

των επισφαλών απαιτήσεων καθώς και της παροχής κεφαλαίων και ρευστότητας στις υπό κατάρρευση τράπεζες.

Στα Σχήματα 4.1 και 4.2 παρατηρούμε ότι το δημοσιονομικό κόστος των τραπεζικών κρίσεων είναι συνήθως υψηλότερο στις αναδυόμενες από ό,τι στις ώριμες αγορές. Μακροπρόθεσμα, το υψηλό κόστος επίλυσης μιας κρίσης (ή διάσωσης μιας συγκεκριμένης τράπεζας) μπορεί να οδηγήσει σε δυσχερή κατάσταση των δημόσιων οικονομικών. Η αδυναμία της κυβέρνησης να περιορίσει το δημοσιονομικό της έλλειμμα, σε συνδυασμό με τη δυσκολία αύξησης των επιτοκίων όταν το τραπεζικό σύστημα είναι εξασθενημένο, διαβρώνει σε μεγάλο βαθμό τη δυνατότητα της να αντιμετωπίσει ενδεχόμενη συναλλαγματική κρίση.

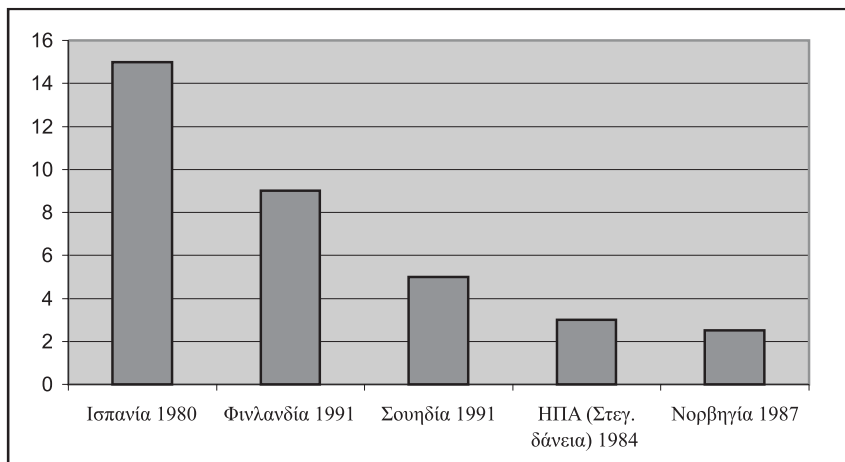
Οι διοικήσεις των τραπεζών, οι επενδυτές, οι αποταμιευτές, οι πολιτικοί και οι εποπτικές αρχές ενδιαφέρονται άμεσα να γνωρίζουν γιατί οι τράπεζες καταρρέουν. Θα επιθυμούσαν, επίσης, να μπορούν να προβλέπουν τις τραπεζικές κρίσεις. Πράγματι, σε περίπτωση κρίσης, τα διευθυντικά στελέχη κινδυνεύουν να απωλέσουν τις θέσεις στις οποίες εργάζονται. Οι πολιτικοί ανησυχούν διότι οι τραπεζικές κρίσεις αποδεικνύονται συνήθως ζημιογόνες για τους φορολογούμενους και κατά συνέπεια για τη δημοτικότητα τους. Τέλος, οι αποταμιευτές και οι επενδυτές έχουν κάθε λόγο να σχεδιάζουν τα χαρτοφυλάκιά τους, γνωρίζοντας κατά το δυνατόν ποιες τράπεζες ενδέχεται να αντιμετωπίσουν προβλήματα στο μέλλον.

Μια επιχείρηση θεωρείται συνήθως ότι έχει πτωχεύσει όταν έχει αρνητική «καθαρή θέση». Σε μερικές χώρες, οι τράπεζες αφήνονται να πτωχεύσουν και να εκκαθαριστούν, ενώ σε άλλες χώρες, όπως η Ιαπωνία (μέχρι το 1995) και ορισμένες ευρωπαϊκές χώρες, σπανίως τράπεζα έχει επίσημα χαρακτηριστεί ως αφερέγγυα ή χρεοκοπημένη, λόγω της ανησυχίας ότι μια τέτοια εξέλιξη μπορεί να οδηγήσει σε συστημικές απειλές. Γι' αυτό οι περισσότεροι αναλυτές υιοθετούν έναν ευρύτερο ορισμό της τραπεζικής κατάρρευσης. Μια τράπεζα θεωρείται ότι έχει καταρρεύσει, εάν αυτή ρευστοποιηθεί μετά από χρεοκοπία ή συγχωνευθεί με μια υγιή τράπεζα υπό την εποπτεία των νομισματικών αρχών ή διασωθεί διά της παροχής ρευστότητας από την κεντρική τράπεζα ή άλλον κρατικό φορέα.

4.1 Ευρωστία του τραπεζικού συστήματος και μακροοικονομική σταθερότητα

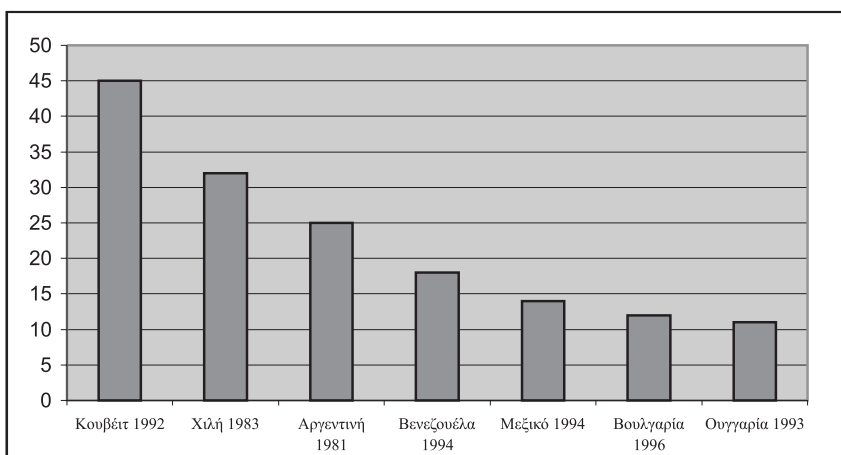
Ως υγιές τραπεζικό σύστημα μπορεί να ορισθεί εκείνο στο οποίο οι περισσότερες τράπεζες είναι φερέγγυες και είναι πολύ πιθανό να παραμείνουν στην κατάσταση αυτή στο ορατό μέλλον. Η φερεγγυότητα των τρα-

πεξών αντανακλάται στην εξέλιξη της καθαρής θέσης της τράπεζας που υπολογίζεται ως η διαφορά ανάμεσα στο ενεργητικό και το παθητικό της (εκτός κεφαλαίου και αποθεματικών). Με άλλα λόγια, η απόσταση ανάμεσα στην ευρωστία και την αφερεγγυότητα του τραπεζικού συστήματος μπορεί να μετρηθεί από το ύψος των κεφαλαίων, αφού η καθαρή θέση ισούται προς τα κεφάλαια συν τα αποθεματικά. Η διατήρηση της ευρωστίας του τραπεζικού συστήματος εξαρτάται, μεταξύ άλλων, από τις προοπτικές κερδοφορίας των τραπεζών, την αποτελεσματικότητα στη διαχείριση και την κεφαλαιακή τους επάρκεια, που εξασφαλίζει τη βιωσιμότητά τους σε ενδεχόμενους κινδύνους πανικού. Αντιθέτως, τράπεζες με χαμηλό δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας αντιμετωπίζουν υψηλότερο κίνδυνο κατάρρευσης όταν συμβεί κάποια αποσταθεροποιητική διαταραχή, όπως μια σημαντική αλλαγή στην ακολουθούμενη οικονομική πολιτική, απότομη μεταβολή στις τιμές των μετοχών, απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος ή μια φυσική διαταραχή.



Σχήμα 4.1. Δημοσιονομικό κόστος τραπεζικών κρίσεων ως % στο ΑΕΠ (Βιομηχανικές χώρες).

Η σχέση ανάμεσα στη μακροοικονομική πολιτική και τη μικροοικονομική διάθρωση είναι αμφίδρομη. Η μικροοικονομική διάθρωση και, κατά συνέπεια, η ευρωστία του χρηματοπιστωτικού συστήματος επηρεάζει τις μακροοικονομικές επιδόσεις. Στις περισσότερες περιπτώσεις, οι τραπεζικές κρίσεις προκαλούν σημαντική βλάβη τόσο στην οικονομική δραστηριότητα όσο και στην κατάσταση των δημόσιων οικονομικών. Από την άλλη πλευρά, η μακροοικονομική πολιτική έχει προφανείς επιπτώσεις στη διάθρωση της τραπεζικής αγοράς.



Σχήμα 4.2. Δημοσιονομικό κόστος τραπεζικών κρίσεων ως % στο ΑΕΠ (Αναδυόμενες αγορές).

Η υγεία της οικονομίας αντανακλάται, σε μεγάλο βαθμό, στην ευρωστία του τραπεζικού συστήματος. Μια οικονομία με σοβαρά διαρθρωτικά προβλήματα και αδύναμη παραγωγική βάση είναι φυσικό να μην προσφέρει ισχυρά κίνητρα για την εκπόνηση επενδυτικών σχεδίων. Κατά συνέπεια, η ανάγκη για τραπεζική χρηματοδότηση είναι μικρότερη. Επίσης, μια εύθραυστη οικονομική κατάσταση σημαίνει ότι οι επιχειρήσεις παρουσιάζουν χαμηλή κερδοφορία, έχουν υψηλό χρέος και αντιμετωπίζουν φθίνουσα ζήτηση για τα προϊόντα τους. Κατά συνέπεια, η δυνατότητά τους να αποπληρώσουν τα τραπεζικά δάνεια είναι περιορισμένη.

Ένα υγιές τραπεζικό σύστημα συμβάλλει στην οικονομική ανάπτυξη συγκεντρώνοντας τους αποταμειωτικούς πόρους της οικονομίας και διοχετεύοντάς τους στις δραστηριότητες με τις υψηλότερες προσδοκώμενες αποδόσεις. Επιπροσθέτως, το τραπεζικό σύστημα προσφέρει συναλλακτικές υπηρεσίες καθώς και αξιόπιστα συστήματα πληρωμών, που εξασφαλίζουν σταθερότητα στο χρηματοοικονομικό περιβάλλον των επιχειρήσεων. Τέλος, οι τράπεζες παρέχουν υπηρεσίες παρακολούθησης της εκτέλεσης των χρηματοδοτούμενων επενδυτικών προγραμμάτων καθώς και του ελέγχου της εταιρικής διοίκησης των επιχειρήσεων. Συνεπώς, ένα ανεπαρκώς ανεπτυγμένο ή προβληματικό τραπεζικό σύστημα αποτελεί τροχοπέδη για την οικονομική ανάπτυξη. Το πρόβλημα είναι ακόμη εντονότερο στις αναπτυσσόμενες χώρες και στις χώρες σε μετάβαση, που δεν υπάρχουν επαρκώς αναπτυγμένες κεφαλαιαγορές και συνεπώς η άντληση κεφαλαίων από τις επιχειρήσεις είναι ιδιαίτερα δυσχερής.

Τέλος, το τραπεζικό σύστημα αποτελεί τον κύριο μηχανισμό μέσω του οποίου επενεργεί η νομισματική πολιτική. Η αποτελεσματική εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής προϋποθέτει ένα τραπεζικό σύστημα ικανό να παρέχει λιγότερες ή περισσότερες πιστώσεις, αντιδρώντας κάθε φορά στα «σήματα» της νομισματικής πολιτικής, χωρίς να εξασθενεί την αποτελεσματικότητα της διαμεσολαβητικής δραστηριότητας ή την εμπιστοσύνη του αποταμιευτικού κοινού.

4.2 Μέτρηση και πρόβλεψη καταρρεύσεων τραπεζών

Αν και είναι πολύ απλό να ορίσει κανείς την ευρωστία ενός τραπεζικού ιδρύματος ή συστήματος, είναι πολύ δύσκολο να τη μετρήσει. Μια τράπεζα είναι αφερέγγυα και πτωχεύει, όταν η παρούσα αξία των μελλοντικών της καθαρών εσόδων καθίσταται αρνητική και υπερβαίνει τα ίδια κεφάλαια. Προφανώς, η εγγραφή υψηλών επισφαλών απαιτήσεων στον ισολογισμό αποτελεί ενδεικτικό μέτρο του βαθμού εξασθένησης ενός τραπεζικού ιδρύματος. Ωστόσο, οι μεγαλομέτοχοι και τα διευθυντικά στελέχη των υπό κατάρρευση τραπεζών έχουν κίνητρα να εμφανίζουν μη πραγματοποιημένα έσοδα και να παρουσιάζουν τμήμα των επισφαλών απαιτήσεων ως κανονικώς εξυπηρετούμενα δάνεια. Η χαμηλή ποιότητα της πληροφόρησης σχετικά με την πραγματική οικονομική κατάσταση των τραπεζών εξηγεί γιατί μερικές φορές εκδηλώνεται αιφνιδίως η κατάρρευση μιας τράπεζας. Ακόμη και οι συνδυασμένες προσπάθειες εξωτερικών ελεγκτών, εταιριών αξιολόγησης πιστοληπτικής επιφάνειας, χρηματοοικονομικών αναλυτών και εποπτικών αρχών μπορεί να μην οδηγήσουν σε έγκαιρη επίσημανση των προβλημάτων που αντιμετωπίζει μια τράπεζα.

Οι εποπτικές αρχές σε πολλές χώρες έχουν διαμορφώσει ομάδες δεικτών που δίνουν τη δυνατότητα έγκαιρης πρόγνωσης της κατάρρευσης μιας τράπεζας. Αυτοί οι δείκτες παρέχουν πληροφόρηση σχετικά με τη χρηματοοικονομική κατάσταση κάθε τράπεζας. Η πληροφόρηση αυτή αντλείται είτε από τις επίσημες οικονομικές της καταστάσεις, είτε από την αναφορά που υποβάλλει στις εποπτικές αρχές. Στην περίπτωση, όμως, που τα στοιχεία που λαμβάνονται από αυτές τις πηγές είναι ανακριβή, οι δυνατότητες αυτών των δεικτών είναι περιορισμένες.

Ορισμένες εποπτικές αρχές, καθώς και ανεξάρτητοι ερευνητές από τον ακαδημαϊκό χώρο³, έχουν καταστρώσει οικονομετρικά υποδείγμα-

3. Για μια επισκόπηση όλων αυτών των ερευνητικών εργασιών, βλέπε Demirguc-Kunt (1989).

τα, που βοηθούν στον εντοπισμό των χαρακτηριστικών ενός τραπεζικού ιδρύματος που παρουσιάζει υψηλή πιθανότητα κατάρρευσης μέσα σε ένα συγκεκριμένο χρονικό ορίζοντα. Στα υποδείγματα αυτά, εξαρτημένη μεταβλητή είναι συνήθως ο βαθμός φερεγγυότητας της τράπεζας. Η εμπειρική έρευνα έχει δείξει ότι ένας μικρός σχετικά αριθμός ερμηνευτικών μεταβλητών μπορεί να προσδιορίσει εγκαίρως ποιες τράπεζες κινδυνεύουν να καταρρεύσουν. Οι μεταβλητές αυτές είναι ορισμένοι παραδοσιακοί χρηματοοικονομικοί αριθμοδείκτες, όπως ο δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας, η ποιότητα στοιχείων ενεργητικού και διαχείρισης, ο λόγος κόστους προς έσοδα και ο δείκτης ρευστότητας. Στον Πίνακα 4.1

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.1

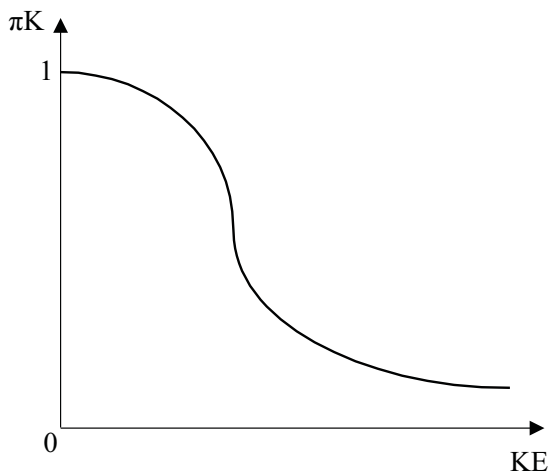
Πρόδρομοι δείκτες κατάρρευσης μιας τράπεζας

Μεταβλητή	Αναμενόμενη επίδραση	Μεταβλητή	Αναμενόμενη επίδραση
ΚΕΦΑΛΑΙΑ		ΕΣΟΔΑ	
Κεφαλαιακή επάρκεια	-	Καθαρά έσοδα/Ενεργητικό	-
Αποθεματικά/Ενεργητικό	-	Έσοδα από δάνεια/Έσοδα	+ /-
Μέγεθος τράπεζας (δυνατότητα να αντλεί κεφάλαια)	-	Μεταβολή στο λόγο πληρωμών τόκων προς ενεργητικό	+
ΠΟΙΟΤΗΤΑ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ		ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ	
Δάνεια/Ενεργητικό	+	Ρευστά διαθέσιμα/Ενεργητικό	-
Χρολόγραφα/Ενεργητικό	-	Ρυθμός αύξησης καταθέσεων	+ /-
Ρυθμός αύξησης ενεργητικού	+	Μεγάλες προθεσμιακές καταθέσεις/Ενεργητικό	+
Δάνεια/Κεφάλαια	+	ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ	
Δάνεια/Ενεργητικό	+ /-	Τιμή πετρελαίου	+ /-
Δάνεια κατά κλάδο δραστηριότητας/ Ενεργητικό	+ /-	Έλλειμμα ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών	+
ΔΙΟΙΚΗΣΗ		Πληθωρισμός	+
Εταιρική διοίκηση	+ /-	Επιτόκια αγοράς/Αποδόσεις ομολόγων	+ /-
Δαπάνες/Έσοδα	+	Όροι εμπορίου	-
ΔΙΑΘΡΩΣΗ ΑΓΟΡΑΣ		Συναλλαγματική ισοτιμία	+
Βαθμός συγκέντρωσης	+ /-	Ρυθμός αύξησης ΑΕΠ	-

παρουσιάζουμε μια σειρά από προταθείσες στη βιβλιογραφία ανεξάρτητες μεταβλητές καθώς και την αναμενόμενη επίπτωσή τους στην πιθανότητα κατάρρευσης μιας τράπεζας. Το θετικό πρόσημο υποδηλώνει αυξητική επίπτωση, ενώ το αρνητικό πρόσημο υποδηλώνει μειωτική.

Οι εποπτικές αρχές θα πρέπει, ωστόσο, να εξετάζουν με ιδιαίτερη προσοχή την πορεία των δεικτών αυτών, διότι οι σχέσεις που τους συνδέουν με την πιθανότητα κατάρρευσης είναι συνήθως περισσότερο πολύπλοκες από ό,τι υποδηλώνει ένα οικονομετρικό υπόδειγμα μιας απλής εξίσωσης. Για παράδειγμα, ένας υψηλός δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας οδηγεί σε χαμηλή αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων (ΑΙΚ), με αποτέλεσμα να καθιστά την τράπεζα ευάλωτη σε ενέργειες εχθρικής εξαγοράς. Από την άλλη πλευρά, ένας χαμηλός δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας συνεπάγεται, *ceteris paribus*, υψηλή πιθανότητα κατάρρευσης. Επιπλέον, ένας χαμηλός δείκτης δανείων προς ενεργητικό σημαίνει ότι η τράπεζα δεν ανταποκρίνεται με επάρκεια στο διαμεσολαβητικό της ρόλο, αναμιγνύομενη σε άλλες, περισσότερο κερδοσκοπικές, δραστηριότητες, ενώ ένας υψηλός δείκτης συνεπάγεται υψηλή έκθεση στον πιστωτικό κίνδυνο.

Μια άλλη οικονομετρική μέθοδος που συχνά χρησιμοποιείται για την εκτίμηση της πιθανότητας κατάρρευσης μιας τράπεζας είναι η ανάλυση Logit. Σε αυτήν τη μεθοδολογία χρησιμοποιείται ως εξαρτημένη μεταβλητή μια διττή ψευδομεταβλητή, που μπορεί να λάβει την τιμή 1 για τις περιπτώσεις των τραπεζών που καταρρέουν σε συγκεκριμένη χρονική περίοδο και την τιμή 0 στις υπόλοιπες περιπτώσεις. Για να καταλάβουμε τη λογική της μεθόδου αυτής, μπορούμε να υποθέσουμε ότι έχουμε επιλέξει μόνο μία ερμηνευτική μεταβλητή, το δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας. Η σχέση μεταξύ της εξαρτημένης και της ερμηνευτικής μεταβλητής είναι αρνητική, αφού όσο αυξάνονται τα διαθέσιμα κεφάλαια σε σχέση με το ενεργητικό, τόσο μειώνεται η πιθανότητα να καταρρεύσει η τράπεζα. Η συνάρτηση logit μπορεί να παρουσιαστεί στο δισδιάστατο Σχήμα 4.1. Η ερμηνευτική μεταβλητή, η κεφαλαιακή επάρκεια (ΚΕ) μετράται στον οριζόντιο άξονα και η εξαρτημένη μεταβλητή, η πιθανότητα κατάρρευσης, στον κάθετο άξονα (πΚ). Εφόσον οι πραγματοποιούμενες τιμές της πΚ είναι είτε μονάδα είτε μηδέν, οι θεωρητικές τιμές της συνάρτησης logit θα κινούνται ανάμεσα στο μηδέν και στη μονάδα. Η καμπύλη Logit είναι απότομη καθώς η ΚΕ προσεγγίζει το μηδέν και η πιθανότητα κατάρρευσης αυξάνεται, αλλά είναι πιο ελαστική καθώς η ΚΕ αυξάνεται.



Σχήμα 4.3. Το υπόδειγμα Logit.

4.3 Συστημικός κίνδυνος και το «αποτέλεσμα ντόμινο»

Ένας βασικός λόγος για τον οποίο η κατάρρευση μιας τράπεζας μπορεί να αποτελέσει το έναυσμα μιας διαδικασίας διαδοχικών καταρρεύσεων και άλλων τραπεζών, όπως ακριβώς στο παιχνίδι του ντόμινο, είναι ότι οι τράπεζες και οι άλλοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί διασυνδέονται μεταξύ τους μέσω της διατραπεζικής αγοράς. Στη διατραπεζική αγορά, οι τράπεζες προσπαθούν να εξομαλύνουν τις διακυμάνσεις στη ρευστότητά τους δανειζοντας η μία την άλλη. Η αιφνίδια, επομένως, αδυναμία μιας τράπεζας να αντεπεξέλθει στις υποχρεώσεις της μπορεί να απειλήσει το σύνολο του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Στη βιβλιογραφία έχουν δοθεί πολλοί ορισμοί για το συστημικό κίνδυνο. Οι Bordo et al. (1995) ορίζουν το συστημικό κίνδυνο ως μια κατάσταση στην οποία οι διαταραχές σε ένα τμήμα του τραπεζικού ή του ευρύτερου χρηματοοικονομικού συστήματος προκαλούν ανάλογο μεγέθους διαταραχές σε άλλα μέρη του συστήματος (μεταξύ χωρών ή μέσα στην ίδια χώρα), φαλκιδεύοντας έτσι τη σταθερότητα της πραγματικής οικονομίας. Σύμφωνα με έναν άλλο ορισμό (Davis, 1992), ο συστημικός κίνδυνος περιγράφει μια αναταραχή στις χρηματοοικονομικές αγορές (τραπεζική αγορά, αγορά κεφαλαίου και ομολόγων κ.λπ.), η οποία οδηγεί σε απροσδόκητες μεταβολές στα επιτόκια και το ύψος των πιστώσεων, στις τιμές των ομολόγων ή των μετοχικών τίτλων. Μια τέτοια εξέλιξη απειλεί ευθέως τη βιωσιμότητα των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων,

τη λειτουργία του συστήματος πληρωμών και τη δυνατότητα του χρηματοοικονομικού τομέα να κατανέμει αποτελεσματικά τα κεφάλαια μεταξύ επενδυτικών δραστηριοτήτων.

Μια χρηματοοικονομική κρίση μπορεί να συμβεί με τους εξής δύο τρόπους, που οδηγούν σε δυσλειτουργία του συστήματος πληρωμών. Πρώτον, έναν μεταδιδόμενο τραπεζικό πανικό, όπου το αποταμιευτικό κοινό επιχειρεί εναγωνίως να μετατρέψει τις διάφορες μορφές των αποταμιεύσεών του σε ρευστά διαθέσιμα. Δεύτερον, μια μεγάλη κρίση στην κεφαλαιαγορά, που προκαλεί σοβαρές ανησυχίες ότι η άντληση κεφαλαίων είναι αδύνατη σε οποιαδήποτε τιμή. Πρέπει να σημειώσουμε ότι διαταραχές που έχουν ως αποτέλεσμα την πτώση των τιμών των μετοχικών/ομολογιακών τίτλων και άλλων περιουσιακών στοιχείων καθώς και απώλειες πλούτου και εισοδημάτων συγκεκριμένων τομέων της οικονομίας, χωρίς να καταστρέφουν το μηχανισμό πληρωμών της οικονομίας, θεωρούνται ως ψευδο-συστημικοί κίνδυνοι (Schwartz, 1988). Σύμφωνα με αυτήν την αντίληψη, ως ψευδο-συστημικοί κίνδυνοι πρέπει να θεωρούνται οι εκρήξεις τιμών στην αγορά ακινήτων μιας πόλης ή μιας περιοχής, το «ξεφούσκωμα» κερδοσκοπικών πομφόλυγων σε διάφορες αγορές, συμπεριλαμβανομένης και της αγοράς συναλλάγματος, η πτώχευση μιας μεγάλης εταιρίας του μη χρηματοοικονομικού τομέα και οι κρίσεις αδυναμίας εξυπηρέτησης του δημόσιου χρέους.

Στα πλαίσια της διεθνούς χρηματοοικονομικής, η διάκριση ανάμεσα στο συστημικό και ψευδο-συστημικό κίνδυνο θυμίζει σε κάποιο βαθμό τη διάκριση του Krugman (1991) ανάμεσα στις συναλλαγματικές και τις «μολυσματικές» κρίσεις. Σύμφωνα με τη διάκριση αυτή, μια συναλλαγματική κρίση αναφέρεται σε μια κερδοσκοπική «επίθεση» ορθολογικών επενδυτών στο νόμισμα μιας χώρας που ακολουθεί μη «διατηρήσιμη» νομισματική και δημοσιονομική πολιτική. Μπορεί δε να οδηγήσει σε πληθωρισμό, εάν δεν υπάρξει προσαρμογή της πολιτικής, ή σε ύφεση, όταν η κυβέρνηση αντιδρά εκ των υστέρων υιοθετώντας συσταλτική οικονομική πολιτική. Μια μολυσματική κρίση συμβαίνει όταν οι επενδυτές —σκεπτόμενοι ορθολογικά ή ανορθόλογα— επιχειρούν με κάθε τρόπο να μετατρέψουν τίτλους και άλλα περιουσιακά στοιχεία σε μετρητά. Στην πράξη, βεβαίως, οι περισσότερες συναλλαγματικές κρίσεις συνδέονται με κρίσεις μολυσματικές, που δημιουργούν σοβαρό πρόβλημα στο διεθνή μηχανισμό διενέργειας πληρωμών.

4.4 Κερδοσκοπικές μανίες, τραπεζικοί πανικοί και πραγματική οικονομία

Στη βιβλιογραφία έχουν αναπτυχθεί δύο θεωρητικές προσεγγίσεις για την κατανόηση του τρόπου δημιουργίας των χρηματοοικονομικών κρίσεων. Σύμφωνα με τη «νομισματική προσέγγιση» (Friedman και Schwartz, 1963· Cagan 1965), οι χρηματοοικονομικές κρίσεις δεν σχετίζονται με την ιστορική συμπεριφορά των μακροοικονομικών μεγεθών, αλλά οφείλουν την προέλευσή τους στους τραπεζικούς πανικούς, οι οποίοι με τη σειρά τους επηρεάζουν δυσμενώς την οικονομική δραστηριότητα μέσω της πιστωτικής ασφυξίας που προκαλούν. Αντιθέτως, η «προσέγγιση της πραγματικής οικονομίας» των Fisher και Kindleberger ερμηνεύει τις χρηματοοικονομικές κρίσεις ως το φυσικό αποτέλεσμα της μεγάλης και αναπάντεχης πτώσης της οικονομικής δραστηριότητας μετά το πέρας μιας περιόδου υπερβολικής ευφορίας.

Αναλυτικότερα, η νομισματική προσέγγιση τονίζει το ρόλο των τραπεζικών πανικών στη δημιουργία νομισματικής αστάθειας. Φαινόμενα πανικού στα ταμεία των τραπεζών εμφανίζονται όταν οι καταθέτες (νοικοκυριά και επιχειρήσεις) αρχίζουν να δυσπιστούν για τη δυνατότητα της άμεσης και έγκαιρης μετατροπής των καταθέσεών τους σε ρευστά διαθέσιμα. Η απώλεια της εμπιστοσύνης του κοινού προς το νομισματικό σύστημα μπορεί να οφείλεται, για παράδειγμα, στην πτώχευση ενός μεγάλου πιστωτικού ιδρύματος. Καθώς ο πανικός εξαπλώνεται σε ολόκληρο το χρηματοοικονομικό σύστημα της χώρας, οι τράπεζες αντιμετωπίζουν σοβαρά προβλήματα ρευστότητας. Η απώλεια της φερεγγυότητας του τραπεζικού συστήματος συνδέεται άμεσα με τις κρίσεις ρευστότητας. Η αδυναμία άντλησης δανειακών κεφαλαίων, εξαιτίας της αποστροφής των αποταμιευτών προς τις τραπεζικές καταθέσεις και της μετακίνησής τους σε ασφαλέστερες τοποθετήσεις, οδηγεί σε στενότητα κεφαλαίων, με αποτέλεσμα την αύξηση των επιτοκίων και την πιστωτική ασφυξία στην οικονομία. Για να ανταποκριθούν στις υποχρεώσεις τους έναντι των καταθετών τους, οι τράπεζες προβαίνουν σε εσπευσμένη ρευστοποίηση στοιχείων του ενεργητικού τους. Καθώς ελαττώνεται η αξία περιουσιακών στοιχείων, ο κίνδυνος πτώχευσης καθίσταται διαρκώς μεγαλύτερος.

Χαρακτηριστικό παράδειγμα τραπεζικού πανικού, που πήρε σύντομα τη μορφή μιας γενικευμένης διεθνούς χρηματοοικονομικής κρίσης, ήταν ο πανικός που προκλήθηκε μετά την αποτυχία της μεγάλης αυστριακής τράπεζας Credit-Anstalt, τη δεκαετία του '30. Οι μεγάλες ζη-

μές που σημείωσε η τράπεζα (τρεις φορές το μετοχικό κεφάλαιό της), εξαιτίας των υψηλών επισφαλών απαιτήσεών της, προκάλεσαν μια έξαρση πανικού στα ταμεία της. Η αδυναμία, όμως, της τράπεζας να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις της, λόγω μειωμένης ρευστότητας, οδήγησε στην κατάρρευσή της, κλονίζοντας ανεπανόρθωτα την εμπιστοσύνη των αποταμιευτών προς το πιστωτικό σύστημα της χώρας. Ο πανικός γρήγορα εξαπλώθηκε και εκτός της χώρας, προκαλώντας κρίσεις εμπιστοσύνης στα πιστωτικά ιδρύματα της Γερμανίας, της Μ. Βρετανίας και των ΗΠΑ.

Σύμφωνα με την προσέγγιση των Fisher και Kindleberger, οι χρηματοοικονομικές κρίσεις συνδέονται με τα προβλήματα της υπερχρέωσης του ιδιωτικού τομέα και της έξαρσης των αποπληθωριστικών τάσεων, που κατά κανόνα συνοδεύουν την αιφνίδια είσοδο σε καθοδική φάση του οικονομικού κύκλου, μετά από μια περίοδο μεγάλης άνθησης.

Μια περίοδος μεγάλης άνθησης μπορεί να είναι το αποτέλεσμα της ανάπτυξης τεχνολογικών καινοτομιών, που παρέχουν εξαιρετικά επικερδείς ευκαιρίες για επενδύσεις. Η ενίσχυση της ιδιωτικής επενδυτικής πρωτοβουλίας τονώνει τη συνολική ζήτηση, τις τιμές και το προϊόν της οικονομίας. Οι επιχειρήσεις, επιτυγχάνοντας υψηλή κερδοφορία λόγω της ανόδου των τιμών των προϊόντων, αναλαμβάνουν νέα επενδυτικά σχέδια, τα οποία χρηματοδοτούνται μερικώς μέσω τραπεζικού δανεισμού. Η αύξηση της παραγωγής και του εισοδήματος αυξάνει τις τραπεζικές καταθέσεις, ενισχύοντας έτσι τη ρευστότητα των τραπεζών και διευκολύνοντας την παροχή νέων δανείων. Η επέκταση της χρηματοδοτικής δραστηριότητας του τραπεζικού τομέα στα πλαίσια ενός κλίματος γενικευμένης ευφορίας για τις δυνατότητες της πραγματικής οικονομίας, οδηγεί στη χρηματοδότηση ενός μεγάλου αριθμού ανεπιτυχών επενδυτικών σχεδίων. Επιπλέον, δημιουργεί πολλαπλάσιες καταθέσεις και πιστώσεις, επιφέροντας αύξηση της προσφοράς χρήματος και των πληθωριστικών πιέσεων στην οικονομία.

Η αδυναμία των χρεωστών να αποπληρώσουν τα χρέη τους κλονίζει την αξιοπιστία τους, με συνέπεια οι τράπεζες να πιέζουν για την επείγουσα εκποίηση περιουσιακών στοιχείων των πιστούχων. Η μαζική ρευστοποίηση αποθεμάτων και χρεογράφων από επιχειρήσεις και νοικοκυριά, προκαλεί πτώση των τιμών, αύξηση της πραγματικής αξίας του χρέους και ολόένα μεγαλύτερη ρευστοποίηση στοιχείων του ενεργητικού τους, βυθίζοντας έτσι την οικονομία σε ύφεση. Οι εξελίξεις αυτές κλονίζουν την εμπιστοσύνη των αποταμιευτών προς το πιστωτικό σύστημα, οι οποίοι επιζητούν την ανάληψη των καταθέσεών τους το ταχύτερο δυνατό. Οι τράπεζες, έχοντας δεσμεύσει σημαντικά στοιχεία του

ενεργητικού τους σε δάνεια προς επιχειρήσεις που πτώχευσαν, αντιμετωπίζουν αυξημένο πρόβλημα ρευστότητας και αδυνατούν να μετατρέψουν τις καταθέσεις σε ρευστά διαθέσιμα. Η αδυναμία επιστροφής των αποταμιεύσεων στους καταθέτες αυξάνει τον πανικό και αναγκάζει τις τράπεζες να προχωρήσουν οι ίδιες σε μαζική ρευστοποίηση των περιουσιακών τους στοιχείων, επιταχύνοντας την καθοδική πορεία των τιμών.

4.5 Συστημικές απειλές στο νέο διεθνοποιημένο χρηματοοικονομικό περιβάλλον

Όπως έχουμε αναφέρει στο προηγούμενο κεφάλαιο, η εποχή της παγκοσμιοποίησης χαρακτηρίζεται από την εμφάνιση νέων πηγών αστάθειας για το διεθνές χρηματοοικονομικό σύστημα. Η νέα μορφολογία της εταιρικής διοίκησης έχει προσδώσει άλλα χαρακτηριστικά στην κινητικότητα του κεφαλαίου. Η υψηλή διασπορά της μετοχικής σύνθεσης, που χαρακτηρίζει πλέον τις επιχειρήσεις, καθιστά τους μετόχους περισσότερο επενδυτές και λιγότερο ιδιοκτήτες. Παράλληλα, τα κεφάλαια που διαχειρίζονται οι θεσμικοί επενδυτές είναι πλέον τεράστια. Το επενδυτικό κοινό αποζητά τις υψηλότερες δυνατές αποδόσεις. Για να το επιτύχουν αυτό, οι τράπεζες προβαίνουν στις εξής κινήσεις. Πρώτον, αυξάνουν τα έσοδά τους δανειζοντας επιχειρήσεις με χαμηλότερη πιστοληπτική επιφάνεια (στην ίδια χώρα ή σε αναδυόμενες οικονομίες). Δεύτερον, επεκτείνονται σε νέες δραστηριότητες μεταβάλλοντας το παραδοσιακό μίγμα εργασιών τους. Τρίτον, προσπαθούν να αυξήσουν την κερδοφορία τους μέσω συγχωνεύσεων, εξαγορών, περικοπής του κόστους και συρρίκνωσης ή εξάλειψης της πλεονάζουσας δυναμικότητάς τους. Όλοι οι ανωτέρω παράγοντες καθιστούν τις χρηματοοικονομικές αγορές πιο ευμετάβλητες. Οι νέες τεχνικές ανάλυσης του πιστωτικού κινδύνου και του κινδύνου αγοράς αποτέλεσαν μια σοβαρή υπόσχεση ότι οι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί θα κατορθώσουν να διαχειριστούν με επάρκεια το νέο ασταθές περιβάλλον. Δεν φαίνεται, ωστόσο, να έχει αυτό επιτευχθεί. Η διαφοροποίηση των χαρτοφυλακίων των τραπεζών, που θεωρητικώς θα τις προστάτευε, έχει στην πράξη αποδειχτεί ανεπαρκής, αφού οι αγορές χρήματος και κεφαλαίου εμφανίζουν ολοένα υψηλότερους συντελεστές συσχέτισης μεταξύ τους. Επιπλέον, όπως φάνηκε τα τελευταία χρόνια, οι αναταραχές στις αγορές είναι μεγαλύτερης έντασης και διαρκούν περισσότερο από ό,τι τα υποδείγματα διαχείρισης κινδύνων προέβλεπαν.

Η διεθνοποίηση και ενοποίηση των αγορών έχει αυξήσει το συστημικό κίνδυνο, που συνδέεται με την ασυμμετρία πληροφόρησης στις χρη-

ματοοικονομικές αγορές. Όπως έχει αναφερθεί, οι δανειζόμενοι έχουν γενικά καλύτερης ποιότητας πληροφόρηση σχετικά με τον κίνδυνο που αντιμετωπίζουν σε σύγκριση με τους δανειστές τους. Εάν ένας δανειζόμενος έχει απεριορίστη πρόσβαση σε δανειακά κεφάλαια, έχει ισχυρό κίνητρο να ακολουθήσει στρατηγική ανάληψης υψηλότερων κινδύνων. Μια τέτοια στρατηγική ενδέχεται να μην είναι επιθυμητή από την πλευρά του δανειστή. Η ύπαρξη των χρηματοοικονομικών οργανισμών δεν επιλύει πλήρως το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης, αφού οι καταθέτες και οι μέτοχοι δεν ελέγχουν απολύτως την αποτελεσματικότητα του χρηματοοικονομικού οργανισμού να παρακολουθεί τους αναλαμβανόμενους κινδύνους από τους πιστούχους. Η ταχεία ανάπτυξη της διεθνούς τραπεζικής επιτρέπει οι διαταραχές στο τραπεζικό σύστημα μιας χώρας να επηρεάζουν το τραπεζικό σύστημα άλλων χωρών, μέσω του διεθνούς συστήματος συμφηφισμού των πληρωμών (Saunders, 1987), μεγεθύνοντας έτσι τη σημασία του παραδοσιακού προβλήματος της ασύμμετρης πληροφόρησης. Επιπλέον, η διαρκώς εντεινόμενη ενοποίηση των διεθνών αγορών κεφαλαίου επιτείνει το συστημικό κίνδυνο, επειδή οι διαταραχές μεταδίδονται αυτομάτως μεταξύ χωρών, δεδομένου ότι οι τιμές των μετοχικών και άλλων τίτλων επιδεικνύουν υψηλούς συντελεστές συσχέτισης μεταξύ τους. Σε αυτό το σκηνικό, ο έλεγχος της κατάστασης μέσω άσκησης εγγύωριας νομισματικής πολιτικής καθίσταται ιδιαίτερα δυσχερής (Mussa και Goldstein, 1993).

Η εισαγωγή των διαφόρων χρηματοοικονομικών καινοτομιών και η διαδικασία τιτλοποίησης του ενεργητικού των χρηματοοικονομικών οργανισμών — που έχει οδηγήσει σε μια μείωση του σχετικού βάρους του παραδοσιακού τραπεζικού δανεισμού προς όφελος των εκτός ισολογισμού τραπεζικών εργασιών — υποστηρίζεται (Goldstein και Folkerts-Landau, 1993) ότι έχει οδηγήσει σε εξασθένηση των τραπεζικών ισολογισμών, καθιστώντας τις τράπεζες περισσότερο τρωτές σε διαταραχές του συστήματος.

Τέλος, το διεθνές σύστημα πληρωμών έχει κατά ένα μεγάλο βαθμό αναπτυχθεί έξω από τα όρια ελέγχου των επί μέρους εθνικών κεντρικών τραπεζών, με συνέπεια οι προδιαγραφές να μην είναι ομοιόμορφες. Έτσι, οι εξωχώριοι διακανονισμοί πληρωμών μπορεί να αποτελέσουν πηγή συστημικού κινδύνου για την οικονομία της οποίας το εθνικό νόμισμα χρησιμοποιείται ευρέως για τη διενέργεια διεθνών πληρωμών (Padoa-Schioppa και Saccomani, 1994).