότητας του συγκεκριμένου δείκτη
Διάγραμμα 7	Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών των ΗΠΑ 1980-2006
Διάγραμμα 8	Πορεία 10-ετών ομολόγων ελληνικού δημοσίου
Διάγραμμα 9	Αποκλίσεις (spreads) στην απόδοση 10-ετών κρατικών ομολόγων έναντι του γερμανικού ομολόγου (σε μ.β.)
Διάγραμμα 10	Διαχρονική εξέλιξη πορείας χρέους ως % του ΑΕΠ
Διάγραμμα 11	Περίοδοι Χρηματοοικονομικών Κρίσεων στο Μεξικό με βάση το δείκτη $FMCI_{i,t}$

**Κατάλογος Πινάκων**

Πίνακας 1	Έλλειμμα Ελληνικού κρατικού προϋπολογισμού 2000-2009
Πίνακας 2	<i>Ερμηνευτικοί Παράγοντες και Αναμενόμενη Επίδραση τους στην Πιθανότητα να συμβεί μία Κρίση</i>
Πίνακας 3	<i>Εμπειρικά Αποτελέσματα Εκτιμημένου Μοντέλου Panel Probit</i>