



Διατριβή για το ΜΠΣ

Στην Χρηματοοικονομική Ανάλυση:

“Financial Crises – A Taxonomy”

της Αναστασίας Β. Βουρβούλη

(ΜΗΧ0703)

Επιβλέπων Καθηγητής

Άγγελος Α. Αντζουλάτος

Τριμελής Επιτροπή

Καθηγητής: Α. Αντζουλάτος

Επίκουρος Καθηγητής: Ν. Κουρογένης

Επίκουρος Καθηγητής: Δ. Κυριαζής

Πειραιάς, Σεπτέμβριος 2009



Σύνοψη Διατριβής

Οι χρηματοοικονομικές κρίσεις αποτελούσαν και θα αποτελούν αναπόσπαστο μέρος της οικονομικής ιστορίας. Οι αστάθειες και οι ανισορροπίες που τις προκαλούν είναι απόλυτα συνυφασμένες με την οικονομική ζωή. Άλλοτε είναι λιγότερο κρίσιμες και απειλητικές, και άλλες πάλι φορές περισσότερο ανησυχητικές και καταστρεπτικές.

Η σημασία και η ενδελεχής εξέτασή των χρηματοοικονομικών κρίσεων στην μέχρι τώρα βιβλιογραφία πηγάζει από την κρισιμότητα που έχουν οι σχετικές οικονομικές ανισορροπίες. Οι συνέπειες των κρίσεων επηρεάζουν πολλούς οικονομικούς τομείς και μπορούν να πυροδοτήσουν αλυσιδωτές αντιδράσεις, προκαλώντας σοβαρά προβλήματα σε ολόκληρο το οικονομικό σύστημα μιας χώρας, αλλά και της υφελίου γενικότερα.

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η ανατομία των κυριότερων χρηματοοικονομικών κρίσεων των τελευταίων δεκαετιών, καθώς και η ανάδειξη του μεγάλου κόστους αυτών, τόσο σε οικονομικό, όσο και σε κοινωνικό επίπεδο. Κρίσεις όπως αυτή της Νοτιοανατολικής Ασίας, του Μεξικού, των Σκανδιναβικών χωρών, της Ιαπωνίας, κατά την δεκαετία του 1990, με αποκορύφωση την σύγχρονη παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση (ή κρίση των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης), έχουν προκαλέσει βαρύτατα πλήγματα τα οποία μόνο σε βάθος χρόνου μπορούν να επουλωθούν. Επιπλέον, μέσα από την παρούσα εργασία γίνεται μια προσπάθεια ανάδειξης των δυσκολιών πρόβλεψης των χρηματοοικονομικών κρίσεων, η οποία γίνεται ακόμη δυσκολότερη στα πλαίσια της ολοένα και μεγαλύτερης ενοποίησης του χρηματοπιστωτικού συστήματος και της παγκοσμιοποίησης.



Ευχαριστίες

Θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον επιβλέποντα καθηγητή κο Άγγελο Αντζουλάτο για την κατανόησή, την καθοδήγησή του, και την αμέριστη συμπαράστασή του καθόλη τη διάρκεια της εκπόνησης της παρούσας εργασίας.

Βουρβούλη Β. Αναστασία

Αθήνα, Σεπτέμβριος 2009



Δήλωση

Η συγκεκριμένη εργασία είναι πρωτότυπη και εκπονήθηκε για την απόκτηση του μεταπτυχιακού τίτλου σπουδών στην «Χρηματοοικονομική Ανάλυση για Στελέχη», του Τμήματος «Χρηματοοικονομική και Τραπεζική Διοικητική» του Πανεπιστημίου Πειραιώς.

Επιβλέπων καθηγητής καθόλη την διάρκεια εκπόνησης της παρούσας συγγραφής ήταν ο κος Άγγελος Α. Αντζουλάτος.



*Στους γονείς μου,
καθώς επίσης και στην ξαδέρφη και φίλη μου
Δήμητρα Μιχαήλογλου,
ως ελάχιστη ένδειξη ευγνωμοσύνης και αγάπης*



ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....8

Ενότητα I

Κεφάλαιο 1ο : Θεωρία Διαμεσολάβησης

1.1 Ανάλυση της δομής του χρηματοπιστωτικού συστήματος.....10

1.2 Τι κάνει τις τράπεζες να ξεχωρίζουν ;.....11

Κεφάλαιο 2ο :Χρηματοοικονομική Απελευθέρωση16

Κεφάλαιο 3ο :Χρηματοοικονομικές Κρίσεις

3.1 Χρηματοοικονομική Κρίση18

3.2 Γιατί οι χρηματοοικονομικές κρίσεις χρήζουν ιδιαίτερης προσοχής.....20

3.3 Μορφές χρηματοοικονομικών κρίσεων.....22

3.4 Η Ανατομία των χρηματοοικονομικών κρίσεων.....23

3.5 Τα είδη των τραπεζικών κινδύνων.....25

Κεφάλαιο 4ο :Αριθμοδείκτες – Macro prudential Indicators

4.1 Περί Αριθμοδεικτών.....32

4.2 IMF Indicators.....34

4.3 ECB Macro Prudential Indicators (MPIs).....40

Ενότητα II

Κεφάλαιο 5ο :Η Ανατομία της Σύγχρονης Χρηματοοικονομικής Κρίσης

5.1 Εισαγωγή.....45

5.2 Εκκόλαψη.....48

5.2.1 Originate and Distribute Model48

5.2.2 Ειδικές Επενδυτικές Εταιρίες (Special Investment Companies).....50

5.2.3 Κερδοσκοπική έξαρση στην αμερικανική αγορά ακίνητων51

5.2.4 Δάνεια Χαμηλής Εξασφάλισης (Subprime Loans).....52

5.3 Το Ξέσπασμα της Κρίσης53



Financial Crises – A Taxonomy

5.4 Η Διάχυση της Κρίσης	57
5.5 Συνοπτική Παρουσίαση του Χρονικού της Κρίσης	64
5.6 Η Μετάβαση στην Παρεμβατική Κεφαλαιαγορά.....	71
5.7 Οι Ενέργειες Αναδιάρθρωσης	71
5.7.1 Συντονισμός σε Διεθνές Επίπεδο.....	72
5.7.2 Συντονισμός σε Ευρωπαϊκό Επίπεδο.....	73
5.7.3 Η Συμβολή των Κεντρικών Τραπεζών.....	73
5.7.4 Ρυθμίσεις του Μοντέλου των CDOs.....	73
5.7.5 Ρυθμίσεις στις Ειδικές Επενδυτικές Εταιρίες.....	74
5.7.6 Λοιπές Ρυθμίσεις.....	75
<u>Κεφάλαιο 6ο: Ανατομία των Άλλων Κρίσεων</u>	
6.1. Ιαπωνία (1990).....	76
6.2 Σκανδιναβικές χώρες (αρχές δεκαετίας 1990).....	87
6.2.1 Σουηδία (1991).....	88
6.2.2 Νορβηγία (1988).....	94
6.2.3 Φιλανδία (1991).....	101
6.3 Μεξικό (1994).....	108
6.4 Ν.Α Ασία (εξάμηνο 1997).....	116
<u>Κεφάλαιο 7ο : Συμπεράσματα από τις πρόσφατες χρημ/κές κρίσεις.....</u>	136
7.1 Κατανοώντας τα αίτια και τα αποτελέσματά τους.....	136
7.2 Είναι η πρόσφατη κρίση διαφορετική από τις προηγούμενες ;.....	142
<u>Κεφάλαιο 8ο:Μαθήματα για την αντιμετώπιση της σύγχρονης Κρίσης.....</u>	144
Βιβλιογραφία.....	147



Financial Crisis – A Taxonomy

Εισαγωγή ¹

Ο σύγχρονος οικονομικός κόσμος χαρακτηρίζεται, και προφανώς θα συνεχίσει να χαρακτηρίζεται και στο μέλλον από την εμφάνιση έντονων οικονομικών ανισορροπιών. Η απελευθέρωση του χρηματοοικονομικού συστήματος, αφενός έχει προωθήσει την οικονομική και κοινωνική ευμάρεια ανά την υφήλιο, αλλά αφετέρου έχει οδηγήσει στην εκδήλωση μεγάλων και κρίσιμων ασταθειών, οι οποίες αποτελούν πλέον χαρακτηριστικό γνώρισμα του παγκόσμιου γίγνεσθαι.

Υπάρχουν δύο βασικοί λόγοι για τους οποίους οι χρηματοοικονομικές κρίσεις χρήζουν ιδιαίτερης προσοχής : Ο πρώτος λόγος αφορά στην σοβαρότητα που έχουν οι οικονομικές και κοινωνικές επιπτώσεις των κρίσεων σε τοπικό επίπεδο, και ο δεύτερος, στην κρισιμότητα των εν λόγω συνεπειών σε διεθνή κλίμακα, στα πλαίσια της παγκοσμιοποίησης. Ένα μεγάλο μέρος εμπειρικής έρευνας έχει επικεντρωθεί στον εντοπισμό των δεικτών που προαναγγέλλουν την εκδήλωση μιας πιθανής κρίσης (**leading indicators**). Ο αριθμός αυτών των δεικτών είναι αρκετά μεγάλος: δείκτες ανάπτυξης (**growth rates**), χρέους (**debt ratios**), δείκτες αποθεμάτων ασφάλειας (**deposit insurance**), ή κεφαλαιακής επάρκειας (**capital controls**) και πολλοί άλλοι.

Από διάφορες μελέτες έχει προκύψει ότι συνήθως τα υψηλά πραγματικά επιτόκια, οι χαμηλοί ρυθμοί ανάπτυξης, η απότομη αύξηση ζήτησης για πίστωση, καθώς και η πτώση της σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας,

1) G. Kaminsky & C.Reihart, (2002)



Financial Crises – A Taxonomy

συνδέονται με αυξημένες πιθανότητες εμφάνισης χρηματοοικονομικών κρίσεων. Όλα τα σχετικά μοντέλα εκτίμησης των κρίσεων υπόκεινται σε μια σειρά δεδομένων που οφείλονται σε τυχαίους παράγοντες. Επιπλέον, καθώς η διάχυση μιας κρίσης μπορεί να οφείλεται σε μια κατάσταση πανικού και όχι σε ορθολογικά αίτια, η έρευνα των δεικτών πρόβλεψης των κρίσεων ίσως να είναι εν μέρει μάταιη.

Θα πρέπει να τονιστεί ιδιαίτερα, ότι ακόμη και αν η έλευση μιας κρίσης μπορεί να προβλεφθεί, είναι σχεδόν αδύνατο να προσδιοριστεί ο χρονικός ορίζοντας στον οποίο θα εκδηλωθεί, αλλά και η διάσταση που ενδεχομένως θα πάρει. Κάτι τέτοιο καθιστά την δουλειά των αρμόδιων αρχών και αναλυτών μάλλον τέχνη παρά επιστήμη.

Ωστόσο θα πρέπει να τονιστεί ότι η πιθανότητα εκδήλωσης χρηματοοικονομικών κρίσεων είναι πολύ μεγαλύτερη μετά από τη διαδικασία της οικονομικής απελευθέρωσης, όπου τον καθοριστικό ρόλο παίζουν οι δυνάμεις της ελεύθερης αγοράς, και όχι ο κρατικός παρεμβατισμός. Μια απελευθερωμένη οικονομία συνεπάγεται άρση των περιορισμών των επιτοκίων, άρση των περιορισμών στην χορήγηση τραπεζικών δανείων, ελεύθερη διακίνηση χρηματορροών, καθώς και αύξηση της ανταγωνιστικότητας. Οι συνθήκες αυτές συνήθως οδηγούν στην αύξηση της ζήτησης για πίστωση, εκτίναξη των τιμών των ακινήτων και των αξιογράφων, όπως επίσης μείωση των αποθεματικών των τραπεζών, και κατά επέκταση την υπερθέρμανση της οικονομίας. Ως αποτέλεσμα, τα κεφάλαια των τραπεζών μειώνονται ή εξανεμίζονται, τα μη αποπληρωμένα δάνεια αυξάνονται, και συχνά τα πιστωτικά ιδρύματα χρεοκοπούν. Υπάρχει λοιπόν κοινή ομολογία ότι συνήθως πριν από το ξέσπασμα μιας κρίσης, προηγείται το στάδιο οικονομικής απελευθέρωσης.



ΕΝΟΤΗΤΑ Ι

Θεωρητική Ανασκόπηση

Κεφαλαίο 1^ο

Θεωρία Διαμεσολάβησης ^{1,2,3,4}

1.1 Ανάλυση της δομής του χρηματοπιστωτικού συστήματος

Απαραίτητη προϋπόθεση μιας αποδοτικής και αποτελεσματικής οικονομίας είναι η μετακίνηση κεφαλαίων από τους αποταμιευτές στις επιχειρήσεις, και γενικότερα τους φορείς που χρειάζονται πόρους προκειμένου να χρηματοδοτήσουν επικερδείς και παραγωγικές επενδυτικές ευκαιρίες. Υπάρχουν τέσσερις βασικές μορφές χρηματοδότησης:

-
- 1) . Α.Αντζουλάτος (2009)
 - 2) Frederic S. Mischkin (2000)
 - 3) Saunders, A., Financial Institutions Management (2002)
 - 4) Journal of Banking and Finance (1998)
 - 5) The Review of Economic Studies (1984)



1. Οι μετοχές
2. Τα ομόλογα
3. Ο τραπεζικός δανεισμός
4. Άλλες μορφές δανεισμού, όπως ο κρατικός δανεισμός, ο δανεισμός από το εξωτερικό, οι εμπορικές πιστώσεις, κ.α

Οι τράπεζες, οι οποίες απορροφούν περίπου τα δύο τρίτα του συνολικού δανεισμού αποτελούν τον πλέον αποτελεσματικό τρόπο χρηματοδότησης, ιδιαίτερα στις αναπτυσσόμενες οικονομίες.

1.2 Τι κάνει τις τράπεζες να ξεχωρίζουν :

Οι Τράπεζες αποτελούν την πιο χαρακτηριστική μορφή των Χρηματοοικονομικών Διαμεσολαβητών, δηλαδή των φορέων που μεταφέρουν οικονομικούς πόρους από τους έχοντες πλεονάζοντα Κεφάλαια σε όσους αναζητούν χρηματοδότηση για την επενδυτική τους δραστηριότητα. Με τον τρόπο αυτό επιτυγχάνεται πιο αποτελεσματικός επιμερισμός των διαθέσιμων πόρων στους οικονομικούς παράγοντες, και κατά επέκταση αύξηση της οικονομικής ευημερίας.

Αυτό που ξεχωρίζει τα τραπεζικά ιδρύματα από τους λοιπούς Διαμεσολαβητές είναι η μετατροπή των πρωτογενών χρηματοοικονομικών προϊόντων (καταθέσεις, δάνεια), σε δευτερογενή (μετοχές διαπραγματεύσιμες στην δευτερογενή αγορά), κυρίως μέσω της τιτλοποίησης των δανείων και των υποθηκών. Κατά αυτόν τον τρόπο δημιουργούνται νέες μορφές χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων και απαιτήσεων, και επιπλέον επιτυγχάνεται σημαντική διαφοροποίηση στα Τραπεζικά χαρτοφυλάκια .



Financial Crises – A Taxonomy

Το κύριο αντικείμενο των Τραπεζικών συναλλαγών είναι η μετατροπή των σχετικά μικρού μεγέθους, μεγάλης ρευστότητας, και υψηλού ρίσκου καταθέσεων, σε μεγάλο μεγέθους, μικρού σχετικά ρίσκου, και χαμηλής ρευστότητας δάνεια. Η μετατροπή αυτή επιτυγχάνεται μέσα από μια διαδικασία συγκερασμού των διαφορετικών συμφερόντων μεταξύ δανειζόμενων και δανειστών. Πιο συγκεκριμένα, οι αποταμιευτές προβαίνουν σε σχετικά μικρού μεγέθους, βραχυπρόθεσμες καταθέσεις και ενδιαφέρονται για την ασφάλεια των χρημάτων τους, καθώς και την σίγουρη ανάληψή τους οποιαδήποτε στιγμή το επιθυμήσουν. Από την άλλη πλευρά, οι δανειζόμενοι ενδιαφέρονται για μεγάλο ύψους χρηματικά ποσά μακροπρόθεσμης λήξης. Επιπλέον οι Τράπεζες χάρη στην μεγάλη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου τους και τα αποθέματα ρευστών διαθεσίμων που οφείλουν να τηρούν, μπορούν να εγγυηθούν μείωση του πιστωτικού κινδύνου των δανειοληπτών, διασφαλίζοντας έτσι στους καταθέτες ότι δεν θα έχουν απώλειες από τη μη αποπληρωμή δανείων. Τέλος, πετυχαίνοντας οικονομίες κλίμακας και διαφοροποίησης, αλλά και μέσω της εξειδικευμένης εμπειρίας των στελεχών τους, οι Τράπεζες συμβάλουν σημαντικά στην μείωση του κόστους των συναλλαγών, προς όφελος τόσο των δανειζόμενων, όσο και των χρηματοδοτών.

Σχετικά με την αναγκαιότητα ύπαρξης των Τραπεζικών ιδρυμάτων έχουν αναπτυχθεί πέντε βασικές θεωρίες. Σύμφωνα με αυτές τις θεωρίες, οι βασικές δραστηριότητες των Τραπεζών αφορούν:

- Ø στην λειτουργία τους ως μηχανισμοί συλλογής και παροχής εσωτερικών πληροφοριών,
- Ø στην εξουσιοδότησή τους να επιτηρούν την συμπεριφορά των δανειζόμενων και την τήρηση των τραπεζικών συμβάσεων, καθώς και στην μεταφορά ρευστών διαθεσίμων.



- ∅ στην αποφασιστική συμβολή τους στην ενίσχυση της αγοραστικής δύναμης σε περιόδους χαμηλής κατανάλωσης.
- ∅ στην λειτουργία τους ως μηχανισμός διασφάλισης ενός ικανοποιητικού επιπέδου ρευστότητας και κεφαλαίων, προκειμένου να ανταποκρίνονται στις διαρκείς μεταβολές ζήτησης χρήματος

Ο βασικότερος λόγος για τον οποίο οι επενδυτές προτιμούν τα τραπεζικά δάνεια είναι ότι οι τράπεζες, σε αντίθεση με την αγορά μετοχών και ομολόγων, μπορούν να επιτύχουν σημαντική μείωση, αν όχι εξάλειψη της Ασύμμετρης Πληροφόρησης. Ως Ασύμμετρη Πληροφόρηση νοείται η κατάσταση στην οποία οι Δανειζόμενοι (**borrowers**), κατέχουν περισσότερες σημαντικές και αξιόπιστες πληροφορίες σχετικά με την πιστοληπτική ικανότητα της εταιρίας τους σε σχέση με τους δανειστές (**Lenders**) τους. Το γεγονός αυτό καθιστά τους δεύτερους σε μειονεκτική θέση, καθώς επειδή δεν έχουν διαφανή εικόνα για την οικονομική ευρωστία της επιχείρησης στην οποία δανείζουν, αποφεύγουν να χρηματοδοτήσουν επιχειρήσεις από τις οποίες θεωρούν ότι ενδέχεται να μην εισπράξουν ποτέ το δάνειο που χορήγησαν. Το πρόβλημα αυτό καλείται Αντίστροφη Επιλογή (**adverse selection problem**). Ένα δεύτερο μεγάλο πρόβλημα που συνεπάγεται η ασύμμετρη πληροφόρηση είναι αυτό του ηθικού κινδύνου (**moral hazard problem**) που διατρέχουν οι αποταμιευτές – χρηματοδότες: Καθώς οι επιχειρήσεις επενδύουν κεφάλαια που δεν τους ανήκουν αλλά τα δανείζονται, συνήθως προβαίνουν σε πιο ριψοκίνδυνες και κατά επέκταση πιο επισφαλείς επενδύσεις.

Ο σημαντικότερος τρόπος με τον οποίο τα τραπεζικά ιδρύματα, συντελούν αποφασιστικά στην διευθέτηση των ανωτέρω δύο προβλημάτων, είναι η συλλογή, η παραγωγή, και η αποτελεσματική διαχείριση των απαραίτητων χρηματοοικονομικών πληροφοριών, για το σύνολο των ενδιαφερομένων (χρηματοδοτών και επενδυτών-δανειζόμενων). Ακόμη, στα πλαίσια της



Προσωπικής Τραπεζικής (**Private Banking**), οι συναλλαγές που αναπτύσσονται μεταξύ των τραπεζικών στελεχών και των πελατών τους, συμβάλλουν καθοριστικά στην μείωση του προβλήματος της Αντίστροφης Επιλογής και του Ηθικού Κινδύνου.

Επιπλέον, με την σύναψη νομικά αυστηρών τραπεζικών συμβάσεων, οριοθετείται η συμπεριφορά των δανειζομένων, και επιτυγχάνεται σημαντική διαφάνεια για την οικονομική τους κατάσταση και την πιστοληπτική τους ικανότητα. Η αυστηρότητα και η πολυπλοκότητα των ανωτέρω συμβάσεων, συντελούν στην μείωση της κερδοσκοπίας ορισμένων επενδυτών, οι οποίοι με μηδενικό κόστος, επενδύουν επικερδώς σε βάρος αυτών που επωμίζονται το κόστος πληροφόρησης και μετάβασης κεφαλαίων (**free-rider problem**).

Καθοριστικό, επίσης, ρόλο στην αντιμετώπιση της ασύμμετρης πληροφόρησης, και κατά επέκταση στην προώθηση του δανεισμού και συνεπώς στην τόνωση της παραγωγικής επενδυτικής δραστηριότητας, είναι η αύξηση της Καθαρής Θέσης μιας επιχείρησης. (Καθαρή Θέση ή Καθαρή Αξία = Αξία Ενεργητικού – Αξία Παθητικού). Μία αύξηση της Καθαρής Θέσης μιας επιχείρησης, συνεπάγεται αύξηση της διάθεσης των πιστωτών για χρηματοδότηση, και παράλληλα απροθυμία των δανειζομένων να προβούν σε πολύ ριψοκίνδυνες επενδύσεις, εφόσον κάτι τέτοιο θα έθετε σε κίνδυνο και τους ίδιους, καθώς θα είχαν περισσότερα να χάσουν.

Επίσης, χάρη στις οικονομίες κλίμακας και την εξειδίκευσή τους, οι τράπεζες έχουν την δυνατότητα να περιορίσουν δραστικά το κόστος πληροφόρησης, καθώς και το κόστος μετάβασης κεφαλαίων (**information and transition costs**) στα πλαίσια των χρηματοοικονομικών συναλλαγών.

Τέλος, ένα ακόμη συγκριτικό πλεονέκτημα των τραπεζικών οργανισμών σε αντιδιαστολή με την αγορά μετοχών και ομολόγων, είναι η ικανότητά τους



να χορηγούν τα απαραίτητα εχέγγυα (**collateral**) και εγγυήσεις στους πιστωτές –αποταμιευτές, για τους δανειζόμενους-επενδυτές .Τέτοιου είδους εγγυήσεις είναι ιδιαίτερα σημαντικές στις αναπτυσσόμενες οικονομίες, όπου οι επιχειρήσεις οι οποίες δεν είναι αρκετά μεγάλες και ευρέως αναγνωρίσιμες αντιμετωπίζουν σοβαρές δυσκολίες στην πρόσβαση χρηματικών κεφαλαίων.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΪΚΩΝ



Κεφάλαιο 2ο

Χρηματοοικονομική Απελευθέρωση 1,2

Η χρηματοοικονομική απελευθέρωση μιας οικονομίας αποτελεί παράγοντα μείζονος σημασίας, καθώς συνεπάγεται την τόνωση του υγιούς ανταγωνισμού και κατά επέκταση την αύξηση της ευημερίας. Κάτι τέτοιο επιτυγχάνεται μέσω του περιορισμού της κρατικής παρέμβασης, και της λειτουργίας της ελεύθερης αγοράς, η οποία καθορίζεται από τις δυνάμεις της προσφοράς και της ζήτησης, όπου η ιδιωτική πρωτοβουλία κατέχει τον κυρίαρχο ρόλο. Ο όρος χρηματοοικονομική απελευθέρωση (**liberalization**), αφορά σε μια πολύπλοκη και πολυδιάστατη διαδικασία με στόχο την άρση των κρατικών παρεμβάσεων και των περιορισμών στην οικονομική ζωή. Υφίσταται όταν συντρέχουν όλοι, ή κάποιος συνδυασμός των παρακάτω παραγόντων:

- Περιορισμός στον καθορισμό και έλεγχο των επιτοκίων
- Μείωση των Υποχρεωτικών Ρευστών Διαθεσίμων (**Bank Reserve Requirements**)
- Αποστασιοποίηση των δημόσιων αρχών στην λήψη αποφάσεων των πιστωτικών ιδρυμάτων
- Άρση των συναλλαγματικών περιορισμών και ενθάρρυνση των εισροών κεφαλαίων από το εξωτερικό
- Αποκρατικοποίηση των τραπεζών

1) G. BeKaert, C.R. Harvey, C. Lundbladd (2007)

2) Francesco Giavazzi, Guido Tabellini (2005)



Κατά την διάρκεια των δεκαετιών **1980** και **1990**, πολλές χώρες πέρασαν από ένα «καταπιεσμένο» οικονομικό καθεστώς, προς την απελευθέρωση του χρηματοπιστωτικού τους συστήματος, αποβλέποντας στην αύξηση της ανταγωνιστικότητας και της κερδοφορίας τους. Στα πλαίσια της διαδικασίας αυτής, οι αγορές προχώρησαν σε μια σειρά ιδιωτικοποιήσεων (πλήρως ή μερικώς) πολλών κρατικών επιχειρήσεων αλλά και περιουσιακών στοιχείων. Επιπρόσθετα, σημειώθηκε μεγαλύτερη ευελιξία στην αγορά εργασίας, μείωση των φορολογικών συντελεστών, άρση των περιορισμών των επιτοκίων, άρση στην διακίνηση των εγχώριων και ξένων κεφαλαίων, καθώς επίσης «άνοιγμα των αγορών».

Οι συνθήκες αυτές συνήθως οδηγούν στην αύξηση της ζήτησης για πίστωση, εκτίναξη των τιμών των ακινήτων και των αξιογράφων, όπως επίσης μείωση των αποθεματικών των τραπεζών, και κατά επέκταση την υπερθέρμανση της οικονομίας. Ως αποτέλεσμα, τα κεφάλαια των τραπεζών περικόπτονται ή εξανεμίζονται, τα μη αποπληρωμένα δάνεια αυξάνονται, και συχνά τα πιστωτικά ιδρύματα χρεοκοπούν. Υπάρχει λοιπόν κοινή ομολογία ότι συνήθως πριν από το ξέσπασμα μιας κρίσης, προηγείται το στάδιο της οικονομικής απελευθέρωσης.



Κεφάλαιο 3ο

Χρηματοοικονομικές Κρίσεις

3.1 Χρηματοοικονομική Κρίση^{1,2,3}

Ορισμός της χρηματοοικονομικής κρίσης

Ο όρος τραπεζική κρίση αναφέρεται στην κατάσταση κατά την οποία ένας ενδεχόμενος ή πραγματικός τραπεζικός πανικός (**bank run**), ή ακόμη η χρεωκοπία ενός τραπεζικού οργανισμού, αναγκάζει τον εν λόγω οργανισμό να αναστείλει την λειτουργία του ως χρηματοοικονομικός διαμεσολαβητής, ή αναγκάζει τις δημόσιες αρχές να παρέμβουν. Μια τραπεζική κρίση μπορεί να έχει τέτοιο μέγεθος, ώστε να λάβει διαστάσεις συστημικής κρίσης, εμποδίζοντας την ικανότητα των αγορών να λειτουργήσουν αποτελεσματικά.

Σε μια πιο επιστημονική εκδοχή, πληθώρα εμπειρικών μελετών συνηγορεί ότι μια τραπεζική κρίση αφορά σε ένα ή περισσότερα από τα κριτήρια που τέθηκαν από τους **Demirguc - Kunt** και **Detragiache**:

-
- 1) Α. Α. Αντζουλάτος (2009)
 - 2) Reinhart Carmen & Graciela Kaminsky (1999)
 - 3) Reinhart Carmen & Graciela Kaminsky (2000)
 - 4) Charles Calomiris, Daniela Klingebiel and Luc Laeven (August 2004)



- Το συνολικό κόστος αναδιάρθρωσης ξεπερνάει το **2%** του ΑΕΠ
- Ο δείκτης των **nonperforming assets** προς τα συνολικά περιουσιακά στοιχεία στο τραπεζικό σύστημα ξεπερνάει το **10%**
- Οι τραπεζικές απώλειες συνεπάγονται, σε μεγάλο βαθμό, την κρατικοποίηση αυτών
- Ο τραπεζικός πανικός (**Bank run**), κατά τον οποίο σημειώνονται μαζικές αποσύρσεις καταθέσεων ως αποτέλεσμα της μείωσης της εμπιστοσύνης του επενδυτικού κοινού, λαμβάνει μεγάλες διαστάσεις
- Οι κυβερνήσεις κινητοποιούν μέτρα έκτακτης ανάγκης, όπως πάγωμα των καταθέσεων, παρατεταμένη διακοπή της λειτουργίας των τραπεζών (**prolonged bank holidays**), γενικευμένη ασφάλιση καταθέσεων (**deposit guarantees**).

Ορισμένοι άλλοι οικονομολόγοι χρησιμοποιούν ορισμένα μερικώς τροποποιημένα κριτήρια για τον ορισμό της τραπεζικής κρίσης. Για παράδειγμα οι **G.Kaminsky** και **C.Reinhart**, εκτιμούν ότι μια τραπεζική κρίση υφίσταται όταν:

- Ο τραπεζικός πανικός οδηγεί σε κλείσιμο των τραπεζών, ή στην συγχώνευση αυτών με δημόσια πιστωτικά ιδρύματα, ή στην κρατικοποίησή τους, και οι καταστροφικές συνέπειες επεκτείνονται και σε άλλους, μη τραπεζικούς οργανισμούς.

Ένας εναλλακτικός τρόπος προσδιορισμού μιας κρίσης είναι ο Ισολογισμός των τραπεζών. Πιο συγκεκριμένα, το ξέσπασμα μιας κρίσης εκδηλώνεται όταν η Καθαρή Θέση του συνόλου των χρηματοπιστωτικών οργανισμών μιας οικονομίας γίνεται αρνητικό (**Net Worth < 0**). Δεδομένου ότι η κρίση στον τραπεζικό τομέα σχετίζεται με την μαζική απόσυρση καταθέσεων από έναν ή



περισσότερους τραπεζικούς οργανισμούς, τότε σε περίοδο κρίσης οι αντίστοιχοι Ισολογισμοί μειώνονται κατά την αξία αυτών των καταθέσεων. Ωστόσο τα τελευταία χρόνια οι μεγαλύτερες απώλειες στις τράπεζες των αναπτυγμένων οικονομιών δεν συσχετίζονται με την απόσυρση καταθέσεων, αλλά με προβλήματα στο Ενεργητικό των Ισολογισμών (ιδιαίτερα στον τομέα των ακινήτων). Αρκετά συχνά η μείωση της αξίας των περιουσιακών στοιχείων από την πλευρά του Ενεργητικού προηγείται ενός τραπεζικού πανικού. Επιπλέον, αρκετές φορές η μείωση του ρυθμού καταθέσεων μπορεί να οφείλεται σε διάφορους μακροοικονομικούς λόγους και όχι σε συγκεκριμένα προβλήματα του τραπεζικού τομέα. Ως αποτέλεσμα, ο προσδιορισμός της έκτασης και της χρονικής διάρκειας μιας κρίσης ενέχει δυσκολίες.

3.2 Γιατί οι χρηματοοικονομικές κρίσεις χρήζουν ιδιαίτερης προσοχής

Οι χρηματοοικονομικές κρίσεις είναι συνδεδεμένες με την οικονομική ζωή. Συχνά εμφανίζονται σχεδόν αναπάντεχα χωρίς καμία προειδοποίηση, όπως στην περίπτωση χρηματοοικονομικής κρίσης στις Ασιατικές χώρες την περίοδο **1997-1998**. Τις περισσότερες φορές, ωστόσο, υπάρχουν σημάδια που προειδοποιούν για την έλευσή τους, ασχέτως αν οι άμεσα ενδιαφερόμενοι φορείς τα εντοπίζουν ή τα παραβλέπουν, όπως στην περίπτωση της τρέχουσας χρηματοοικονομικής κρίσης.

Αν και αρκετές φορές είναι δύσκολο να προσδιοριστούν οι γενεσιουργοί παράγοντες αυτών, αυτό που τις κάνει να χρήζουν μέγιστης προσοχής είναι:

- το **μεγάλο κόστος** που αυτές συνεπάγονται, τόσο σε οικονομικό, όσο και σε κοινωνικό επίπεδο.



- το ότι οι επιπτώσεις τους εκτείνονται σε βάθος χρόνου (**long lasting impact**)
- και πέραν των ορίων μιας εθνικής οικονομίας.(**Risk of Contagion**). Δεν είναι λίγες οι περιπτώσεις που ακόμη και αρχικά υγιείς και εδραιωμένες επιχειρήσεις χρειάστηκαν πολλά χρόνια προσπάθειας να ανακτήσουν την ευρωστία τους, έπειτα από μια μεγάλη κρίση.

Το κόστος των κρίσεων

Πιο συγκεκριμένα, το **κόστος των χρηματοοικονομικών κρίσεων** αναφέρεται:

- Ø στο **Κόστος Διάσωσης (bailout cost)**: Ονομάζεται έτσι η διάσωση, συνήθως μιας επιχείρησης, από τις οικονομικές δυσχέρειες που αντιμετωπίζει. Η διάσωση μπορεί να έχει πολλές μορφές, για παράδειγμα, μπορεί να είναι η οικονομική ενίσχυση από έναν επενδυτή, ή ο ευνοϊκός διακανονισμός των χρεών. Η χρησιμοποίηση δημόσιου χρήματος με σκοπό την αναδιάρθρωση των προβληματικών τραπεζών, συνήθως γίνεται αφενός σε βάρος των φορολογουμένων, και αφετέρου συντελεί στην επιδείνωση του δημόσιου ελλείμματος. Επιπλέον, εντείνει το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου, καθώς οι επενδυτές αμφισβητούν την διαφάνεια και τα κίνητρα των τραπεζικών οργανισμών
- Ø στην **μείωση του ρυθμού ανάπτυξης (the loss of output)**: Σε περιόδους κρίσεων, ιδιαίτερα οι μικρές και μικρομεσαίες επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν σοβαρό πρόβλημα χρηματοδότησης (το κόστος της παροχής πιστώσεων αυξάνεται δραματικά), με αποτέλεσμα την μείωση της παραγωγικότητάς τους.



- Ø στην επιδείνωση του **προβλήματος της αντίστροφης επιλογής (adverse selection)**: Εξαιτίας της ασύμμετρης πληροφόρησης και του συνεπαγόμενου προβλήματος της αντίστροφης επιλογής, αυτοί που τελικά είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν υψηλά επιτόκια προκειμένου να δανειστούν, είναι οι λιγότερο αξιόπιστοι επενδυτές.
- Ø στην **αναποτελεσματική νομισματική πολιτική (disruption of monetary policy)**: Στα πλαίσια μιας κρίσης, οι νομισματικές αρχές φοβούμενες την κατάρρευση του συστήματος, συχνά προβαίνουν σε χαλαρή νομισματική πολιτική, με οδηγώντας έτσι σε πληθωριστικές πιέσεις και εξασθένιση της εμπιστοσύνης των ξένων επενδυτών.

Η διάδοση των κρίσεων

Συνήθως μια κρίση επεκτείνεται σε άλλους τομείς της οικονομικής αλλά και κοινωνικής ζωής μέσω του εμπορίου και των χρηματοοικονομικών-επενδυτικών προϊόντων. Το πλέον χαρακτηριστικό παράδειγμα διάχυσης μιας κρίσης, είναι η πρόσφατη χρηματοοικονομική κρίση, που αρχικά ξεκίνησε από τον κτηματομεσιτικό τομέα των ΗΠΑ, και σταδιακά επεκτάθηκε στις χρηματαγορές τόσο της Αμερικής, όσο και στην παγκόσμια κεφαλαιαγορά (κατά κύριο λόγο διαμέσου των νέων επενδυτικών προϊόντων, τα λεγόμενα «τοξικά ομόλογα»), με καταστρεπτικές συνέπειες για το παγκόσμιο γίγνεσθαι.

3.3 Μορφές χρηματοοικονομικών κρίσεων

- Currency Crisis (Νομισματική Κρίση ή Συναλλαγματική Κρίση)

Υφίσταται όταν πραγματοποιούνται κερδοσκοπικές επιθέσεις στο νόμισμα μιας χώρας οι οποίες οδηγούν στην εκροή ιδιωτικών επενδυτικών κεφαλαίων, και κατά επέκταση στην υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος. Οι μεταβολές



των συναλλαγματικών ισοτιμιών επηρεάζουν την σε εγχώριο νόμισμα αξία περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων που είναι σε ξένο νόμισμα. Μια νομισματική κρίση, συνήθως αντανακλά την πιθανότητα η συναλλαγματική ισοτιμία να μεταβληθεί προς κατεύθυνση η οποία ζημιώνει την τράπεζα ή γενικότερα οποιονδήποτε οικονομικό παράγοντα έχει έκθεση σε συναλλαγματικό κίνδυνο.

- **Bank Default (Τραπεζική Κρίση)**

Είναι η οικονομική αποτυχία, ή πτώχευση μιας τράπεζας. Το συμβάν αυτό είναι εξαιρετικά αρνητικό, αφού η αξιοπιστία των τραπεζών αποτελεί θεμελιώδες συστατικό των σύγχρονων οικονομιών. Η απώλεια αυτής της αξιοπιστίας μπορεί να οδηγήσει σε ακραία φαινόμενα, όπως είναι οι κρίσεις πανικού της αγοράς και η μαζική απόσυρση των καταθέσεων, με αποτέλεσμα την αύξηση του προβλήματος ρευστότητας. Ακόμα και μεμονωμένα περιστατικά μπορεί να οδηγήσουν μια οικονομία σε κλυδωνισμούς. Για να αποφευχθούν τέτοιες καταστάσεις, στις περισσότερες χώρες οι καταθέσεις είναι ασφαλισμένες, είτε από το κράτος είτε από ασφαλιστικούς φορείς που μετέχουν οι ίδιες οι τράπεζες.

Οι διάφορες μορφές κρίσεων συνήθως έχουν κοινά αίτια, με αποτέλεσμα τις περισσότερες φορές να εμφανίζονται ταυτόχρονα, ή η μια μορφή κρίσης να συνεπάγεται την άλλη.

Δίδυμες Κρίσεις (Twin Crises)

Πρόκειται για την ταυτόχρονη εκδήλωση τραπεζικής και συναλλαγματικής κρίσης. Θα μπορούσε να ξεσπάσει πρώτα η τραπεζική κρίση και μέσω μιας σειράς ανισορροπιών (όπως π.χ αύξηση των ασφαλιστρών κινδύνου και του κινδύνου ρευστότητας, εκροές επενδυτικών κεφαλαίων, αύξηση των εγχώριων



επιτοκίων), να οδηγήσει στην υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος, και τελικά σε συναλλαγματική κρίση. Παρομοίως, είναι δυνατό αρχικά να εκδηλωθεί μια συναλλαγματική κρίση λόγω εκροής επενδυτικών κεφαλαίων (π.χ λόγω της αύξησης των εγχώριων επιτοκίων), και αυτή με την σειρά της μέσω μιας διαδικασίας διάχυσης (π.χ έλλειμμα στο Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών, υποτίμηση του νομίσματος, αύξηση του κινδύνου ρευστότητας), να καταλήξει στο ξέσπασμα μιας τραπεζικής κρίσης.

Μια εμπειρική έρευνα των **Reinhart** και **Kaminsky** κατέληξε στο συμπέρασμα ότι κατά την διάρκεια της δεκαετίας του **1970**, όπου το χρηματοοικονομικό σύστημα λειτουργούσε στα πλαίσια «καταπιεσμένου καθεστώτος», δεν υπήρχε στενή σύνδεση μεταξύ των ανωτέρω μορφών κρίσης. Την δεκαετία του **1980**, καθώς οι περισσότερες οικονομίες διένυαν μια διαδικασία απελευθέρωσης, όπου δεν υπήρχαν περιορισμοί στην διακίνηση κεφαλαίων, αλλά και ούτε στον προσδιορισμό των επιτοκίων, οι «δίδυμες κρίσεις » ήταν ένα συχνό φαινόμενο.

3.4 Η Ανατομία των χρηματοοικονομικών κρίσεων

Κάθε χρηματοοικονομική κρίση εκτυλίσσεται σε τέσσερα στάδια:

- Την **εκκόλαψη**: Αναφέρεται στην περίοδο δημιουργίας και διόγκωσης διαφόρων ανισορροπιών, οι οποίες μπορεί να οφείλονται είτε σε μικροοικονομικούς, (π.χ υπερδανεισμός σε ξένο και εγχώριο νόμισμα, υπερπληθωρισμός, αντιπληθωρισμός, «φούσκες», κ.τ.λ), είτε σε μακροοικονομικούς παράγοντες (π.χ μεγάλο έλλειμμα του Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών, έκθεση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων σε διάφορους κινδύνους).
- Το **ξέσπασμα**: Όταν οι ανισορροπίες διογκωθούν, και υπό τα κατάλληλα ερεθίσματα, π.χ αύξηση των εγχώριων ή και των διεθνών επιτοκίων, αδυναμία εξυπηρέτησεως των χρεών (ιδιωτικών ή και δημοσίων),



πτώχευση κάποιου μεγάλου χρηματοπιστωτικού οργανισμού, κ.τ.λ), η κρίση αρχίζει να διαφαίνεται.

- Τη **διάχυση**: Στο στάδιο αυτό η κρίση διαχέεται σε όλους τους τομείς της οικονομίας (σε άλλα πιστωτικά ιδρύματα, στα νοικοκυριά -επηρεάζοντας την ζήτησή τους και τις αποταμιεύσεις τους, την απασχόληση, στο επενδυτικό κοινό, και μια σειρά άλλων φορέων και θεσμών). Στην φάση αυτή λειτουργούν και οι **μηχανισμοί ανάδρασης των Αρχών**, οι οποίοι συνήθως επιδεινώνουν το αρχικό πρόβλημα, με αποτέλεσμα αρκετά συχνά μια αρχική αναταραχή να πάρει τις διαστάσεις συστημικής κρίσης. Τις περισσότερες φορές την διαδικασία επιταχύνουν και κάνουν μη αναστρέψιμη οι **προσδοκίες**. Εάν οι αρχές καταφέρουν να πείσουν τις αγορές ότι η κατάσταση είναι υπό έλεγχο και προβούν σε μέτρα ενίσχυσης της εμπιστοσύνης τους, τότε είναι αρκετά πιθανό να μην λάβουν χώρα οι αυτό-επιβεβαιούμενες προσδοκίες, οι οποίες συχνά οδηγούν σε μετάσταση των κινδύνων, και τελικά στην κατάρρευση του συστήματος. Δυστυχώς όμως οι Αρχές συνήθως βρίσκονται πίσω από τις εξελίξεις και οι μηχανισμοί αναδιάρθρωσης δεν λειτουργούν έγκαιρα.
- Την **κατάληξη**: Ακολουθεί την φάση μετά την αποκορύφωση μιας κρίσης, και αναφέρεται στην ανάληψη ρυθμιστικών μέτρων, την εκτίμηση του μεγέθους και κρισιμότητας των απωλειών, την αποζημίωση των «πληγέντων», καθώς και την υιοθέτηση στρατηγικών, προκειμένου να μην επαναληφθεί η ίδια εμπειρία στο μέλλον.

3.5 Τα είδη των τραπεζικών κινδύνων

Μια χρηματοοικονομική κρίση λαμβάνει χώρα όταν οι διάφοροι κίνδυνοι που αντιμετωπίζουν οι τραπεζικοί οργανισμοί παύουν να απειλούν απειλή, και



γίνονται πραγματικότητα. Οι βασικοί κίνδυνοι τους οποίους διατρέχουν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, είναι οι εξής :

Ø Πιστωτικός κίνδυνος (Credit or Default Risk):

Πρόκειται για την πιθανότητα που αντιμετωπίζει ένα πιστωτικό ίδρυμα, ο οφειλέτης του να μην αποπληρώσει το χρέος του, είτε γιατί δεν διαθέτει τα ανάλογα κεφάλαια (π.χ λόγω πτώχευσης), είτε γιατί δεν το επιθυμεί (περίπτωση ηθικού κινδύνου). Ανάλογα με την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας του δανειζόμενου, ο πιστωτής ορίζει και το ανάλογο επιτόκιο. Όσο πιο επισφαλής είναι ο δανειζόμενος, τόσο υψηλότερο θα είναι το επιτόκιο που καλείται να πληρώσει, ως αποζημίωση του δανειστή για την ανάληψη μεγαλύτερου κινδύνου.

Ø Κίνδυνος ρευστότητας (Liquidity Risk):

Η πιθανότητα που υπάρχει μια τράπεζα να μην δύναται να ανταποκριθεί στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της (επιστροφή των καταθέσεων των δανειστών της), ή τις μακροπρόθεσμες απαιτήσεις της (διαθέσιμα κεφάλαια για χορήγηση δανείων), (1) είτε γιατί δεν έχει άμεσα ρευστά διαθέσιμα, (2) είτε γιατί η πώληση των μη ρευστοποιήσιμων περιουσιακών στοιχείων της επιφέρει μικρότερη απόδοση από την πραγματική, και (3) τέλος, είτε γιατί, ενώ διαθέτει άμεσα ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία προς πώληση, δεν βρίσκει υποψήφιους αγοραστές.

Ø Επιτοκιακός Κίνδυνος (Interest Rate Risk)

Ο κίνδυνος μεταβολής της αξίας χρεογράφων λόγω μεταβολής των επιτοκίων. Γενικά όσο μακρύτερη είναι η λήξη ενός χρεογράφου τόσο πιο



ευαίσθητη είναι η τιμή του στις μεταβολές του επιτοκίου. Η μεταβολή του ποσοστού που αντιπροσωπεύουν τα μακροπρόθεσμα χρεόγραφα στην συνολική αξία ενός χαρτοφυλακίου μεταβάλλει και το βαθμό έκθεσης του χαρτοφυλακίου αυτού στον κίνδυνο επιτοκίου. Από την πλευρά των μέσων που παρέχει η προθεσμιακή αγορά, αντιστάθμιση στον κίνδυνο επιτοκίου προσφέρουν τα προθεσμιακά συμβόλαια επιτοκίου.

Ø **Συναλλαγματικός Κίνδυνος (Currency Risk Exchange or Rate Risk):**

Πρόκειται για τον κίνδυνο διακύμανσης της αξίας των περιουσιακών στοιχείων, των υποχρεώσεων και των εισοδημάτων, λόγω αιφνίδιων μεταβολών της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Ο κίνδυνος αυτός είναι μικρότερος σε περίπτωση τήρησης σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας (**fixed interest rate parity**). Ως επί το πλείστον οι τράπεζες διαθέτουν τόσο απαιτήσεις, όσο και υποχρεώσεις σε ξένο νόμισμα. Η συνολική τους έκθεση σε συναλλαγματικό κίνδυνο είναι κατά προσέγγιση η διαφορά των ανωτέρω υποχρεώσεων από τις αντίστοιχες απαιτήσεις.

Ø **Κίνδυνος Χώρας (Country or Sovereign Risk):** (1) Είναι ο πιστοληπτικός κίνδυνος που σχετίζεται με το δανεισμό μιας ξένης χώρας. Ο κίνδυνος αυτός είναι ιδιαίτερα σημαντικός όταν πρόκειται για αναπτυσσόμενες χώρες ή για χώρες με ασταθή καθεστώτα. (2) Ονομάζεται γενικά έτσι ο κίνδυνος που ελλοχεύει στις διεθνείς επενδύσεις, εξαιτίας της αβεβαιότητας για τις μεταβολές των οικονομικών και πολιτικών συνθηκών σε χώρες του εξωτερικού. Για παράδειγμα ο Κίνδυνος Χώρας ήταν πολύ έντονος κατά την διάρκεια της δεκαετίας του **1970** μετά την πετρελαϊκή κρίση, όπου το Μεξικό και η Αργεντινή αδυνατούσαν να αποπληρώσουν τις δανειακές υποχρεώσεις τους.

Ø **Κίνδυνος Αγοράς (Market or Systemic or Non Diversified Risk :**



Ο Κίνδυνος Αγοράς σχετίζεται με τα πιστωτικά ιδρύματα που διαθέτουν επενδυτικά χαρτοφυλάκια μετοχών, ομολόγων και άλλων αξιογράφων, με σκοπό την κερδοφορία από την διαφορά της αξίας που προκύπτει από την αγοραπωλησία αυτών (**trading account**). Στην ορολογία της θεωρίας χαρτοφυλακίου (**portfolio theory**), και ιδίως στο Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων (**Capital Asset Pricing Model**) είναι εκείνο το μέρος από τον συνολικό κίνδυνο που αντιμετωπίζει ο κάτοχος ενός τίτλου, το οποίο αντιστοιχεί στον κίνδυνο μεταβολής της κατάστασης στην αγορά στην οποία διαπραγματεύεται ο τίτλος αυτός. Δεν έχει να κάνει με τον τίτλο αυτό καθαυτό, οπότε δεν μπορεί να μειωθεί μέσω της διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου, μπορεί ωστόσο να μειωθεί μέσω των μηχανισμών Αντιστάθμισης (**Hedging**). Αντίθετα, ο κίνδυνος που έχει να κάνει αποκλειστικά με το συγκεκριμένο τίτλο και επομένως μπορεί να εξουδετερωθεί μέσω της διαφοροποίησης αποκαλείται μη συστηματικός ή διαφοροποιήσιμος κίνδυνος (**non systematic or diversifiable risk**).

Ø Τεχνολογικός Κίνδυνος (Technological Risk):

Χαρακτηρίζεται έτσι ο επενδυτικός κίνδυνος που διατρέχει μια τράπεζα, ένα πολύπλοκο και τεχνολογικά ανεπτυγμένο κατασκευαστικό σχέδιο δεν θα λειτουργήσει τελικά σύμφωνα με τις προδιαγραφές του. Ο κίνδυνος αυτός είναι ιδιαίτερα σημαντικός όταν τα διαθέσιμα κεφάλαια για την ολοκλήρωση του εν λόγω σχεδίου είναι αυστηρά καθορισμένα. Σε αυτήν την περίπτωση η δυνατότητα διορθωτικών παρεμβάσεων και αναπροσαρμογής των σχεδίων είναι περιορισμένη. Παράδειγμα τεχνολογικού κινδύνου είναι οι αναποτελεσματικές επενδύσεις των τραπεζών σε πληροφοριακά ή δορυφορικά συστήματα με σκοπό την μείωση κόστους λόγω επίτευξης οικονομιών κλίμακας και φάσματος



Ø Λειτουργικός Κίνδυνος (Operational Risk) :

Πρόκειται για εκείνη τη μορφή κινδύνου που απορρέει από την εσωτερική λειτουργία μιας τράπεζας και μπορεί να οφείλεται σε λάθη του ανθρώπινου δυναμικού ή σε δυσλειτουργία του εξοπλισμού της.

Ø Κίνδυνος πτωχεύσεως (Bankruptcy Risk or Insolvency Risk):

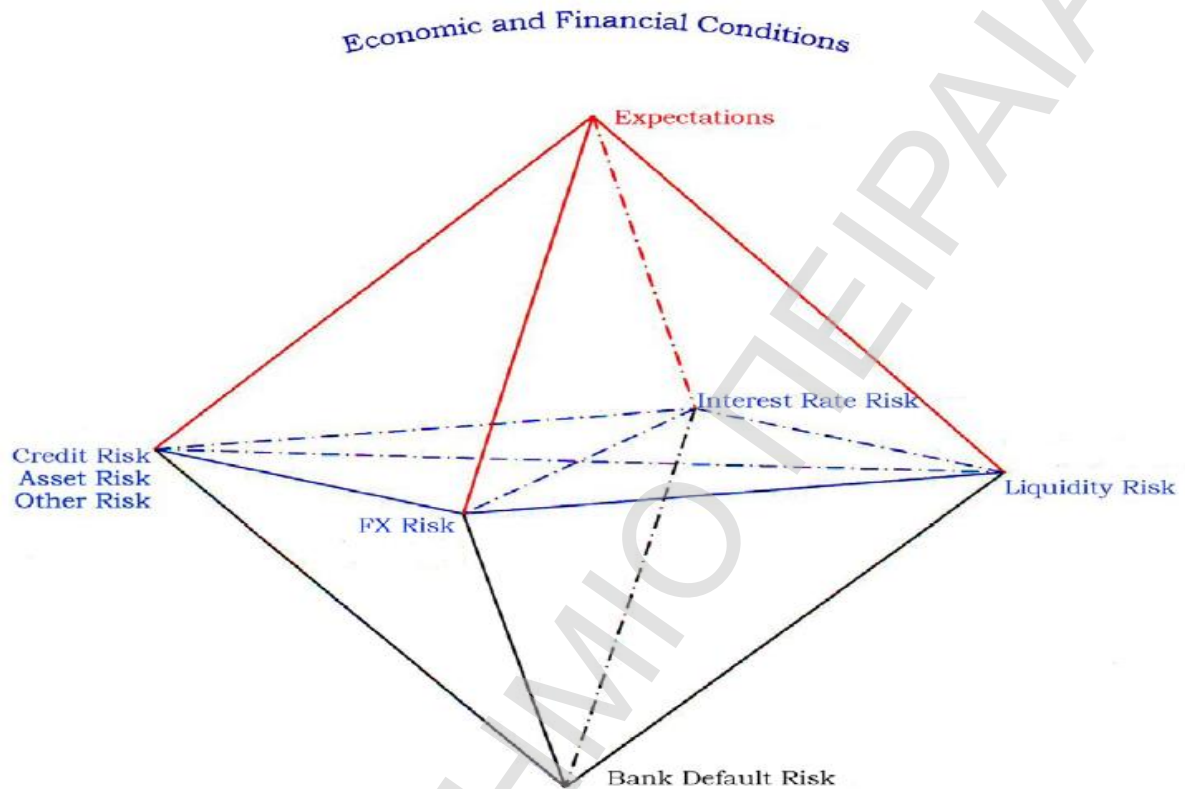
Αναφέρεται στον ύστατο κίνδυνο στον οποίο μπορεί να εκτεθεί ένα τραπεζικό ίδρυμα ή οποιοσδήποτε χρηματοπιστωτικός οργανισμός. Προκύπτει όταν η μείωση της αξίας του Ενεργητικού ξεπερνά την Καθαρή Θέση, με αποτέλεσμα η επιχείρηση να μην μπορεί να εξυπηρετήσει τις υποχρεώσεις της.

Θα πρέπει να διευκρινιστεί ότι οι ανωτέρω κίνδυνοι αναφέρονται στην πιθανότητα να προκύψει η σχετική απώλεια. Από την στιγμή που η πιθανότητα επιβεβαιωθεί, παύουμε να μιλάμε για κίνδυνο, αλλά για ιστορικά γεγονότα (ζημιές) που καταγράφονται στον Ισολογισμό και τα Αποτελέσματα Χρήσεως της τράπεζας,

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, το σύγχρονο απελευθερωμένο χρηματοπιστωτικό σύστημα, βάλλεται από πληθώρα ανισορροπιών, οι οποίες κατά την διαδικασία διάχυσής τους απορροφούνται από το σύνολο του χρηματοοικονομικού συστήματος, μετατρέποντας μια κρίση σε συστημική. Στα πλαίσια μιας συστημικής κρίσης μια μορφή κινδύνου συνήθως συνεπάγεται και άλλες μορφές, κάνοντας την κατάσταση ακόμη πιο πολύπλοκη και λιγότερο αναστρέψιμη. Η αλληλεπίδραση αυτή παρατίθεται σχηματικά :



Σύστημα αλληλεξάρτησης και διάχυσης κινδύνου στο χρηματοπιστωτικό σύστημα



Πηγή (1) : Σημειώσεις του κου Α.Αντζουλάτου : «Χρηματοοικονομικό σύστημα- Δομή-Θεσμικό Πλαίσιο- Ανταγωνισμός »

(2) Διπλωματική Εργασία του Δασκαλόπουλου Ηλία, 2009 : “Forecasting the Subprime Crisis:The Record of Regulators and Supervisors ”

Η κάθε κορυφή του ανωτέρω οκταέδρου, αντιστοιχεί σε μια μορφή κινδύνου, ενώ η κάθε ακμή που συνδέει τη μια κορυφή με τρεις άλλες, την μετάβαση από την μια μορφή κινδύνου σε άλλες αντίστοιχα. Η κορυφή του οκταέδρου αντιστοιχεί στον κίνδυνο πτώχευσης (**Default Risk**), ο οποίος είναι και ο μέγιστος κίνδυνος που απειλεί με χρεωκοπία και κλείσιμο. Ωστόσο η πτώχευση εκτυλίσσεται συνήθως σταδιακά, καθώς η πιθανότητα να θέλουν όλοι οι καταθέτες και οι δανειζόμενοι να εξυπηρετηθούν ταυτόχρονα είναι μικρή.



Financial Crises – A Taxonomy

Η μετάσταση των κινδύνων γίνεται κατά κύριο λόγο μέσω του Ισολογισμού και των Αποτελεσμάτων Χρήσεως. Για παράδειγμα ο συναλλαγματικός κίνδυνος (**FX Risk**) συνεπάγεται υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος, και αυτό με την σειρά του οδηγεί σε αύξηση των υποχρεώσεων σε ξένο νόμισμα (μείωση της αξίας του Παθητικού), καθώς επίσης και μείωση της αξίας των δανείων σε εγχώριους φορείς (μείωση της αξίας του Ενεργητικού). Παράλληλα, τα Αποτελέσματα Χρήσεως μειώνονται κατά το ποσό που αυξάνονται τα επιτοκιακά έξοδα από τη χρηματοδότηση σε ξένο νόμισμα, και επιπλέον μειώνονται ισόποσα με την μείωση των επιτοκιακών εσόδων, λόγω χρηματοδότησης σε εγχώριους φορείς.

Τέλος, είναι σημαντικό να τονιστεί ότι την διαδικασία της μετάστασης των κρίσεων επιταχύνουν οι αυτοεπιβεβαιούμενες προσδοκίες. Αν οι μηχανισμοί αναδιάρθρωσης λειτουργήσουν αποτελεσματικά και ενισχύσουν την εμπιστοσύνη του επενδυτικού κόσμου, οι προσδοκίες μπορεί να μην επαληθευτούν, και συνεπώς η οικονομία να αποφύγει την περαιτέρω διάχυση της κρίσης.



Κεφάλαιο 4ο

Αριθμοδείκτες – Macro prudential Indicators ^{1,2,3}

4.1 Περί Αριθμοδεικτών

Η δυνατότητα της παρακολούθησης της ευρωστίας του χρηματοοικονομικού συστήματος προϋποθέτει την ύπαρξη

Δεικτών, οι οποίοι μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως βάση για την ανάλυση της υγείας και της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Χρηματοοικονομικές κρίσεις συνήθως εμφανίζονται όταν οι σχετικοί Δείκτες υποδηλώνουν έντονη μεταβλητότητα και μεγάλες ανισορροπίες. Η σπουδαιότητα των εν λόγω Δεικτών έγκειται στον ρόλο τους ως κατευθυντήριο δύναμη για τις αποφάσεις του επενδυτικού κόσμου, αλλά και των άμεσα ενδιαφερόμενων επιχειρήσεων, προκειμένου να χαράξουν στρατηγικές ανάκαμψης και διατήρησης της ανταγωνιστικότητάς τους. Για το λόγο αυτό κάθε τραπεζικός οργανισμός, προκειμένου να εξετάσει την ανταγωνιστικότητά του, πρέπει να συγκρίνει το επίπεδο κάθε Δείκτη με το αντίστοιχο της ίδιας κατηγορίας άλλων τραπεζών.

Οι προαναφερθέντες χρηματοοικονομικοί Δείκτες αφορούν τόσο σε ποσοτικά, όσο και σε ποιοτικά κριτήρια. Ωστόσο η εκτίμηση αυτών δεν αρκεί από μόνη της προκειμένου να αξιολογηθεί η σταθερότητα και η ανθεκτικότητα του χρηματοοικονομικού περιβάλλοντος.

Παράγοντες όπως το θεσμικό και ρυθμιστικό πλαίσιο στο οποίο λειτουργεί ένα τραπεζικό ίδρυμα επηρεάζουν πολύ την αξιολόγηση των αποτελεσμάτων μιας

1) **A.A. Αντζουλάτος**

2) **European Central Bank (November 2008)**



Financial Crises – A Taxonomy

σειράς αριθμοδεικτών. Μεταβλητές όπως το λογιστικό σύστημα, η κατηγοριοποίηση των δανείων, η κείμενη νομοθεσία, η αποτελεσματικότητα των εποπτικών αρχών στην διαχείριση του ηθικού κινδύνου, η διαφάνεια, καθώς και σωρεία άλλων εξωτερικών μεταβλητών, μπορούν να αλλοιώσουν την πραγματική οικονομική κατάσταση ενός πιστωτικού οργανισμού. Για παράδειγμα οι Διοικήσεις αποφεύγουν να αποκαλύπτουν τα αδύναμα σημεία μιας επιχείρησης, προκειμένου να μην γίνουν δυσάρεστοι και χάσουν την δουλειά τους. Επιπλέον, η απόκρυψη αρνητικών στοιχείων μπορεί μακροπρόθεσμα να αποδειχτεί σωτήρια, καθώς μια προβληματική τράπεζα, διασφαλίζοντας την εμπιστοσύνη των πελατών της μπορεί να ανακάμψει, ενώ σε συνθήκες τραπεζικού πανικού η πτώχευσή της θα ήταν βέβαιη.

Τέλος, θα πρέπει να τονιστεί ιδιαίτερα, ότι η διεξαγωγή συμπερασμάτων βάσει της ανάλυσης των αριθμοδεικτών, δεν αποτελεί μια μηχανική διαδικασία, αλλά απαιτείται εμπειρία και μεγάλη κριτική ικανότητα. Καταρχήν οι αριθμοδείκτες αναφέρονται σε ενδείξεις για την κατάσταση και την προοπτική ενός τραπεζικού ιδρύματος, και όχι σε πραγματικές απόλυτες τιμές. Επιπλέον, μια συγκεκριμένη μεταβολή ενός Δείκτη μπορεί να ερμηνευτεί τόσο θετικά, όσο και αρνητικά ταυτόχρονα, αναλόγως των ευρύτερων μακροοικονομικών συνθηκών και την διαχείριση της εκάστοτε Διοίκησης. Είναι δυνατό μια αποτελεσματική διοίκηση να εκμεταλλευτεί ένα αρνητικό στοιχείο προς όφελός της παίρνοντας τις ανάλογες αποφάσεις. Ακόμη, όλοι οι Δείκτες δεν παίρνουν συνήθως την ίδια κατεύθυνση. Ορισμένοι ενδέχεται να προσανατολίζονται προς μία κατεύθυνση, ενώ κάποιοι άλλη στην ακριβώς αντίθετη. Και πάλι η εμπειρία και η ευελιξία της Διοίκησης παίζει καθοριστικό ρόλο στην έκβαση της κατάστασης.



4.2 IMF Indicators

Οι σημαντικότερες προσεγγίσεις για την εκτίμηση των προοπτικών του τραπεζικού τομέα μέσω ανάλυσης αριθμοδεικτών έχει γίνει από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (**ECB**), και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (**IMF**). Πιο συγκεκριμένα, τον Ιανουάριο του **2007** το ΔΝΤ έκδωσε μια λίστα από Δείκτες Χρηματοοικονομικής Ευρωστίας (**Financial Soundness Indicators, or FSIs**), βασισμένη στον Οδηγό Κατάρτισης (**IMF Compilation Guide**) που είχε εκδοθεί για πρώτη φορά το **2006**. Η πρωτοβουλία αυτή του ΔΝΤ ήταν ορμώμενη από την παγκόσμια ύφεση στα τέλη της δεκαετίας του **1980** με αρχές του **1990**, (η οποία συνοδεύτηκε από μεγάλες διακυμάνσεις των τιμών στον κτηματομεσιτικό τομέα, και κατάρρευση των αγορών αξιογράφων), καθώς επίσης και από την χρηματοοικονομική κρίση στην Ανατολική Ασία το **1997**. Κρίθηκε λοιπόν ότι αν υπήρχε μια βάση δεδομένων, η κατάλληλη πληροφόρηση και ένα δομημένο πλαίσιο αξιολόγησης του χρηματοοικονομικού περιβάλλοντος, οι ανωτέρω κρίσεις θα είχαν εντοπιστεί νωρίτερα και θα είχε αποφευχθεί το μέγεθος της διάχυσής τους.

Ο νέος τροποποιημένος Οδηγός (**2007**), είναι πλέον πολύ περισσότερο εναρμονισμένος με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (**International Accounting Standards or IAS, 1993**), και την Επιτροπή της Βασιλείας για την Τραπεζική Εποπτεία (**Basel Committee Banking On Supervision : Basel I and Basel II**). Επιπλέον, σε αντίθεση με τους **Macro prudential Indicators** που έκδωσε η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, οι **FSIs** αφορούν σε όλους τους τομείς της οικονομίας (στον τραπεζικό τομέα, σε άλλους χρηματοοικονομικούς φορείς, σε μη χρηματοοικονομικούς φορείς όπως εταιρίες ασφάλισης, στον κτηματομεσιτικό τομέα, στα νοικοκυριά), και όχι μόνο στον χρηματοοικονομικό τομέα.



IMF Financial Soundness Indicators (FSIs)

(I) Core Set of FSI's

Deposit takers

Capital Adequacy

- Regulatory capital to risk weighted assets
- Regulatory Tier 1 capital to risk weighted assets
- Nonperforming loans net of provisions to capital

Asset Quality

- Nonperforming loans to total gross loans
- Sectoral distribution of loans to total loans

Earnings and profitability

- ROA
- ROE
- Interest Margin to gross Income
- Noninterest expenses to gross Income

Liquidity

- Liquid assets to total assets (liquid asset ratio)
- Liquid assets to short term liabilities

Sensitivity to market risk

- Net open position in foreign exchange to capital

Πηγή : European Central Bank (Euro system), Occasional Paper Series No

99/November 2008 : “The ECB & IMF Indicators or the macro prudential analysis of the Banking Sector”



Financial Crises – A Taxonomy

Για την καλύτερη κατανόησή τους, οι εποπτικές αρχές των ΗΠΑ έχουν ομαδοποιήσει τους Δείκτες της λίστας (I) (**Core Set**) στο σύστημα **CAMELS**. Τα γράμματα της λέξεως **CAMELS** αντιστοιχούν στους όρους :

- **Capital:** Οι Δείκτες αυτής της κατηγορίας παρέχουν ενδείξεις για το κατά πόσο η εξεταζόμενη τράπεζα διαθέτει κεφαλαιακή επάρκεια ώστε να εξυπηρετήσει πιθανές ζημιές από μη εξυπηρετούμενα δάνεια. Με τον τρόπο αυτό λαμβάνονται υπόψη τα κυριότερα είδη κινδύνου που αντιμετωπίζουν οι τραπεζικοί οργανισμοί, δηλαδή ο πιστωτικός κίνδυνος, ο επιτοκιακός, και ο συναλλαγματικός κίνδυνος, καθώς επίσης και οι κίνδυνοι που εμπεριέχονται στις εκτός Ισολογισμού δραστηριότητες, όπως η επένδυση σε παράγωγα προϊόντα (**derivatives**).
- **Assets:** Οι Δείκτες αυτοί παρέχουν ενδείξεις για την ποιότητα του Ενεργητικού, και συνεπώς για το κατά πόσο μια υγιής και φερέγγυα τράπεζα (και πιθανόν επικερδής), θα διατηρήσει την φερεγγυότητά της σε βάθος χρόνου. Η αξιοπιστία των Δεικτών Κεφαλαίου εξαρτάται από την αξιοπιστία των Δεικτών Ποιότητας του Ενεργητικού. Οι τελευταίοι θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη και για την εκτίμηση του πιστωτικού κινδύνου που ενέχουν τα εκτός Ισολογισμού στοιχεία, όπως είναι οι ενδεχόμενες εγγυήσεις (**guarantees**), οι συμφωνίες δανειοδότησης, και τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα. Επίσης, οι δραστηριότητες των υπεράκτιων τραπεζών σε ορισμένες χώρες μπορεί να αποτελέσουν πιθανό κίνδυνο. Για τον λόγο αυτό οι Δείκτες Ποιότητας του Ενεργητικού θα πρέπει να αντικατοπτρίζουν ενοποιημένες πληροφορίες. Οι εν λόγω Δείκτες αφορούν τόσο στους φορείς δανειοδότησης, όσο και σε αυτούς που δανείζονται.

Τέλος είναι σημαντικό να διευκρινιστεί ότι τα προβλήματα μη εξυπηρετήσεως δανείων συνήθως δεν εμφανίζονται άμεσα, αλλά κάποια χρόνια μετά την χορήγησή τους.



- **Management:** Η αποτελεσματική Διοίκηση είναι το κλειδί κάθε επιτυχημένης επιχείρησης. Οι περισσότεροι δείκτες της κατηγορίας αυτής είναι ποιοτικοί.
- **Earnings:** Καθώς μια χρόνια μη επικερδής επιχείρηση κινδυνεύει με πτώχευση, είναι σημαντικό να παρατηρεί τους Δείκτες Αδιανέμητων Κερδών, προκειμένου να μπορεί να βασίζεται σε αυτά σε περίπτωση που δεν έχει άλλη εναλλακτική για την αποπληρωμή των υποχρεώσεών της. Ωστόσο, ασυνήθιστα υψηλή κερδοφορία μπορεί να σημαίνει υπερβολική ανάληψη κινδύνου, κάτι το οποίο είναι επίφοβο.
- **Liquidity:** Ο αυξημένος κίνδυνος ρευστότητας μπορεί να οδηγήσει μια υγιή και αξιόπιστη τράπεζα σε κατάρρευση. Για τον λόγο αυτό οι Δείκτες Ρευστότητας θα πρέπει πάντα να διασφαλίζουν ότι η τράπεζα έχει τα απαραίτητα ρευστά διαθέσιμα ανά πάσα στιγμή, και ότι είναι σε θέση να καλύπτει τις ανισορροπίες (**mismatches**) μεταξύ των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων (καταθέσεις), και των μακροχρόνιων απαιτήσεών της (δάνεια).
- **Sensitivity:** Οι δείκτες της κατηγορίας αυτής μετρούν την ευαισθησία-ελαστικότητα των στοιχείων του Ισολογισμού στις μεταβολές των επιτοκίων.



(II) Encouraged set of FSI's

Deposit Takers

1. Capital to Assets
2. Large exposures to capital
3. Geographical distribution of loans to total loans
4. Gross asset position in financial derivatives to capital
5. Gross liability position in financial derivatives to capital
6. Trading income to total income
7. Personnel expenses to noninterest expenses
8. Spread between reference lending and deposit rates
9. Spread between highest and lowest interbank rate
10. Customer deposits to total (non interbank) loans
11. Foreign currency – denominated loans to total loans
12. Foreign currency – denominated liabilities to total liabilities
13. Net open position in equities to capital

Other Financial Corporations

14. Assets to total financial system assets
15. Assets to GDP



Non Financial Corporations

- 16 .Total debt to equity
- 17 .ROE
- 18 . Earnings to interest and principal expenses
- 19 .Net foreign exchange exposure to equity
- 20 .Number of applications for protection from creditors

Households

- 21. Household debt to GDP
- 22. Household debt service and principal payments to income

Market Liquidity

- 23 .Average bid ask spread in the securities mkt
- 24. Average daily turnover ratio in the securities mkt

Real Estate Market

- 25. Residential real estate loans to total loans
- 26. Commercial real estate loans to total loans
- 27. Real estate prices



4.3 ECB Macro Prudential Indicators (MPIs)

Την προηγούμενη δεκαετία, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ECB) σε συνεργασία με την Επιτροπή Τραπεζικής Εποπτείας (**Banking Supervision Committee or BSC**), στα πλαίσια του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών (**European System of Central Banks or ESCB**), έκδωσε και αυτή με τη σειρά της μια ομάδα μακροοικονομικών δεικτών (**Macro prudential Indicators or MPIs**), ως πλαίσιο ανάλυσης της χρηματοοικονομικής σταθερότητας. Η πρωτοβουλία αυτή της ΕΚΤ λήφθηκε υπό το πρίσμα της αυξανόμενης ενοποίησης των επιμέρους εθνικών χρηματοοικονομικών συστημάτων στην ευρύτερη περιοχή της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Οι μακροοικονομικοί Δείκτες της ΕΚΤ, σε αντίθεση με αυτούς του ΔΝΤ, αφορούν μόνο στο χρηματοοικονομικό περιβάλλον, και ιδιαίτερα στον τραπεζικό χώρο.

Το πλαίσιο των **MPIs** είναι εναρμονισμένο με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα, καθώς και τα πρότυπα εποπτείας (**supervisory standards:Basel II**).

Παρατίθεται το σύνολο των MPIs ,

Income – Cost Developments and Profitability

Income Composition

- 1 **Net interest Income to total Operating Income**
- 2 **Net non-interest Income to total Operating Income**
- 3 **Fees and Commissions (net) to total Operating Income**
- 4 **Trading and forex results (gains/ losses on financial trans.) to total oper. Income**
- 5 **Other operating Income (net) to total operating Income**



Cost Composition

6. Staff Costs to total Costs
7. Administrative Costs to total Costs
8. Other Costs to total Costs

Efficiency

9. Cost to Income (% of total income)
10. Asset share of Banks with a cost-to-income ratio above 80%

Profitability Indicators

11. Profits (before Tax and extraord. Items) to Tier 1
12. ROE (Profits after provisions, Tax and axtr. Items) to Tier 1
13. ROA (Profits after provisions, Tax and axtr. Items) to Total Assets

Income, Cost and Profit items as % of total Assets

14. Net interest Income to Total Assets
15. Interest receivable to total Assets
16. Interest payable to Total Assets
17. Net non-interest Income to total assets
18. Fees and Commissions (net) to Total Assets
19. Trading and forex results ((gains/ losses on financial trans.) to Total Assets
20. Other operating Income (net) to Total Assets
21. Total operating Income to Total Assets
22. Staff Costs to Total Assets
23. Administrative Costs to Total Assets
24. Other Costs to total Assets
25. Total operating expenses to Total Assets
26. Operating Profits
27. Specific Provisions (impairment losses (net) on finance. Assets) to Total Assets
28. Funds for general banking risks (not defined in the IFRS) to total Assets
29. Extraordinary items (net) to Total Assets



Capital Adequacy

30. Overall Solvency Ratio
31. Tier 1 ratio
31. Banking Book to total Risk-adjusted assets
32. Off balance sheet items to risk-adjusted assets
33. Trading Book to total risk-adjusted assets
34. Distribution of overall solvency ratio in the sample
35. Number of banks with a risk-based capital ratio below 9%
36. Asset share of banks with a risk based capital ratio below 9% of Total Assets
37. Composition of trading book own funds requirement as a share of the total trading book own funds requirement under the Capital Adequacy Directive

Balance Sheet

Coverage

38. Total Assets of the Banking Sector

Asset Composition

39. Cash and balances to total assets
40. Loans to credit institutions to Total Assets
41. Debt Securities (financial assets at fair value through profit or loss) to total Assets
42. Debt sec's issued by public bodies (debt sec's including fixed income sec's) to Total assets
43. Debt securities issued by other borrowers (shares and other variable- yield Sec's) to total assets
44. Loans to customers to total assets
45. Shares and participating interest (for non IFRS banks only) to total assets
47. Tangible and Intangible assets to Total Assets
48. Other Assets to Total Assets



Liquidity Composition

49. Amounts owed to customers (deposits) to total assets
50. Amounts owed to credit institutions to total assets
51. Debt certificates to total assets
52. Accruals and other liabilities to total assets
53. Provisions for liabilities and charges to total assets
54. Funds for general banking risks (not defined under IFRS) to total assets
55. Subordinated liabilities to total assets
56. Equity capital (including variation adjustments for IFRS banks) to total assets
57. Other liabilities (minorities interests in own funds) to total assets
58. Profit or loss for the financial year to total assets

Off Balance Sheet Items

59. Credit lines to total assets
60. Guarantees and other commitments to total assets
61. Derivatives (only for non IFRS banks) to total assets

Liquidity Indicators

62. Liquid asset ratio 1 (cash and short-term government debt, only for non IFRS Banks)
63. Liquid asset ratio 2 (ratio 1 + loans to credit institutions, only for non IFRS Banks)
64. Liquid asset ratio 3 (ratio 2 + debt securities issued by public bodies, only for Non IFRS banks)
65. Liquid asset ratio (cash and loans to credit institutions, only for IFRS banks)
66. Funding gap



Asset Quality

67. Total non performing and doubtful loans (gross) to total loans and advances
68. Total non performing and doubtful loans (gross) to total own funds
69. Total non performing and doubtful loans (net) to total own funds
70. Total provisions to total non performing and doubtful assets

Πηγή : European Central Bank (Euro system), Occasional Paper Series No 99/November 2008: “The ECB & IMF Indicators or the macro prudential Analysis of the Banking Sector”



Κεφάλαιο 5^ο

Η Ανατομία της Σύγχρονης Χρηματοοικονομικής Κρίσης^{1,2,3,4,5,6,7,8}

5.1 Εισαγωγή

Μέχρι τον Αύγουστο του **2007** κανείς δεν πίστευε ότι το χρηματοπιστωτικό σύστημα θα καταρρεύσει. Η μέχρι τότε οικονομική σταθερότητα και ευρωστία υποδήλωναν ότι η οικονομία στηρίζεται σε γερές βάσεις και υπήρχε η πεποίθηση ότι το σύστημα προστατεύεται από «δίκτυ ασφαλείας (safety net)»: οι Κεντρικές Τράπεζες διέθεταν την απαραίτητη ρευστότητα, η ασφάλιση των καταθετών και η προστασία των επενδυτών ήταν επαρκής, οι εποπτικές αρχές και το θεσμικό πλαίσιο διασφάλιζαν την αποτροπή ανάληψης ιδιαίτερα ριψοκίνδυνων επενδυτικών δραστηριοτήτων και διασφάλιζαν την χρηματοοικονομική σταθερότητα.

Επιπλέον ο υψηλός ρυθμός ανάπτυξης και ο χαμηλός πληθωρισμός ενίσχυαν την αισιοδοξία του επενδυτικού κόσμου αλλά και των καταναλωτών.

-
- 1) BIS (Basel , June 2009)
 - 2) IMF, Research Department (February 2009)
 - 3) IMF WP/08/224 ,Laeven & Fabbian Valencia (November 2008)
 - 4) Luc Laeven & Fabbian Valencia (2008)
 - 5) Purnanandam A. (2008)
 - 6) IMF Working Paper Series ,Ariccia G., Igan D. & Luc Laeven (2008)
 - 7) Centre Economic Policy Research (2008)
 - 8) Τράπεζα της Ελλάδας (2008)



Financial Crises – A Taxonomy

Από τον Αύγουστο του **2007** οι πεποιθήσεις αυτές άρχισαν να καταρρίπτονται, καθώς άρχισαν να διαφαίνονται τα πρώτα σημάδια της κρίσης. Η σταδιακή επιβράδυνση, αρχικά της αμερικανικής, και στην πορεία της παγκόσμιας ανάπτυξης, η πιστωτική κρίση, η ανάγκη τροφοδότησης της οικονομίας με συνεχή ρευστότητα, καθώς και οι γενικότερες συνθήκες αποστροφής του κινδύνου που άρχισαν να περιβάλλουν τους επενδυτές, οδήγησαν σε ανυπέβλητου μεγέθους απώλειες τόσο σε οικονομικό, όσο και σε κοινωνικό επίπεδο.

Τα απώτερα αίτια της αναταραχής μπορούν να αποδοθούν στον συνδυασμό τριών κυρίως παραγόντων :

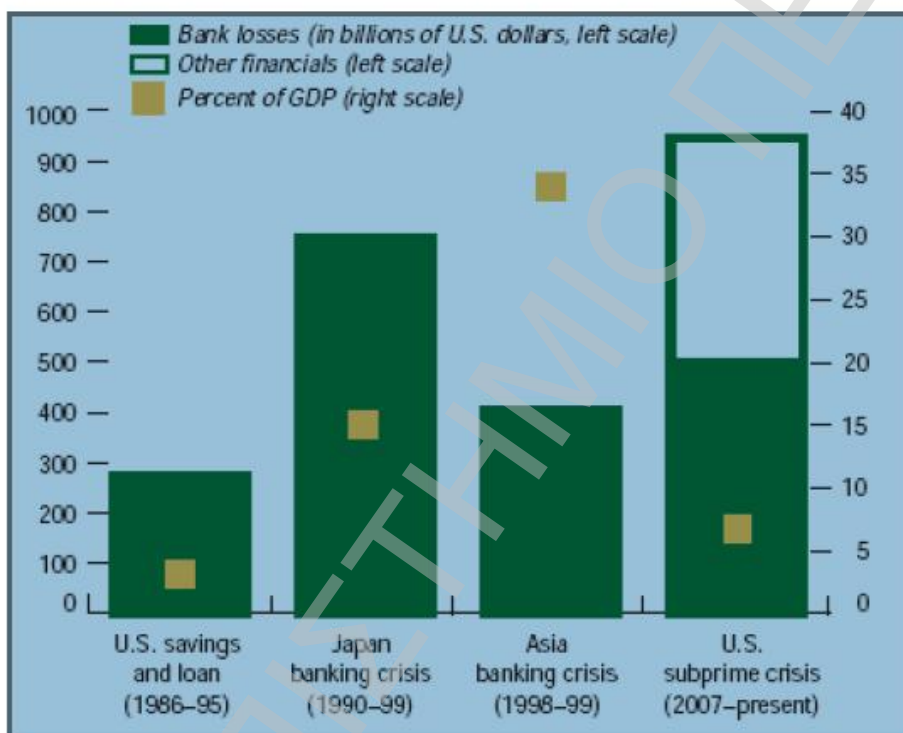
- ü Την συνεχή αναζήτηση επενδύσεων υψηλής απόδοσης (**search for yield**) από τους επενδυτές τα τελευταία χρόνια, η οποία συνοδευόταν από την ανάληψη μεγαλύτερου πιστωτικού κινδύνου (**credit appetit**)
- ü Το υψηλό επίπεδο ρευστότητας που παρατηρήθηκε τα τελευταία χρόνια
- ü Την αυξανόμενη χρήση από τις τράπεζες μιας επιχειρηματικής τακτικής που βασίζεται στην χορήγηση πιστώσεων που στην συνέχεια πωλούνται σε επενδυτές (**originate and distribute model**). Η πρακτική αυτή οδήγησε, αφενός στην μείωση των κινήτρων για προσεκτική αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας των δανειοληπτών, και αφετέρου στην εμφάνιση σύνθετων επενδυτικών προϊόντων που χαρακτηρίζονται από πολύπλοκη διαδικασία τιμολόγησης και έλλειψη δευτερογενούς αγοράς για την διαπραγμάτευσή τους.

Ωστόσο πολλοί αναλυτές θέτουν το ερώτημα αν το πρόβλημα των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης είναι τόσο ξεχωριστό ώστε να δίνει στην κρίση που διανύουμε κάτι τόσο ιδιαίτερο ώστε να την διαχωρίζει, από τις υπόλοιπες κρίσεις. Πολλοί από αυτούς συμφωνούν στο γεγονός ότι η τεράστια αύξηση στις τιμές των ακινήτων δεν ήταν μια



Financial Crises – A Taxonomy

φούσκα αλλά δικαιολογείται από την καινοτομία που παρατηρήθηκε στο χώρο των χρηματοοικονομικών προϊόντων, την σταθερή εισροή κεφαλαίων από την Ασία, καθώς και από τις χώρες εξαγωγής πετρελαίου. Το μέγεθος της πρόσφατης κρίσης θα μπορούσε να συγκριθεί με αυτό της κρίσης της Ιαπωνίας.



Διάγραμμα 4.3: Οι κυριότερες χρηματοπιστωτικές κρίσεις
Πηγή: Global Stability Report



Η μεγάλη σημερινή κρίση, δεν είναι απλά μια βαθιά χρηματοοικονομική κρίση, αλλά η απαρχή μιας νέας εποχής που σηματοδοτεί την ουσιαστική αναδιάρθρωση του χρηματοοικονομικού συστήματος ανά την υφήλιο, καθώς και την ανάγκη του κρατικού παρεμβατισμού προς αυτή την κατεύθυνση.

5.2 Εκκόλαψη

Η ρίζα του προβλήματος τοποθετείται στις αρχές του 21^{ου} αιώνα, στην περίοδο που ακολούθησε την απότομη κατάρρευση των αποτιμήσεων των εταιριών υψηλής τεχνολογίας στις ΗΠΑ. Οι νομισματικές αρχές, στην προσπάθειά τους να αποφύγουν σημαντική επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας κατέφυγαν σε σημαντικές μειώσεις των επιτοκίων. Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ (**Fed**) μείωσε σημαντικά το επιτόκιο παρέμβασης στο 1%, που είναι το χαμηλότερο επίπεδο όλων των εποχών.

Ακολούθησε μια παρατεταμένη περίοδος χαμηλών επιτοκίων η οποία είχε διττό αποτέλεσμα: αφενός, την αύξηση της προθυμίας των νοικοκυριών να καταφύγουν στον φθηνότερο τραπεζικό δανεισμό, και αφετέρου, από την πλευρά των μεγάλων πιστωτικών ιδρυμάτων, την αναζήτηση μεγαλύτερων αποδόσεων κυρίως μέσω του επιχειρηματικού μοντέλου «**originate and distribute model**».

5.2.1 Originate and Distribute Model

Στα πλαίσια του μοντέλου αυτού, οι τράπεζες, ή άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, αντί να κρατούν τα δάνεια που οι ίδιες δημιουργούν και να τα εμφανίζουν στον Ισολογισμό τους, τα μεταβιβάζουν στην δευτερογενή αγορά. Η μεταβίβαση αυτή δανείων σε Εταιρίες Ειδικού Σκοπού (**Special Purpose Vehicles** ή **SPVs**), γίνεται είτε απευθείας, είτε τα μετατρέποντάς τα εν λόγω δάνεια σε εμπορεύσιμους τίτλους (**securitization**). Οι Εταιρίες Ειδικού Σκοπού



Financial Crises – A Taxonomy

χρηματοδοτούνται από την έκδοση αυτών των τίτλων, όπως για παράδειγμα τα Χρεόγραφα Δανειακών Εγγυήσεων (**Asset Backed Securities**), τα Δομημένα Επενδυτικά Προϊόντα (**Structured Credit Products**), και τους Τίτλους Εγγυημένων Δανειακών Υποχρεώσεων (**Collateralized Debt Obligations or CDOs**). Η αξία των προαναφερθέντων τίτλων αποτιμάται κυρίως από τα Πρακτορεία Πιστοληπτικής Βαθμολόγησης (**Credit Rating Agencies or CRAs**). Η πληρωμή των τοκομεριδίων στους επενδυτές εξαρτάται άμεσα από την συμπεριφορά των δανειοληπτών, χωρίς ωστόσο να έρθουν αυτές οι δύο ομάδες σε επαφή.

Ωστόσο το εν λόγω μοντέλο είχε ως αποτέλεσμα οι τράπεζες να χορηγούν δάνεια μεγαλύτερου πιστωτικού κινδύνου με λιγότερες απαιτήσεις δικαιολογητικών και τεκμηρίωσης, αλλά και να δημιουργούν λιγότερο διαφανή χρηματοοικονομικά προϊόντα, η αξιολόγηση των οποίων καθίσταται πολύπλοκη από τις εταιρίες πιστοληπτικής διαβάθμισης. Επιπλέον, οι επενδυτές βασιζόνταν τυφλά στις βαθμολογήσεις που τους έδιναν τα **Credit rating Agencies (CRAs)**. Αυτό οφείλεται κυρίως στο γεγονός ότι τα δομημένα επενδυτικά προϊόντα λειτουργούσαν σε μια άτυπη αγορά, με μικρό βαθμό ρευστοποίησης, καθώς οι τίτλοι που δεν απορροφούνταν από την ζήτηση έπρεπε να επαναγοραστούν από την αρχική τράπεζα. Η μεγάλη εξάρτηση από τα **CRAs**, σε συνδυασμό με τον περιορισμένο έλεγχο των δανειοληπτών από τις τράπεζες, οδήγησε στην κρίση της εμπιστοσύνης ως προς την βαθμολόγηση των **CRAs**. Καθώς τέτοια μοντέλα απαιτούν αγοραίες τιμές που αντικατοπτρίζονται σε σχετικούς δείκτες, η απουσία αξιόπιστων δεικτών δημιούργησε ρήγμα στη λειτουργία του μοντέλου. Με την πώληση των τελικών τίτλων στους επενδυτές, εξαλείφονταν και το τελευταίο κίνητρο που είχε η τράπεζα να αναγκάσει τους δανειολήπτες να ανταποκριθούν στις υποχρεώσεις τους.



5.2.2 Ειδικές Επενδυτικές Εταιρίες (Special Investment Companies)

Τα τελευταία χρόνια ανεδείχθησαν πολλές Ειδικές Επενδυτικές Εταιρίες (**Special Investment Companies**) που λειτουργούσαν στα πλαίσια τραπεζικών ομίλων, προσφέροντας εξελιγμένα προϊόντα. Μορφές τέτοιων επενδυτικών εταιριών υψηλής μόχλευσης αποτελούσαν τα **Conduits** και τα **SIVs** (από το **Structured Investment Vehicles**, δηλαδή Εταιρίες Δομημένων Επενδυτικών Προϊόντων). Η πολιτική αυτών των οντοτήτων όριζε τη διακράτηση **CDOs** που εξασφάλιζαν μακροχρόνια ρευστότητα και κεφάλαια από την έκδοση βραχυπρόθεσμων Εμπορικών Τίτλων Δανειακών Εγγυήσεων (**Asset-Backed Commercial Papers, ABCPs**). Τα κίνητρα των μητρικών επιχειρήσεων στη συγκρότηση τέτοιων οντοτήτων συνίσταντο στην εξάλειψη των περιοριστικών απαιτήσεων για κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών. Μόνη υποχρέωση των τελευταίων ήταν να εγγυηθούν τη δυνατότητα των **Conduits** και των **SIVs** να ξεχρεώσουν τους επενδυτές τους (δηλαδή τους κατόχους τίτλων **ABCPs**), εάν οι εταιρίες αυτές δεν κατάφερναν να εκδώσουν νέους τίτλους στην αγορά . Το βασικό δε πρόβλημα στην όλη διαδικασία εντοπίζεται στην απόκρυψη της διακράτησης τέτοιων τίτλων στους Ισολογισμούς των τραπεζών.

Αδυναμίες στη Λειτουργία των Special Investment Companies

Ο μεγάλος ετεροχρονισμός ωρίμανσης στα στοιχεία του Ισολογισμού (διαφορετικός χρόνος ωρίμανσης-λήξης μεταξύ των στοιχείων του Ενεργητικού και του Παθητικού), των **Conduits** και των **SIVs**, καθώς και η απουσία πλάνου αντιμετώπισης απρόβλεπτων αναγκών χρηματοδότησης εκ μέρους των τραπεζών εξέθεσαν τις τελευταίες στον κίνδυνο ρευστότητας, τον βασικό παράγοντα αύξησης των επιτοκίων στη διατραπεζική αγορά. Η μείωση της



Financial Crises – A Taxonomy

μόχλευσης των τραπεζών (με την απομάκρυνση από τον Ισολογισμό των απαιτήσεων σε δάνεια) αποδέσμευσε κεφάλαια διαθέσιμα προς παραγωγικές επενδύσεις.

Ορισμένες τράπεζες υποτίμησαν την πραγματική τους έκθεση στον πιστωτικό κίνδυνο που εμπεριείχαν τα χαρτοφυλάκια των **Conduits**. Κατά συνέπεια, υποτίμησαν και τον αντίστοιχο κίνδυνο ρευστότητας. Η ανεπάρκεια διαφάνειας ως προς τον τελικό φορέα που θα επωμιζόταν τους κινδύνους δημιούργησε ένα διάχυτο ρίσκο αντισυμβαλλομένων, το δεύτερο βασικό παράγοντα αύξησης των επιτοκίων στη διατραπεζική αγορά.

5.2.3 Κερδοσκοπική έξαρση στην αμερικανική αγορά ακίνητων

(US Housing Bubble)

Την δεκαετία που προηγήθηκε της κρίσης, η Αμερικανική οικονομία δέχτηκε μεγάλες εισροές ξένων κεφαλαίων από τις γρήγορα αναπτυσσόμενες ασιατικές χώρες καθώς και από τις χώρες παραγωγής πετρελαίου. Οι χρηματοροές αυτές βοήθησαν στη μείωση των επιτοκίων. Από το **2001** έως το **2003** η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ (**Federal Reserve Bank**) μείωσε τα Κατατεθειμένα Χρηματικά Διαθέσιμα (**Federal Funds Rate**), από **6,5%** σε **1%**. Η μείωση των επιτοκίων συντέλεσε στην αύξηση ζήτησης πιστώσεων για αγορά κατοικίας. Οι συνολικές δαπάνες για απόκτηση κατοικίας από **627** δις δολάρια το **2001**, το **2005**, καθώς η «φούσκα» στην εν λόγω αγορά διογκώνονταν, ανήλθαν στα **1.428** δις δολάρια, γεγονός που ώθησε την οικονομική ανάπτυξη. Αποτέλεσμα των ανωτέρω ήταν τόσο η αύξηση των τιμών στον κτηματομεσιτικό τομέα, όσο και η αύξηση των τιμών των αγορών αξιόγραφων. Κατά την διάρκεια της περιόδου μεταξύ **1997** και **2006**, η τιμή ενός τυπικού αμερικανικού σπιτιού αυξήθηκε κατά **124%**.



5.2.4 Δάνεια Χαμηλής εξασφάλισης (Subprime Loans)

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

Πολλοί οικονομικοί αναλυτές υποστηρίζουν ότι πέραν των χαμηλών επιτοκίων, που ενίσχυσαν την αύξηση των στεγαστικών δανείων, σημαντικό ρόλο προς αυτήν την κατεύθυνση έπαιξαν τόσο η κυβέρνηση, όσο και οι ανταγωνιστικές πιέσεις μεταξύ των πιστωτικών ιδρυμάτων. Πολλές επενδυτικές τράπεζες αλλά και επιχειρήσεις χρηματοδοτούμενες από το κράτος όπως η **Fannie Mae** συνέβαλλαν αποφασιστικά στην έξαρση της παροχής επικίνδυνων δανείων χαμηλής εξασφάλισης.

Από το **10%** των συνολικών ενυπόθηκων δανείων το **2004**, τα ενυπόθηκα δάνεια μειωμένης εξασφάλισης κατά την περίοδο **2005-2006** (που ήταν και η περίοδος αιχμής της «φούσκας» στην αγορά κατοικίας), αποτελούσαν το **20%** των συνολικών ενυπόθηκων δανείων.



5.3 Το ξέσπασμα της Κρίσης

Στις **αρχές του 2007** επικρατούσε έντονη φημολογία γύρω από τη στεγαστική αγορά των ΗΠΑ που παρουσίαζε σημάδια κόπωσης. Αναλυτές εξέφραζαν σε στήλες του οικονομικού τύπου την ανησυχία τους για μια επερχόμενη κρίση. Παράλληλα η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα προέβαινε διαρκώς σε σταδιακές αυξήσεις του ευρωεπιτοκίου ώστε να αντιμετωπίσει τις πληθωριστικές πιέσεις που ταλάνιζαν την ευρωπαϊκή οικονομία. Έντονα πλήττονταν οι δανειολήπτες, ενώ παράγοντες στην τραπεζική αγορά συνιστούσαν στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να είναι πιο φειδωλά στη χορήγηση δανείων. Την ίδια στιγμή το δολάριο εξακολουθούσε να υποχωρεί έναντι του ευρώ. Επιχειρήσεις μετέφεραν τα εργοστάσιά τους στην Αμερική και η ανεργία στην Ευρώπη αυξανόταν, ενώ πλήττονταν παράλληλα και οι εξαγωγές.

Στην Ελλάδα δημιουργήθηκε τεράστιο απόθεμα νεόδμητων κατοικιών, οι οποίες όμως γίνονταν δυσπρόσιτες, λόγω, μεταξύ άλλων, των υψηλών επιτοκίων στα στεγαστικά δάνεια, τη στιγμή που έρευνες έδειχναν στροφή των καταναλωτών σε μικρότερα και μεταχειρισμένα διαμερίσματα.

Παράλληλα άρχισαν να προκύπτουν σοβαρά προβλήματα από την χορήγηση ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων. Τα προβλήματα που προέκυψαν από τη χορήγηση αυτών των δανείων οφείλονται στην καταστρατήγηση ενός βασικού κανόνα της τραπεζικής πίστης: την αναγκαιότητα διεξαγωγής της δέουσας πιστοληπτικής αξιολόγησης των δανειοληπτών ώστε να διαφοροποιηθούν οι επιτοκιακές χρεώσεις, ανάλογα με τον κίνδυνο.

Οι τράπεζες που διέθεταν τίτλους σε **Conduits** και **SVIs** χρειάζονταν άμεσα ρευστότητα ώστε να ανταποκριθούν στις υποχρεώσεις τους στις εγγυήσεις που είχαν δώσει και για να μεταφέρουν τα υποκείμενα δάνεια στον Ισολογισμό τους,



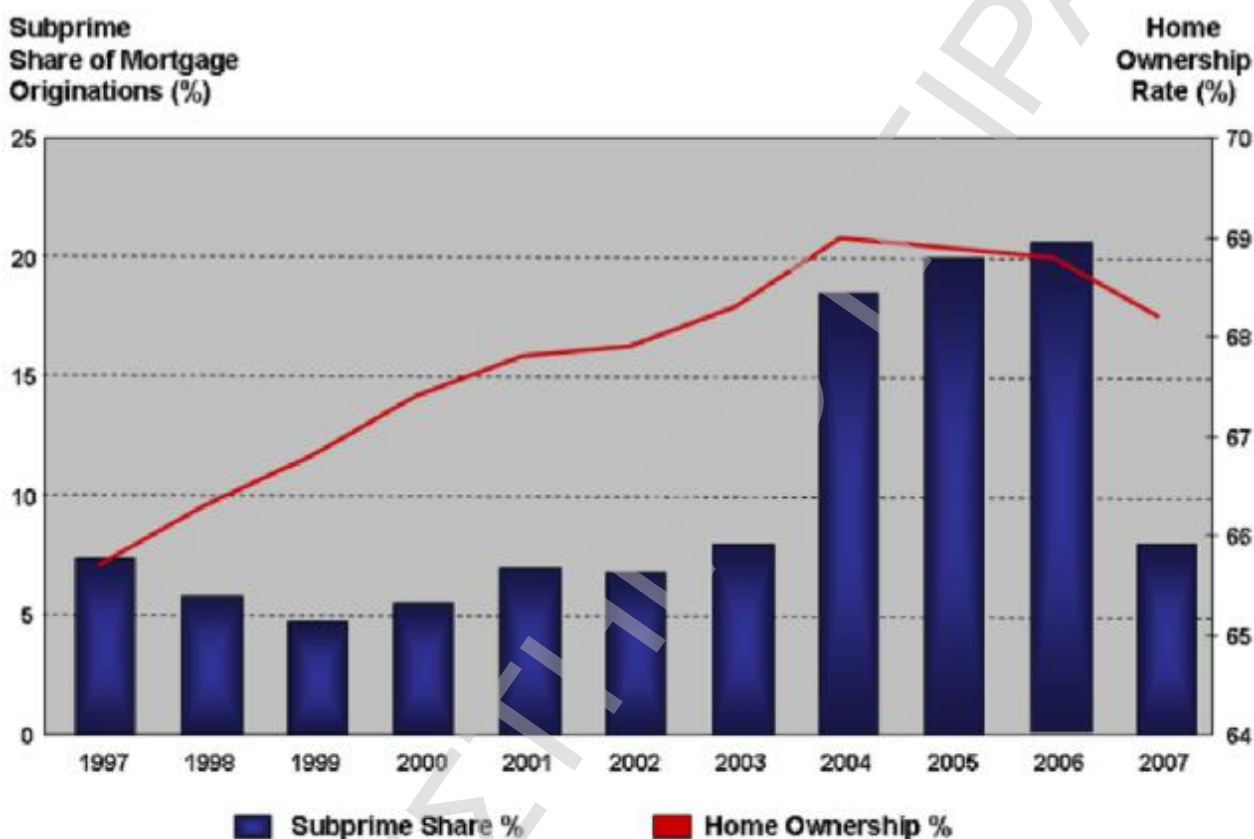
Financial Crises – A Taxonomy

κάτι που δημιουργούσε αναπροσαρμογές και στους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας. Όσες δε διέθεταν τέτοιους τίτλους, αντιμετώπιζαν με διστακτικότητα το ενδεχόμενο δανεισμού μιας άλλης τράπεζας στη διατραπεζική αγορά, εξαιτίας της έλλειψης διαφάνειας από την έκθεση τους στον κίνδυνο ρευστότητας. Απόρροια του τελευταίου ήταν και η απότομη αύξηση των επιτοκίων στην "αφερέγγυα" πλέον διατραπεζική αγορά. Τα ιδρύματα που εξαρτιόνταν από την αγορά μακροπρόθεσμων χρηματοδοτήσεων υπέστησαν και τις μεγαλύτερες απώλειες.

Όταν τα επιτόκια άρχιζαν να ανεβαίνουν, πολλοί δανειολήπτες αδυνατούσαν να ανταποκριθούν στις συμβατικές τους υποχρεώσεις, πολλές φορές ακόμη και πριν τη μεταβολή τους. Ενώ λοιπόν τα μη εξυπηρετούμενα ενυπόθηκα δάνεια την περίοδο **1998-2006** ήταν της τάξης του **10-15 %**, το **2006** αυξήθηκαν απότομα στο **25 %**.



US Subprime Lending Expanded Significantly 2004-2006



Sources: U.S. Census Bureau; Harvard University- State of the Nation's Housing Report 2008

Πηγή: US Census Bureau, Harvard University-State of the Nations's Housing Report 2008

Κατά το καλοκαίρι του 2007 κι ενώ πολλοί επίσημοι παράγοντες της αμερικανικής οικονομίας προσπαθούσαν να καθησυχάσουν τους επενδυτές, κεφάλαια της **Bear Stearns** πτώχευσαν λόγω κατοχής **CDOs** που βασιζόνταν σε **sup-prime** στεγαστικά δάνεια, και της υποχρέωσης της τράπεζας να εξυπηρετήσει τις απαιτήσεις των πιστωτών της με ρευστοποίηση των



Financial Crises – A Taxonomy

στοιχείων της. Τα **Rating Agencies (CRAs)** υποβάθμισαν τα **CDOs** που βασίζονταν σε **subprimes** και επλήγη η αυτοπεποίθηση της αγοράς για την ασφάλεια στη στεγαστική πίστη.

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ-ECB) προχώρησε σε αύξηση του ευροεπιτοκίου στο **4,25%** μπροστά στις πληθωριστικές πιέσεις, αλλά αναθεωρεί σχέδια περαιτέρω αυξήσεων μετά το ξέσπασμα της κρίσης.

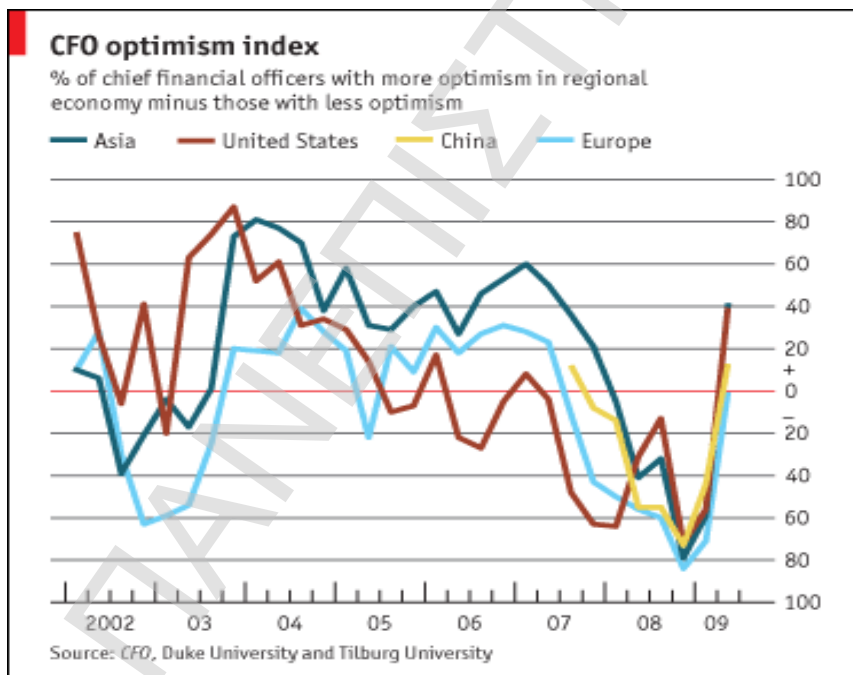
Επενδυτές των **ABCPs (Asset Backed Commercial Papers)** άρχισαν να χάνουν την εμπιστοσύνη τους και η ζήτηση για τα συγκεκριμένα χρεόγραφα έπεφτε, ένα φαινόμενο που χαρακτηρίστηκε ως "**flight to quality**" (στροφή προς την ποιότητα). Τράπεζες που είχαν υιοθετήσει τα **Conduits** και **SVIs** (κερδοσκοπικά προγράμματα που επωφελούνται από τη διαφορά μεταξύ βραχυπρόθεσμων επιτοκίων δανεισμού και μακροπρόθεσμες επιστροφές από δομημένα επενδυτικά προϊόντα) αναγκάστηκαν να ανταποκριθούν στις υποχρεώσεις τους απέναντι στις εγγυήσεις ρευστοποίησης. Σε αρκετές μάλιστα περιπτώσεις ο βαθμός της πραγματικής έκθεσης στο ρίσκο ήταν τελείως απρόσμενος, ένα φαινόμενο που απεκλήθη "**disaster myopia**" (μυωπία απέναντι στην καταστροφή). Η εμπιστοσύνη στη διατραπεζική αγορά κλονίστηκε λόγω της έκθεσης στον κίνδυνο ρευστότητας. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα την αύξηση των διατραπεζικών επιτοκίων.



5.4 Η διάχυση της Κρίσης

Τον **Σεπτέμβριο του 2007**, δύο γερμανικές τράπεζες, η **Sachsen Landesbank** και η **IKB** ανακοίνωσαν ότι υπέστησαν ουσιαστικές απώλειες από την κατοχή των **Conduits**. Η βρετανική **Northern Rock** βίωσε τη μεγαλύτερη ουρά (**bank run**) των τελευταίων δεκαετιών σε μια χώρα που φημίζεται για τα μεγάλα εγγυημένα χρηματικά αποθέματα.

Κατά το **δεύτερο εξάμηνο του 2007**, οι κεντρικές τράπεζες μεσολάβησαν συγχρονισμένα για την τόνωση της χρηματοπιστωτικής αγοράς με "ενέσεις ρευστότητας" και σταθεροποίησαν τις διακυμάνσεις στα βραχυπρόθεσμα επιτόκια. Ορισμένες κεντρικές τράπεζες, όπως η **Fed**, μείωσαν ακόμη και το βασικό επιτόκιο χρηματοδότησης, ενώ άλλες, όπως η **ECB**, παρακολουθώντας τις εξελίξεις, δεν προέβησαν στις προγραμματισμένες αυξήσεις. Παράλληλα, επλήγη η εμπιστοσύνη στα **rating agencies** ως προς την ικανότητά τους να βαθμολογήσουν τα δομημένα προϊόντα ("**crisis of confidence**").



Πηγή: CFO Duke University and Tilburg University



Μετά την πώληση της **Bear Stearns** σε εξευτελιστική τιμή στην **J.P. Morgan** το Μάρτιο του **2008**, η διεθνής αγορά έδειχνε να έχει μπει σε μια δίνη οικονομικής κρίσης. Το Σεπτέμβριο του **2008**, η αμερικανική κεντρική τράπεζα προσέφερε έκτακτη οικονομική ενίσχυση **85** δισεκατομμυρίων δολαρίων στην ασφαλιστική εταιρεία **AIG**, προκειμένου να αποτρέψει την κατάρρευσή της. Ο αμερικανικός κολοσσός **Lehman Brothers** κήρυξε πτώχευση, προκαλώντας αναστάτωση στην κυβέρνηση των ΗΠΑ.

Παρά το γεγονός πως οι **ελληνικές τράπεζες** δεν πρόλαβαν να επενδύσουν ιδιαίτερα σε τέτοια ριψοκίνδυνα προϊόντα, γνωστοποιήθηκαν ιδιωτικές επενδυτικές απώλειες.

Τον ίδιο μήνα, η **Merrill Lynch** εξαγοράστηκε από την **Bank of America**. Η κυβέρνηση της Αμερικής πρότεινε την άμεση ενίσχυση της ρευστότητας των τραπεζών για τη διάσωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος, πριν πληγεί περαιτέρω η οικονομία της χώρας, ενώ παράλληλα, εξαγοράζονται, οι **Fannie Mae** και **Freddie Mac**. Οι εξελίξεις διαδέχονταν η μία την άλλη, με την ανακοίνωση για λουκέτο στη **Washington Mutual**. Ο απρόσμενος κρατισμός των ΗΠΑ εξέπληξε αρχικά ευχάριστα τα χρηματιστήρια, ενώ αντιδράσεις διατυπώνονταν από τους αμερικανούς πολίτες για το φορολογικό βάρος που θα επωμίζονταν, καθώς προέβλεπε το Σχέδιο Πόλσον. Την άποψη αυτή συμμερίστηκε και το Κογκρέσο, καταψηφίζοντας το σχέδιο κρατικής ενίσχυσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος για αγορά των λεγόμενων "τοξικών ομολόγων" με δημόσιο χρήμα. Τα χρηματιστήρια αντικατόπτρισαν την απαισιοδοξία της αγοράς στους δείκτες τους, σημειώνοντας πτώση. Ο Πρόεδρος της Ευρωπαϊκής Ένωσης προανήγγειλε σχέδιο αντιμετώπισης του προβλήματος. Η κρίση μετά το πέρασμα του Ατλαντικού, πλησίασε όλο και νοτιότερα την Ευρώπη, καθώς μετά την κρατικοποίηση της **Brandford and**



Financial Crises – A Taxonomy

Bingley από τη βρετανική κυβέρνηση, πραγματοποιήθηκε μερική κρατικοποίηση του ευρωπαϊκού κολοσσού **Fortis** από το Βέλγιο, το Λουξεμβούργο και την Ολλανδία

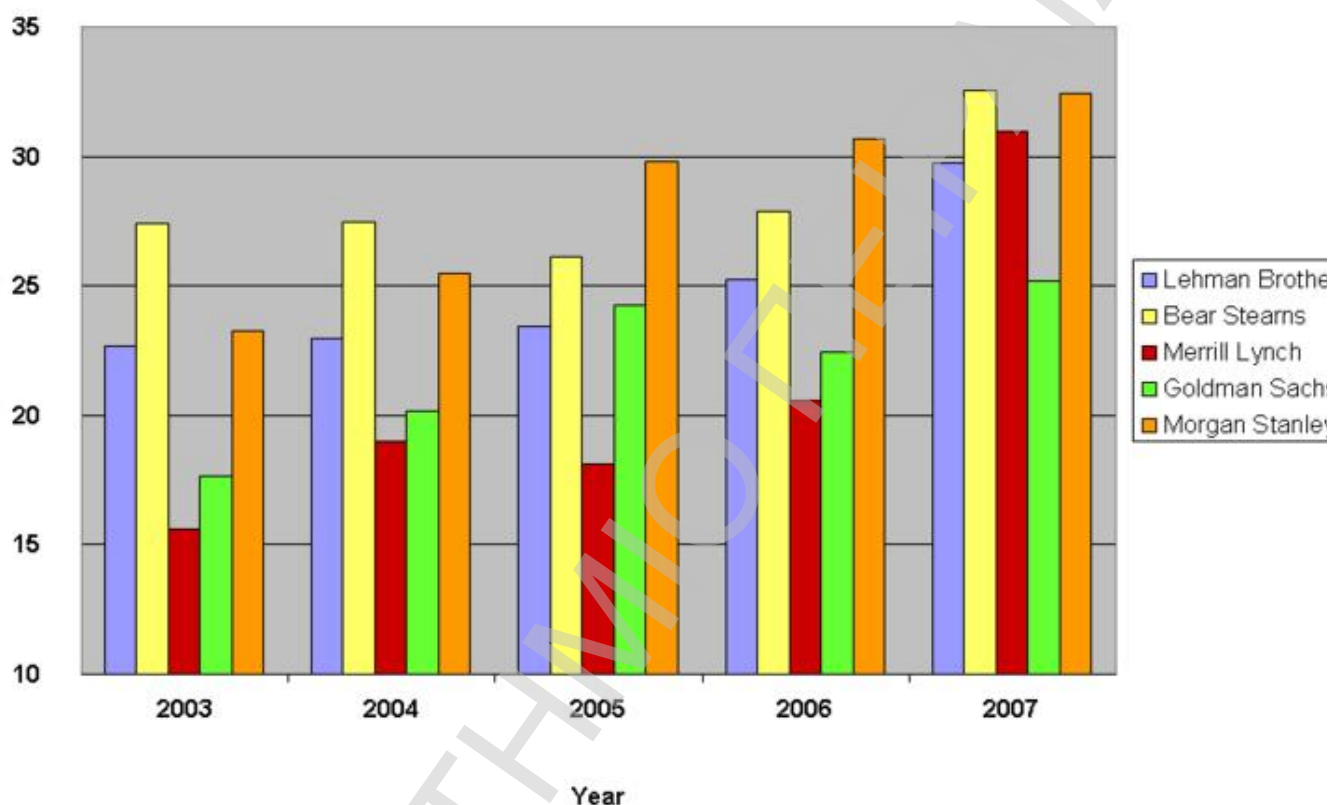
Τον Οκτώβριο του **2008** ψηφίστηκε στην αμερικανική Γερουσία νέα βελτιωμένη πρόταση. Παρά ταύτα, ακόμη και τα ίδια τα μέλη δεν μπορούν να εγγυηθούν με βεβαιότητα την επιτυχία ενός τέτοιου σχεδίου, ενώ παράγοντες της αγοράς μιλούν για επερχόμενη ύφεση που μπορεί να διαρκέσει μέχρι και 5 χρόνια.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ



Leverage Ratios For Major Investment Banks

The leverage ratio is a measure of the risk taken by a firm; a higher ratio indicates more risk. It is calculated as total debt divided by stockholders equity. Each firm's ratio increased between 2003-2007.



Source Data: Company Annual Reports (SEC Form 10K)

Την ίδια περίοδο το **Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών της Ελλάδος**, διαβεβαιώνει μεταξύ άλλων μέτρων για την τραπεζική αγορά και την κρατική εγγύηση των καταθετικών λογαριασμών μέχρι **20.000** με **30.000** ευρώ. Την ίδια στιγμή, γίνεται αισθητό το κόστος της διατραπεζικής αγοράς στην **Ελλάδα**, με αύξηση **0,5%** στα επιχειρηματικά και **1%** στα στεγαστικά δάνεια, ακόμη και σε εκείνα με σταθερό επιτόκιο. Η στεγαστική αγορά στην Ελλάδα παγώνει και υπολογίζονται γύρω στις **200.000** απούλητα ακίνητα, μεταξύ των οποίων και πολλά νεόδμητα, και οι κατασκευαστές προχωρούν σε προσφορές και μεγάλη υποχώρηση τιμών.



Financial Crises – A Taxonomy

Στο μεταξύ υπερψηφίζεται η βελτιωμένη πρόταση του Πόλσον για οικονομική ενίσχυση του χρηματοπιστωτικού συστήματος στη Βουλή των Αντιπροσώπων.

Στα τέλη του **2007** η **Hypo Real Estate**, η δεύτερη μεγαλύτερη τράπεζα στεγαστικών δανείων της ευρωπαϊκής οικονομίας, ανακοινώνει ότι το σχέδιο διάσωσης της, ύψους **35** δισ. ευρώ κατέρρευσε, μετά την αποκάλυψη νέων ελλειμμάτων. Πέντε ευρωπαϊκές χώρες αντιμετωπίζουν μεγάλα προβλήματα προσπαθώντας να σώσουν τις μεγάλες ευρωπαϊκές τράπεζες: η **Γερμανία**, το **Βέλγιο**, το **Λουξεμβούργο**, η **Ιταλία** και η **Ισλανδία**. Στην Ιταλία κινδυνεύει η δεύτερη μεγαλύτερη τράπεζα της χώρας, η **Unicredit**, ενώ το άλλοτε εύρωστο κράτος της μακρινής Ισλανδίας κινδυνεύει με πτώχευση, λόγω της μεγάλης έκθεσης στα τοξικά ομόλογα. Τα χρέη των ισλανδικών τραπεζών υπολογίζονται στα **138,34** δισ. δολάρια, σε σύγκριση με τα **19,37** δισ. δολάρια στα οποία ανέρχεται το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν. Το νόμισμα της χώρας υποτιμάται, οι πληθωριστικές πιέσεις εντείνονται, και η κυβέρνηση διαπραγματεύεται τη δανειοδότησή της από τη **Ρωσία**.

Οι αναλυτές καταλήγουν στο συμπέρασμα πως η ΕΚΤ θα προβεί σε μείωση των επιτοκίων. Η άποψη αυτή ενισχύεται και από τη μείωση του επιτοκίου στην **Αυστραλία** -1%. Μετά την τροπή που πήραν τα πράγματα, η **Γερμανία** αναλαμβάνει την εγγύηση όλων των τραπεζικών καταθέσεων των πολιτών από το γερμανικό κράτος, κόστος που ανέρχεται στα **500** δισ. ευρώ, κίνηση στην οποία προχωράει και η **Δανία**. Αρχίζει πλέον να αναθεωρείται η κατεύθυνση της Ε.Ε. υπέρ ενός καθολικού σχεδίου αντιμετώπισης του προβλήματος προτού αυτό πάρει μεγαλύτερες διαστάσεις. Από την Ιταλία προτείνεται η δημιουργία ενός ευρωκοινοτικού εγγυητικού ταμείου που θα συγκεντρώνει το **3%** του ΑΕΠ. Παράλληλα, συζητάτε η χαλάρωση των δημοσιονομικών κριτηρίων στην ευρωζώνη.



Στις 7 Οκτωβρίου, το **Ecofin** έθεσε ως ελάχιστο όριο εγγύησης τα **50.000** ευρώ ανά καταθετικό λογαριασμό. Στις 8 Οκτωβρίου ανακοινώνεται μείωση του ευρωεπιτοκίου στο **3,75%**, μεταβολή του επιτοκίου δανεισμού στην **Αγγλία** στο **4,5%** και της **Fed** στο **1,5%**. Την ίδια στιγμή παγώνει η αγορά στην αυτοκινητοβιομηχανία της Γερμανίας και γίνονται μαζικές απολύσεις στη **Σουηδία**.

Ο γενικός δείκτης στο **ΧΑ** πέφτει στις **2.512,01** μονάδες, σημειώνοντας απώλειες **4,31%**, ενώ η **Βρετανία** τονώνει τις τράπεζές της με οικονομική ενίσχυση **50** δισεκατομμυρίων λιρών. Η κρίση αντικατοπτρίζεται και στους δείκτες της **Ευρασίας**.

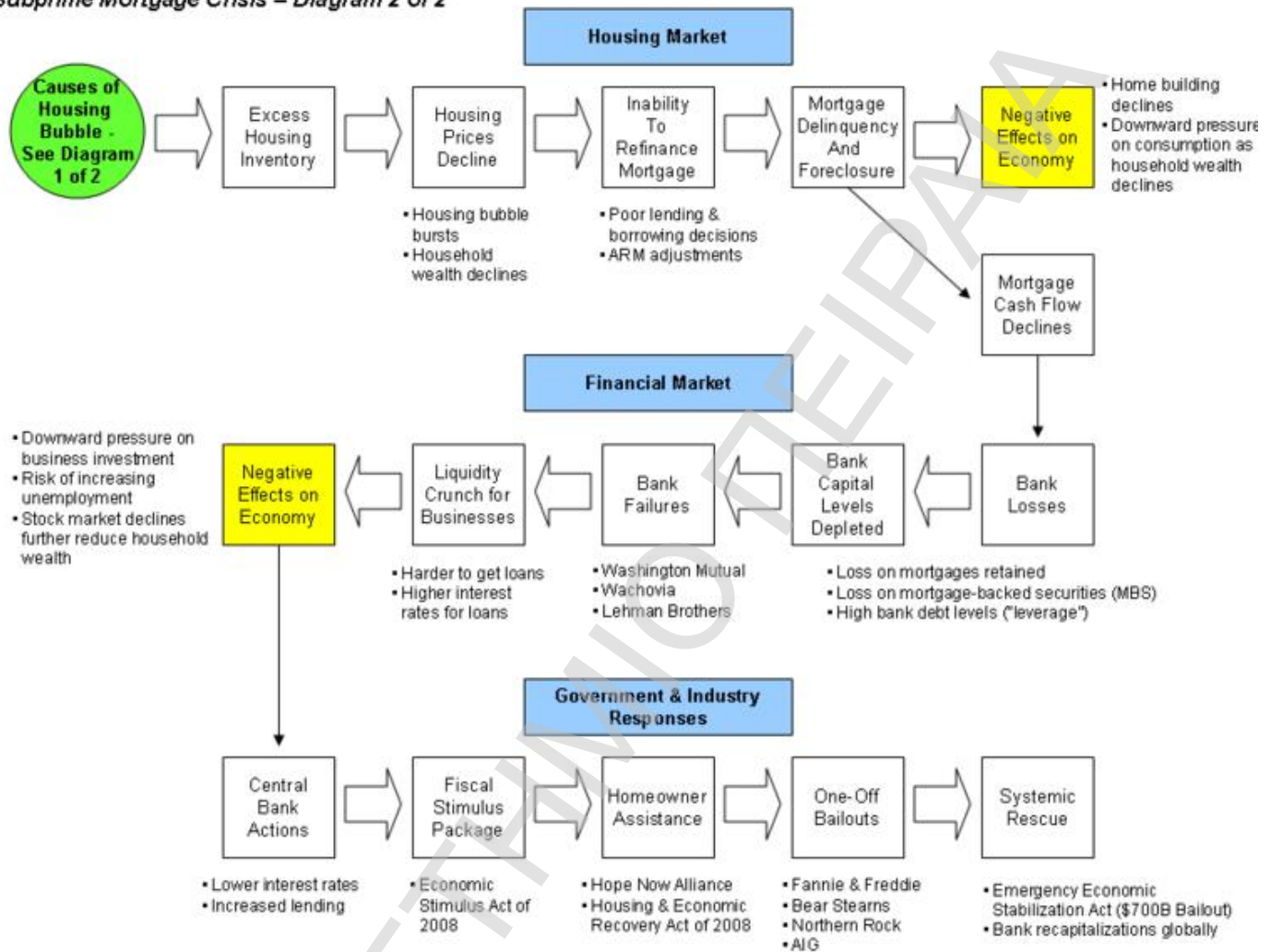
Παρά την εφαρμογή του σχεδίου Πόλσον στην **Αμερική**, οι ανακατατάξεις στον τραπεζικό τομέα συνεχίστηκαν, όπως επίσης και η κατακόρυφη πτώση των χρηματιστηριακών δεικτών. Στις **13 Οκτωβρίου 2008** η **Αγγλία** κατέθεσε σχέδιο καταγιμιστικών κρατικοποιήσεων των μισών βρετανικών τραπεζών, εκμεταλλευόμενη τα μεγάλα κεφαλαιακά αποθέματα της χώρας. Η κίνηση αυτή γέμισε με αισιοδοξία την Ευρώπη, με όλες τις χώρες να εξευρίσκουν τεράστιους κεφαλαιακούς πόρους, για την εγγύηση των αποθεμάτων και την αισιοδοξία των Ευρωπαίων επενδυτών να αναπτρώνεται.

Τα οικονομικά ιδρύματα που επηρεάστηκαν περισσότερο από την κρίση αφορούσαν στην εκμετάλλευση ακινήτων (**Real Estate**), χωρίς να απουσιάζουν προβλήματα σε τραπεζικές ή ασφαλιστικές υπηρεσίες. Τα πραγματικά προβλήματα της κρίσης διαφάνηκαν στην **ελληνική οικονομία**, με την άνοδο των επιτοκίων και το συντηρητισμό του χρηματοπιστωτικού συστήματος να πλήττει δανειολήπτες, μικρομεσαίες επιχειρήσεις, την αγοραστική συμπεριφορά των καταναλωτών, και λοιπές πτυχές της αγοράς, με άμεσο αντίκτυπο στην οικονομία.



Financial Crises – A Taxonomy

Subprime Mortgage Crisis – Diagram 2 of 2



Πηγή: Company Annual Reports (SEC Form)



5.5 Συνοπτική Παρουσίαση του Χρονικού της Κρίσης

- Ø **8 Φεβρουαρίου 2007:** Η **HSBC** σε ανακοίνωσή της πρώτη φορά προειδοποιεί ότι η αγορά ίσως αντιμετωπίσει προβλήματα από την αύξηση των επισφαλειών στον κλάδο των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης.
- Ø **27 Φεβρουαρίου 2007:** οι παγκόσμιες αγορές διακατέχονται από φόβους όσον αφορά στις ασιατικές αγορές μετοχών και δημιουργούνται περαιτέρω ανησυχίες σχετικά με μεγαλύτερη επιδείνωση στην αγορά των αμερικάνικων στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης . Η σχετικά μικρή διόρθωση των χρηματιστηριακών δεικτών (**Done Jones EURO STOXX 8% , S & P 500 6%**), τελειώνει στις **14 Μαρτίου** και οι αγορές μετοχών επανακτούν την ανοδική τάση τους.
- Ø **5 Ιουνίου 2007:** Ο διευθύνων σύμβουλος της ελβετικής τράπεζας **UBS** Πήτερ Βούφλι απομακρύνεται εξαιτίας ζημιών **124** εκ. δολαρίων που ανακοίνωσε το **hedge fund** με την επωνυμία **Dillon Read**.
- Ø **20 Ιουνίου 2007:** Δύο **Hedge Funds** που ελέγχονται από την **Bear Stearns** ανακοινώνουν ζημιές εξαιτίας της επένδυσής τους σε μετοχές που συνδέονται με στεγαστικά δάνεια μειωμένης πιστοληπτικής εξασφάλισης.
- Ø **Τέλος Ιουνίου- αρχές Ιουλίου 2007 :** Οι εταιρίες πιστοληπτικής διαβάθμισης υποβαθμίζουν πολλούς τίτλους (όπως ομόλογα, **ABSs** και υποχρεώσεις χρέους – **CDOs** – που τροφοδοτούνται από δάνεια μειωμένης εξασφάλισης.
- Ø **Ιούλιος 2007:** Οι ήδη επιβαρυνμένες συνθήκες στις πιστωτικές αγορές οδηγούν σε καθυστερήσεις στην έκδοση ομολόγων υψηλής απόδοσης. Οι



τράπεζες οι οποίες ήταν εγγυητές αυτών των δανείων αναγκάστηκαν να τα απορροφήσουν στους Ισολογισμούς τους.

- Ø **30 Ιουλίου 2007:** η γερμανική τράπεζα **IKB** ανακοινώνει απώλειες και αδυνατεί να ανταπεξέλθει στις υποχρεώσεις της για παροχή ρευστότητας σε ειδικές επενδυτικές εταιρίες.
- Ø **Αύγουστος 2007:** Η αγορά εμπορικών εγγράφων αντιμετωπίζει δυσκολίες. Οι ειδικές επενδυτικές εταιρίες (**Conduits**) αντιμετωπίζουν δυσκολίες στην εξεύρεση πελατών και παροτρύνουν τις τράπεζες που χρηματοδότησαν την δημιουργία τους να τους παράσχουν ρευστότητα ή να τα απορροφήσουν στο Ισολογισμό τους.
- Ø **16 Αυγούστου 2007:** Οι παγκόσμιες αγορές μετοχών παρουσιάζουν κρίση λόγω της αποστροφής των επενδυτών να αναλάβουν κίνδυνο και τις μεταφορές κεφαλαίων σε ασφαλέστερες τοποθετήσεις
- Ø **17 Αυγούστου 2007:** η ομοσπονδιακή τράπεζα των ΗΠΑ μειώνει το επιτόκιο της κατά 50 μονάδες βάσης διαμορφώνοντάς το στο 5,75%.
- Ø **14 Σεπτεμβρίου 2007 :** η παρέμβαση της τράπεζας της Αγγλίας για την στήριξη της **Northern Rock** πυροδοτεί ομαδική φυγή κεφαλαίων, η οποία σταματά έπειτα από σχετικές διαβεβαίωσης του Υπουργού Οικονομικών της Μ. Βρετανίας σχετικά με τα αποθεματικά της τράπεζας.
- Ø **18 Σεπτεμβρίου 2007:** η Επιτροπή Αμερικάνικης Ομοσπονδιακής Ελεύθερης Αγοράς (**FOMC**), μειώνει τα επιτόκια σε 4,75 %.
- Ø **Σεπτέμβριος – Οκτώβριος 2007:** Οι αγορές χρήματος αντιμετωπίζουν ακόμη τις εντάσεις, ενώ οι συμμετέχοντες της αγοράς παραμένουν προβληματισμένοι όσον αφορά στον αντίκτυπο της αναταραχής στα αποτελέσματα των τραπεζών.



- Ø **30 Οκτωβρίου 2007:** Ο διευθύνων σύμβουλος της **Merrill Lynch** απομακρύνεται έπειτα από διαγραφές αξιών ύψους **4,8** δις δολαρίων τις οποίες ανακοίνωσε η τράπεζα.
- Ø **Αρχές Νοεμβρίου 2007:** Συνεχίζονται οι ανησυχίες σχετικά με τις απώλειες των τραπεζών από την έκθεσή τους στα σύνθετα επενδυτικά προϊόντα και δημιουργούνται φόβοι σχετικά με την περαιτέρω επέκταση της κρίσης.
- Ø **16 Μαρτίου 2008:** Η **Bear Stearns** καταρρέει και πωλείται στην **JP Morgan** με την της εγγύηση **FED**.
- Ø **19 Μαρτίου 2008:** Η τράπεζα της Αγγλίας και Βρετανική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς καθυστερούν την αγορά ύστερα από φήμες για έκθεση της **HBOS** στην αγορά υποθηκών μειωμένης εξασφάλισης που ρίχνει την τιμή της μετοχής κατά **17%**.
- Ø **14 Ιουλίου 2008:** Η **Alliance & Leicester** πωλείται στην ισπανική **Santander** προκειμένου να διασφαλίσει το μέλλον της, καθώς η έκθεσή της στην αγορά στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης έχει καταστήσει το μέλλον της επισφαλές.
- Ø **Σεπτέμβριος 2008:** Οι δύο μεγαλύτερες εταιρίες παροχής στεγαστικών δανείων, **Fannie Mae and Freddie Mac**, εκπέμπουν σήμα κινδύνου και κρατικοποιούνται.
- Ø **14 Σεπτεμβρίου 2008:** Η τράπεζα **Merrill Lynch** εξαγοράζεται από την **Bank of America** προκειμένου να διασωθεί.
- Ø **15 Σεπτεμβρίου 2008:** Η ιστορική επενδυτική τράπεζα **Lehman Brothers**, μετά από ιστορία **185** χρόνων καταρρέει.



- Ø **16 Σεπτεμβρίου 2008:** Η κορυφαία ασφαλιστική εταιρία **AIG** σώζεται έπειτα από παρέμβαση της **FED**, η οποία στην ουσία την κρατικοποιεί.
- Ø **18 Σεπτεμβρίου 2008:** Οι κεντρικές τράπεζες χορηγούν επιπλέον ρευστότητα της τάξεως των **180** δις δολαρίων.
- Ø **19 Σεπτεμβρίου 2008:** Η αμερικανική κυβέρνηση ανακοινώνει σχέδιο διάσωσης **700** δις δολαρίων .
- Ø **22 Σεπτεμβρίου 2008 :** Η **Goldman Sachs and Stanley** απολαμβάνουν την ενίσχυση της **FED**.
- Ø **28 Σεπτεμβρίου 2008:** Κρατικοποίηση της **Fortis**.
- Ø **1 Οκτωβρίου 2008:** Το Κογκρέσο εγκρίνει σχέδιο αμερικάνικο σχέδιο διάσωσης.
- Ø **12 Οκτωβρίου 2008:** Οι Ευρωπαίοι ηγέτες ανακοινώνουν τα σχέδια στήριξης των τραπεζών.
- Ø **24 Οκτωβρίου 2008:** Οι δείκτες των χρηματιστηρίων παρουσιάζουν κάθετη πτώση.
- Ø **16 Ιανουαρίου 2009:** Οι ιρλανδικές αρχές αποκτούν τον έλεγχο της **Anglo Irish Bank**, αναπαράγοντας την ίδια τακτική που ακολουθήθηκε κατά την περίπτωση της **Citigroup** τον προηγούμενο Νοέμβριο.
- Ø **16 Ιανουαρίου 2009:** Οι αρχές των ΗΠΑ αποφασίζουν να υποστηρίξουν την **Bank of America**, μέσω προνομιούχων μετοχών, και εγγυήσεων για μια ομάδα προβληματικών περιουσιακών στοιχείων του Ενεργητικού.
- Ø **19 Ιανουαρίου 2009:** Στα πλαίσια ενός ευρύτερου σχεδίου διάσωσης οι βρετανικές αρχές αύξησαν το μερίδιο συμμετοχής τους στην **Royal Bank of Scotland**. Τις επόμενες μέρες ακολούθησαν παρόμοιες κινήσεις και από τις αρχές άλλων κρατών.

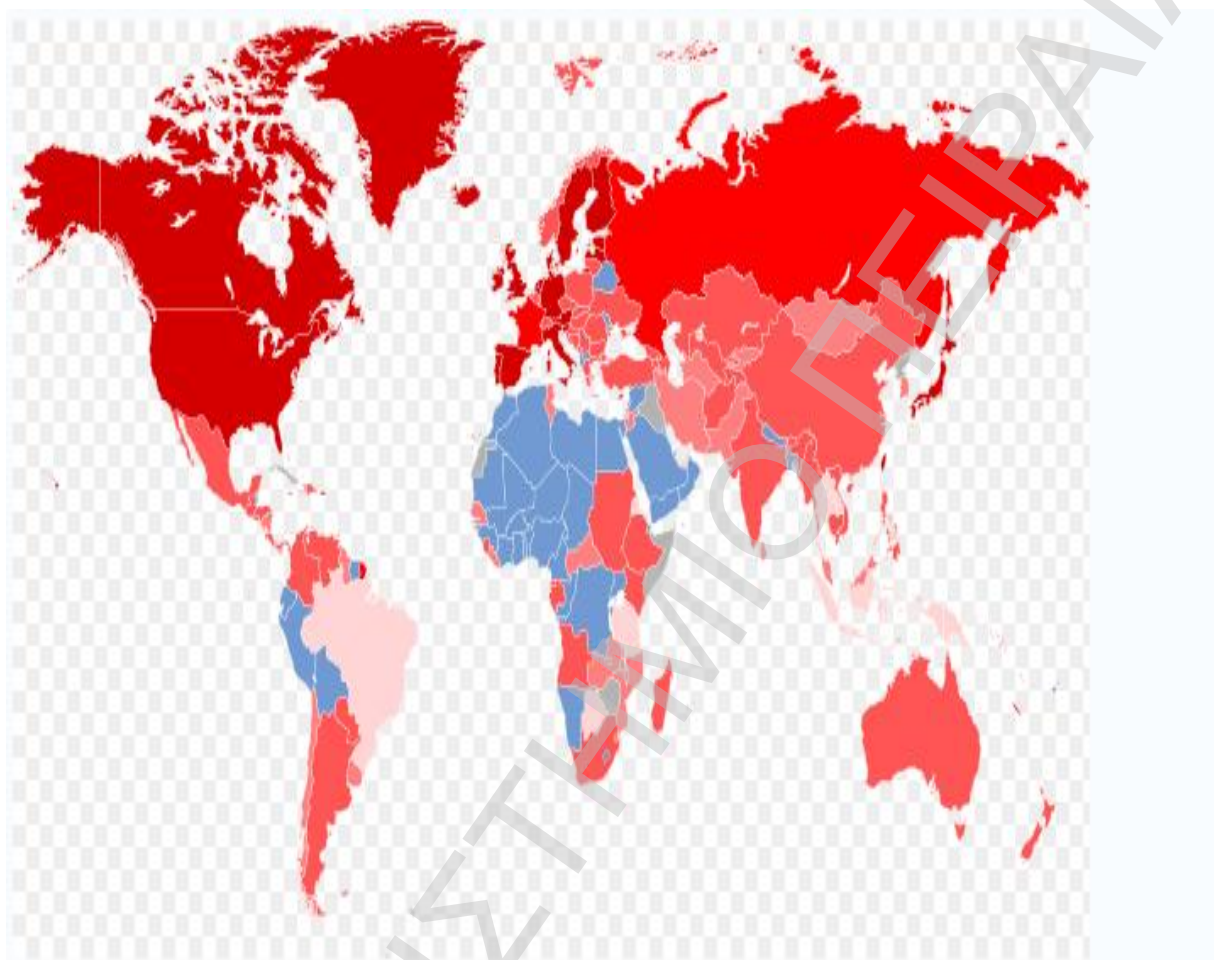


- Ø **10 Φεβρουαρίου 2009:** Οι αρχές των ΗΠΑ παρουσίασαν ολοκληρωμένα μέτρα για τη στήριξη του χρηματοπιστωτικού τομέα, συμπεριλαμβανομένου και του δημόσιο-ιδιωτικού επενδυτικού προγράμματος (**Public-Private Investment Plan – PPIP**-), ύψους **1** τρις δολαρίων για την αγορά προβληματικών περιουσιακών στοιχείων.
- Ø **10 Φεβρουαρίου 2009:** Οι Υπουργοί Οικονομικών της ομάδας **G7** και οι Διοικητές των κεντρικών τραπεζών επιβεβαίωσαν τη δέσμευσή τους να χρησιμοποιήσουν πλήρως τα εργαλεία της οικονομικής πολιτικής για την στήριξη της απασχόλησης και της ανάπτυξης, καθώς και την ενίσχυση του ευρύτερου χρηματοπιστωτικού τομέα.
- Ø **5 Μαρτίου 2009:** Η τράπεζα της Αγγλίας εγκαινίασε ένα πρόγραμμα αξίας περίπου **100** δις δολαρίων, με στόχο την αγορά προβληματικών περιουσιακών στοιχείων του ιδιωτικού τομέα, καθώς επίσης και την αγορά κυβερνητικών ομολόγων.
- Ø **18 Μαρτίου 2009:** Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ ανακοινώνει σχέδια για την αγορά μακροπρόθεσμων αξιόγραφων του Δημοσίου διάρκειας έξι μηνών, και την αύξηση των ανώτατων ποσών που προγραμματίστηκαν για την αγορά αμερικάνικων τίτλων που σχετίζονται με τον κτηματομεσιτικό τομέα
- Ø **23 Μαρτίου 2009:** Το αμερικάνικο Υπουργείο Οικονομικών ανακοινώνει λεπτομέρειες που αφορούν στο **Public-Private Investment Plan** που πρότεινε τον Φεβρουάριο.
- Ø **2 Απριλίου 2009:** Η σύνοδος κορυφής των **G20** ανακοίνωσε την υπόσχεση για κοινή προσπάθεια των κυβερνήσεων με στόχο την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης και της ανάπτυξης , όπως επίσης και την ανάληψη μέτρων για ενίσχυση του χρηματοπιστωτικού συστήματος.









- Ø **24 Απριλίου 2009:** Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ έδωσε λεπτομερείς πληροφορίες σχετικά με τα αποτελέσματα αξιολόγησης των **19** μεγαλύτερων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων των ΗΠΑ, δηλώνοντας ότι οι περισσότερες τράπεζες την δεδομένη περίοδο υπερβαίνουν κατά πολύ τα ελάχιστα απαραίτητα κεφάλαια.
- Ø **7 Μαΐου 2009:** Το Διοικητικό Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας αποφάσισε ότι το **Euro system** θα προβεί στην αγορά **covered bonds** βασισμένα σε ευρώ.
- Ø **7 Μαΐου 2009:** οι αμερικανικές αρχές δημοσίευσαν τα αποτελέσματα της έκθεσης αξιολόγησης, βάσει της οποίας εντοπίστηκαν **10** τράπεζες με συνολικό έλλειμμα κεφαλαίου ύψους **75** δις δολαρίων, το οποίο θα έπρεπε να καλυφτεί με κοινές μετοχές.

Όπως όλα δείχνουν , τα μεγάλα θύματα της κρίσης είναι οι δημιουργοί της, δηλαδή οι επενδυτικές τράπεζες. Στον τραπεζικό κόσμο η εμπιστοσύνη είναι ένα πολύτιμο αγαθό, καθώς όλο το τραπεζικό σύστημα έχει κτιστεί πάνω σε σχέσεις εμπιστοσύνης .Από τη στιγμή που η σχέση εμπιστοσύνης ουσιαστικά διερράγη η κατάρρευσή του ήταν σχεδόν θέμα χρόνου.



(2007-2009) WORLD FINANCIAL CRISIS

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

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

Πηγή :International Monetary Fund (December 2008)



5.6 Η Μετάβαση στην Παρεμβατική Κεφαλαιαγορά

Μετά την αποτυχία του μοντέλου Παραγωγής και Διανομής Δανείων (**Originate and Distribute Model**), παρατηρήθηκε μια μετακίνηση σε ένα χρηματοοικονομικό σύστημα με επίκεντρο τη κεφαλαιαγορά. Ήταν εμφανείς οι κινήσεις προς μία πιο αυστηρά θεσμοθετημένη και παρεμβατική αγορά, ένα φαινόμενο που συχνά χαρακτηρίζεται "**over-regulation**" ή "**over-shooting**". "Εχθρικές" συνθήκες της κεφαλαιαγοράς απέναντι στην τιτλοποίηση της στεγαστικής πίστης όμως είχαν άμεσες επιπτώσεις στα επιτόκια της διατραπεζικής αγοράς.

Τα πλούσια αποθέματα των περισσοτέρων ανεπτυγμένων ευρωπαϊκών κρατών καθυστέρησαν την κρίση, ενώ το πλαίσιο λειτουργίας τους προβλέπεται να γίνει ακόμη πιο αυστηρό μετά και την εφαρμογή της κοινοτικής οδηγίας **Capital Requirements Directive**, το ευρωπαϊκό ισοδύναμο της Βασιλείας II.

5.7 Οι Ενέργειες Αναδιάρθρωσης

Σε διάφορα συνέδρια που έλαβαν χώρα διεθνώς, κατά το πρώτο εξάμηνο του **2008** και έπειτα από μία πρώτη αξιολόγηση της κρίσης και των αιτιών της, κατατέθηκαν προτάσεις για τη διαχείριση του προβλήματος. Συγκεκριμένα, επισημάνθηκε η ανάγκη χάραξης κοινής νομισματικής πολιτικής σε διεθνές επίπεδο, με σκοπό την προώθηση της χρηματοοικονομικής σταθερότητας. Η δυσκολία στο εγχείρημα έγκειται στο συντονισμό συγχρονισμένης διεξαγωγής μεσοπρόθεσμης νομισματικής πολιτικής για την προστασία της σταθερότητας των τιμών, καθώς και άλλων μακροοικονομικών στόχων. Παράλληλα, τονίσθηκε η ανάγκη διεθνούς συντονισμού του χρηματοοικονομικού συστήματος. Η



ανταλλαγή πληροφοριών μεταξύ των αρχών που εποπτεύουν το χρηματοοικονομικό τομέα κρίθηκε σκόπιμη για τον έλεγχο των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και ατομικών ενεργειών.

5.7.1 Συντονισμός σε Διεθνές Επίπεδο

Επιπροσθέτως, προτάθηκε η ορθή διαίρεση του τομέα δράσης μεταξύ των εποπτικών αρχών για τον έλεγχο των διεθνοποιημένων επιχειρήσεων και των χρηματοοικονομικών ομάδων. Σκόπιμος κρίθηκε και ο εναρμονισμός των ρυθμιστικών μέτρων ώστε να εφαρμόζονται με τρόπο ενιαίο σε κάθε νομοθετικό πλαίσιο.

Η καθιέρωση διεθνών κανονισμών εντάχθηκε στο πλαίσιο μιας πρότασης για τη "Νέα Διεθνή Χρηματοοικονομική Δομή" (**New International Financial Architecture**). Σύμφωνα με το συγκεκριμένο σχέδιο, προβλέπονται όργανα της αγοράς με στοχευόμενη δράση, συνεργασία διεθνών οργανισμών και φόρουμ, όπως η Επιτροπή της Βασιλείας, η **IOSCO**, το Φόρουμ Χρηματοοικονομικής Σταθερότητας, το Συμβούλιο των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων, το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, το Ινστιτούτο Διεθνών Χρηματοοικονομικών, και εθνικοί τραπεζικοί οργανισμοί. Συγκεκριμένα, κατά την 1η Ιανουαρίου του **2008** ξεκίνησε στην Ευρώπη η εφαρμογή της οδηγίας της Βασιλείας **II**, "**Capital Adequacy Framework**" (Πλαίσιο Κεφαλαιακής Επάρκειας).



5.7.2 Συντονισμός σε Ευρωπαϊκό Επίπεδο

Σε ευρωπαϊκό επίπεδο, τα όργανα που επιβλέπουν τη λειτουργία του συστήματος είναι:

- το Συμβούλιο του **Ecofin**
- Η Ευρωβουλή
- Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή
- Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα
- Οι **CEBS-CESR-CEIOPS**
- Η Ομοσπονδία Ευρωπαϊκής Τραπεζικής

5.7.3 Η συμβολή των Κεντρικών Τραπεζών

Σημαντικός απεδείχθη και ο ρόλος των κεντρικών τραπεζών στη διατήρηση της χρηματοοικονομικής σταθερότητας. Η παρακολούθηση και εκτίμηση της κατάστασης που επικρατεί με στόχο τη διατήρηση της σταθερότητας ανέκαθεν αποτελούσαν πεδία δράσης της νομισματικής τους πολιτικής. Η εξασφάλιση ρευστότητας στις χρηματοοικονομικές αγορές και τους ενδιάμεσους πάντα απαιτούσε την άμεση προσοχή των κεντρικών τραπεζών, ώστε να αποφευχθεί η υπερχειλίση και γενίκευση της ζημιάς, που επεκτείνει τις παρενέργειές της σε τομείς όπως: η ρύθμιση της λειτουργίας του συστήματος, βασικές χρηματοδοτικές δράσεις και μακροπρόθεσμες χρηματοδοτικές στρατηγικές.

5.7.4 Ρυθμίσεις του Μοντέλου των CDOs

Μετά τον εντοπισμό των αδυναμιών του μοντέλου παραγωγής και διανομής δανείων, προτάθηκαν συγκεκριμένες ρυθμίσεις. Οι προτάσεις αφορούν τη



διερεύνηση κανονισμών που θα εφαρμόζονται στην αρχική παραγωγή των δανειακών εγγυήσεων και στον τρόπο διάθεσης της στεγαστικής πίστης. Η αγορά χρήζει μεγαλύτερης διαφάνειας, όσον αφορά την ασφάλιση σε υποκείμενα περιουσιακά στοιχεία (π.χ. υποθήκη), την ενσωμάτωση των χαρακτηριστικών του κινδύνου στα **CDOs**, και τη συγκέντρωση τακτικών στατιστικών στοιχείων της πιστωτικής αγοράς και της ποιότητας των περιουσιακών στοιχείων. Επιπλέον, προτείνεται η καθιέρωση συγκεκριμένων κανονισμών αξιολόγησης των **CDOs**, επαναπροσδιορισμός του ρόλου των **CRAs**, εφαρμογή πρακτικών διαχείρισης κινδύνου από τους θεσμικούς επενδυτές και εξέταση της οργάνωσης των μη ρυθμισμένων χρηματοπιστωτικών αγορών. Το νέο μοντέλο θα πρέπει να υιοθετήσει κινητήρια μέτρα και να ενσωματώσει στα ΔΛΠ τον τρόπο ρύθμισης των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων των δανείων.

5.7.5 Ρυθμίσεις στις Ειδικές Επενδυτικές Εταιρίες

Όσον αφορά τις Ειδικές Επενδυτικές Εταιρίες, προτείνεται μεγαλύτερη διαφάνεια στις επενδύσεις των τραπεζών σε **Conduits** και **SIVs**, διαφάνεια στα χαρακτηριστικά του κινδύνου των **ABCPs**, και ένα νέο διεθνές πλαίσιο επίβλεψης της διαχείρισης της ρευστότητας (**liquidity management**) των τραπεζών. Επιπλέον, οι κανόνες διαχείρισης κινδύνου των τραπεζών θα πρέπει να εφαρμόζονται και ως προς τις επενδύσεις σε **CDOs**, καθώς και στην διακράτηση τίτλων σε **Conduits** και **SIVs**. Το Πλαίσιο Κεφαλαιακής Επάρκειας ορίζει επακριβώς στους τρεις πυλώνες του την εμφάνιση των δραστηριοτήτων εκτός Ισολογισμού στις καταστάσεις της τράπεζας, την εφαρμογή των κανόνων τιτλοποίησης, και τα κεφαλαιακά αποθέματα για τα ρευστοποιήσιμα στοιχεία που διακρατώνται στο χαρτοφυλάκιο (**trading book**)



5.7.6 Λοιπές Ρυθμίσεις

Στο σχέδιο προτάθηκε επίσης η καταλληλότερη διανομή των ευθυνών μεταξύ των κεντρικών τραπεζών (εκείνων που δεν έχουν εποπτικό ρόλο), των θησαυροφυλακίων (**treasuries**), και των εποπτικών αρχών, στην αντιμετώπιση των τραπεζικών κρίσεων. Ο τομέας ευθύνης των εποπτικών αρχών εστιάζεται στην αναδιοργάνωση των εταιριών και στους κανόνες ρευστοποίησής τους, ανάλογα με την εθνική νομοθεσία. Η δράση των κεντρικών τραπεζών συνίσταται στη λειτουργία τους ως έσχατος δανειστής, βάσει των πληροφοριών που θα παρέχουν οι εποπτικές αρχές για τη φερεγγυότητα των τραπεζών. Τα θησαυροφυλάκια θα περιορίζονται στη χορήγηση κρατικών κονδυλίων ("**the bail-out plan**") σε περιπτώσεις τραπεζών που θεωρούνται πολύ σημαντικές για τη λειτουργία της οικονομίας ώστε να αφεθούν στη μοίρα τους ("**too big to be left to fail**").

Παράλληλα, προτάθηκαν πιθανά σχέδια κρατικών εγγυήσεων των καταθέσεων, που τελικά εφαρμόστηκαν μετά την κρίση του Σεπτεμβρίου του **2008**, καθώς και σχέδια αναχαίτισης φαινομένων ουρών "ιντερνετικού πανικού". Το σχέδιο καταλήγει σε μια ισορροπία ανάμεσα στην ελεύθερη πρωτοβουλία της αγοράς και στοχευμένων εποπτικών και παρεμβατικών δράσεων, προς αποφυγή περιπτώσεων υπερ-παρεμβατισμού που θα αυξάνουν ακόμη περισσότερο το κόστος της διατραπεζικής αγοράς.



Κεφάλαιο 6ο

6.1 Ιαπωνία (1990)^{1,2,3}

Εισαγωγή

Κατά την διάρκεια της δεκαετίας του **1990** η Ιαπωνία κλήθηκε να αντιμετωπίσει μια σοβαρότατη τραπεζική κρίση, η οποία κατέληξε να γίνει συστημική. Η κρίση αυτή αρχικά ξέσπασε με το «σπάσιμο της φούσκας» στον κτηματομεσιτικό τομέα στα τέλη της δεκαετίας του **1980**, και κορυφώθηκε το **1997** με την κατάρρευση των μεγαλύτερων χρηματοπιστωτικών οργανισμών. Δεδομένου του μεγάλου μεγέθους των Ιαπωνικών Τραπεζών (οι Ιαπωνικές τράπεζες στις αρχές της δεκαετίας του **1980** θεωρούνταν από τις πιο ισχυρές τράπεζες του κόσμου), και της κυριαρχίας τους στον τομέα της εταιρικής χρηματοδότησης, η εν λόγω κρίση είχε κρίσιμες συνέπειες τόσο σε εθνικό, όσο και σε παγκόσμιο επίπεδο.

Τα κύρια αίτια της Ιαπωνικής κρίσης είναι κοινά με αυτά των περισσότερων τυπικών χρηματοοικονομικών κρίσεων στην ιστορία της οικονομίας : η υπέρμετρη ανάπτυξη του κτηματομεσιτικού τομέα σε περιόδους οικονομικής ανάπτυξης, η απελευθεροποίηση του οικονομικού συστήματος χωρίς παράλληλα κατάλληλη προσαρμογή των ρυθμιστικών και ελεγκτικών μηχανισμών, ανεπαρκείς διοικητικές πρακτικές εκ μέρους των επιχειρήσεων .

-
- 1) **IMF World Economic Outlook (October 1998)**
 - 2) **Akihiro Kanaya & David Woo (June 2001)**
 - 3) **BIS Papers No6 , Hirosi Nakaso (October2001)**
 - 4) **A. A.Αντζουλάτος (2009)**



Το συνολικό κόστος της τραπεζικής κρίσης στην Ιαπωνία (εξαιρουμένων των δημοσίων δαπανών για την αναδιάρθρωση των τραπεζών), ανήλθε στο **12 %** του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος. Το αποτέλεσμα ήταν να οδηγηθεί ολόκληρη η οικονομία της χώρας σε μια αποτελμάτωση άνευ προηγουμένου καθ' όλη τη διάρκεια της δεκαετίας του **1990**.

Η Εκκόλαψη της Κρίσης

Στο δεύτερο μισό της δεκαετίας του **1980**, η οικονομία της Ιαπωνίας διένυε μια περίοδο αποκανονικοποίησης (απελευθέρωσης του χρηματοπιστωτικού της συστήματος), ταχείας ανάπτυξης των κεφαλαιαγορών, καθώς και πλεονάζουσας παραγωγικής δυναμικότητας. Οι συνθήκες αυτές, σε συνδυασμό με τον μηδενικό, σχεδόν, πληθωρισμό, είχαν σαν αποτέλεσμα την ανάπτυξη έντονων προσδοκιών ευημερίας, την μείωση των ασφαλιστρών κινδύνου, καθώς και την εκτίναξη των τιμών, τόσο στον κτηματομεσιτικό τομέα όσο και στις αγορές αξιόγραφων. Στην αύξηση των τιμών συντέλεσε και η επεκτατική νομισματική πολιτική, (στα πλαίσια της οποίας διατηρήθηκαν χαμηλά επιτόκια, τα οποία θα οδηγούσαν σε αύξηση της παραγωγής και των εισαγωγών, και μείωση του εμπορικού πλεονάσματος με τις ΗΠΑ, καθώς οι τελευταίες πίεζαν προς αυτήν την κατεύθυνση). Επίσης το σύστημα ασφάλισης καταθέσεων (**deposit insurance protection**), το οποίο καθιστούσε το κόστος άντλησης κεφαλαίων για τις τράπεζες σε υψηλά επίπεδα, συνέβαλλε και αυτό με τη σειρά του στο σπάσιμο της «φούσκας». Απόρροια όλων αυτών, σε συνδυασμό την ύπαρξη ασύμμετρης πληροφόρησης σε όλους τους τομείς της οικονομικής ζωής, ήταν η στροφή των τραπεζών σε νέες επενδυτικές δραστηριότητες, περισσότερο προσοδοφόρες και με μικρότερο κόστος (**screening cost**), όπως η παροχή ενυπόθηκων δανείων. Έτσι, οι περισσότεροι τραπεζικοί οργανισμοί επιδόθηκαν σε κερδοσκοπικές επενδύσεις παροχής δανείων με υποθήκες ή



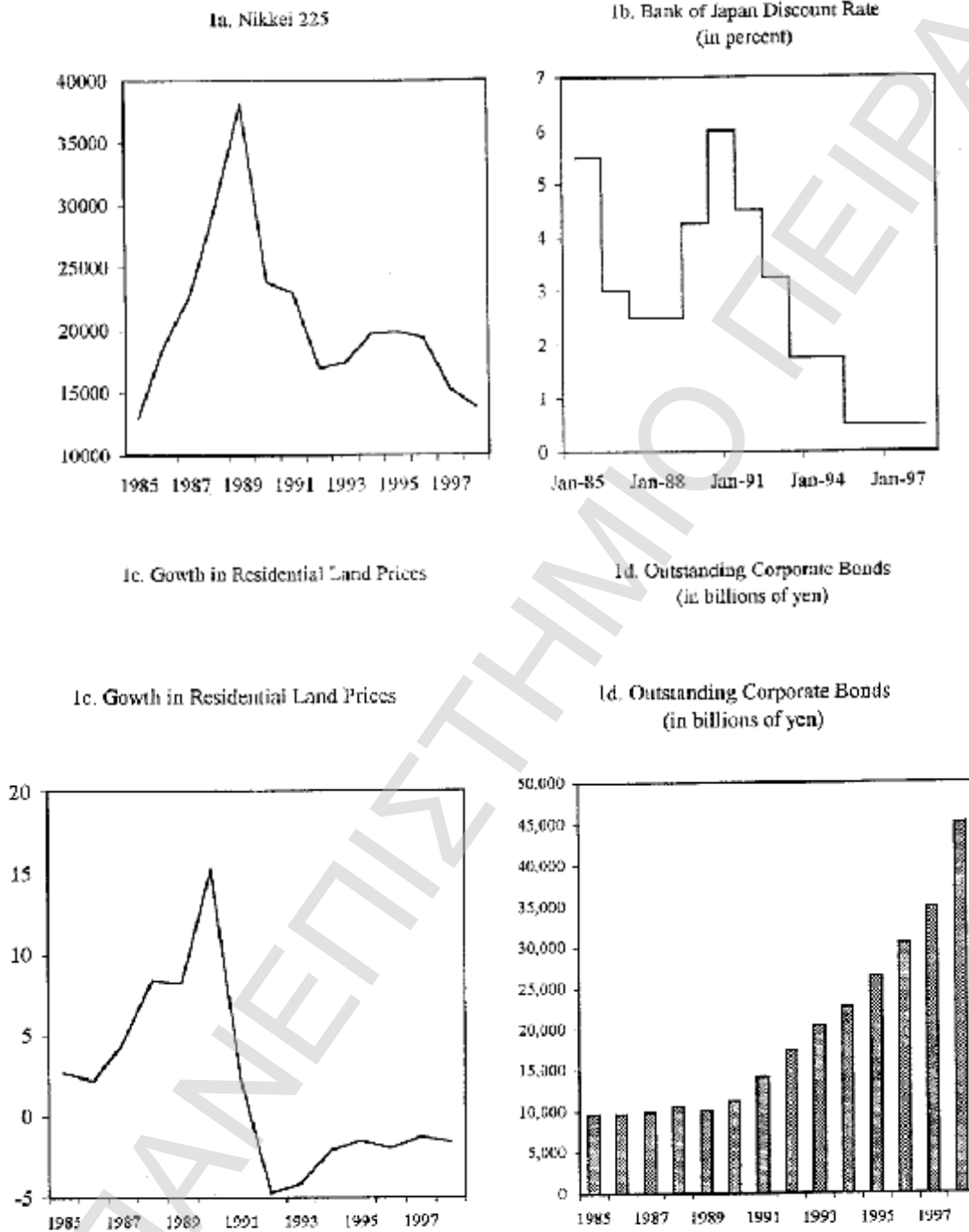
ενέχυρα σε ακίνητα. Επιπλέον, τα δάνεια αυτά δεν απαιτούσαν ιδιαίτερους ελέγχους από τις εποπτικές αρχές.

Το ξέσπασμα της Κρίσης

Στα τέλη του **1986**, η υπερθέρμανση της ιαπωνικής οικονομίας κατέληξε σε αχαλίνωτη κερδοσκοπική έξαρση, χωρίς καμία σοβαρή προσπάθεια περιορισμού της ούτε από τους χρηματοοικονομικούς φορείς, αλλά και ούτε από τους ρυθμιστικούς μηχανισμούς. Κατά την περίοδο **1990-1991** η «φούσκα» έσπασε απότομα. Οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων έπεσαν κατακόρυφα. Ο χρηματιστηριακός δείκτης **Nikkei 225**, από την υψηλότερη τιμή που σημείωσε το **1989**, στις **38,915** μονάδες, τον Οκτώβριο του **1990** υποχώρησε στις **20** μονάδες, σημειώνοντας πτώση της τάξεως περίπου του **50%** σε εννέα μόλις μήνες. Το σπάσιμο των «φουσκών» επηρέασε αρνητικά τον πλούτο των νοικοκυριών και μέσω αυτού την ιδιωτική κατανάλωση, όπως και τις επενδύσεις. Η κατανάλωση και οι επενδύσεις επηρεάστηκαν ακόμη πιο αρνητικά από την δυσκολία πρόσβασης στον δανεισμό λόγω της μείωσης της αξίας των εμπράγματων εγγυήσεων.



Figure 1. Nikkei 225; Bank of Japan Discount Rate; Growth in Residential Land Prices and Outstanding Corporate Bonds



Source: Bank of Japan



Financial Crises – A Taxonomy

Η μείωση των τιμών των μετοχών και των ακινήτων ήταν το αποτέλεσμα μιας σειράς ρυθμίσεων σε συνδυασμό με μια διαδικασία αυτόματου διορθωτικού μηχανισμού. Πιο συγκεκριμένα, ένας από τους παράγοντες πτώσεως των τιμών ήταν η αύξηση των επιτοκίων από το Υπουργείο Οικονομικών (**Ministry of Finance**) στα τέλη του **1989**, σε μια προσπάθεια μείωσης του πληθωρισμού. Επιπλέον, οι περιορισμοί που τέθηκαν από τη Συμφωνία της Βασιλείας II και που αφορούν στην κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών, περιόρισαν το κίνητρο των τελευταίων για χορήγηση δανείων, και κατά επέκταση περιόρισαν την αυξημένη ζήτηση για πίστωση, και συνεπώς οδήγησαν σε πτώση των τιμών. Ένας ακόμη λόγος που συνέτεινε στην εξασθένηση των προσδοκιών στην Ιαπωνία, ήταν η εισβολή του Ιράκ στο Κουβέιτ τον Αύγουστο του **2000**: η εν λόγω εισβολή θα σήμαινε εμπάργκο στην διακίνηση πετρελαίου, γεγονός που θα είχε αντίκτυπο στην παραγωγικότητα της χώρας, εφόσον το πετρέλαιο αποτελούσε την κύρια πηγή ενέργειας της χώρας. Τέλος, καθοριστικό ρόλο στην πτώση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων, έπαιξε η δυναμική των προσδοκιών : Η πεποίθηση ότι οι εν λόγω τιμές θα σημειώσουν συνεχή πτώση, οδήγησε σε αύξηση των πωλήσεων, και αυτές με την σειρά τους σε περαιτέρω πτώση των τιμών.

Η Διάχυση της Κρίσης Ενέργειες Αναδιάρθρωσης

Μέχρι το **1994**, οι δημόσιες αρχές δεν πραγματοποίησαν καμία σοβαρή προσπάθεια για να αποτρέψουν την τραπεζική ύφεση της χώρας, καθώς είχαν την λανθασμένη πεποίθηση ότι η οικονομία θα ανακάμψει σύντομα και χωρίς παρεμβάσεις. Μόνο ορισμένα εξειδικευμένα στελέχη τραπεζών ήταν σε θέση να διακρίνουν τον κίνδυνο. Κατά την περίοδο αυτή πολλές μικρές προβληματικές τράπεζες έκλεισαν, ενώ αρκετές κατέφυγαν σε αποθεματικά κεφάλαια ασφάλισης καταθέσεων (**deposit insurance funds**). Τον Δεκέμβριο του **1994**, και μετά την κατάρρευση δύο μεγάλων πιστωτικών ιδρυμάτων (του **Tokyo Kyowa**



και του **Anzen**) ο φόβος γενικευμένης κρίσης ώθησε την κυβέρνηση να προχωρήσει σε χορήγηση οικονομικής βοήθειας. Η βοήθεια αυτή προήλθε τόσο από την Τράπεζα της Ιαπωνίας, όσο και από ιδιωτικά πιστωτικά ιδρύματα τα οποία χορήγησαν δάνεια χαμηλών επιτοκίων (**Hougacho Approach**). Ωστόσο η πρωτοβουλία αυτή βρήκε την αντίδραση των φορολογουμένων, με αποτέλεσμα η συνολική βοήθεια να μην ξεπερνά το ένα τρισεκατομμύριο **yen**.

Στα μέσα του **1995** ακολούθησε η κατάρρευση και άλλων τριών μεγάλων χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων και η διαδικασία αντιμετώπισης ήταν η ίδια με της προηγούμενης περίπτωσης. Στην φάση αυτή, ωστόσο, αρχίζουν να διαφαίνονται τα πρώτα σοβαρά προβλήματα, καθώς η στενότητα πόρων γίνεται πιο ορατή. Την περίοδο μεταξύ **1995-1996** την κατάσταση επιδεινώσαν τα λεγόμενα **Jusen**. Τα **Jusen** ή αλλιώς **housing loan corporations** (εταιρίες παροχής στεγαστικών δανείων), ήταν μη τραπεζικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα τα οποία ιδρύθηκαν από τράπεζες και άλλους πιστωτικούς οργανισμούς τη δεκαετία του **1970**, με σκοπό την συμπληρωματική παροχή στεγαστικών δανείων. Τη δεκαετία του **1980** τα **Jusen Companies** έστρεψαν τις δραστηριότητές τους στον κτηματομεσιτικό τομέα. Ωστόσο αυτή η κίνηση αποδείχθηκε ως μια αποτυχημένη κερδοσκοπική ενέργεια, καθώς τα **Jusen** δεν διέθεταν προηγούμενη εμπειρία στον χώρο αυτό. Το καλοκαίρι του **1995**, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του Υπουργείου Οικονομικών της Ιαπωνίας, οι συνολικές δαπάνες των επτά **housing loan corporations** ανήλθαν σε **6,410** δισεκατομμύρια **Yen**. Το ποσό αυτό ήταν πολύ μεγαλύτερο από αυτό που οι τράπεζες-ιδρυτές ήταν σε θέση να καλύψουν. Κάτω από αυτές τις συνθήκες οι δημόσιες αρχές αποφάσισαν να καλύψουν μέρος αυτών με δημόσιες δαπάνες, κάτι το οποίο προκάλεσε έντονη αντίδραση. Οι δαπάνες αυτές ανήλθαν στα **685** δις **Yen**, και ήταν η πρώτη φορά που η κυβέρνηση χρησιμοποίησε χρήματα των φορολογουμένων, γεγονός που προκάλεσε μεγάλη πολιτική κρίση.



Το 1997 διάφορα τραπεζικά και μη τραπεζικά ιδρύματα (**securities houses**) αντιμετώπισαν σφοδρότατη κρίση. Όλες οι προσπάθειες για επικράτηση ηρεμίας, δημιουργίας συγχωνεύσεων και κυβερνητικής παρέμβασης έδειχναν να πέφτουν στο κενό. Τον Νοέμβριο του 1997 η κατάρρευση τεσσάρων κολοσσιαίων επιχειρήσεων, της **Nissan Life Insurance**, της **Sanyo Securities**, της **Hokkaido Takushoku Bank**, και της **Yamaichi Securities**, έφεραν την κυβέρνηση αντιμετώπιση με μεγάλες οικονομικές απώλειες και το επενδυτικό κοινό σε δυσμενή ψυχολογική θέση. Αποτέλεσμα όλων αυτών ήταν η περικοπή πολλών διατραπεζικών δραστηριοτήτων, η πώληση τραπεζικών μετοχών στο χρηματιστήριο του Τόκιο, όπως και η αύξηση του κόστους χρηματοδότησης των Ιαπωνικών τραπεζών από το εξωτερικό. Το 1997, και προκειμένου να διευθετήσουν την κατάσταση, οι δημόσιες αρχές προχώρησαν στην εισαγωγή του Άμεσα Διορθωτικού Πλαισίου Δράσης (**Prompt Corrective Action framework**). Το PCA πλαίσιο απαρτιζόταν από δύο βασικές συνιστώσες:

- Ø Την εισαγωγή ενός συστήματος αυτό-αξιολόγησης, το οποίο καθιστούσε τις ίδιες τις τράπεζες υπεύθυνες για τον υπολογισμό της αξίας της περιουσιακής τους κατάστασης. Ο υπολογισμός αυτός θα γίνονταν βάσει προκαθορισμένων κατευθυντήριων γραμμών από τις δημόσιες αρχές, και υπό την επίβλεψη αυτών, προκειμένου τα πιστωτικά ιδρύματα να ακολουθήσουν διαδικασίες διαφάνειας
- Ø Τον καθορισμό ενός κατώτατου ορίου κεφαλαιακής επάρκειας, κάτω από το οποίο οι τράπεζες θα ήταν υποχρεωμένες να προβούν σε διορθωτικές ενέργειες, όπως το κλείσιμο υποκαταστημάτων, ή την εκκαθάριση και ρευστοποίηση σε περίπτωση πτώχευσης.

Το 1998 και, και μετά από νομοθετική ρύθμιση, αποφασίστηκε να διατεθούν 30 τρις Yen κρατικών κεφαλαίων για χρηματοδότηση των προβληματικών πιστωτικών οργανισμών. Τον Ιούνιο του 1998 ιδρύθηκε η Αρχή Δημοσιονομικής Εποπτείας (**Financial Supervisory Agency**) με σκοπό να αναλάβει την εποπτεία



Financial Crises – A Taxonomy

των τραπεζών, την ευθύνη της οποίας μέχρι τότε είχε το Υπουργείο Οικονομικών (MOF). Η FSA είχε σε μεγάλο βαθμό λειτουργική αυτονομία και ανεξαρτησία προκειμένου να επιτύχει όσο το δυνατόν πιο αποδοτική εποπτεία.

Τον Οκτώβριο του 1998 η Βουλή ψήφισε τον **Financial Revitalization Law**, καθώς και τον **Financial Early Strengthening Law**, και επιπλέον τροποποίησε τον **Deposit Insurance Law**, προκειμένου να θέσει το ευρύτερο νομικό πλαίσιο για την επίλυση της τραπεζικής κρίσης. Οι νέοι νόμοι ενίσχυσαν τις ήδη υπάρχουσες διαδικασίες για την αναδιάρθρωση των πιστωτικών ιδρυμάτων, με την εισαγωγή νέων διοικητικών μηχανισμών από εξειδικευμένα στελέχη, και επιπλέον με την εφαρμογή δημόσιας Διοίκησης. Υπό το πρίσμα των νέων νόμων, πραγματοποιήθηκε η συγχώνευση της **Resolution and Collection Bank (RCB)** με την **Housing Loan Administration Corporation (HLAC)** στην **Resolution and Collection Corporation (RCC)**. Το προϊόν της προαναφερόμενης συγχώνευσης, η **RCC**, είχε το δικαίωμα να αγοράζει επισφαλή δάνεια όχι μόνο από τις πτωχευμένες τράπεζες αλλά και από φερέγγυους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς.

Την ίδια περίοδο, η Βουλή διπλασίασε τις δημόσιες δαπάνες για την ενίσχυση του τραπεζικού τομέα, στα **60** τρισεκατομμύρια **Yen (12 % του ΑΕΠ)**, εκ των οποίων τα **25** τρις **Yen** προορίζονταν για την αύξηση του κεφαλαίου των ασθενών αλλά μη πτωχευμένων τραπεζών, τα **18** τρις **Yen** για την εξυγίανση των υπό πτώχευση τραπεζών μέσω της διαδικασίας της κρατικοποίησης και της ρευστοποίησης αυτών, και τα υπόλοιπα **17** τρις **Yen** προορίστηκαν για την αποζημίωση των καταθετών των πτωχευμένων τραπεζών. Ταυτόχρονα ιδρύθηκε η **Financial Revitalization Committee (FRC)**, με σκοπό την επιτήρηση των άνωθεν διαδικασιών εξυγίανσης.

Την ίδια χρονιά πραγματοποιήθηκε η μεγαλύτερη κατάρρευση στην ιστορία της Ιαπωνίας, με την χρεοκοπία της μεγαλύτερης τράπεζας, της **Long Term Credit Bank (LTCB)**. Η **LTCB** ήταν μια από τις τρεις μεγαλύτερες τράπεζες της χώρας, με



Financial Crises – A Taxonomy

περιουσιακά στοιχεία που ανέρχονταν στα **26** τρις **Yen**. Αρχικά οι αρχές προσανατολίστηκαν στην λύση συγχώνευσης με την **Sumitomo Trust Bank**, αλλά οι προσπάθειες απέτυχαν λόγω ανησυχίας για τα επισφαλή δάνεια (**Non Performing Loans**) της **LTCB**. Τελικά, έπειτα από συνεδρίαση της Βουλής, και βάσει του **Financial Revitalization Law**, (σύμφωνα με τον οποίο μια πτωχευμένη τράπεζα θα μπορούσε είτε να τεθεί υπό τον **Financial Reorganization Administration**, είτε να περάσει στην κυριότητα του κράτους), η **LTCB** κρατικοποιήθηκε τον Οκτώβριο του **1998**. Την ίδια κατάληξη είχε και η **Nippon Credit Bank**, η οποία κρατικοποιήθηκε τον αμέσως επόμενο χρόνο (**1999**). Έπειτα από αίτημα της **Financial Supervisory Agency** για υποβολή αυστηρότερης κατηγοριοποίησης των δανείων και παρουσίασης της πραγματικής αξίας της περιουσιακής κατάστασης των δύο ανωτέρω τραπεζών, η Καθαρή Αξία και των δύο εμφανίστηκε αρνητική. Τελικά τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια απομακρύνθηκαν και οι ζημιές καλύφθηκαν από τους παλαιούς μετόχους και την **Deposit Insurance Company (DIC)**, η οποία απέκτησε όλες τις μετοχές σε κυκλοφορία των εν λόγω τραπεζών. Ωστόσο, η κεφαλαιακή ενίσχυση εκ μέρους του κράτους, τόσο στην **LTCB**, όσο και στην **Nippon Credit Bank** αποδείχτηκε ατελέσφορη. Η πιστωτική κρίση είχε ήδη πάρει τεράστιες διαστάσεις.



Table 4-8: Aggregated Bank income statement (billions of yen)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Net Interest revenue	14.618	19.189	18.456	19.539	19.523	19.080	17.408	10.562
Other op. income	4.649	4.648	6.269	5.670	6.853	5.272	6.740	3.386
Overheads	13.193	15.332	15.593	16.654	14.474	14.744	14.888	10.256
Loan loss provision	1.650	3.897	9.163	12.544	23.342	11.532	25.809	21.202
Other	982	6	3.163	5.610	6.534	2.160	6.243	7.790
Profits before tax	5.410	4.616	3.131	1.619	-4.905	236	-10.304	-9.990
Tax	3.045	2.780	1.618	1.347	442	597	-619	-2.515
Net income	2.367	1.835	1.515	271	-5.346	-360	-9.683	-7.474

Source: Bank Scope

Πηγή: Bank of Japan

Τον Απρίλιο του **1999**, και μετά από την επιτυχημένη απορρόφηση της δεύτερης κεφαλαιακής τόνωσης με δημόσιες δαπάνες (**60** τρις **Yen**) τον Οκτώβριο του **1998** (τα περισσότερα πιστωτικά ιδρύματα που δέχτηκαν αυτή την ενίσχυση κατάφεραν να επιτύχουν κεφαλαιακή επάρκεια της τάξης του **10%** ή και περισσότερο), τόσο η **FRC**, όσο και ο **FSA**, εστίασαν το ενδιαφέρον τους στις τοπικές τράπεζες. Έτσι λοιπόν προχώρησαν σε χρηματοδότηση αυτών με σκοπό την στήριξη των τοπικών τραπεζών, αλλά και την γενικότερη οικονομική ενίσχυση της ευρύτερης περιοχής. Ταυτόχρονα, η **FCA** προέκτεινε την εφαρμογή του **Prompt Corrective Action Framework** και σε πιστωτικά ιδρύματα που δεν δραστηριοποιούνταν στη διεθνή αγορά.

Τον Σεπτέμβριο του **1999**, η **FRC** αποφάσισε να εγκρίνει την αίτηση τριών τραπεζών της περιοχής I, και συγκεκριμένα τα αιτήματα της **Ashikaga Bank**, της **Hokuriku Bank**, και της **Ryukyu Bank**, καθώς επίσης και μιας τράπεζας της περιοχής II, της **Hiroshima Sogou Bank**, για χρηματοδότηση συνολικού ύψους **260** δισεκατομμυρίων **Yen** (και δεδομένου ότι οι παραπάνω τράπεζες



Financial Crises – A Taxonomy

ικανοποιούσαν την συνθήκη της Βασιλείας II που όριζε κεφαλαιακή επάρκεια της τάξεως του 8%).

Μέχρι τον Μάρτιο του 2002, 180 τράπεζες διαλύθηκαν. Οι συνολικές δαπάνες για την αντιμετώπιση της κρίσης από τον Απρίλιο του 1992 μέχρι τον Σεπτέμβρη του 2001 ανήλθαν σε 102 τρις Yen (20 % του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος –GDP).

Table 4-9: Macroeconomic developments prior to, during, and after episodes of Banking Sector Distress¹

	Average			Japan		
	Before	1 st year	During	Before	1 st year	During
Real G.D.P. Growth	3,	0,7	2,4	4,6	1	1,5
Exchange Rate Depreciation	20,	40	17,7	-4,8	-0,4	0,8
Inflation	13,	14,3	10,7	1,6	1,7	0,1
Real Interest Rate ²	- 0,	-0,3	0,5	3,7	2,8	1,7
M2/Reserve Ratio	21,	21,7	29,5	42,4	56,7	35,2
Credit Growth	9,	4,8	1,8	6,9	1,2	0,8
Budget Surplus	-3,	-3,2	-3	-1,7	0,3	-1,5
Stock Price Change ³	16,	1,9	13,7	9,3	-25,9	1,2

Source: Hutchinson and Mc Dill [22]

1: Mean Values over period for countries experiencing banking sector distress.

2: Length varies by duration of episode

3: Excludes high inflation countries.

Πηγή: Bank of Japan

Όπως προκύπτει από τα παραπάνω, σωρεία λαθών αναπόφευκτα κατέστησαν την Κρίση στην Ιαπωνία μία από τις πιο καταστροφικές χρηματοοικονομικές κρίσεις των τελευταίων δεκαετιών. Ένα από τα βασικά χαρακτηριστικά της περίπτωσης της Ιαπωνίας ήταν το ιδιαίτερα εκτεταμένο χρονικό της κρίσης, και η ολιγωρία των αρχών προς την αντιμετώπισή της.



6.2 Σκανδιναβικές χώρες (αρχές δεκαετίας 1992) ¹

Σύμφωνα με τους οικονομολόγους, στην ιστορία της οικονομικής ζωής υπάρχει στενή συσχέτιση μεταξύ των χρηματοοικονομικών κρίσεων και της κάμψης της οικονομικής δραστηριότητας. Μια από τις πιο πολυσυζητημένες χρηματοοικονομικές κρίσεις των τελευταίων δεκαετιών ήταν αυτή των Σκανδιναβικών χωρών. Στις αρχές της δεκαετίας του **1990**, τόσο η Σουηδία, όσο και η Νορβηγία αλλά και η Φιλανδία αντιμετώπισαν μια πρωτοφανή, από άποψη βαρύτητας, τραπεζική κρίση. Παρά τις διαφορετικές συνθήκες κάθε χώρας, υπήρξαν κάποια συγκεκριμένα κοινά χαρακτηριστικά που συντέλεσαν στην εν λόγω κρίση: η απελευθέρωση του χρηματοοικονομικού συστήματος (δεκαετία **1980**) και η επακόλουθη εφαρμογή νέων χρηματοοικονομικών μηχανισμών, η απότομη οικονομική ανάπτυξη και η καθυστέρηση υιοθέτησης αυστηρών μέτρων, η αύξηση του πιστωτικού κινδύνου. Στην Νορβηγία (που υπέστη πρώτη την κρίση) οι συνολικές απώλειες τραπεζικών δανείων, από **0,7 %** που ήταν το **1987**, έφτασαν στο **6%** το **1991**, ενώ προβλήματα δημιουργήθηκαν από εκρήξεις που προκλήθηκαν στον ιδιωτικό, λιανικό , και τομέα υπηρεσιών. Ομοίως στην Φιλανδία οι απώλειες των τραπεζικών δανείων ανήλθαν στο **4,7 %** το **1992**, από το **0,5 %** που ήταν το **1989**, ενώ ο μεγάλος όγκος δανείων σε ξένο συνάλλαγμα έπαιξε σημαντικό ρόλο στην γενικότερη κρίση της οικονομίας. Τέλος, στην Σουηδία, οι αντίστοιχες απώλειες έφτασαν στο **7%** από το **0,3 %** που ήταν το **1989**, ενώ παράλληλα σημειώθηκαν απώλειες εισοδημάτων αλλά και συμπίεση της αγοράς ακινήτων.

1) Burkhard Drees & Ceyla Pazarbasioglu (April 1998)



Financial Crises – A Taxonomy

Παρακάτω γίνεται μια σύντομη αναφορά στο ιστορικό της κρίσης για κάθε μια χώρα ξεχωριστά, τα αίτια που την προκάλεσαν, τον τρόπο διάχυσής της, καθώς και τους τρόπους χειρισμού της.

Τα μεταρρυθμιστικά μέτρα αντιμετώπισης της Σκανδιναβικής Κρίσης ήταν από τα πλέον επιτυχημένα στην ιστορία των χρηματοπιστωτικών κρίσεων. Το τελικό συνολικό κόστος της ενίσχυσης των τραπεζών ήταν πολύ μικρότερο του αρχικού. Συγκεκριμένα, για την Σουηδία και τη Νορβηγία ήταν σχεδόν μηδενικό, ενώ για την Φιλανδία ανήλθε στο **5,3 %** του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος (ΑΕΠ) το **1997**, έναντι της τάξεως του **9 %** του ΑΕΠ που ήταν αρχικά.

6.2.1 Σουηδία (1991)^{1,2,3}

Εκκόλαψη

Στην μετά τον Β΄ Παγκόσμιο Πόλεμο εποχή, η Σουηδία είχε αναπτύξει ένα μοναδικό οικονομικό μοντέλο το οποίο χαρακτηρίζονταν από τη στενή συνεργασία μεταξύ της Κυβέρνησης, των εργατικών συνδικάτων, και των επιχειρήσεων. Πριν το **1980** το χρηματοοικονομικό σύστημα της χώρας ήταν «καταπιεσμένο», υπό την έννοια ότι υπόκεινταν σε αυστηρούς κρατικούς περιορισμούς οι οποίοι εμπόδιζαν την ανάπτυξη του ανταγωνισμού :

2) Anderson, Krister and Claes Berg (1995)

3) Svensson, Lars E.O (1995) quarterly magazine of the IMF



Financial Crises – A Taxonomy

Απαγορεύονταν η λειτουργία ξένων τραπεζών στο εσωτερικό της χώρας, υπήρχε περιορισμός στις χρηματοροές και στην εισροή ξένων κεφαλαίων, και επικρατούσε καθεστώς σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας. Παράλληλα οι εμπορικές τράπεζες δεσμεύονταν ως προς το ποσό δανεισμού που μπορούσαν να χορηγήσουν σε ιδιώτες αλλά και επιχειρήσεις, καθώς και ως προς το όριο των επιτοκίων που χρέωναν. Οι περιορισμοί αυτοί στον τραπεζικό τομέα και η επακόλουθη απουσία ελεύθερου ανταγωνισμού οδήγησαν την ανάπτυξη νέων μη τραπεζικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Τα ιδρύματα αυτά δραστηριοποιήθηκαν με μεγάλη επιτυχία στο χώρο του τραπεζικού δανεισμού καθώς δεν υπόκεινταν σε τραπεζικούς περιορισμούς.

Στην δεκαετία του **1980** η Σουηδία πέρασε μια περίοδο μεγάλων ρυθμιστικών αλλαγών, ως αποτέλεσμα της απελευθέρωσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος και της Αποκανονικοποίησης, δηλαδή του περιορισμού των κρατικών παρεμβάσεων και των άμεσων διοικητικών ρυθμίσεων στις αγορές.

Το **1992**, με την εισαγωγή της Συμφωνίας της Βασιλείας II, η οποία στόχευε στην διασφάλιση της κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών, δηλαδή στην ικανότητά τους να ανταπεξέρχονται στις οικονομικές τους υποχρεώσεις με τα ίδια κεφάλαιά τους (θα πρέπει τα Ίδια Κεφάλαια μιας τράπεζας να είναι τουλάχιστον το **8%** του συνόλου των δανείων που χορηγούν), οι κεφαλαιακές απαιτήσεις των Σουηδικών τραπεζών αυξήθηκαν σημαντικά. Ακόμη περισσότερες ήταν οι κεφαλαιακές απαιτήσεις για τις τράπεζες που το Ενεργητικό τους περιλάμβανε ενυπόθηκα δάνεια.

Παράλληλα, οι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί έπρεπε να αντιμετωπίσουν μια σειρά από αλλαγές σε μακροοικονομικό επίπεδο, οι οποίες δυσχέραιναν την κατάσταση: Η σουηδική κορόνα υποτιμήθηκε δύο φορές, την πρώτη το **1981**, και την δεύτερη το **1982**, ενώ ο πληθωρισμός ήταν σχετικά υψηλός. Ταυτόχρονα



Financial Crises – A Taxonomy

το φορολογικό σύστημα ευνοούσε τον δανεισμό και όχι την αποταμίευση. Στα τέλη της δεκαετίας του **1980** το ύψος των δανείων που χορηγήθηκαν σε νοικοκυριά και επιχειρήσεις ανήλθε σε **300** δισεκατομμύρια **SEC** σε ξένο συνάλλαγμα, ποσό που άγγιζε το **20%** του ΑΕΠ της χώρας. Το γεγονός αυτό σε συνδυασμό με την άρση των δανειακών περιορισμών είχε ως αποτέλεσμα την αύξηση των παρεχόμενων δανείων. Ένα μεγάλο μέρος της χορηγούμενης πίστωσης απορροφήθηκε από την αγορά ακινήτων και αξιόγραφων, με αποτέλεσμα την άνοδο των τιμών στις αγορές αυτές. Στο δεύτερο μισό της δεκαετίας του **1980**, τα δάνεια ιδιωτών άγγιζαν το **150%** του ΑΕΠ, από το **100%** που ήταν το πρώτο μισό της ίδιας δεκαετίας, ενώ οι τιμές στην αγορά αξιόγραφων και ακινήτων αυξήθηκαν κατά **70 % (Bis Review 127/1999)**. Αποτέλεσμα αυτών ήταν η δημιουργία «φούσκας» στις εν λόγω αγορές

Παράλληλα με τις ανωτέρω αλλαγές, στις αρχές της δεκαετίας του **1990** σημειώθηκαν σημαντικές αλλαγές και σε συναλλαγματικό επίπεδο. Με την άρση των συναλλαγματικών ισοτιμιών, το επενδυτικό κοινό στράφηκε στον δανεισμό σε ξένο νόμισμα, καθώς τα σχετικά επιτόκια ήταν σαφώς χαμηλότερα από τα εγχώρια. Οι τράπεζες χρηματοδότησαν τα δάνεια αυτά κυρίως στην διατραπεζική αγορά, γεγονός που οδήγησε σε αναντιστοιχία (**mismatch**) στις λήξεις δανείων (βραχυπρόθεσμα δάνεια) και στην χρηματοδότηση σε ξένο νόμισμα. Απόρροια όλων αυτών ήταν η έκθεση των τραπεζών σε μεγάλο κίνδυνο ρευστότητας, καθώς και σε συναλλαγματικό κίνδυνο.

Το Ξέσπασμα της Κρίσης

Η ύφεση της οικονομίας της Σουηδίας ξεκίνησε το **1991** με το σπάσιμο της «φούσκας» στην αγορά ακινήτων και αξιόγραφων, καθώς οι προσδοκίες των επενδυτών στον κτηματομεσιτικό τομέα για το μελλοντικό εισόδημα από τα εν λόγω ακίνητα δεν ανταποκρίθηκαν στην πραγματικότητα. Συνέβη δηλαδή αυτό



Financial Crises – A Taxonomy

που η κεντρική Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ (**US Federal Reserve**) χαρακτήρισε ως «άλογη υπεραφθονία» («**irrational exuberance**»). Στον κτηματομεσιτικό τομέα σημειώθηκαν ραγδαίες αλλαγές : Μείωση της ζήτησης για γη και απότομη μείωση των τιμών των ακινήτων, ενώ ταυτόχρονα οι τιμές των ενοικίων ξεκίνησαν πτωτική τάση. Παρόμοια τάση σημειώθηκε και στην αγορά αξιόγραφων. Η μείωση της ευημερίας των νοικοκυριών οδήγησε σε περιορισμό της κατανάλωσης. Μεταξύ του **1990** και **1993** το ΑΕΠ της χώρας μειώθηκε κατά **5%**, και η ανεργία αυξήθηκε κατά **10%** κατά την διάρκεια της κρίσης, προκαλώντας την χειρότερη οικονομική κρίση που βίωσε η χώρα από το **1930**.

Η Διάχυση της Κρίσης

Ωστόσο η τραπεζική κρίση ήταν μόνο ένας από τους παράγοντες που έπληξαν την οικονομία της Σουηδίας.. Με την άρση των συναλλαγματικών περιορισμών και την κατάργηση της σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας τον Νοέμβριο του **1992** από την **Risbank**, κεντρική τράπεζα της Σουηδίας, η σουηδική κορόνα υποτιμήθηκε περισσότερο από **20%**. Παράλληλα, στα πλαίσια μιας δυναμικής αντιπληθωριστικής πολιτικής, τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια αυξήθηκαν. Ως συνέπεια όλων αυτών το πρόβλημα ρευστότητας και η έλλειψη συναλλάγματος εντάθηκαν.

Ενέργειες Αναδιάρθρωσης

Καθώς οι τράπεζες αδυνατούσαν να εκπληρώσουν τις κεφαλαιακές τους απαιτήσεις, και προκειμένου να μην δημιουργηθούν σοβαρότερες απώλειες στο σύστημα πληρωμών της χώρας, οι αρχές έκριναν αναγκαία την παρέμβασή τους. Έτσι λοιπόν, στα πλαίσια αναδιάρθρωσης των τραπεζών, η κυβέρνηση



Financial Crises – A Taxonomy

δεσμεύτηκε ότι θα στηρίξει τις τράπεζες να ικανοποιήσουν τις υποχρεώσεις τους σε εύλογο χρονικό διάστημα.

Σαν μια πρώτη κίνηση, η **Risbank**, κεντρική τράπεζα της Σουηδίας, κατέθεσε στις εμπορικές τράπεζες της χώρας μέρος των αποθεμάτων της σε ξένο συνάλλαγμα, με σκοπό να την αποπληρωμή των υποχρεώσεων σε ξένο νόμισμα. Μια ακόμη καθοριστικής σημασίας πρωτοβουλία, ήταν η εκστρατεία πληροφόρησης των αγορών σχετικά με τη δοθείσα εγγύηση και τα ρυθμιστικά μέτρα, ώστε να αποτραπεί η δημιουργία τραπεζικού πανικού, ο οποίος θα ενίσχυε την απώλεια εμπιστοσύνης του επενδυτικού κοινού.

Στα τέλη του **1992**, με την εποπτεία του Υπουργείου Οικονομικών ιδρύθηκε ο Οργανισμός Υποστήριξης Τραπεζών (**Bank Support Authority**). Ο **BSA** είχε ως κύριο σκοπό την εξέταση των αιτήσεων των τραπεζών για οικονομική ενίσχυση. Παράλληλα, δημιουργήθηκαν ειδικές εταιρίες διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων (**asset management companies**), οι οποίες ήταν επιφορτισμένες με την ευθύνη διαχείρισης των προβληματικών περιουσιακών στοιχείων. Επιπλέον, ο **BSA** με ειδικές νομικές τροποποιήσεις, είχε το δικαίωμα να αγοράζει μερίδια μιας προβληματικής τράπεζας, ακόμη και αν οι μέτοχοι αυτής αρνούνταν να αποδεχτούν μια τέτοια πρόταση βοήθειας. Σκοπός αυτού του νόμου ήταν να αποφευχθεί ο εκβιασμός εκ μέρους των στελεχών των τραπεζικών ιδρυμάτων που θεωρούνταν “**too big to fail**”, να εκθέσουν τις τράπεζες σε ηθικό κίνδυνο. Η τιμή στην οποία θα αγοράζονταν οι μετοχές θα έπρεπε να αντικατοπτρίζει την αξία που θα είχε η επιχείρηση σε περίπτωση που δεν θα λάμβανε καμία βοήθεια από τις δημόσιες αρχές.

Παράλληλα με την ίδρυση του **BSA**, ιδρύθηκε η **Swedish Financial Supervisory Authority** (**SFSA**). Η **SFSA** ήταν το αποτέλεσμα της συγχώνευσης των εποπτικών αρχών που ήταν υπεύθυνες για διάφορους χρηματοοικονομικούς τομείς. Κύρια δραστηριότητα της αρχής αυτής ήταν η διαχείριση κινδύνου. Στην



Financial Crises – A Taxonomy

εν λόγω διαχείριση πλέον μπορούσαν και οι ίδιες οι τράπεζες να πάρουν ουσιαστικές αποφάσεις για αυτές.

Είναι σημαντικό να τονιστεί η ότι καθοριστικό ρόλο στην αντιμετώπιση της κρίσης στην Σουηδία έπαιξε η επιβολή διαφάνειας : Οι τράπεζες ήταν υποχρεωμένες να καταγράφουν την πραγματική λογιστική τους κατάσταση, να αξιολογούν την αξία της επιχείρησής τους (αν και κάτι τέτοιο σε περιόδους κρίσης ήταν ιδιαίτερα δύσκολο), και να παρέχουν όλες τις απαραίτητες πληροφορίες στους πελάτες τους .Ένας ακόμη παράγοντας που συντέλεσε στην επιτάχυνση της αναδιάρθρωσης της οικονομίας, ήταν πολιτική σύμπραξη και σύμπνοια στις αποφάσεις και διαδικασίες διαχείρισης της κρίσης : Πριν την εκτέλεση μιας απόφασης, η **BSA** έπρεπε να έχει την συγκατάθεση της **Risbank**, της **Swedish Financial Service Authority**, καθώς και του **National Debt Authority**. Σε περίπτωση διαφωνίας, το σχετικό θέμα εξέταζε το Υπουργείο Οικονομικών.

Η κρίση επιλύθηκε σχετικά γρήγορα. Μέχρι το **1994** το σουηδικό σύστημα παρουσίαζε και πάλι κέρδη.



6.2.2 Νορβηγία(1988) 1.2

Εισαγωγή

Η τραπεζική κρίση στην Νορβηγία εκτυλίχθηκε την περίοδο **1988** έως **1993**. Πριν από το διάστημα αυτό, η Νορβηγία πέρασε ένα μεταβατικό στάδιο απελευθέρωσης της αγοράς. Αποτέλεσμα αυτής της μετάβασης ήταν η πυροδότηση μιας σειράς οικονομικών αλλαγών, οι οποίες επηρέασαν την λειτουργία τόσο του τραπεζικού τομέα, όσο και των μη τραπεζικών πιστωτικών ιδρυμάτων.

Εκκόλαψη

Κατά τη διάρκεια του **1984** και **1985**, το οικονομικό σύστημα της Νορβηγίας πέρασε σε μια φάση Αποκανονικοποίησης. Η μετάβαση από το από το «καταπιεσμένο» στο ελεύθερο χρηματοοικονομικό σύστημα σήμανε την κατάργηση των περιορισμών τόσο στο ύψος των επιτοκίων, όσο και των χορηγούμενων δανείων. Οι τράπεζες έπρεπε πλέον να λειτουργήσουν σε ιδιαίτερα ανταγωνιστικό περιβάλλον και να εστιάσουν την προσοχή τους στην απόκτηση μεγαλύτερου μεριδίου αγοράς. Ακολούθησε κατακόρυφη αύξηση της ζήτησης πιστώσεων, η οποία διπλασιάστηκε λόγω των υπεραισιόδοξων προσδοκιών για αύξηση της τιμής του πετρελαίου, καθώς μετά τον **Yom Kippur War**, οι χώρες που συμμετείχαν στον ΟΠΕΚ ανέστειλαν την διανομή πετρελαίου. Παράλληλα απελευθερώθηκε και η δευτερογενής κτηματομεσιτική αγορά (**second hand housing market**). Κατά την τριετία **1984-1987**, οι τιμές των ακινήτων αυξήθηκαν κατά **24%**, δίνοντας έτσι στις τράπεζες αυξημένα κίνητρα να χορηγούν στεγαστικά δάνεια υποθηκεύοντας τα εν λόγω ακίνητα.

1) **BIS Review 14/2000 : Svein Gjedrem, Governor of Norges Bank, Oslo –February 2000**

2) **BIS Review 58/2003:Jarle Berge:Crisis Resolution and Financial Stbility in Norway**



Επιπλέον, η άντληση κεφαλαίων από την διεθνή αγορά (παρά την ύπαρξη ορισμένων περιοριστικών κανονισμών), ενθάρρυνε ακόμη περισσότερο την ανάπτυξη του τραπεζικού δανεισμού. Ωστόσο, ούτε οι διοικήσεις των τραπεζών, αλλά και ούτε οι εποπτικές αρχές διέθεταν την ανάλογη εμπειρία ώστε να χειριστούν την αυξημένη ζήτηση δανείων επιτυχώς, με αποτέλεσμα τόσο οι κεφαλαιακοί κανονισμοί, αλλά και όσο η τραπεζική επίβλεψη να χαλαρώσουν επικίνδυνα. Η επίβλεψη δεν επανήλθε παρά μόνο όταν κορυφώθηκε η κρίση.

Η κατάσταση επιδεινώθηκε και από μακροοικονομικούς παράγοντες : ο συνδυασμός της υψηλής φορολογίας και του και του σχετικά υψηλού πληθωρισμού στις αρχές της δεκαετίας του **1980** οδήγησε σε αρνητικά καθαρά επιτόκια για τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις .Επιπλέον, στην αύξηση των πληθωριστικών πιέσεων συνέβαλλε και η τήρηση χαμηλών επιτοκίων, όπως επίσης και η υποτίμηση της Νορβηγικής κορόνας, σε μια προσπάθεια αποφυγής της ύφεσης στον βιομηχανικό τομέα. Κατά την πενταετία μεταξύ του **1973** και **1988**, ο δείκτης τιμών κατανάλωσης διπλασιάστηκε σε σχέση με αυτόν της Γερμανίας. Την ίδια περίοδο, η αξία της κορόνας υποδιπλασιάστηκε συγκριτικά με το γερμανικό μάρκο. Η τελευταία υποτίμηση που σημειώθηκε το **1986** προκάλεσε ακόμη μεγαλύτερη αύξηση της τιμής του πετρελαίου. Προκειμένου να ανακτηθεί η εμπιστοσύνη του επενδυτικού κοινού στην κορόνα και να αποφευχθεί περαιτέρω έξαρση του πληθωρισμού, η Νορβηγία προέβη σε σημαντική αύξηση των επιτοκίων.

Το ξέσπασμα της Κρίσης

Η απότομη πτώση των τιμών των κυριότερων προϊόντων εξαγωγής της Νορβηγίας, του πετρελαίου και του αερίου, σε συνδυασμό με την σταθεροποιητική νομισματική πολιτική, με σκοπό την καταστολή των έντονων



Financial Crises – A Taxonomy

πληθωριστικών πιέσεων (σημαντική αύξηση των επιτοκίων), οδήγησαν στα τέλη της δεκαετίας του **1980** σε χρηματοοικονομική κρίση. Στο ξέσπασμα της εν λόγω κρίσης συνέβαλλε και η πτώση των τιμών των ακινήτων. Το διάστημα από το **1982** έως το **1992** υπολογίστηκε ότι οι τιμές των ακινήτων μειώθηκαν περίπου κατά το ένα τρίτο ($1/3$). Η εν λόγω πτώση οδήγησε ταυτόχρονα στην μείωση της αξίας των τραπεζικών χαρτοφυλακίων που περιλάμβαναν ακίνητα ως υποθήκες. Οι απώλειες από τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια ήταν αυτές που άρχισαν να αναδεικνύουν αρχικά το πρόβλημα και να κάνουν αντιληπτή την κρίση

Η κρίση διαδραματίστηκε σε δύο στάδια :το πρώτο αφορά στο διάστημα από το **1988** έως το **1990** (Την περίοδο αυτή ορισμένες μικρού μεγέθους τράπεζες πτώχευσαν). Το δεύτερο στάδιο αφορά στο διάστημα από **1990** έως το **1991**, κατά το οποίο η κρίση έγινε συστημική.

Η διάχυση της κρίσης

Η κατάσταση επιδεινώθηκε το Φθινόπωρο του **1991**, όπου η κρίση άρχισε να γίνεται πλέον συστημική : οι απώλειες από τραπεζικά δάνεια άγγιξαν το **2,8 %** του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος. Την ίδια περίοδο τα μη αποπληρωμένα δάνεια ανήλθαν στο **9%** των συνολικών τραπεζικών δανείων. Οι τρεις από τις τέσσερις μεγαλύτερες εμπορικές τράπεζες της χώρας, (οι οποίες κάλυπταν κατά το **50%** την παροχή πιστώσεων στα νοικοκυριά και τους μη χρηματοοικονομικούς φορείς), αντιμετώπισαν σοβαρότατο πρόβλημα πιστωτικού κινδύνου. Ιδιαίτερα η **CBK** και η **Focus** έχασαν όλο το κεφάλαιό τους εξαιτίας των επισφαλών δανείων. Οι χρεοκοπίες συνεχίστηκαν και εξαπλώθηκαν και στις μικρότερες τράπεζες.

Τον χειμώνα του **1992/1993** η ανεργία αυξήθηκε από **2%** που ήταν το **1987**, σε **6%**. Πολλές επιχειρήσεις πτώχευσαν και τα νοικοκυριά αντιμετώπισαν σοβαρά προβλήματα χρηματοδότησης και αποπληρωμής των υπαρχόντων δανείων.



Κάπου εδώ ήταν πλέον εμφανές ότι η κρίση έγινε συστημική και ότι έχρηζε άμεσης επίλυσης .

Ενέργειες Αναδιάρθρωσης

Σε πρώτη φάση επιχειρήθηκε αντιμετώπιση του πιστωτικού κινδύνου μέσω των Συνεγγυητικών Κεφαλαίων (**Guarantee Funds**) των τραπεζών. Η συνδρομή των μελών αυτών των Κεφαλαίων ήταν υποχρεωτική .Αρχικά, τόσο η κεντρική τράπεζα της Νορβηγίας, όσο και η κυβέρνηση δεν προχώρησαν σε άμεση ενίσχυση ρευστότητας στις προβληματικές τράπεζες.

Στα τέλη του **1990**, ωστόσο, τα αποθέματα των **Guarantee Funds** εξαντλήθηκαν. Οι δημόσιες αρχές προσπάθησαν να προσελκύσουν το ενδιαφέρον των ιδιωτών επενδυτών για εξαγορά των προβληματικών τραπεζών. Ωστόσο σε περιόδους ύφεσης και μεγάλης αβεβαιότητας οι επενδυτές είναι απρόθυμοι να προβούν σε ριψοκίνδυνες επενδύσεις. Κάτω από αυτές τις συνθήκες η κρατική παρέμβαση αποτελούσε την έσχατη λύση (**the owner of last resort**) .Τελικά το κράτος κατείχε το **60%** των μετοχών του συνολικού τραπεζικού τομέα.

Στις αρχές του **1991**, και καθώς η απειλή για τις μεγάλες τράπεζες ήταν προφανής, η κυβέρνηση αποφάσισε να ιδρύσει την **Government Bank Insurance Fund (GBIF)**. Το Κοινοβούλιο της χώρας (**Storting**), έδωσε στην **GBIF** την δικαιοδοσία να δανειοδοτεί τα **Guarantee Funds**, προκειμένου τα τελευταία να καθιστούν εφικτή την αύξηση κεφαλαίου των τραπεζών υπό πτώχευση. Αργότερα, όταν η κρίση κορυφώθηκε, επιτράπηκε στην **GBIF** να χρηματοδοτεί απευθείας τις εν λόγω τράπεζες. Και στις δύο περιπτώσεις, η χρηματοδότηση από την **GBIF** γινόταν υπό αυστηρές προϋποθέσεις, όπως για παράδειγμα την αντικατάσταση της Διοίκησης των δανειζόμενων τραπεζών, την λογιστική καταγραφή του υφιστάμενου μετοχικού κεφαλαίου τους, (ώστε οι οποιεσδήποτε ζημιές να καλυφθούν από αυτό κατά το μέγιστο δυνατό βαθμό),



Financial Crises – A Taxonomy

την μείωση των λειτουργικών εξόδων των τραπεζών. Οι προϋποθέσεις αυτές δεν ευνοούσαν τις Διοικήσεις, αλλά ούτε και τους μετόχους των υπό στήριξη τραπεζών, καθώς θα έπρεπε πριν απευθυνθούν στην **GBIF**, να προσπαθήσουν να αυξήσουν τα κέρδη τους, από τις παρεχόμενες υπηρεσίες πληρωμών, οι οποίες όμως θα αύξαναν ταυτόχρονα και τα έξοδά τους. Επιπλέον, πριν οι διάφορες τράπεζες καταφύγουν στην **GBIF**, θα έπρεπε να χρησιμοποιήσουν τα κέρδη των μετόχων για να καλύψουν τις όποιες απώλειές τους. Με τον τρόπο αυτό θα αποφεύγονταν το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου, όπως επίσης και το να πληρώσουν οι φορολογούμενοι τις ζημιές των τραπεζών. Ταυτόχρονα η κυβέρνηση προχώρησε στην χορήγηση δανείων από την κεντρική τράπεζα προς όλες τις τράπεζες, με χαμηλότερα επιτόκια από αυτά της αγοράς. Ταυτόχρονα, μείωσε την απαραίτητη ετήσια χρηματική συμμετοχή των τραπεζών-μελών στα **Guarantee Funds**.

Ένα ακόμη μέτρο για την διευθέτηση της χαμηλής προσφοράς ιδίων κεφαλαίων κατά την διάρκεια της κρίσης ήταν η ίδρυση ενός ξεχωριστού οργανισμού, της Κρατικής Τράπεζας Επένδυσης Κεφαλαίων (**Government Bank Investment Fund**) για την επένδυση κεφαλαίων. Με μια τροποποίηση η **BBIF** εξάλειψε τις μετοχές των μη προβληματικών τραπεζών και χορήγησε νέα κεφάλαια μέσω της **GBIF**.

Καθώς οι τρεις μεγαλύτερες τράπεζες συνέχιζαν να καταγράφουν μεγάλες ζημιές εξαιτίας του υπερδανεισμού κατά το **1992**, και ήταν πλέον ορατό ότι δεν θα ανταποκρίνονταν επιτυχώς στις απαιτήσεις της Συμφωνίας της Βασιλείας μέχρι το προκαθορισμένο χρονικό όριο, οι εν λόγω τράπεζες ζήτησαν νέα κεφαλαιακή ενίσχυση από την **GBIF**. Η ενίσχυση αυτή δόθηκε, κάτω όμως από ορισμένους όρους : (1) Οι προαναφερθείσες τράπεζες θα έπρεπε να μειώσουν τον αριθμό των υποκαταστημάτων τους και να προχωρήσουν σε περικοπές των λειτουργικών εξόδων τους κατά την επόμενη χρονιά, (2) θα έπρεπε να διατηρήσουν ή να μειώσουν το Ενεργητικό τους πουλώντας τα **loan portfolios**



Financial Crises – A Taxonomy

σε συγκεκριμένες γεωγραφικές περιοχές, (3) οι παλιές μετοχές της **DnB** (η μεγαλύτερη τράπεζα της χώρας), έπρεπε να καταγραφούν πλήρως σύμφωνα με τις ζημιές της τράπεζας, και (5) οι τράπεζες όφειλαν να αυξήσουν την κερδοφορία τους από τις διάφορες παρεχόμενες υπηρεσίες πληρωμών, αυξάνοντας τις χρεώσεις τους.

Μια επιπρόσθετη λύση που ακολουθήθηκε για την διαχείριση της κρίσης ήταν οι συγχωνεύσεις, καθώς κρίθηκε ότι η ρευστοποίηση και η εκκαθάριση θα ήταν περισσότερο δαπανηρή λύση δεδομένης της κατάστασης Έτσι, όλες σχεδόν οι μεγάλες τράπεζες που βρίσκονταν σε ιδιαίτερα προβληματική θέση συγχωνεύτηκαν με μεγαλύτερες, υγιείς τράπεζες. Προκειμένου να επιτευχθεί η εκάστοτε συμφωνία, παρενέβαινε το **Guarantee Fund** στο οποίο ανήκε η πτωχευμένη τράπεζα, και παρείχε εγγυήσεις και κεφαλαιακή ενίσχυση, ώστε να καλυφθεί η αρνητική καθαρή αξία του ιδρύματος.

Θα πρέπει ακόμη να τονισθεί ότι η Νορβηγία, σε αντίθεση με άλλες χώρες που βρίσκονταν σε ύφεση, δεν προχώρησε στην ίδρυση ξεχωριστής εταιρίας διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων (**asset management company**). Οι αρμόδιες αρχές έκριναν ότι κάτι τέτοιο θα ήταν μια λογιστικά και νομικά πολύπλοκη διαδικασία, χωρίς σημαντικά αποτελέσματα, εφόσον το εξειδικευμένο προσωπικό των τραπεζών διέθετε μεγαλύτερη και εκ των έσω εμπειρία σε θέματα επισφαλών δανείων.

Τέλος, θα πρέπει να τονιστεί ότι καθοριστικό ρόλο στην αντιμετώπιση της κρίσης της Νορβηγίας έπαιξε και το γεγονός ότι από την αρχή υπήρξε ένας σαφής διαχωρισμός μεταξύ των ευθυνών και αρμοδιοτήτων των πολιτικών οργάνων, των εποπτικών αρχών, και της κεντρικής τράπεζας της χώρας.

Υπολογίστηκε ότι οι συνολικές μικτές δημόσιες δαπάνες της χώρας για την αναδιάρθρωση της οικονομίας της, ανήλθαν περίπου στο **2,9 %** του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος του **1993**. Αξίζει να σημειωθεί ότι το **1997**, οι



Financial Crises – A Taxonomy

συνολικές, μικτές δημόσιες δαπάνες για την εξυγίανση της οικονομίας, για την Σουηδία ανήλθαν στο **3,6 %** του ΑΕΠ, ενώ το αντίστοιχο ποσοστό για την Νορβηγία ήταν μόνο **2%**. Μέρος της διαφοράς αυτής αποδίδεται στην δημιουργία **asset management companies** στην Σουηδία, χρηματοδοτούμενη από το κράτος.

Στα τέλη του **1993**, ένα χρόνο μετά την εγκατάλειψη του καθεστώτος σταθερής ισοτιμίας, και της μείωσης των επιτοκίων, η Νορβηγία άρχισε να βγαίνει από την κρίση και ο τραπεζικός τομέας άρχισε και πάλι να σημειώνει κέρδη.

Table 1
Main economic developments, 1990–96

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Domestic demand, mainland Norway	0.1	1.3	2.3	1.3	4.7	4.0	4.7
Private consumption . . .	0.7	1.5	2.2	2.2	4.0	2.7	4.7
Public consumption	4.9	4.3	5.3	2.2	1.4	1.0	3.3
Gross fixed investment . . .	-7.0	-3.3	-2.2	-3.1	13.5	13.3	6.9
Oil investment	-2.5	29.1	12.2	12.1	-7.2	-13.6	-4.4
Exports	8.6	6.1	5.2	3.2	8.7	3.7	10.1
of which:							
Crude oil and natural gas	3.2	17.2	11.3	5.9	3.2	8.7	3.7
Traditional goods	10.1	-2.7	5.7	3.2	12.5	4.2	10.3
Imports	2.5	0.2	0.7	4.4	4.9	5.5	6.5
of which:							
Traditional goods	9.2	0.6	4.1	1.2	13.1	9.4	9.3
Gross domestic product . . .	2.0	3.1	3.3	2.7	5.5	3.6	5.3
of which:							
Mainland Norway	1.0	1.4	2.2	2.8	4.1	3.1	3.7

Source: Statistics Norway.

Πηγή : Central Bank of Norway



6.2.3 Φιλανδία (1991) ^{1,2,3,4}

Εισαγωγή

Η τραπεζική κρίση της Φιλανδίας την δεκαετία του **1990**, η οποία κορυφώθηκε μεταξύ του **1991** και του **1993**, ήταν μια βαθιά συστημική κρίση, καθώς διαχύθηκε σε ολόκληρο τον Χρηματοοικονομικό τομέα της χώρας, και κρίθηκε ως η χειρότερη χρηματοοικονομική κρίση σε σχέση με τις υπόλοιπες Σκανδιναβικές χώρες. Η εν λόγω κρίση ήταν αποτέλεσμα ενός συνδυασμού μακροοικονομικών αναταραχών, (οι οποίες ακολούθησαν μια περίοδο οικονομικής άνθησης, μετά την απελευθέρωση της οικονομίας της χώρας στα τέλη δεκαετίας **1980**), ανεπαρκών ρυθμιστικών μέτρων, και συγκεκριμένων τραπεζικών προβλημάτων. Η κρατική παρέμβαση για την αντιμετώπιση της κρίσης περιλάμβανε εξαγορές προβληματικών τραπεζών, άμεση χρηματική ενίσχυση, και παροχή, παροδικά, εγγυήσεων. Οι συνολικές δημόσιες δαπάνες για την διαχείριση της κρίσης το **2000** υπολογίστηκαν περίπου στο **7,2 %** του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος.

1) Lissa Halme (2002)

2) BIS Review (1997)

3) BIS Review 39/2007



Εκκόλαψη της Κρίσης

Μέχρι το **1980** το οικονομικό σύστημα της Φιλανδίας ήταν αυστηρά «καταπιεσμένο». Η Κεντρική Τράπεζα της χώρας είχε τον απόλυτο έλεγχο των επιτοκίων, της συναλλαγματικής ισοτιμίας (**foreign exchange rate**), καθώς και των εισροών και εκροών κεφαλαίων από, και προς το εξωτερικό. Την περίοδο αυτή, η τήρηση χαμηλών επιτοκίων προκάλεσε μια παρατεταμένη αύξηση της ζήτησης για πίστωση.

Στις αρχές της δεκαετίας του **1980**, η χώρα άρχισε να μεταβαίνει σε ένα απελευθερωμένο οικονομικό σύστημα. Αποτέλεσμα αυτής της διαδικασίας Αποκανονικοποίησης, ήταν η εύκολη πρόσβαση σε δανεισμό κεφαλαίων, και ιδιαίτερα από το εξωτερικό, γεγονός που ενίσχυσε ακόμη περισσότερο την ήδη αυξημένη ζήτηση για χρηματοδότηση. Παράλληλα, σημειώθηκε απότομη αύξηση της τιμής των αξιόγραφων, αλλά και των ακινήτων. Οι Φιλανδικές τράπεζες, αλλά και ιδιωτικές επιχειρήσεις, όπως και μεμονωμένοι επενδυτές άρχισαν να επιδίδονται σε κερδοσκοπικές επενδυτικές δραστηριότητες. Ιδιαίτερα οι τράπεζες, ξεκίνησαν να στρέφονται σε ριψοκίνδυνες δραστηριότητες για τις οποίες είχαν μικρή, έως και καμία προηγούμενη εμπειρία, όπως εξαγορές εταιριών, και επενδύσεις στο εξωτερικό.

Ωστόσο, αν και η Χρηματοοικονομική κρίση της Φιλανδίας οφείλεται κατεξοχήν σε μακροοικονομικούς παράγοντες, η κρίση δεν θα έπαιρνε τέτοιες διαστάσεις, αν οι αρχές είχαν φροντίσει να εφαρμόσουν πιο αποτελεσματική νομισματική πολιτική, και αν υιοθετούσαν ρυθμιστικούς μηχανισμούς που να προσαρμόζονται στις απελευθερωμένες πλέον αγορές. Η χώρα εξακολουθούσε να λειτουργεί σύμφωνα με το νομικό και κανονιστικό πλαίσιο του **1969** (σε θέματα που αφορούσαν π.χ στην κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών, τους κανονισμούς περί εξαγωγών, κ.τ.λ), και άρχισε να προσαρμόζεται στις νέες συνθήκες το **1994**, δέκα περίπου χρόνια μετά την απελευθέρωση του συστήματός της.



Financial Crises – A Taxonomy

Τέλος, θα πρέπει να σημειωθεί ότι σημαντικό ρόλο στην τραπεζική κρίση της Φιλανδίας στις αρχές της δεκαετίας του **1990** έπαιξε και η πτώση των εξαγωγών της χώρας προς την πρώην Σοβιετική Ένωση : ενώ αρχικά οι εν λόγω εξαγωγές αποτελούσαν περίπου το **20 %** των συνολικών εξαγωγών της Φιλανδίας, στις αρχές του **1990** έγιναν σχεδόν μηδενικές, προκαλώντας έτσι ακόμη μεγαλύτερο έλλειμμα στο Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών.

Το Ξέσπασμα της Κρίσης

Η κατάσταση ξέσπασε όταν διάφορες τοπικές τράπεζες, και ενώ μέχρι πρότινος ήταν εστιασμένες στην εξυπηρέτηση των νοικοκυριών, άρχισαν να προσανατολίζονται στην χρηματοδότηση εταιρικών πελατών, και κατά κύριο λόγο στην δανειοδότηση για απόκτηση περιουσιακών στοιχείων. Καθώς δεν διέθεταν προηγούμενη εμπειρία στον συγκεκριμένο τομέα, σύντομα; άρχισαν να αντιμετωπίζουν σοβαρά προβλήματα ρευστότητας και κεφαλαιακής επάρκειας. Προκειμένου να διατηρήσουν το μερίδιο αγοράς τους, αντικατέστησαν τον άμεσο δανεισμό με την παροχή τραπεζικών εγγυήσεων, οι οποίες δεν είχαν άμεση επίπτωση στην ρευστότητά τους.

Τον πιο ενεργό ρόλο στον τομέα του δανεισμού για απόκτηση περιουσιακών στοιχείων (**property lending**), έπαιξαν οι αποταμιευτικές τράπεζες και κυρίως η **Skopbank** (κεντρικός αποταμιευτικός οργανισμό της χώρας). Η **Skopbank**, θέλησε να επεκταθεί πέρα από τις κλασικές τραπεζικές δραστηριότητες, και άρχισε να προβαίνει σε επενδύσεις που ξεπερνούσαν τα Ιδία Κεφάλαιά της, και που τελικά αποδείχθηκαν καταστροφικές : το **1987** απέκτησε την **Tampella** (επιχείρηση που ανήκε στην βαριά βιομηχανία της Φιλανδίας και που το **1990** χρεοκόπησε), και το **1998** επένδυσε **400** εκατομμύρια **FIM** σε μια ξενοδοχειακή επιχείρηση (**Virgin Islands Hotel Project**). Η αύξηση των επιτοκίων (το **Helibor** αυξήθηκε κατά **15%**), επέφερε πτώση του Χρηματιστηρίου, μεγάλες απώλειες από την μη αποπληρωμή των δανείων, και τελικά πτώχευση. Την περίοδο αυτή,



η οικονομία της Φιλανδίας χαρακτηρίστηκε ως «οικονομία καζίνο» ('casino economy', kasinotalous period)

Η διάχυση της Κρίσης

Η κρίση κορυφώθηκε το **1991**, όταν η **Skopbank** κατάφυγε σε **overnight loan** από την κεντρική τράπεζα της Φιλανδίας, προκειμένου να καλύψει την ανάγκη ρευστότητας, και εφόσον δεν μπορούσε να απευθυνθεί στην διατραπεζική αγορά. Τελικά το **1991** η **Skopbank** πτώχευσε, και η κεντρική τράπεζα αγόρασε την πλειονότητα των μετοχών της.



Chart 1
GDP growth contributions, 1985–96

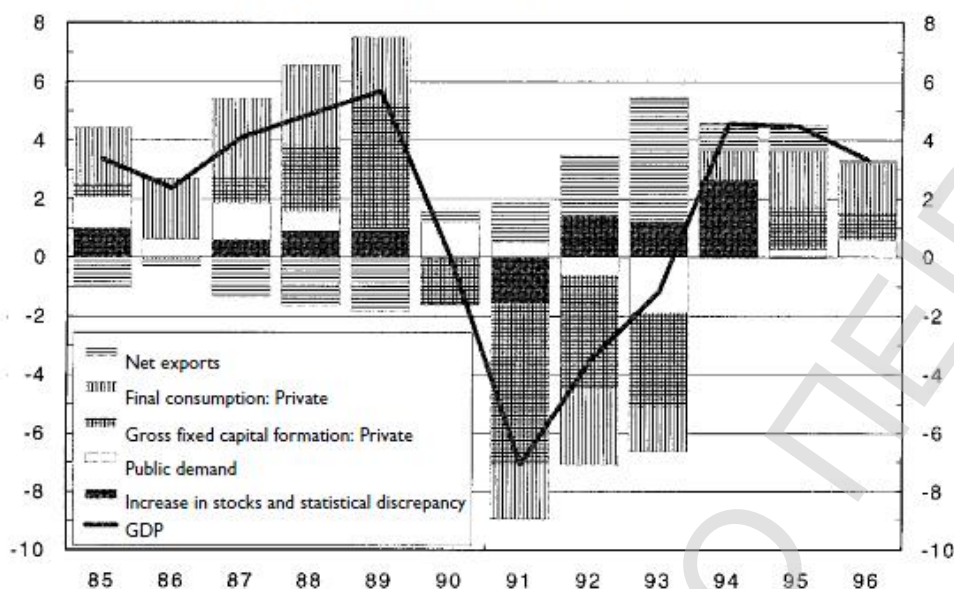
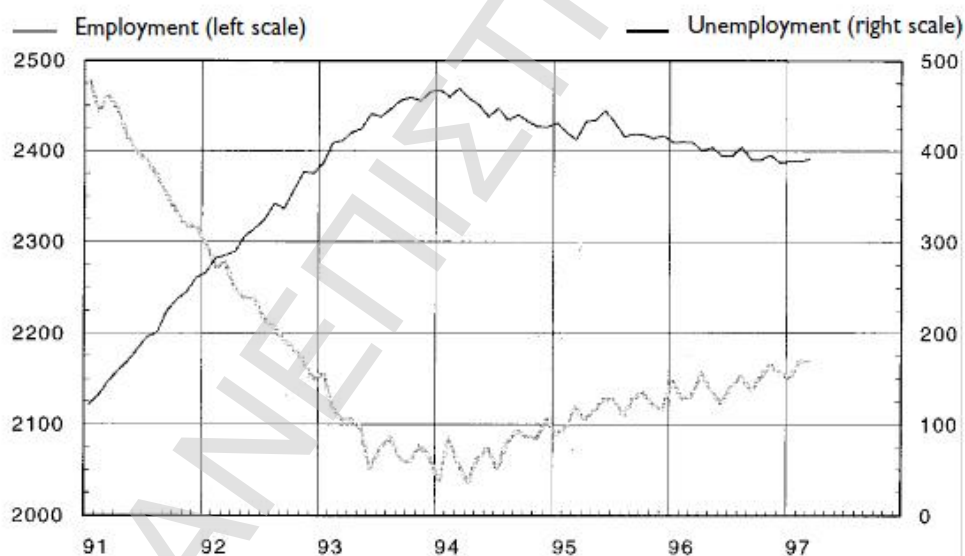


Chart 2
Employment and unemployment
1,000 persons; seasonally adjusted



Πηγή: BIS Review: Monetary Policy in Finland-experience since 1992:

Rentiti Pikkarainen, Antti Suvanto, Jahana Hukkinen



Ενέργειες αντιμετώπισης και αναδιάρθρωσης

Καθοριστικό ρόλο στην αντιμετώπιση της κρίσης, σε αρχικό στάδιο, έπαιξε η κεντρική τράπεζα της Φιλανδίας, καθώς διέθετε και τους χρηματοοικονομικούς πόρους, αλλά και την νομική αρμοδιότητα να επιμεληθεί του προβλήματος. Το **1992**, προκειμένου να σταθεροποιήσει την κατάσταση, αλλά και να αποτρέψει μεγαλύτερο πιστωτικό κίνδυνο, η κυβέρνηση χορήγησε με την μορφή μετατρέψιμων δανείων (**convertible loans**), 7,1 δισεκατομμύρια **FIM** (1,2 δις ευρώ) στις φιλανδικές τράπεζες. Οι περισσότερες από τις τράπεζες αυτές, με εξαίρεση την **Skopbank**, αποπλήρωσαν τα δάνεια αυτά.

Στην πορεία, ιδρύθηκε μια ειδική επιτροπή διαχείρισης της κρίσης, χρηματοδοτούμενη από το κράτος, η **Government Guarantee Fund (Valtion Vakuusrahasto) (GGF)**, η οποία ανέλαβε να υποστηρίξει τις αποταμιευτικές τράπεζες, πολλές από τις οποίες αφού πρώτα ενοποιήθηκαν, στην πορεία διαλύθηκαν, ενώ τα υγιή τμήματα αυτών πουλήθηκαν σε εμπορικές τράπεζες.

Επιπλέον, η κυβέρνηση προχώρησε σε μια Γενική Αύξηση Κεφαλαίου (**General Capital Injection**), με σκοπό την αποκλιμάκωση της κρίσης και την μείωση της προσφοράς δανείων. Ένας από τους τρόπους με τους οποίους έγινε η εν λόγω αύξηση, ήταν η παροχή δανείων μηδενικού επιτοκίου για τα τρία πρώτα χρόνια.

Σε ένα τρίτο στάδιο, η κυβέρνηση προώθησε ένα σχέδιο δράσης (**Special Crisis Support**), το οποίο χρηματοδοτήθηκε από τον κρατικό Προϋπολογισμό και τέθηκε υπό την εποπτεία του **GGF**. Η χρηματοδότηση έγινε με την μορφή αύξησης μετοχικού κεφαλαίου και παροχής εγγυήσεων, και αφορούσε στις επενδυτικές τράπεζες, και όχι στους εμπορικούς και συνεταιριστικούς τραπεζικούς οργανισμούς. Στα πλαίσια αυτού του σχεδίου ιδρύθηκε μια κρατική επιχείρηση διαχείρισης των προβληματικών περιουσιακών στοιχείων, η **Arsenal**



Ltd. Οι κατευθυντήριες γραμμές της διαχείρισης αυτής δίνονταν από το εποπτικό συμβούλιο της **GGF (GGF;s Supervisory Board)**.

Πολλές από τις εμπορικές τράπεζες άντλησαν κεφάλαια από τους μετόχους τους προκειμένου να καλύψουν τα χρέη τους. Οι δύο μεγαλύτερες από αυτές, η **Suomen Yhdyspankki** και η **Kansallispankki**, συγχωνεύτηκαν και έκαναν την **Merita**, που στην πορεία ονομάστηκε **Nordea**. Ωστόσο, το κράτος ήταν ο κύριος μέτοχος των περισσότερων χρηματοπιστωτικών οργανισμών.

Οι συνολικές δημόσιες δαπάνες που απορροφήθηκαν για την υποστήριξη των τραπεζών υπολογίζονται περίπου σε **50** δισεκατομμύρια **FIM (8,4** δις ευρώ), το μεγαλύτερο μέρος των οποίων απορροφήθηκε από τις αποταμιευτικές τράπεζες.

Τέλος, θα πρέπει να σημειωθεί ότι καθοριστικό ρόλο στην διευθέτηση της κρίσης της Φιλανδίας έπαιξε η πολιτική δέσμευση και συνεργασία της κυβέρνησης και των αντίθετων με αυτήν παρατάξεων. Η κυβέρνηση είχε την ευθύνη για την λήψη των αποφάσεων υποστήριξης, ενώ το Κοινοβούλιο είχε την ευθύνη για την εκτέλεση των αποφάσεων αυτών, καθώς και την επίβλεψη των ενεργειών αναδιάρθρωσης.



6.3 Μεξικό (1994)¹

Εισαγωγή

Το τραπεζικό σύστημα στο Μεξικό πέρασε από μια μεγάλη περίοδο αλλαγών κατά την τελευταία εικοσαετία. Έπειτα από μια περίοδο ανάπτυξης και οικονομικής σταθερότητας, η ξαφνική ραγδαία υποτίμηση του μεξικανικού πέσο το Δεκέμβριο του **1994**, ανέκοψε κάθε είδους οικονομική δραστηριότητα, οδηγώντας τη χώρα σε βαθιά κρίση. Σημαντικό ρόλο στη διαμόρφωση της κατάστασης αυτής έπαιξαν οι αναξιόπιστοι θεσμοί που επικρατούσαν στη χώρα και οι οποίοι προκαλούσαν την αμφιβολία και εχθρότητα του επενδυτικού κοινού.

Η εκκόλαψη της κρίσης

Μακροοικονομικοί καθώς και θεσμικοί παράγοντες είχαν ήδη προετοιμάσει το έδαφος για την κρίση του **1994**.

Κατά την ιδιωτικοποίηση των τραπεζών το **1991 – 1992**, οι επενδυτές πλήρωσαν μια μέση τιμή που ήταν μεγαλύτερη κατά **3,34** φορές, κατά μέσο όρο, από τη λογιστική τους αξία. Οι νέοι επενδυτές που επιθυμούσαν να δράσουν τα οφέλη από την επένδυση τους, ήταν πρόθυμοι να προβούν σε επικίνδυνες επιχειρηματικές κινήσεις. Κάποιοι όμως από αυτούς δε διέθεταν την ανάλογη τραπεζική εμπειρία.

1) IMF, Annual Report (1994)



Στο παραπάνω οικονομικό τοπίο, πολύ σημαντικό ρόλο διαδραμάτισε και το θεσμικό πλαίσιο της χώρας. Τα χρόνια του «καταπιεσμένου» χρηματοοικονομικού συστήματος δεν είχαν επιτρέψει στις τράπεζες να δημιουργήσουν κατάλληλα συστήματα διαχείρισης πιστωτικού κινδύνου. Τα όρια στα επιτόκια, η περιοριστική χορήγηση της πίστωσης και η αυξημένη απαιτούμενη ρευστότητα που έπρεπε να διαθέτουν τα τραπεζικά ιδρύματα, είχαν δημιουργήσει ένα ιδιαίτερο περιβάλλον λειτουργίας. Όταν όμως εμφανίστηκαν νέοι ιδιοκτήτες, νέοι πελάτες και νέες πηγές χρηματοδότησης, άρχισαν και τα προβλήματα. Παράλληλα, το θεσμικό πλαίσιο ήταν ανεπαρκές για την υποστήριξη της νέας τάξης πραγμάτων. Έτσι, η έλλειψη επαρκούς πιστωτικής ανάλυσης σε συνδυασμό με όλα τα προηγούμενα, οδήγησαν στην αύξηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων στις αρχές κιόλας της δεκαετίας του **1990**.

Σε μακροοικονομικό επίπεδο, το χρέος των εγχώριων τραπεζών στις διεθνείς τράπεζες αυξήθηκε από **\$8** δις το **1991** σε **\$16,5** δις το **1994**. Παράλληλα, η χορηγούμενη τραπεζική πίστωση – ως ποσοστό του ΑΕΠ – αυξανόταν με ραγδαίους ρυθμούς. Σε συνδυασμό με τους παραδοσιακούς τομείς δανεισμού, οι τράπεζες άρχισαν να επεκτείνουν την πίστωση τους σε δραστηριότητες στις οποίες δεν διέθεταν πρότερη εμπειρία, όπως ο κτηματομεσιτικός τομέας.



Commerical bank lending by sector (% of GDP)

	1989	1994
Agricultural sector	3.6	4.0
Industry	7.4	12.4
Services	2.2	7.8
Commerce	3.7	8.7
Housing	1.6	7.4
Consumption	1.5	3.1
Total	20.0	43.2

Note: Data on bank lending to public and financial sectors are not included.

Source: CBNV.

Το ξέσπασμα της κρίσης

Η κρίση ξέσπασε τον Δεκέμβριο του 1994 με την υποτίμηση του νομίσματος της χώρας. Το ήδη αδύναμο τραπεζικό σύστημα επιβαρύνθηκε από την υποτίμηση του νομίσματος και από την επίδραση που αυτή είχε στα επιτόκια, στον πληθωρισμό και στην παραγωγή. Οι αρχές πίστευαν ότι οι επιπτώσεις αυτές δεν θα ήταν ιδιαίτερα σημαντικές λόγω των συναλλαγματικών περιορισμών που είχε θέσει η κεντρική τράπεζα τόσο στα συναλλαγματικά αποθέματα όσο και στον όγκο των χορηγούμενων δανείων σε ξένο νόμισμα.



Η διάχυση της κρίσης

Οι τράπεζες όπως και στο παρελθόν, είχαν μια τάση καταστρατήγησης των επιβαλλόμενων κανόνων λειτουργίας. Έτσι, ο συναλλαγματικός κίνδυνος μετατράπηκε σε πιστωτικό κίνδυνο με αποτέλεσμα να αυξηθούν περισσότερο τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια και να βρεθούν οι επενδυτές σε δεινή θέση.

Πλέον ο φόβος μιας συστηματικής κρίσης ήταν διάχυτος. Οι αρχές προκειμένου να αντιμετωπίσουν την κατάσταση και να προλάβουν τα χειρότερα προέβησαν σε μια σειρά από ενέργειες.

Ενέργειες αναδιάρθρωσης.

Η προσπάθεια των αρχών για την αντιμετώπιση της κρίσης περιστρεφόταν γύρω από τρεις βασικές αρχές:

- Υποστήριξη περισσότερο των τραπεζικών ιδρυμάτων και λιγότερο των επενδυτών,
- Ενίσχυση του ανταγωνισμού προωθώντας τη συμμετοχή ξένων τραπεζών,
- Δημιουργία προγραμμάτων που θα παρείχαν στις τράπεζες τα κίνητρα να χορηγήσουν επιπρόσθετη πίστωση σε εκείνους τους τομείς που θα προωθούσαν την οικονομική ανάκαμψη.

Τα προγράμματα που χρησιμοποιήθηκαν μπορούν να ταξινομηθούν σε τρεις γενικές κατηγορίες. Η πρώτη κατηγορία περιλαμβάνει τα προγράμματα εκείνα που εφαρμόστηκαν άμεσα για να εμποδίσουν την κατάρρευση του τραπεζικού συστήματος και της οικονομίας γενικότερα. Η δεύτερη, εκείνα που σκοπό είχαν να υποστηρίξουν τις τράπεζες, ενώ η τρίτη, εκείνα που σκοπό είχαν να υποστηρίξουν τους επενδυτές.



α) Προγράμματα άμεσης δράσης

Στις αρχές του **1995** οι τράπεζες αδυνατούσαν να αποπληρώσουν τα χρέη τους στις διεθνείς αγορές. Η κεντρική τράπεζα προχώρησε σε παροχή ρευστότητας υπό μορφή δανείων με χαμηλά επιτόκια στις εγχώριες τράπεζες με κύριο σκοπό την εξυγίανση τους.

Μια άμεση συνέπεια της υποτίμησης του νομίσματος ήταν η αύξηση του χρέους σε ξένο νόμισμα. Για να μπορέσουν οι τράπεζες να εξυπηρετήσουν το χρέος τους σε ξένο νόμισμα, δόθηκε από την κυβέρνηση στην κεντρική τράπεζα δολαριακή ρευστότητα υπό τη μορφή δανείου. Τα δάνεια αυτά διατέθηκαν σε **17** εμπορικές τράπεζες. Μέχρι τον Σεπτέμβριο του **1995**, όλες οι τράπεζες είχαν ξεπληρώσει τα δάνεια τους σε συνάλλαγμα στο ακέραιο.

β) Προγράμματα Υποστήριξης Τραπεζών.

Η κυβέρνηση, μέσω του **FOBAPROA** (**Fondo Bancario de Protección al Ahorro or "Banking Fund for the Protection of Savings"**: πρόκειται για ένα αμφιλεγόμενο ειδικό Ταμείο, το οποίο συστάθηκε στο Μεξικό το **1990**, με σκοπό την διαχείριση του προβλήματος ρευστότητας της χώρας), παρείχε βοήθεια στις τράπεζες προκειμένου αυτές να αντιμετωπίσουν το πρόβλημα των μη εξυπηρετούμενων δανείων και να προχωρήσουν σε κεφαλαιακή αναδιάρθρωση. Για το σκοπό αυτό δημιούργησε δύο προγράμματα παρέμβασης.

- Ø Το πρώτο πρόγραμμα υλοποιήθηκε συνοπτικά με την εξής διαδικασία: Η κυβέρνηση, σε μια προσπάθεια εξυγίανσης του Ενεργητικού αγόρασε τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια (**Non performing Loans or NPLs**) από τις τράπεζες. Επίσης, διαμέσου του **FOBAPROA** εξέδωσε ομολογίες για εγγυητικούς σκοπούς – με μακροπρόθεσμη διάρκεια, οι οποίες



αντικατέστησαν τα **NPLs** με την υποχρέωση της παρακολούθησής τους. Το εισόδημα που θα εισέπρατταν από την αποπληρωμή αυτών των δανείων θα το χρησιμοποιούσαν για την ακύρωση ίσης αξίας των παραπάνω ομολογιών. Όταν οι ομολογίες φτάσουν στη λήξη τους, το ποσό που δε θα έχει καλυφθεί θα συνιστά ζημιά. Σύμφωνα με τους όρους του προγράμματος, οι τράπεζες θα ανέλαβαν το **20-30%** των ζημιών αυτών. Παρόλα αυτά πολλές τράπεζες δεν βελτιώθηκαν και χρειάστηκε να πουλήσουν επιπλέον δάνεια σε ένα δεύτερο γύρο. Αξίζει να σημειωθεί ότι πρόκειται για ένα ιδιαίτερο αμφιλεγόμενο πρόγραμμα δράσης αφού υπέστη σφοδρή κριτική και τελικά αναθεωρήθηκε στα τέλη του **1998**.

- Ø Το δεύτερο πρόγραμμα προέβλεπε παρέμβαση στις τράπεζες εκείνες που αδυνατούσαν να λειτουργήσουν ως υγιείς μονάδες παρά την παρεχόμενη βοήθεια. Η παρέμβαση έγινε κυρίως στην πλευρά του Ενεργητικού. Έτσι μεταξύ **1994** και **1997** εξαγοράστηκαν **12** τράπεζες.

Η συνήθης διαδικασία που ακολουθούσε μια τέτοια εξαγορά ήταν η διαπραγμάτευση με τους δυνητικούς αγοραστές για τους όρους της εξαγοράς. Στις περισσότερες των περιπτώσεων, στις τράπεζες αυτές – πριν ξαναπωληθούν- γινόταν εξυγίανση του Ενεργητικού (επίλυση του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων) και κεφαλαιακή αναδιάρθρωση από τον **FOBAPROA**. Κάποιες από αυτές βέβαια δέχθηκαν κρατική βοήθεια πριν εξαγοραστούν από τις αρχές ή από κάποιον τρίτο. Παράλληλα, σχεδόν σε όλες τις περιπτώσεις η διοίκηση αντικαθίστατο.

Η έλλειψη των εγχώριων πηγών χρηματοδότησης για την αναδιάρθρωση του τραπεζικού συστήματος μετά την κρίση, οδήγησε τις αρχές στην απόσυρση κάποιων περιοριστικών μέτρων σχετικά με την παρουσία ξένων ιδιοκτητών στις τράπεζες. Έτσι, κάποιες ξένες τράπεζες αγόρασαν μερίδια στις εγχώριες, ενώ κάποιες άλλες εξαγόρασαν αυτές που είχαν δεχτεί την κρατική παρέμβαση.



Financial Crises – A Taxonomy

Τα παραπάνω είναι τα δύο προγράμματα με τα οποία ο **FOBAPROA** παρενέβη στο Ενεργητικό των προβληματικών τραπεζών αγοράζοντας τα **NPLs** με σκοπό την εξυγίανση τους.

γ) Προγράμματα Υποστήριξης των Δανειζομένων – Επενδυτών.

Ο υψηλός πληθωρισμός οδήγησε στην αύξηση των τοκοχρεολυτικών δόσεων σε πραγματικές αξίες για τους δανειζόμενους. Για την αντιμετώπιση του προβλήματος αυτού η κυβέρνηση εισήγαγε μια νέα μονάδα εκτίμησης, την **UDI (restructuring of Loans in Investment Units)**. Η πέσο αξία της **UDI** ακολουθεί το δείκτη τιμών καταναλωτή με μια μικρή χρονική υστέρηση έτσι ώστε να έχει σταθερή πραγματική αξία. Έτσι οι αναπροσαρμοσμένες πληρωμές που δημιουργεί το σύστημα αυτό παραμένουν σταθερές σε πραγματικές αξίες καθ' όλη τη διάρκεια του δανείου.

Το Σεπτέμβριο του **1995**, η κυβέρνηση εισήγαγε ένα μονοετές πρόγραμμα επιδοτούμενων επιτοκίων. Αυτό απευθυνόταν κυρίως στους χρεωμένους από πιστωτικές κάρτες επενδυτές στις μικρές επιχειρήσεις, καθώς και στους δανειζόμενους του αγροτικού τομέα. Άλλα ειδικά προγράμματα δημιουργήθηκαν με σκοπό να διευκολύνουν τους δανειολήπτες της στεγαστικής αγοράς οι οποίοι ήταν βεβαρημένοι με ενέχυρα και άλλες εγγυήσεις.

Στους τομείς της αλιείας και της γεωργίας, καθώς και στις μικρές και μεσαίες σε μέγεθος επιχειρήσεις δόθηκαν ιδιαίτερα κίνητρα για να μπορέσουν να αποπληρώσουν τα δάνειά τους.



Fiscal cost of support programmes for banks and debtors

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

* February 1998 estimates (as a percentage of 1998 estimated GDP).
Source: CNBV (August 1998).

Συμπεράσματα

Οι ενέργειες αναδιάρθρωσης που έγιναν στο Μεξικό σε περίοδο έντονης κρίσης κατάφεραν την αποφυγή της δημιουργίας πανικού (**bank run**). Καθώς τα προβλήματα κορυφώνονταν, τέθηκαν σε εφαρμογή προγράμματα που σκοπό είχαν την τόνωση της εμπιστοσύνης των επενδυτών σχετικά με την σταθερότητα της οικονομίας. Οι αρχές παράλληλα προστάτεψαν με ειδικά προγράμματα τους δανειζόμενους και έδωσαν κίνητρα στις τράπεζες και στους μετόχους να προσφέρουν νέα κεφάλαια.



6.4 N.Α Ασία (β'εξάμηνο 1997) ^{1,2,3,4}

Εισαγωγή

Η ασιατική οικονομική κρίση, η οποία ξέσπασε τον Ιούλιο του 1997, συμπαρέσυρε ένα μεγάλο μέρος της Ασίας, και έγειρε το φόβο μιας παγκόσμιας οικονομικής κατάρρευσης. Η εν λόγω κρίση ξεκίνησε στην Ταϊλάνδη, με την υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος (**Thai Baht**). Η ανωτέρω υποτίμηση ήταν απόρροια της απόφασης της κυβέρνησης της Ταϊλάνδης να προβεί σε κυμαινόμενη συναλλαγματική ισοτιμία και να διακόψει την πρόσδεση του **baht** με το αμερικανικό δολάριο (μετά βέβαια από εξαντλητική προσπάθεια υποστήριξης της ανωτέρω πρόσδεσης) σε μια προσπάθεια διευθέτησης του εξωτερικού χρέους. Την εποχή εκείνη, το εξωτερικό χρέος της Ταϊλάνδης οδήγησε τη χώρα σε πτώχευση, πριν ακόμη την κατάρρευση του νομίσματός της. Καθώς η κρίση εξαπλώθηκε, το μεγαλύτερο μέρος της Νοτιοανατολικής Ασίας και της Ιαπωνίας ήρθε αντιμέτωπο με υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος, πτώση των τιμών των χρηματιστηριακών αγορών και των τιμών των περιουσιακών στοιχείων, όπως επίσης και με απότομη αύξηση του ιδιωτικού χρέους.

-
- 1) Radelet, S & Sachs (1998)
 - 2) BIS Quarterly Review, June (2008)
 - 3) IMF (1998)



Financial Crises – A Taxonomy

Αν και υπάρχει γενική συμφωνία για την ύπαρξη της κρίσης και των συνεπειών της, αυτό που είναι λιγότερο σαφές είναι τα αίτια της κρίσης, όπως επίσης και η έκτασή της. Οι χώρες που πλήχτηκαν περισσότερο από την εν λόγω κρίση ήταν η Ινδονησία, η Νότια Κορέα και η Ταϊλάνδη. Από την ασιατική κρίση επηρεάστηκαν επίσης το Χονγκ Κονγκ, η Μαλαισία, το Λάος και οι Φιλιππίνες. Τέλος, η Λαϊκή Δημοκρατία της Κίνας, η Ινδία, το Ταϊβάν, η Σιγκαπούρη, το Μπρουνέι και το Βιετνάμ προσβλήθηκαν λιγότερο, αν και όλες αυτές οι χώρες ήρθαν αντιμέτωπες με σημαντική μείωση της ζήτησης, καθώς και της εμπιστοσύνης του επενδυτικού κοινού.

Ο δείκτης «Εξωτερικό χρέος προς ΑΕΠ» το διάστημα **1993-1996** αυξήθηκε από **100%** έως **167%** στις τέσσερις μεγάλες οικονομίες της **ASEAN (Association of Southeast Asian Nations)**, ενώ στη συνέχεια, παρατηρήθηκε εκτίναξη στο **180%** (κατά τη διάρκεια της αποκορύφωσης της κρίσης). Στη Νότια Κορέα, το αντίστοιχο ποσοστό αυξήθηκε κατά **8%** (από **13%** σε **21%**), και στη συνέχεια ανήλθε στο **40%**. Οι υπόλοιπες Βόρειες Ασιατικές χώρες (**Newly Industrialized Countries**), τα πήγαν πολύ καλύτερα.

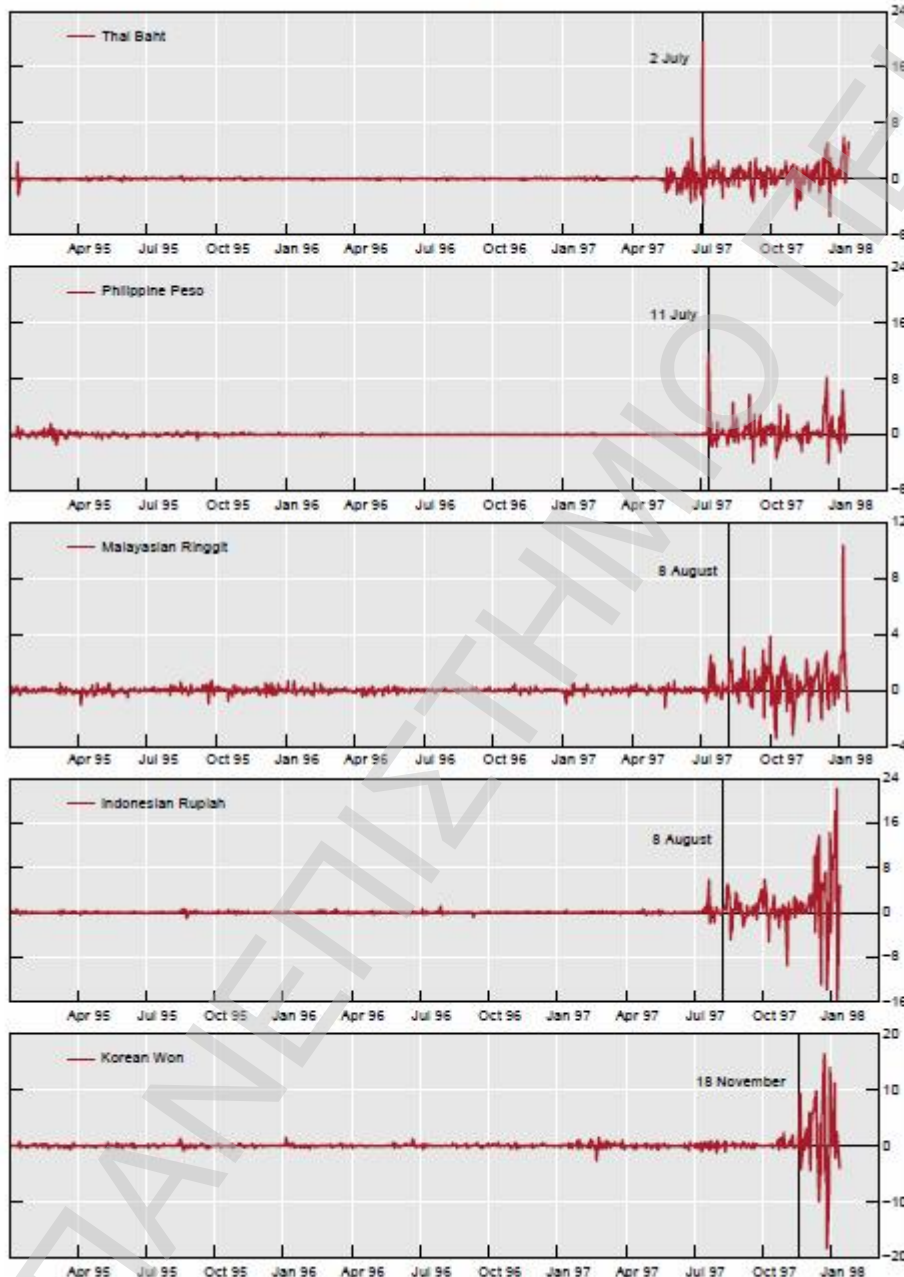
Αν και οι περισσότερες από τις κυβερνήσεις της Ασίας εφαρμόζαν φαινομενικά υγιή δημοσιονομική πολιτική, το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ) παρενέβη με την εφαρμογή ενός προγράμματος αξίας **40** δισεκατομμυρίων δολαρίων με σκοπό την σταθεροποίηση των νομισμάτων της Νότιας Κορέας, της Ταϊλάνδης και της Ινδονησίας (οικονομίες που πλήγηκαν περισσότερο). Έως τα τέλη του Οκτωβρίου του **1997**, αυτό που ξεκίνησε σαν ένα πρόγραμμα σταθεροποίησης από το ΔΝΤ, κατέληξε να αποτελέσει την αφετηρία ενός φαύλου κύκλου ανταγωνιστικών υποτιμήσεων των νομισμάτων των περισσότερων ασιατικών χωρών. Κάτω από όλες αυτές τις συνθήκες υπήρχαν βάσιμες ανησυχίες για την ανάπτυξη μιας παγκόσμιας νομισματικής κρίσης, στα πλαίσια της οποίας ακόμη και υγιείς επιχειρηματικές δραστηριότητες κινδύνευαν να πέσουν στο κενό. Η Ασιατική κρίση είναι και γνωστή ως Κρίση του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου



Financial Crises – A Taxonomy

(IMF Crisis), καθώς το ΔΝΤ ήταν αυτό που ώθησε τις ασιατικές χώρες σε μια σειρά νομισματικών υποτιμήσεων, με όλες τις επακόλουθες καταστροφικές συνέπειες.

Figure 1
Daily variation in the exchange rate and event dates



Vis-a-vis the US dollar. Positive values indicates depreciation.

Sources: Bloomberg, authors' calculations.

Πηγή : Bloomberg, authors' calculations



Οι επιπτώσεις της κρίσης ήταν ορατές μέχρι το **1998**. Την ίδια χρονιά στις Φιλιππίνες η ανάπτυξη έγινε σχεδόν μηδενική. Μόνο η Σιγκαπούρη και η Ταϊβάν, αποδείχθηκαν λιγότερο επηρεασμένες από το σοκ, αλλά και οι δύο υπέστησαν σοβαρά χτυπήματα με την πάροδο του χρόνου (η πρώτη περισσότερο λόγω του μεγέθους της και της γεωγραφικής θέσης μεταξύ της Μαλαισίας και Ινδονησίας). Μέχρι το **1999**, ωστόσο, σημειώθηκαν οι πρώτες ενδείξεις ότι οι οικονομίες της Ασίας είχαν αρχίσει να ανακάμπτουν.

Η εκκόλαψη τη Κρίσης

Τα αίτια της κατάρρευσης είναι πολλά και υπό αμφισβήτηση. Μέχρι το **1997**, η Ασία είχε προσελκύσει σχεδόν το ήμισυ των συνολικών εισροών κεφαλαίων από τις αναπτυσσόμενες χώρες. Οι οικονομίες της Νοτιοανατολικής Ασίας, διατηρούσαν υψηλά επιτόκια προκειμένου να προσελκύσουν τους ξένους επενδυτές που αναζητούσαν υψηλό ποσοστό απόδοσης. Κάτι τέτοιο είχε ως αποτέλεσμα, οι οικονομίες της περιοχής να επιτύχουν μεγάλη εισροή κεφαλαίων, και να σημειώσουν αλματώδη αύξηση στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων. Ταυτόχρονα, οι περιφερειακές οικονομίες της Ταϊλάνδη, Μαλαισίας, Ινδονησίας, Σιγκαπούρης, και Νότιας Κορέας παρουσίασαν υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης (**8-12%** του ΑΕΠ) στα τέλη της δεκαετίας του **1980** και στις αρχές της δεκαετίας του **1990**. Το επίτευγμα αυτό, που είχε ευρεία αναγνώριση από τα μεγάλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, συμπεριλαμβανομένων του ΔΝΤ και της Παγκόσμιας Τράπεζας, ήταν γνωστό ως μέρος του «Ασιατικού Οικονομικού Θαύματος» (**Asian Economic Miracle**)

Ωστόσο η ανάπτυξη της οικονομίας της Ταϊλάνδης ουσιαστικά στηρίχθηκε σε μια «φούσκα» η οποία τροφοδοτήθηκε από "ζεστό χρήμα" (**Hot Money**). Καθώς η διεθνοποίηση των αγορών και η ανάπτυξη της τεχνολογίας επέτρεψε την



Financial Crises – A Taxonomy

ταχύτατη μεταφορά κεφαλαίων και πληροφοριών, η Ταϊλάνδη επιδόθηκε στην μετακίνηση κεφαλαίων με στόχο την κερδοσκοπία. Όσο επεκτείνονταν αυτές οι κερδοσκοπικές δραστηριότητες, το μέγεθος της φούσκας μεγάλωνε. Η ίδια κατάσταση χαρακτήριζε επίσης τη Μαλαισία και την Ινδονησία, στις οποίες το πρόβλημα δυσχέραινε η ύπαρξη του λεγόμενου “**crony capitalism**” (καπιταλιστική οικονομία όπου η οικονομική ευημερία εξαρτάται από τις σχέσεις ευνοιοκρατίας μεταξύ του επιχειρηματικού κόσμου και της πολιτικής ηγεσίας). Ο οικονομικός πλούτος απορροφούνταν σε ένα μεγάλο βαθμό ανεξέλεγκτα από ορισμένα μόνο άτομα και ομάδες ατόμων, που βρίσκονταν εγγύτερα στα κέντρα της εξουσίας.

Στα μέσα της δεκαετίας του **1990**, η Ταϊλάνδη, η Ινδονησία και η Νότια Κορέα παρουσίασαν μεγάλα ελλείμματα στα ιδιωτικά ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών. Επιπλέον η τήρηση σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών ενθάρρυνε τον εξωτερικό δανεισμό και οδήγησε σε υπερβολική έκθεση σε συναλλαγματικό κίνδυνο, τόσο στον χρηματοοικονομικό τομέα, όσο και στον τομέα επιχειρήσεων άλλων κλάδων. Στα μέσα της δεκαετίας του **1990**, δύο παράγοντες άρχισαν να αλλάζουν το μακροοικονομικό περιβάλλον των άνω χωρών: Καθώς η αμερικανική οικονομία είχε ανακάμψει από την ύφεση που είχε πέσει στις αρχές της δεκαετίας του **1990**, η αμερικανική **Federal Reserve Bank**, υπό τον **Alan Greenspan**, άρχισε να αυξάνει τα επιτόκια των ΗΠΑ με σκοπό την αποτροπή του πληθωρισμού. Αυτό έκανε τις ΗΠΑ να γίνουν πιο ελκυστικός πόλος για το επενδυτικό κοινό συγκριτικά με τη Νοτιοανατολική Ασία. Ταυτόχρονα σημειώθηκε ανατίμηση του δολαρίου των ΗΠΑ, με το οποίο είχαν συνδεθεί τα νομίσματα πολλών χωρών της Νοτιοανατολικής Ασίας, καθιστώντας έτσι τις εξαγωγές αυτών των χωρών λιγότερο ανταγωνιστικές. Η πτώση των εν λόγω εξαγωγών επιβραδύνθηκε δραματικά την άνοιξη του **1996**, προκαλώντας ακόμη μεγαλύτερη επιδείνωση στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών.



Financial Crises – A Taxonomy

Capital flows to Asian countries in billions of USD

	1995	1996	1997	1998	1999
Indonesia					
Direct investment	3.7	5.6	4.5	-0.4	-1.5 ¹
Portfolio investment	4.1	5.0	-2.6	-1.9	-1.5 ¹
Other investments	2.4	0.2	0.6	-1.6	0.8 ¹
Current account balance	-6.4	-7.7	-4.9	4.1	3.9 ¹
Change in reserves	-1.6	-4.5	5.1	-2.1	-3.3 ¹
Korea					
Direct investment	-1.8	-2.3	-1.6	0.6	4.8
Portfolio investment	11.6	15.2	14.3	-1.9	8.8
Other investments	7.5	11.1	-10.8	-2.1	-12.7
Current account balance	-8.5	-23.0	-8.2	40.6	25.0
Change in reserves	-7.0	-1.4	11.9	-31.0	-23.0
Malaysia					
Direct investment	4.2	5.1	5.1		
Portfolio investment	-0.4	-0.3	-0.2		
Other investments	3.9	4.7	-2.1		
Current account balance	-8.5	-4.6	-4.8	9.4	12.5
Change in reserves	1.8	-2.5	3.9	-10.6	-4.7
Philippines					
Direct investment	1.1	1.3	1.1	1.6	0.7
Portfolio investment	1.2	5.3	0.6	-0.9	2.8
Other investments	2.7	4.3	5.3	0.9	-0.4 ¹
Current account balance	-2.0	-4.0	-4.4	1.3	7.0
Change in reserves	-0.9	-4.0	2.6	-1.9	-4.0
Taiwan					
Direct investment	-1.4	-2.0	-3.0	-3.6	-1.5
Portfolio investment	0.5	-1.1	-8.3	-2.4	9.1
Other investments	-7.3	-5.7	3.1	8.5	5.5
Current account balance	5.5	11.0	7.8	3.4	5.9
Change in reserves	3.9	-1.1	0.7	-4.8	-18.6
Thailand					
Direct investment	1.2	1.4	3.4	6.8	5.3
Portfolio investment	4.1	3.5	4.4	-0.0	0.8
Other investments	16.6	14.5	-16.2	-16.6	-12.2
Current account balance	-13.6	-14.7	-3.0	14.0	11.0
Change in reserves	-7.2	-2.2	9.9	-1.4	-4.6

¹ Up to third quarter 1999.

Sources: IMF, *Balance of payments*; national data.

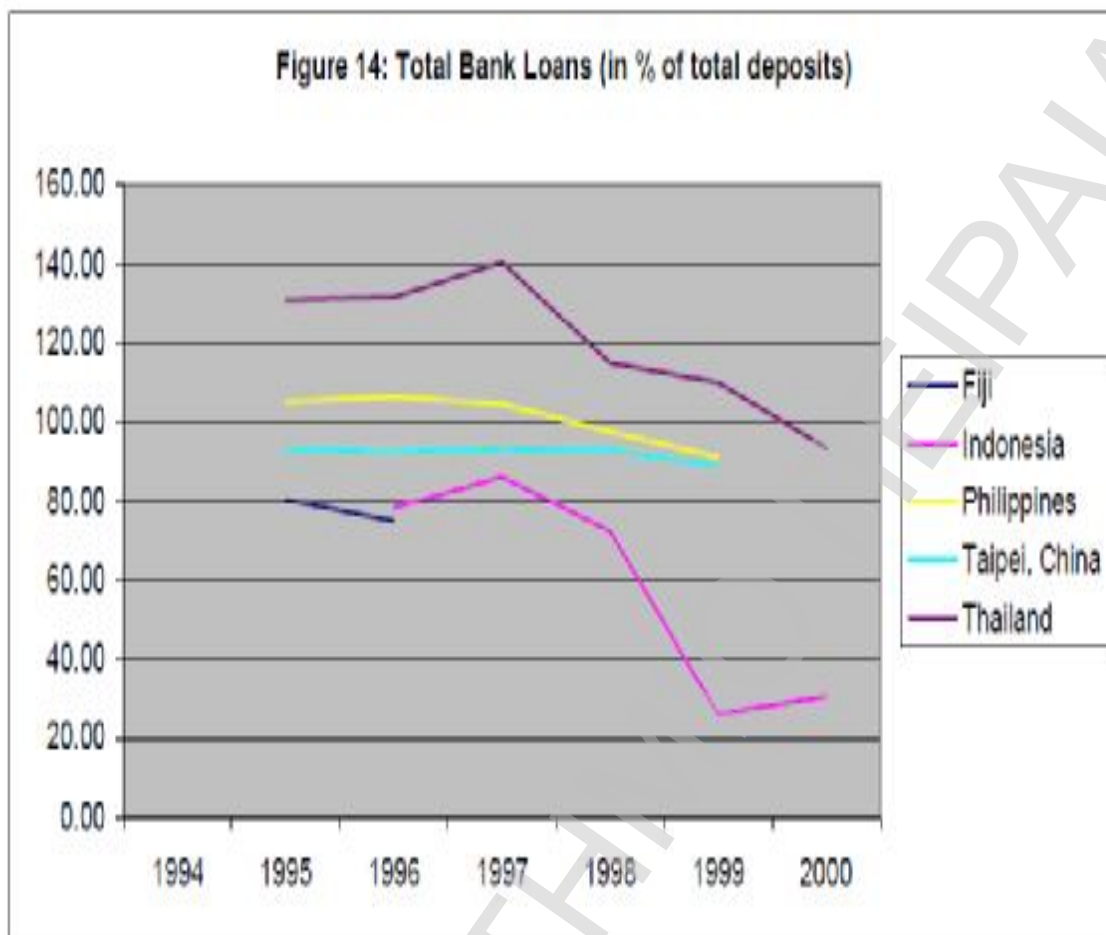


Table 15: Total Bank Loans (in % of total deposits)

Country	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Fiji		80.52	74.91				
Indonesia			78.31	86.38	72.39	26.03	30.52
Philippines		105.24	106.49	104.73	97.75	91.30	
Taipei, China		93.17	92.51	93.44	93.02	89.11	
Thailand		131.23	131.76	140.62	115.04	110.08	93.71

Sources: Country Metadata and ADB Website



Το ξέσπασμα της Κρίσης και οι Ενέργειες Διάσωσης

Ταϊλάνδη

Από το **1985** έως **1996**, η οικονομία της Ταϊλάνδης αναπτύχθηκε με ρυθμό κατά μέσο όρο πάνω από **9%** ετησίως (το υψηλότερο ποσοστό ανάπτυξης σε σχέση με τις υπόλοιπες χώρες της Νοτιοανατολικής Ασίας την περίοδο εκείνη). Ο πληθωρισμός παρέμεινε αρκετά χαμηλός, μεταξύ **3,4-5,7%**. Το **baht** ήταν συνδεδεμένο (στο **25**) με το δολάριο των ΗΠΑ.

Στις **14** και **15** Μαΐου **1997**, το **baht** χτυπήθηκε από μαζικές κερδοσκοπικές επιθέσεις. Στις **30** Ιουνίου **1997**, ο πρωθυπουργός **Chavalit Yongchaiyudh** δήλωσε ότι δεν θα προβεί σε υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος. Αυτό ήταν και το έναυσμα για την ασιατική χρηματοοικονομική κρίση, καθώς η κυβέρνηση της Ταϊλάνδης απέτυχε να υπερασπιστεί το **baht** (το οποίο ως τότε ήταν συνδεδεμένο με το αμερικάνικο δολάριο), έναντι των διεθνών κερδοσκόπων .Η ακμάζουσα οικονομία της χώρας παρουσίασε ύφεση εν μέσω μαζικών απολύσεων στο χρηματοοικονομικό, κτηματομεσιτικό, και την κατασκευαστικό τομέα. Ως αποτέλεσμα, τεράστιος αριθμός των εργαζομένων επέστρεψαν στα χωριά τους στην ύπαιθρο, και **600.000** αλλοδαποί εργαζόμενοι στάλθηκαν πίσω στις πατρίδες τους. Το **baht** υποτιμήθηκε ταχέως και έχασε περισσότερο από το ήμισυ της αξίας του, φτάνοντας στο χαμηλότερο σημείο των **56** μονάδων προς το δολάριο ΗΠΑ τον Ιανουάριο του **1998**. Το χρηματιστήριο της Ταϊλάνδης παρουσίασε πτώση της τάξεως του **75%**. Η **One Finance**, η μεγαλύτερη μέχρι τότε εταιρεία χρηματοδότησης της Ταϊλάνδης κατέρρευσε.

Στις **2** Ιουλίου **1997**, η κυβέρνηση αναγκάστηκε τελικά να προχωρήσει σε κυμαινόμενη συναλλαγματική ισοτιμία. Στις **11** Αυγούστου **1997**, το ΔΝΤ προώθησε ένα πακέτο διάσωσης για την Ταϊλάνδη κόστους άνω των **\$17** δισ. ευρώ, υπό όρους, όπως η ψήφιση νόμων που αφορούν στην πτώχευση (αναδιοργάνωση και αναδιάρθρωση), καθώς και σε διαδικασίες για την



Financial Crises – A Taxonomy

εφαρμογή ισχυρών κανονιστικών πλαισίων λειτουργίας των τραπεζών και των άλλων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Στις **20** Αυγούστου του **1997**, το ΔΝΤ ενέκρινε ένα ακόμη πακέτο διάσωσης, ύψους **3,9** δισ. Δολαρίων.

Μέχρι το **2001**, η οικονομία της Ταϊλάνδης είχε ανακάμψει σημαντικά. Τα υψηλά φορολογικά έσοδα επέτρεψαν στην χώρα να αποπληρώσει τα χρέη της προς το ΔΝΤ (IMF) το **2003**, και παράλληλα να επιτύχει σχετική ισορροπία στο Ισοζύγιο Πληρωμών. Το εγχώριο νόμισμα (**Thai baht**) ανατιμήθηκε, φτάνοντας τον Ιούλιο του **2008** τις **34** μονάδες προς το αμερικανικό δολάριο.

Ινδονησία

Τον Ιούνιο του **1997**, η Ινδονησία φαινόταν να απέχει πολύ από την κρίση. Σε αντίθεση με την Ταϊλάνδη, η Ινδονησία παρουσίαζε χαμηλό πληθωρισμό, εμπορικό πλεόνασμα πάνω από **900** εκατομμύρια δολάρια, τεράστια αποθέματα ξένου συναλλάγματος (περισσότερο από **20** δισεκατομμύρια δολάρια), και πολύ καλό τραπεζικό τομέα. Ωστόσο ένας μεγάλος αριθμός εταιρειών της Ινδονησίας είχε δανειστεί σε δολάρια ΗΠΑ. Κατά τη διάρκεια των προηγούμενων ετών, και καθώς η ρουπία είχε ενισχυθεί σημαντικά σε σχέση με το δολάριο, η πρακτική αυτή λειτούργησε καλά για αυτές τις εγχώριες επιχειρήσεις. Παράλληλα με την ανατίμηση του τοπικού νομίσματος, τα επίπεδα του χρέους και του κόστους χρηματοδότησης της Ινδονησίας μειώθηκαν κατά πολύ.

Τον Ιούλιο του **1997**, όταν το **baht** έπαψε να είναι προσδεμένο με το **USD** με σταθερή ισοτιμία, οι νομισματικές αρχές της Ινδονησίας διεύρυναν την ζώνη συναλλαγών της ρουπίας από **8%** στο **12%**. Τον Αύγουστο της ίδιας χρονιάς η ρουπία ξαφνικά δέχθηκε σφοδρή επίθεση. Στις **14** Αυγούστου **1997**, το καθεστώς ελεγχόμενων διακυμάνσεων της συναλλαγματικής ισοτιμίας αντικαταστάθηκε από ένα ελεύθερα κυμαινόμενο σύστημα συναλλαγματικών ισοτιμιών. Η αξία της Ινδονησιακής ρουπίας μειώθηκε περαιτέρω. Το ΔΝΤ



Financial Crises – A Taxonomy

παρενέβη με ένα πακέτο διάσωσης της τάξεως των **23** δισ. δολαρίων, αλλά η ρουπία βυθιζόταν περισσότερο εξαιτίας του φόβου για ενδεχόμενη μη αποπληρωμή των χρέη των επιχειρήσεων, μιας πιθανής μαζικής πώλησης των ρουπία, και αύξηση της ζήτησης για δολάρια. Τον Σεπτέμβριο του **1997** η ρουπία και το Χρηματιστήριο της Τζακάρτα άγγιξαν ιστορικό χαμηλό. Η **Moodys** υποβάθμισε τελικά το μακροπρόθεσμο χρέος της Ινδονησίας σε «ομολόγα υψηλού κινδύνου» (“**Junk Bond**” ή αλλιώς “**High Yield Bonds**”).

Αν και η υποτίμηση της ρουπίας ξεκίνησε τον Ιούλιο και τον Αύγουστο του **1997**, εντάθηκε το Νοέμβριο, όταν τα αποτελέσματα της εν λόγω υποτίμησης του καλοκαιριού έγιναν εμφανή στον Ισολογισμό των επιχειρήσεων. Οι εταιρείες που είχαν δανειστεί σε δολάρια είχαν να αντιμετωπίσουν την αύξηση του κόστους που τους επέβαλλε η πτώση της αξίας της ρουπίας. Πολλοί επενδυτές αντέδρασαν προβαίνοντας σε μαζικές αγορές δολαρίων, με ταυτόχρονη πώληση του τοπικού νομίσματος. Το αποτέλεσμα αυτών των κινήσεων ήταν η περαιτέρω υπονόμηση της αξίας του τελευταίου.

Τον Φεβρουάριο του **1998**, ο Πρόεδρος Σουχάρτο απέλυσε τον διοικητή της Τράπεζας της Ινδονησίας, αλλά αυτή η ενέργεια αποδείχθηκε αναποτελεσματική. Τελικά ο Σουχάρτο, παραιτήθηκε έπειτα από δημόσια πίεση τον Μάιο του **1998** και νέος Πρόεδρος εκλέχθηκε ο **BJ Habibie**. Πριν από την κρίση, η συναλλαγματική ισοτιμία μεταξύ της ρουπία και του δολαρίου ήταν περίπου **2.600** ρουπίες προς **1 USD**. Το ποσοστό αυτό στην πορεία ξεπέρασε τις **11.000** ρουπίες προς **1 USD**. Τον Ιανουάριο του **1998**, η αντίστοιχη ισοτιμία ανήλθε στις **14.000** ρουπίες προς **1 USD**. Τέλος, στις **31** Δεκεμβρίου **1998**, το ποσοστό ήταν σχεδόν ακριβώς **8.000** ρουπίες προς **1 USD**, ενώ η Ινδονησία το έτος αυτό έχασε το **13,5%** του ΑΕΠ της.



Νότια Κορέα

Τα μακροοικονομικά μεγέθη στη Νότια Κορέα ήταν σε γενικές γραμμές θετικά, ωστόσο ο τραπεζικός τομέας είχε επιβαρυνθεί εξαιτίας των μη εξυπηρετούμενων δανείων, καθώς οι μεγάλες εταιρείες της χώρας είχαν προβεί σε υπερδανεισμό από τις διεθνείς αγορές. Κατά την περίοδο αυτή, υπήρξε μια έντονη τάση για δημιουργία ομίλων με σκοπό την τόνωση του ανταγωνισμού στην παγκόσμια σκηνή. Τελικά πολλές από τις επενδυτικές δραστηριότητες (οι οποίες λιγότερο ή περισσότερο τελούσαν υπό την εποπτεία του κράτους) απέτυχαν να εξασφαλίσουν ικανοποιητικές αποδόσεις και κερδοφορία. Τελικά, η αδυναμία αποπληρωμής του εξωτερικού χρέους οδήγησε σε χρεοκοπίες και εξαγορές. Για παράδειγμα, τον Ιούλιο του **1997**, η τρίτη σε μέγεθος αυτοκινητοβιομηχανία της Νότιας Κορέας, η **Kia Motors**, αναγκάστηκε να προσφύγει σε δάνεια έκτακτης ανάγκης. Ως επακόλουθο των ανωτέρω, ακολούθησε πτώση της τιμής μετοχών. Στις **7** Νοεμβρίου **1997** δείκτης τιμών του χρηματιστηρίου της Σεούλ σημείωσε πτώση κατά **4%**. Στις **8** Νοεμβρίου, μειώθηκε επιπλέον κατά **7%**, ενώ στις **24** Νοεμβρίου, οι τιμές των μετοχών μειώθηκαν περαιτέρω κατά **7,2%**, λόγω του φόβου ότι το ΔΝΤ θα προχωρούσε σε δύσκολες μεταρρυθμίσεις. Το **1998**, η **Hyundai Motors** εξαγόρασε την **Kia Motors**., ενώ η **Daewoo Motors** πωλήθηκε στην αμερικανική εταιρεία **General Motors (GM)**.

Στο μεταξύ, το νοτιοκορεατικό **won** αποδυναμώθηκε ακόμη περισσότερο έναντι του αμερικάνικου δολαρίου (από **800 won** ανά δολάριο σε περίπου **1.700**). Παρά την αρχικά απότομη επιβράδυνση της οικονομίας και τις πολυάριθμες εταιρικές πτωχεύσεις, το **1997** η Νότια Κορέα κατάφερε να τριπλασιάσει το κατά κεφαλήν ΑΕΠ σε όρους δολαρίου, επιβεβαιώνοντας έτσι τη φήμη της ως της ταχύτερα αναπτυσσόμενης οικονομίας του κόσμου (από το **1960**, το κατά κεφαλήν ΑΕΠ έχει αυξηθεί, σε ονομαστικούς όρους, από **\$ 80** σε περισσότερα από **\$ 21.000** το **2007**). Ωστόσο, η κυβέρνηση της Νότιας Κορέας δεν κατάφερε



να διαφύγει την κρίση αλώβητη. Το Εθνικό χρέος προς το ΑΕΠ υπερδιπλασιάστηκε (περίπου από 13% σε 30%) ως αποτέλεσμα της κρίσης.

Φιλιπίνες

Τον Μάιο του 1997, η κεντρική τράπεζα των Φιλιππίνων αύξησε τα επιτόκια κατά 1,75 εκατοστιαίες μονάδες, ενώ στις 19 Ιουνίου του ίδιου έτους κατά 2 μονάδες. Μετά το έναυσμα της ασιατικής κρίσης από την Ταϊλάνδη στις 2 Ιουλίου, η Κεντρική Τράπεζα των Φιλιππίνων αναγκάστηκε να παρέμβει προκειμένου να υπερασπιστεί την αξία του πέσο, αυξάνοντας το **overnight** επιτόκιο από 15% σε 32%. Ωστόσο το πέσο υποχώρησε σημαντικά: από 26 πέσος ανά δολάριο κατά την έναρξη της κρίσης, σε 38 πέσος στα μέσα του 1999, και τέλος σε 54 πέσος ανά δολάριο το πρώτο εξάμηνο του Αυγούστου 2001.

Έως το 2001, η οικονομία των Φιλιππίνων ανέκαμψε, αυξάνοντας το ΑΕΠ της χώρας από 0.6% που ήταν κατά το χειρότερο στάδιο της κρίσης, κατά περίπου 3%, παρά τα σκάνδαλα της διοίκησης του **Joseph Estrada ("jueteng scandal")**. Το σκάνδαλο αυτό, προκάλεσε την πτώση του Γενικού Δείκτη PSE, κύριου δείκτη του Χρηματιστηρίου των Φιλιππίνων, (**Philippine Stock Exchange**), περίπου στις 1000 μονάδες από τις 3000 περίπου μονάδες που ήταν το 1997. Επιπλέον, το πέσο υποχώρησε ακόμη περισσότερο, και άγγιξε περίπου τα 55 πέσος ανά δολάριο ΗΠΑ. Αργότερα τον ίδιο χρόνο, και υπό την προεδρία του **Arroyo**, η χώρα κατάφερε να περιορίσει την κρίση, με αποτέλεσμα την ανάκτηση του πέσο. Στα τέλη του 2007 η ισοτιμία έφτασε περίπου τα 41 πέσος ανά δολάριο. Την ίδια χρονιά, η χρηματιστηριακή αγορά κατέληξε επίσης στα πιο υψηλά επίπεδα όλων των εποχών και η οικονομία αναπτύχθηκε με ρυθμό τουλάχιστον περισσότερο από 7 % (σχεδόν τον υψηλότερο ρυθμό των δύο τελευταίων δεκαετιών).



Χονγκ Κονγκ

Η κατάρρευση της ταϊλανδέζικου **Baht** στις 2 Ιουλίου **1997**, ήρθε μόλις **24** ώρες μετά αφού το Ηνωμένο Βασίλειο παρέδωσε την κυριαρχία του Χονγκ Κονγκ στη Λαϊκή Δημοκρατία της Κίνας. Τον Οκτώβριο του **1997**, η ισοτιμία του δολαρίου του Χονγκ Κονγκ με το αμερικάνικο δολάριο, η οποία είχε καθηλωθεί στα **7,8** δολάρια του Χονγκ Κονγκ ανά δολάριο ΗΠΑ από το **1983**, τέθηκε υπό κερδοσκοπικές πιέσεις. Οι πιέσεις αυτές οφείλονταν στο ποσοστό πληθωρισμού του Χονγκ Κονγκ που ήταν σημαντικά υψηλότερο από αυτό των ΗΠΑ για χρόνια. Οι Νομισματικές αρχές ξόδεψαν περισσότερο από **1** δισεκατομμύριο δολάρια για να υπερασπιστούν το τοπικό νόμισμα. Από τη στιγμή που το Χονγκ Κονγκ είχε περισσότερα από **80** δισεκατομμύρια αμερικάνικα δολάρια σε ξένο συνάλλαγμα, το οποίο αντιστοιχούσε στο **700%** της προσφοράς χρήματος **M1**¹, και στο **45%** της προσφοράς χρήματος **M3**² οι νομισματικές αρχές του Χονγκ Κονγκ (η κεντρική τράπεζα της πόλης), κατάφεραν να διατηρήσουν την πρόσδεση στο αμερικανικό δολάριο σε σταθερά επίπεδα.

- 1) Σύμβολο που χρησιμοποιείται στη μακροοικονομική επιστήμη και στη νομισματική πολιτική για την προσφορά χρήματος. Είναι η ποσότητα του χρήματος που κυκλοφορεί στο οικονομικό σύστημα με την πιο ευρεία από τη M 0 έννοια, η οποία περιλαμβάνει εκτός από την απόλυτη υλική μορφή του, τα κέρματα και τα χαρτονομίσματα, και τις καταθέσεις όψεως
- 2) Σύμβολο που χρησιμοποιείται στη μακροοικονομική επιστήμη και στη νομισματική πολιτική για την προσφορά χρήματος. Είναι η ποσότητα του χρήματος που κυκλοφορεί στο οικονομικό σύστημα με την πιο ευρεία από τη M 2 έννοια, η οποία περιλαμβάνει εκτός από τα κέρματα, τα χαρτονομίσματα, τις καταθέσεις όψεως, τις καταθέσεις ταμειυτηρίου και τις προθεσμιακές καταθέσεις και όλες τις υπόλοιπες τραπεζικές καταθέσεις



Financial Crises – A Taxonomy

Τα Χρηματιστήρια, στο μεταξύ, γίνονταν όλο και πιο ασταθή. Μεταξύ 20 και 23 Οκτωβρίου 1998, ο δείκτης **Hang Seng** υποχώρησε κατά 23%. Η Νομισματική Αρχή του Χονγκ Κονγκ (**Hong Kong Monetary Authority**) υποσχέθηκε την προστασία του νομίσματος. Στις 15 Αυγούστου του 1998, το **overnight** επιτόκιο αυξήθηκε από 8% σε 23%, και στιγμιαία σε 500%. Η αύξηση των επιτοκίων, ωστόσο, είχε ως αποτέλεσμα την αύξηση των πιέσεων για μείωση των τιμών της χρηματιστηριακής αγοράς, επιτρέποντας στους κερδοσκόπους την κερδοφορία από την πώληση μετοχών βραχυπρόθεσμα. Στα μέσα Αυγούστου η **HKMA** άρχισε να αγοράζει μετοχές του **Hang Seng Index**.

Στην πορεία, η **HKMA** και η **Donald Tsang** (Γραμματεία Δημοσιονομικής Πολιτικής) κήρυξε τον πόλεμο κατά των κερδοσκόπων. Η κυβέρνηση κατέληξε να αγοράζει μετοχές αξίας περίπου της τάξεως των 120 δισεκατομμυρίων δολαρίων Χονγκ Κονγκ (15 δισεκατομμύρια αμερικάνικα δολάρια) από διάφορες εταιρείες και έγινε ο μεγαλύτερος μέτοχος σε ορισμένες από αυτές (π.χ. η κυβέρνηση κατέχει το 10% της **HSBC**) στο τέλος του Αυγούστου. Το 2001, η κυβέρνηση άρχισε να πουλά τις μετοχές αυτές, πραγματοποιώντας κέρδος ύψους περίπου 30 δισεκατομμυρίων δολαρίων του Χονγκ Κονγκ (4 δισεκατομμυρίων αμερικάνικων δολαρίων).

Σιγκαπούρη

Καθώς η χρηματοοικονομική κρίση της Ασίας εξαπλώνονταν, η οικονομία της Σιγκαπούρης ακολούθησε μια σύντομη περίοδο ύφεσης. Η μικρή διάρκεια και ένταση της εν λόγω ύφεσης αποδίδεται στην αποτελεσματική διαχείριση αυτής εκ μέρους της κυβέρνησης. Για παράδειγμα, η Νομισματική Αρχή της Σιγκαπούρης επέτρεψε την σταδιακή υποτίμηση του δολαρίου Σιγκαπούρης κατά 20%, κατευθύνοντας έτσι την οικονομία σε ομαλή προσγείωση.

Το χρονοδιάγραμμα των προγραμμάτων αναδιάρθρωσης της κυβέρνησης, όπως το Πρόγραμμα Ενδιάμεσης Αναβάθμισης (**Interim Upgrading Program**), εκτελέστηκε με ακρίβεια. Παράλληλα, και για προληπτικούς λόγους, το Εθνικό



Financial Crises – A Taxonomy

Συμβούλιο Εργασίας (**National Wage Council**) επέτρεψε στο Κεντρικό Ταμείο Προνοίας (**Central Provident Fund**), να προβεί σε περικοπές του κόστους εργασίας, με περιορισμένο ωστόσο αντίκτυπο στο διαθέσιμο εισόδημα και την τοπική ζήτηση. Σε αντίθεση με το Χονγκ Κονγκ, η κυβέρνηση της Σιγκαπούρης δεν έκανε καμία προσπάθεια να παρέμβει άμεσα στις αγορές κεφαλαίου, και επιπλέον επέτρεψε την πτώση του **Straits Times Index** κατά **60%**.

Σε λιγότερο από ένα χρόνο, η οικονομία της Σιγκαπούρης είχε ανακάμψει πλήρως και συνέχισε την πορεία ανάπτυξής της.

Κίνα

Το **1994**, το κινεζικό νόμισμα, το **renminbi (RMB)**, ήταν συνδεδεμένο με το δολάριο των ΗΠΑ, σε αναλογία **8,3 RMB** ανά δολάριο. Ενώ η Κίνα έμεινε ανεπηρέαστη σε μεγάλο βαθμό από την κρίση την περίοδο μεταξύ **1997-1998**, ωστόσο υπήρξε μεγάλη πίεση από τον Δυτικό Τύπο ότι σύντομα θα υποχρεωθεί να υποτιμήσει το νόμισμά της προκειμένου να προστατεύσει την ανταγωνιστικότητα των εξαγωγών της έναντι των εξαγωγών των κρατών της **ASEAN** (οι εξαγωγές των προαναφερθέντων χωρών ήταν φθηνότερες σε σχέση με αυτές της Κίνας). Ωστόσο, η μη μετατρεψιμότητα του **RMB** είχε σαν αποτέλεσμα την προστασία της αξίας του κινέζικου νομίσματος από τους κερδοσκόπους, και η απόφαση για τη διατήρηση της ισοτιμίας του νομίσματος, βελτίωσε την εικόνα της χώρας στο εσωτερικό της Ασίας. Τελικά η διατήρηση της ισοτιμίας απορρίφθηκε, εν μέρει, τον Ιούλιο του **2005**, σημειώνοντας μια αύξηση κατά **2,3%** έναντι του δολαρίου, γεγονός που αντανάκλα την πίεση από τις Ηνωμένες Πολιτείες.

Σε αντίθεση με τις επενδυτικές δραστηριότητες πολλών από τις χώρες της Νοτιοανατολικής Ασίας, σχεδόν το σύνολο των ξένων επενδύσεων της Κίνας εστιάστηκε στον βιομηχανικό τομέα, και όχι στον τομέα των κεφαλαιαγορών, γεγονός που συντέλεσε στην αποτροπή ταχείας διαφυγής κεφαλαίων από τη



Financial Crises – A Taxonomy

χώρα (**capital flight**). Παρόλο που η Κίνα δεν προσβλήθηκε τόσο από την ασιατική κρίση συγκριτικά με την Νοτιοανατολική Ασία και τη Νότια Κορέα, η αύξηση του ΑΕΠ της επιβραδύνθηκε απότομα το **1998** και το **1999**, κάνοντας επιτακτική την ανάγκη για ενέργειες αναδιάρθρωσης της οικονομίας. Η κυβέρνηση της Κίνας άρχισε πλέον να στρέφει το κέντρο βάρους της στην διευθέτηση των συσσωρευμένων μη εξυπηρετούμενων δανείων (στα πλαίσια του τραπεζικού συστήματος), καθώς και τον περιορισμό του βαθμού εξάρτησής της από το εμπόριο με τις Ηνωμένες Πολιτείες.

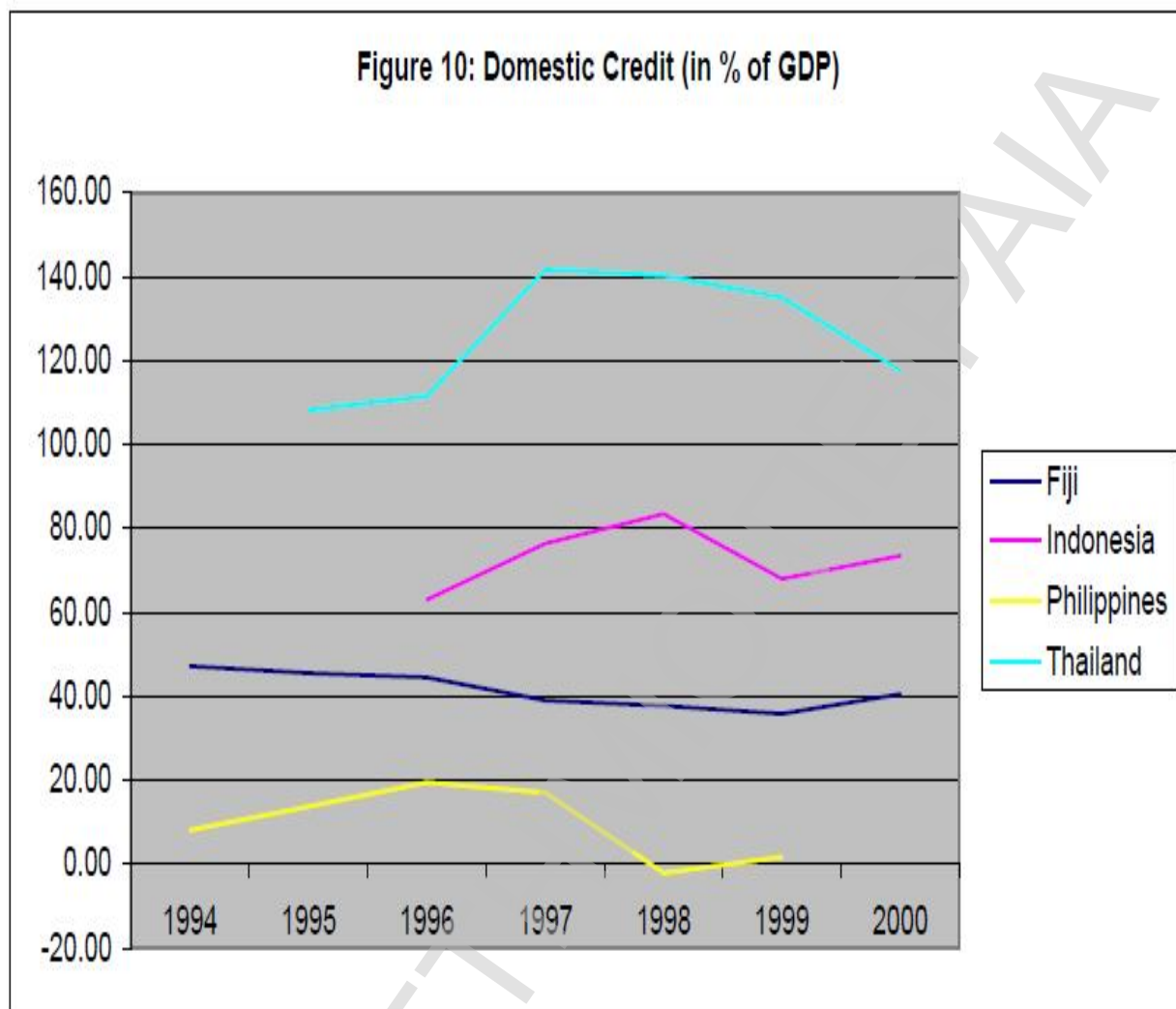


Table 13: Domestic Credit Growth (% of GDP)

Country	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Benchmark
Fiji	47.19	45.58	44.57	39.09	37.82	35.82	40.64	
Indonesia			63.08	76.48	83.52	67.99	73.45	80.00
Philippines	8.24	13.77	19.51	17.11	-1.96	1.77		18.31
Taipei, China								
Thailand		108.17	111.58	141.58	140.22	134.96	117.60	140.90

Sources: Country Metadata and ADB Website



Συνέπειες – Συμπεράσματα

Η κρίση είχε σημαντικές επιπτώσεις σε μακροοικονομικό επίπεδο, συμπεριλαμβανομένης της απότομης υποτίμησης των τοπικών νομισμάτων, της κατακόρυφης πτώσης των τιμών στις χρηματιστηριακές αγορές, καθώς επίσης και την πτώση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων στις περισσότερες ασιατικές χώρες. Πολλές επιχειρήσεις κατέρρευσαν και κατά συνέπεια, εκατομμύρια άνθρωποι βρέθηκαν κάτω από το όριο της φτώχειας κατά την περίοδο **1997-1998**. Η Ινδονησία, η Νότια Κορέα και η Ταϊλάνδη ήταν οι χώρες που πλήχθηκαν περισσότερο από την κρίση.

Currency	Exchange rate (per US\$1)		Change
	June 1997	July 1998	
Thai baht	24.5	41	- 40.2%
Indonesian rupiah	2,380	14,150	- 83.2%
Philippine peso	26.3	42	- 37.4%
Malaysian ringgit	2.5	4.1	- 39.0%
South Korean won	850	1,290	- 34.1%

Country	GNP (US\$1 billion)		Change
	June 1997	July 1998	
Thailand	170	102	- 40.0%
Indonesia	205	34	- 83.4%
Philippines	75	47	- 37.3%
Malaysia	90	55	- 38.9%
South Korea	430	283	- 34.2%

Source Data: IMF Working Papers: “The Asian Crisis”



Financial Crises – A Taxonomy

Από την καταγραφή στους παραπάνω πίνακες προκύπτει ότι παρά την ταχεία αύξηση των επιτοκίων, (32% στις Φιλιππίνες μετά την εκδήλωση της κρίσης στα μέσα Ιουλίου του 1997, και 65% στην Ινδονησία κατά την αποκορύφωση της κρίσης το 1998), τα τοπικά νομίσματα των ανωτέρω χωρών αποσβέστηκαν με τον ίδιο ρυθμό και δεν απέδωσαν καλύτερα από εκείνα της Νότιας Κορέας, της Ταϊλάνδης και της Μαλαισίας, στις οποίες τα σχετικά υψηλά επιτόκια τους, κατά τη διάρκεια της ασιατικής κρίσης, έπεσαν κατά 20%. Αυτό δημιούργησε σοβαρές αμφιβολίες για την αξιοπιστία του ΔΝΤ και την επιμονή του για τήρηση υψηλών επιτοκίων. Θα πρέπει να τονιστεί ότι προκειμένου να αποφευχθεί η διαφυγή κεφαλαίων (**capital flight**) το ΔΝΤ ενθάρρυνε την αύξηση των επιτοκίων. Με την αύξηση αυτή το ΔΝΤ πίστευε ότι θα προστατεύονταν η σταθερότητα της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Επιπλέον θεωρούσε ότι τα υψηλά επιτόκια θα συντελούσαν στον περιορισμό των απωλειών λόγω συναλλαγματικών διαφορών και συνεπώς στην αποπληρωμή του εξωτερικού χρέους των ασιατικών επιχειρήσεων.

Η οικονομική κρίση οδήγησε επίσης σε πολιτική αναταραχή, με αποκορύφωμα την παραίτηση του προέδρου Σουχάρτο στην Ινδονησία, και του πρωθυπουργού **Chavalit Yongchaiyudh** στην Ταϊλάνδη. Γενικότερα επικρατούσε κλίμα αποστροφής προς τις δυτικές επιρροές, με τον **George Soros** και το ΔΝΤ να αποτελούν τους κύριους στόχους των επικρίσεων. Οι αμερικάνικες επενδύσεις στην Ταϊλάνδη σταδιακά σταμάτησαν και άρχισαν να αντικαθίστανται από ευρωπαϊκές. Ωστόσο οι επενδυτικές δραστηριότητες της Ιαπωνίας παρέμειναν σταθερές. Ταυτόχρονα, και καθώς οι κεντρικές αρχές είχαν αποδυναμωθεί, η παρουσία Ισλαμικών και άλλων αυτονομιστικών κινήματων στην Νοτιοανατολική Ασία γινόταν ολοένα και πιο έντονη.

Μια από τις πιο μακροπρόθεσμες συνέπειες της ασιατικής κρίσης ήταν η πτώση της ανάπτυξης που πραγματοποιήθηκε πριν την κρίση, κατά την διάρκεια της οικονομικής ευημερίας στην περιοχή. Πιο συγκεκριμένα, σε ονομαστικούς όρους,



Financial Crises – A Taxonomy

το κατά κεφαλήν ΑΕΠ σε δολάρια ΗΠΑ μειώθηκε κατά **42,3%** στην Ινδονησία το **1997**, κατά **21,2%** στην Ταϊλάνδη, κατά **19%** στη Μαλαισία, κατά **18,5%** στη Νότια Κορέα, και κατά **12,5%** στις Φιλιππίνες. Η **CIA World Factbook** (Κεντρική Υπηρεσία Πληροφοριών των Ηνωμένων Πολιτειών) ανέφερε ότι το κατά κεφαλήν εισόδημα (σε όρους αγοραστικής δύναμης) στην Ταϊλάνδη μειώθηκε από **8.800 (USD)** δολάρια σε **8.300 (USD)** δολάρια μεταξύ **1997** και **2005**. Επιπλέον, στην Ινδονησία, μειώθηκε από **4.600** δολάρια σε **3.700** δολάρια, ενώ στη Μαλαισία μειώθηκε από **11.100** δολάρια σε **10.400** δολάρια. Κατά την ίδια περίοδο, το παγκόσμιο κατά κεφαλήν εισόδημα αυξήθηκε από **6.500** δολάρια σε **9.300** δολάρια. Η ανάλυση της **CIA** υποστήριξε ότι η οικονομία της Ινδονησίας το **2005** ήταν σε πιο δυσμενή κατάσταση από ότι ήταν το **1997**, γεγονός που υποδηλώνει ότι οι επιπτώσεις της κρίσης στην χώρα ήταν παρόμοιες με εκείνες της Μεγάλης Ύφεσης (**Great Depression**). Τέλος, οι χώρες της Ανατολικής Ασίας, άρχισαν να μετατοπίζουν το μεγαλύτερο μέρος των επενδύσεών τους από την Ιαπωνία και την **ASEAN**, στην Κίνα και την Ινδία.

Η χρηματοοικονομική κρίση της Ασίας έχει αναλυθεί εντατικά από τους οικονομολόγους για το εύρος, την ταχύτητα και την δυναμική της. Επηρέασε δεκάδες χώρες, είχε άμεσο αντίκτυπο στη ζωή εκατομμυρίων ανθρώπων, ολοκληρώθηκε μέσα σε λίγους μόνο μήνες, και σε κάθε στάδιό της κορυφαίοι οικονομολόγοι και τα διεθνή θεσμικά όργανα βρίσκονταν πάντα πίσω από τις εξελίξεις. Ίσως αυτό που προκάλεσε το μεγαλύτερο ενδιαφέρον για τους οικονομολόγους ήταν η ταχύτητα με την οποία τελείωσε, αφήνοντας τις περισσότερες από τις αναπτυγμένες οικονομίες ανεπηρέαστες. Η ασιατική κρίση έχει απασχολήσει πολύ τη διεθνή βιβλιογραφία, χωρίς ωστόσο να υπάρχει κοινή και ξεκάθαρη θέση ως προς τα αίτια που την πυροδότησαν.



Κεφαλαίο 7^ο

Συμπεράσματα από τις πρόσφατες χρηματοοικονομικές κρίσεις:

7.1 Κατανοώντας τα αίτια και τα αποτελέσματά τους

Παρά το γεγονός ότι η εμπειρία κάθε χώρας έχει μοναδικά χαρακτηριστικά, μελετώντας τις πρόσφατες χρηματοοικονομικές κρίσεις ανά την υφήλιο, μπορεί κανείς να διαπιστώσει ορισμένα κοινά γνωρίσματα και να καταλήξει σε ορισμένα κοινά συμπεράσματα.

Η περίοδος που προηγείται των κρίσεων συνήθως συνοδεύεται από υψηλή οικονομική ευημερία και πλούτο. Κοινά χαρακτηριστικά της εν λόγω περιόδου είναι ο σταθερός πληθωρισμός, τα χαμηλά βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα επιτόκια, η υποτίμηση του ενδεχόμενου ανάπτυξης μιας συστημικής κρίσης, και η τόνωση της αισιοδοξίας των κεφαλαιαγορών για το μέλλον.

Ανατρέχοντας στην ανατομία των κρίσεων που αναφέρθηκαν στις προηγούμενες ενότητες της παρούσας εργασίας, εντοπίζονται ορισμένοι κοινοί παράγοντες οι οποίοι συμβάλλουν στην δημιουργία χρηματοπιστωτικών κρίσεων, και οι οποίοι μπορούν να ληφθούν ως προάγγελοι αυτών. Οι παράγοντες αυτοί διακρίνονται σε μακροοικονομικούς και θεσμικούς:

- Μακροοικονομικοί Παράγοντες

Ø *Αστάθεια ορισμένων μακροοικονομικών μεταβλητών (Macroeconomic Volatility), όπως μεταβολές των επιτοκίων, του πληθωρισμού, της εισροής ξένων κεφαλαίων: Έρευνες έχουν δείξει ότι το 75% των αναπτυσσόμενων χωρών που αντιμετώπισαν τραπεζικές κρίσεις, είχαν προηγουμένως υποστεί*



μεγάλες απώλειες στο Ισοζύγιο Εξωτερικών Συναλλαγών. Οι απώλειες αυτές κατά κύριο λόγο οφείλονταν στις μεταβολές επιτοκίου και κατά επέκταση στην πτώση των εξαγωγών (κατά μέσο όρο κατά 17%), στην μεγάλη εισροή ξένων κεφαλαίων, καθώς επίσης και στην μεταβολή των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Μελέτες έχουν αποδείξει ότι οι διακυμάνσεις των διεθνών επιτοκίων είναι υπεύθυνες περίπου για τα 2/3 των εισροών κεφαλαίου σε διάφορες οικονομίες κατά την διάρκεια της δεκαετίας του 1990. Όλες οι ανωτέρω μεταβολές συνήθως προκαλούν μεγάλες απώλειες, είτε άμεσα (με την υποτίμηση της αξίας των στοιχείων του Ενεργητικού και την ταυτόχρονη ανατίμηση των στοιχείων του Παθητικού των πιστωτικών ιδρυμάτων), είτε έμμεσα (με την αύξηση της αξίας των ληφθέντων δανείων και την αδυναμία αποπληρωμής αυτών). Τέλος, όσον αφορά στα πλαίσια της εγχώριας οικονομίας, γενεσιουργοί παράγοντες τραπεζικών κρίσεων μπορεί να αποτελέσουν ο πληθωρισμός και η κακή εκτίμηση των επισφαλών δανείων από τις τοπικές τράπεζες.

- Ø **Υπερδανεισμός, «σπάσιμο φούσκας» στον κτηματομεσιτικό τομέα και την αγορά αξιόγραφων:** Όπως έχει αποδειχτεί εμπειρικά, σχεδόν σε όλες τις περιπτώσεις, κατά το διάστημα της οικονομικής άνθησης που προηγείται των χρηματοοικονομικών κρίσεων, οι επενδυτές διαθέτουν σημαντική ρευστότητα, σημειώνουν υψηλή κερδοφορία, και συνεπώς είναι ιδιαίτερα αισιόδοξοι. Ως αποτέλεσμα, οι χρηματοδότες δυσκολεύονται να διακρίνουν μεταξύ των αξιόπιστων και επισφαλών δανειστών. Όταν λοιπόν σπάσει η «φούσκα», ο τομέας που αρχικά πλήγεται περισσότερο είναι ο κτηματομεσιτικός, καθώς την περίοδο άνθησης που προηγείται, το επενδυτικό ενδιαφέρον έχει εστιαστεί



κυρίως στην αγορά ακινήτων. Παράλληλα με την αγορά ακινήτων (**real estate**), παρατηρείται απότομη πτώση των τιμών των αξιόγραφων που συνδέονται άμεσα με την τιμή των ακινήτων, όπως για παράδειγμα η αξία των ενυπόθηκων εγγυήσεων.

- Ø **Αναντιστοιχία ωριμότητας μεταξύ τραπεζικών υποχρεώσεων και τραπεζικών απαιτήσεων (Mismatching):** Η πολιτική των τραπεζικών ιδρυμάτων είναι να δανείζονται βραχυπρόθεσμα (καταθέσεις) και να δανείζουν μακροπρόθεσμα (χορηγήσεις δανείων). Ωστόσο στην περίπτωση που μια χώρα έχει υψηλό βραχυπρόθεσμο χρέος, ενώ παράλληλα υποτιμάται η αξία του νομίσματός της και μειώνεται το εγχώριο επιτόκιο, η προαναφερθείσα αναντιστοιχία εντείνεται ακόμη περισσότερο. Έτσι η χώρα αυτή εκτίθεται σε μεγαλύτερο κίνδυνο να διευρυνθεί το έλλειμμα στο Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών της. Αυτός ο κίνδυνος συνήθως απειλεί τις αναδυόμενες οικονομίες παρά τις αναπτυγμένες, καθώς οι πρώτες αντιμετωπίζουν δυσκολία στην πρόσβαση χρηματοδότησης και επομένως μεγαλύτερο πρόβλημα ρευστότητας.
- Ø **Οι μεταβολές στο καθεστώς συναλλαγματικής ισοτιμίας (Exchange Rate Regime):** Έχει αποδειχθεί ότι μια απότομη μεταβολή της συναλλαγματικής ισοτιμίας είναι συνήθως άρρηκτα συνδεδεμένη με την εκδήλωση μιας χρηματοοικονομικής κρίσης. Κατά το διάστημα μεταξύ των δεκαετιών **1970** και **1980**, και πριν την οικονομική απελευθέρωση, επικρατούσε καθεστώς σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας (**fixed exchange rate**). Το εν λόγω καθεστώς, να μεν βοηθούσε στον περιορισμό των πληθωριστικών πιέσεων, αλλά ωστόσο σε περιόδους κερδοσκοπικών επιθέσεων κατά του εγχώριου νομίσματος, καθιστούσε την οικονομία περισσότερο ευάλωτη στην διεύρυνση του ελλείμματος του



Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών και την αύξηση του εγχώριου επιτοκίου. Από την άλλη πλευρά, υπό συνθήκες μεταβλητής συναλλαγματικής ισοτιμίας (**flexible exchange rate**), ανάλογες επιθέσεις οδηγούν σε προσωρινή υποτίμηση του τοπικού νομίσματος, και κατά επέκταση υποτίμηση τόσο των ενεργητικών, όσο και των παθητικών στοιχείων (υποχρεώσεων). Ωστόσο, παρότι με το σύστημα μεταβλητής ισοτιμίας τα πιστωτικά ιδρύματα υφίστανται σημαντικές απώλειες, σε βάθος χρόνου έχουν περισσότερες πιθανότητες να μην χρεοκοπήσουν.

- **Θεσμικοί παράγοντες που συντελούν στις τραπεζικές κρίσεις.**

- Ø ***Ανεπαρκής προετοιμασία*** του θεσμικού, νομικού, και ρυθμιστικού πλαισίου κατά την μετάβαση από το «καταπιεσμένο» στο απελευθερωμένο χρηματοοικονομικό καθεστώς.
- Ø ***Έντονη παρέμβαση των δημόσιων αρχών στο τραπεζικό σύστημα*** : Το φαινόμενο αυτό παρατηρείται συνήθως στις υπό ανάπτυξη χώρες, όπου συχνά οι κρατικοί φορείς είναι είτε οι αποκλειστικοί, είτε οι κύριοι μέτοχοι τραπεζικών ιδρυμάτων και κατευθύνουν την λειτουργία αυτών με γνώμονα το προσωπικό τους συμφέρον. Αποτέλεσμα αυτής της τακτικής είναι η χαμηλή κερδοφορία και παράλληλα η χαμηλή ποιότητα. Το ίδιο αποτέλεσμα έχει και η χορήγηση δανείων προς την Διοίκηση, ή ακόμη και στους ίδιους τους ιδιοκτήτες της τράπεζας (**connected lending**).
- Ø ***Αδυναμία και έλλειψη διαφάνειας του λογιστικού, νομικού, και εποπτικού πλαισίου***: Συνήθως η εν λόγω αδυναμία ευνοεί την απόκρυψη της πραγματικής οικονομικής κατάστασης μιας τράπεζας μέσω της έκθεσης παραποιημένων καταστάσεων



Ισολογισμών, και εμποδίζει την τήρηση της πειθαρχίας στις χρηματαγορές. Ο παράγοντας αυτός συνδέεται άμεσα με το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου.

Ø **Στρεβλά κίνητρα:** Τα στρεβλά κίνητρα συνδέονται με το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης και του ηθικού κινδύνου, και επιδεινώνουν τις υπάρχουσες ανισορροπίες. Για το λόγο αυτό, όλοι οι συμμετέχοντες στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, οι ιδιοκτήτες των τραπεζών, οι Διοικήσεις τους, οι καταθέτες, αλλά και οι ελεγκτικές αρχές οφείλουν να αποφεύγουν την ανάληψη υπερβολικού κινδύνου, και να προβαίνουν σε διαρθρωτικές ενέργειες από τα πρώτα στάδια εμφάνισης μιας κρίσης χωρίς να ολιγωρούν.

Χαρακτηριστικά παραδείγματα για τον ρόλο των που παίζουν οι **θεσμοί** στην επιδείνωση ή χαλάρωση μιας κρίσης είναι οι περιπτώσεις του Μεξικού και της Σουηδίας. Η τραπεζική κρίση στο Μεξικό αποτελεί μια ενδιαφέρουσα περίπτωση για την επίδραση της αναποτελεσματικότητας του θεσμικού πλαισίου. Παρά το γεγονός ότι οι αρχές της χώρας προχώρησαν σε μια σειρά από αξιόλογα μέτρα προκειμένου να τονώσουν την εμπιστοσύνη του επενδυτικού κοινού, και παρότι ο πανικός όντως αποφεύχθηκε, οι επενδυτές δεν ανταποκρίθηκαν ανάλογα, με αποτέλεσμα η κατάσταση να επιδεινωθεί. Το βασικό πρόβλημα στο Μεξικό ήταν η έλλειψη αξιόπιστων θεσμών, η οποία παρείχε πρόσφορο έδαφος για την διενέργεια οικονομικών ατασθαλιών. Το γεγονός αυτό προκάλεσε την έντονη δυσaréσκεια του κόσμου, αλλά και την καχυποψία των επενδυτών.

Στην Σουηδία, από την άλλη πλευρά, η κατάσταση εξελίχθηκε εντελώς διαφορετικά και η κρίση παρήλθε εντός λίγων ετών. Στην περίπτωση αυτή οι αρχές έδωσαν μεγάλη σημασία στην πληροφόρηση του επενδυτικού κοινού σχετικά με την κατάσταση της κρίσης, τις δοθείσες εγγυήσεις και τα γενικά



Financial Crises – A Taxonomy

μέτρα αντιμετώπισης, προκειμένου να αποφύγουν ενδεχόμενο τραπεζικό πανικό. Το γεγονός αυτό, σε συνδυασμό με το αξιόπιστο νομικό και θεσμικό πλαίσιο της χώρας οδήγησε στην εξυγίανση του τραπεζικού συστήματος σε σύντομο χρονικό διάστημα.

Επιπλέον, είναι ιδιαίτερα σημαντικό να τονιστεί ο **ρόλος των αυτοεπιβεβαιούμενων προσδοκιών** στην εξέλιξη μιας κρίσης. Ανατρέχοντας στην περίπτωση της Ιαπωνίας, θα πρέπει κανείς να εστιάσει την προσοχή του στον ρόλο που διαδραμάτισε στην διάχυση της κρίσης η **ψυχολογία των επενδυτών**. Παρά τις ενέργειες που έκαναν οι αρχές με στόχο την τόνωση των επενδύσεων και την αναθέρμανση της οικονομίας, ο πανικός που προκλήθηκε και οι μαζικές αναλήψεις είχαν ως αποτέλεσμα την παράταση της κρίσης στην χώρα.

Εν κατακλείδι, από τα παραπάνω είναι εμφανές ότι ο σχεδιασμός προγραμμάτων αναδιάρθρωσης της οικονομίας δεν μπορεί να στηρίζεται αποκλειστικά σε αριθμούς και μαθηματικές νόρμες. Η κουλτούρα, ο πολιτισμός, οι θεσμοί, το εθιμοτυπικό δίκαιο, αλλά και η ιστορία μιας χώρας είναι κάποιοι από τους παράγοντες που διαμορφώνουν τις ιδιαίτερες συνθήκες της. Όλα αυτά θα πρέπει να ληφθούν υπόψη για την κατάστρωση ενός επιτυχημένου σχεδίου στρατηγικής. Ο συνδυασμός όλων των ανωτέρω παραγόντων και η πολυπλοκότητα που αυτός συνεπάγεται κάνει το έργο των αρχών ακόμη πιο δύσκολο.



7.2 Είναι η πρόσφατη κρίση διαφορετική από τις προηγούμενες ;

Αν και η πρόσφατη χρηματοοικονομική κρίση μοιράζεται πολλά κοινά χαρακτηριστικά με τις προγενέστερες χρηματοοικονομικές κρίσεις των τελευταίων δεκαετιών, (τα οποία έχουν ήδη αναφερθεί), υπάρχουν ορισμένες μεταβλητές που αναδεικνύουν την κρισιμότητά της και την ξεχωρίζουν από τις υπόλοιπες:

- Η **πολυπλοκότητα των νέων επενδυτικών προϊόντων** μέσω των οποίων η εν λόγω κρίση διαχύθηκε σε όλους τους τομείς της οικονομικής ζωής, σε παγκόσμια κλίμακα (π.χ τα **Collateralized Debt Obligations** και τα **Mortgage Backed Securities**): Τα προϊόντα αυτά, γνωστά και ως «τοξικά ομόλογα», επιδείνωσαν την αδιαφάνεια των τραπεζών, καθώς δεν εμφανίζονταν στους Ισολογισμούς των τραπεζικών οργανισμών, αλλά στους Ισολογισμούς των τελικών κατόχων τους, δηλαδή των **Special Investment Companies**. Έτσι λοιπόν ο πολύ μεγάλος βαθμός μόχλευσης των τραπεζών ήταν καλά «κρυμμένος» σε εξωισολογιστικές καταστάσεις (**off-balance sheets instruments**). Αποτέλεσμα αυτής της ανατοποθέτησης ήταν η αδυναμία πρόβλεψης των ανισορροπιών των σχετικών οργανισμών διαμέσου των Δεικτών Πρόληψης και η υποτίμηση του συστημικού κινδύνου.
- Η **μεγάλη συνδεσιμότητα των χρηματοπιστωτικών οργανισμών**, τόσο σε εθνικό, όσο και σε παγκόσμιο επίπεδο: Στα πλαίσια της απελευθέρωσης του χρηματοοικονομικού συστήματος, και της επακόλουθης διακίνησης κεφαλαίων από και προς το εξωτερικό, τα διάφορα είδη κινδύνων, (όπως ο πιστωτικός κίνδυνος, ο συναλλαγματικός κίνδυνος, ο κίνδυνος ρευστότητας) σχετίζονται πλέον στενά μεταξύ τους. Χαρακτηριστικό, επίσης, της τρέχουσας κρίσης, είναι η διακίνηση τεράστιων κεφαλαίων από τις Ασιατικές χώρες, καθώς από και τις χώρες



παραγωγής πετρελαίου, (οι οποίες διέθεταν υψηλά επίπεδα αποταμιεύσεων), προς την αμερικάνικη αγορά, οι αποταμιεύσεις της οποίας ήταν ιδιαίτερα ισχνές. Αποτέλεσμα αυτής της μεγάλης ανισορροπίας ήταν το υπέρογκο έλλειμμα στο Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών μετά την υποτίμηση του δολαρίου, και τελικά ο τεράστιος όγκος ανεξόφλητων δανείων.

- Ο ιδιαίτερα **υψηλός βαθμός μόχλευσης των νοικοκυριών** σε σχέση με αυτόν των επιχειρήσεων: Παρά τα χαμηλά επίπεδα επιτοκίων, το ποσοστό του συνολικού χρέους των νοικοκυριών σε σχέση με το διαθέσιμο εισόδημα είχε αγγίσει τα υψηλότερα επίπεδα όλων των εποχών.



Κεφαλαίο 8^ο

Μαθήματα για την αντιμετώπιση της σύγχρονης Κρίσης

Μελετώντας ενδεικτικά ορισμένες από τις πρόσφατες χρηματοοικονομικές κρίσεις των τελευταίων δεκαετιών (την κρίση των Σκανδιναβικών χωρών, την κρίση της Ιαπωνίας, των Ασιατικών χωρών, και του Μεξικού, κατά την διάρκεια της δεκαετίας του **1990**), και λαμβάνοντας υπόψη την τρέχουσα κρίση, ή κρίση των ενυπόθηκων δανείων μειωμένης εξασφάλισης (**subprime mortgage loans crisis**), μπορούμε να εξάγουμε ορισμένα χρήσιμα συμπεράσματα για την αναδιάρθρωση της οικονομίας. Τα συμπεράσματα αυτά συνοψίζονται ως εξής:

- Ø *Οι περίοδοι ανάπτυξης που συνήθως προηγούνται των χρηματοπιστωτικών κρίσεων δεν είναι όλες ίδιες:* Σε ορισμένες περιπτώσεις, όπως αυτή της Σουηδίας και των Ασιατικών χωρών, η έξαρση παροχής πιστώσεων συνέβαλε καθοριστικά στην δημιουργία πλούτου και κατά επέκταση στη μείωση του ελλείμματος του Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών. Χάρη στη μείωση αυτή, οι δημόσιες δαπάνες που πραγματοποιήθηκαν για την ανάκαμψη της οικονομίας μετά την κρίση ήταν σαφώς μικρότερες από όσες θα πραγματοποιούνταν σε αντίθετη περίπτωση. Με άλλα λόγια, οι διογκωμένες πιστώσεις, σε βάθος χρόνου, συνέβαλλαν στην θετική συσχέτιση του Δείκτη Πιστώσεις προς Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (**Credit-to-GDP Ratio**).
- Ø *Καθοριστικής σημασίας για την διάσταση που μπορεί να πάρει μια συστημική κρίση είναι ο τρόπος χρηματοδότησης της άνθησης που προηγήθηκε:* Αν οι παρεχόμενες πιστώσεις προέκυψαν από υψηλή μόχλευση, τότε αυξάνονται οι πιθανότητες η σχετική κρίση να διαχυθεί



πιο γρήγορα και επικίνδυνα. Κάτι τέτοιο συνέβη και στην περίπτωση της σύγχρονης παγκόσμιας κρίσης: κατά την διάρκεια εκκόλαψής της η αμερικανική κεφαλαιαγορά είχε προβεί σε μια άνευ προηγουμένου λήψη δανείων από τις Ασιατικές χώρες, αλλά και από τις χώρες παραγωγής πετρελαίου, οι οποίες σε αντίθεση με την Αμερική, διέθεταν υψηλά επίπεδα αποταμιεύσεων. Μετά όμως την υποτίμηση του δολαρίου, και σε συνδυασμό με μια σειρά μακροοικονομικών μεταβολών, η χώρα βρέθηκε εκτεθειμένη με υπέρογκες ανεξόφλητες δανειακές υποχρεώσεις.

- Ø *Από τους πλέον κρίσιμους παράγοντες από τους οποίους εξαρτάται η εξέλιξη μιας χρηματοοικονομικής κρίσης, είναι η αποτελεσματικότητα του ρυθμιστικού και εποπτικού πλαισίου:* Όταν το εν λόγω πλαίσιο δεν έχει προσαρμοστεί κατάλληλα στα δεδομένα της «ελεύθερης αγοράς», όπως συνέβη με τις περισσότερες, αν όχι όλες τις κρίσεις της δεκαετίας του **1990**, αλλά παραμένει ως είχε πριν την οικονομική απελευθέρωση, τότε αναπόφευκτα θα αδυνατεί να αντιμετωπίσει τους νέους κινδύνους. Όμως ακόμη και σε αυτήν την περίπτωση, η πολυπλοκότητα των νέων επενδυτικών προϊόντων (όπως π.χ των **Collateralized Debt Obligations** και **Special Investment Products**), καθώς και η μετατοπιθότητα αυτών από τους Ισολογισμούς των αρχικών κατόχων τους στις εξωισολογιστικές καταστάσεις (**off- balance sheets**) των Ειδικών Επενδυτικών Εταιριών (**Special Investment Vehicles**), ενισχύει την αδιαφάνεια της οικονομικής κατάστασης των πιστωτικών ιδρυμάτων και την υποεκτίμηση του συστημικού κινδύνου. Κρίνεται λοιπόν επιτακτική η ανάγκη επαναπροσδιορισμού των εποπτικών και ρυθμιστικών μηχανισμών, έτσι ώστε να διασφαλίζουν την διαφάνεια, και ταυτόχρονα να περιορίζουν τον ηθικό κίνδυνο.
- Ø *Στην αποτελεσματικότερη αντιμετώπιση μιας χρηματοοικονομικής κρίσης, σημαντικό ρόλο παίζει και η δομή του φορολογικού συστήματος:* Όταν το δημόσιο χρηματοδοτείται μέσω της φορολογικής



απαλλαγής των επιτοκίων δανεισμού, τότε αυξάνεται η πιθανότητα για αυξημένη ζήτηση πιστώσεων, που σημαίνει μεγαλύτερη μόχλευση, και κατά επέκταση μεγαλύτερο πιστωτικό αλλά και ηθικό κίνδυνο.

- Ø Τέλος, ανατρέχοντας στις κυριότερες χρηματοπιστωτικές κρίσεις των τελευταίων δεκαετιών, με αποκορύφωση την τρέχουσα κρίση, διαπιστώνεται ότι η προσδοκία ότι η αγορά θα ισορροπήσει από μόνη της έχει πια αμφισβητηθεί, και το ότι το κέντρο βάρους έχει πλέον εστιαστεί στην κρατική παρέμβαση. Η εξέλιξη αυτή αποτελεί αφορμή για νέες συζητήσεις για τον ρόλο του κράτους στην οικονομική ζωή.

Οι αρμόδιοι φορείς ακόμη εξετάζουν και μαθαίνουν ποια πρέπει να είναι η σωστή σχέση μεταξύ θεσμικού πλαισίου και τραπεζικού συστήματος. Οι απαντήσεις δεν είναι απλές και σίγουρα δεν υπάρχουν εύκολες και απόλυτες λύσεις. Χώρες οι οποίες διοικούν τα τραπεζικά τους συστήματα αναποτελεσματικά, επωμίζονται τεράστιες απώλειες. Θα πρέπει πάντα να βρίσκεται η χρυσή τομή που να εξισορροπεί και να αντισταθμίζει τα όποια προβλήματα γεννιούνται.



Βιβλιογραφία

Ελληνική

- 1) Α.Αντζουλάτος (2009),“Χρηματοοικονομικό σύστημα -Δομή- Θεσμικό Πλαίσιο-Ανταγωνισμός”
- 2) Α.Αντζουλάτος, (2009),“Κυβερνήσεις, Χρηματαγορές και Μακροοικονομία”
- 3) Δασκαλόπουλος Ηλίας (2009), “Forecasting the subprime crisis: the Record of Regulators and Supervisors”, Διπλωματική Εργασία
- 4) Τράπεζα της Ελλάδας (2008): Νομισματική Πολιτική, Ενδιάμεση Έκθεση 2008

Ξένη

- 1) Akihiro Kanaya & David Woo, (June 2001), “Essays in International Economics No 222- The Japanese Banking Crisis of the 1990’s - Sources and Lessons ”, Princeton University, New Jersey
- 2) Anderson, Krister and Claes Berg (1995) : “The Inflation Target in Sweden”, Andrew Haldane edition
- 3) Ariccia G., Igan D. & Luc Laeven (2008) : “ Credit Booms & Lending Standards: Evidence from the subprime mortgage market”, IMF



Working Paper Series No 08/106

- 4) **BIS Review (1997): “Monetary Policy Issues in the Nordic countries after 1992”, Policy Papers No 2**
- 5) **BIS Review 14/2000, (February 2000, Oslo), Svein Gjedrem, Governor of Norges Bank**
- 6) **BIS Papers No6 , Hiroshi Nakaso, (October 2001) , “The Financial Crisis in Japan during the 1990’s : How the Bank of Japan responded and the lessons learnt”**
- 7) **BIS Review 58/2003: Jarle Berge: “Crisis Resolution and Financial Stability in Norway**
- 8) **BIS Review 39/2007 : Erki Liikanen: “The growth of Finland from a small underdeveloped country to one of the world’s high-tech elite”**
- 9) **BIS Quarterly Review, (June 2008): “Asian Banks and the International Interbank Market” : Robert N. Mc Jens, Zukunft Cauley**
- 10) **BIS (Basel, June 2009) : “79th Annual Report”**
- 11) **BIS Quarterly Review , (June 2008): “International Liquidity Lessons”**
- 12) **Charles Calomiris, Daniela Klingebiel and Luc Laeven, (2004): “Taxonomy of Financial Crisis Resolution”, World Bank ed., Washington**
- 13) **BIS Policy Papers No 5, Pablo Graf : “Policy Responses to the banking crisis in Mexico”**



- 14) European Central Bank (Euro system), Occasional Paper Series No99, (November 2008), “The ECB and the IMF Indicators, or the Macro Prudential Analysis of the Banking Sector”
- 15) CERR Discussion Papers 1103, Centre for Economic Policy Research, Svensson, Lars E.O (1995) :“The Swedish Experience of Inflation Target”
- 16) Centre Economic Policy Research (2008) :“The First Global Financial Crisis of the 21st century”
- 17) Finance & Development: :quarterly magazine of the IMF ; Stefan Inges & Goran Lind
- 18) Frederic S. Mischkin, (2000),“The Economics of Money, Banking and Financial Markets”, Attison Wesley ed.
- 19) Francesco Giavazzi, Guido Tabellini, (2005) : “Economic and Political Liberalizations”, Journal of Monetary Economics
- 20) Gcert Be Kaert, Campbell R. Harvey, Christian Lundbladd, (2007): “ Does Financial Liberalization spur growth ? ”, Journal Financial Economics
- 21) G. Kaminsky & C.Reihart, (2000) : “Assessing Financial Vulnerability: - An Early Warning System for emerging Markets”, Institute for International Economics pp1-56
- 22) IMF , Annual Report (1994), “Drawing Lessons from the Mexican Crisis: Preventing and Resolving Financial Crisis”



- 23) IMF by Stanley Fisher (1998): “The Asian Crisis and Implications for Other Economies”
- 24) IMF World Economic Outlook, (October 1998), “Japan’s Economic Crisis and Policy Options”
- 25) IMF Working Paper by Luc Laeven & Fabbian Valencia (WP/08/224 November 2008): “Systemic Banking Crisis : A new Database”
- 26) IMF (February 2009) , Research Department:“ Lessons of Global Crisis for Macroeconomic Policy”
- 27) IMF, Research Department , (February 2009), “Lessons of the Global Crisis for Macroeconomic Policy”
- 28) IMF Occasional Papers No 161, Burkhard Drees & Ceyla Pazarbasioglu (April 1998): “The Nordic Crisis: Pitfalls in Financial Liberalization”
- 29) Journal of Banking and Finance (1998), Franklin Allen, Anthony M.Santomero : “The theory of Financial Intermediation”
- 30) IMF Working Papers, WP/08/250, Luc Laeven & Fabbian Valencia (2008) : “The use of Blanket Guarantees in Banking Crisis”
- 31) JSTOR, The Review of Economic Studies (1984), “Information Reliability and a Theory of Financial Intermediation”
- 32) Lissa Halme (2002): “The 1990s banking crisis in Finland-main causes and consequences, lessons for the future”
- 33) Purnanandam A. (2008): “Originate and Distribute Model and



**Subprime Mortgage Crisis ”, University of Michigan, Stephen M. Ross,
School of Business , Working Paper Series**

- 34) **Radelet , S & Sachs (1998) “The East Asian Financial Crisis: diagnosis, remedies, prospects”, Brookings papers on Economic Activity pp 1-90**
- 35) **Reinhart Carmen & Graciela Kaminsky, (1999): “The twin Crises, the causes of banking and balance of payments problems”, American Economic Review ed. 389, pp 473-500**
- 36) **Reinhart Carmen & Graciela Kaminsky, (2000): “Assessing Financial Vulnerability, an early warning system for emerging markets”, Institute for International Economics ed., Washington, pp 1-56**
- 37) **Saunders, A.,(2002), “Financial Institutions Management: A Modern Perspective”, Mc Graw Third edition**
- 38) **World Bank Policy Research Working Paper 3379.(August 2004), referred to Charles Calomiris, Daniela Klingebel and Luc Laeven: “Taxonomy of Financial Crisis Resolution”.**