



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΘΕΣΣΑΛΙΑΣ
ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
<<ΕΦΑΡΜΟΣΜΕΝΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ>>

Η Πιστωτική Ασφυξία και Η Επίδραση της στην Ανεργία: Η Περίπτωση της Ελλάδας

Επιμέλεια Εργασίας: Ζαμπάκα Δέσποινα
Επιβλέπων Καθηγητής: Παπαδάμου Στέφανος

Βόλος, 2021

Υπεύθυνη δήλωση

Βεβαιώνω ότι είμαι συγγραφέας αυτής της διπλωματικής εργασίας και ότι κάθε βοήθεια την οποία είχα για την προετοιμασία της, είναι πλήρως αναγνωρισμένη και αναφέρεται στη διπλωματική εργασία. Επίσης έχω αναφέρει τις όποιες πηγές από τις οποίες έκανα χρήση δεδομένων, ιδεών ή λέξεων, είτε αυτές αναφέρονται ακριβώς είτε παραφρασμένες. Επίσης βεβαιώνω ότι αυτή η πτυχιακή εργασία προετοιμάστηκε από εμένα προσωπικά ειδικά για τις απαιτήσεις του προγράμματος μεταπτυχιακών σπουδών στην Εφαρμοσμένη Οικονομική του Τμήματος Οικονομικών Επιστημών του Πανεπιστημίου Θεσσαλίας.

Βόλος, Μάιος 2021

Ζαμπάκα Δέσποινα

Ευχαριστίες

Θα ήθελα να παραθέσω τις ευχαριστίες μου προς καθηγητές του τμήματος Οικονομικών Επιστημών του Πανεπιστημίου Θεσσαλίας για τις γνώσεις που μου προσέφεραν καθ' όλη την διάρκεια των μεταπτυχιακών σπουδών μου. Θα ήθελα να ευχαριστήσω ιδιαίτερω τον επιβλέποντα καθηγητή μου, κ. Στέφανο Παπαδάμου, για την ανάθεση της διπλωματικής εργασίας και για τη συμβολή του ώστε να αντλήσω περισσότερες πληροφορίες για να φέρω εις πέρας την εργασία μου όπως επίσης και για την αμέριστη κατανόησή και υποστήριξή του.

Ένα ιδιαίτερο ευχαριστώ οφείλω στην επιτροπή των καθηγητών που μου έδωσαν την ευκαιρία να ολοκληρώσω αυτό τον κύκλο σπουδών μου.

Τέλος, θα ήθελα να ευχαριστήσω την οικογένεια μου και τους ανθρώπους που πάντα είναι δίπλα μου και με στηρίζουν σε ότι και αν κάνω.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Περίληψη.....	5
Abstract	6
Εισαγωγή.....	7
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1:	9
ΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΑΣΦΥΞΙΑ - ΜΙΑ ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ	9
1.1 Εννοιολογική Αποσαφήνιση	9
1.1.1 Η Πιστωτική Ασφυξία από την πλευρά της Προσφοράς Πιστώσεων.....	11
1.1.2 Η Πιστωτική Ασφυξία από την πλευρά της Ζήτησης (Πίστωσης).....	14
1.1.3 Υπόδειγμα Προσφοράς και Ζήτησης Ροής Πιστώσεων	16
1.1.3.1 1η Περίπτωση: Μειωμένη Προθυμία Δανεισμού	16
1.1.3.2 2η Περίπτωση: Μείωση Ζήτησης για Δάνεια από Επιχειρήσεις και Ιδιώτες	17
1.2 Βιβλιογραφική Ανασκόπηση της Έννοιας της Πιστωτικής Ασφυξίας	18
1.2.1 Ορισμός της Πιστωτικής Ασφυξίας κατά Bernanke και Lown	19
1.2.2 Ορισμός της Πιστωτικής Ασφυξίας κατά Owens και Schreft	20
1.2.3 Ορισμός της Πιστωτικής Ασφυξίας κατά Stiglitz και Weiss	22
1.2.4 Ορισμός της Πιστωτικής Ασφυξίας κατά Reen και Rosengren	23
1.2.5 Ορισμός της Πιστωτικής Ασφυξίας κατά Λοιπούς Μελετητές.....	24
1.3 Ιστορική Αναδρομή σε Χαρακτηριστικές Περιπτώσεις Πιστωτικής Ασφυξίας.....	27
1.3.1 Πιστωτική ασφυξία του 1966 – ΗΠΑ.....	27
1.3.2 Πιστωτική ασφυξία 1989-1992 – ΗΠΑ.....	29
1.3.3 Η Πρόσφατη Πιστωτική Ασφυξία της Δεκαετίας του 2000.....	37
1.3.4 Η Πιστωτική Ασφυξία στην Ιαπωνία	40
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2:	46
ΤΑ ΑΙΤΙΑ ΠΟΥ ΟΔΗΓΟΥΝ ΣΕ ΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΑΣΦΥΞΙΑ, ΟΙ ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ ΤΗΣ ΠΙΣΤΩΤΙΚΗΣ ΑΣΦΥΞΙΑΣ ΚΑΙ ΟΙ ΤΡΟΠΟΙ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗΣ	46
2.1 Τα Αίτια Δημιουργίας Πιστωτικής Ασφυξίας.....	46
2.1.1 Η Συνθήκη της Βασιλείας και η Σύνδεσή της με την Πιστωτική Ασφυξία.....	55
2.1.2 Σύνοψη Ενότητας.....	57
2.2 Οι Επιδράσεις Της Πιστωτικής Ασφυξίας - Τρόποι Αντιμετώπισης Του Φαινομένου .	58
2.2.1 Η Συνάφεια Ενός Κοινού Πλαισίου Για Την Ανάλυση Μεταξύ Των Χωρών	59
2.2.2 Μελέτες Περίπτωσης.....	63
2.2.2.1 Χιλή: Η Αξιοπιστία Της Πολιτικής	63

2.2.2.2 Περού: Τα Σωτήρια Αποθέματα	65
2.2.2.3 Βραζιλία: Μια διττή στρατηγική για τη φερεγγυότητα	67
2.2.3 Μαθήματα Πολιτικής.....	70
2.2.4 Σύνοψη Κεφαλαίου.....	71
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3:	75
ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΤΗΣ ΠΙΣΤΩΤΙΚΗΣ ΕΠΕΚΤΑΣΗΣ ΣΤΗΝ ΑΝΕΡΓΙΑ	75
3.1 Από Χρηματοοικονομική Κρίση σε Επεισόδιο Πιστωτικής Ασφυξίας	75
3.1.1 Η Πιστωτική Ασφυξία στην Ελλάδα μετά την Παγκόσμια Κρίση του 2007-2008	76
3.2 Η Εμπειρική Έρευνα και το Δείγμα της Έρευνας	83
3.2.1 Μεθοδολογία της Έρευνας	87
3.2.2 Έλεγχοι Στασιμότητας	90
3.2.3 Έλεγχος F-Bounds Test	93
3.3 Αποτελέσματα Εκτιμήσεων του Υποδείγματος της Έρευνας	94
3.3.1 Έλεγχοι των καταλοίπων	96
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4	98
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	98
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΑΝΑΦΟΡΕΣ	101
Ελληνικές Βιβλιογραφικές Αναφορές.....	101
Ξένες Βιβλιογραφικές Αναφορές	101

Η Πιστωτική Ασφυξία και Η Επίδραση της στην Ανεργία: Η Περίπτωση της Ελλάδας

Περίληψη

Στο πέρασμα των χρόνων το σύνολο των οικονομικών συστημάτων ανά τον κόσμο είναι άμεσα συνδεδεμένα με την παρουσία περιόδων οικονομικής υφέσεων. Οι κρίσεις αυτές παρόλο που μπορεί να εκδηλώνονται σε τελείως διαφορετικές διαρθρωτικά οικονομίες, και μπορεί να φέρουν κάποια κοινά στοιχεία, παράλληλα όμως οι επιδράσεις και ο τρόπος αντιμετώπισης της καθεμίας είναι μοναδικός. Η σύγχρονη οικονομική ιστορία των τελευταίων 60 χρόνων χαρακτηρίζεται από χρηματοπιστωτικές κρίσεις και από περιπτώσεις έντονου καιροσκοπισμού. Μια από τις σημαντικότερες επιδράσεις αυτών των περιπτώσεων, είναι τα επεισόδια πιστωτικής ασφυξίας τα οποία στην πλειονότητα τους είναι συνυφασμένα με αυτές. Μπορούμε να πούμε πως εμφανίζονται ως συνέχεια των αντίστοιχων οικονομικών υφέσεων κατά τη διάρκεια ενός οικονομικού κύκλου. Σκοπός της εργασίας είναι η αποσαφήνιση του όρου πιστωτική ασφυξία, η μελέτη και η ανάλυση των αιτιών παρουσίας της όπως και οι επιδράσεις της στην πραγματική οικονομία. Τέλος επιχειρείται η αναζήτηση σχέσης μεταξύ του επεισοδίου πιστωτικής ασφυξίας, όπως παρουσιάστηκε στην Ελλάδα και των ποσοστών ανεργίας της χώρας. Για την έρευνα χρησιμοποιήθηκε ένα υπόδειγμα ARDL, με δεδομένα που αφορούν τις χρονικές περιόδους γύρω από τη χρονική περίοδο αναφοράς του. Το γενικό συμπέρασμα της έρευνας φανερώνει πως η επίδραση της πιστωτικής ασφυξίας στην ανεργία είναι στατιστικά σημαντική ενώ συσχετίζονται θετικά. Όσο η ροή των πιστώσεων στην Ελλάδα συρρικνώνεται ο δείκτης ανεργίας αυξάνεται, η επιρροή της πιστωτικής ασφυξίας λοιπόν φαίνεται να είναι άμεση.

Λέξεις Κλειδιά: Πιστωτική ασφυξία, πιστώσεις, οικονομική ύφεση, χρηματοοικονομική κρίση, δάνεια

The Credit Crunch and Its Impact on Unemployment: The Case of Greece

Abstract

Over the years all economic systems around the world are directly linked to the presence of periods of economic downturn. Although these crises may manifest themselves in completely different structural economies, and may have some common elements, at the same time the effects and the way of dealing with each one are unique. The modern economic history of the last 60 years is characterized by financial crises and cases of intense opportunism. One of the most important effects of these cases is the episodes of credit crunch which are mostly associated with them. We can say that they appear as a continuation of the respective economic recessions during an economic cycle. The purpose of this work is to clarify the term credit crunch, to study and analyze the reasons for its presence as well as its effects on the real economy. Finally, an attempt is made to find a relationship between the episode of credit crunch, as presented in Greece, and the country's unemployment rates. An ARDL model was used for the research, with data on the time periods around its reference time period. The overall conclusion of the research shows that the effect of credit crunch on unemployment is statistically significant while they are positively correlated. As the flow of credit in Greece shrinks, the unemployment rate increases, so the impact of the credit crunch seems to be immediate.

Key words: Credit crunch, credit, economic recession, financial crisis, loans

Εισαγωγή

Από τους πιο σημαντικούς πυλώνες της οικονομίας της κάθε χώρας είναι το χρηματοπιστωτικό σύστημα. Είναι ένας ρυθμιστικός παράγοντας αναφορικά με την ανάπτυξη των επιχειρήσεων και της χώρας και ταυτόχρονα για το βιοτικό επίπεδο των πολιτών. Το χρηματοπιστωτικό σύστημα είναι δομημένο κατά τέτοιο τρόπο ώστε να παρέχει τα μέσα και τις υπηρεσίες που χρειάζονται για τη μεταβίβαση χρηματικών πόρων από τις μονάδες που εμφανίζουν πλεόνασμα σε αυτές που μειονεκτούν. Η αποτελεσματική διάθεση των κερδών των οικονομικών μονάδων επηρεάζει σε μεγάλο βαθμό την μεγέθυνση της οικονομίας μιας χώρας. Κάθε χώρα μέσω του χρηματοπιστωτικού της συστήματος μετατρέπει υπό συνθήκες τις αποταμιεύσεις σε επενδύσεις για να ενισχύει τη παραγωγική διαδικασία. Στα πλαίσια του χρηματοπιστωτικού συστήματος, οι Τράπεζες βρίσκονται στο κέντρο του συστήματος αφού ως γνωστό έχουν την ικανότητα να μεταβάλλουν την προσφορά χρήματος μιας χώρας, να επιδρούν στην αγοραστική δύναμη, να ενοποιούν την οικονομική διαδικασία της παραγωγής, της διανομής και της κατανάλωσης (Λυμπερόπουλος, 1988). Με την πάροδο των ετών έχουν σημειωθεί χαρακτηριστικές κρίσεις στην οικονομία στον παγκόσμιο χάρτη με σημαντικές επιδράσεις στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και κατ' επέκταση στον τραπεζικό τομέα. Από τις κυριότερες συνέπειες των κρίσεων είναι η έλλειψη ρευστότητας των τραπεζών, αφού πλέον δεν ήταν δυνατόν να δανειοδοτηθούν από τις διεθνείς αγορές, η εφαρμογή αυστηρών ρυθμιστικών πλαισίων στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, η χειροτέρευση των ισολογισμών αυτών και σε συνδυασμό με άλλους εξωγενείς παράγοντες, η εμφάνιση πιστωτικής ασφυξίας στις εκάστοτε οικονομίες.

Σκοπός της εργασίας είναι η ανάδειξη της σημαντικότητας της παρουσίας πιστωτικής ασφυξίας στο εσωτερικό της πραγματικής οικονομίας μίας χώρας και πως μπορεί να επιδράσει κυρίως αρνητικά σ' αυτή. Επιπρόσθετα, με τη χρήση ενός στατιστικού υποδείγματος, επιχειρείται μια πιο ειδική μελέτη στην εξερεύνηση σχέσης μεταξύ του επεισοδίου πιστωτικής ασφυξίας που παρουσιάστηκε στο εσωτερικό της Ελλάδας μετά την παγκόσμια κρίση του 2007-2008 και του εγγώριου ποσοστού ανεργίας.

Στο πρώτο κεφάλαιο, αποσαφηνίζεται και δίνεται ο ορισμός της πιστωτικής ασφυξίας όπως έχει αποδοθεί από διάφορους μελετητές ανά τη βιβλιογραφία. Στην συνέχεια πραγματοποιείται μία ιστορική αναδρομή σε μερικές από τις κυριότερες περιπτώσεις πιστωτικής ασφυξίας σύμφωνα με τους ερευνητές.

Στο δεύτερο κεφάλαιο, αναλύονται τα αίτια δημιουργίας και παρουσίας πιστωτικής ασφυξίας, οι επιδράσεις αυτής και πιθανοί τρόποι αντιμετώπισης της. Έπειτα, γίνεται αναφορά στην πιθανότητα ύπαρξης ενός κοινού παγκόσμιου πλαισίου αντιμετώπισης των φαινομένων ενώ παρουσιάζονται και κάποιες μελέτες περίπτωσης.

Στο τρίτο κεφάλαιο, γίνεται λόγος σύμφωνα με επίσημα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος για την ύπαρξη πιστωτικής ασφυξίας στην Ελλάδα και το τραπεζικό της σύστημα. Στη συνέχεια, με τη βοήθεια στατιστικών δεδομένων των τελευταίων δύο δεκαετιών παρουσιάζεται ένα στατιστικό μοντέλο ARDL και η μεθοδολογία που ακολουθείται για την έρευνα που επιλέξαμε για να αναδείξουμε την πιθανή σχέση - επίδραση της πιστωτικής ασφυξίας στο ποσοστό ανεργίας στην Ελλάδα. Το τελευταίο μέρος του κεφαλαίου αποτελείται από τα αποτελέσματα του μοντέλου, την ανάλυση αυτών και την αναφορά των συμπερασμάτων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1:

ΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΑΣΦΥΞΙΑ - ΜΙΑ ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ

1.1 Εννοιολογική Αποσαφήνιση

Μέχρι και τις μέρες μας δεν υπάρχει κάποιος ακριβής και απόλυτα σαφής ορισμός για την έννοια του φαινομένου της πιστωτικής ασφυξίας, εξαιτίας της πολυπλοκότητας της δημιουργίας αυτού και συνάμα των διαφόρων δεδομένων διαμόρφωσης του στις εκάστοτε χρονικές αναφορές ανά τον κόσμο. Γενικότερα, αναφέρεται πως μία πιστωτική κρίση (*credit crisis*), πιστωτική ασφυξία (*credit crunch*) ή πιστωτική συμπίεση (*credit squeeze*) συμβαίνει όταν η γενική διαθεσιμότητα πίστωσης σε μία οικονομία μειώνεται σημαντικά.

Η έννοια της «πιστωτικής ασφυξίας» έχει μακρά ιστορία φτάνοντας πίσω στη Μεγάλη Ύφεση της δεκαετίας του 1930, λίγο μετά από το χρηματιστηριακό κραχ του 1929. Στο κλασικό πλέον άρθρο των Bernanke και Cara Lown's (1991) στο Brookings Papers, σχετικά με την πιστωτική ασφυξία, τεκμηριώνεται η πτώση της προσφοράς πίστωσης κατά τη διάρκεια της ύφεσης του 1990-91 στις ΗΠΑ, ελέγχοντας το στάδιο του οικονομικού κύκλου στο οποίο βρισκόταν η οικονομία, ενώ παράλληλα εξετάζονται οι πέντε προηγούμενες υφέσεις που χρονολογούνται από τη δεκαετία του 1960. Ο όρος έχει τις ρίζες του στις ασυνήθιστα αυστηρές πιστωτικές συνθήκες που υπήρχαν στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής στα τέλη του καλοκαιριού του 1966, όταν οι αναφορές των δανειοληπτών πως αδυνατούσαν να λάβουν πιστώσεις σε οποιαδήποτε τιμή ήταν συνήθεις. Πριν το 1966, οι μεταπολεμικές Ηνωμένες Πολιτείες βίωσαν τρεις περιόδους «σφιχτής» παροχής πιστώσεων: την άνοιξη του 1953, το φθινόπωρο του 1957 και το τελευταίο τρίτο του 1959. Αυτές οι περιόδοι ονομάστηκαν «πιστωτικές συμπίεσεις» (*credit squeezes*) ή «σταγόνες πίστωσης» (*credit pinches*). Οι Sidney Homer και Henry Kaufman, οικονομολόγοι στη Salomon Brothers τη δεκαετία του 1960, επινόησαν τον όρο "crunch" για να περιγράψουν πώς το επεισόδιο του 1966 διέφερε από εκείνα της δεκαετίας του 1950 (Kaufman, 1994).

Ο συνδυασμός της επίδρασης της έλλειψης κεφαλαίου με τη φθίνουσα χρηματοοικονομική ποιότητα του δανειολήπτη προκάλεσε στις τράπεζες να προβούν σε μείωση της προσφοράς δανείων στη δεκαετία του 1990. Οι Clair και Tucker (1993) καταγράφουν ότι η φράση «πιστωτική ασφυξία» έχει χρησιμοποιηθεί στο παρελθόν για να εξηγήσει τον περιορισμό της προσφοράς πιστώσεων ως απάντηση και στην (α) μείωση της αξίας του τραπεζικού

κεφαλαίου και (β) στους επιβληθέντες όρους από τις ρυθμιστικές αρχές, τις εποπτικές τράπεζες ή από τις ίδιες τις τράπεζες που απαιτούν από τις τράπεζες να κατέχουν περισσότερα κεφάλαια από ό, τι στο παρελθόν.

Ενώ ο όρος χρησιμοποιείται και είναι γενικά αποδεκτός, ο ακριβής ορισμός της πιστωτικής ασφυξίας δεν συμφωνείται, όπως αναφέρθηκε, ευρέως. Οι διάφορες περίοδοι πιστωτικής ασφυξίας έχουν ως κοινό, ωστόσο, την επιβράδυνση της ανάπτυξης - ή την απόλυτη μείωση - της ποσότητας πίστωσης και ειδικά των επιχειρηματικών δανείων από τις εμπορικές τράπεζες. Προηγούμενες αναλύσεις που ερευνούν το ζήτημα της πιστωτικής ασφυξίας το ορίζουν γενικά ως μια σημαντική μείωση της προσφοράς πιστώσεων που διατίθεται στους εμπορικούς δανειολήπτες. Χρησιμοποιούμε δηλαδή τον όρο, σε μία πιο απλή τοποθέτηση, όταν λέμε πως γίνεται ξαφνικά πιο δύσκολο να λάβει κάποιος τραπεζικό δάνειο. Είναι μια οικονομική κατάσταση στην οποία τα δάνεια (συμπεριλαμβανομένων στεγαστικών δανείων, πιστωτικών καρτών και διατραπεζικού δανεισμού) και οι πιστώσεις για επενδύσεις γίνονται ξαφνικά μη διαθέσιμα καθώς οι τράπεζες ανησυχούν για μία επικείμενη έλλειψη ρευστότητας. Αυτό μπορεί επίσης να αντιπροσωπεύει τη μη διαθεσιμότητα πίστωσης λόγω της αύξησης του κόστους των δανείων που παρέχονται από τις τράπεζες και άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα σε ένα περιβάλλον στο οποίο πραγματοποιούνται μεγάλες απώλειες δανείων και διαγραφές αξίας των περιουσιακών στοιχείων. Καθίσταται σχεδόν αδύνατο για τις εταιρείες ή τους ιδιώτες να δανειστούν από τις τράπεζες επειδή οι δανειστές φοβούνται για χρεοκοπίες ή για παρατυπίες, οδηγώντας σε υψηλότερα επιτόκια τα οποία συνεπάγονται παρατεταμένη ύφεση και αργή ανάκαμψη, η οποία με τη σειρά της συμβαίνει λόγω της χαμηλής προσφοράς πιστώσεων. Οι τράπεζες και οι πιστωτές καταβάλλουν προσεκτικά τα κεφάλαια τους προς τις εταιρείες που επιθυμούν να δανειστούν, φοβούμενοι μία πτώχευση και αθετήσεις πληρωμών από τον οφειλέτη. Όταν και εάν οι δανειστές προσφέρουν δάνεια κατά τη διάρκεια μιας πιστωτικής ασφυξίας, το κάνουν με σχετικά υψηλότερα επιτόκια, κάτι που μπορεί να είναι απαγορευτικά ακριβό. Η πιστωτική ασφυξία είναι προϊόν ύφεσης ή αρνητικού χρηματοοικονομικού περιβάλλοντος. Η παρατεταμένη πιστωτική ασφυξία είναι το αντίθετο των φθηνών, εύκολων και άφθονων πρακτικών δανεισμού (μερικές φορές αναφέρονται ως «εύκολο χρήμα» ή «χαλαρή πίστωση»). Η συρρικνωμένη προσφορά πίστωσης κατά τη διάρκεια μιας τέτοιας περιόδου οδηγεί σε μακρά ύφεση την οικονομία. Υπάρχουν διάφοροι λόγοι για τους οποίους υπάρχει πιστωτική ασφυξία. Τις περισσότερες φορές, μια σημαντική αιτία αυτής είναι μια μακρά περίοδος ελαττωματικών και κακόβουλων πρακτικών εκ μέρους των δανειστών. Ωστόσο, υπάρχουν

και άλλες αιτίες που είναι εξίσου σημαντικές, οι οποίες και θα αναλυθούν εκτενώς σε επόμενο κεφάλαιο.

Μιλώντας πιο ειδικά η τραπεζική πιστωτική ασφυξία ορίζεται ως μια σημαντική αλλαγή προς τα αριστερά στην καμπύλη προσφοράς για τραπεζικά δάνεια (Bernanke and Lown, 1991). Με άλλα λόγια, πιστωτική ασφυξία εμφανίζεται εάν υπάρχει μια σημαντική αρνητική αλλαγή στην προσφορά δανείων μεταξύ δύο χρονικών περιόδων (Berger και Udell, 1994). Ωστόσο, κατά τη διάρκεια της ύφεσης, μια πιστωτική ασφυξία θα μπορούσε να είναι το αποτέλεσμα της μειωμένης ζήτησης πίστωσης, της συρρίκνωσης της προσφοράς πιστώσεων ή και των δύο (Bernanke and Lown, 1991).

1.1.1 Η Πιστωτική Ασφυξία από την πλευρά της Προσφοράς Πιστώσεων

Οι αναλυτές που υιοθετούν τη θεωρία της πιστωτικής ασφυξίας αναφέρονται συνήθως σε έναν πιο συγκεκριμένο ορισμό. Κατά την άποψή τους, το φαινόμενο προκύπτει από τη μείωση της παροχής πίστωσης. Κατά την διάρκεια μίας περιόδου έλλειψης ρευστότητας από τις αγορές, οι τράπεζες καταφεύγουν συνήθως στην υπέρ-αντιστάθμιση. Επιβάλλουν περικοπές στα δάνεια, προκαλώντας πιστωτική ασφυξία στις αγορές και μια αύξηση της κρίσης ρευστότητας που επηρεάζει την οικονομία. Οι τράπεζες λοιπόν όπως και άλλοι πιστωτές διστάζουν να δανείσουν χρήματα κατά τη διάρκεια μιας τέτοιας περιόδου στην οικονομία. Η αλλαγή αυτή παρατηρείται τόσο από τους ιδιώτες όσο και από τις επιχειρήσεις. Οι τράπεζες διστάζουν να δανείσουν λόγω του μεγαλύτερου κινδύνου αθέτησης υποχρεώσεων. Αυτό οφείλεται είτε σε πολιτικά προβλήματα είτε σε δυσμενείς οικονομικές συνθήκες. Κατά τη διάρκεια μιας πιστωτικής ασφυξίας, οι δανειστές γίνονται πολύ πιο επιλεκτικοί σχετικά με την επιλογή των δανειζομένων, εκεί που εστιάζουν σε μία τέτοια φάση του οικονομικού κύκλου είναι η ποιότητα πλέον και όχι η ποσότητα. Αυτό οδηγεί πολλούς πιστωτές και επιχειρήσεις να αποσύρουν τα διαθέσιμα κεφάλαια τους από τις τράπεζες, ενισχύοντας έτσι την κρίση. Αυτές οι παράπλευρες απώλειες αρχίζουν και έχουν μια επίδραση ντόμινο στην αγορά, για παράδειγμα οι μαζικές αναλήψεις μπορεί να οδηγήσουν στη χρεωκοπία μίας τράπεζας, επηρεάζοντας έτσι όλο το χρηματοοικονομικό σύστημα (Tirole, 2010). Όταν συμβεί αυτό, τα άτομα με χαμηλό εισόδημα και μεσαίας τάξης ζημιώνονται. Οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις υποφέρουν επίσης. Κατά ειρωνικό τρόπο, κατά τη διάρκεια μιας πιστωτικής ασφυξίας, όσοι συνεχίζουν να βρίσκουν εύκολα να δανειστούν,

ουσιαστικά δεν είναι εκείνοι που χρειάζονται δάνεια. Σημειώνεται πως προκειμένου να αποφασιστεί ότι μια οικονομία βιώνει πράγματι ένα επεισόδιο πιστωτικής ασφυξίας, τουλάχιστον δύο ξεχωριστές χρονικές περίοδοι συγκρίνονται μεταξύ τους για να ελέγξουν την ύπαρξη μιας αξιοσημείωτης μείωσης του ποσού της συλλογικής πίστωσης που επεκτείνεται από το τραπεζικό σύστημα.

Η παραδοσιακή έννοια της πιστωτικής ασφυξίας αρχικά περιλάμβανε τη διαδικασία που είναι γνωστή ως αποδιαμεσολάβηση - μείωση των καταθέσεων τύπου ταμιευτηρίου σε τράπεζες, των αποταμιεύσεων και δανείων που έχουν ως αποτέλεσμα τη μείωση του τραπεζικού δανεισμού. Παίρνοντας ως παράδειγμα την οικονομία των ΗΠΑ, επεισόδια αποδιαμεσολάβησης έχουν συμβεί όταν τα επιτόκια της αγοράς, και ειδικά οι τιμές για τα κρατικά ομόλογα και τα εμπορικά χρεόγραφα, αυξήθηκαν πάνω από τα ανώτατα όρια επιτοκίου του κανονισμού Q¹ στα αντίστοιχα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Καθώς αυτό συνέβη, οι καταθέτες απέσυραν τα χρήματά τους, τις αποταμιεύσεις και τα δάνεια από τις τράπεζες για να τα διοχετεύσουν σε επενδύσεις με υψηλότερες τιμές της ανοιχτής αγοράς και έτσι η τραπεζική πίστωση, ειδικά για επιχειρηματικά δάνεια, ακολούθησε πτωτική τάση. Μετά τα γεγονότα που διαδραματίστηκαν κατά το δεύτερο μισό του 1966 με τη νομισματική πολιτική Ομοσπονδιακής Τράπεζας (Fed) των ΗΠΑ, να γίνεται πιο περιοριστική επινοήθηκε και η φράση της «πιστωτικής ασφυξίας». Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα ήθελε να επιβραδύνει την αύξηση της ζήτησης αγαθών και υπηρεσιών για την καταπολέμηση του πληθωρισμού. Το 1966, οι ενέργειες της για να επιβραδύνουν την ανάπτυξη του χρήματος και των πιστώσεων ενισχύθηκαν επιτρέποντας την αύξηση των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων πάνω από το ανώτατο επιτόκιο του κανονισμού Q για τις καταθέσεις χρημάτων. Σαν αποτέλεσμα, οι καταθέτες απέσυραν τα χρήματά τους προς αναζήτηση υψηλότερων επιτοκίων στην αγορά. Η μείωση σε τραπεζικές καταθέσεις οδήγησε στον περιορισμό της ικανότητας των τραπεζών να δανείζουν και να παρέχουν οποιαδήποτε άλλης μορφής πίστωση. Μια πιο ευρεία άποψη για την έννοια της πιστωτικής ασφυξίας βασίζεται σε οποιονδήποτε περιορισμό στον τραπεζικό δανεισμό, όχι απλώς στην αποδιαμεσολάβηση. Παρατηρώντας οι ερευνητές προηγούμενες εφαρμογές του φαινομένου, η πηγή αυτού του περιορισμού κατά πάσα πιθανότητα ήταν η

¹ Ο κανονισμός Q είναι ένας κανόνας του Συμβουλίου της Ομοσπονδιακής Τράπεζας (Federal Reserve Board - FRB) που ορίζει ελάχιστες τις κεφαλαιακές απαιτήσεις και τα πρότυπα κεφαλαιακής επάρκειας για οργανισμούς που ρυθμίζονται από το διοικητικό συμβούλιο στις ΗΠΑ. Δημιουργήθηκε για να επιβάλλει περιορισμούς στην καταβολή τόκων για τον έλεγχο λογαριασμών. Ο κανόνας υιοθετήθηκε το 1933 και απαγόρευε στις τράπεζες να καταβάλλουν τόκους στους πελάτες τους που κατέχουν λογαριασμούς ελέγχου. Η απαγόρευση αναρτήθηκε το 2011. Επίσης, επέβαλε ανώτατα όρια στα επιτόκια που μπορεί να πληρώσει μια τράπεζα σε διάφορους άλλους τύπους καταθέσεων έως το 1986 όπου και ο κανόνας άλλαξε.

απάντηση από τους τραπεζίτες στην αυξημένη ρυθμιστική εποπτεία και η αντίδραση τους στην πρόσφατη επιδείνωση της αξίας των τραπεζικών περιουσιακών στοιχείων και της κερδοφορίας τους.

Ο κάτωθι ευρύτερος ορισμός της πιστωτικής ασφυξίας έχει συνοψιστεί από το Συμβούλιο των Οικονομικών Σύμβουλων του Λευκού Οίκου (1992) ως εξής:

Πιστωτική ασφυξία θεωρείται ότι συμβαίνει όταν η προσφορά για πίστωση περιορίζεται συνήθως κάτω από το εύρος το οποίο ταυτίζεται με τα ισχύοντα επιτόκια της αγοράς και την κερδοφορία των επενδυτικών σχεδίων. Μια περίοδος πιστωτικής ασφυξίας, είτε μέσω της αποδιάμεσολάβησης (υπερβολικά αυστηροί ρυθμιστές) είτε μέσω της απροθυμίας των τραπεζών να δανείσουν για κάποιο άλλο λόγο, είναι επόμενο συνήθως να υποθέεται ως ένα φαινόμενο από τη μεριά της προσφοράς πιστώσεων.

Είναι γεγονός πως πολλοί συγγραφείς έχουν αποδώσει τη μείωση της πίστωσης σε παράγοντες «από πλευράς προσφοράς». Αυτοί οι παράγοντες αντικατοπτρίζουν την προθυμία ή ακόμη και την ικανότητα μιας τράπεζας να δανείσει. Ανάμεσα στους υποτιθέμενους παράγοντες (από την πλευρά της προσφοράς) είναι αυτοί που σχετίζονται με αυστηρότερα πρότυπα εξέτασης δανεισμού (Owens και Schreft, 1993; Greenspan, 1992; LaWare, 1991), με την εισαγωγή νέων κεφαλαιακών κανονισμών (Baer και McElravey, 1994), τον αντίκτυπο των ζημιών από δάνεια στα ίδια κεφάλαια τραπεζών (Syron, 1991; Bernanke and Lown, 1991; Peek and Rosengren, 1993a), και την αυξημένη αποστροφή τραπεζικού κινδύνου (Bacon and Wessel, 1991; Hancock and Wilcox, 1992).

Η ροή, ωστόσο, της πίστωσης στην οικονομία προκύπτει τόσο από την αλληλεπίδραση της προσφοράς της πίστωσης όσο και της ζήτησης αυτής. Συνοψίζοντας λοιπόν, είναι πράγματι ευρέως γνωστό πως οι τράπεζες διαδραματίζουν βασικό ρόλο στην επιχειρηματική δραστηριότητα μέσω του πιστωτικού καναλιού. Οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις συνήθως ακολουθούνται από μείωση της πίστωσης και συρρίκνωση του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος (ΑΕΠ). Από αυτή την άποψη, οι τράπεζες συνήθως μειώνουν τη συνολική προσφορά τραπεζικής πίστωσης μετά από απώλειες δανείων (Kaminsky and Reinhart, 1999; Demirguc-Kunt et al., 2006). Υπό αυτές τις συνθήκες, εμφανίζεται όπως λέμε μια «στροφή προς την ποιότητα» όπου οι τράπεζες μετατοπίζουν το χαρτοφυλάκιο των δανείων τους σε περισσότερο έμπιστους δανειολήπτες (Bernanke et al., 1996). Βέβαια υπάρχει και η άλλη όψη του ίδιου νομίσματος και ενώ οι εκτιμήσεις για την προσφορά θα μπορούσαν σίγουρα να

οδηγήσουν σε μείωση της ροής της πίστωσης, μία μείωση στη ζήτησή της θα μπορούσε να οδηγήσει στο ίδιο αποτέλεσμα. Ευτυχώς, η οικονομική θεωρία υποδεικνύει ένα κριτήριο αξιολόγησης ώστε να μπορεί να οριστεί ποιά από τα παραπάνω είναι η κυρίαρχη πηγή που οδήγησε στην αλλαγή της ποσότητας της πίστωσης (Matousek, Papadamou, Šević, & Tzeremes, 2019).

1.1.2 Η Πιστωτική Ασφυξία από την πλευρά της Ζήτησης (Πίστωσης)

Παρατηρώντας ωστόσο την ανάλυση του φαινομένου από την άκρως αντίθετη πλευρά, μπορούμε να πούμε πως είναι επίσης φυσιολογικό η πτώση της πιστωτικής ζήτησης κατά τη διάρκεια της ύφεσης να αντικατοπτρίζει μειώσεις στη συλλογική ζήτηση αυτής. Επομένως, μια εξήγηση από την πλευρά της ζήτησης για τη μείωση του δανεισμού επικεντρώνεται στη γενικά αδύναμη κατάσταση των ισολογισμών των δανειζομένων. Αυτό, με τη σειρά του, οδηγεί τις εταιρείες να μειώσουν τις επενδύσεις και το κεφάλαιο κίνησης και, τελικά, τη ζήτηση τραπεζικής πίστωσης (Del'Agiccia et al., 2008; Claessens et al, 2011). Έτσι, οι πιθανοί δανειολήπτες που είναι περισσότερο μοχλευμένοι ή έχουν εξασφαλίσει χαμηλότερης ποιότητας θα εκφράσουν χαμηλότερη ζήτηση για εξωτερική χρηματοδότηση. Έχει καταγραφεί πως κατά τη διάρκεια περιόδων οικονομικής ύφεσης, όπως αυτής που οι Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής βίωσαν το 1990 και το πρώτο τρίμηνο του 1991, οι τράπεζες είναι πολύ πιθανό προσωρινά να εγκρίνουν λιγότερα δάνεια λόγω διαφόρων παραγόντων από τη μεριά της ζήτησης. Η επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας μειώνει τη ζήτηση πίστωσης από τους δανειολήπτες, προκαλώντας έτσι στις τράπεζες να επενδύουν το προκύπτον πλεόνασμα κεφαλαίων σε επενδυτικούς τίτλους. Ένα τέτοιο γεγονός μπορεί να οδηγήσει σε ανακατανομή των περιουσιακών στοιχείων του ισολογισμού από δάνεια σε τίτλους.

Σε αντίθεση λοιπόν με τα επιχειρήματα από την πλευρά της προσφοράς σχετικά με τη δημιουργία φαινομένων πιστωτικής ασφυξίας υπάρχει και η άλλη άποψη - που προτάθηκε, μεταξύ άλλων, και από τους Kliesen και Tatom (1992) - η οποία εστιάζει στην πλευρά της ζήτησης στην εξίσωση του δανεισμού. Αυτοί οι συγγραφείς αποδίδουν τη μείωση του δανεισμού σε κανονικά φερόμενα κυκλικά φαινόμενα και υποστηρίζουν ότι «ενώ αυτή η μείωση έχει αναφερθεί ως πιστωτική ασφυξία, είναι απίθανο να έχει συμβεί επειδή οι τραπεζίτες για παράδειγμα ήταν ασυνήθιστα απρόθυμοι να εκδώσουν επιχειρηματικά

δάνεια». Ο Greenspan (1991), Πρόεδρος του Ομοσπονδιακού Συμβουλίου, αναγνωρίζοντας τις «αξιοσημείωτες» επιπτώσεις των παραγόντων από πλευράς προσφοράς, δηλώνει ότι «η μείωση της ζήτησης πιστώσεων που απορρέει από την αδυναμία της πραγματικής δραστηριότητας της οικονομίας, αντιπροσωπεύει το μεγαλύτερο μέρος της αιτιότητας της πρόσφατης συρρίκνωσης στον τραπεζικό δανεισμό». Πολλοί οικονομολόγοι λοιπόν, οι οποίοι μελετούν την πιστωτική ασφυξία το εξηγούν ως κυκλική μείωση της πιστωτικής ζήτησης. Συχνά προτείνεται δηλαδή πως η κυκλική ταλάντευση ενισχύεται από διαρθρωτικές αλλαγές στη γενική ζήτηση πίστωσης. Αυτοί οι οικονομολόγοι έχουν ελαχιστοποιήσει τους πολυάριθμους, σημαντικούς παρά ταύτα, παράγοντες που έχουν μειώσει την ικανότητα των τραπεζών να παρέχουν πίστωση ή, τουλάχιστον, έχουν αυξήσει το κόστος παροχής της.

Θα έλεγε κανείς πως είναι δύσκολο να διακριθούν οι επιπτώσεις της προσφοράς από αυτές της ζήτησης, επειδή ορισμένοι από τους ίδιους παράγοντες που μπορεί να μειώσουν την προθυμία δανεισμού μπορούν επίσης και να περιορίσουν την επιθυμία για δανεισμό από την αντίθετη μεριά. Η αύξηση της τραπεζικής πίστωσης εξαρτάται τόσο από τους παράγοντες προσφοράς όσο και από τη ζήτηση (EKT, 2012). Στη μελέτη τους για τη λεγόμενη «κεφαλαιακή κρίση» (“capital crunch”) στις ΗΠΑ το 1990, οι Bernanke και Lown (1991) απέδειξαν ότι τόσο η μείωση της προσφοράς πιστώσεων όσο και η εξασθένηση της ζήτησης έπαιξαν σημαντικό ρόλο στην ύφεση του 1990. Ανεξάρτητα από το εάν η προσφορά πίστωσης ή η πιστωτική ζήτηση είναι ο περιοριστικός παράγοντας, οι επιπτώσεις της κατανομής της πίστωσης (μια κατάσταση όπου η πιστωτική ζήτηση υπερβαίνει την προσφορά πίστωσης), ειδικά σε περιόδους οικονομικών κρίσεων, μπορεί να είναι ολέθριες (Borensztein and Lee, 2002).Εν κατακλείδι όπως αναφέρεται και παραπάνω αλλά και ανά τη βιβλιογραφία, σχετικά με τη μείωση της διαθέσιμης ποσότητας πίστωσης από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, υπάρχει η περίπτωση πως τυχόν υπάρχον ασθενής ρυθμός αύξησης των δανείων να προκύπτει ως αποτέλεσμα του κανονικού κυκλικού μοτίβου τόσο της ζήτησης για δάνεια όσο και της πιστοληπτικής ικανότητας των δανειοληπτών πριν η οικονομία περάσει σε ύφεση. Η άλλη περίπτωση βέβαια είναι πως μία μείωση της προσφοράς πιστώσεων να προκύπτει ως αποτέλεσμα των διαφόρων κανονιστικών απαιτήσεων των τραπεζών. Δεδομένου ότι είναι μάλλον δύσκολο να καθοριστεί εάν η παρατηρούμενη αργή ανάπτυξη της πίστωσης σε μία οικονομία είναι ένα φαινόμενο που βασίζεται στη ζήτηση ή στην προσφορά αυτής, τα στοιχεία που αναφέρονται στην ύπαρξη πιστωτικής ασφυξίας παραμένουν αμφιλεγόμενα έως και σήμερα.

1.1.3 Υπόδειγμα Προσφοράς και Ζήτησης Ροής Πιστώσεων

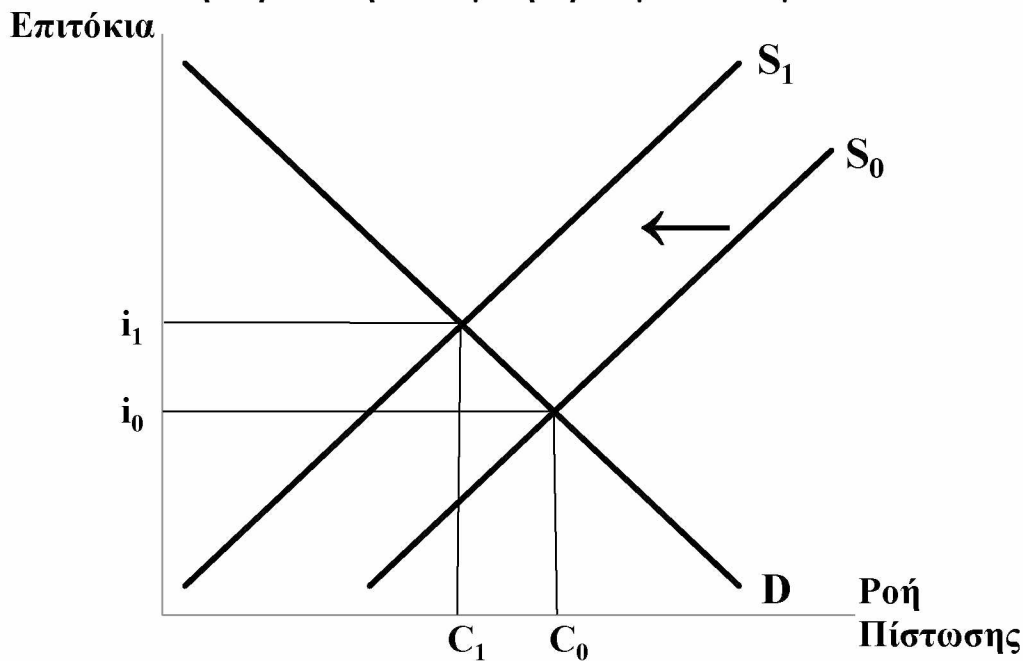
Στη συνέχεια αναλύεται, με τη χρήση δύο απλών διαγραμμάτων και με γνώμονα τις βασικές αρχές της προσφοράς και της ζήτησης και ιδιαίτερα στην περίπτωση μας της προσφοράς και ζήτησης πιστώσεων, πως δρα σε μία απλοποιημένη οικονομία η μεταβολή της ροής πιστώσεων. Τα Διαγράμματα 1α και 1β παρακάτω, απεικονίζουν μία τυπική ανάλυση των δύο όψεων της πιστωτικής αγοράς εν μέσω μίας πιστωτικής ασφυξίας, όπως έχει προαναφερθεί υπό το πλαίσιο της προσφοράς και της ζήτησης για πιστωτικές ροές. Σύμφωνα με αυτή τη δομή, η ποσότητα της πίστωσης που ζητείται ποικίλλει αντιστρόφως με το κόστος αυτής - δηλαδή, το επιτόκιο - δεδομένων όλων των άλλων παραγόντων που επηρεάζουν τη συνολική ζήτηση πίστωσης. Αντιθέτως, η ποσότητα της πίστωσης που προσφέρεται αυξάνεται με το επιτόκιο, δεδομένων των υπολοίπων παραγόντων που επηρεάζουν τις αποφάσεις της προσφοράς πίστωσης.² Θα εξετάσουμε δύο περιπτώσεις. Η πρώτη δείχνει την υπόθεση της πιστωτικής ασφυξίας, δηλαδή, μία μείωση στην ποσότητα της προσφερόμενης πίστωσης η οποία απορρέει από μειωμένη προθυμία των τραπεζών για δανεισμό. Η δεύτερη περίπτωση παρουσιάζει την εναλλακτική υπόθεση – να προκύψει μια μείωση στη ζήτηση για τραπεζική πίστωση. Όπως εξηγείται στη συνέχεια, αυτό θα μπορούσε να είναι το αποτέλεσμα μίας μείωσης στη ζήτηση για πίστωση από τις επιχειρήσεις ή τους ιδιώτες που συνδέεται με τη μείωση της επένδυσης των αποθεμάτων τους.

1.1.3.1 1η Περίπτωση: Μειωμένη Προθυμία Δανεισμού

Όπως μπορούμε να παρατηρήσουμε στο Γράφημα 1α, υπάρχει ισορροπία στην πιστωτική αγορά με επιτόκιο i_0 και ροή πίστωσης ίση με C_0 . Εάν ένας από τους άλλους παράγοντες που επηρεάζουν τις μεταβολές της παροχής πίστωσης - για παράδειγμα, εάν υπάρχει μειωμένη προθυμία (προσφορά) από τις τράπεζες για παροχή πίστωσης με δεδομένες τις τιμές των επιτοκίων - τότε η προσχεδιασμένη παροχή (S_0) θα μετακινηθεί προς τα αριστερά προς το S_1 . Ως αποτέλεσμα, το επιτόκιο της αγοράς θα αυξηθεί στο επίπεδο του i_1 , για να εξαλειφθεί η έλλειψη της πίστωσης και έτσι η ποσότητα της ίδιας της πίστωσης θα μειωθεί σε C_1 .

² Τα Γραφήματα 1α και 1β έχουν σχεδιαστεί υπό όρους βάσει του αναμενόμενου ρυθμού πληθωρισμού. Δηλαδή, χρησιμοποιείται η τυπική υπόθεση ότι ο αναμενόμενος πληθωρισμός δεν είναι ένα κυκλικό φαινόμενο κατά τη διάρκεια της ύφεσης. Επομένως, σε αυτό το πλαίσιο, μια αλλαγή σε μια ονομαστική μεταβλητή είναι επίσης μια αλλαγή σε μια πραγματική μεταβλητή.

Γράφημα 1α
Μείωση στην Προσφορά Πίστωσης
1η Περίπτωση: Μειωμένη Προθυμία Δανεισμού

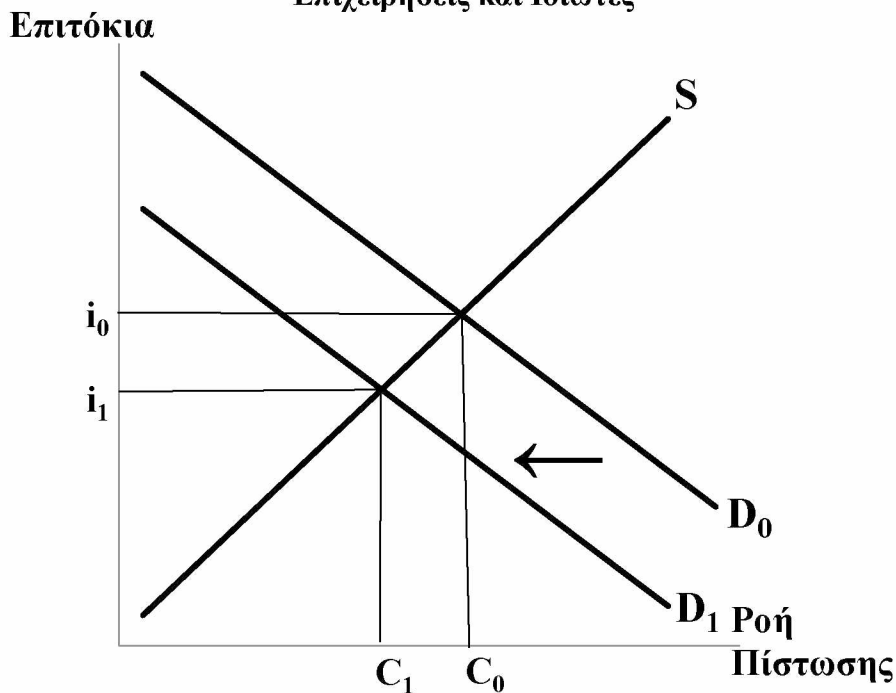


1.1.3.2 2η Περίπτωση: Μείωση Ζήτησης για Δάνεια από Επιχειρήσεις και Ιδιώτες

Από την άλλη πλευρά η ποσότητα της πίστωσης μπορεί επίσης να μειωθεί επειδή η *ζήτηση* για τραπεζική πίστωση μειώνεται. Αυτό φαίνεται στο Γράφημα 1β. Όπως και στο προηγούμενο διάγραμμα, η ποσότητα της πίστωσης που προσφέρεται και η ποσότητα που αντίστοιχα ζητείται αρχικά βρίσκεται σε ισορροπία στο C, και i. Καθώς η ζήτηση για πίστωση μειώνεται, αναπτύσσεται παράλληλα εξέχουσα προσφορά για πίστωση. Κατά συνέπεια, το επιτόκιο θα μειωθεί οδηγώντας σε ένα νέο επίπεδο ισορροπίας (i) - στο σημείο όπου η ποσότητα που ζητείται και η ποσότητα που παρέχεται για άλλη μια φορά εξισώνονται.³

³ Είναι πιθανό να συμβεί μείωση της προσφοράς πιστώσεων σε συνδυασμό με μείωση των επιτοκίων, αλλά αυτό εξακολουθεί να προϋποθέτει ότι η ζήτηση για πίστωση μειώνεται (μετατόπιση καμπύλης προς τα αριστερά) περισσότερο από την προσφορά πίστωσης. Έτσι, η κυρίαρχη ώθηση που είναι υπεύθυνη για τη μείωση της ποσότητας της πίστωσης θα παραμείνει η μεταβολή της ζήτησης. Ωστόσο υπάρχουν υποστηρικτές της πίστωσης ασφυξίας που δίνουν έμφαση στο γεγονός ότι η μεταβολές στην προσφορά πίστωσης είναι η βασική πηγή για τη μείωση των πιστώσεων.

Γράφημα 1β
Μείωση στη Ζήτηση Πίστωσης
 2η Περίπτωση: Μείωση Ζήτησης για Δάνεια από
 Επιχειρήσεις και Ιδιώτες



1.2 Βιβλιογραφική Ανασκόπηση της Έννοιας της Πιστωτικής Ασφυξίας

Δεν υπάρχει σαφής ορισμός της «πιστωτικής ασφυξίας/κρίσης» καθώς έχει αποδοθεί ποικιλοτρόπως, με τις κρίσιμες διαφορές στους εκάστοτε ορισμούς να εξαρτώνται από την αιτία της συρρίκνωσης και από το αν η πίστωση κατανέμεται με μέσα διαφορετικά από την τιμή (της). Μπορεί εύκολα κάποιος να αντιληφθεί πως, για οποιονδήποτε λόγο, εάν μειωθεί η προσφορά δανείων σημαντικά, οι προοπτικές για οικονομική ευημερία γρήγορα εξασθενούν. Ενώ η πιστωτική ασφυξία ξεκίνησε ως φαινόμενο τοπικό σε μια εξειδικευμένη αγορά ακινήτων, έχει λάβει σε αρκετές περιπτώσεις έκταση παγκόσμια και γενική. Πολλοί ήταν λοιπόν αυτοί που προσπάθησαν να δομήσουν μία σαφή έννοια του φαινομένου (μελετώντας κυρίως τις αναφορές των δεδομένων στην οικονομία των ΗΠΑ όπου και έχουν καταγραφεί εκτενώς οι περισσότερες έρευνες επί του θέματος), με συνέπεια την ύπαρξη πολλών ορισμών γύρω από την έννοια, στους οποίους και γίνεται μνεία στην τρέχουσα ενότητα.

1.2.1 Ορισμός της Πιστωτικής Ασφυξίας κατά Bernanke και Lown

Εάν κάποιος ανατρέξει στη διαθέσιμη βιβλιογραφία, εύκολα θα διαπιστώσει πως, ο πιο πειστικός ορισμός για την πιστωτική ασφυξία δόθηκε από τους Bernanke και Lown (1991). Σύμφωνα με αυτούς, μια σημαντική μετατόπιση της καμπύλης προσφοράς για τραπεζικά δάνεια ή γενικότερα της πιστωτικής αγοράς μετατοπίζεται προς τα αριστερά, ενώ τα πραγματικά επιτόκια, καθώς και η ποιότητα των αιτούντων για δανειοδότηση, παραμένουν σταθερά. Ειδικότερα μιλάμε για μια περίοδο φθίνουσας αύξησης των δανείων η οποία είναι πιο έντονη από την αναμενόμενη για το συνηθισμένο στάδιο ενός οικονομικού κύκλου – πέρα από οποιαδήποτε μείωση που μπορεί να αποδοθεί στην πτώση της ζήτησης των δανείων και στην επιδείνωση της ποιότητας του δανειολήπτη. Σύμφωνα με αυτούς του δύο ερευνητές, μετράμε την αύξηση των δανείων σε ονομαστικούς όρους, αυτό δηλαδή που έχει σημασία είναι η πραγματική αξία των νέων επεκτάσεων των πιστώσεων, η οποία και προσεγγίζεται καλύτερα από τον ονομαστικό ρυθμό αύξησης των εκκρεμών δανείων εάν η πραγματική διάρκεια των δανείων είναι σχετικά μεγάλη.

Με άλλα λόγια, η πιστωτική ασφυξία σύμφωνα με αυτούς τους συγγραφείς είναι μια απότομη διαταραχή στην αγορά πιστώσεων που δεν προκαλείται από αλλαγές στους τυπικούς παράγοντες που επηρεάζουν συνήθως την προσφορά ή τη ζήτηση πίστωσης.

Οι Bernanke και Lown (1991) ορίζουν την πιστωτική ασφυξία ως μείωση της προσφοράς πιστώσεων που είναι ασυνήθιστα μεγάλη για ένα δεδομένο στάδιο του επιχειρηματικού κύκλου. Ενώ η πίστωση συνήθως συρρικνώνεται κατά την ύφεση, μια ασυνήθιστα μεγάλη συρρίκνωση της θα μπορούσε να θεωρηθεί ως πιστωτική ασφυξία. Στην ανάλυσή τους - χρησιμοποιώντας (cross-sectional) παλινδρομήσεις διατομών (διατομεακές μελέτες) για τις αυξήσεις δανείων των τραπεζικών κεφαλαίων για να αναλύσουν τη δανειοδοτική συμπεριφορά κατά την περίοδο 1990-1991 - οι Bernanke και Lown συγκρίνουν τη μείωση της πίστωσης κατά την πιο πρόσφατη ύφεση (1990-1991) (αναφορικά πάντα με την χρονική περίοδο της έρευνάς τους) με εκείνες των προηγούμενων πέντε υφέσεων των ΗΠΑ - τα συνολικά δάνεια σε εγχώριες ναυλωμένες εμπορικές τράπεζες αυξήθηκαν μόνο 1,7 τοις εκατό κατά την εξεταζόμενη περίοδο, σε σύγκριση με τον μέσο όρο του 7,1 τοις εκατό κατά τη διάρκεια των προηγούμενων πέντε υφέσεων - και καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι υπήρξε πιστωτική ασφυξία. Οι Bernanke και Lown (1991) αποδίδουν αυτή τη μειωμένη δανειοδοτική δραστηριότητα σε παράγοντες όχι μόνο από την πλευρά της προσφοράς αλλά και της ζήτησης. Η ζήτηση για δάνεια ήταν μικρή επειδή οι ισολογισμοί των δανειστών ήταν πιο

«αδύναμοι» από το κανονικό και, ως αποτέλεσμα, οι δανειολήπτες ήταν λιγότερο αξιόπιστοι από το συνηθισμένο. Η προσφορά πιστώσεων μειώθηκε από την ελάττωση του τραπεζικού κεφαλαίου που προκλήθηκε από τις σοβαρές απώλειες των δανείων κατά την ύφεση (Clair and Yeats 1991).

Υπάρχει μια ανησυχητική ανισορροπία που δημιουργήθηκε ανάμεσα στον ίδιο τον ορισμό των Bernanke και Lown (1991) για την έννοια που μελετάται, τα αποτελέσματα της ανάλυσής τους και το συμπέρασμά τους ότι όντως υπήρξε πιστωτική ασφυξία. Ορίζουν την πιστωτική ασφυξία ως ασυνήθιστα μεγάλη μείωση της προσφοράς πίστωσης. Υποστηρίζουν ότι οι παράγοντες της ζήτησης προκάλεσαν σε μεγάλο βαθμό τη μείωση του δανεισμού. Στη συνέχεια καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι υπάρχει πιστωτική ασφυξία. Ένα δεύτερο πρόβλημα με την ανάλυση κατά Bernanke and Lown είναι η χρήση εθνικών (ΗΠΑ) δεδομένων για να προσδιοριστεί η ύπαρξη ή μη πιστωτικής ασφυξίας. Η διατομεακή ανάλυσή τους χρησιμοποιώντας δεδομένα σε κρατικό επίπεδο προϋποθέτει ατελώς τη δυνατότητα υποκατάστασης τραπεζικών και μη τραπεζικών πιστώσεων μεταξύ τραπεζών που βρίσκονται σε διαφορετικές πολιτείες. Ο Samolyk (1991) ωστόσο, παρέχει εμπειρικά στοιχεία που υποστηρίζουν αυτήν την υπόθεση. Εάν, παρά ταύτα, η τραπεζική πίστωση δεν μπορεί να ρέει τέλεια σε όλες τις πολιτειακές γραμμές μετάδοσής της, τότε τα προβλήματα μιας πιστωτικής ασφυξίας θα είναι πιθανότερο να αναπτυχθούν σε πολιτειακό επίπεδο, και όχι σε εθνικό επίπεδο, εκτός εάν μια εθνική οικονομική κρίση προκάλεσε τη μείωση του τραπεζικού κεφαλαίου.

1.2.2 Ορισμός της Πιστωτικής Ασφυξίας κατά Owens και Schreft

Όπως έχει αποτυπωθεί από τους Owens και Schreft στη δημοσίευσή τους “Identifying Credit Crunches” το Μάρτιο του 1993, η έννοια της «πιστωτικής ασφυξίας» ορίζεται ως μια περίοδος απότομης αύξησης της κατανομής των τιμών. Την άποψή αυτή συμμερίζονται πολλοί άλλοι οικονομολόγοι (π.χ. Friedman, 1991, και Green and Oh, 1991) και αντικατοπτρίζει αυτό που οι περισσότεροι οικονομολόγοι και υπεύθυνοι χάραξης (οικονομικής) πολιτικής, καθώς και ένα μεγάλο μέρος του κοινού, αντιλαμβάνονται ως πιστωτική ασφυξία. Σημειώστε ότι η χρησιμοποίηση της λέξης «απότομη» στον ορισμό είναι κρίσιμη. Όπως λοιπόν ορίζουν οι συγγραφείς το φαινόμενο που αναλύεται, η εμφάνισή του έχει ως αποτέλεσμα μια μειούμενη αύξηση της πιστωτικής κατανομής, πέρα από τη μεταβολή

της η οποία θα είναι αναμενόμενη γύρω από μία τυπική ύφεση, που μπορεί (αλλά δεν είναι απαραίτητο) να είναι ανεξάρτητη από οποιαδήποτε αλλαγή στα χαρακτηριστικά κινδύνου των δανειστών (Owens and Schreft, 1993).

Οι Owens και Schreft (1993), όπως μόλις αναφέρθηκε, ορίζουν μια πιστωτική ασφυξία ως μια περίοδο απότομης αύξησης της μη τιμολογημένης πίστωσης. Αναθεωρούν ιστορικά επεισόδια μη κατανομής των τιμών (κυρίως των πιστωτικών τραπεζικών προϊόντων) - δηλαδή, φαινόμενα πιστωτικής ασφυξίας που συνοδεύονταν από δεσμευτικά ανώτατα όρια επιτοκίων, πιστωτικούς ελέγχους ή καταναγκαστική στάση από διοικητικούς αξιωματούχους και ρυθμιστικές αρχές για να αποθαρρύνουν τις τράπεζες από το δανεισμό. Κατά την ύφεση (στις ΗΠΑ) που λάμβανε χώρα την περίοδο της μελέτης τους, οι ερευνητές υποστήριζαν πως οι διοικητικοί υπάλληλοι και οι ρυθμιστικές αρχές των τραπεζών ενθάρρυναν ενεργά τις τράπεζες να δανείζουν. Οι Owens και Schreft (1993) δηλώνουν ότι υπήρχε πιθανώς μη τιμολόγηση στα δάνεια που ήταν εξασφαλισμένα από ακίνητες περιουσίες, ως αποτέλεσμα της αντίδρασης των εξεταστικών τραπεζών στις απώλειες δανείων ακινήτων (στεγαστικών δανείων). Αναφέρουν τις δηλώσεις του Robert Clarke, τότε ελεγκτή του νομίσιματος, που αποθάρρυνε τις τράπεζες να δίνουν στεγαστικά δάνεια. Με την εν λόγω έρευνά τους καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι δεν υπάρχει γενικευμένη πιστωτική ασφυξία, αλλά μπορεί να υπήρχε συγκεκριμένη κρίση στον τομέα της ακίνητης περιουσίας. Δεδομένου ότι οι πάροχοι – πέραν του τραπεζικού τομέα - πιστώσεων συρρίκνωσαν επίσης το δανεισμό τους, αποδίδουν τελικά τη μείωση του δανεισμού σε ελαττωμένη ζήτηση για δάνεια.

Οι Owens και Schreft (1993) σχολιάζουν ότι «η δανειοδοτική δραστηριότητα - όπως μετράται από την κατανομή πίστωσης - μειώνεται κατά τη διάρκεια κάθε ύφεσης, εν μέρει επειδή η ζήτηση για δάνεια μειώνεται καθώς οι καταναλωτές και οι επιχειρήσεις σταματούν και αποπληρώνουν το χρέος τους και εν μέρει επειδή οι λογικοί δανειστές προσαρμόζουν τα πιστωτικά πρότυπα δανεισμού στη φάση που βρίσκεται ο οικονομικός κύκλος καθώς αλλάζουν οι κίνδυνοι στον τομέα των πιστώσεων».

Παρά τις διαφορές τους, τόσο οι μελέτες των Bernanke et al. (1991) όσο και οι μελέτες των Owens & Schreft (1993) συμφωνούν ότι η μείωση της ζήτησης πιστώσεων εξηγεί το μεγαλύτερο μέρος της συρρίκνωσης της πίστωσης, ενώ και οι δύο βρίσκουν μικρή υποστήριξη για την εξήγηση ότι οι αυστηρότερες πρακτικές τραπεζικού ελέγχου συνυπολογίζουν τη συρρίκνωση της προσφοράς δανείων. Οι Owens & Schreft (1993)

συνδέουν τη μείωση της πιστωτικής ζήτησης με την υποβάθμιση των αξιών των περιουσιακών στοιχείων των ακινήτων, παρόμοια με την άποψη των Bernanke et al. (1991) για τους αποδυναμωμένους ισολογισμούς. Για να καθορίσουν εάν το έθνος βρίσκεται σε πιστωτική κρίση, οι Bernanke et al. (1991) αναφέρουν την ασυνήθιστα βραδύτερη αύξηση των πιστώσεων ως ένδειξη της πιστωτικής ασφυξίας, ενώ οι Owens & Schreft (1993) βλέπουν ελάχιστες ενδείξεις μη πιστωτικού καταμερισμού και καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι δεν υπάρχει γενική πιστωτική ασφυξία όπως αναφέρθηκε παραπάνω. Οι δύο μελέτες, επιβεβαιώνοντας ότι οι παράγοντες της ζήτησης αποτελούν την κύρια αιτία της μείωσης των τραπεζικών πιστώσεων, αναφέρουν την έλλειψη ανταπόκρισης στην προσφορά πιστώσεων από τις μη τραπεζικές πηγές πιστώσεων.

1.2.3 Ορισμός της Πιστωτικής Ασφυξίας κατά Stiglitz και Weiss

Ένας τρίτος σημαντικός αλλά προγενέστερος ορισμός της πιστωτικής ασφυξίας δεν βασίζεται στη συρρίκνωση του δανεισμού αλλά στη μικροοικονομική αρχή της έλλειψης. Εάν στην τρέχουσα τιμή της αγοράς η ζήτηση για ένα αγαθό υπερβαίνει την προσφορά, τότε υπάρχει έλλειψη. Η διαθέσιμη προσφορά θα διανεμηθεί, αλλά με άλλα μέσα εκτός από την τιμολόγηση. Ακόμη και σε μια αγορά που δεν μπορεί να περιγραφεί ως έχουσα πιστωτική ασφυξία, μπορεί να πραγματοποιηθεί μη πιστωτική κατανομή (Stiglitz and Weiss 1981).

Τα οριζόμενα από την πλευρά της προσφοράς επεισόδια πιστωτικής ασφυξίας συμβαίνουν όταν οι δανειστές μεγιστοποιούν τα αναμενόμενα τραπεζικά κέρδη απορρίπτοντας τους αιτούντες παρά την προθυμία τους να πληρώσουν υψηλότερο επιτόκιο ή να αυξηθούν οι δικλίδες ασφάλειας γι' αυτούς. Επειδή οι δανειστές ανησυχούν τόσο για τα επιτόκια όσο και για τα περιθώρια των ρισοκίνδυνων δανεισμών, οι Stiglitz και Weiss (1981, 1983) υποστηρίζουν ότι η ασύμμετρη πληροφόρηση στις πιστωτικές αγορές αναγκάζει τους δανειστές να προσπαθούν να εκτιμήσουν την πιθανή πίστωση για να αποφύγουν «κακές» επιλογές και αρνητικά κίνητρα. Η αύξηση των επιτοκίων μπορεί να οδηγήσει σε μείωση των κερδών των δανειστών, εάν οι δυσμενείς επιλογές αυξάνουν τη μέση επικινδυνότητα των δυνητικά δανειζομένων και εάν τα κίνητρα ωθούν τους οφειλέτες να μεταπηδήσουν από ασφαλή σε επικίνδυνα έργα μετά τη λήψη του δανείου. Επιπροσθέτως, οι Stiglitz και Weiss (1981, 1983) ισχυρίζονται ότι οι υψηλότερες απαιτήσεις ασφάλειας μπορεί να αυξήσουν κατά μέσο όρο τους πιθανούς ρισοκίνδυνους δανειολήπτες εάν οι πιο ασφαλείς δανειολήπτες με

έργα χαμηλού κινδύνου εγκαταλείψουν την αγορά αντί να πληρώσουν το αυξημένο κόστος.

1.2.4 Ορισμός της Πιστωτικής Ασφυξίας κατά Peen και Rosengren

Οι επιδράσεις του οικονομικού κύκλου συνήθως δεν οδηγούν σε πιστωτική ασφυξία. Ο δανεισμός επιχειρήσεων μετά την προσαρμογή για τον πληθωρισμό συνήθως κινείται ομαλά μέσα σε έναν οικονομικό κύκλο, ωστόσο με μια καθυστέρηση. Τόσο η ζήτηση όσο και η προσφορά συμβάλλουν στην κυκλική κίνηση αυτού. Κατά τη διάρκεια μιας επιβράδυνσης, η ζήτηση για πιστώσεις μειώνεται, επειδή τα δάνεια καθίστανται πιο επικίνδυνα. Μετά τη επανεμφάνιση της ανάκαμψης, η ζήτηση αυξάνεται και οι τράπεζες αρχίζουν και πάλι να δανείζουν. Σε έναν εξαιρετικά «σοβαρό» κύκλο, η ικανότητα των τραπεζών να αρχίσουν να δανείζονται μετά την ανάκαμψη μπορεί να παρεμποδιστεί. Κατά τη διάρκεια της φάσης ύφεσης ενός τέτοιου κύκλου, οι μεγαλύτερες από τις συνήθεις ζημιές από δάνεια οδηγούν σε μεγαλύτερες από τις συνήθεις μειώσεις του τραπεζικού κεφαλαίου και πολυάριθμες τραπεζικές αποτυχίες (Peen & Rosengren, 1995).

Συνεπώς, η πιστωτική ασφυξία είναι μια ξαφνική μείωση της γενικής διαθεσιμότητας δανείων (ή πιστώσεων) ή μια ξαφνική σύσφιξη των όρων που απαιτούνται για την εξασφάλιση δανείου από τις τράπεζες. Η πιστωτική ασφυξία συνεπάγεται γενικά μείωση της διαθεσιμότητας πιστώσεων ανεξάρτητα από την αύξηση των επίσημων επιτοκίων, ενώ η σχέση μεταξύ διαθεσιμότητας πιστώσεων και επιτοκίων μεταβάλλεται. Οι πιστώσεις καθίστανται λιγότερο διαθέσιμες με οποιοδήποτε επίσημο επιτόκιο ή παύει να υπάρχει σαφής σχέση μεταξύ των επιτοκίων και της διαθεσιμότητας πιστώσεων (δηλαδή γίνεται η πιστωτική ανακατανομή) (Peen & Rosengren, 1995).

Οι έρευνες των Peek και Rosengren (1995a,b) επικεντρώνονται σε μια συγκεκριμένη περιοχή των ΗΠΑ (New England), κατά τις οποίες βασική υπόθεση είναι η ομοιομορφία των συνθηκών της ζήτησης πιστώσεων. Συνδέουν τις αλλαγές στον δανεισμό με τις ενέργειες της επιβολής των κανονιστικών ρυθμίσεων στις τράπεζες (New England) μεταξύ του πρώτου τριμήνου του 1989 και του δεύτερου τριμήνου του 1992, διαπιστώνοντας έτσι πως οι τράπεζες όπου είχαν επιβληθεί επίσημες ρυθμιστικές ενέργειες από τις αρχές συρρικνώνουν το δανεισμό με ταχύτερο ρυθμό από εκείνες χωρίς παρόμοιες ρυθμίσεις.

Αν και είναι εξαιρετικά δύσκολο να διαχωριστούν με τρόπο αναμφισβήτητο οι μειώσεις στην προσφορά δανείων από τις μειώσεις της ζήτησης δανείων και να συνδεθεί η οποιαδήποτε μείωση της προσφοράς τραπεζικού δανεισμού άμεσα με την πραγματική δραστηριότητα, οι Peek και Rosengren (2000) κατάφεραν αργότερα να προσφέρουν έναν πιο άμεσο σύνδεσμο με την πραγματική οικονομία δείχνοντας ότι ένα αρνητικό σοκ των τραπεζικών κεφαλαίων στις ιαπωνικές τράπεζες – οι οποίες δεν σχετίζονται με τη ζήτηση δανείων των ΗΠΑ - συρρικνώνει τον ιαπωνικό τραπεζικό δανεισμό στις Ηνωμένες Πολιτείες και, κυρίως, είχε σημαντικό αντίκτυπο στην πραγματική δραστηριότητα της οικονομίας των ΗΠΑ. Έδειξαν δηλαδή ότι η πιστωτική ασφυξία στην Ιαπωνία έγινε σοβαρό ζήτημα ακόμη και γύρω στο 1993, διαπιστώνοντας ότι οι ιαπωνικές τράπεζες μείωσαν τον εμπορικό δανεισμό ακινήτων (στεγαστικά δάνεια) στις ΗΠΑ όπου η χρηματοπιστωτική κρίση της Ιαπωνίας ήταν ένα ανεξάρτητο εξωγενές γεγονός. Οι Ito και Sasaki (2002) επιβεβαιώνουν αυτήν την άποψη.

1.2.5 Ορισμός της Πιστωτικής Ασφυξίας κατά Λοιπούς Μελετητές

Αρκετές ήταν εκείνες οι εμπειρικές μελέτες για την πιστωτική ασφυξία της δεκαετίας του 1990 που προσπάθησαν να προσδιορίσουν τις επιπτώσεις των διαφόρων παραγόντων «από πλευράς προσφοράς», όπως προαναφέρθηκε, στον τραπεζικό δανεισμό (Syron, 1991; Bernanke and Lown, 1991; Hancock and Wilcox, 1992; Peek and Rosengren, 1993a, 1993b; Berger and Udell, 1993). Διερευνούν εάν κατά τη διάρκεια του 1990-1991 οι αμερικανικές τράπεζες έδωσαν εθελοντικά λιγότερα δάνεια για με σκοπό τη μείωση κινδύνου. Οι Hancock και Wilcox (1992), και Shrieves and Dahl (1995) θεωρούν ότι αυτός ο παράγοντας έπαιξε ρόλο στη μείωση των δανείων. Οι διάφορες έρευνες βέβαια ποικίλλουν ανάλογα με το σχεδιασμό του δείγματος, τη διαμόρφωση της διαδικασίας προσαρμογής του τραπεζικού κεφαλαίου και το βαθμό στον οποίο ενσωματώνονται οι παράγοντες «από πλευράς ζήτησης» στην έρευνα. Θα έλεγε κανείς πως το κοινό έδαφος αυτών των συγγραφέων είναι η έμφαση που δίνεται στη συγκέντρωση των τραπεζικών κεφαλαίων, τη οποία επισήμανε για πρώτη φορά ο Syron (1991) – σημειώνεται πως ο ίδιος προτείνει πως «ίσως ο καλύτερος ορισμός της πιστωτικής ασφυξίας μπορεί να επιτευχθεί καθορίζοντας εάν τα τρέχοντα πρότυπα δανεισμού συμμορφώνονται με τις τυπικές πρακτικές στην ίδια φάση των προηγούμενων οικονομικών κύκλων». Πολλοί καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι αλλαγές είτε στο κεφάλαιο το ίδιο είτε στους δείκτες αυτού, σχετίζονται άμεσα με την ανάπτυξη των τραπεζών, ιδίως σε συγκεκριμένες γεωγραφικές περιοχές (των ΗΠΑ). Οι μεταγενέστερες

μελέτες βασίζονται επίσης στις σχέσεις μεταξύ δανεισμού και κεφαλαίου που παρατηρήθηκαν στις αρχές της δεκαετίας του 1990. Αναφορικά, οι Hancock και Wilcox (1992) διαπιστώνουν ότι οι πιστωτικές ροές περιορίζονται από τις ελλείψεις κεφαλαίου στη σκιά των ρυθμιστικών πλαισίων ή από τους στόχους των ίδιων των τραπεζών. Ο Furlong (1992) επεκτείνει αυτές τις μελέτες χρησιμοποιώντας δεδομένα χρονοσειρών για τις τράπεζες κατά την περίοδο 1985-1991. Καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η αύξηση των δανείων για μεμονωμένες τράπεζες σχετίζεται θετικά με τους δείκτες κεφαλαίου-περιουσιακών στοιχείων.

Πολλοί αναλυτές κατηγόρησαν την πιστωτική ασφυξία στις Ηνωμένες Πολιτείες στις αρχές της δεκαετίας του 1990 για αλλαγές στα ρυθμιστικά πλαίσια των κεφαλαιακών απαιτήσεων. Οι Furlong (1992), Haubrich και Wachtel (1993), και Berger και Udell (1994) εξετάζουν κατά πόσον το υποστηρικτικό κεφαλαίο της τάξεως του 8% για δάνεια προς τον ιδιωτικό τομέα που απαιτείται από τη Συμφωνία της Βασιλείας του 1988, ενθάρρυνε τις τράπεζες να ανακατανείμουν τα περιουσιακά τους στοιχεία από δάνεια σε κρατικούς τίτλους, κάτι το οποίο απαιτεί μόνο το 0-1,6% του εν λόγω υποστηρικτικού κεφαλαίου. Με εξαίρεση τους Berger και Udell, οι άλλοι συγγραφείς βρίσκουν αποδεικτικά στοιχεία πως οι κεφαλαιακές απαιτήσεις κινδύνου που επιβάλλονται από τη Συμφωνία της Βασιλείας, συνέβαλαν σημαντικά στην πιστωτική ασφυξία.

Οι Berger και Udell (1994) ορίζουν την πιστωτική ασφυξία, από πλευράς προσφοράς, ως μία σημαντική μεταβολή προς τα αριστερά της καμπύλης προσφοράς για τραπεζικά δάνεια. Αυτός ο ορισμός υπονοεί ότι δεν πραγματοποιήθηκε κατανομή δανείων κατά τη διάρκεια της πιστωτικής ασφυξίας των ΗΠΑ, επειδή όσοι μπορούσαν να αντέξουν το υψηλότερο κόστος για τα λιγοστά τραπεζικά δάνεια εκείνης της περιόδου, θα μπορούσαν να τα αποκτήσουν. Πάραυτα, η παραπάνω πρόταση δεν υποστηρίζεται από εκτεταμένα ανέκδοτα στοιχεία που βρίσκουν αναφορά στον οικονομικό τύπο. Για παράδειγμα, ο Friedman (1991) αναφέρει σχετικά με τα προαναφερθέντα (ανέκδοτα αποδεικτικά στοιχεία) «περιλαμβάνουν πολλά παραδείγματα δανειοληπτών που έχουν κληθεί να αποπληρώσουν τα δάνεια τους παρά το γεγονός ότι έχουν διατηρήσει τους λογαριασμούς τους πλήρως ενημερωμένους ή παραδείγματα για νέα έργα που οι δανειστές των ΗΠΑ απλώς αρνήθηκαν να χρηματοδοτήσουν σε οποιαδήποτε τιμή των επιτοκίων».

Η Parabasioglu (1996) ορίζει την πιστωτική ασφυξία ως μείωση της προσφοράς πιστώσεων που απορρέει από τράπεζες με μειωμένη προθυμία δανεισμού, κάτι που αντίθετα δε

συνοδεύεται από αύξηση των επιτοκίων δανεισμού. Ο Woo (1999) συσχετίζει τη μειωμένη προθυμία των τραπεζών να δανείζουν με τη μείωση των κεφαλαίων τους, προκαλώντας, αντίστοιχα, μια απότομη αριστερή μετατόπιση στην καμπύλη προσφοράς πιστώσεων. Ο Woo, όπως για παράδειγμα και ο Syron (1991), αναγνώρισε τον όρο «πιστωτική ασφυξία» ως κεφαλαιουχική κρίση, δηλαδή τη χαμηλή προθυμία των τραπεζών να δανείζουν, η οποία σχετίζεται άμεσα με τη μειωμένη ποιότητα των περιουσιακών τους στοιχείων με αποτέλεσμα να ασκείται πίεση στα κεφάλαιά τους. Σε αντίθεση με αυτήν την άποψη, οι Ghosh και Ghosh (1999) ισχυρίζονται ότι η πιστωτική ασφυξία δημιουργεί μια κατάσταση στην οποία τα επιτόκια δεν εξισορροπούν την προσφορά και τη ζήτηση για πίστωση και, συνεπώς, αναπτύσσεται μία κατανομή ποσοτήτων. Όπως και οι Singer και Pospíšil (1999), ισχυρίζονται ότι ο όρος πιστωτική ασφυξία σχετίζεται στενά με την κατανομή της πίστωσης. Για λόγους πληρότητας, ας σας υπενθυμίσουμε ότι, σύμφωνα με τον ορισμό του εγχειριδίου της κατανομής πίστωσης, του Jaff και του Stiglitz (1990), ο όρος αναφέρεται σε μια κατάσταση όπου ορισμένοι δανειολήπτες δεν δέχονται πίστωση, παρά το γεγονός ότι είναι πρόθυμοι να πληρώσουν το επιτόκιο της αγοράς, ενώ άλλοι, προφανώς δανειολήπτες με παρόμοια χαρακτηριστικά, λαμβάνουν πίστωση.

Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που αντιμετωπίζουν ζημιές μπορούν, εν συνεχεία, να μειώσουν τη διαθεσιμότητα πίστωσης και να αυξήσουν το κόστος πρόσβασης σε πίστωση αυξάνοντας τα επιτόκια. Σε ορισμένες περιπτώσεις, οι δανειστές ενδέχεται να μην μπορούν να δανειστούν περαιτέρω, ακόμη και αν το επιθυμούν, ως αποτέλεσμα προηγούμενων ζημιών. Εάν οι ίδιοι οι συμμετέχοντες φέρουν υψηλό χρέος, η ζημιά που προκαλείται είναι πιο σοβαρή, προκαλώντας ύφεση. Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ενδέχεται να αποτύχουν, η οικονομική ανάπτυξη μπορεί να επιβραδυνθεί, η ανεργία μπορεί να αυξηθεί, όπως και να εμφανιστούν διάφορες κοινωνικές αναταραχές. Για παράδειγμα, ο λόγος του χρέους των νοικοκυριών προς το εισόδημα μετά από φόρους αυξήθηκε από 60% το 1984 σε 130% έως το 2007, επιδεινώνοντας την κρίση ενυπόθηκων “subprime” δανείων στις ΗΠΑ, της περιόδου 2007-2008 (Brunnermeier, 2009).

Τις τελευταίες δεκαετίες, οι πιστωτικές δυσλειτουργίες δεν ήταν σπάνιες. Παρόλο που λίγοι οικονομολόγοι έχουν προβλέψει επιτυχώς συμβάντα πιστωτικής ασφυξίας πριν συμβούν, ο καθηγητής Richard Rumelt έγραψε τα ακόλουθα σε σχέση με την εκπληκτική συχνότητα και κανονικότητά τους σε προηγμένες οικονομίες σε όλο τον κόσμο: "Στην πραγματικότητα, τα

τελευταία πενήντα χρόνια υπήρξαν 28 σοβαροί κύκλοι έκρηξης τιμής σπιτιών και 28 επεισόδια «πιστωτικής ασφυξίας» σε 21 προηγμένες οικονομίες του Οργανισμού Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (ΟΟΣΑ) (Rumelt, 2011).

Μπορεί να μνημονευθεί συμπερασματικά πως γίνεται σαφές από τις παραπάνω αναφορές, ότι η έννοια της πιστωτικής ασφυξίας έχει οριστεί με πολύ διαφορούμενο τρόπο ανά τη βιβλιογραφία και συχνά εξηγείται έμμεσα, μόνο με τη βοήθεια άλλων, με μεγαλύτερη ακρίβεια καθορισμένων όρων, κάτι το οποίο μπορεί να προκαλέσει σοβαρά προβλήματα στην κατανόηση.

1.3 Ιστορική Αναδρομή σε Χαρακτηριστικές Περιπτώσεις Πιστωτικής Ασφυξίας

1.3.1 Πιστωτική ασφυξία του 1966 – ΗΠΑ

Από τις πιο σημαντικές περιπτώσεις παρουσίας πιστωτικής ασφυξίας έχουμε το 1966 στην χώρα των Ηνωμένων Πολιτειών Αμερικής. Η λεγόμενη πιστωτική ασφυξία του 1966 έχει από καιρό αναγνωριστεί ως η πρώτη σημαντική μεταπολεμική οικονομική κρίση, και μια κρίση που απαιτούσε την πρώτη σημαντική παρέμβαση της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ (Fed) για την αποτροπή εξάπλωσης της πιστωτικής ασφυξίας. Έτσι, τα γεγονότα του 1966 παίζουν σημαντικό ρόλο στην ανάλυση του Hyman P. Minsky για την μεταπολεμική μετάβαση από ένα «ισχυρό» χρηματοπιστωτικό σύστημα προς ένα «εύθραυστο» χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Στα τέλη του 1965 και τις αρχές του 1966 η οικονομία των ΗΠΑ χαρακτηριζόταν από ιδιαίτερα χαμηλά ποσοστά ανεργίας και από μεγάλη οικονομική ανάπτυξη αναφορικά με τις επιχειρήσεις. Ωστόσο, το 1966, υπήρχε ισχυρή πιστωτική ζήτηση από μια εκτεταμένη οικονομική επέκταση και ταυτόχρονα παρουσιαζόταν πληθωριστική πίεση ως φυσική συνέπεια του πολέμου του Βιετνάμ. Ο καθηγητής Dickens υποστηρίζει ότι κατά τη διάρκεια του 1965 που προηγείται της πιστωτικής ασφυξίας του 1966, υπήρξε μια ενδο-ταξική σύγκρουση για την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής, με τις μεγάλες τράπεζες της

Νέας Υόρκης να προτιμούν μια συντονισμένη πολιτική υψηλότερων επιτοκίων αλλά την ίδια στιγμή χαμηλότερα ανώτατα όρια επιτοκίων για τις καταθέσεις, ενώ οι μεγάλες περιφερειακές τράπεζες προτιμούσαν να διατηρήσουν τα ανώτατα όρια από φόβο ότι διαφορετικά θα έχαναν καταθέσεις από τις τράπεζες της Νέας Υόρκης (Dickens 1998). Ο καθηγητής Dickens συνεχίζει να υποστηρίζει ότι η αυστηρή πολιτική υιοθετήθηκε ως εναλλακτική λύση έναντι της εισοδηματικής πολιτικής ως μέσου καταπολέμησης του πληθωρισμού.

Ο Minsky υποστήριξε ότι η «πιστωτική κρίση» του 1966 ήταν το πρώτο οικονομικό τραύμα μετά από τη δεκαετία του 1930 που εκτελείται σε χρηματοοικονομικό μέσο ή ίδρυμα χωρίς συγκεκριμένη περίπτωση αποτυχίας ή απάτης (Minsky 1986, σελ. 87). Επιπρόσθετα, η Fed ανησυχώντας για τον πληθωρισμό, άρχισε να αυξάνει τα επιτόκια, αύξησε τις απαιτήσεις αποθεματικού για τις καταθέσεις και μείωσε τα ανώτατα επιτόκια για μικρές προθεσμιακές καταθέσεις τον Ιούλιο. Από τον Ιούλιο του 1966, η Fed είχε ορίσει το ανώτατο όριο επιτοκίου στις καταθέσεις ταμειωτηρίου στο 4%. Για τις επονομαζόμενες προθεσμιακές καταθέσεις «πολλαπλής λήξης» (όπου η ανάληψη ήταν προειδοποιητική για τον καταθέτη) ήταν 4% για ελάχιστη διάρκεια έως 89 ημέρες και 5% για 90 ημέρες ή περισσότερες. Για προθεσμιακές καταθέσεις καθορισμένης λήξης, το ανώτατο όριο ήταν 5,5%. Τον Σεπτέμβριο, αυτό μειώθηκε στο 5%, εκτός από το ότι οι καταθέσεις άνω των 100.000\$ (δηλαδή 743.000\$ σε 2016 δολάρια) θα μπορούσαν να λάβουν 5,5%. Οι υψηλότερες απαιτήσεις αποθεματικού θα οδηγήσουν κατά συνέπεια σε αύξηση του κόστους λήψης δανείων (δεδομένου ότι τα αποθεματικά είναι μη κερδοσκοπικά περιουσιακά στοιχεία), ενώ η μείωση των ανώτατων ορίων επιτοκίων θα ανάγκαζαν τις τράπεζες να στραφούν σε υψηλότερου ρίσκου κεφάλαια.

Επιπλέον, η Fed προσπάθησε να αποθαρρύνει τον δανεισμό με την υιοθέτηση πιο αυστηρών πολιτικών, διότι κυριαρχούσε η πεποίθηση ότι η παροχή εύκολου δανεισμού ήταν από τις κύριες αιτίες της υπέρμετρης ανάπτυξης. Φυσικά, ως απάντηση, οι άνθρωποι πήραν τα χρήματά τους τόσο από τράπεζες όσο και από αποταμιεύσεις και δάνεια και τα έβαλαν σε συντηρητικές επενδύσεις με υψηλότερες αποδόσεις, ένα απολύτως λογικό πράγμα. Αυτή η διαδικασία είχε ονομαστεί: "αποδιαμεσολάβηση" - ένα πρόβλημα που δημιουργήθηκε εξ ολοκλήρου από τη ρύθμιση. Ανίκανες να επεκτείνουν τη χρηματοδότησή τους, οι τράπεζες μείωσαν τα δάνεια τους, όπως μείωσαν επίσης τις προηγουμένως επεκτεινόμενες επενδύσεις τους, ιδίως σε δημόσια ομόλογα. Οι τράπεζες ανησυχούν για την ικανότητά τους να χρηματοδοτούν τους υπάρχοντες ισολογισμούς τους. Ο θεωρητικός των χρηματοπιστωτικών

κρίσεων, Hyman Minsky, είχε αναφέρει ότι : «Μέχρι τα τέλη Αυγούστου, η αποδιοργάνωση στην δημοτική αγορά, οι φήμες για τη φερεγγυότητα και τη ρευστότητα των ιδρυμάτων ταμειευτηρίου και οι ξέφρενες χρηματοδοτικές προσπάθειες των τραπεζών , μπορούν κάλλιστα να χαρακτηριστούν ως ελεγχόμενος πανικός».

1.3.2 Πιστωτική ασφυξία 1989-1992 – ΗΠΑ

Στα τέλη της δεκαετίας του 1980, η πλειονότητα των οικονομολόγων της Wall Street, των επιχειρηματιών, των πολιτικών, των μέσων μαζικής ενημέρωσης προέβλεπαν μια επικείμενη και αναπόφευκτη ύφεση. Παρόλο που ήταν μικρότερη σε αντίκτυπο σε σχέση με την κρίση του 1920 και του 1930, η κρίση των καταθέσεων και των δανείων εξώθησε το κράτος και ομοσπονδιακό τραπεζικό σύστημα στα όρια του. Χαρακτηριστικά, σύμφωνα το FDIC (Ομοσπονδιακός Οργανισμός Ασφάλισης Καταθέσεων), 1.617 εμπορικές τράπεζες και τράπεζες καταθέσεων απέτυχαν μεταξύ του 1980 και του 1994. Αυτά τα αποτυχημένα ιδρύματα κατείχαν περίπου 206,2 δισεκατομμύρια δολάρια σε περιουσιακά στοιχεία. Επιπρόσθετα, δεν ήταν κάποιος μεμονωμένος παράγοντας που οδήγησε στην αποτυχία των τραπεζικών ιδρυμάτων στο διάστημα από τις αρχές του 1980 έως τα μέσα της δεκαετίας του 1990 και σαν αποτέλεσμα αυτής της αποτυχίας και στα πλαίσια αποφυγής παρουσίας μιας νέας κρίσης στα επόμενα χρόνια δημιουργήθηκαν διάφοροι οργανισμοί ελέγχου. Σύμφωνα με το U.S. General Accounting Office (Γενικό Λογιστήριο του Κράτους) το εκτιμώμενο κόστος της κρίσης αυτής ανέρχεται περίπου στα 160 δις δολάρια. 1.043 thrifts τράπεζες - ιδρύματα που λαμβάνουν κυρίως καταθέσεις και προέρχονται υποθήκες - απέτυχαν με άλλο τρόπο μεταξύ 1986 και 1995. Αυτά τα ιδρύματα αντιπροσώπευαν περιουσιακά στοιχεία συνολικού ύψους 519 δις. Δολαρίων.

Το πρώτο εμπόδιο, την άνοιξη του 1979, προέκυψε από την ξαφνική επανεμφάνιση του συνδρόμου έλλειψης καυσίμων και του συνδρόμου συσσώρευσης. Όπως το 1974, η οικονομική αδυναμία εξαφανίστηκε μόλις η βενζίνη διατέθηκε ξανά ελεύθερα, παρόλο που η ανανεωμένη διαθεσιμότητα έφτασε σε πολύ υψηλότερη τιμή. Φυσικά οι μόνιμα υψηλότερες τιμές του πετρελαίου καταστέλλουν την οικονομία (όπως και τα υψηλότερα πραγματικά επιτόκια), αλλά ο αντίκτυπος φαίνεται να είναι κοσμικός, όχι κυκλικός.

Υπάρχουν ομοιότητες μεταξύ του ρόλου του πετρελαίου και του χρήματος/πίστωσης. Και τα δύο είναι απαραίτητα και καθολικά συστατικά για τη λειτουργία της σύγχρονης αλληλεξαρτώμενης, εξειδικευμένης οικονομίας. Τόσο για τα χρήματα όσο και για το πετρέλαιο, η παραγωγή ελέγχεται μονοπωλιακά από μια κεντρική αρχή, είτε είναι η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ είτε ο ΟΠΕΚ (Οργανισμός Εξαγωγών Πετρελαιοπαραγωγών Χωρών), που δεν λειτουργεί με κανένα απλό βραχυπρόθεσμο κίνητρο κέρδους. Δεν προκαλεί έκπληξη λοιπόν ότι οι εξωγενείς μεταβολές στην προσφορά πετρελαίου και χρήματος έχουν παρόμοιες επιπτώσεις. Αυτό που αξίζει να σημειωθεί είναι ότι σε δύο ξεχωριστές περιπτώσεις (τέλη 1973 και αρχές 1979) η αμερικανική οικονομία στα προχωρημένα, υποτιθέμενα ευάλωτα στάδια της κυκλικής επέκτασης εξαντλήθηκε από μια σοβαρή απρόβλεπτη συρρίκνωση του εφοδιασμού με πετρέλαιο, απάντησε αμέσως με μια σημαντική μείωση της συνολικής παραγωγής, αλλά αμέσως αναβίωσε μόλις η έλλειψη έληξε παρά τις τεράστιες και σε μεγάλο βαθμό μόνιμες αυξήσεις τιμών στο πετρέλαιο. Τα υψηλότερα επιτόκια είχαν μικρή κυκλική επίδραση.

Στο επεισόδιο του 1979, το γεγονός ότι οι μακροοικονομικές συνέπειες της έλλειψης βενζίνης είχαν αναγνωστεί λανθασμένα, ως μια νέα-μοναδική ύφεση προκάλεσε αντιδράσεις τόσο από την ιδιωτική αγορά και όσο και από αξιωματούχους, που βρήκαν μια ευκαιρία να προωθήσουν μια πραγματική πιστωτική έκρηξη. Για τις συνολικές δανειακές υποχρεώσεις σε μεγάλες τράπεζες ο ρυθμός ανάπτυξης επιταχύνθηκε σε εποχικά προσαρμοσμένο ετήσιο επιτόκιο της τάξης του 20 % σε καθένα από τα τρία πρώτα τρίμηνα του 1979 και 24 % το τέταρτο. Η αύξηση των επιτοκίων τον Οκτώβριο του 1979 και η αλλαγή στον τρόπο λειτουργίας της Ομοσπονδιακής Τράπεζας σε στόχους αποθεματικού δεν άσκησαν αισθητή επιβράδυνση στην πιστωτική ασφυξία.

Η τεράστια και ανεξέλεγκτη αύξηση του κύκλου εργασιών που παρουσιάστηκε στον κατασκευαστικό τομέα είχε σαν αποτέλεσμα να αυξηθούν κατά πολύ τα στεγαστικά δάνεια και γενικότερα τα δάνεια που αφορούσαν την αγορά ακινήτων. Χαρακτηριστική είναι η περίπτωση της New England, που ήταν ένα από τα πιο εύρωστα μέρη των Η.Π.Α, όπου την περίοδο μεταξύ 1980-1988 η απασχόληση στον κατασκευαστικό τομέα αυξήθηκε κατά 84% και περίπου το 1/5 των δανείων των εμπορικών τραπεζών αφορούσαν την αγορά ακινήτων. Ωστόσο, αυτή η ανεξέλεγκτη αύξηση θα επιδρούσε αρνητικά και στο τέλος της δεκαετίας θα ήταν εμφανής η παρουσία της πιστωτικής ασφυξίας.

Ενώπιον του Κογκρέσου, ο Richard Syron υποστήριξε ότι η πιστωτική κρίση στη Νέα Αγγλία οφειλόταν στην έλλειψη τραπεζικού κεφαλαίου και ο όρος με τον οποίο περιέγραψε την έλλειψη αυτή είναι πιστωτική ασφυξία. Σύμφωνα με τον Syron, η κατάρρευση της φούσκας ακινήτων στη Νέα Αγγλία ανάγκασε τις τράπεζες στην περιοχή να μειώσουν τα δάνεια, τα οποία εξάντλησαν το μετοχικό τους κεφάλαιο (υπό την έννοια της λογιστικής αξίας). Προκειμένου να ανταποκριθούν στα πρότυπα των ρυθμιστικών κεφαλαίων, συμπεριλαμβανομένων των νέων διεθνών προτύπων που υιοθετήθηκαν κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου βάσει της Συμφωνίας της Βασιλείας, 25 τράπεζες έπρεπε να πουλήσουν περιουσιακά στοιχεία και να μειώσουν τον δανεισμό τους.

Δύο άλλες ενδιαφέρουσες περιοχές είναι το Mid-Atlantic (Νέα Υόρκη, Νιου Τζέρζεϋ και Πενσυλβανία) και το West South Central (Αρκάνσας, Λουιζιάνα, Οκλαχόμα και Τέξας). Το Mid-Atlantic υπέστη επίσης προβλήματα ακίνητης περιουσίας, τα οποία αντικατοπτρίζονται στην υψηλή αναλογία μη κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων προς περιουσιακά στοιχεία (0,036, δεύτερη μετά τη Νέα Αγγλία και πολύ πάνω από την επόμενη υψηλότερη περιοχή) και τον χαμηλό λόγο κεφαλαίου-ενεργητικού, παρουσίασε επίσης πτώση του συνόλου των εκκρεμών τραπεζικών δανείων. Η περιοχή της West South Central σημείωσε απότομη πτώση του κεφαλαίου της τράπεζας μετά την πτώση των τιμών του πετρελαίου στα μέσα της δεκαετίας του 1980. Ωστόσο, οι τράπεζες αυτής της περιοχής βελτίωσαν σημαντικά τις κεφαλαιακές τους θέσεις κατά τη διάρκεια του 1990, παρά την εθνική ύφεση. Στα τέλη του 1990, οι δείκτες κεφαλαίου-περιουσιακού στοιχείου σε όλες τις περιοχές απογραφής εκτός της Νέας Αγγλίας και του Mid-Atlantic φαίνονταν υγιείς.

Το 1986, το 55% των τραπεζών του Τέξας που κατέχουν το 72% των συνολικών τραπεζικών περιουσιακών στοιχείων του κράτους ήταν ανθυγιεινά με βάση τα πρότυπα. Ο αυξημένος δανεισμός από αυτές τις τράπεζες θα τις εξέθετε σε τεράστιο κίνδυνο αποτυχίας. Ο δανεισμός θα είχε αποθαρρυνθεί ή θα απαγορευόταν από τους οργανισμούς που ήταν υπεύθυνοι για την εποπτεία και, κατά πάσα πιθανότητα, από τα διοικητικά συμβούλια της τράπεζας.

Τέσσερις βασικές εξελίξεις στον πρόσφατο πιστωτικό κύκλο συνέβαλαν κατά καιρούς σε μεταβολές τόσο της προσφοράς όσο και της ζήτησης πίστωσης: (1) απορρύθμιση και καινοτομία, (2) υπερβολικές επενδύσεις σε εμπορικά ακίνητα, (3) μαζική συσσώρευση χρέους, και (4) την κρίση αποταμίευσης και δανείων. Επειδή αυτοί οι παράγοντες είναι

στενά συνδεδεμένοι, είναι απαραίτητο να καταγράψουμε μια σχέση αιτίων και επιπτώσεων μεταξύ αυτών των παραγόντων που τελικά οδηγεί στην επιβράδυνση της πίστωσης που ξεκινά το 1989.

Και οι τέσσερις από αυτούς τους παράγοντες έχουν προέλευση που μπορεί να εντοπιστεί, τουλάχιστον εν μέρει, στα υψηλά ποσοστά πληθωρισμού στα τέλη της δεκαετίας του 1970, τα ποσοστά που είχαν τόσο άμεσες όσο και μακροπρόθεσμες συνέπειες. Στα τέλη της δεκαετίας του 1970 και στις αρχές της δεκαετίας του 1980, η πιο άμεση επίδραση του ραγδαίου πληθωρισμού ήταν μια περίοδος υψηλών βραχυπρόθεσμων επιτοκίων που έβλαψαν σοβαρά την άκρως ρυθμιζόμενη βιομηχανία λιτότητας εξαιτίας της «αναντιστοιχίας της λήξης των περιουσιακών στοιχείων και των υποχρεώσεων. Επιπλέον, το υψηλό επίπεδο των επιτοκίων και η ακραία αστάθεια τους έδωσαν μεγαλύτερη έμφαση στη χρηματοοικονομική καινοτομία που διήρκεσε μεγάλο μέρος της δεκαετίας του 1980 και προκάλεσε μια κίνηση προς την απορρύθμιση των ενδιάμεσων χρηματοπιστωτικών οργανισμών.

Η ύφεση δεν θα είχε αναπτυχθεί το 1980 εάν αν δεν είχαν εφαρμοστεί τα μέτρα πιστωτικού ελέγχου της Ομοσπονδιακής Τράπεζας της 14ης Μαρτίου. Το σοκ για την οικονομία από αυτά τα μέτρα αντικατοπτρίζεται κυρίως σε δύο νέα χαρακτηριστικά του πιστωτικού ελέγχου.

Πρώτον, επιβλήθηκαν οριακά αποθεματικά σε μη τραπεζικούς δανειστές καταναλωτικών πιστώσεων, οι οποίοι δεν είχαν βιώσει καμία επίσημη ρύθμιση από τον πόλεμο της Κορέας σχεδόν τριάντα χρόνια πριν. Ωστόσο, ο αντίκτυπος ήταν πολύ περισσότερο από ψυχολογικός. Λόγω της αύξησης των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων στο εύρος του 20%, τα περισσότερα από αυτά τα ιδρύματα δανεισμού είχαν ήδη αρνητικά οριακά έσοδα από νέα δάνεια, στο βαθμό που τα ανώτατα όρια που ορίζονται από τους νόμους περί κρατικών χρεογράφων εμπόδισαν γενικά την αντιμετώπιση αυτών των δαπανών. Μέχρι τις 14 Μαρτίου, η κυρίαρχη άποψη μεταξύ των μεγάλων χρηματοοικονομικών καταναλωτικών εταιρειών ήταν ότι το υψηλό κόστος χρήματος ήταν παροδικό και ότι ο τρόπος για να κερδίσουμε μερίδιο αγοράς ήταν να δανείζουμε. Τώρα αυτά τα ιδρύματα πείστηκαν, όπως και οι εμπορικές τράπεζες στα μέσα του 1974, ότι θα επιβαλλόταν περιορισμός δανεισμού ανεξάρτητα από το τι συνέβη.

Δεύτερον, στον τομέα των εμπορικών τραπεζών, ο καθορισμός ανώτατων ορίων αύξησης δανείων εξαπλώνει ανησυχίες μεταξύ δανειστών και δανειζόμενων. Από την άποψη των

δανειοληπτών, η πιστωτική τους ασφυξία, τα προληπτικά υπόλοιπα χρημάτων τους – είχαν μόλις εξαλειφθεί. Από την άποψη των τραπεζών, έγινε επείγουσα η περικοπή οποιουδήποτε άλλου δανεισμού, προκειμένου να είναι σε θέση να εκπληρώσουν τις νομικές τους δεσμεύσεις. Τα καταναλωτικά δάνεια ήταν τα δάνεια που ήταν τα φθηνότερα για να περιοριστούν επειδή ήταν επί του παρόντος μη κερδοφόρα και επειδή δεν περιλάμβαναν μακροχρόνιες σχέσεις με τους πελάτες. Έτσι, τα περιθώρια δανεισμού έκλεισαν ξαφνικά, όπως και τα πρατήρια βενζίνης ένα χρόνο νωρίτερα, και με παράλληλες συνέπειες.

Μετά τα μέσα του 1976, όταν το ποσοστό προσωπικής αποταμίευσης μειώθηκε για πρώτη φορά κάτω από το 6% του διαθέσιμου εισοδήματος, οι ερευνητές είχαν καταλήξει ομόφωνα ότι η επικείμενη ύφεση ήταν πλέον γεγονός. Αυτές οι απόψεις δεν έδωσαν το κατάλληλο βάρος στην πλευρά της προσφοράς της πιστωτικής αγοράς. Το επιτόκιο αποταμίευσης είχε αυξηθεί και οι υφέσεις είχαν ακολουθήσει σε προηγούμενες περιόδους υψηλών επιτοκίων, καθώς τα υψηλά επιτόκια προκάλεσαν κάποια μετατόπιση των αγορών των καταναλωτών από απτά σε χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία. Αλλά τα κύρια χαρακτηριστικά περιόδων ασφυξίας και ύφεσης, ήταν η συνοδευτική μείωση της προσφοράς πιστώσεων στα νοικοκυριά, ιδίως της ενυπόθηκτης πίστης. Το 1980 ήταν η «κρίση» της πιστωτικής ικανότητας των καταναλωτών και οι νέοι κανονισμοί της Ομοσπονδιακής Τράπεζας που επιτάχυναν την ύφεση. Ένα νέο κανονιστικό πλαίσιο κεφαλαίων κινδύνου για τις τράπεζες στις Ηνωμένες Πολιτείες - το οποίο θεωρείται πως συνέβαλε στην ύφεση - εκπλήρωσε τη διεθνή συμφωνία τραπεζικού κεφαλαίου του 1988 μεταξύ των χωρών της G-10 που ονομάζεται Συμφωνία της Βασιλείας. Στόχοι του ήταν να μειώσει τον κίνδυνο του διεθνούς τραπεζικού συστήματος και να ελαχιστοποιήσει την ανταγωνιστική ανισότητα που προκύπτει από τις διαφορές μεταξύ των εθνικών κανονισμών τραπεζικών κεφαλαίων. (Η Συμφωνία της Βασιλείας - Basle Accord - αναλύεται εκτενέστερα σε επόμενο κεφάλαιο.)

Ενώ η κρατική παρέμβαση στον τραπεζικό τομέα έχει αναφερθεί ως ένας από τους σημαντικότερους παράγοντες που συμβάλλουν στη χρηματοπιστωτική ασφυξία της δεκαετίας του 1980, η επακόλουθη δράση της κυβέρνησης βοήθησε επίσης στη διάσωση του τομέα και στην επίτευξη της ανασύστασής του, παρόλο που ουσιαστικά άλλαξε. Καθώς η κρίση S&L επιδεινώθηκε στα τέλη της δεκαετίας του 1980, προέκυψε μια σειρά ρυθμιστικών και νομοθετικών αλλαγών, παράλληλα με την δημιουργία διαφόρων οργανισμών ελέγχου:

- Ιδρύθηκε το Γραφείο Εποπτείας (Office of Thrift Supervision - OTS), με την εξουσία ναύλωσης και ρύθμισης των ιδρυμάτων Savings & Loans (S&L's)

- Η Resolution Trust Corporation (RTC) ιδρύθηκε το 1989 για να πετάξει τις αποτυχημένες thrifts τράπεζες που έπεσαν στα χέρια των ρυθμιστικών φορέων.

Το Κογκρέσο θέσπισε επίσης το νόμο περί μεταρρύθμισης, ανάκτησης και επιβολής των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων του 1989 (FIRREA) - στον οποίο οι φορολογούμενοι άρχισαν να πληρώνουν το τίμημα - ως απάντηση στην εντεινόμενη κρίση. Αυτό αντικατέστησε την Federal Savings & Loan Insurance Corporation (FSLIC) και επέτρεψε τη μεταφορά των αποτυχημένων περιουσιακών στοιχείων, υποχρεώσεων και λειτουργιών του FSLIC στο πρόσφατα δημιουργημένο FSLIC Resolution Fund (FRF), το οποίο διευθύνεται από την κυβέρνηση του Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC).

Το Γενικό Λογιστήριο των ΗΠΑ υπολόγισε ότι το κόστος της κρίσης ήταν 160,1 δισεκατομμύρια δολάρια - 124,6 δισεκατομμύρια δολάρια εκ των οποίων καταβλήθηκε από την κυβέρνηση των ΗΠΑ από το 1986 έως το 1996. Αυτά τα στοιχεία δεν υπολογίζουν κρατικές διασώσεις ή χρήματα από thrift ασφαλιστικά ταμεία. Η Ομοσπονδιακή Εθνική Επιτροπή για τη Μεταρρύθμιση, την Ανάκτηση και την Επιβολή του Χρηματοπιστωτικού Ιδρύματος (NCFIRRE) σημείωσε ότι «υπήρχαν πάντοτε αποδείξεις απάτης, όπως και η ικανότητα των χειριστών να εκμεταλλεύονται τους οργανισμούς μέσω υψηλών μερισμάτων και μισθών, μπόνους, προνομίων και άλλα μέσα. Η τυπική μεγάλη αποτυχία ήταν εκείνη κατά την οποία η διοίκηση εκμεταλλεύτηκε.

Η πιστωτική ασφυξία της δεκαετίας του 1980 ήταν ουσιαστικά μια κρίση thrifts ιδρυμάτων, με κάποιες μεγάλες αποτυχίες εμπορικών τραπεζών να ρίχνονται στο μείγμα. Ένα ταχέως μεταβαλλόμενο ρυθμιστικό περιβάλλον τραπεζών, οι αυξημένες ανταγωνιστικές πιέσεις, η κερδοσκοπία σε ακίνητα και άλλα περιουσιακά στοιχεία από thrifts και οι ασταθείς οικονομικές συνθήκες ήταν σημαντικές αιτίες και πτυχές της κρίσης.

Τη δεκαετία του 1980, ο χρηματοπιστωτικός τομέας υπέστη μια περίοδο δυσφορίας που επικεντρώθηκε στη βιομηχανία αποταμιεύσεων και δανείων (S&L) της χώρας. Οι S&L's έχουν την καταγωγή τους στον κοινωνικό στόχο της επιδίωξης ιδιοκτησίας σπιτιού. Το πρώτο S&L's ιδρύθηκε στην Πενσυλβάνια το 1831. Αυτά τα ιδρύματα οργανώθηκαν αρχικά από

ομάδες ανθρώπων που επιθυμούσαν να αγοράσουν τα σπίτια τους, αλλά δεν είχαν επαρκείς οικονομίες για να τα αγοράσουν. Στις αρχές του 1800, οι τράπεζες δεν δανείστηκαν χρήματα για στεγαστικά δάνεια. Τα μέλη της ομάδας συγκεντρώνουν τις αποταμιεύσεις τους και τα δανείζουν σε μερικά από τα μέλη για να χρηματοδοτήσουν τις αγορές σπιτιού τους. Καθώς τα δάνεια εξοφλήθηκαν, τα χρήματα θα μπορούσαν τότε να δανειστούν σε άλλα μέλη.

Οι S&L's, μερικές φορές ονομάζονται thrifts, είναι γενικά μικρότερες από τις τράπεζες, τόσο σε αριθμό όσο και στα περιουσιακά στοιχεία που βρίσκονται υπό τον έλεγχό τους. Ωστόσο, ήταν τόσο σημαντικοί αγωγοί για την αγορά ενυπόθηκων δανείων των ΗΠΑ. Το 1980, υπήρχαν σχεδόν 4.000 ασφάλειες με συνολικά περιουσιακά στοιχεία 600 δισεκατομμυρίων δολαρίων, εκ των οποίων περίπου 480 δισεκατομμύρια δολάρια ήταν ενυπόθηκα δάνεια (FDIC). Αυτό αντιπροσώπευε το ήμισυ των περίπου 960 δισεκατομμυρίων δολαρίων σε ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια που ήταν εκκρεμεί εκείνη τη στιγμή.

Τα ποσοστά πληθωρισμού και τα επιτόκια αυξήθηκαν δραματικά στα τέλη της δεκαετίας του 1970 και στις αρχές της δεκαετίας του 1980. Αυτό προκάλεσε δύο προβλήματα για την S&L's. Πρώτον, τα επιτόκια που μπορούσαν να πληρώσουν στις καταθέσεις καθορίστηκαν από την ομοσπονδιακή κυβέρνηση και ήταν σημαντικά χαμηλότερα από αυτά που θα μπορούσαν να κερδίσουν αλλού, οδηγώντας τους αποταμιευτές να αποσύρουν τα χρήματά τους. Δεύτερον, η S&L's έκανε κυρίως μακροπρόθεσμα στεγαστικά δάνεια. Όταν τα επιτόκια αυξήθηκαν, αυτά τα στεγαστικά δάνεια έχασαν σημαντική αξία, η οποία ουσιαστικά εξάλειψε την καθαρή αξία της βιομηχανίας S&L's. Οι υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής απάντησαν με την ψήφιση του Νόμου περί Απορρύθμισης και Νομισματικού Ελέγχου των Θεματοφυλακών του 1980. Ωστόσο, οι ομοσπονδιακές ρυθμιστικές αρχές δεν διέθεταν επαρκείς πόρους για να αντιμετωπίσουν τις απώλειες που υπέφεραν οι S&L's. Αντ' 'αυτού, έλαβαν μέτρα για την απελευθέρωση της βιομηχανίας με την ελπίδα ότι θα μπορούσε να αναπτυχθεί και να ξεφύγει από τα προβλήματά της. Τα προβλήματα της βιομηχανίας, ωστόσο, αυξήθηκαν ακόμη πιο σοβαρά. Τελικά, οι φορολογούμενοι κλήθηκαν να παράσχουν διάσωση και το Κογκρέσο αναγκάστηκε να ενεργήσει με μια σημαντική μεταρρυθμιστική νομοθεσία καθώς η δεκαετία του 1980 έφτασε στο τέλος της. Η σχετικά μεγαλύτερη συγκέντρωση των δανείων S&L's σε στεγαστικά δάνεια, σε συνδυασμό με την εξάρτηση από καταθέσεις με βραχείες λήξεις για τη χρηματοδότησή τους, έκανε τα ιδρύματα αποταμίευσης ιδιαίτερα ευάλωτα σε αυξήσεις των επιτοκίων.

Καθώς ο πληθωρισμός και τα επιτόκια άρχισαν να μειώνονται στις αρχές της δεκαετίας του 1980, οι S&L's άρχισαν να ανακάμπουν κάπως, αλλά το βασικό πρόβλημα ήταν ότι οι ρυθμιστικές αρχές δεν είχαν τους πόρους για να επιλύσουν ιδρύματα που είχαν καταστεί αφερέγγυα. Για παράδειγμα, το 1983 εκτιμήθηκε ότι θα κόστιζε περίπου 25 δισεκατομμύρια δολάρια για την αποπληρωμή των ασφαλισμένων καταθετών αποτυχημένων ιδρυμάτων. Αλλά το ταμείο ασφάλισης των thrifts, γνωστό ως FSLIC, είχε αποθεματικά μόλις 6 δισεκατομμυρίων δολαρίων.

Ως αποτέλεσμα, η κανονιστική επιτροπή ήταν ανεκτική - πολλές αφερέγγυες thrifts αφέθηκαν να παραμείνουν ανοιχτές και τα οικονομικά τους προβλήματα επιδεινώθηκαν μόνο με την πάροδο του χρόνου. Οι ομοσπονδιακά ναυλωμένες S&L's είχαν την εξουσία να κάνουν νέα (και τελικά επικίνδυνα) δάνεια εκτός από στεγαστικά δάνεια. Ορισμένες πολιτείες θέσπισαν επίσης παρόμοιους ή ακόμη πιο επεκτατικούς κανόνες για κρατικά ναυλωμένα thrifts. Το όριο της ασφαλιστικής κάλυψης καταθέσεων αυξήθηκε από 40.000\$ σε 100.000\$, διευκολύνοντας ακόμη και τα προβληματικά ή αφερέγγυα ιδρύματα να προσελκύσουν καταθέσεις για δανεισμό. Ως αποτέλεσμα αυτών των κανονιστικών και νομοθετικών αλλαγών, η βιομηχανία S&L's γνώρισε ταχεία ανάπτυξη. Από το 1982 έως το 1985, τα περιουσιακά στοιχεία αυξήθηκαν 56%. Αυτή η αύξηση τροφοδοτήθηκε από την εισροή καταθέσεων καθώς οι thrifts άρχισαν να πληρώνουν υψηλότερα και υψηλότερα ποσοστά για να προσελκύσουν χρήματα.

Το Κογκρέσο το 1989 πέρασε το νόμο περί μεταρρύθμισης, ανάκτησης και εφαρμογής των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων του 1989, ο οποίος θέσπισε ορισμένες μεταρρυθμίσεις του κλάδου. Ο κύριος ρυθμιστής S&L's (το ομοσπονδιακό συμβούλιο ομοσπονδιακών δανείων στεγαστικών δανείων) καταργήθηκε, όπως και το πτωχευμένο FSLIC. Στη θέση τους, το Κογκρέσο δημιούργησε το OTS και έθεσε την ασφάλιση των thrifts στο FDIC. Επιπλέον, ιδρύθηκε και χρηματοδοτήθηκε η RTC για την επίλυση των υπόλοιπων προβληματικών S&L's. Η RTC έκλεισε 747 S&L's με περιουσιακά στοιχεία άνω των 407 δισεκατομμυρίων δολαρίων. Η καταστροφική κρίση έφτασε στο τέλος της όταν η RTC έκλεισε τελικά στις 31 Δεκεμβρίου 1995. Το τελικό κόστος για τους φορολογούμενους εκτιμάται ότι ανέρχεται σε 124 δισεκατομμύρια δολάρια. Δυστυχώς, η εμπορική τραπεζική βιομηχανία υπέστη επίσης το δικό της σύνολο προβλημάτων κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου, τόσο στο Τέξας όσο και αλλού. Αυτή η τραπεζική κρίση οδήγησε επίσης σε σημαντικές μεταρρυθμιστικές νομοθεσίες που άνοιξαν το δρόμο για μια περίοδο σταθερότητας και κερδοφορίας.

1.3.3 Η Πρόσφατη Πιστωτική Ασφυξία της Δεκαετίας του 2000

Κατά την κάμψη της αγοράς ακινήτων στις αρχές της δεκαετίας του 1990, μια τυπική νέα υποθήκη ήταν ένα σταθερό επιτόκιο απόσβεσης 30 ετών (Hayge 2001): ο οφειλέτης είχε μια σταθερή πληρωμή να πραγματοποιεί κάθε μήνα. Στα τέλη της δεκαετίας του 1990 και του 2000, παρουσιάστηκε μια τάση μείωσης και άρνησης των πληρωμών του υποθηκών των δανειοληπτών. Η αποπληρωμή του χρέους κατά το παρελθόν θεωρούνταν ως μέρος της σύμβασης μεταξύ ενός ατόμου και μιας κοινωνίας και μάλιστα ήταν και κάποια μορφή στίγματος αν δεν κατάφερνες να το αποπληρώσεις. Ωστόσο, αυτή η αντίληψη είχε αλλάξει και πλέον όλο και λιγότερα άτομα τους ενδιέφερε η τυχόν εικόνα τους αν δεν μπορούσαν να αποπληρώσουν το δάνειο. Όλες αυτές οι διαφορές από προηγούμενες μειώσεις ακινήτων σήμαινε ότι οι κάτοχοι ενυπόθηκων περιουσιακών στοιχείων το 2006 ήταν περισσότερο εκτεθειμένοι σε έναν κοινό συστηματικό παράγοντα κινδύνου από ό, τι είχαν ποτέ στο παρελθόν: το επίπεδο των τιμών των κατοικιών.

Ήδη από τον Μάρτιο του 2007, ένα πλήθος αναλυτών και δημοσιογράφων προειδοποιούσαν ότι οι χρηματοπιστωτικές αγορές στις Ηνωμένες Πολιτείες ήταν στα πρόθυρα μιας πιστωτικής ασφυξίας. Στις αρχές Αυγούστου, ο δημοσιογράφος επιχειρήσεων Jim Jubak κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η ασφυξία είχε φτάσει τελικά στον επιχειρηματικό τομέα, αλλά όχι ακόμη για τους καταναλωτές (Jubak 2007). Στη συνέχεια, στις αρχές Σεπτεμβρίου, μια έρευνα που χρηματοδοτήθηκε από ένα οργανισμό εμπορίου ενυπόθηκων δανείων παρείχε στοιχεία ότι τα νοικοκυριά αισθάνονταν επίσης την ασφυξία: το ένα τρίτο των στεγαστικών δανείων που προέρχονταν από μεσίτες στεγαστικών δανείων απέτυχε να κλείσει τον Αύγουστο επειδή οι μεσίτες δεν μπορούσαν να βρουν επενδυτές να αγοράσουν τα δάνεια (Zibel 2007).

Ένας τρόπος διαχείρισης κινδύνου αγοράς είναι να ελαχιστοποιηθεί ο αριθμός των προεπιλογών. Έτσι, τα στεγαστικά δάνεια προορίζονταν μόνο για δανειολήπτες υψηλής ποιότητας. Ωστόσο, τα υψηλά πιστωτικά περιθώρια και τα σχετικά χαμηλά βιώσιμα προεπιλεγμένα επιτόκια κατέστησαν πιθανό τον δανεισμό σε χαμηλότερης πιστωτικής ποιότητας δανειολήπτες κατά τις αρχές της δεκαετίας του 2000 και τους ενθάρρυναν να επεκτείνουν ενυπόθηκες πιστώσεις, σε ομάδες που 10 χρόνια νωρίτερα θα είχαν δυσκολευτεί ή θα ήταν αδύνατο να δανειστούν χρήματα. Αυτοί οι επισφαλείς δανειολήπτες αποτελούσαν

ένα όλο και μεγαλύτερο μερίδιο από τα άτομα που αποκτούσαν νέα στεγαστικά δάνεια κατά την περίοδο 2004-2006.

Η χρηματοοικονομική κρίση του 2007-08 και η πιστωτική ασφυξία που ακολούθησε, ήταν πολύ πιο περίπλοκες από τις προηγούμενες κρίσεις, επειδή η οικονομική καινοτομία επέτρεψε νέους τρόπους συσκευασίας και μεταπώλησης στοιχείων. Νέα περιουσιακά στοιχεία αναπτύχθηκαν με βάση τα subprime και άλλα στεγαστικά δάνεια, τα οποία στη συνέχεια πωλήθηκαν σε επενδυτές με τη μορφή επανασυσκευασμένων χρεωστικών τίτλων με αυξανόμενη πολυπλοκότητα. Αυτοί έλαβαν υψηλές βαθμολογίες και θεωρήθηκαν ασφαλείς, παρείχαν επίσης καλές αποδόσεις σε σύγκριση με τις πιο συμβατικές κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων. Ωστόσο, δεν ήταν τόσο ασφαλείς όσο πρότειναν οι αξιολογήσεις, επειδή η αξία τους συνδέθηκε στενά με τις κινήσεις των τιμών των κατοικιών.

Ενώ οι τιμές των κατοικιών αυξήθηκαν, αυτά τα περιουσιακά στοιχεία προσέφεραν σχετικά υψηλές αποδόσεις σε σύγκριση με άλλα περιουσιακά στοιχεία με παρόμοιες αξιολογήσεις κινδύνου αλλά, όταν οι τιμές των κατοικιών άρχισαν να πέφτουν, οι κατασχέσεις των στεγαστικών δανείων αυξήθηκαν. Τα πράγματα επιδεινώθηκαν, επειδή οι επενδυτές διατήρησαν στεγαστικά δάνεια σε τιτλοποιημένα περιουσιακά στοιχεία, έτσι οι απώλειές τους πολλαπλασιάστηκαν. Οι επενδυτές συνειδητοποίησαν ότι δεν είχαν κατανοήσει πλήρως την κλίμακα των πιθανών ζημιών σε αυτά τα περιουσιακά στοιχεία, τα οποία έστειλαν κύματα σοκ μέσω χρηματοπιστωτικών αγορών, και τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα αγωνίστηκαν να προσδιορίσουν το βαθμό έκθεσής τους σε πιθανές απώλειες. Οι τράπεζες απέτυχαν και το χρηματοπιστωτικό σύστημα υπέστη πίεση για μεγάλο χρονικό διάστημα. Το τραπεζικό σύστημα στο σύνολό του ήταν αρκετά ισχυρό για να μεταφέρει αυτές τις οντότητες στον ισολογισμό του το 2007-08, αλλά η επίδραση στη ζήτηση ρευστότητας είχε σοβαρό αντίκτυπο στη λειτουργία των χρηματαγορών. Τον Αύγουστο δύο ευρωπαϊκές τράπεζες, η IKB (Γερμανία) και η BNP Paribas (Γαλλία), έκλεισαν τα αμοιβαία κεφάλαια κινδύνου σε προβληματικές συνθήκες. Αυτά τα γεγονότα επρόκειτο να εξελιχθούν στην πιστωτική ασφυξία πλήρους κλίμακας του 2007-2008.

Στο παρελθόν, οι τράπεζες ήταν πρόθυμες να δανείσουν στις εταιρείες εξαγοράς, επειδή οι τράπεζες μπόρεσαν να μεταπωλήσουν τα δάνεια σε επενδυτές. Το πρόβλημα τον Ιούλιο του 2007, ωστόσο, ήταν ότι η αγορά νέων και υπαρχόντων δανείων εξαγοράς συρρικνώθηκε ραγδαία. Πράγματι, «Οι επενδυτές με χαρτοφυλάκια υφιστάμενων δανείων ανακάλυψαν (στα

τέλη Ιουλίου) ότι δεν μπορούσαν να πουλήσουν τα δάνεια τους σε καμία τιμή. Είχαν κολλήσει να κατέχουν δάνεια που χάνουν μεγάλα κομμάτια αξίας την ώρα. Και δεν μπορούσαν να βρουν έξοδο» (Jubak 2007). Επειδή άλλοι επενδυτές δεν ήθελαν να πιαστούν στην ίδια κατάσταση, οι συμφωνίες εξαγοράς καθυστέρησαν σύμφωνα με το τεύχος του BusinessWeek στις 3 Σεπτεμβρίου 2007, «Οι τράπεζες έχουν πλέον καθυστερημένες συμφωνίες 300 δισεκατομμυρίων δολαρίων» (Goldstein, 2007). Μέχρι το τέλος του έτους, δεν είχαν αλλάξει πολλά (Welch and Welch, 2007). Η αγορά εξαγοράς είναι μόνο μια διάσταση της πιστωτικής ασφυξίας. Μια άλλη διάσταση εμπεριέχει το «εμπορικό χαρτί», υποσχητικές πληρωμές που χρησιμοποιούν πολλές επιχειρήσεις για να καταφέρουν να εξασφαλίσουν βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση.

Μέχρι τα τέλη Αυγούστου 2007, η εμπορική αγορά χαρτιού που υποστηρίζεται από περιουσιακά στοιχεία ύψους 1,2 τρισεκατομμυρίων δολαρίων, η οποία συχνά χρησιμοποιεί υποθήκες ως ασφάλεια, «παγώνει», όπως ακριβώς και η αγορά δανείων εξαγοράς (Goldstein, 2007). Ακόμη μια άλλη διάσταση στην ασφυξία περιλαμβάνει το ρόλο των hedge funds (αμοιβαία κεφάλαια υψηλού κινδύνου), τα οποία σε μεγάλο βαθμό δεν ρυθμίζονται, λειτουργούν με σημαντικό απόρρητο και έχουν σχεδιαστεί κυρίως για πλούσιους ανθρώπους. Τέτοια κεφάλαια συγκαταλέγονται μεταξύ των θεσμικών οργάνων που έχουν βασιστεί περισσότερο στην έκδοση εμπορικού χαρτιού τα τελευταία χρόνια. Μέχρι πρόσφατα στα τέλη του 2006, οι τράπεζες της Wall Street δανείστηκαν ελεύθερα σε τέτοια κεφάλαια, και μεγάλο μέρος των δανεισμένων χρημάτων χρησιμοποιήθηκε για να επενδύσει σε τεράστια πακέτα ενυπόθηκων δανείων. Ωστόσο, όταν έγινε όλο και πιο ξεκάθαρο ότι μεγάλος αριθμός ιδιοκτητών σπιτιών δεν μπορούσαν να εξοφλήσουν τις υποχρεώσεις τους για στεγαστικά δάνεια, τα μετρητά που ρέουν για τα αντισταθμιστικά κεφάλαια εξαντλήθηκαν και οι διαχειριστές κεφαλαίων βρέθηκαν να βρίσκονται με τεράστιες απώλειες. Τον Ιούνιο του 2007, για παράδειγμα, δύο αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης που διαχειρίζεται η Bear Stearns εξαλείφθηκαν, με συνολική απώλεια 20 δισεκατομμυρίων δολαρίων (Foley, 2007).

Υπήρξε έντονη ανησυχία για την υγεία των τραπεζών παγκοσμίως, επειδή οι υποθήκες είχαν συσκευαστεί και πωληθεί σε διεθνείς τράπεζες (κυρίως σε ανεπτυγμένες χώρες). Μετά την αποτυχία της Lehman Brothers, αυτές οι ανησυχίες εξελίχθηκαν σε έναν τραπεζικό πανικό στον οποίο ιδιωτικοί χρηματοδότες, π.χ. αμοιβαία κεφάλαια, απέσυραν τη χρηματοδότησή τους και οι κεντρικές τράπεζες έψαχναν τρόπους για να αντικαταστήσουν τα ιδιωτικά κεφάλαια που είχαν αποχωρήσει.

Αν και στις αρχές της δεκαετίας του 1990, η σημασία των επεισοδίων πιστωτικής ασφυξίας, που αναφέρονται επίσης ως ασφυξίες τραπεζικών κεφαλαίων, ήταν αμφιλεγόμενη (για παράδειγμα, Berger and Udell 1994; Oliner and Rudebush 1996; Sharpe 1995), θεωρήθηκε ευρέως αποδεκτό κατά τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008 ότι η πιστωτική διαθεσιμότητα ήταν πράγματι ένα πρόβλημα. Ως εκ τούτου, πολλά από τα διορθωτικά μέτρα που προτάθηκαν για την ανακούφιση των πιστωτικών δυσλειτουργιών χρησιμοποιήθηκαν, στην πραγματικότητα, κατά τα πρώτα στάδια της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008 για τον περιορισμό των πιθανών προβλημάτων διαθεσιμότητας πιστώσεων. Αυτά τα μέτρα περιλάμβαναν εγχύσεις κεφαλαίων σε προβληματικές τράπεζες, την παροχή διευκολύνσεων ρευστότητας από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα και, στην αρχική δοκιμασία άγχους, μια πρωταρχική εστίαση στην άντληση τραπεζικών κεφαλαίων αντί να επιτρέψουν στις τράπεζες να συρρικνώσουν τα περιουσιακά στοιχεία για να διατηρήσουν ή να ανακτήσουν, απαιτούμενους δείκτες κεφαλαίου. Αυτές οι πολιτικές βοήθησαν τις τράπεζες να παραμείνουν βιώσιμες και βοήθησαν επίσης τους τραπεζικούς δανειολήπτες, συμπεριλαμβανομένου και ενός μεγάλου αριθμού νοικοκυριών και επιχειρήσεων. Βεβαίως, αυτές οι πολιτικές απαντήσεις δεν αντιστάθμισαν πλήρως τα προβλήματα διαθεσιμότητας πίστωσης εκείνη τη στιγμή, αλλά παρείχαν την απαραίτητη υποστήριξη για την ανάκαμψη της πραγματικής οικονομίας. Παρά τη σχετική αδυναμία αυτής της ανάκαμψης από ιστορικά πρότυπα, αυτή η υποστήριξη πολιτικής βοήθησε να τοποθετήσει την οικονομία των ΗΠΑ σε πολύ καλύτερο μέρος επτά χρόνια μετά την κρίση από τις θέσεις των πιο ανεπτυγμένων οικονομιών σήμερα.

1.3.4 Η Πιστωτική Ασφυξία στην Ιαπωνία

Η αρχή της δεκαετίας του 1990 στην Ιαπωνία χαρακτηρίζεται από την παρουσία χρηματοοικονομικής κρίσης, η οποία οδήγησε σε πιστωτική ασφυξία. Η κρίση παρουσιάστηκε ενώ η οικονομία της Ιαπωνίας βρισκόταν σε τροχιά ανάπτυξης, γεγονός που αποτυπωνόταν τόσο στην αγορά ακινήτων όσο και στους δείκτες του Χρηματιστηρίου. Στην Ιαπωνία μετά τα τέλη του Δεύτερου Παγκοσμίου Πολέμου, υπήρχε έντονα η τάση της αποταμίευσης και ήταν κάτι που προωθούνταν και από τις εκάστοτε κυβερνήσεις. Αυτό είχε σαν συνέπεια να αυξηθούν οι καταθέσεις στις τράπεζες και να υπάρχει μεγάλο εμπορικό πλεόνασμα. Το ιαπωνικό γιεν βρισκόταν σε ανοδική πορεία και ανατιμήθηκε έναντι των ξένων νομισμάτων, κυρίως χάρη στα εντυπωσιακά εμπορικά πλεονάσματα και το

αναδυόμενο τραπεζικό σύστημα της χώρας, που ήταν πρόθυμο να επεκτείνει τον δανεισμό. Αυτό επέτρεψε σε τοπικές εταιρείες να επενδύουν σε κεφάλαια ευκολότερα απ' ότι οι ανταγωνιστές τους στο εξωτερικό, με αποτέλεσμα να μειωθεί η τιμή των Ιαπωνικών προϊόντων και να διευρυνθεί το εμπορικό πλεόνασμα περαιτέρω.

Η ύπαρξη τόσο πολλών κεφαλαίων άμεσα διαθέσιμων για επενδύσεις, σε συνδυασμό με την οικονομική απορρύθμιση και την χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής που εφάρμοσε η τράπεζα της Ιαπωνίας στα τέλη της δεκαετίας του 1980, και η οικονομική φιλελευθεροποίηση σε όλη τη διάρκεια της δεκαετίας του '80 και η ανάγκη ενίσχυσης του δολαρίου στο τέλος της δεκαετίας, οδήγησε στην επέκταση της πίστωσης. Κατά το μεγαλύτερο μέρος της δεκαετίας του '80, οι τιμές των ακινήτων αυξήθηκαν σημαντικά φθάνοντας σε πολύ υψηλά επίπεδα. Οι τιμές των ακινήτων είχαν εκτιναχθεί το 1989 στο Τόκυο (Kanaya and Woo, 2000).

Ανήσυχη σχετικά με τη φούσκα στην αγορά των ακινήτων και τις τιμές των μετοχών, η Τράπεζα της Ιαπωνίας άρχισε να αυξάνει το προεξοφλητικό επιτόκιο τον Μάιο του 1989, από 2,5% σε 6,0%. Επιπλέον, περιόρισε τον ρυθμό αύξησης των δανείων προς τον κλάδο των ακινήτων, έτσι ώστε να μην μπορεί να υπερβαίνει τον ρυθμό αύξησης του συνολικού δανεισμού και ανάγκασε όλες τις τράπεζες να αναφέρουν τη χορήγηση δανείων στον κλάδο των κατασκευών. Και οι δύο αυτές παρεμβάσεις ανάγκασαν τον τομέα των ακινήτων σε απομόχλευση, οδηγώντας τις τιμές προς τα κάτω.

Πολλές εταιρείες ακινήτων χρεοκόπησαν, οδηγώντας σε μαζικές πωλήσεις στην ακίνητη περιουσία. Από τη στιγμή που τα ακίνητα ήταν η κύρια εγγύηση για πολλές βιομηχανίες, ο συνολικός δανεισμός μειώθηκε, σπρώχνοντας προς τα κάτω την αξία των εξασφαλίσεων, ακόμα περισσότερο. Τελικά, η μείωση στις τιμές των ακινήτων οδήγησε σε πρόβλημα υπερβολικού χρέους για όλο τον ιαπωνικό τραπεζικό τομέα, ακρωτηριάζοντας την ιαπωνική οικονομία για δεκαετίες (Hoshi και Kashyap, 2004). Οι περικοπές στη δανειοδοτική δραστηριότητα οδήγησαν σε οικονομικές δυσκολίες για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις (MME). Οι MME που ασχολούνται με επενδύσεις σε ακίνητα και μη τραπεζικές εταιρείες που συνδέονται με χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και μετοχές κινητών αξιών έχουν πληγεί περισσότερο. Αυτές οι εταιρείες προσπάθησαν να συγκεντρώσουν όσο το δυνατόν περισσότερα χρήματα από χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και αγορές για να διασφαλίσουν την

επιβίωσή τους, αλλά τέτοιες προσπάθειες ήταν μάταιες. Πράγματι, ακόμη και οι μητρικές εταιρείες τους δεν μπορούσαν να χρηματοδοτήσουν τις συνδεδεμένες εταιρείες τους.

Άλλοι πίστευαν ότι η οικονομική κρίση προκλήθηκε από την πτώση των τιμών της γης. Ο αποπληθωρισμός των τιμών της γης μείωσε την αξία του ως εξασφάλιση, με αποτέλεσμα οι τράπεζες να υποστούν ζημιές που οφείλονται στην πτώχευση των δανειστών τους. Αυτό ώθησε την Ιαπωνία σε έναν κύκλο με τον οποίο η αυξημένη συχνότητα πτώχευσης σε συνδυασμό με την πτώση των τιμών της γης αύξησε τον αριθμό των μη εξυπηρετούμενων δανείων. Αυτό ανάγκασε τις τράπεζες να μειώσουν το βαθμό στον οποίο προσέφεραν δάνεια σε εταιρείες. Με τη σειρά του, η πιστωτική ασφυξία μείωσε τις επιλογές για τους δανειολήπτες και συνεπώς συνέβαλε περαιτέρω σε εκτεταμένες πτωχεύσεις, οδηγώντας έτσι την ιαπωνική οικονομία σε βαθύτερη αναταραχή. Για να τερματίσει αυτόν τον κύκλο, η ιαπωνική κυβέρνηση παρείχε ένα μεγάλο ποσό δημόσιων πόρων στις τράπεζες το 1998 και το 1999. Παρά τις σχετικά σαφείς εξηγήσεις για την πιστωτική ασφυξία, είναι σημαντικό να αναγνωρίσουμε ότι το πρόβλημα δεν ήταν τόσο απλό. Από τις αρχές της δεκαετίας του 1990, η ιαπωνική οικονομία ήταν σε ύφεση και το επιτόκιο του δανείου μειώθηκε. Επομένως, η μείωση του συνόλου των εκκρεμών δανείων μπορεί να έχει τις ρίζες της στη ζήτηση δανείων, παρά στην προσφορά τους.

Η πραγματική οικονομία είχε επηρεαστεί δυσμενώς από την χρηματοοικονομική φούσκα και τα ποσοστά ανάπτυξης ήταν αρνητικά. Σύμφωνα με την Τράπεζα της Ιαπωνίας οι κυριότεροι παράγοντες που ευθύνονται για τη δημιουργία της φούσκας ήταν: (α) η επιθετική συμπεριφορά των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, (β) η απορρύθμιση της αγοράς, (γ) η χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής, (δ) η ευνοϊκή φορολογική πολιτική για την αγορά ακινήτων και (ε) η συγκέντρωση της επιχειρηματικής και οικονομικής δραστηριότητας στο Τόκυο. Ο χρόνος μετά την κατάρρευση της φούσκας, είναι γνωστός ως «χαμένη δεκαετία» (Kanaya and Woo, 2000).

Η ιαπωνική κυβέρνηση, αντέδρασε εισάγοντας «πολιτικές υποστήριξης επιχειρήσεων» και προσπαθεί να δημιουργήσει νέες βιομηχανίες υποστηρίζοντας την ανάπτυξη καινοτόμων start-up επιχειρήσεων. Ωστόσο, παρά τα μέτρα που είχαν παρθεί από την ιαπωνική κυβέρνηση, οι αγορές χρηματοδότησης των επιχειρήσεων δεν λειτούργησαν κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου σοβαρής πιστωτικής ασφυξίας. Εναλλακτικές χρηματοπιστωτικές αγορές, όπως οι ιδιωτικές αγορές μετοχών, οι οποίες περιλαμβάνουν

επενδυτικά κεφάλαια επιχειρηματικών κεφαλαίων και «επιχειρηματικούς αγγέλους», και οι οποίες εμφανίστηκαν στις ΗΠΑ και στο Ηνωμένο Βασίλειο στις δεκαετίες 1980 και 1990 (Harrison και Mason 1996), δεν υπάρχουν σε κάποια σημαντική κλίμακα στην Ιαπωνία.

Αυτή η κρίσιμη κατάσταση επιδεινώθηκε από τις ασιατικές οικονομικές κρίσεις. Πολλά ιαπωνικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα είχαν επεκτείνει τις δανειοδοτικές τους δραστηριότητες στην Ανατολική και Νοτιοανατολική Ασία τη δεκαετία του 1990 μετά την έκρηξη της ιαπωνικής «φούσκας» στις αρχές της δεκαετίας του και υπήρχε ανησυχία ότι η οικονομική κρίση σε αυτές τις χώρες ενδέχεται να οδηγήσει σε περισσότερα επισφαλή χρέη μεταξύ των ιαπωνικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.

Ορισμένοι οικονομολόγοι υποστήριζαν ότι η πτώση των τιμών των μετοχών που προέκυψε από την έκρηξη της φούσκας στην Ιαπωνία το 1990 μείωσε τα τραπεζικά περιουσιακά στοιχεία και, ως εκ τούτου, μείωσε το κεφάλαιο τους. Ως αποτέλεσμα, οι τράπεζες αναγκάστηκαν να συμπίεσουν τα δάνεια για να συμμορφωθούν με τους κανονισμούς που έχει θεσπίσει η Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών (BIS). Το Υπουργείο δήλωσε την πρόθεσή του να εφαρμόσει αυστηρά τους κανονισμούς BIS (δείκτης καθαρής αξίας 8%) σε χρηματοπιστωτικά ιδρύματα με διεθνείς δραστηριότητες και να σταματήσει τις τραπεζικές δραστηριότητες ιδρυμάτων που δεν κατάφεραν να επιτύχουν το ελάχιστο ποσοστό 4% της καθαρής αξίας ως μέσο διασφάλισης της υγιούς χρηματοοικονομικής βάσης όλων των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων από τον Απρίλιο του 1998. Για να καταστήσει σαφείς τις προθέσεις του, στα τέλη του 1996, το Υπουργείο Οικονομικών διέταξε τον τερματισμό των εργασιών της Hanwa Bank, μιας τοπικής τράπεζας στο δυτικό τμήμα της Ιαπωνίας, χωρίς περαιτέρω διαδικασίες. Αυτή η άνευ προηγουμένου απόφαση του Υπουργείου Οικονομικών σηματοδότησε την εκκαθάριση των αδύναμων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων με επισφαλή χρέη. Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ανταποκρίθηκαν σε αυτήν τη νέα κατάσταση προσπαθώντας να διαγράψουν τα επισφαλή χρέη τους και να μειώσουν τα υπόλοιπα τους.

Δεν πέρασε πολύς καιρός προτού οι αδύναμες συνδεδεμένες εταιρείες, όπως η Sanyo General Capital και η Yamaichi Finance, τα επιχειρηματικά κεφάλαια και τα μη τραπεζικά όπλα της Sanyo Securities και της Yamaichi Securities, αντίστοιχα, και επίσης η εταιρεία χρηματοδοτικής μίσθωσης και μη τραπεζικής της Hokkaido Takushoku Bank δεν μπόρεσαν να διατηρήσουν οι δραστηριότητές τους ανοίγουν χωρίς περαιτέρω βοήθεια από τις μητρικές τους εταιρείες. Αυτό, με τη σειρά του, εγείρει ανησυχίες στο χρηματιστήριο σχετικά με τη

χρηματοοικονομική υγεία των μητρικών εταιρειών. Το αποτέλεσμα ήταν μια απότομη πτώση των τιμών των μετοχών αυτών των εταιρειών, συνέπεια τούτου ήταν να γίνει εξαιρετικά δύσκολο να συγκεντρώσουν περισσότερα χρήματα από τις χρηματοπιστωτικές αγορές ή άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Τον Σεπτέμβριο του 1997, η τιμή της μετοχής των Hokkaido Takushoku Bank και Sanyo Securities μειώθηκε κάτω από τα 100¥, με αποτέλεσμα το χρηματιστήριο να ανησυχεί σοβαρά για το μέλλον τους. Οι προσπάθειες αυτής της Τράπεζας και της Securities House να βρουν τρόπους επιβίωσης, περιλαμβάνοντας ακόμα και την διαχείριση τους από μη ιαπωνικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Ωστόσο, παρόλο που ορισμένα ιδρύματα είχαν αρχικά εκδηλώσει ενδιαφέρον, κανένα δεν ήταν τελικά πρόθυμο να πραγματοποιήσει την εξαγορά.

Αυτές οι αποτυχίες μεταξύ χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και οίκων κινητών αξιών να βρουν πρόθυμους αγοραστές μεταξύ μη ιαπωνικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων ενίσχυσαν τους φόβους για τις μελλοντικές προοπτικές τους. Αυτό δημιούργησε ακόμη περισσότερες δυσκολίες στη συγκέντρωση χρημάτων από άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ή τις χρηματοπιστωτικές αγορές. Ορισμένα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα άρχισαν να ανακαλούν τα δάνεια τους. Στη συνέχεια, ο Yamaichi, ένας από τους οίκους κινητών αξιών των «Big Four», δήλωσε την εκούσια εκκαθάρισή του. Ακολούθησαν οι χρεοκοπίες της Sanyo Securities και της Hokkaido Takushoku Bank. Αυτές οι πτωχεύσεις προκάλεσαν σοβαρές ανησυχίες ότι ακόμη και τα «γκρίζα περιουσιακά στοιχεία» των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, που δεν έχουν ακόμη χαρακτηριστεί ως επισφαλή χρέη, θα μπορούσαν να γίνουν άσχημα λόγω της πιθανότητας ότι αυτές οι αποτυχίες θα προκαλούσαν αλυσιδωτές πτωχεύσεις μεταξύ χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και τίτλων.

Σύμφωνα με την Ετήσια Έκθεση για τις Εθνικές Στατιστικές Εισοδήματος (1997), τα ακαθάριστα ποσά των αποθεμάτων αυξήθηκαν από 242 τρισ. γιεν το 1985 σε μια κορύφωση των 890 τρισ. γιεν το 1989, και στη συνέχεια μειώθηκαν στα 402 τρισ. γιεν το 1992. Η αξία της γης αυξήθηκε από 1.004 τρισ. ¥ το 1985 σε ανώτατο όριο στα 2.389 τρισ. 1990 και στη συνέχεια πίσω σε 1.740 τρισ. γιεν το 1996. Η αξία των αποθεμάτων στις αγορές είναι τώρα στο μισό της μέγιστης αξίας τους. Η μείωση της αξίας των αποθεμάτων και της γης είναι 488 τρισ. Και περίπου 649 τρισ. αντίστοιχα. Το ετήσιο ιαπωνικό ονομαστικό ακαθάριστο εγχώριο προϊόν (ΑΕΠ) αυξήθηκε 4% από 324,3 τρισ. Γιεν το 1985 σε 503,1 τρισ. γιεν το 1996.

Παρόλο που τα δημόσια κεφάλαια σταδιακά κατέστησαν διαθέσιμα ξανά για τις

τράπεζες για να καταφέρουν να αναδιαρθρώσουν τους ισολογισμούς τους, πολλές από αυτές δεν κατάφεραν να το κάνουν. Διότι υπήρχε δισταγμός να αποκαλύψουν τις μακροχρόνιες κρυφές ζημίες και παράλληλα φοβόντουσαν ότι θα στιγματιστούν αν το έκαναν. Παράλληλα αφού οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων έπεφταν, τα νοικοκυριά και οι επενδυτές συσσωρεύαν το κεφάλαιο τους αυξάνοντας τις αποταμιεύσεις τους επειδή τα μετρητά θα αξίζουν περισσότερο αύριο από τι σήμερα, και δυσκόλευαν ακόμα περισσότερο την κατάσταση, διότι οι τράπεζες δεν μπορούσαν και δεν επιθυμούσαν να προχωρήσουν σε δανεισμό.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2:

ΤΑ ΑΙΤΙΑ ΠΟΥ ΟΔΗΓΟΥΝ ΣΕ ΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΑΣΦΥΞΙΑ, ΟΙ ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ ΤΗΣ ΠΙΣΤΩΤΙΚΗΣ ΑΣΦΥΞΙΑΣ ΚΑΙ ΟΙ ΤΡΟΠΟΙ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗΣ

2.1 Τα Αίτια Δημιουργίας Πιστωτικής Ασφυξίας

Η πιστωτική ασφυξία προκαλείται συχνά από μια παρατεταμένη περίοδο απρόσεκτου και ακατάλληλου δανεισμού, η οποία έχει ως αποτέλεσμα ζημίες για τα πιστωτικά ιδρύματα και τους επενδυτές σε χρέη όταν τα δάνεια καθίστανται μη εξυπηρετούμενα και η πλήρης έκταση των επισφαλών χρεών γίνεται γνωστή (Bernanke et al., 1991).

Υπάρχουν διάφοροι λόγοι για τους οποίους οι τράπεζες ενδέχεται ξαφνικά να σταματήσουν ή να καθυστερήσουν τη δραστηριότητα δανεισμού. Για παράδειγμα, η ανεπαρκής πληροφόρηση σχετικά με την οικονομική κατάσταση των δανειοληπτών μπορεί να οδηγήσει σε άνηση του δανεισμού όταν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα υπερεκτιμούν την πιστοληπτική ικανότητα, ενώ η ξαφνική αποκάλυψη πληροφοριών που υποδηλώνουν ότι οι δανειολήπτες είναι ή ήταν λιγότερο αξιόπιστοι μπορεί να οδηγήσει σε ξαφνική συρρίκνωση της πίστωσης. Άλλες αιτίες μπορεί να περιλαμβάνουν την αναμενόμενη μείωση της αξίας των εξασφαλίσεων που χρησιμοποιούνται από τις τράπεζες για την εξασφάλιση των δανείων (Peen & Rosengren, 1995). Σε εξωγενώς καθοδηγούμενη μεταβολή των νομισματικών συνθηκών (για παράδειγμα, όταν η κεντρική τράπεζα ξαφνικά και απροσδόκητα εγείρει υποχρεώσεις τήρησης ελάχιστων αποθεματικών ή επιβάλλει νέους ρυθμιστικούς περιορισμούς στη δανειοδότηση), η κεντρική κυβέρνηση επιβάλλει άμεσους ελέγχους πιστώσεων στο τραπεζικό σύστημα ή ακόμη και αυξημένη αντίληψη του κινδύνου όσον αφορά τη φερεγγυότητα άλλων τραπεζών εντός του τραπεζικού συστήματος (Peen & Rosengren, 1995).

Οι εύκολες πιστωτικές προϋποθέσεις (μερικές φορές αναφέρονται ως «εύκολο χρήμα» ή «χαλαρή πίστωση») χαρακτηρίζονται από χαμηλά επιτόκια για τους δανειολήπτες και χαλαρές πρακτικές δανεισμού από τους τραπεζίτες, καθιστώντας εύκολη τη λήψη φθηνών δανείων. Ωστόσο, στην πιστωτική ασφυξία συμβαίνει το αντίθετο, δηλαδή τα επιτόκια αυξάνονται και οι πρακτικές δανεισμού σφίγγουν. Οι εύκολες πιστωτικές συνθήκες σημαίνουν ότι τα κεφάλαια είναι άμεσα διαθέσιμα στους δανειολήπτες, με αποτέλεσμα οι

τιμές των περιουσιακών στοιχείων να αυξάνονται εάν τα δανεισμένα κεφάλαια χρησιμοποιούνται για την αγορά περιουσιακών στοιχείων σε μια συγκεκριμένη αγορά, όπως ακίνητα ή μετοχές (Buera et al., 2015).

Σε μια πιστωτική «φούσκα», τα πρότυπα δανεισμού γίνονται λιγότερο αυστηρά. Η εύκολη πίστωση αυξάνει τις τιμές σε μια κατηγορία περιουσιακών στοιχείων, συνήθως ακινήτων ή μετοχών. Αυτές οι αυξημένες αξίες περιουσιακών στοιχείων στη συνέχεια γίνονται η εξασφάλιση για περαιτέρω δανεισμό. Κατά τη διάρκεια της ανοδικής φάσης στον πιστωτικό κύκλο, οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων ενδέχεται να παρουσιάσουν περιόδους υψηλών ανταγωνιστικών προσφορών, προκαλώντας πληθωρισμό σε μια συγκεκριμένη αγορά περιουσιακών στοιχείων, προκαλώντας ενδεχομένως στη συνέχεια μια τιμή «φούσκα». Καθώς αυτή η άνοδος στη δημιουργία νέων χρεών αυξάνει επίσης την προσφορά χρήματος και τονώνει την οικονομική δραστηριότητα, το γεγονός αυτό τείνει επίσης να αυξάνει προσωρινά την οικονομική ανάπτυξη και την απασχόληση (Rowbotham, 1998). Αξίζει να σημειωθεί πως στις εν λόγω «φούσκες» συμβάλλουν αρκετοί ψυχολογικοί παράγοντες. Πιο συγκεκριμένα, η κοινωνική αγέλη ακολουθεί τη συμπεριφορά των άλλων, υποθέτοντας ότι ξέρουν τι κάνουν. Επιπλέον, οι άνθρωποι μπορεί να υποθέσουν ότι οι ασυνήθιστα ευνοϊκές τάσεις (π.χ. εξαιρετικά χαμηλά επιτόκια) θα συνεχιστούν επ' αόριστον. Τα κίνητρα μπορεί επίσης να ενθαρρύνουν τη ρισκοκίνδυνη συμπεριφορά, με χαρακτηριστικό παράδειγμα την κίνηση μίας κυβέρνησης να διασώσει χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που αντιμετωπίζουν προβλήματα (π.χ. μακροπρόθεσμη διαχείριση κεφαλαίου και κρίση ενυπόθηκων δανείων subprime) (Rowbotham, 1998).

Η κρίση προκαλείται γενικά από τη μείωση των τιμών της αγοράς των προηγουμένως «υπερπληθωρισμένων» περιουσιακών στοιχείων και αναφέρεται στην οικονομική κρίση που προκύπτει από την κατάρρευση των τιμών. Αυτό μπορεί να οδηγήσει σε εκτεταμένο αποκλεισμό ή πτώχευση για όσους ήρθαν αργά στην αγορά, καθώς οι τιμές των προηγουμένως διογκωμένων περιουσιακών στοιχείων μειώθηκαν κατακόρυφα. Αντίθετα, μια κρίση ρευστότητας πυροδοτείται όταν μια κατά τα άλλα υγιής επιχείρηση βρίσκεται προσωρινά ανίκανη να έχει πρόσβαση σε μία χρηματοδότηση «γέφυρα» που χρειάζεται για να επεκτείνει τις δραστηριότητές της ή να εξομαλύνει τις πληρωμές ταμειακών ροών της. Σε αυτήν την περίπτωση, η πρόσβαση σε πρόσθετα πιστωτικά όρια και η διαπραγμάτευση μέσω της κρίσης μπορεί να επιτρέψει στην επιχείρηση να προσπεράσει αυτό το πρόβλημα και να διασφαλίσει τη συνεχιζόμενη φερεγγυότητα και βιωσιμότητά της. Συχνά είναι δύσκολο να

καταστεί σαφές, εν μέσω κρίσης, εάν οι προβληματικές επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν κρίση φερεγγυότητας ή προσωρινή κρίση ρευστότητας (Rowbotham, 1998).

Πολλοί τραπεζίτες, νομοθέτες, δανειολήπτες και ρυθμιστικές αρχές έχουν εκφράσει τις απόψεις τους για τα αίτια των πιστωτικών κρίσεων. Οι τραπεζίτες αναφέρουν την έλλειψη υψηλής ποιότητας ζήτησης δανείων, οι νομοθέτες κατηγορούν τους υπερβάλλοντες ρυθμιστές, οι δανειζόμενοι αναφέρουν ότι οι τράπεζες είναι πολύ συντηρητικές, ενώ οι ρυθμιστικές αρχές ενθαρρύνουν τους τραπεζίτες να δανείζουν και να ενημερώνουν τους εξεταστές τους για να διευκολύνουν την επέκταση της πίστωσης, διατηρώντας όμως την ασφάλεια και την ευρωστία του τραπεζικού συστήματος. Πολλοί οικονομολόγοι που μελετούν την πιστωτική ασφυξία την εξηγούν ως κυκλική μείωση της πιστωτικής ζήτησης. Συχνά υποδηλώνουν ότι η κυκλική ανάκαμψη ενισχύεται από διαρθρωτικές αλλαγές στη ζήτηση για πιστώσεις. Αυτοί οι οικονομολόγοι έχουν ελαχιστοποιήσει τους πολυάριθμους σημαντικούς παράγοντες που έχουν μειώσει την ικανότητα των τραπεζών να παρέχουν πιστώσεις ή, τουλάχιστον, έχουν αυξήσει το κόστος παροχής τους (Ryan, 2008).

Ενώ υπάρχουν και άλλες πηγές πιστώσεων για τις επιχειρήσεις, οι τράπεζες εξακολουθούν να είναι ζωτικής σημασίας, ιδίως για τις μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις. Πολλοί από τους παράγοντες που περιορίζουν την παροχή πιστώσεων από τις τράπεζες επηρεάζουν και άλλους προμηθευτές πιστώσεων. Σε ορισμένες περιπτώσεις, ωστόσο, οι παράγοντες που περιορίζουν τις πιστώσεις από τις τράπεζες είναι μοναδικοί για τις τράπεζες και τις θέτουν σε ανταγωνιστικό μειονέκτημα (Elliehausen & Wolken, 1990).

Ενώ οι ζημιές από δάνεια μειώνουν άμεσα το κεφάλαιο, η εξυγίανση των τραπεζών και των ληπτών φαίνεται πως αυξάνει τη ζήτηση για κεφάλαια. Μετά την αποτυχία ενός ιδρύματος κατάθεσης, τα περιουσιακά του στοιχεία αναλαμβάνονται από τον ασφαλιστή καταθέσεων. Συνήθως, ο ασφαλιστής πωλεί το ίδρυμα, συχνά μετά τον καθαρισμό του χαρτοφυλακίου των μη εξυπηρετούμενων περιουσιακών στοιχείων. Το απορροφούν ίδρυμα πρέπει να έχει επαρκές κεφάλαιο που υπερβαίνει τα ρυθμιστικά ελάχιστα ώστε να μπορεί να αυξήσει τα συνολικά στοιχεία ενεργητικού του χωρίς να έχει υποκεφαλαιοποιηθεί (Ryan, 2008).

Η εξυγίανση των τραπεζών και των χρεών που απέτυχαν δεν είναι η μόνη πηγή περιουσιακών στοιχείων που έπρεπε να αποκτηθούν. Πολλές τράπεζες που δεν απέτυχαν αλλά κεφαλαιοποιήθηκαν μείωσαν τα περιουσιακά τους στοιχεία για να βελτιώσουν τους δείκτες

μόχλευσης. Έπρεπε να πωλήσουν αυτά τα περιουσιακά στοιχεία σε υγιέστερα ιδρύματα τα οποία είχαν επαρκές πλεονάζον κεφάλαιο για να αγοράσουν τα περιουσιακά στοιχεία και εξακολουθούν να έχουν επαρκή κεφαλαιοποίηση. Οι Baer & Mc Elravey (1993) χαρακτήρισαν αυτή τη διαδικασία ανακύκλωση των περιουσιακών στοιχείων, υποδηλώνοντας ότι τα περιουσιακά στοιχεία ανακυκλώνονται από τράπεζες με ανεπαρκή κεφαλαιοποίηση σε τράπεζες με καλή κεφαλαιοποίηση.

Ο αποτελεσματικός δανεισμός συνεπάγεται τη δυνατότητα των τραπεζιτών να αναπτύσσουν εξειδικευμένες πληροφορίες σχετικά με τους δανειολήπτες τους. Οι πληροφορίες αυτές επιτρέπουν στους τραπεζίτες να λαμβάνουν ενημερωμένες πιστωτικές αποφάσεις με ελάχιστο κόστος. Οτιδήποτε διαταράσσει τη σχέση τραπεζίτη-δανειολήπτη μπορεί να χάσει ή να καταστρέψει τις εξειδικευμένες πληροφορίες που έχει ένας τραπεζίτης για έναν συγκεκριμένο δανειολήπτη. Ένας τύπος αυτών των ειδικών πληροφοριών είναι η αξιολόγηση από την τράπεζα τού χαρακτήρα του δανειολήπτη και αν θα τηρήσει τη δέσμευση να εξοφλήσει ένα δάνειο υπό αντίξοες συνθήκες. Όταν μια τράπεζα πτωχεύσει, τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια συχνά τοποθετούνται σε τράπεζα συλλογής και οι δανειολήπτες πρέπει να δημιουργήσουν νέες τραπεζικές σχέσεις, ωστόσο πλέον δεν υφίσταται ο χαρακτηρισμός που τους είχε δοθεί από την αρχική τράπεζα, του καλού ή κακού πληρωτή, καθώς η σχέση ξεκινάει από την αρχή με τη νέα τράπεζα (Brunnermeier, 2009).

Σύμφωνα με μελέτες, υπάρχουν στοιχεία που υποδεικνύουν ότι η υπερβολική αντίδραση των τραπεζικών εποπτικών αρχών δύναται να προκαλέσει πιστωτική ασφυξία. Υπάρχουν πολλοί διαφορετικοί τρόποι με τους οποίους οι εξεταστές τραπεζών, κατά τη διαδικασία επιβολής των κατευθυντήριων γραμμών για την ασφάλεια και την ευρωστία, θα μπορούσαν να περιορίσουν τον τραπεζικό δανεισμό (Sharpe, 1995):

1. Οι εξεταστές θα μπορούσαν να επικρίνουν τα υφιστάμενα δάνεια - να απαιτήσουν από τις τράπεζες να αυξήσουν τις προβλέψεις για ζημίες από δάνεια και τις αποζημιώσεις, μειώνοντας έτσι το κεφάλαιό τους.
2. Οι εξεταστές θα μπορούσαν να γίνουν πιο συντηρητικοί στην αξιολόγηση της κατάστασης μιας τράπεζας και ως εκ τούτου, να απαιτήσουν υψηλότερο δείκτη μόχλευσης.
3. Το φάσμα της κριτικής των εξεταστών και μόνο θα μπορούσε να αποθαρρύνει την παράταση των δανείων.

4. Για τα ιδρύματα που αντιμετωπίζουν περισσότερα προβλήματα, οι εξεταστές ενδέχεται να θέτουν άμεσα περιορισμούς στη δανειοδοτική δραστηριότητα

5. Οι υψηλότερες απαιτήσεις τεκμηρίωσης για τα δάνεια θα μπορούσαν να αυξήσουν το κόστος, αλλά αυτές οι απαιτήσεις μπορεί να συνδέονται πιο άμεσα με το ρυθμιστικό βάρος.

Μία σοβαρή ύφεση δύναται να μεταβάλλει την αντίληψη των τραπεζιτών και τραπεζικών εποπτών για τον κίνδυνο. Μετά από μία ασυνήθιστα σοβαρή ύφεση και απότομη αύξηση των τραπεζικών χρεοκοπιών, οι τραπεζίτες ενδέχεται να επαναξιολογήσουν τον κίνδυνο και να αλλάξουν τη συμπεριφορά τους ως προς την ανάληψη κινδύνων, να χρειαστούν περισσότερα κεφάλαια για να αντισταθούν σε αυτόν, ή και τα δύο, ενώ η προθυμία τους για παροχή πιστώσεων πιθανότατα να μειωθεί. Εάν τα δάνεια εξοφλούνται σωστά, οι τράπεζες συσσωρεύουν επαρκή κεφάλαια κατά τη διάρκεια επεκτάσεων για να απορροφήσουν τις ζημιές από δάνεια κατά τη διάρκεια μεταβολών. Ωστόσο, πολλές τράπεζες αποτυγχάνουν επειδή τα αποθεματικά και τα κεφάλαιά τους δεν επαρκούν για την απορρόφηση των ζημιών από δάνεια. Η αδυναμία των τραπεζών να αντιμετωπίσουν σωστά τον κίνδυνο τιμών συνδέεται με τα αντικίνητρα που ενυπάρχουν στο σύστημα ασφάλισης καταθέσεων (Clair & Tucker, 1993).

Οι τραπεζίτες έχουν συνάψει συμβάσεις για την παροχή πιστώσεων μέσω της αύξησης των πιστωτικών προτύπων και της άρνησης χορήγησης πιστώσεων σε πολλούς δανειολήπτες. Ορισμένοι από τους αιτούντες που απορρίφθηκαν έχουν τύχει κατά το παρελθόν χορήγησης δανείων ή είναι ακόμη και τρέχοντες δανειολήπτες που ζητούν παράταση των πιστώσεων. Αυτή η αλλαγή του καθεστώτος από φερέγγυα σε μη φερέγγυα μπορεί να είναι δύσκολο να γίνει δεκτή και μπορεί να βλάψει τις επιχειρήσεις των δανειοληπτών, καθώς πολλοί σχεδιάζουν να συνεχίσουν την πρόσβαση σε πιστώσεις. Πιθανώς η μεγαλύτερη διαφορά μεταξύ των αντιλήψεων των δανειοληπτών και των τραπεζιτών είναι ότι οι δανειολήπτες αντιλαμβάνονται την πιστοληπτική ικανότητα ως ατομικό χαρακτηριστικό, ενώ οι τραπεζίτες θεωρούν την πιστοληπτική ικανότητα τόσο σε ατομική βάση όσο και βάσει ολόκληρου του χαρτοφυλακίου δανείων (Clair & Tucker, 1993).

Πιο συγκεκριμένα, πριν από μια σοβαρή ύφεση, ένας τραπεζίτης αναμένει ποσοστό ζημίας 2% για δάνεια σε μια δεδομένη βιομηχανία αλλά κατά τη διάρκεια της ύφεσης, στην

πραγματικότητα διατηρεί ποσοστό ζημίας 5%. Σε απάντηση, ο τραπεζίτης αυξάνει τα πιστωτικά πρότυπα για τους δανειολήπτες στον εν λόγω κλάδο με σκοπό την επίτευξη ποσοστού ζημίας 2%. Τα υψηλότερα πρότυπα, ωστόσο, μπορεί να έχουν ως αποτέλεσμα, για παράδειγμα, το 25% των προηγούμενων δανειοληπτών να μην είναι σε θέση να λάβουν πίστωση. Η πλειονότητα των απορριφθέντων δανειοληπτών θα έχει εξοφλήσει τα δάνειά τους εγκαίρως και πλήρως. Αυτοί οι δανειολήπτες δεν διαφέρουν —είτε ως προς τα οικονομικά χαρακτηριστικά είτε ως προς τον χαρακτήρα τους— από τη μειοψηφία που αθέτησε τις υποχρεώσεις της. Η τράπεζα συνειδητοποιεί ότι η πιθανότητα αθέτησης ενός μεμονωμένου δανειολήπτη δεν είναι εύκολη υπόθεση, αλλά ότι το ποσοστό αθέτησης για ένα χαρτοφυλάκιο δανείων είναι αρκετά προβλέψιμο. Οι δανειολήπτες θεωρούν τους εαυτούς τους ως καλούς τραπεζικούς πελάτες - όχι ως τους τυχερούς που δεν χρεοκόπησαν - και δεν καταλαβαίνουν γιατί απορρίφθηκαν. Διαμαρτύρονται, συνεπώς, για την ύπαρξη πιστωτικής ασφυξίας (Clair & Tucker, 1993).

Εάν η κατάσταση μιας τράπεζας επιδεινωθεί σε σημείο που να μην μπορεί να παράσχει πιστώσεις, η τράπεζα θα ήθελε πιθανώς να αποκρύψει το γεγονός αυτό. Διαφορετικά, οι καταθέτες ενδέχεται να απαιτήσουν υψηλότερα επιτόκια, ενώ οι καλύτεροι δανειολήπτες της τράπεζας ενδέχεται να μεταφέρουν τις δραστηριότητές τους αλλού. Για να δημιουργήσει την ψευδαίσθηση μίας οικονομικής υγείας, η τράπεζα προσποιείται ότι συνεχίζει τις δανειοδοτικές της δραστηριότητες - συμπεριλαμβανομένων των δραστηριοτήτων μάρκετινγκ. Ακόμη και υψηλής ποιότητας προτάσεις για δάνεια απορρίπτονται, με το πρόσχημα ότι είναι πολύ "ρισκοκίνδυνες." Ωστόσο, αυτό βλάπτει τους δανειολήπτες, καθώς άλλες τράπεζες θεωρούν την απόρριψη της πρότασης δανείου ως ένδειξη ότι η πρόταση είναι πραγματικά πολύ επικίνδυνη και συνεπώς, δεν προχωρούν στον δανεισμό (Rosenblum, 1991).

Ο τραπεζικός τομέας ήταν και είναι ένας από τους πιο ρυθμιζόμενους κλάδους, με τους νόμους για την προστασία των καταναλωτών και την καταπολέμηση των διακρίσεων να αποτελούν σημαντικές προκλήσεις. Η επίτευξη αυτών των στόχων είναι δαπανηρή και ένα κόστος είναι η επίπτωση της ρυθμιστικής επιβάρυνσης στη διαθεσιμότητα πιστώσεων (Rosenblum, 1991).

Οι περισσότερες συζητήσεις για το κόστος της ρυθμιστικής επιβάρυνσης αντιμετωπίζουν το κόστος ως εφάπαξ φόρο που πρέπει να καταβληθεί από την τράπεζα. Ένα κατ' αποκοπή κόστος δεν θα επηρέαζε τις αποφάσεις των τραπεζών για δανεισμό σε σχέση με επενδύσεις σε

τίτλους. Στην πραγματικότητα, πολλές κανονιστικές απαιτήσεις επιβαρύνουν περισσότερο τον δανεισμό παρά την επένδυση σε τίτλους. Για παράδειγμα, οι κανονιστικές απαιτήσεις για τις συχνές αξιολογήσεις των δανείων σε ακίνητα επιβάλλουν κόστος σε ένα είδος δανείου που δεν επιβάλλεται στους τίτλους. Εάν το κόστος συμμόρφωσης σχετίζεται άμεσα με τον δανεισμό, τότε η ρυθμιστική επιβάρυνση θα αποθαρρύνει τον δανεισμό ακόμα και μετά την ανασύσταση του κεφαλαίου των τραπεζών. Ένας άλλος τρόπος με τον οποίο η ρύθμιση θα μπορούσε να μειώσει το δανεισμό είναι μέσω εντολών για άμεση κατανομή πιστώσεων (Rosenblum, 1991).

Εάν οι τράπεζες υποχρεούνται να δανείζουν περισσότερα σε δανειολήπτες χαμηλότερου εισοδήματος, τότε θα μειώσουν το δανεισμό τους σε άλλους δανειολήπτες και ενδέχεται να μειώσουν το συνολικό δανεισμό τους και να αυξήσουν τις επενδύσεις τους σε τίτλους του Δημοσίου (Gruben et al., 1990). Οι δανειολήπτες από περιοχές με υψηλότερα εισοδήματα θα μπορούσαν να εκλάβουν τη μεταβολή αυτή ως περιορισμό της διαθεσιμότητας πιστώσεων. Η ανάλυση αυτή βασίζεται στις ακόλουθες παραδοχές (Wood, 1991):

1. ότι οι τράπεζες κρίνονται ως προς συμμόρφωση ως προς το ποσοστό του χαρτοφυλακίου δανείων τους που είναι δανεισμένο σε περιοχές χαμηλότερου εισοδήματος
2. ότι οι τραπεζίτες είναι αντίθετοι στην ανάληψη κινδύνου
3. ότι οι τραπεζίτες πιστεύουν ότι τα δάνεια σε δανειολήπτες χαμηλότερου εισοδήματος είναι πιο επικίνδυνα από τα δάνεια σε δανειολήπτες υψηλότερου εισοδήματος.

Εάν το κόστος μη συμμόρφωσης είναι σημαντικό, τότε οι τράπεζες θα αυξήσουν το ποσοστό των χαμηλότερων δανείων εισοδήματος στο χαρτοφυλάκιο δανείων τους. Καθώς οι τράπεζες κατέχουν περισσότερα από τα πιο επισφαλή περιουσιακά στοιχεία, οι τραπεζίτες ισοσκελίζουν την έκθεση του χαρτοφυλακίου τους σε κινδύνους επενδύοντας περισσότερο σε τίτλους του Δημοσίου χωρίς κίνδυνο και τη συνολική μείωση του δανεισμού. Σε ακραία περίπτωση, οι τράπεζες μπορούν ακόμη και να μειώσουν τα χαρτοφυλάκια δανείων τους τόσο πολύ που ο χαμηλότερος όμιλος εισοδημάτων λαμβάνει λιγότερα συνολικά δάνεια από ό, τι στο παρελθόν, παρά το γεγονός ότι το ποσοστό τους στο χαρτοφυλάκιο δανείων έχει αυξηθεί (Buera et al., 2015).

Η ρυθμιστική επιβάρυνση μπορεί να μειώσει τον συνολικό δανεισμό μέσω τριών διαφορετικών μηχανισμών. Πρώτον, επιβάλλοντας δαπάνες συμμόρφωσης, όπως αυτές για την τήρηση αρχείων, η ρύθμιση μπορεί να μειώσει το καθαρό εισόδημα και να επιβραδύνει την ανασυγκρότηση του κεφαλαίου. Δεύτερον, επιβάλλοντας δαπάνες δανεισμού, όπως εκείνες για τη γεωγραφική κωδικοποίηση δανείων, που δεν επιβάλλονται στις επενδύσεις, η ρύθμιση μπορεί να αποθαρρύνει τον δανεισμό και να ενθαρρύνει τις επενδύσεις σε τίτλους. Τρίτον, η άμεση κατανομή των μεριδίων χαρτοφυλακίου δανείων σε δάνεια που θεωρούνται πιο επικίνδυνα μπορεί να οδηγήσει τις τράπεζες στην εξισορρόπηση του συνολικού κινδύνου τους μειώνοντας τη συνολική δανειοδότηση (Buera et al., 2015).

Η ευθύνη των δανειστών αποτελεί αυξανόμενη ανησυχία και σημαντικό άνοιγμα σε κίνδυνο για τις τράπεζες. Η αυξανόμενη ανησυχία των τραπεζιτών για τα θέματα αυτά μπορεί να καταδειχθεί από την αύξηση του αριθμού των αναφορών "ευθύνες δανειστών". Η απότομη αύξηση των παραπομπών που ξεκίνησε το 1986 στις ΗΠΑ αποτελεί σαφή ένδειξη του ενδιαφέροντος και της ανησυχίας των τραπεζιτών. Ένα από τα μεγαλύτερα νομικά προβλήματα για τις τράπεζες είναι ότι η αβεβαιότητα του νόμου καθιστά δύσκολο τον προσδιορισμό των πράξεων που δημιουργούν ευθύνη. Η αβεβαιότητα αυξάνει τον κίνδυνο παράτασης των δανείων, καθώς οι τράπεζες δεν είναι σε θέση να εκτιμήσουν την έκθεσή τους σε αγωγές. Ο αυξημένος κίνδυνος αποθαρρύνει τον δανεισμό και επιδεινώνει τα προβλήματα στη διαθεσιμότητα πιστώσεων (Johnson, 1992).

Επιπλέον, το κόστος της εξέτασης των δανείων για περιβαλλοντικούς κινδύνους αποθαρρύνει τη χορήγηση δανείων. Οι τράπεζες αποφεύγουν να χορηγούν δάνεια σε επιχειρήσεις που χρησιμοποιούν επικίνδυνα υλικά. Πολλές από αυτές τις επιχειρήσεις είναι μικρές, τοπικές επιχειρήσεις όπως στεγνοκαθαριστήρια, γραφεία κηδειών και αγροκτήματα. Η γνώση ή οι φόβοι για την περιβαλλοντική ευθύνη μπορούν να σταματήσουν τα δάνεια προς επιχειρήσεις κάθε είδους, εάν οι τραπεζίτες έχουν λόγους να υποπτεύονται επικείμενη δημιουργία μόλυνσης. Πέραν της νομικής ευθύνης, η τράπεζα δεν προστατεύεται από τον δανειολήπτη που μειώνει την αξία των εξασφαλίσεων μέσω της ρύπανσης (Goodfriend, 1990).

Τα περιβαλλοντικά ζητήματα δεν είναι τα μόνα που μπορούν να οδηγήσουν τις τράπεζες στο δικαστήριο. Οι τράπεζες αντιμετωπίζουν νομική ευθύνη για την παροχή πολλών τραπεζικών υπηρεσιών. Όσον αφορά τους δανειολήπτες τους, οι τράπεζες μπορούν να μηνύονται εάν ασκούν υπερβολικό έλεγχο στους δανειολήπτες ή εάν τερματίζουν άδικα την πίστωση. Έτσι,

πλέον αποθαρρύνεται η χορήγηση δανείων με δύο τουλάχιστον τρόπους. Πρώτον, ο δανεισμός είναι πιο επικίνδυνος, διότι οι τράπεζες είναι πιο περιορισμένες στις ενέργειες που μπορούν να αναλάβουν για να ενισχύσουν την πιθανότητα αποπληρωμής και να προστατεύσουν τις ασφάλειές τους και δεύτερον, το κόστος της υπεράσπισης έναντι τέτοιων αγωγών και οι πιθανές αποζημιώσεις που πρέπει να καταβληθούν είναι το κόστος για την παροχή πιστώσεων και πρέπει να ληφθούν υπόψη στην τιμολόγηση της τράπεζας. Ως αποτέλεσμα, το ποσό της πίστωσης που μια τράπεζα είναι πρόθυμη να παράσχει σε οποιαδήποτε δεδομένη τιμή μειώνεται (Ryan, 2008).

Στη διάρκεια των περασμένων ετών, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα απέτυχαν να εκπληρώσουν τους στόχους τους για διάφορους λόγους, μόνο μερικοί από τους οποίους θα μπορούσαν να θεωρηθούν ποινικοί. Μερικοί διευθυντές τραπεζών ήταν ένοχοι για εγκληματική συμπεριφορά λόγω κατάχρησης εμπιστευτικών πληροφοριών ή άλλων δόλιων πράξεων. Πολλές άλλες τράπεζες και τράπεζες απέτυχαν επειδή έκαναν λάθη στις αποφάσεις τους για δάνεια. Συχνά, τα λάθη αυτά ήταν εμφανή μόνο μετά το γεγονός και δεν μπορούσαν απαραίτητα να προβλεφθούν κατά την έγκριση του δανείου (Brunnermeier, 2009).

Ωστόσο, οι εν λόγω πράξεις έχουν ως αποτέλεσμα σωρεία αγωγών από πλήθος κατευθύνσεων, οι οποίες συμβάλλουν στην πιστωτική ασφυξία. Έτσι, οι τραπεζικοί υπάλληλοι και οι διευθυντές ενθαρρύνονται να είναι πιο προσεκτικοί στην αξιολόγηση των συμβιβασμών κινδύνου και απόδοσης. Διευθυντές και αξιωματούχοι αναμένεται να αποφύγουν εκ των υστέρων οποιονδήποτε κίνδυνο που είχε ως αποτέλεσμα απώλεια για την τράπεζα. Φυσικά, ο καλύτερος τρόπος για μια τράπεζα να αποφύγει τον κίνδυνο είναι να αποφύγει τον δανεισμό, μια εγγενώς επικίνδυνη δραστηριότητα. Οι αγωγές αυτές αυξάνουν επίσης τη δυσκολία πρόσληψης υψηλά ικανών ατόμων για θέσεις στα διοικητικά συμβούλια των τραπεζών. Διευθυντές υψηλά ιστάμενοι που επιθεωρούν τη διαχείριση των τραπεζών μειώνουν το φόρτο των ρυθμιστικών αρχών για την παρακολούθηση του κλάδου. Επιπλέον, οι αγωγές αυτές έχουν ως αποτέλεσμα υψηλότερα ασφάλιστρα για την ασφάλιση διευθυντών και υπαλλήλων για σχεδόν όλες τις τράπεζες. Αυτές οι υψηλότερες δαπάνες πρέπει να συνυπολογιστούν στην τιμολόγηση των δανείων (Brunnermeier, 2009).

2.1.1 Η Συνθήκη της Βασιλείας και η Σύνδεσή της με την Πιστωτική Ασφυξία

Στο σημείο αυτό αξίζει να γίνει ιδιαίτερη αναφορά – παρά τις διφορούμενες απόψεις επί του θέματος - σε κάτι που πολλοί αναλυτές στις μελέτες τους αναφέρουν ως ένας εν δυνάμει παράγοντας που συμβάλλει στη δημιουργία ενός επεισοδίου πιστωτικής ασφυξίας, τη Συνθήκη της Βασιλείας. Καθώς όπως πλέον έχει γίνει κατανοητό οι τράπεζες παίζουν καθοριστικό και κυρίαρχο ρόλο στη μεταβολή της ροής των πιστώσεων σε μία οικονομία και κατ' επέκταση μπορούν να οδηγήσουν (ή ακόμη και να επιβάλλουν) σε έναν κρίσιμο περιορισμό της διαθέσιμης προς το κοινό, ποσότητας πίστωσης.

Έως και τη δύση της δεκαετίας του 1980, η ρύθμιση του κεφαλαίου των τραπεζών ήταν κατά το μεγαλύτερο κομμάτι εγχώρια υπόθεση. Ωστόσο, παράλληλα με τη διεθνή τραπεζική ανάπτυξη που είχε ξεκινήσει ήδη από τη δεκαετία του 1970, μεγάλωνε και η ανάγκη για διαβεβαίωση της ασφάλειας και της ορθότητας του διεθνούς πλέον τραπεζικού συστήματος. Διάφορα γεγονότα που διαδραματίστηκαν κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1980 όπως η ταχεία τεχνολογική ανάπτυξη, οι διάφορες δράσεις «εκτός ισολογισμού» που ολοένα και αυξανόντουσαν, η κρίση χρέους του Τρίτου Κόσμου, η απορρύθμιση των επιτοκίων καταθέσεων καθώς και η αύξηση του ανταγωνισμού μεταξύ των τραπεζών σε διεθνές επίπεδο έφθειραν τις κεφαλαιακές βάσεις που είχαν πολλοί διαμεσολαβητές κάτι που οδήγησε σε αύξηση του τραπεζικού κινδύνου. Εν τω μεταξύ οι διάφοροι εθνικοί κανόνες που αφορούσαν αντιστοίχως τα τραπεζικά ιδρύματα και προφανώς διαφοροποιούνταν, φαίνεται να δίνουν ανταγωνιστικό πλεονέκτημα υπέρ αυτών των τραπεζών που υπόκεινται σε πιο χαλαρές κεφαλαιακές απαιτήσεις από εκείνες με αυστηρότερους κανόνες. Επιπροσθέτως, η σύγκριση μεταξύ διαφορετικών χωρών των επιπέδων κεφαλαίων των τραπεζών ήταν ιδιαίτερα δύσκολη ενόσω δεν υπήρχαν διεθνώς εφαρμοσμένα και κοινώς αποδεκτά πρότυπα. Η αρχικά προτεινόμενη τον Ιούλιο του 1988, ενώ η πλήρης εφαρμογή της ξεκινά από το Δεκέμβριο του 1992, Συνθήκη της Βασιλείας - μια διεθνής συμφωνία που αφορά κυρίως τα τραπεζικά κεφαλαία μεταξύ των χωρών των G-10, δίνει μερικούς λύσεις στα προαναφερθέντα προβλήματα.

Δύο είναι οι στόχοι αυτής της Συμφωνίας. Πρώτον, προάγει «την ορθότητα και τη σταθερότητα του διεθνούς τραπεζικού συστήματος» (Banks for International Settlements, 1988: 2). Ήρθε σαν απάντηση στον αυξημένο κίνδυνο λόγω της παγκοσμιοποίησης και της απορρύθμισης των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων κάτω από την ομπρέλα της διεθνούς

τραπεζικής, και στα συσσωρευμένα επισφαλή δάνεια στις αναπτυσσόμενες χώρες. Δεύτερον στοχεύει την εξασφάλιση της δικαιοσύνης, κοινών και ίσων προτύπων ώστε να εξευγενιστεί ο παγκόσμιος ανταγωνισμός ανάμεσα στις τράπεζες. Εφαρμόζεται στη διαχείριση του πιστωτικού κινδύνου, δημιουργεί ένα κοινό πλαίσιο μέτρησης του κεφαλαίου και θεσπίζει την επιβολή ελάχιστων δεικτών κεφαλαίου προς σταθμισμένους παράγοντες. Με τις, είτε διεθνείς είτε/(και) εγχώριες, ρυθμιστικές κεφαλαιακές απαιτήσεις υπάρχει βέβαια και το ενδεχόμενο να υπάρξουν ακούσιες συνέπειες οι οποίες μπορεί να οδηγήσουν σε συρρίκνωση του τραπεζικού δανεισμού – δηλαδή σε πιστωτική ασφυξία.

Έχει παρατηρηθεί πως κατά το χρονικό φάσμα 1998-1992, όταν πρώτα εφαρμόστηκε ο κανονισμός αυτός είχε αναφερθεί εκτενώς στα χρηματοοικονομικά μέσα μαζικής ενημέρωσης πως το διαφοροποιημένο σύστημα στάθμισης κινδύνου της Συμφωνίας της Βασιλείας το οποίο προϋποθέτει το 8% των κεφαλαίων των τραπεζών να παραμένει ως υποστήριξη για δάνεια αλλά μόνο το 0-1,6% να είναι το υποστηρικτικό κεφάλαιο για κρατικούς τίτλους, ώθησε τις αμερικανικές τράπεζες που είχαν έλλειψη κεφαλαίου να προβούν σε ανακατανομή των περιουσιακών τους στοιχείων έτσι ώστε να μπορέσουν να ανταποκριθούν στα νέα πρότυπα των κεφαλαίων κινδύνου. Βλέπουμε πως εκείνη την εποχή αρκετοί μελετητές αντιτίθενται στα νέα κανονιστικά μέτρα – παράδειγμα οι Breeden και Isaac (1992) τα θεωρούν υπαίτια για την πρόκληση πιστωτικής ασφυξίας και ζητούν άμεσα τη λήξη της επιβολής τους. Η κυβέρνηση Bush, όπως αναφέρεται από τον Bacon (1992), είχε προτείνει να αυξηθούν τα οριζόμενα επιτρεπόμενα κεφαλαιακά στοιχεία επιπέδου 1 και αυτό γιατί «τόσο οι τραπεζίτες αλλά και οι δανειολήπτες έχουν παραπονεθεί πως τα νέα μέτρα ανάγκαζαν τις τράπεζες να συνάψουν πιστώσεις», ενώ ο Thomas (1992) εκθέτει πως η Ομοσπονδιακή Τράπεζα (Fed) των ΗΠΑ σχεδίαζε, με σκοπό την ώθηση της οικονομίας, να αυξήσει τις κεφαλαιακές απαιτήσεις για μακροπρόθεσμα ομόλογα έτσι ώστε να κάνει το δανεισμό περισσότερο ελκυστικό για τις τράπεζες. Παράλληλα τα γεγονότα έτρεχαν στον παγκόσμιο χρηματοοικονομικό κόσμο και υποδείκνυαν πως οι απαιτήσεις κινδύνου που επέβαλε η Συμφωνία της Βασιλείας πιθανόν να έχουν προκαλέσει τον περιορισμό της πίστωσης μέσω των τραπεζών στις συμμετέχουσες χώρες. Σύμφωνα με την αναφορά του Brietley (1990), «μία παγκόσμια οικονομική συμπίεση άρχισε να ανθίζει καθώς τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα μειώνουν το δανεισμό για να αναγεννήσουν τη διαβρωμένη κεφαλαιακή τους βάση. Ο Lascelles (1990) εκθέτει πως ο πρόεδρος της επιτροπής της Βασιλείας είχε αποκλείσει το ενδεχόμενο της χαλάρωσης των κανόνων της Συμφωνίας της Βασιλείας στα τραπεζικά κεφάλαια παρ' όλες τις κατηγορίες ότι ευθυνόταν για τη δέσμευση

τραπεζικών πόρων και την αύξηση του κινδύνου για πιστωτική ασφυξία. Ο Lascelles (1991) επίσης αναφέρει πως στις χώρες που πλήττονται από υφέσεις όπως οι ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο, οι τράπεζες «συμπιέζονται» από τα πρότυπα αυτά και μειώνουν την ικανότητά τους να δανείζουν συμβάλλοντας έτσι στον κίνδυνο δημιουργίας πιστωτικής ασφυξίας.

2.1.2 Σύνοψη Ενότητας

Η πιστωτική ασφυξία είναι αποτέλεσμα πολλαπλών παραγόντων που επηρεάζουν δυσμενώς την ικανότητα των τραπεζών να παρέχουν πιστώσεις σε μια περίοδο κατά την οποία η ικανότητα των τραπεζών να προσαρμοστούν σε αυτούς τους παράγοντες είναι ασυνήθιστα περιορισμένη. Η αύξηση του δανεισμού περιορίζεται σε κάποιο βαθμό από την αναγκαία ανασυγκρότηση των κεφαλαιακών θέσεων των τραπεζών. Οι ζημίες από δάνεια έχουν μειώσει άμεσα το κεφάλαιο στις τράπεζες που αντιμετωπίζουν κάποια ζημία, ενώ η ανακύκλωση των περιουσιακών στοιχείων των τραπεζών που έχουν καταρρεύσει και των θυρών δύναται να δημιουργήσει επίσης τεράστια ανάγκη για πρόσθετο κεφάλαιο.

Μετά από μια εξαιρετικά σοβαρή οικονομική ύφεση, τόσο οι ρυθμιστικές αρχές όσο και οι τραπεζίτες φαίνεται να αυξάνουν τα αποδεκτά ελάχιστα επίπεδα κεφαλαίου και τα πιστωτικά πρότυπα. Το κόστος δανεισμού αυξάνεται επίσης σημαντικά κατά τη διάρκεια αυτής της χρονικής περιόδου. Η πτώχευση τραπεζών μπορεί να καταστρέψει πολύτιμες πληροφορίες, ενώ η αντίληψη για την υπερβολική αντίδραση των εξεταστών τραπεζών αυξάνει το αναμενόμενο κόστος χρηματοδότησης της δανειοδοτικής δραστηριότητας. Ο κανονιστικός φόρτος και η αυξημένη έκθεση σε νομική ευθύνη αυξάνουν το κόστος της δραστηριότητας των τραπεζών. Με τη μείωση του καθαρού εισοδήματος, το κόστος αυτό επιδεινώνει το πρόβλημα της άντλησης κεφαλαίων μέσω των κερδών εις νέον και σε πολλές περιπτώσεις, το κόστος αυτό στρεβλώνει το κόστος της παράτασης δανείων σε σχέση με την επένδυση σε τίτλους. Καθώς τα αίτια όπως είδαμε στην παραπάνω ενότητα έχουν χαρακτήρα πολύπλοκο θα περιμένει κανείς πως η επίλυσή τους από τους υπεύθυνους χάραξη (οικονομικής) πολιτικής δεν είναι έργο εύκολο όπως θα δούμε και στη συνέχεια.

2.2 Οι Επιδράσεις Της Πιστωτικής Ασφυξίας - Τρόποι Αντιμετώπισης Του Φαινομένου

Η αντιμετώπιση μιας διεθνούς πιστωτικής ασφυξίας δεν είναι εύκολη υπόθεση, όπως θα σας έλεγε οποιοσδήποτε υπεύθυνος οικονομικής πολιτικής στον κόσμο, καθώς οι πιστωτικές ροές είναι το «αίμα» του παγκόσμιου οικονομικού συστήματος. Όταν μια ανθρώπινη αρτηρία φράζει και διακόπτεται η ροή του αίματος, οι συνέπειες μπορεί να είναι ολέθριες, εκτός εάν αποκατασταθεί άμεσα η ροή. Παρομοίως, μια ξαφνική διακοπή των ροών κεφαλαίων που εμποδίζει την κανονική παροχή διεθνών πιστώσεων σε χώρες μπορεί να προκαλέσει σοβαρές ζημιές στις πληγείσες οικονομίες, εκτός εάν ληφθούν αποφασιστικά μέτρα (Bernanke et al., 1991).

Η κατάσταση γίνεται ακόμη δυσκολότερη εάν ένα κράτος δεν έχει μια κυβέρνηση όπως αυτή των Ηνωμένων Πολιτειών, ένα ασφαλές καταφύγιο για παγκόσμιες αποταμιεύσεις που μπορεί να παράσχει δισεκατομμύρια δολάρια για να διοχετεύσει σε ένα πακέτο κινήτρων. Ωστόσο, οι χώρες πρέπει να συνειδητοποιήσουν ότι δεν είναι απαραίτητα δικό τους λάθος. Ένα καθοριστικό χαρακτηριστικό των συστημικών αιφνίδιων διακοπών είναι ότι οφείλονται σε ελλείψεις στις διεθνείς κεφαλαιαγορές -δηλαδή διεθνείς κρίσεις στον τομέα της προσφοράς κεφαλαίων - και όχι οι ελλείψεις της εσωτερικής πολιτικής. Ωστόσο, ενώ η αιτία μπορεί να προέρχεται από το εξωτερικό, οι λύσεις πρέπει συχνά να είναι εσωτερικές και εάν οι αιφνίδιες στάσεις δεν αντιμετωπίζονται επαρκώς, τότε η κατάρρευση της παραγωγής μπορεί να είναι σοβαρή και η ανάκαμψη πιο επώδυνη (Bernanke et al., 1991).

Σχεδιάζοντας μια στρατηγική για την αντιμετώπιση αιφνίδιων διακοπών, δηλαδή αιφνίδιων συνθηκών πιστωτικής ασφυξίας και την αποφυγή της κατάρρευσης των αποτελεσμάτων, έρχονται στο μυαλό αρκετά ερωτήματα: Μπορούν οι αναδυόμενες χώρες να ανταπεξέλθουν οικονομικά σε επεκτατικές νομισματικές και δημοσιονομικές πολιτικές σε περιόδους κρίσης; Θα πρέπει, αντιθέτως, να αποκαταστήσουν την αξιοπιστία τους με την ενίσχυση της νομισματικής και φορολογικής πολιτικής, ή μήπως αυτές οι πολιτικές απλώς θα επιδεινώσουν την κατάσταση; Σε ποιο βαθμό οι ασθενείς αρχικές μακροοικονομικές συνθήκες αποτελούν σημαντικό περιορισμό που οδηγεί σε καταστροφή; Βάζουν μια χώρα σε αμετάκλητο δρόμο; Είναι το πεπρωμένο τους ή μπορούν οι επιπτώσεις τους να μετριαστούν κατά τη διάρκεια μιας κρίσης; Πρέπει τα χρηματοπιστωτικά σοκ να θεωρούνται προσωρινά ή επίμονα και ποιες

επιλογές πολιτικής είναι διαθέσιμες; Ποιος είναι ο ρόλος των διεθνών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων; Τι επιπτώσεις έχει ο λανθάνων κίνδυνος αιφνίδιων διακοπών για τις οικονομικές πολιτικές; (Murphy, 2009).

2.2.1 Η Συνάφεια Ενός Κοινού Πλαισίου Για Την Ανάλυση Μεταξύ Των Χωρών

Μετά τις ασιατικές και ρωσικές χρηματοπιστωτικές κρίσεις της περιόδου 1997-1998, προέκυψαν δύο αντιφατικές απόψεις στους ακαδημαϊκούς κύκλους και τους κύκλους πολιτικής σχετικά με τις κατάλληλες πολιτικές απαντήσεις για την επίλυση κρίσεων. Μια θεωρία ήταν ότι οι νομισματικές και δημοσιονομικές πολιτικές πρέπει να γίνουν αυστηρότερες προκειμένου να αποκατασταθεί η αξιοπιστία της κατισχύουσας πολιτικής κατεύθυνσης και να αποφευχθεί η δυνητικά ασταθής δυναμική. Το σκεπτικό πίσω από αυτή την εντολή χάραξης πολιτικής ήταν ότι οι πιστωτές έπρεπε να είναι εκ νέου βέβαιοι για την πιστοληπτική ικανότητα των πληγείσων οικονομιών, και ότι η πίστωση θα επανερχόταν αμέσως μετά (Stiglitz, 2002).

Αυτό ακριβώς συνέβη σε μεγάλο μέρος της Λατινικής Αμερικής μετά την κρίση της Τεκίλα στο Μεξικό το 1995. Η άποψη ήταν ότι οι χώρες αντιμετώπιζαν βραχυπρόθεσμα προβλήματα ρευστότητας αντί για θέματα φερεγγυότητας, και ότι η επίλυση της κρίσης συνεπαγόταν την ενίσχυση της δέσμευσης των υπευθύνων χάραξης πολιτικής για υγιείς νομισματικές και δημοσιονομικές πολιτικές. Άλλοι υποστήριζαν αντ' αυτού ότι μια ξαφνική διακοπή, που αναπόφευκτα θα επιτάχυνε μια συρρίκνωση λόγω της επακόλουθης πιστωτικής ασφυξίας, ήταν ακριβώς ο χρόνος κατά τον οποίο τόσο η νομισματική όσο και η δημοσιονομική πολιτική καλούνταν να επεκταθούν. Το πρόβλημα που προκύπτει είναι πώς να χρηματοδοτήσει κανείς ένα πακέτο κινήτρων ακριβώς σε μια περίοδο κατά την οποία η πίστωση εξαντλείται και υπάρχει μια γενικευμένη συσσώρευση εγχώριων περιουσιακών στοιχείων που περιορίζει την αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής (Fischer, 1998).

Μια δυνατότητα είναι η χρήση πόρων που προέρχονται από πολυμερή χρηματοπιστωτικά ιδρύματα όπως το ΔΝΤ. Ωστόσο, η χρήση δημόσιου χρήματος για την επίλυση κρίσεων συνεπάγεται ζητήματα ηθικού κινδύνου που είναι δύσκολο να επιλυθούν. Και τότε, το ΔΝΤ ήταν ο βασικός υποστηρικτής της εναλλακτικής άποψης, οπότε αυτή δεν ήταν πραγματικά

μια επιλογή. Μια τέτοια σειρά αντιφατικών απόψεων πυροδότησε μια έντονη συζήτηση η οποία, μια δεκαετία μετά τις μεγάλες ξαφνικές διακοπές της δεκαετίας του 1990, παραμένει ανεπίλυτη (Kamil & Rai, 2010).

Το ζήτημα αυτό επανέρχεται στον πίνακα πολιτικής, καθώς οι χώρες θεωρούν ότι η πιθανότητα επεκτατικών πολιτικών εν μέσω της χρηματοπιστωτικής αναταραχής οφείλεται στην κρίση των ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου των ΗΠΑ την περίοδο 2007-2008. Για να δοθεί κάποιο φως στο ζήτημα αυτό, απαιτείται μια κοινή στρατηγική για την αξιολόγηση των απαντήσεων πολιτικής, την ποσοτικοποίησή τους με τη χρήση ενός ομοιογενούς συνόλου δεικτών και τη χρήση τους για συγκρίσεις μεταξύ χωρών προκειμένου να εξαχθούν γενικά συμπεράσματα πολιτικής. Η θέσπιση μιας τέτοιας κοινής στρατηγικής αποτέλεσε σημαντική πρόκληση, ωστόσο ο προσδιορισμός των πολιτικών απαντήσεων και της αποτελεσματικότητάς τους όσον αφορά τη μείωση της κατάρρευσης των αποτελεσμάτων δεν αρκεί για να κριθεί η επάρκεια των πολιτικών απαντήσεων που ακολούθησαν διάφορες χώρες μετά από μια ξαφνική διακοπή (Wehinger, 2014).

Μια δεύτερη πρόκληση είναι η κατανόηση των περιορισμών που αντιμετώπιζαν πολλές χώρες κατά την εφαρμογή των πολιτικών δεδομένων των αρχικών συνθηκών τους κατά την περίοδο της κρίσης. Η διακρατική μελέτη που παρουσιάζεται παρακάτω επικεντρώνεται στις νομισματικές και δημοσιονομικές πολιτικές. Αν και αυτό μπορεί να φαίνεται περιοριστικό, μετά από προσεκτικότερο έλεγχο δεν είναι: αποτελούν χρήσιμα συνοπτικά στατιστικά στοιχεία για μια σειρά άλλων πολιτικών. Η νομισματική πολιτική περιλαμβάνει επίσης τη συναλλαγματική πολιτική, τη διαχείριση συναλλαγματικών διαθεσίμων και τη χρήση ελέγχων στα κεφάλαια, ενώ η δημοσιονομική πολιτική περιλαμβάνει μια σειρά πολιτικών όπως η επίλυση τραπεζικών κρίσεων και η αναδιάρθρωση του χρέους που ενδέχεται να απαιτούν τη χρήση δημόσιου χρήματος (Mercurio, 2009).

Οι δημοσιονομικές και νομισματικές πολιτικές μελετώνται κατά τη διάρκεια αιφνίδιων επεισοδίων διακοπής που συμπίπτουν με περιόδους αναταραχής στις παγκόσμιες κεφαλαιαγορές για τις αναδυόμενες αγορές, ένα φαινόμενο που ονομάζεται "συστηματική αιφνίδια διακοπή". Αυτό περιλαμβάνει τις αιφνίδιες διακοπές στα τέλη της δεκαετίας του 1990 σε πολλές αναδυόμενες οικονομίες της αγοράς ανά τον κόσμο. Δεδομένου ότι οι αιφνίδιες ακινητοποιήσεις συνδέονται με σχετικά μεγάλες συρρικνώσεις της παραγωγής και, ως εκ τούτου, με τα φορολογικά έσοδα, το γεγονός ότι παρατηρήθηκαν αυξήσεις του

δημοσιονομικού ελλείμματος δεν αποτελεί ένδειξη με κανένα τρόπο πολιτικής επεκτατικών δαπανών, αλλά κυρίως ενδογενή ανταπόκριση των εσόδων στη μείωση της παραγωγής. Η στρατηγική που ακολουθήθηκε, δεδομένου ότι η ανάλυση επικεντρώθηκε στις αναδυόμενες αγορές, ήταν να "υιοθετήσει σιωπηρά" τη δημοσιονομική ρύθμιση της Χιλής, χρησιμοποιώντας ένα κατάλληλο στατιστικό ισοδύναμο για την εξομάλυνση των φορολογικών εσόδων και, συνεπώς, να υπολογίσει το διαρθρωτικό δημοσιονομικό ισοζύγιο (Calvo et al., 2006).

Η δημοσιονομική πολιτική για κάθε χώρα χαρακτηριζόταν από την ανάλυση των μεταβολών του διαρθρωτικού δημοσιονομικού ισοζυγίου (δηλαδή, από τη μεταβολή της δημοσιονομικής πολιτικής σε μια δεδομένη περίοδο, όταν οι επιπτώσεις των κυκλικών διακυμάνσεων των τιμών των βασικών εμπορευμάτων και της παραγωγής απομακρύνθηκαν από τα έσοδα). Στην περίπτωση της νομισματικής πολιτικής, προκειμένου να αποτυπωθούν οι διακριτικές συνιστώσες της πολιτικής σε περιόδους χρηματοπιστωτικής αναταραχής, η νομισματική πολιτική μετρήθηκε στο πνεύμα των νέων κενσσιανών μοντέλων στα διεθνή χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Αυτό συνεπάγεται την άμεση εκτίμηση ενός διευρυμένου "κανόνα Taylor" που αποτυπώνει τη λειτουργία αντίδρασης της Κεντρικής Τράπεζας στις μεταβολές του πληθωρισμού, της παραγωγής και της συναλλαγματικής ισοτιμίας (φόβος της μετακίνησης) αμέσως πριν από το επεισόδιο αιφνίδιου σταματήματος (Lubik & Schorfheide, 2007). Υποθέτοντας ότι η Κεντρική Τράπεζα θα αντιδράσει σύμφωνα με αυτόν τον κανόνα, η κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής μπορεί να χαρακτηριστεί με διαφανή τρόπο. Όταν αντιμετωπίζει μια ξαφνική διακοπή, η Κεντρική Τράπεζα αντιμετωπίζει μια αντιστάθμιση: ο πληθωρισμός και ο φόβος των αιωρούμενων κινήτρων θα οδηγήσουν στην ενίσχυση της νομισματικής πολιτικής, ενώ το κίνητρο παραγωγής θα οδηγήσει σε χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής. Οι εκτιμώμενοι συντελεστές στον διευρυμένο κανόνα Taylor παρέχουν μια ένδειξη της βαρύτητας που αποδίδει η νομισματική αρχή σε κάθε κίνητρο. Προκειμένου να αποτυπωθούν αυτές οι σχετικές ανταλλαγές, κατασκευάστηκε μια σειρά δεικτών νομισματικής πολιτικής κατά τρόπο ώστε μια χώρα με υψηλότερη αξία αυτών των δεικτών να τείνει να αντιδρά κατά τη διάρκεια μιας αιφνίδιας διακοπής, καθιστώντας αυστηρότερη την πολιτική περισσότερο από μια χώρα με χαμηλότερη τιμή αυτών των δεικτών (Ryan, 2008).

Το βασικό εύρημα είναι ότι τα μέτρα αυστηρότερων δημοσιονομικών και νομισματικών πολιτικών κατά τη διάρκεια αιφνίδιων διακοπών που περιλάμβαναν την κρίση στην Τεκίλα, την Ασία και τη Ρωσία σχετίζονται με μεγαλύτερη συρρίκνωση της παραγωγής. Όμως, τα

στοιχεία αυτά παρέχουν στήριξη για χαλαρότερες πολιτικές κατά τη διάρκεια εξωτερικής χρηματοπιστωτικής κρίσης; Ακόμη και αν τα αποτελέσματα έπρεπε να θεωρηθούν ως πειστικά στοιχεία, μια προειδοποιητική σημείωση είναι σωστή (Broome, 2010).

Οι χώρες που κατάφεραν να χαλαρώσουν τη νομισματική και δημοσιονομική πολιτική κατά τη διάρκεια της κρίσης τα πήγαν καλύτερα από εκείνες που δεν το έκαναν. Αλλά δεν προκύπτει από αυτή τη δήλωση ότι οι χώρες που ακολούθησαν αυστηρότερες πολιτικές θα είχαν κάνει καλύτερα εάν είχαν ακολουθήσει μια πιο επεκτατική πορεία, ο κύριος λόγος είναι ότι οι αρχικές προϋπάρχουσες συνθήκες σε κάθε χώρα λειτουργούσαν ως δεσμευτικός περιορισμός εκείνη την περίοδο. Για παράδειγμα, οι χώρες με υψηλά επίπεδα ευθύνης μπορούν να αντισταθούν στην ονομαστική υποτίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας μετά από μια ξαφνική διακοπή μέσω των υψηλότερων επιτοκίων, επισπεύδοντας έτσι μια πιο σοβαρή συρρίκνωση σε σχέση με μια χώρα χωρίς υποχρέωση, η οποία μπορεί να επιτρέψει την υποτίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας (Wren-Lewis, 2010).

Ωστόσο, δεν είναι σαφές ότι μια χώρα σε μια τέτοια κατάσταση θα είχε κάνει κάτι καλύτερο με την χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής και την υποτίμηση της αξίας του συναλλάγματος. Με ένα μεγάλο βαθμό ευθύνης, θα μπορούσε ενδεχομένως να είχε χειρότερα αποτελέσματα. Το προαναφερθέν παράδειγμα υποδηλώνει ότι οι αρχικές συνθήκες έχουν πιθανώς τόσο μεγάλη σημασία όσο και οι πολιτικές απαντήσεις. Πρέπει να πληρούνται αυστηρές προϋποθέσεις προκειμένου να υπάρχει ευελιξία στην πολιτική. Πιο συγκεκριμένα, στην περίπτωση της φορολογικής πολιτικής πρέπει να ακολουθείται ορθή διαχρονική δημοσιονομική συμπεριφορά και τα επίπεδα χρέους να είναι χαμηλά. Η νομισματική πολιτική πρέπει να υπολογίζεται σε υψηλά επίπεδα αξιοπιστίας που θα διατηρήσουν τις προσδοκίες για τον πληθωρισμό σε απόσταση έναντι μιας επεκτατικής κίνησης, ενώ στην πολιτική συναλλαγματικών ισοτιμιών πρέπει να υπάρχουν χαμηλά επίπεδα χρηματοοικονομικού κορεσμού, καθώς και μεγάλη προσφορά εμπορεύσιμων αγαθών που θα απαιτήσουν χαμηλότερη απόσβεση ενόψει της διακοπής της χρηματοδότησης του ελλείμματος τρεχουσών συναλλαγών (Parkinson et al., 2009).

Εν ολίγοις, οι προσπάθειες θα πρέπει να στοχεύουν στην άρση των θεμελιωδών εμποδίων που εμποδίζουν τις χώρες να χρησιμοποιούν αντικυκλική νομισματική και δημοσιονομική πολιτική σε περιόδους εξωτερικής χρηματοπιστωτικής κρίσης. Η ευελιξία για την εφαρμογή επεκτατικών πολιτικών κατά τη διάρκεια μιας αιφνίδιας διακοπής πληρώνει ελάχιστα όσον

αφορά τις μικρότερες ύφεση και τη μείωση της αστάθειας του προϊόντος. Από αυτή την άποψη, ρίχνει φως στη συζήτηση πολιτικής που προέκυψε μετά την ασιατική και ρωσική οικονομική κρίση: αν και δεν δικαιώνει πλήρως την άποψη της επεκτατικής πολιτικής, διότι αναγνωρίζει τη σημασία των αρχικών συνθηκών, δείχνει ότι η έμφαση στις αυστηρότερες νομισματικές και δημοσιονομικές πολιτικές που είχαν τεθεί τότε ως προϋποθέσεις για την πρόσβαση στο ΔΝΤ και σε άλλα πολυμερή ταμεία θα έπρεπε να είχε αντιμετωπιστεί διαφορετικά, λαμβάνοντας υπόψη τις αρχικές συνθήκες όταν αποφασιζόταν για αυστηρότητα πολιτικής στο πλαίσιο μιας παρατεταμένης πιστωτικής ασφυξίας (Mercurio, 2009).

2.2.2 Μελέτες Περίπτωσης

2.2.2.1 Χιλή: Η Αξιοπιστία Της Πολιτικής

Το να είσαι προετοιμασμένος αποφέρει καρπούς – αυτό αποτελεί ένα από τα μεγάλα διδάγματα της χιλιανής εμπειρίας με την ξαφνική διακοπή των ροών κεφαλαίων το 1998. Επηρεασμένες από την αναχαίτιση των ροών κεφαλαίου μετά την ασιατική κρίση και τη μείωση των εμπορικών της όρων λόγω της πτώσης των τιμών του χαλκού, οι καθαρές εισροές κεφαλαίων της Χιλής έπεσαν από το ισοδύναμο του 7% του ΑΕΠ το 1998 σε λιγότερο από το 1% του ΑΕΠ το 1999, ενώ οι εκροές κεφαλαίου ανήλθαν σε 1,5 δις δολάρια. Αλλά αντί για οικονομική κατάρρευση, η Χιλή υπέστη μια μικρή ύφεση χάρη σε ένα ισχυρό χρηματοπιστωτικό σύστημα, υγιή δημόσια οικονομικά και έναν ευέλικτο μηχανισμό πολιτικής (Hale & Arteta, 2009).

Κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990, η Χιλή έθεσε τα θεμέλια για ισχυρές νομισματικές και δημοσιονομικές πολιτικές. Με στόχο τη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών, η Κεντρική Τράπεζα της Χιλής χρησιμοποίησε τους ετήσιους στόχους για τον πληθωρισμό ως την κυρίαρχη ονομαστική άγκυρα της οικονομίας. Ετήσιες ανακοινώσεις που στοχεύουν στη μείωση του πληθωρισμού. Η Κεντρική Τράπεζα παρενέβη στην αγορά συναλλάγματος όχι μόνο στις άκρες της ζώνης, αλλά και ενεργητικά εντός της ζώνης αυτής. Το 1990, η Κεντρική Τράπεζα προχώρησε στη διαχείριση της ρευστότητας, με σκοπό την επίτευξη ενός συγκεκριμένου επιτοκίου διάρκειας μίας ημέρας στη διατραπεζική αγορά (στόχος είναι το επιτόκιο της νομισματικής πολιτικής) (Barajas et al., 2004).

Καθ' όλη τη διάρκεια της δεκαετίας, η διαχείριση της δημοσιονομικής πολιτικής ήταν επίσης επιτυχής, επιτρέποντας στο καθαρό δημόσιο χρέος της κεντρικής κυβέρνησης να μειωθεί από 37,6% του ΑΕΠ το 1989 σε 5% το 1997. Η ισχυρή ανάπτυξη σίγουρα διευκόλυνε αυτό το αποτέλεσμα, αλλά οι θεσμικοί παράγοντες επίσης είχαν μεγάλη βαρύτητα. Η Χιλή είχε (και συνεχίζει να έχει) ισχυρούς δημοσιονομικούς θεσμούς που κυμαίνονταν από ένα συγκεντρωτικό κράτος και ένα ισχυρό Υπουργείο Οικονομικών έως ρυθμίσεις όπως ένα ταμείο σταθεροποίησης των τιμών χαλκού, το οποίο επιτρέπει στην αρχή να παραμερίζει τα ασυνήθιστα υψηλά έσοδα από χαλκό με διαφανή τρόπο (Cavallo & Izquierdo, 2009).

Εκτός από τις ισχυρές νομισματικές και δημοσιονομικές πολιτικές, η χιλιανή οικονομία απολάμβανε επίσης ισχυρά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Μετά την κατάρρευση του τραπεζικού συστήματος στην πορεία προς την κρίση χρέους της δεκαετίας του 1980, η Χιλή εργάστηκε σκληρά για να βελτιώσει τη χρηματοπιστωτική ρύθμιση και εποπτεία. Οι αλλαγές αυτές επέτρεψαν την ανάπτυξη ενός υγιούς και ανθεκτικού χρηματοπιστωτικού συστήματος. Όταν ξέσπασε η κρίση, οι χιλιανές αρχές ήταν εν μέσω της προσπάθειας να δαμάσουν μια υπερθερμασμένη οικονομία. Καθώς οι εξωτερικοί κραδασμοί αυξήθηκαν, το έλλειμμα του τρέχοντος λογαριασμού διευρύνθηκε, η συναλλαγματική ισοτιμία δέχτηκε πιέσεις και τα φορολογικά έσοδα μειώθηκαν. Η ανάγκη ελέγχου της εγχώριας ζήτησης και ρύθμισης της απόσβεσης της συναλλαγματικής ισοτιμίας κατέστη υψίστης σημασίας (Kamil & Rai, 2010). Οι νομισματικές και δημοσιονομικές πολιτικές αποτελούν την αρχική απάντηση της κυβέρνησης. Κατά κάποιον τρόπο, οι πολιτικές ήταν σχεδόν υπερβολικά επιτυχημένες. Το συνδυασμένο αποτέλεσμα των εξωτερικών κραδασμών και πολιτικών ήταν μια απροσδόκητα μεγάλη και γρήγορη προσαρμογή. Οι εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών μεταβιβάστηκαν από αύξηση 16% από έτος σε έτος το δεύτερο τρίμηνο του 1998 σε ολίσθηση 14% το τελευταίο τρίμηνο του έτους. Πίσω από την προσαρμογή αυτή βρισκόταν μια ξαφνική μείωση της εγχώριας ζήτησης κατά σχεδόν 8%. Αυτή η υπερδιόρθωση υπογραμμίζει ένα άλλο σημαντικό ζήτημα. Όταν βρίσκεται μία οικονομία στο μάτι της καταιγίδας, είναι συχνά δύσκολο να εκτιμηθεί η πραγματική φύση και διάρκεια της κρίσης. Οι χιλιανές αρχές αρχικά εσφαλμένα έκριναν το είδος του τραύματος. Ωστόσο, οι υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής ήταν σε θέση να βασιστούν στην αξιοπιστία που είχε κερδίσει στο παρελθόν για να αλλάξουν ταχύτητα και να αντιμετωπίσουν το σοκ με τις επεκτατικές πολιτικές πριν να είναι πολύ αργά. Αλλάζοντας πορεία, κατάφεραν να αποτρέψουν την ολίσθηση της οικονομίας σε βαθύτερη ύφεση (Kamil & Rai, 2010).

Το μακροοικονομικό πλαίσιο και οι συνθήκες που η Χιλή είχε οικοδομήσει πάνω από μια δεκαετία το εξυπνέτησαν καλά μπροστά στην ξαφνική στάση. Έχοντας κεφαλαιοποιήσει, καλά ρυθμισμένες και εποπτευόμενες τράπεζες κατέστησαν δυνατή την εφαρμογή μιας πολύ συμβατικής νομισματικής πολιτικής κατά την πρώτη φάση της κρίσης χωρίς να διακυβεύεται υπερβολικά η υγεία του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Η αποφυγή των κινδύνων ρευστότητας στην κρατική χρηματοδότηση επιτρέπει στις αρχές να αυξήσουν σημαντικά τα επιτόκια και να δώσουν ώθηση στην οικονομία αργότερα για να αποτραπεί η κατάρρευση (Kamil & Rai, 2010).

2.2.2.2 Περού: Τα Σωτήρια Αποθέματα

Το Περού έκανε πολλά πράγματα σωστά κατά τη δεκαετία του 1990, αλλά είχε τουλάχιστον ένα κρίσιμο ελάττωμα που το κατέστησε εξαιρετικά ευάλωτο στο πλαίσιο της ξαφνικής διακοπής των ροών κεφαλαίου του 1998: υψηλό βαθμό χρηματοοικονομικής αξιοποίησης. Ωστόσο, η εμπειρία του Περού διδάσκει ότι οι κακές αρχικές συνθήκες δεν καθορίζουν απαραίτητα το πεπρωμένο μιας χώρας. Πιο συγκεκριμένα, το Περού βγήκε σχετικά αλώβητο από την απότομη πτώση του εμπορίου του και τις επιπτώσεις της ασιατικής κρίσης χάρη σε μεγάλο βαθμό στην ευφυή διαχείριση των εκτεταμένων συναλλαγματικών του αποθεμάτων (Berróspide & Dorich, 2002).

Καθ' όλη τη διάρκεια της άνθισης κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990, οι περουβιανές αρχές ήταν έτοιμες να αντιμετωπίσουν απρόσμενες εκροές συναλλάγματος δημιουργώντας μια προστατευτική ασπίδα των διεθνών αποθεμάτων - ένα από τα μεγαλύτερα επίπεδα διεθνών αποθεμάτων στη Λατινική Αμερική. Κατ' αρχάς, καθιέρωσε ένα υψηλό ποσοστό υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών, το οποίο επέτρεπε στο τραπεζικό σύστημα να συγκεντρώσει περίπου 3,7 δισεκατομμύρια δολάρια σε αποθεματικές καταθέσεις μέχρι το 1997. Δεύτερον, μειώνοντας τον πληθωρισμό από 7.000% σε μόλις 6,5%, η κυβέρνηση αποκατέστησε την αξιοπιστία του εγχώριου νομίσματος και απορρόφησε σταδιακά τη μειωμένη ζήτηση για ξένο νόμισμα. Τέλος, η Κεντρική Τράπεζα προσέθεσε σημαντικά στα διεθνή αποθεματικά της τις καταθέσεις του δημόσιου τομέα, κυρίως από τα έσοδα ενός εκτεταμένου προγράμματος ιδιωτικοποιήσεων. Το αποτέλεσμα ήταν ότι μέχρι το τέλος του

1997, τα διεθνή αποθέματα του Περού αντιπροσώπευαν το 78% της ρευστότητας του συνολικού τραπεζικού τομέα και σχεδόν το 18% του ΑΕΠ (Berróspide & Dorich, 2002).

Όσο σημαντική και αν ήταν η ποσότητα των διεθνών αποθεμάτων που ήταν κρυμμένα στα κρατικά ταμεία ήταν η προθυμία της περουβιανής κυβέρνησης να τα χρησιμοποιήσει για την παροχή ρευστότητας σε δολάρια κατά τη διάρκεια της πιστωτικής ασφυξίας. Παρά τον υψηλό βαθμό της χρηματοοικονομικής χαρτογράφησης, το Περού απέφυγε μια οικονομική κρίση με ένα συνδυασμό πολιτικής δανειστή έσχατης ανάγκης στο ξένο νόμισμα και την πολιτική συναλλαγματικών ισοτιμιών που περιόριζε την αστάθεια της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Με την άντληση συναλλαγματικών διαθεσίμων στο τραπεζικό σύστημα, οι νομισματικές αρχές απέτρεψαν την αποτυχία των τραπεζών που ήταν περισσότερο χρεωμένες και, με τον τρόπο αυτό, εμπόδισαν την πλήρη καταστροφή των εγχώριων τραπεζικών πιστώσεων (Kamil & Rai, 2010).

Ωστόσο, η αποτελεσματικότητα της χρήσης των διεθνών αποθεμάτων μπορεί να εξαρτάται από το συγκεκριμένο μέσο που έχει επιλεγεί. Η εμπειρία του Περού δείχνει ότι οι άμεσες και μόνιμες ενέσεις ρευστότητας στο εξωτερικό— στην περίπτωση αυτή, μέσω της συνεχούς μείωσης των δεικτών μέσων και των υποχρεώσεων τήρησης ελάχιστων αποθεματικών— ήταν πιο αποτελεσματικές για την αντιστάθμιση των αρνητικών επιπτώσεων της αιφνίδιας παύσης λειτουργίας του τραπεζικού συστήματος από την άμεση πώληση συναλλάγματος στην αγορά συναλλάγματος. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι οι άμεσες εισφορές ξένης ρευστότητας επιτρέπουν στις τράπεζες να αυξήσουν τη ρευστότητα σε ξένο νόμισμα χωρίς να μειώσουν τη ρευστότητά τους σε εγχώριο νόμισμα (Kamil & Rai, 2010).

Αν και ο ρόλος των διεθνών αποθεμάτων του ήταν κρίσιμος για την επιτυχία του, υπάρχουν άλλες πτυχές της ετοιμότητας του Περού που συνέβαλαν στην ανθεκτικότητα της οικονομίας στην κρίση. Οι δημοσιονομικές μεταρρυθμίσεις στις αρχές της δεκαετίας του 1990 συνόψισαν με επιτυχία τα μεγάλα δημοσιονομικά ελλείμματα που είχαν πλήξει τη χώρα κατά τη δεκαετία του 1980. Με τη σειρά της, η βελτίωση της δημοσιονομικής θέσης του Περού είχε σημαντικές επιπτώσεις στη μακροοικονομική σταθερότητα του. Αρχικά, συνέβαλε στη συσσώρευση των διεθνών διαθεσίμων της Κεντρικής Τράπεζας και της ρευστότητας του Δημοσίου στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Αργότερα, τα κεφάλαια αυτά ήταν θεμελιώδη για τη χρηματοδότηση μιας αντικυκλικής δημοσιονομικής πολιτικής που απέτρεπε τους αρνητικούς ρυθμούς αύξησης του ΑΕΠ και συνέβαλε στην αποφυγή μεγαλύτερης

υποτίμησης της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας. Το γεγονός ότι μπόρεσε να δαπανήσει κατά τη διάρκεια του επεισοδίου αιφνίδιας διακοπής κράτησε την περουβιανή οικονομία σε κίνηση, ενώ οι οικονομίες πολλών από τους γείτονές της σταμάτησαν με κραυγές (Bergósperide & Dorich, 2002).

Η δεκαετία του 1990 ήταν επίσης μια περίοδος μαζικών επενδύσεων στο Περού, ιδίως στον εμπορεύσιμο τομέα. Ένας από τους κύριους στόχους των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων της δεκαετίας του 1990 ήταν η παροχή ενός μακροοικονομικού περιβάλλοντος που προήγαγε τις επενδύσεις. Οι πολιτικές που ευνοούν τις ιδιωτικές επενδύσεις συμπληρώθηκαν από μεταρρυθμίσεις που εγγυώνται τη δικαστική σταθερότητα και την ίση μεταχείριση των ξένων επενδύσεων. Η διαδικασία ιδιωτικοποίησης ξεκίνησε το 1991 και εισήλθαν επενδύσεις, κυρίως στον εμπορεύσιμο τομέα. Οι επενδύσεις και τα έργα στον μεταλλευτικό τομέα, για παράδειγμα, προώθησαν το μέσο ποσοστό ανάπτυξης στο 10,1% ετησίως από το 1993 έως το 1997 και επέτρεψαν στον τομέα να συνεχίσει να αναπτύσσεται με παρόμοιο ρυθμό (9,9% ετησίως) κατά την ξαφνική διακοπή της περιόδου 1998-99 (Hale & Arteta, 2009).

Συνολικά, οι προηγούμενες επενδύσεις στον εμπορεύσιμο τομέα λειτούργησαν ως εμπόδιο για την πτώση σε άλλες οικονομικές δραστηριότητες την περίοδο 1997-99. Το Περού δεν είχε όλα τα μακροοικονομικά του μέσα όταν χτύπησε η ασιατική κρίση, αλλά κατάφερε να επιβιώσει καλά από το σοκ. Ασφαλώς, η αξιοπιστία που οικοδομήθηκε νωρίτερα, κατά τη δεκαετία από μια σειρά νομισματικών και φορολογικών μεταρρυθμίσεων, απέδωσε. Ωστόσο, το σωσίβιο που πραγματικά κράτησε την περουβιανή οικονομία ζωντανή ήταν το μαξιλάρι για τα διεθνή αποθέματα (Rossini et al., 2011).

2.2.2.3 Βραζιλία: Μια διττή στρατηγική για τη φερεγγυότητα

Η αιφνίδια πιστωτική ασφυξία του 2002 από τη Βραζιλία ήταν μια σαφής κρίση εμπιστοσύνης που μείωνε τις πολιτικές πτυχές με χαμηλή ρευστότητα στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές. Οι ροές κεφαλαίων μειώθηκαν κατά περίπου 24 δισεκατομμύρια δολάρια ΗΠΑ, περίπου 6% του ΑΕΠ και υπήρξε μεγάλη ανατροπή στον τρέχοντα λογαριασμό. Ωστόσο, η πολιτική χροιά και η στοχευμένη οικονομική παρέμβαση από μια κυβέρνηση που είχε εκπληρώσει τις οικονομικές της υποχρεώσεις της τής επέτρεψαν να διατηρήσει τη φερεγγυότητα και να αποφύγει την κατάρρευση (García, 2009).

Στην πραγματικότητα, η βραζιλιάνικη οικονομία αυξήθηκε περισσότερο από 4% κατά την περίοδο 2001-2002, καθιστώντας σαφή την περίπτωση επιτυχούς απάντησης σε μια ξαφνική διακοπή. Δεν προκαλεί έκπληξη το γεγονός ότι τουλάχιστον ένα μέρος της απάντησης σε αυτήν την κυρίως πολιτική κρίση ήταν πολιτικής φύσης. Ο φόβος ότι ο ηγέτης της χώρας, Lula, θα απομακρυνόταν από τις λογικές μακροοικονομικές πολιτικές της Βραζιλίας και ίσως ακόμα και από την αδυναμία πληρωμής του χρέους της έπρεπε να μετριαστεί. Ο Διοικητής της Κεντρικής Τράπεζας της Βραζιλίας, Arminio Fraga, διαπραγματεύτηκε συμφωνία μεταξύ όλων των προεδρικών υποψηφίων, των ξένων επενδυτών και του ΔΝΤ. Σε ένα πρόγραμμα που σχεδιάστηκε για να παρέχει καλά κίνητρα στους υποψηφίους, οι προεδρικές δυνάμεις συμφώνησαν σε λογικές πολιτικές με αντάλλαγμα μεγάλες εκταμιεύσεις από το ΔΝΤ (García, 2009).

Αν και το συνολικό δάνειο ανήλθε σε 30 δισ. δολάρια ΗΠΑ, το 2002 εκταμιεύθηκαν μόνο 6 δισ. δολάρια ΗΠΑ. Τα υπόλοιπα εκταμιεύθηκαν όταν ανέλαβε καθήκοντα ο επόμενος πρόεδρος, έχοντας ως θεμέλιο λίθο ότι θα εκπληρώσει τους όρους του προγράμματος του ΔΝΤ. Αφότου ο Lula κέρδισε τις εκλογές και έγινε σαφές ότι θα υποστήριζε τις τρεις βασικές αρχές της μακροοικονομικής πολιτικής - το μεγάλο πρωτογενές δημοσιονομικό πλεόνασμα, η στόχευση στον πληθωρισμό και η κυμαινόμενη συναλλαγματική ισοτιμία -, οι αγορές ανέκτησαν την εμπιστοσύνη και η κρίση αποτράπηκε (Bonomo et al., 2015).

Παρά τη συμφωνία αυτή, οι πιστωτές κατέστησαν αυστηρότερους τους όρους πληρωμής τους κατά την περίοδο 2001-2002. Κατά τη διάρκεια αυτής της αιφνίδιας πιστωτικής ασφυξίας, η ανθεκτικότητα του τραπεζικού τομέα επιτεύχθηκε χάρη σε αρκετούς παράγοντες. Μετά το τέλος του υπερπληθωρισμού το 1994, αρκετές τράπεζες κατέστησαν αφερέγγυες. Κατά τη διάρκεια του δεύτερου εξαμήνου της δεκαετίας του 1990, τέθηκαν σε εφαρμογή δύο προγράμματα για την αντιμετώπιση των προβληματικών τραπεζών που ανήκουν στην ιδιωτική και την τοπική κυβέρνηση. Κατά συνέπεια, κατά την περίοδο 2001-2002, δεν υπήρχαν μεγάλες τράπεζες με αδύναμους ισολογισμούς που θα μπορούσαν να αποτελέσουν συστημικό κίνδυνο (Bonomo et al., 2015).

Ο δεύτερος παράγοντας που εξηγεί την ανθεκτικότητα του τραπεζικού τομέα είναι ότι δεν υπήρχαν μεγάλες νομισματικές αναντιστοιχίες στους ισολογισμούς τους. Μετά την ταραχώδη ροή του πραγματικού το 1999, οι τράπεζες γνώριζαν τους κινδύνους που ενείχαν οι μεγάλες

αποσβέσεις και ήταν υποχρεωμένες, με προληπτική ρύθμιση, να ελέγχουν τον συναλλαγματικό κίνδυνο, μεταξύ άλλων κινδύνων. Ακόμα κι έτσι, η ξαφνική διακοπή θα μπορούσε να προκαλέσει διαταραχές. Ωστόσο, ο δημόσιος τομέας διαδραμάτισε σημαντικό ρόλο κατά τη διάρκεια της κρίσης παρέχοντας ασφάλεια στις τράπεζες έναντι της υποτίμησης της συναλλαγματικής ισοτιμίας μέσω της έκδοσης χρεών υπό μορφή δολαρίου ή μέσω παραγώγων (Carrigan & De Pelsmacker, 2009).

Σημαντικό είναι το γεγονός ότι ο δημόσιος τομέας της Βραζιλίας είχε διατηρήσει χαμηλό επίπεδο πειραματισμού πριν από την κρίση, επιτρέποντάς του να αναλάβει τον συναλλαγματικό κίνδυνο στον δικό του ισολογισμό, χωρίς να διακυβεύεται η βιωσιμότητά του. Μια δεύτερη στρατηγική που βοήθησε την Βραζιλία μέσω της πιστωτικής ασφυξίας στόχευε στους εξαγωγείς και κατέστη δυνατή χάρη στα συσσωρευμένα διεθνή αποθέματα της χώρας. Αν και η συναλλαγματική ισοτιμία υπέστη τεράστια υποτίμηση κατά τη διάρκεια της αιφνίδιας διακοπής, οι εξαγωγείς δεν μπορούσαν να επωφεληθούν πλήρως από αυτό, επειδή τα όρια των εμπορικών πιστώσεων είχαν εξαντληθεί. Ως εκ τούτου, η Κεντρική Τράπεζα παρενέβη για να παράσχει χρηματοδότηση του εμπορίου στους εξαγωγείς (Carrigan & De Pelsmacker, 2009).

Νομικά, η Κεντρική Τράπεζα δεν μπορούσε να πωλήσει τα συναλλαγματικά της αποθέματα απευθείας στους εξαγωγείς. Ωστόσο, δημιουργήθηκε ένα ευφύες πρόγραμμα για να διασφαλιστεί ότι τουλάχιστον ορισμένα από τα αποθέματα που πωλήθηκαν από την Κεντρική Τράπεζα διοχετεύονταν στους εξαγωγείς. Οι τράπεζες μπορούσαν να αγοράσουν αποθεματικά μόνο εάν έδειχναν ότι αυτά τα αποθέματα θα χρησιμοποιούνταν για χρηματοδότηση εξαγωγών. Η στήριξη του εξαγωγικού τομέα συνέβαλε στην εισαγωγή δολαρίων στη χώρα και άμβλυσε την έλλειψη νομίσματος που προκύπτει από τη μείωση των εισροών ξένου κεφαλαίου. Καθ' όλη τη διάρκεια αυτής της περιόδου, η νομισματική πολιτική ασκούνταν μέσω της στόχευσης στον πληθωρισμό (Carrigan & De Pelsmacker, 2009).

Ένα άλλο σημαντικό δίδαγμα της υπόθεσης της Βραζιλίας είναι ότι, ενώ η τεχνολογία των πληροφοριών μπορεί να είναι ένα χρήσιμο εργαλείο για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής κατά τη διάρκεια των κανονικών περιόδων, κατά τη διάρκεια αιφνίδιων διακοπών ο στόχος καθίσταται ασαφής καθώς η νομισματική αρχή χάνει τον έλεγχο των επιτοκίων της αγοράς και της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Δύο φορές κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου η Κεντρική Τράπεζα της Βραζιλίας έχασε τους ετήσιους στόχους της για τον πληθωρισμό,

αναγκάζοντας τις αρχές να προβούν σε διορθώσεις στην πορεία τους. Έτσι, τα πλαίσια αντιμετώπισης του πληθωρισμού θα πρέπει να αναπτυχθούν σε ενδεχόμενους μηχανισμούς προκειμένου να αντιμετωπιστούν επιτυχώς εξωτερικά σοκ χωρίς να υπονομεύεται η αξιοπιστία του πλαισίου. Από κοινού, οι παρεμβάσεις της Κεντρικής Τράπεζας της Βραζιλίας για την ενίσχυση του τραπεζικού τομέα και την παροχή πιστώσεων στους εξαγωγείς βοήθησαν τη χώρα να ανταποκριθεί στις πολιτικές και χρηματοοικονομικές καταιγίδες (Hale & Arteta, 2009).

2.2.3 Μαθήματα Πολιτικής

Η συστηματική διακρατική ανάλυση, καθώς και το ευρύ φάσμα εμπειριών χωρών σχετικά με τις πολιτικές απαντήσεις σε αιφνίδιες συνθήκες πολιτικής ασφυξίας δίνουν πέντε βασικά συμπεράσματα για την εν λόγω δυσμενή συνθήκη (Calvo et al., 2006):

- Η επεκτατική δημοσιονομική και νομισματική πολιτική που δεν επηρεάζει την αξιοπιστία ή τη φερεγγυότητα μπορεί να μειώσει την κατάρρευση της παραγωγής μετά από μια ξαφνική διακοπή. Οι χώρες που ήταν σε θέση να υιοθετήσουν πιο ευέλικτες δημοσιονομικές και νομισματικές πολιτικές μετά από μια χρηματοπιστωτική κρίση είχαν απώλεια παραγωγής μικρότερη από 5%, ενώ τα έθνη με πολύ μικρότερη ευελιξία είχαν συρρικνώσεις παραγωγής πάνω από 10%. Ωστόσο -και αυτό είναι πραγματικά κρίσιμο- οι χώρες πρέπει να είναι σε θέση να ανταπεξέλθουν οικονομικά σε αυτές τις πολιτικές (Calvo et al., 2006).
- Οι αρχικές συνθήκες έχουν σημασία: το ίδιο σοκ μπορεί να έχει διαφορετικές συνέπειες σε χώρες με διαφορετικά επίπεδα ετοιμότητας και μπορεί να περιορίσει σοβαρά τις επιλογές πολιτικής. Δεν υπάρχουν καλά υποκατάστατα για τη μείωση των τρωτών σημείων κατά τη διάρκεια καλών εποχών για να αντιμετωπιστεί η πιθανότητα κακών εποχών στο μέλλον. Για παράδειγμα, οι επιτυχείς αντικυκλικές πολιτικές κατά τη διάρκεια των οικονομικών κρίσεων λειτουργούν όταν οι κυβερνήσεις είναι έτοιμες να αυξήσουν τις δαπάνες με βιώσιμο τρόπο και ασκεί χαλαρότερη νομισματική πολιτική η οποία δεν τροφοδοτεί τον πληθωρισμό ούτε οδηγεί σε προβλήματα του ισολογισμού είτε στο δημόσιο είτε στον ιδιωτικό τομέα (Calvo et al., 2006).

- Οι αρχικές συνθήκες δεν είναι κάτι το οποίο δύναται να καταστρέψει μία οικονομία: ακόμη και αν δεν έχουν κάνει όλες τις εργασίες τους, οι χώρες εξακολουθούν να έχουν στη διάθεσή τους τα μέσα για να αντέξουν την καταιγίδα. Μια στοχευμένη χρήση των διεθνών αποθεμάτων κατά τη διάρκεια μιας διεθνούς πιστωτικής ασφυξίας, για παράδειγμα, με την υποστήριξη των γραμμών εξαγωγικών πιστώσεων - μπορεί να είναι πιο αποτελεσματική χρήση των διαθέσιμων πόρων από τις παρεμβάσεις στην αγορά συναλλαγματικών ισοτιμιών (Calvo et al., 2006).

- Η επιμονή του σοκ είναι σημαντική για τον καθορισμό του κατά πόσον οι εκδόσεις ρευστότητας καθίστανται προβλήματα φερεγγυότητας. Μια βραχυπρόθεσμη κρίση, όπως η έλλειψη κεφαλαίου που αντιμετώπισε η Λατινική Αμερική μετά την κρίση του 1995 στο Μεξικό, ήταν πολύ λιγότερο επικίνδυνη από τη μακρά πιστωτική ασφυξία που ακολούθησε τη ρωσική κρίση του 1998, όπου ουσιαστικές διορθώσεις της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας (απαραίτητες για την απότομη μείωση των κενών των τρεχουσών συναλλαγών) έθεσαν σε κίνδυνο τη φερεγγυότητα. Η έγκαιρη αναγνώριση της φύσης της κρίσης αποδείχθηκε πολύ σημαντική (Calvo et al., 2006).

- Τα εξωτερικά οικονομικά πακέτα είναι απαραίτητα όταν οι αρχικές συνθήκες δεν βοηθούν. Αυτό εξηγεί, για παράδειγμα, γιατί το Μεξικό ανέκαμψε αρκετά γρήγορα μετά την Κρίση της Τεκίλας το 1994, ενώ η οικονομία της Αργεντινής κατέρρευσε όταν το ΔΝΤ απέσυρε την υποστήριξη το Νοέμβριο του 2001. Η ευπάθεια της Αργεντινής κατέστησε σαφές ότι μια παρατεταμένη ξαφνική διακοπή που απαιτεί ουσιαστική πραγματική υποτίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας σχεδόν αναπόφευκτα απαιτεί αναδιάρθρωση του χρέους δεδομένης της σημαντικής οφειλής της Αργεντινής. Ωστόσο, υπάρχει λόγος να πιστεύουμε ότι με τη διεθνή στήριξη, η διαδικασία αναδιάρθρωσης θα μπορούσε να ήταν πολύ πιο ομαλή (Calvo et al., 2006).

2.2.4 Σύνοψη Κεφαλαίου

Ίσως το σαφέστερο συμπέρασμα από την ανάλυση είναι ότι οι χώρες που ήταν σε θέση να ασκήσουν αντικυκλικές πολιτικές κατάφεραν να αντέξουν καλύτερα την κρίση. Με τη σειρά τους, οι τυχεροί που κέρδισαν την ευκαιρία να ασκήσουν αντικυκλικές πολιτικές ήταν αυτοί

που είχαν προηγουμένως προετοιμαστεί για μια «καταστροφή». Αν και κάποιοι βασίστηκαν στους υψηλούς ρυθμούς παγκόσμιας ανάπτυξης και των διογκούμενων τιμών των βασικών εμπορευμάτων, άλλοι συνέχισαν να είναι επιφυλακτικοί για τους κύκλους στη διεθνή οικονομία, τις τιμές των βασικών εμπορευμάτων και τις παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές συνθήκες. Όσοι δεν χρησιμοποίησαν τα έτη της άνθησής τους για να θέσουν τις βάσεις για αντικυκλικές πολιτικές είχαν πολύ λιγότερα περιθώρια για ανεξάρτητες πολιτικές δράσεις κατά τη διάρκεια της πιστωτικής ασφυξίας. Οποιαδήποτε προσπάθεια δραματικής αύξησης των δαπανών, για παράδειγμα, θα μπορούσε να διαβρώσει την εμπιστοσύνη στην ικανότητα της χώρας να αποπληρώσει τα χρέη της στο μέλλον (Murphy, 2009).

Έτσι, το μεγαλύτερο δίδαγμα είναι ότι δεν υπάρχει υποκατάστατο για την εκμετάλλευση περιόδων για τη βελτίωση των μακροοικονομικών θεμελιωδών στοιχείων στο εσωτερικό της χώρας. Ωστόσο, οι αντιδράσεις πολιτικής θα παραμείνουν καίριες ιδίως σε χώρες όπου οι αρχικές συνθήκες δεν έχουν προκαθορίσει το πεπρωμένο τους και υπάρχει κάποιο περιθώριο ελιγμών. Το πολυμερές σύστημα μπορεί να βοηθήσει αυτές τις κυβερνήσεις ενισχύοντας τα συναλλαγματικά τους αποθέματα και παρέχοντας χρηματοδότηση στις κυβερνήσεις με μια βιώσιμη δημοσιονομική θέση. Σε άλλες χώρες, η αναζήτηση εξωτερικής οικονομικής βοήθειας το συντομότερο δυνατόν θα μπορούσε να αποδειχθεί η λιγότερο δαπανηρή επιλογή. Η Λατινική Αμερική και η Καραϊβική βελτίωσαν τις οικονομικές τους συνθήκες μετά τη ρωσική κρίση, δίνοντάς τους κάποια περιθώρια, ιδίως όσον αφορά τη νομισματική πολιτική, να εφαρμόσουν μέτρα για την καταπολέμηση της κρίσης (Murphy, 2009). Οι χώρες έχουν συγκεντρώσει 400 δισεκατομμύρια δολάρια σε διεθνή αποθέματα, και έχουν μειώσει σημαντικά το επίπεδο των χρεών σε δολάρια, ιδίως στο πλαίσιο του τραπεζικού συστήματος. Τα χαμηλότερα επίπεδα δανεισμού του χρέους επέτρεψαν στη Βραζιλία, για παράδειγμα, να χαλαρώσει τη νομισματική πολιτική εν μέσω της πιστωτικής ασφυξίας με τρόπους που άλλες χώρες δεν ήταν σε θέση να κάνουν μετά την κρίση στη Ρωσία (Kamí & Rai, 2010).

Αρκετές χώρες της Λατινικής Αμερικής υποτίμησαν γρήγορα τα νομίσματά τους και μείωσαν τα εγχώρια επιτόκια χωρίς να εισέλθουν σε μεγάλη οικονομική αναταραχή, σε έντονη αντίθεση με τις νομισματικές πολιτικές στις περισσότερες χώρες της Λατινικής Αμερικής κατά τη διάρκεια των συνθηκών πιστωτικής ασφυξίας της δεκαετίας του 1990, όταν τα επιτόκια αυξήθηκαν και η υποτίμηση του νομίσματος καταπολεμήθηκε έντονα. Αυτή είναι η πρώτη φορά για τη Λατινική Αμερική και μπορεί να διαβαστεί ως συνέπεια καλύτερων αρχικών συνθηκών στο οικονομικό μέτωπο. Η χαλαρή νομισματική πολιτική συνήθως οδηγεί

σε υποτίμηση του νομίσματος και σε αύξηση των εξαγωγών που συμβάλλει στην άμβλυνση της οικονομικής επιβράδυνσης. Ωστόσο, η υποτίμηση του νομίσματος, η οποία ενίσχυσε τις εξαγωγές ως τρόπο εξόδου από την κρίση για αρκετές αναδυόμενες αγορές στο παρελθόν, ενδέχεται να μην λειτουργήσει πλήρως στο μέλλον λόγω της συνεχιζόμενης παγκόσμιας ύφεσης, ιδίως σε πλούσια έθνη (Kamil & Rai, 2010).

Ορισμένα έθνη στη Λατινική Αμερική ενδέχεται να αναγκαστούν να περικόψουν τις δαπάνες τους ενόψει της τρέχουσας κρίσης λόγω της ανεπαρκούς εξοικονόμησης. Για άλλους, η πιο εφικτή πολιτική θα είναι η διατήρηση του τρέχοντος επιπέδου των κυβερνητικών δαπανών, αλλά μόνο λίγοι όπως η Χιλή είναι σε θέση να αυξήσουν τις δαπάνες. Οι επεκτατικές πολιτικές σε χώρες που δεν είχαν ασκήσει αντικυκλικές πολιτικές στο παρελθόν μπορεί να οδηγήσουν σε σημαντική συσσώρευση χρεών, ιδίως στο βαθμό που η παγκόσμια ανάκαμψη απαιτεί χρόνο (Barajas et al., 2004).

Για τις πολυμερείς σχέσεις στο διεθνές σύστημα, η κρίση του 2007-2008 προσφέρει μια ευκαιρία για μια διαφορετική προσέγγιση σε σύγκριση με τις επιλογές πολιτικής που έγιναν κατά τη διάρκεια της ρωσικής κρίσης. Η επικρατούσα άποψη το 1998 ήταν ότι τα αναδυόμενα έθνη έπρεπε να καθησυχάσουν τους πιστωτές για τη φερεγγυότητα των οικονομιών τους. Ως αποτέλεσμα, ζητήθηκε από τις αναδυόμενες χώρες ανά την υφήλιο να μειώσουν τις δαπάνες και να αυξήσουν τα επιτόκια, τα οποία επιδείνωσαν την ύφεση (Parkinson et al., 2009). Οι πολυμερείς σχέσεις θα πρέπει να ακολουθούν μια επιλεκτική προσέγγιση που θα λαμβάνει υπόψη τις αρχικές συνθήκες κάθε χώρας προκειμένου να σχεδιάζουν προσαρμοσμένες πολιτικές. Οι χώρες και τα μακροοικονομικά τους σχέδια δεν χρειάζεται να θεσπίσουν ισχυρές πολιτικές προσαρμογής για να σηματοδοτήσουν την αξιοπιστία τους. Ωστόσο, οι χώρες πρέπει να είναι ιδιαίτερα προσεκτικές όσον αφορά τη διάρκεια της τρέχουσας κρίσης, διότι οι μεγάλες ή/και οι συνεχιζόμενες καθοδευσεις των παγκόσμιων οικονομικών τάσεων θα μπορούσαν να θεωρήσουν τη δημοσιονομική προσοχή ως απαραίτητο στοιχείο κάθε δέσμης μέτρων πολιτικής-απόκρισης (Parkinson et al., 2009).

Αν οι αναδυόμενες αγορές πρόκειται να συμμετάσχουν σε τονωτικές δημοσιονομικές πολιτικές για να ελαχιστοποιήσουν τον αντίκτυπο της παγκόσμιας κρίσης στην εγχώρια ανάπτυξη, είναι απαραίτητο να ανασυγκροτηθούν από πολυμερείς οργανισμούς και λειτουργίες δανεισμού έσχατης ανάγκης, παρόμοιες με εκείνες που ασκούν οι κυβερνήσεις στις ανεπτυγμένες οικονομίες, ώστε να διατηρηθούν οι συνθήκες ρευστότητας. Αυτή η

στρατηγική θα διασφαλίσει ότι τα καλά σχεδιασμένα πακέτα κινήτρων δεν θέτουν σε κίνδυνο τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα (Broome, 2010).

Η στρατηγική αυτή έχει τρεις βασικές απαιτήσεις: i) την ενίσχυση των πόρων των πολυμερών οργανισμών, ώστε να μπορούν να ενεργούν σε κλίμακα ανάλογη με τα καθήκοντα που τους ανατίθενται, ii) τον κατάλληλο καταμερισμό εργασίας μεταξύ των οργανισμών δανεισμού και iii) προσεκτική ανάλυση ανά χώρα, η οποία καθορίζει σε κάθε περίπτωση τους δημοσιονομικά βιώσιμους συνδυασμούς αύξησης των δαπανών και των πολιτικών αλλαγής δαπανών. Αξίζει να σημειωθεί ότι από το αποκορύφωμα της κρίσης, οι πολυμερείς σχέσεις κινήθηκαν γρήγορα προς αυτήν την κατεύθυνση. Ειδικότερα, η αντικατάσταση της βραχυπρόθεσμης διευκόλυνσης ρευστότητας του ΔΝΤ με μια ευέλικτη πιστωτική διευκόλυνση τον Μάρτιο του 2009 (με έως πενταετή περίοδο αποπληρωμής) ήταν κρίσιμη για τη διασφάλιση της πρόσβασης στη ρευστότητα, τη σημαντική βελτίωση των αποτελεσματικών ή των αντιληπτών συνθηκών ρευστότητας αρκετών χωρών στην περιοχή (Broome, 2010).

Βεβαίως, εξακολουθούν να υπάρχουν ανησυχίες σχετικά με την ταχύτητα ανάκαμψης στις εκβιομηχανισμένες χώρες, ένας παράγοντας που πρέπει να ληφθεί υπόψη κατά τη λήψη αποφάσεων για πολιτικές και στρατηγικές δανεισμού. Το κοινό έργο των χωρών και των διεθνών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων μπορεί να βοηθήσει τα κράτη να διέλθουν επιτυχώς αυτές τις αβέβαιες και άνευ προηγουμένου εποχές (Wehinger, 2014).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3:

ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΤΗΣ ΠΙΣΤΩΤΙΚΗΣ ΕΠΕΚΤΑΣΗΣ ΣΤΗΝ ΑΝΕΡΓΙΑ

3.1 Από Χρηματοοικονομική Κρίση σε Επεισόδιο Πιστωτικής Ασφυξίας

Ως το πλέον σημαντικό κανάλι μετάδοσης για την διοχέτευση κεφαλαίων στην πραγματική οικονομία, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, ήτοι ο τραπεζικός τομέας, παίζει έναν πολύ σημαντικό ρόλο στην οικονομική αλλά και πραγματική ανάπτυξη μίας χώρας. Το χρηματοπιστωτικό σύστημα δηλαδή είναι το κύριο εργαλείο επιβολής της συνολικής οικονομικής πολιτικής από την εκάστοτε κυβέρνηση. Στο κέντρο αυτού του συστήματος είναι οι τράπεζες εφόσον μέσω αυτών μεταβάλλεται η προσφορά χρήματος μίας χώρας με ποικίλους τρόπους, ορίζουν έμμεσα την αγοραστική δύναμη και ενοποιούν την οικονομική διαδικασία της παραγωγής, της διανομής και της κατανάλωσης (Λυμπερόπουλος, 1988). Δίνουν τη δυνατότητα στους πολίτες να έχουν πρόσβαση σε χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες και βελτιώνει την αποτελεσματικότητα άλλων χρηματοπιστωτικών διαμεσολαβητών υποθέτοντας ένα σταθερό μακροοικονομικό περιβάλλον. Για παράδειγμα ένα από τα βασικά καθήκοντα τους είναι η χορήγηση δανείων τα οποία επιτρέπουν στις επιχειρήσεις να πραγματοποιούν επενδύσεις και να δημιουργούν θέσεις εργασίας ενώ αντίστοιχα αυξάνουν την αγοραστική δύναμη των ιδιωτών. Όταν όμως ο τραπεζικός τομέας χαρακτηριστεί ως μη αποτελεσματικός θα μπορούσε να οδηγήσει σε προβλήματα ρευστότητας της οικονομίας ως απόρροια μίας πιστωτικής κρίσης και κατ' επέκταση πιστωτικής ασφυξίας. Διάφοροι ακαδημαϊκοί έχουν αναγνωρίσει καίριους λόγους στις έρευνές τους για την ύπαρξη πιστωτικής ασφυξίας που περιλαμβάνουν και συνδέονται με την κατάρρευση της «χρηματοοικονομικής φούσκας» του 2008, με την απόδειξη ύπαρξης ενός μεσοπρόθεσμου οικονομικού κύκλου καθώς και διάφορες χρηματοοικονομικές καινοτομίες εξαιτίας του ανταγωνιστικού χαρακτήρα του (παγκόσμιου) τραπεζικού συστήματος.

Το 2007, όπως έχει αναφερθεί σε προηγούμενο κεφάλαιο, εμφανίζεται η μεγαλύτερη μεταπολεμική οικονομική ύφεση που ταλανίζει την παγκόσμια οικονομία και γρήγορα μετατρέπεται από χρηματοοικονομική κρίση του δυτικού κόσμου και δη της οικονομίας των ΗΠΑ - ονομάζεται επίσης κρίση ενυπόθητων (subprime) δανείων - σε οικονομική κρίση που πλήττει τις περισσότερες χώρες του πλανήτη. Επήλθε μία σοβαρή συρρίκνωση της

ρευστότητας στις διεθνείς χρηματοοικονομικές αγορές που ξεκίνησε από τις Ηνωμένες Πολιτείες ως αποτέλεσμα της κατάρρευσης της αγοράς κατοικιών των ΗΠΑ. Η πιστωτική ασφυξία της περιόδου 2007-2008 που είχε τις απαρχές της τον Ιούλιο του 2007 στις Ηνωμένες Πολιτείες διοχετεύθηκε στη συνέχεια σε χώρες τις Ευρώπης και της Άπω Ανατολής αλλά και της Λατινικής Αμερικής, ενώ είχε αντίκτυπο στην παγκόσμια οικονομία. Οι Κεντρικές Τράπεζες των χωρών που επηρεάστηκαν προσπάθησαν με διάφορες παρεμβατικές πολιτικές, όπως ήταν η μείωση των επιτοκίων και οι ενέσεις ρευστότητας στις αγορές, να βάλουν ένα φρένο σε αυτό το δυσμενές γεγονός, όμως οι αρνητικές επιδράσεις στην παγκόσμια οικονομία ήταν αλυσιδωτές και μη αναστρέψιμες. Οι συνθήκες ύφεσης έγιναν πολύ γρήγορα αισθητές σε πολλές δυτικές, και μη, οικονομίες ενώ παράλληλα χάθηκαν χιλιάδες θέσεις εργασίας εκτοξεύοντας την ανεργία και επενδύσεις από τα κανάλια του ιδιωτικού τομέα εκμηδενίστηκαν. Στον διατραπεζικό τομέα καθώς υπήρξε μεγάλη αβεβαιότητα που οδήγησε σε έλλειψη εμπιστοσύνης, οι συνέπειες στην ελάττωση των διαθέσιμων πιστώσεων ήταν δραματικές κάτι που καθιστούσε πλέον μία γενικευμένη κρίση ρευστότητας. Έτσι καταγράφονται στα μέσα του 2008 τα πρώτα προβλήματα ρευστότητας και στις Ευρωπαϊκές τράπεζες. Είναι μία αναπόφευκτη αλυσιδωτή αντίδραση καθώς οι χρηματοοικονομικές σχέσεις μεταξύ δύο ή περισσότερων χωρών καταλήγουν σε υψηλές συσχετίσεις μεταξύ των αγορών των περιουσιακών στοιχείων τους. Είναι λοιπόν επόμενο όταν δύο χώρες μεταξύ τους έχουν επενδυτικές ή πιστοληπτικές συναλλαγές και η μία επέλθει σε καθεστώς ύφεσης τότε οι επιπτώσεις επέρχονται και στη δεύτερη χώρα. Ήταν λοιπόν αναπόφευκτο για την Ελλάδα να παραμείνει ανεπηρέαστη και εκτός του κύκλου της παγκόσμιας ύφεσης του 2008.

3.1.1 Η Πιστωτική Ασφυξία στην Ελλάδα μετά την Παγκόσμια Κρίση του 2007-2008

Όπως επισημαίνεται πιο πάνω οι καταστροφικές συνέπειες της μεγαλύτερης, μετά το Β' Παγκόσμιο Πόλεμο, και μοναδικής στην ιστορία που απέκτησε παγκόσμια κλίμακα, οικονομικής ύφεσης, βρήκαν αντίκτυπο και στην ελληνική οικονομία. Στο κομμάτι αυτό της εργασίας λοιπόν εξετάζεται με την παράθεση δεδομένων από την Τράπεζα της Ελλάδος και παράλληλα αποδεικνύεται η ύπαρξη ενός επεισοδίου πιστωτικής ασφυξίας στη χώρα μας.

Ο τομέας της ελληνικής οικονομίας που επηρεάστηκε σε μέγιστο βαθμό μετά το πέρας της πιο πρόσφατης χρηματοοικονομικής κρίσης, ήταν το τραπεζικό σύστημα. Η πιστωτική

επέκταση των ελληνικών τραπεζών συμπίεστηκε σημαντικά ως απόρροια της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης, κυρίως λόγω της κατάρρευσης της παγκόσμιας τραπεζικής αγοράς, σύμφωνα με προαναφερθέντα φαινόμενα μετάδοσης μιας γενικευμένης συστημικής κρίσης. Ένα επιπλέον αίτιο που οδήγησε κυρίως μικρότερες χώρες, όπως η Ελλάδα, σε πιστωτική ασφυξία είναι όταν οι επενδυτές άλλαξαν σε χώρες με μικρότερο ρίσκο και καλύτερη πιστοληπτική διαβάθμιση. Το παγκόσμιο οικονομικό περιβάλλον άλλαξε ριζικά με τη διαμόρφωση ενός νέου καθεστώτος το οποίο ήταν δύσβατο για χώρες οι οποίες δεν είχαν τη δυνατότητα ευελιξίας προσαρμογής και δικά τους μέσα για να μπορέσουν να ανταπεξέλθουν στα νέα δεδομένα.

Το κυριότερο αποτέλεσμα των επιπτώσεων της οικονομικής ύφεσης, ήταν η δραματική μείωση της ρευστότητας των τραπεζών, αφού πλέον δεν ήταν δυνατή η δανειοδότησή τους από τις διεθνείς αγορές. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα την έλλειψη κεφαλαιακής επάρκειας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Οι ανησυχίες για την οικονομική κατάσταση των τραπεζών έδωσε τη θέση της στους φόβους για την γενικότερη παγκόσμια οικονομική κατάσταση εφόσον η πιστωτική ασφυξία που έκανε σιγά σιγά αισθητή την παρουσία της μετακαλούταν με σοβαρές αρνητικές επιπτώσεις στην πραγματική οικονομία. Έχει αναφερθεί πως οι τραπεζικές κρίσεις ανακόπτουν την ομαλή λειτουργία ενός χρηματοπιστωτικού συστήματος με δυσμενείς επιπτώσεις στην πραγματική οικονομία. Οι συνέπειες αυτές είναι εντονότερες στις αναπτυσσόμενες ή αναδυόμενες οικονομίες όπου ο ρόλος του τραπεζικού συστήματος είναι κυρίαρχος στην οικονομία. Σύμφωνα με τον Birdsall (2009), η χρηματοπιστωτική κρίση διαχέεται με γοργούς ρυθμούς στις αναπτυγμένες χώρες και στη συνέχεια σε ολόκληρο τον κόσμο, με ολέθριες επιπτώσεις στο τραπεζικό σύστημα και τις επιχειρήσεις. Σύμφωνα με το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, «η κρίση μεταφέρεται με σφοδρότητα στην πραγματική οικονομία, με αποτέλεσμα την ύφεση και την πτώση της απασχόλησης».

Τρεις είναι οι βασικοί δίαυλοι μέσα από τους οποίους ο τραπεζικός δανεισμός επηρεάζει τον ρυθμό της οικονομικής ανάπτυξης μίας οικονομίας σύμφωνα με ακαδημαϊκή μελέτη η οποία δημοσιεύθηκε από την Ελληνική Ένωση Τραπεζών τον Ιανουάριο του 2013.

- Με την ύπαρξη ενός «χρηματοοικονομικού επιταχυντή» (financial accelerator) τυχόν χρηματοοικονομικές διακυμάνσεις έχουν αντίκτυπο στην πραγματική οικονομία μέσω τους κόστους δανεισμού που επιβαρύνει τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά, η σχέση του οποίου είναι άμεση με τον πλούτο των δανειοληπτών. Ωθείται η αύξηση του κόστους χρηματοδότησης μετά από μία αρνητική διαταραχή στον καθαρό πλούτο, όπως για

παράδειγμα μίας ξαφνικής πτώσης των τιμών των περιουσιακών στοιχείων. Τα αποτελέσματα οδηγούν σε υποχώρηση της οικονομικής δραστηριότητας καθώς οι καταναλωτικές ενέργειες του ιδιωτικού τομέα μειώνονται ως απόρροια της πτώσης του τραπεζικού δανεισμού.

- Οι ισολογισμοί των τραπεζών έχουν αναφερθεί ως ένας δεύτερος διάυλος μετάδοσης καθώς σύμφωνα με τους Bernanke και Blinder (1988) υποστηρίζεται πως ο περιορισμός της προσφοράς πιστώσεων είναι μία από τις επιδράσεις μίας περιοριστικής νομισματικής πολιτικής εφόσον έχει αντίκτυπο στο ενεργητικό των τραπεζών. Έτσι όπως αναλύθηκε παραπάνω σε μία οικονομία όπως της Ελλάδας, που οι τράπεζες παίζουν κεντρικό ρόλο στη ροή χρηματοδότησης προς τον επιχειρηματικό ιδιωτικό τομέα μία μείωση του παρεχόμενου δανεισμού θα προκαλούσε πτώση των επενδύσεων από τις επιχειρήσεις.

- Η διαθέσιμη ρευστότητα η οποία μπορούμε να πούμε πως ορίζει κατά κάποιο τρόπο την προσφορά δανείων από τις τράπεζες, είναι ο τρίτος διάμεσος της επίδρασης των χρηματοοικονομικών διαταραχών προς τα πραγματικά μακροοικονομικά μεγέθη. Το ενεργητικό των τραπεζών σχετίζεται με την αγοραία ρευστότητα ενώ το παθητικό των τραπεζών με τη ρευστότητα χρηματοδότησης. Η πρώτη κατηγορία ρευστότητας ορίζει την ευκολία με την οποία ένα περιουσιακό στοιχείο μπορεί να γίνει εμπορεύσιμο ενώ η δεύτερη καθορίζει το πόσο ικανό είναι ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα να αυξήσει τη ρευστότητά του είτε μέσω δανεισμού είτε της πώλησης των περιουσιακών του στοιχείων. Όσο λοιπόν παρατηρούνται φαινόμενα χρηματοοικονομικών κρίσεων τόσο τα δύο είδη ρευστότητας μειώνονται και έχουν σοβαρές αρνητικές επιδράσεις στον ισολογισμό των τραπεζών - κάτι που όπως αναλύθηκε παραπάνω οδηγεί την πραγματική οικονομία σε δυσμενείς για την ίδια καταστάσεις.

Πράγματι, ξεκινώντας με μία σύντομη αναδρομή με τα γεγονότα που διαδραματίστηκαν στον ελληνικό τραπεζικό χώρο πριν την τελευταία οικονομική κρίση και σύμφωνα με δεδομένα από την Παγκόσμια Τράπεζα για την εξέλιξη των καταθέσεων και των δανείων στην Ελλάδα σε αντίθεση με τους φόβους για αποδιαμεσολάβηση, φαίνεται πως οι τράπεζες στην Ελλάδα όχι μόνο έπαιζαν κυρίαρχο ρόλο στην οικονομία αλλά επίσης ενισχύθηκαν – υπάρχει μία αύξηση στις πιστώσεις αλλά και στις καταθέσεις (του ιδιωτικού τομέα) ως ποσοστών του ΑΕΠ. Σημειώνεται ενδεικτικά πως οι καταθέσεις και οι πιστώσεις ως ποσοστά του ΑΕΠ το 2006 έχουν αυξηθεί από το 1985 αντίστοιχα από 52% σε 79% και από 39% σε 77%.

Τα στοιχεία επίσης δείχνουν πως η αύξηση των πιστώσεων ήταν ταχύτερη από αυτή των καταθέσεων ενώ παράλληλα μειώθηκε η εθνική αποταμίευση και σιγά σιγά διευρυνόταν το

έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών (επίσης μετρημένο ως ποσοστό του ΑΕΠ). Η πολύ γρήγορη αύξηση του δανεισμού προς τα νοικοκυριά είχε δημιουργήσει μία ψευδή εικόνα ευημερίας της εγχώριας οικονομίας η οποία όπως και σε άλλα κράτη της Ευρωζώνης εκείνης της περιόδου οδήγησε στην αποφυγή λήψης αποφάσεων και επιβολής επιτακτικών κανονιστικών μέτρων προς τις τράπεζες. Παρότι είχε παρατηρηθεί μία μικρή μείωση του τραπεζικού δανεισμού στα μέσα της δεκαετίας του 1990 και ο δείκτης πιστώσεων προς το ενεργητικό ήταν χαμηλός, αποδείχθηκε παροδική καθώς η ταχύτερη ανάπτυξη της πιστωτικής επέκτασης στη χώρα μας μετά τα μέσα της δεκαετίας του '90 οδήγησε τον δείκτη αυτό σε υψηλότερα επίπεδα από τον αντίστοιχο της Ευρωζώνης και στα ίδια επίπεδα με αυτόν των Ηνωμένων Πολιτειών (Antzoulatos, Panopoulou, Tsoumas, 2011).

Σύμφωνα με στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος (2014) κατά την περίοδο 2000-2010 τα δάνεια που χορήγησαν οι εγχώριες τράπεζες προς τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις εκτοξεύονται από 59 σε 258 δις ευρώ, προκύπτει δηλαδή μία ετήσια αύξηση τους της τάξεως του 15.9%. Σημειώνεται πως τα εν λόγω δάνεια είναι το σημαντικότερο μέγεθος των στοιχείων του ενεργητικού τους. Παράλληλα, στην ίδια χρονική περίοδο, το σύνολο του ενεργητικού τους αυξήθηκε από 184 σε 473 δις ευρώ – εκτός αυτού της Τράπεζας της Ελλάδος κάτι που αποδίδεται στην αλόγιστη χορήγηση δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα.

Μετά το 2008 η χώρα εισέρχεται σε μία μεγάλης διάρκειας δημοσιονομική/οικονομική κρίση συμβάλει στην ήδη πολύ δύσκολη κατάσταση, χρηματοοικονομικά των ελληνικών τραπεζών και τις οδηγεί σε ένα χρηματοοικονομικό αδιέξοδο χωρίς προηγούμενο. Σε αντιπαράθεση με τα παραπάνω δεδομένα, μετά το 2009 και κάτω από συνθήκες παρατεταμένης οικονομικής ύφεσης πλέον παρατηρείται μία σημαντική καθοδική πορεία στις εγχώριες χορηγήσεις δανείων από τις τράπεζες. Σύμφωνα με τα νέα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος (2016) αναφέρεται πως κατά το χρονικό διάστημα 2010-2016 τα χορηγούμενα δάνεια μειώνονται από 258 σε 202 δις ευρώ ενώ παράλληλα το σύνολο του ενεργητικού των τραπεζών πέφτει από 463 σε 202 δις ευρώ. Αυτή η πορεία αποκτά δραματικό χαρακτήρα καθώς κατά την ίδια περίοδο «τα κόκκινα δάνεια» (μη εξυπηρετούμενα δάνεια) εκτοξεύονται από 22 σε 110 δις ευρώ.

Μετά τη σύντομη παράθεση των στοιχείων του τραπεζικού δανεισμού πριν αλλά και κατά το πέρας της μεγάλης οικονομικής ύφεσης του 2007-2008 προς τον ιδιωτικό τομέα στην Ελλάδα αντιλαμβάνεται εύκολα ο αναγνώστης πως δημιουργήθηκαν συνθήκες πιστωτικής ασφυξίας

και παράλληλα έλλειψης ρευστότητας ενώ οι διεθνείς αγορές ζητούν εγγυήσεις για το δανεισμό και το δημοσιονομικό έλλειμμα της χώρας μας αυξανόταν συνεχώς. Η διατραπεζική αγορά καθώς και τη αγορά εταιρικών ομολόγων λειτουργούσε αναποτελεσματικά κάτι το οποίο οδήγησε σε αύξηση του κόστους λήψης κεφαλαίων για τις ελληνικές τράπεζες δημιουργώντας συνθήκες πιστωτικής ασφυξίας. Με το φαινόμενο του ντόμινο, το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα, η ελληνική επιχειρηματική δραστηριότητα αλλά και τα νοικοκυριά βρέθηκαν σε δεινή θέση εξαιτίας της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης. Όπως λοιπόν ήταν αναμενόμενο, και η πραγματική οικονομία της Ελλάδος χωρίς εξαιρέσεις έγινε αποδέκτης όλων των συνεπειών που επιφέρει η οικονομική αστάθεια παρασύροντας την σε μια ασταμάτητη και διαρκή ύφεση, επηρεάζοντας, μέσω (και) του καναλιού της πιστωτικής ασφυξίας, με αρνητικό τρόπο τα μακροοικονομικά μεγέθη της οικονομίας.

Στο σημείο αυτό παρατίθενται τα στοιχεία τα οποία επιδεικνύουν (και παράλληλα επιβεβαιώνουν τα όσα θεωρητικώς αναλύθηκαν πιο πάνω πως από μία χρηματοοικονομική κρίση μία οικονομία με το τραπεζικό σύστημα στον κεντρικό της άξονα οδηγείται σε πιστωτική ασφυξία) πως και η Ελλάδα μετά το πέρας της μεγάλης παγκόσμιας ύφεσης το 2007-2008 κατέληξε να βιώσει τις ολέθριες θα έλεγε κανείς επιπτώσεις της πιστωτικής ασφυξίας. Πράγματι, σύμφωνα με την έκθεση του διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος για το έτος 2010 (Προβόπουλος ΤτΕ, 2011), και όπως φαίνεται στο Γράφημα 2 της ανάλυσής του, υπάρχει μία σημαντική πτωτική τάση, μετά το 2008, της χρηματοδότησης από τα νομισματικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα της χώρας προς ολόκληρο τον ιδιωτικό τομέα. Το Γράφημα 2 αποτυπώνει την πορεία της συνολικής χρηματοδότησης από τα ΝΧΙ της Ελλάδας προς τον εγχώριο ιδιωτικό τομέα (χωρισμένη και στους διάφορους τομείς της) κατά τη χρονική περίοδο του Ιανουαρίου 2008 έως και το Φεβρουάριο του 2011 – μία περίοδος δηλαδή που οριοθετείται από την έξαρση της καταγεγραμμένης χρηματοοικονομικής κρίσης του 2007-2008 έως και τα πρώτα κρίσιμα χρόνια μετά την κορύφωση αυτής.

Τα αρνητικά επίπεδα για πρώτη φορά τον Ιανουάριο του 2011 (-0,2%) και έπειτα το Φεβρουάριο του 2011 (-0,3%) σηματοδοτούν την εξέχουσα μείωση του ρυθμού μεταβολής⁴

⁴ Η μηνιαία καθαρή ροή χρηματοδότησης όπως αποτυπώνεται στο Πίνακα 2 υπολογίζεται ως η μηνιαία μεταβολή του υπολοίπου της χρηματοδότησης, στην οποία συμπεριλαμβάνονται οι διαγραφές δανείων και οι συναλλαγματικές διαφορές από την ανατίμηση του ευρώ ως προς τα ξένα νομίσματα μετά την αφαίρεση των συναλλαγματικών διαφορών από την υποτίμηση του κατά τον ίδιο μήνα. Για τον υπολογισμό των ετήσιων ρυθμών μεταβολής λαμβάνονται υπόψη οι διαγραφές δανείων και οι συναλλαγματικές διαφορές που προκύπτουν από την αποτίμηση σε ευρώ των δανείων σε ξένο νόμισμα.

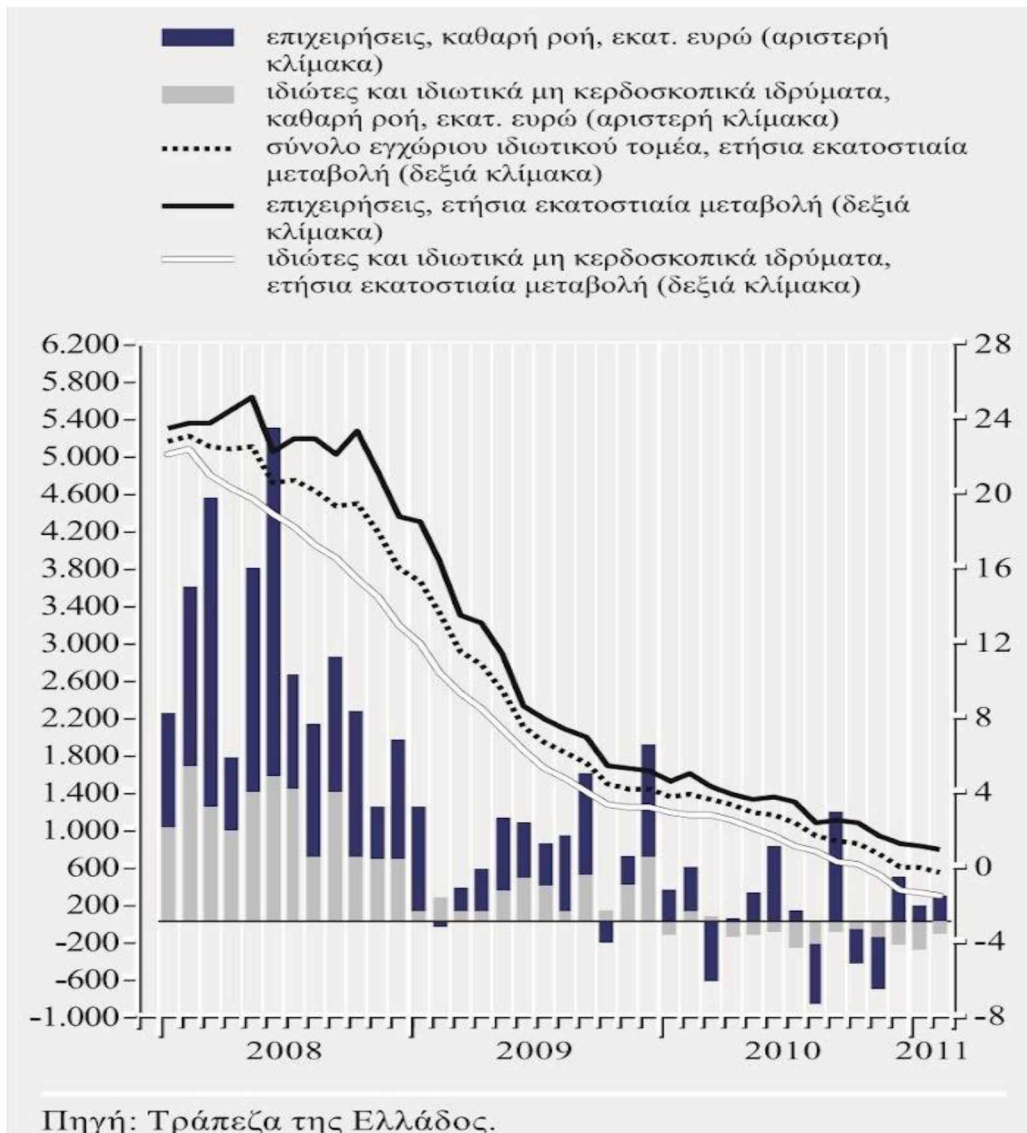
για το υπόλοιπο της χρηματοδότησης στον εγχώριο ιδιωτικό τομέα κάτι που ήταν αποτέλεσμα της ελάττωσης προσφοράς πιστώσεων προς όλους του κλάδους του ιδιωτικού τομέα, ήτοι προς τις επιχειρήσεις, του ελεύθερους επαγγελματίες, αγρότες, τα νοικοκυριά, τα ιδιωτικά μη κερδοσκοπικά ιδρύματα (ΙΜΚΙ). Παρατηρούμε πως η συσσωρευτική καθαρή ετήσια ροή χρηματοδότησης προς τον ιδιωτικό τομέα είναι αρνητική το 2010 (-38 εκατ. ευρώ το 2010, σε αντιπαράθεση με τη θετική ροή των 10.337 εκατ. ευρώ το 2009), προέρχεται από την επίσης αρνητική ροή χρηματοδότησης προς τους ιδιώτες και τα ιδιωτικά μη κερδοσκοπικά ιδρύματα (-1.519 εκατ. ευρώ το 2010, έναντι θετικής ροής 3.598 εκατ. ευρώ το 2009) και ακόμη περισσότερο από την αξιοσημείωτη αρνητική ροή των καταναλωτικών δανείων (-1.522 εκατ. ευρώ το 2010, ενώ αντίθετα 745 εκατ. ευρώ θετική ροή για το 2009), η οποία έρχεται να αντισταθμίσει την θετική (πάραυτα μειωμένη) ροή χρηματοδότησης των επιχειρήσεων (1.483 εκατ. ευρώ το 2010, έναντι 6.739 εκατ. ευρώ το 2009).

Πιο συγκεκριμένα, όσον αφορά το δανεισμό των επιχειρήσεων, βλέπουμε πως είναι ιδιαίτερα σημαντική η επιβράδυνση (αρνητικές τιμές) των ρυθμών μεταβολής χρηματοδότησης των διαφόρων κλάδων της οικονομικής δραστηριότητας με αποτέλεσμα να σημειωθεί μείωση της παραγωγής τους ή μείωση στις προοπτικές ανάπτυξής τους (βλ. βιομηχανία, εμπόριο, ο τομέας των κατασκευών καθώς και ο τουρισμός).

Επιπρόσθετα και στον τομέα της χρηματοδότησης των νοικοκυριών (ελεύθεροι επαγγελματίες, αγρότες, ατομικές επιχειρήσεις) από τον Ιούνιο του 2010 παρατηρείται αξιοσημείωτη επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου της προσφοράς πιστώσεων.

Το ίδιο συμβαίνει και με το ρυθμό μεταβολής της χρηματοδότησης ενός πιο μικρού κομματιού του ιδιωτικού τομέα της χώρας, των ιδιωτών και των ΙΜΚΙ καθώς από μετά από τη δραματική επιβράδυνση του το 2010 διαμορφώνεται σε αρνητικό επίπεδο, ως επακόλουθο της μεγάλης πτώσης του αντίστοιχου ρυθμού μεταβολής προσφοράς των στεγαστικών δανείων όσο και της δριμύτερης μείωσης του ρυθμού των καταναλωτικών δανείων.

Γράφημα 2 Χρηματοδότηση από τα ΝΧΙ της Ελλάδος προς τον εγχώριο Ιδιωτικό Τομέα (Ιανουάριος 2008 - Φεβρουάριος 2011)



3.2 Η Εμπειρική Έρευνα και το Δείγμα της Έρευνας

Έχοντας παρουσιάσει και αναλύσει την σχετική βιβλιογραφία αναφορικά με το θέμα της πιστωτικής ασφυξίας, θα εστιάσουμε στην δικιά μας έρευνα που πραγματοποιείται στη συνέχεια. Στο πλαίσιο της παρούσας έρευνας εκτιμήθηκε ένα μακροοικονομικό υπόδειγμα για την εξέταση της επίδρασης της πιστωτικής ασφυξίας στο ποσοστό ανεργίας στην Ελλάδα με την χρήση δεδομένων για μία περίοδο 15 ετών.

Για την εκτίμηση του μακροοικονομικού υποδείγματος συγκεντρώθηκαν μηνιαία δεδομένα από την Τράπεζα της Ελλάδος, την Eurostat και τη Global Economy. Τα δεδομένα αφορούν το ποσοστό ανεργίας, την ποσότητα χρήματος σε κυκλοφορία M2 και τον Δείκτη Τιμών Καταναλωτή⁵ στη χώρα μας. Η πιστωτική ασφυξία (credit crunch) προσεγγίζεται με βάση τον ρυθμό αύξησης της χρηματοδότησης προς την οικονομία από το σύνολο του τραπεζικού συστήματος της χώρας, σταθμισμένο με βάση το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν, συνεπώς η αρνητική μεταβολή του συγκεκριμένου ρυθμού αποτελεί το credit crunch και εκτιμώνται οι επιπτώσεις του στο ποσοστό ανεργίας. Το δείγμα της έρευνας καλύπτει την περίοδο από τον Ιανουάριο του 2004 μέχρι τον Δεκέμβριο του 2019. Για την κάθε μεταβλητή συγκεντρώθηκαν 192 μηνιαίες παρατηρήσεις και το συνολικό δείγμα αποτελείται από 768 μηνιαίες παρατηρήσεις. Χρησιμοποιήθηκαν μηνιαία δεδομένα για τη συγκέντρωση όσο το δυνατόν μεγαλύτερου δείγματος και όσο αυτό ήταν δυνατό μεγαλύτερης χρονικής περιόδου γύρω από τις ημερομηνίες ορόσημο (2009-2011) όπου και διαπιστώθηκε η ύπαρξη πιστωτικής ασφυξίας στην ελληνική οικονομία. Είναι γεγονός ότι αυξάνοντας το δείγμα μας τα αποτελέσματα γίνονται πιο αντικειμενικά, αλλά και αντικατοπτρίζεται καλύτερα η επίδραση που ασκούν οι προσδιοριστικοί παράγοντες στην εξαρτημένη μεταβλητή που μελετάται. Βέβαια να σημειωθεί ο βαθμός δυσκολίας εύρεσης στατιστικών δεδομένων για τη χώρας μας, ο οποίος είναι και ο λόγος που είναι κάπως περιορισμένο το δείγμα μας ποσοτικά και ποιοτικά (με ίσως σημαντικές μακροοικονομικές μεταβλητές να λείπουν).

Στον πίνακα που ακολουθεί παρουσιάζονται τα στατιστικά των μεταβλητών του δείγματος, όπως ο μέσος, η διάμεσος, η μέγιστη και η ελάχιστη τιμή, η τυπική απόκλιση και ο αριθμός των παρατηρήσεων για κάθε μεταβλητή.

⁵ Στην εμπειρική εκτίμηση χρησιμοποιήθηκε ο διορθωμένος για την εποχικότητα δείκτης

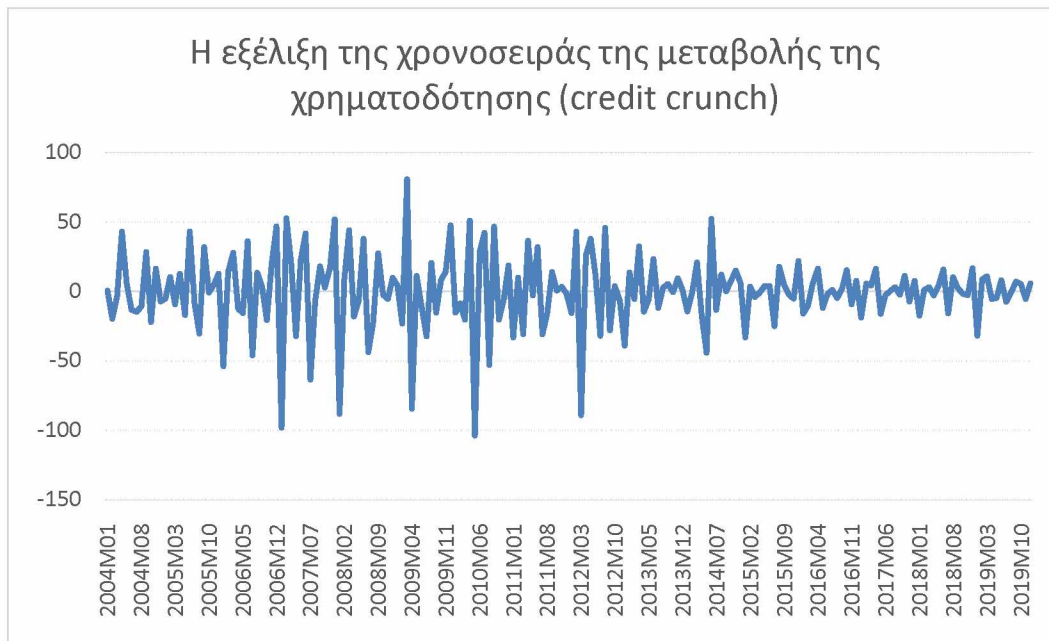
Πίνακας 1. Περιγραφική στατιστική των μεταβλητών του δείγματος της έρευνας

	Credit Crunch	Ποσότητα Χρήματος M2	Δείκτης Τιμών Καταναλωτή	Ποσοστό Ανεργίας
Μέσος	-0.107327	186495.2	101.8534	19.79656
Διάμεσος	0.837320	182283.0	105.0183	22.40000
Μέγιστη τιμή	80.81075	259431.0	111.3435	28.70000
Ελάχιστη τιμή	-104.0570	122702.0	84.33400	6.700000
Τυπική Απόκλιση	27.09180	33329.77	7.314684	6.709988
Αριθμός παρατηρήσεων	192	192	192	192

Στη συνέχεια παρουσιάζεται διαγραμματικά η εξέλιξη των x των ανεξάρτητων και εξαρτημένων μεταβλητών που περιλαμβάνονται στο δείγμα της έρευνας.

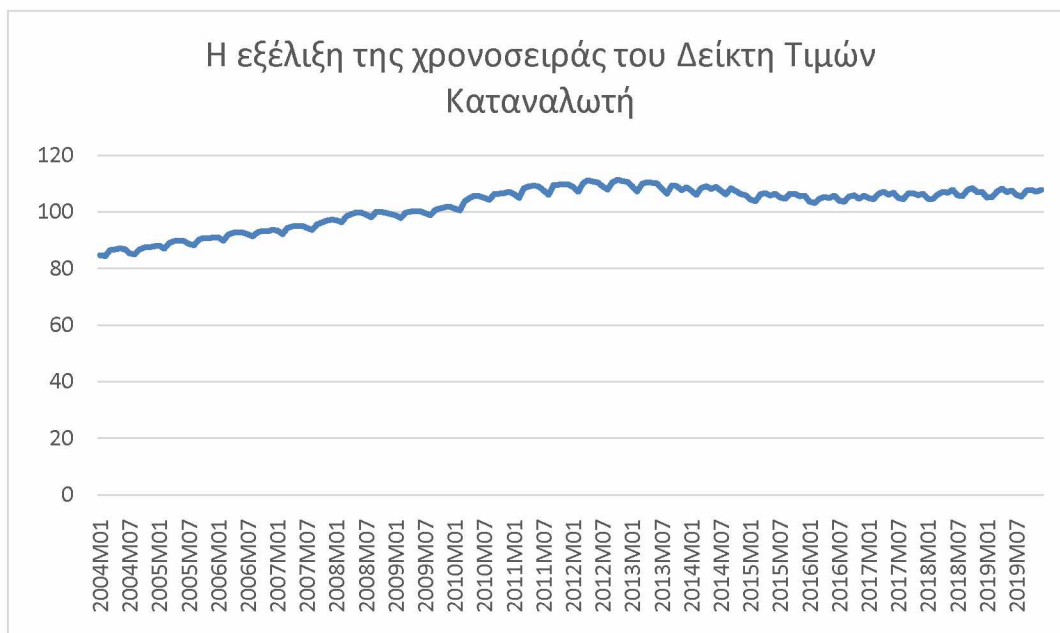
Στο διάγραμμα που ακολουθεί παρουσιάζεται η εξέλιξη της χρονοσειράς της μεταβολής της χρηματοδότησης, της μεταβλητής που χρησιμοποιείται ως μεταβλητή της πιστωτικής ασφυξίας, από τον Ιανουάριο του 2004 μέχρι τον Δεκέμβριο του 2019.

Διάγραμμα 1. Η εξέλιξη της χρονοσειράς της μεταβολής της χρηματοδότησης



Στο διάγραμμα που ακολουθεί παρουσιάζεται η εξέλιξη της χρονοσειράς του Δείκτη Τιμών Καταναλωτή από τον Ιανουάριο του 2004 μέχρι τον Δεκέμβριο του 2019.

Διάγραμμα 2. Η εξέλιξη της χρονοσειράς του Δείκτη Τιμών Καταναλωτή



Στο επόμενο διάγραμμα παρουσιάζεται η εξέλιξη της χρονοσειράς της ποσότητας χρήματος M2 για την περίοδο από τον Ιανουάριο του 2004 μέχρι τον Δεκέμβριο του 2019.

Πίνακας 3. Η εξέλιξη της χρονοσειράς της ποσότητας χρήματος M2



Στο διάγραμμα που ακολουθεί παρουσιάζεται η εξέλιξη της χρονοσειράς του ποσοστού ανεργίας από τον Ιανουάριο του 2004 μέχρι τον Δεκέμβριο του 2019.

Διάγραμμα 4. Η εξέλιξη της χρονοσειράς του ποσοστού ανεργίας



Τέλος, στον επόμενο πίνακα παρουσιάζεται ο πίνακας συνδιακύμανσης μεταξύ των μεταβλητών του δείγματος.

Πίνακας 2. Πίνακας συνδιακύμανσης μεταξύ των μεταβλητών του δείγματος

	Credit Crunch	Ποσότητα Χρήματος	Δείκτης M2 Τιμών Καταναλω τή	Ποσοστό Ανεργίας
Credit Crunch	730.1431	-11969.31	1.569708	-5.942352
Ποσότητα Χρήματος M2	-11969.31	1.11E+09	68359.32	109686.0
Δείκτης Τιμών Καταναλω τή	1.569708	68359.32	53.22593	41.47785
Ποσοστό Ανεργίας	-5.942352	109686.0	41.47785	44.78944

3.2.1 Μεθοδολογία της Έρευνας

Στην παρούσα έρευνα χρησιμοποιήθηκε ένα υπόδειγμα Autoregressive Distributed Lag (ARDL). Ένα υπόδειγμα ARDL περιλαμβάνει χρονικές υστερήσεις τόσο της εξαρτημένης μεταβλητής όσο και των ανεξάρτητων μεταβλητών του υποδείγματος, εκτιμάται με την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων (Ordinary Least Squares) και μπορεί να εφαρμοστεί και με χρονοσειρές που δεν είναι στάσιμες και έχουν διαφορετικό βαθμό ολοκλήρωσης (Shin & Pesaran, 1999). Το υπόδειγμα απαιτεί επαρκή αριθμό υστερήσεων προκειμένου να είναι σε θέση να απεικονίσει αποτελεσματικά την πραγματική διαδικασία δημιουργίας των δεδομένων (Shrestha & Bhatta, 2018).

Αν και λόγω της δυνατότητας του υποδείγματος να χρησιμοποιεί μεταβλητές διαφορετικού βαθμού ολοκλήρωσης, σε αντίθεση με άλλες μεθόδους δεν απαιτούνται έλεγχοι στασιμότητας, ο υπολογισμός του υποδείγματος δεν είναι εφικτός στην περίπτωση που μία από τις μεταβλητές είναι $I(2)$, δηλαδή δεν είναι στάσιμη σε πρώτες διαφορές. Συνεπώς, η μεθοδολογία ARDL αποτελεί την ενδεδειγμένη μεθοδολογία σε περίπτωση μεταβλητών που είναι στάσιμες, $I(0)$, ή στάσιμες σε πρώτες διαφορές, $I(1)$ ή και έναν συνδυασμό αυτών και τα αποτελέσματα της είναι αξιόπιστα αν υπάρχει μία μοναδική μακροχρόνια σχέση μεταξύ των μεταβλητών του υποδείγματος ακόμα και σε μικρά δείγματα. Για τον έλεγχο ύπαρξης μακροχρόνιας σχέσης μεταξύ των μεταβλητών του υποδείγματος και κατά συνέπεια καταλληλότητας της μεθοδολογίας ARDL χρησιμοποιείται μέσω ενός ελέγχου F στατιστικής (Έλεγχος Wald). Εάν η τιμή της F στατιστικής ξεπερνά την κρίσιμη τιμή του ελέγχου, τότε διαπιστώνεται η ύπαρξη μακροχρόνιας σχέσης μεταξύ των μεταβλητών (Nkoro & Uko, 2016).

Συνεπώς, για την εκτίμηση ενός υποδείγματος ARDL απαιτείται σε ένα πρώτο βήμα ο έλεγχος για την ύπαρξη μακροχρόνιας σχέσης μεταξύ των υπό εξέταση μεταβλητών με τον υπολογισμό του Bounds F-Statistic. Εάν με βάση τα αποτελέσματα του ελέγχου διαπιστωθεί η ύπαρξη μακροχρόνιας σχέσης μεταξύ των μεταβλητών και κατά συνέπεια μπορεί να εφαρμοστεί η μεθοδολογία ARDL, στη συνέχεια υπολογίζεται ο βέλτιστος αριθμός υστερήσεων των μεταβλητών που περιλαμβάνονται στο υπόδειγμα. Το ζήτημα της επιλογής του κατάλληλου αριθμού υστερήσεων είναι ιδιαίτερα σημαντικό, καθώς θα πρέπει τα κατάλοιπα να μην παρουσιάζουν αυτοσυσχέτιση ή ετεροσκεδαστικότητα. Για την επιλογή του βέλτιστου αριθμού υστερήσεων σε ένα υπόδειγμα ARDL μπορούν να χρησιμοποιηθούν μία σειρά κριτήρια, όπως το Akaike Information Criterion (AIC), το Schwarz Bayesian Criterion (SBC) και το Hannan-Quinn Criterion (HQC). Ο βέλτιστος αριθμός υστερήσεων ενός υποδείγματος είναι αυτός που ελαχιστοποιεί την τιμή των διαφόρων κριτηρίων (Nkoro & Uko, 2016).

Για την εκτίμηση της στασιμότητας μίας μεταβλητής μπορούν να χρησιμοποιηθούν ο επαυξημένος έλεγχος Dickey – Fuller (Augmented Dickey Fuller), ο έλεγχος Philips - Perron και ο έλεγχος KPSS (Kwiatkowski, Phillips, Schmidt και Shin, 1992). Όταν η τιμή του ελέγχου Augmented Dickey Fuller ξεπερνά την κρίσιμη τιμή, τότε η χρονοσειρά είναι στάσιμη, καθώς η μηδενική υπόθεση των δύο ελέγχων είναι ότι η χρονοσειρά δεν είναι

στάσιμη και ακολουθούν την ίδια ασυμπτωτική κατανομή. Αντίθετα, στην περίπτωση του ελέγχου KPSS η μηδενική υπόθεση είναι ότι η χρονοσειρά είναι στάσιμη. Ο έλεγχος Augmented Dickey Fuller αποτελεί τον πλέον χρησιμοποιημένο έλεγχο, κυρίως λόγω της ευκολίας στην εφαρμογή του. Ο έλεγχος Augmented Dickey Fuller αντιμετωπίζει το πρόβλημα της πιθανής αυτοσυσχέτισης στα κατάλοιπα του ελέγχου Dickey Fuller περιλαμβάνοντας και υστερήσεις της εξαρτημένης μεταβλητής, ενώ και ο έλεγχος Philips – Perron διασφαλίζει την απουσία αυτοσυσχέτισης στα κατάλοιπα της εξίσωσης του ελέγχου (Wooldridge, 2015; Nkoro & Uko, 2016).

Ο έλεγχος Augmented Dickey Fuller δίνεται από:

$$\Delta y_t = \mu + \delta y_{t-1} + \sum_{i=1}^k \beta_i \Delta y_{t-i} + e_t$$

Όπου,

$$\delta = \alpha - 1$$

α = ο συντελεστής του y_{t-1}

Δy_t = η πρώτη διαφορά του y_t , δηλαδή $y_t - y_{t-1}$

Η μηδενική υπόθεση του ελέγχου είναι ότι $\delta = 0$ και η εναλλακτική υπόθεση ότι $\delta < 0$. Απόρριψη της μηδενικής υπόθεσης συνεπάγεται ότι η χρονοσειρά είναι στάσιμη (Shrestha & Bhatta, 2018).

Ο έλεγχος Philips – Perron δίνεται από:

$$\Delta y_t = \pi y_{t-1} + \beta_i D_{t-i} + e_t$$

Όπου e_t είναι $I(0)$ με μέσο μηδέν και D_{t-i} είναι μία ντετερμινιστική τάση.

Η βασική διαφορά μεταξύ του ελέγχου Philips – Perron και του ελέγχου Augmented Dickey Fuller είναι ότι ο έλεγχος Philips – Perron είναι μη παραμετρικός και κατά συνέπεια δεν καθορίζεται η μορφή της γραμμικής συσχέτισης για τη μηδενική υπόθεση. Συνεπώς, ο υπολογισμός του λόγου τ για τον υπολογισμό της τιμής του π διαφέρει, ενώ ο έλεγχος Philips

– Perron διορθώνει τις στατιστικές τιμές για τυχόν ζητήματα αυτοσυσχέτισης και ετεροσκεδαστικότητας (Shrestha & Bhatta, 2018).

Ο έλεγχος KPSS δημιουργήθηκε με στόχο να αντιμετωπίσει το γεγονός ότι οι κλασικές μέθοδοι για τον έλεγχο της στασιμότητας μίας χρονοσειράς έχουν την τάση να αποδέχονται τη μηδενική υπόθεση. Το υπόδειγμα δίνεται από:

$$Y_t = X_t + \varepsilon_t \text{ και συνεπώς } X_t = X_{t-1} + u_t$$

Οι κρίσιμες τιμές του ελέγχου προέρχονται από τις στατιστικές ελέγχου του Πολλαπλασιαστή του Lagrange (Shrestha & Bhatta, 2018) και όπως αναφέρθηκε και παραπάνω σε αντίθεση με τους άλλους δύο ελέγχους η μηδενική υπόθεση είναι ότι η χρονοσειρά είναι στάσιμη.

3.2.2 Έλεγχοι Στασιμότητας

Αρχικά πραγματοποιήθηκαν έλεγχοι στασιμότητας των μεταβλητών του δείγματος. Στον πίνακα που ακολουθεί παρουσιάζονται τα αποτελέσματα του ελέγχου για την ύπαρξη μοναδιαίας ρίζας με την χρήση του επαυξημένου ελέγχου Dickey-Fuller για την χρονοσειρά της μεταβολής της χρηματοδότησης, που αποτελεί και το credit crunch στο υπόδειγμα της έρευνας.

Πίνακας 3. Αποτελέσματα επαυξημένου ελέγχου Dickey-Fuller για τη στασιμότητα της χρονοσειράς της μεταβολής της χρηματοδότησης

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-10.88184	0.0000
Test critical values: 1% level	-3.465392	
5% level	-2.876843	
10% level	-2.575006	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Με βάση τα αποτελέσματα του ελέγχου η χρονοσειρά της μεταβολής της χρηματοδότησης είναι στάσιμη, p -τιμή $0 < 0,05$. Η στασιμότητα της χρονοσειράς φαίνεται και από τη διαγραμματική της απεικόνιση στο διάγραμμα 1.

Στη συνέχεια παρουσιάζονται τα αποτελέσματα του επαυξημένου ελέγχου Dickey-Fuller για τον έλεγχο στασιμότητας της χρονοσειράς του Δείκτη Τιμών Καταναλωτή.

Πίνακας 4. Αποτελέσματα επαυξημένου ελέγχου Dickey-Fuller για την στασιμότητα της χρονοσειράς του Δείκτη Τιμών Καταναλωτή

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.847854	0.3565
Test critical values:		
1% level	-3.466994	
5% level	-2.877544	
10% level	-2.575381	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα του ελέγχου η χρονοσειρά του Δείκτη Τιμών Καταναλωτή δεν είναι στάσιμη και δεν μπορούμε να απορρίψουμε τη μηδενική υπόθεση ότι υπάρχει μοναδιαία ρίζα, καθώς η p -τιμή $0,3565 > 0,05$.

Στον πίνακα που ακολουθεί παρουσιάζονται τα αποτελέσματα του επαυξημένου ελέγχου Dickey-Fuller για τον έλεγχο στασιμότητας της χρονοσειράς της ποσότητας χρήματος M2.

Πίνακας 5. Αποτελέσματα επαυξημένου ελέγχου Dickey-Fuller για την στασιμότητα της χρονοσειράς της ποσότητας χρήματος M2

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.218027	0.2007
Test critical values:		
1% level	-3.465392	
5% level	-2.876843	
10% level	-2.575006	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Με βάση τα αποτελέσματα του ελέγχου η χρονοσειρά της ποσότητας χρήματος M2 δεν είναι στάσιμη, καθώς η p-τιμή $0,20 > 0,05$, και η μηδενική υπόθεση ότι υπάρχει μοναδιαία ρίζα δεν μπορεί να απορριφθεί.

Τέλος, στον επόμενο πίνακα παρουσιάζονται τα αποτελέσματα του επαυξημένου ελέγχου Dickey-Fuller για τον έλεγχο στασιμότητας της χρονοσειράς του ποσοστού ανεργίας.

Πίνακας 6. Αποτελέσματα επαυξημένου ελέγχου Dickey-Fuller για την στασιμότητα της χρονοσειράς του ποσοστού ανεργίας

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.678973	0.0797
Test critical values:		
1% level	-3.467205	
5% level	-2.877636	
10% level	-2.575430	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Τα αποτελέσματα του ελέγχου καταδεικνύουν ότι η χρονοσειρά του ποσοστού ανεργίας δεν είναι στάσιμη, καθώς έστω και οριακά $0,07 > 0,05$, και δεν μπορούμε να απορρίψουμε τη μηδενική υπόθεση για την ύπαρξη μοναδιαίας ρίζας.

3.2.3 Έλεγχος F-Bounds Test

Προκειμένου να διαπιστωθεί εάν η μεθοδολογία ARDL είναι κατάλληλη για την εκτίμηση του υποδείγματος με τις συγκεκριμένες μεταβλητές πραγματοποιήθηκε έλεγχος F- Bounds test.

Πίνακας 7. Αποτελέσματα ελέγχου F-Bounds Test

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
Asymptoti c: n=1000				
F-statistic	10.76530	10%	2.37	3.2
k	3	5%	2.79	3.67
		2.5%	3.15	4.08
		1%	3.65	4.66
Finite Sample:				
Actual Sample Size	182			
		10%	2.474	3.312
		5%	2.92	3.838
		1%	3.908	5.044

Με βάση τα αποτελέσματα του ελέγχου F-Bounds test η τιμή του ελέγχου, 10,76530, ξεπερνά τις κρίσιμες τιμές I(1) σε όλα τα επίπεδα σημαντικότητας. Συνεπώς, η μεθοδολογία ARDL είναι κατάλληλη για την εκτίμηση του υποδείγματος.

3.3 Αποτελέσματα Εκτιμήσεων του Υποδείγματος της Έρευνας

Το υπόδειγμα που εκτιμήθηκε είναι της μορφής

Ποσοστό Ανεργίας

$$= a + \beta_1 * M2 + \beta_2 * \text{Δείκτης Τιμών Καταναλωτή} + \beta_3 * \text{Credit Crunch}$$

Στον πίνακα που ακολουθεί παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της εκτίμησης του υποδείγματος ARDL (10, 1, 2, 0) με εξαρτημένη μεταβλητή το ποσοστό ανεργίας και ανεξάρτητες μεταβλητές την εξέλιξη της χρηματοδότησης, το M2 και τον Δείκτη Τιμών Καταναλωτή.

Πίνακας 8. Αποτελέσματα της εκτίμησης του υποδείγματος ARDL (10, 1, 2, 0) με εξαρτημένη μεταβλητή το ποσοστό ανεργίας και επεξηγηματικές μεταβλητές το M2, τον Δείκτη Τιμών Καταναλωτή και την μεταβολή της χρηματοδότησης (Credit Crunch).

Variable	Coefficie			
	nt	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
Ποσοστό Ανεργίας (-1)	0.677984	0.074904	9.051351	0.0000
Ποσοστό Ανεργίας (-2)	0.145104	0.092141	1.574808	0.1172
Ποσοστό Ανεργίας (-3)	0.423945	0.089998	4.710629	0.0000
Ποσοστό Ανεργίας (-4)	-0.374345	0.095297	-3.928205	0.0001
Ποσοστό Ανεργίας (-5)	-0.199853	0.099213	-2.014380	0.0456
Ποσοστό Ανεργίας (-6)	0.052897	0.099509	0.531579	0.5957
Ποσοστό Ανεργίας (-7)	0.063493	0.096982	0.654692	0.5136
Ποσοστό Ανεργίας (-8)	-0.025573	0.090518	-0.282513	0.7779
Ποσοστό Ανεργίας (-9)	0.107654	0.090226	1.193159	0.2345
Ποσοστό Ανεργίας (-10)	0.126300	0.074896	1.686326	0.0936
M2	5.34E-05	2.10E-05	2.548028	0.0117
M2(-1)	-3.80E-05	2.09E-05	-1.818952	0.0707
Δείκτης Τιμών				
Καταναλωτή	-0.132927	0.044677	-2.975256	0.0034
Δείκτης Τιμών				
Καταναλωτή (-1)	-0.019381	0.059419	-0.326176	0.7447
Δείκτης Τιμών				
Καταναλωτή (-2)	0.109391	0.044658	2.449516	0.0154
Credit Crunch	-0.005373	0.001919	-2.799404	0.0057
C	1.655451	1.726713	0.958729	0.3391
R-squared	0.989455	Mean dependent var	20.42055	
Adjusted R-squared	0.988433	S.D. dependent var	6.322358	
		Akaike info		
S.E. of regression	0.679979	criterion	2.155241	
Sum squared resid	76.29118	Schwarz criterion	2.454516	
		Hannan-Quinn		
Log likelihood	-179.1269	criter.	2.276563	
F-statistic	967.6595	Durbin-Watson stat	1.998415	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Η επιλογή του βέλτιστου υποδείγματος ARDL έγινε με βάση το κριτήριο Akaike Info και υπολογίστηκε αυτόματα από το λογισμικό οικονομετρίας Eviews 10 που χρησιμοποιήθηκε. Ως μέγιστος αριθμός υστερήσεων για την εξαρτημένη και τις ανεξάρτητες μεταβλητές τέθηκαν οι 12 υστερήσεις, δηλαδή καθώς οι παρατηρήσεις είναι μηνιαίες το ένα έτος. Ο μέγιστος αριθμός υστερήσεων τέθηκε με βάση το γεγονός ότι το υπόδειγμα απαιτεί επαρκή αριθμό υστερήσεων για να προσεγγίζει αποτελεσματικά την πραγματική διαδικασία δημιουργίας των δεδομένων, αλλά και για να μην παρουσιάζουν τα κατάλοιπα του υποδείγματος αυτοσυσχέτιση και ετεροσκεδαστικότητα. Με βάση το κριτήριο Akaike Info το ιδανικό υπόδειγμα περιλαμβάνει 10 υστερήσεις του ποσοστού ανεργίας, μία υστέρηση του M2, δύο υστερήσεις του Δείκτη Τιμών Καταναλωτή και καμία υστέρηση της μεταβολής της χρηματοδότησης (credit crunch).

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα του υποδείγματος, η αύξηση της χρηματοδότησης της οικονομίας οδηγεί σε μείωση της ανεργίας. Κατά συνέπεια, η πιστωτική ασφυξία επηρεάζει αρνητικά το ποσοστό ανεργίας και την αξιοποίηση του εργατικού δυναμικού στην οικονομία. Η τιμή του συντελεστή της μεταβολής της χρηματοδότησης είναι $-0,005373$, δηλαδή ο συντελεστής του credit crunch είναι $0,005373$. Συνεπώς, μία μείωση της χρηματοδότησης της οικονομίας κατά 10%, έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση του ποσοστού ανεργίας κατά $0,05373\%$. Ο συντελεστής είναι στατιστικά σημαντικός ακόμα και σε επίπεδο σημαντικότητας 1%, καθώς $p = 0,0057 < 0,05$. Συνάγεται ότι η πιστωτική ασφυξία επηρεάζει το ποσοστό ανεργίας.

Η τιμή του προσαρμοσμένου συντελεστή προσδιορισμού της παλινδρόμησης, adjusted R^2 , είναι ιδιαίτερα υψηλή, $0,988$, δηλαδή το υπόδειγμα εξηγεί σε σημαντικό ποσοστό την μεταβλητότητα της εξαρτημένης μεταβλητής. Η τιμή του ελέγχου Durbin Watson είναι $1,99$, κατά συνέπεια μπορούμε να καταλήξουμε ότι δεν υπάρχει αυτοσυσχέτιση στα κατάλοιπα της παλινδρόμησης.

3.3.1 Έλεγχοι των καταλοίπων

Παράλληλα, πέρα από την τιμή του ελέγχου Durbin Watson πραγματοποιήθηκε και έλεγχος Breusch–Godfrey για την εξέταση της αυτοσυσχέτισης στα κατάλοιπα του υποδείγματος.

Πίνακας 9. Έλεγχος Breusch–Godfrey για την εξέταση της αυτοσυσχέτισης στα κατάλοιπα του υποδείγματος

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.329946	Prob. F(2,163)	0.7194
Obs*R-squared	0.733842	Prob. Chi-Square(2)	0.6929

Η τιμή p του ελέγχου, 0,7194, είναι μεγαλύτερη από όλα τα επίπεδα σημαντικότητας, συνεπώς δεν μπορεί να απορριφθεί η μηδενική υπόθεση της μη αυτοσυσχέτισης στα κατάλοιπα.

Επίσης, πραγματοποιήθηκε και έλεγχος ετεροσκεδαστικότητας των καταλοίπων Breusch-Pagan-Godfrey. Τα αποτελέσματα του ελέγχου παρουσιάζονται στον επόμενο πίνακα.

Πίνακας 10. Έλεγχος ετεροσκεδαστικότητας των καταλοίπων Breusch-Pagan-Godfrey

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

F-statistic	0.758107	Prob. F(16,165)	0.7305
		Prob.	Chi-
Obs*R-squared	12.46322	Square(16)	0.7115
		Prob.	Chi-
Scaled explained SS	45.13470	Square(16)	0.0001

Η τιμή p του ελέγχου ξεπερνά όλα τα συμβατικά επίπεδα σημαντικότητας συνεπώς δεν μπορούμε να απορρίψουμε τη μηδενική υπόθεση ομοσκεδαστικότητας. Συνεπώς, δεν διαπιστώνεται ζήτημα ετεροσκεδαστικότητας των καταλοίπων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Συνοψίζοντας, είδαμε πως η έννοια της πιστωτικής ασφυξίας έχει τις ρίζες σχεδόν έναν αιώνα πίσω στην Ιστορία καθώς οι πρώτες αναφορές έγιναν αμέσως μετά το Μεγάλο Κραχ του 1930 στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής. Έκτοτε έχει γίνει πολλάκις αναφορές της έννοιας σε έρευνες οικονομικής φύσεως χρησιμοποιούμενης και αποδιδόμενης ποικιλοτρόπως ή ακόμη και ολοκληρωμένες μελέτες γύρω από φαινόμενα που απασχόλησαν πληττόμενα κράτη και αποδόθηκαν ως επεισόδια πιστωτικής ασφυξίας. Παρά το γεγονός της εκτενής έρευνας επί του θέματος δε συμφωνείται καθολικά ένας σαφής και διακριτός ορισμός της πιστωτικής ασφυξίας έως και σήμερα. Υπάρχει πάραυτα μία γενικότερη αποδοχή πως μία πιστωτική ασφυξία σηματοδοτεί μία ακανόνιστη και δη μία ξαφνική αρνητική διαταραχή του καναλιού χρηματοδότησης μέσω των πιστώσεων συνολικά προς τον ιδιωτικό τομέα.

Τα σημαντικότερα και εκτενώς μελετημένα επεισόδια πιστωτικής ασφυξίας ήταν στις ΗΠΑ το 1966, η περισσότερο «διάσημη» πιστωτική ασφυξία ξανά στο δυτικό κόσμο που χρονολογείται στα τέλη της δεκαετίας του 1980 και συνεχίζει στις αρχές του 1990 στις ΗΠΑ, η πιστωτική ασφυξία που έζησε η Ιαπωνία με τις απόλυτες πρακτικές αντιμετώπισης του κράτους και τέλος η πιστωτική ασφυξία που ως απόρροια της παγκόσμιας οικονομικής ύφεσης του 2007-2008, έζησαν με καταστροφικές συνέπειες πολλές χώρες του δυτικού (και μη, βλ. χώρες της Ανατολικής Ασίας) κόσμου.

Η εμφάνιση του φαινομένου που αναλύθηκε, αφορά κράτη όπου το τραπεζικό σύστημα διαδραματίζει κυρίαρχο ρόλο, είτε ο τραπεζικός τομέας δρα ανεξάρτητα είτε ανήκει σε ένα περισσότερο πολύπλοκα κυβερνώμενο διατραπεζικό σύστημα. Έρχεται στο σημείο αυτό η παραδοχή πως τα περισσότερα αίτια που ωθούν την εμφάνιση τέτοιων φαινομένων στην οικονομία να προέρχονται από το ίδιο το σύστημα. Υπερεκτιμημένα περιουσιακά στοιχεία και κατ' επέκταση ισολογισμοί χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων αλλά και δανειοληπτών, αυστηρά κανονιστικά πλαίσια διαχείρισης κεφαλαίων των τραπεζών, κακή διαχείριση επισφαλών πιστώσεων είναι κάποια από τα σημαντικότερα αίτια που οδηγούν σε πιστωτική ασφυξία.

Καθώς υπάρχουν πολλαπλές αιτίες της πιστωτικής ασφυξίας, οι λύσεις για την πιστωτική ασφυξία πρέπει να είναι πολύπλευρες. Ορισμένες αιτίες έχουν προσωρινό χαρακτήρα και μπορούν να διορθωθούν με την πάροδο του χρόνου. Άλλες αιτίες, ωστόσο, είναι διαρθρωτικές και δεν θα εξαλειφθούν με την οικονομική ανάκαμψη. Πολλές από τις αιτίες της πιστωτικής ασφυξίας είναι το αποτέλεσμα πολιτικών που αντιμετωπίζουν άλλα προβλήματα, όπως τραπεζικές αποτυχίες, ανάπτυξη της κοινότητας, πιστωτικές διακρίσεις και πρόσβαση στα δικαστήρια. Το θετικό αποτέλεσμα αυτών των πολιτικών πρέπει να σταθμιστεί προσεκτικά έναντι των οικονομικών συνεπειών της παρεμπόδισης της ροής πιστώσεων και της επιβράδυνσης της οικονομικής ανάπτυξης και της δημιουργίας θέσεων εργασίας.

Στην παρούσα διπλωματική εργασία πραγματοποιήθηκε εμπειρική έρευνα της επίδρασης της πιστωτικής ασφυξίας στο ποσοστό ανεργίας στην ελληνική οικονομία με την χρήση μηνιαίων δεδομένων από το 2014 μέχρι το 2019. Η ανεργία αποτελεί ζήτημα με σημαντικές οικονομικές και κοινωνικές επιπτώσεις, κατά συνέπεια η εξέταση της επίδρασης της πιστωτικής ασφυξίας στην εξέλιξη του ποσοστού ανεργίας αποτελεί ζήτημα καίριας σημασίας.

Σύμφωνα με τα ευρήματα της έρευνας, η αρνητική μεταβολή της χρηματοδότησης της πραγματικής οικονομίας, το αποκαλούμενο και credit crunch (πιστωτική ασφυξία), οδηγεί σε αύξηση του ποσοστού ανεργίας. Μία πιθανή ερμηνεία των ευρημάτων της έρευνας αναφορικά με την επίδραση του credit crunch στην ανεργία είναι ότι η μείωση της χρηματοδότησης, μέσω του καναλιού των πιστώσεων ήτοι του τραπεζικού δανεισμού στην πλειονότητά του, στην πραγματική οικονομία δυσχεραίνει την λειτουργία των επιχειρήσεων και την δυνατότητα τους να εκμεταλλευτούν τυχόν επενδυτικές ευκαιρίες ή και να επεκτείνουν τις παραγωγικές τους δυνατότητες. Συνεπώς, η αδυναμία αυτή των επιχειρήσεων να επεκταθούν παραγωγικά έχει αρνητικές συνέπειες και στη ζήτηση εργασίας και κατά συνέπεια στην απασχόληση του εργατικού δυναμικού της οικονομίας. Δεν είναι άλλωστε τυχαίο ότι η κεντρική τράπεζα των ΗΠΑ έχει διπλή αποστολή, στην οποία περιλαμβάνεται και η επίτευξη της μέγιστης δυνατής απασχόλησης, πέραν της σταθερότητας των τιμών, αναγνωρίζοντας ότι η νομισματική πολιτική και κατ' επέκταση η χρηματοδότηση των επιχειρήσεων της πραγματικής οικονομίας επιδρά και στην απασχόληση του εργατικού δυναμικού σε μία χώρα.

Κλείνοντας, με βάση τα ευρήματα της έρευνας του Κεφαλαίου 3, η σχέση της πιστωτικής ασφυξίας με το ποσοστό ανεργίας στη χώρα μας είναι στατιστικά σημαντική σύμφωνα με το υπόδειγμα που δημιουργήσαμε, έτσι μπορεί να σημειωθεί πως η επίδραση της πιστωτικής ασφυξίας στα κρίσιμα χρόνια μετά την έξαρση της παγκόσμιας οικονομικής ύφεσης ήταν μεγάλη στη χώρα μας. Πιθανότατα βέβαια και άλλες μακροοικονομικές μεταβλητές, όπως η αύξηση του ΑΕΠ αλλά και οι συνθήκες στην αγορά εργασίας, όπως το μισθολογικό επίπεδο και το ευρύτερο πλαίσιο της εργατικής νομοθεσίας, μεταξύ άλλων, να αποτελούν πρόσθετους παράγοντες που επιδρούν στο ποσοστό ανεργίας, μέσω του μηχανισμού που αναφέρθηκε παραπάνω δηλαδή της χρηματοδότηση της πραγματικής οικονομίας. Συνεπώς, οι διαμορφωτές πολιτικής θα πρέπει να θέσουν ως στόχο την αποφυγή της πιστωτικής ασφυξίας και της δυσμενούς αρνητικής μεταβολής της χρηματοδότησης, ιδιαίτερα μιλώντας περί των πιστώσεων προς τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις, της πραγματικής οικονομίας και λόγω των δυσμενών επιπτώσεων που έχει στο ποσοστό ανεργίας και στην απασχόληση των δυνητικά εργαζομένων στην οικονομία. Συμπερασματικά, η έρευνα που πραγματοποιήθηκε ανέδειξε την σημασία και τις επιδράσεις ενός πρόσθετου παράγοντα στην εξέλιξη του ποσοστού ανεργίας στην ελληνική οικονομία.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΑΝΑΦΟΡΕΣ

Ελληνικές Βιβλιογραφικές Αναφορές

Ελληνική Ένωση Τραπεζών (2013). Το Ελληνικό Τραπεζικό Σύστημα το 2011 και το 2012.

Λυμπερόπουλος, Κ. (1988). Αποτελεσματικές Πωλήσεις Τραπεζικών Υπηρεσιών. Εκδόσεις Πρωτοπορία.

Προβόπουλος, Γ. (2011). Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2011. Τράπεζα της Ελλάδος.

Ξένες Βιβλιογραφικές Αναφορές

Antzoulatos, Angelos A. and Panopoulou, Ekaterini and Tsoumas, Chris, Do Financial Systems Converge? (January 18, 2011). Review of International Economics, Vol. 19, Issue 1, pp. 122-136.

Baer, H. L., & McElravey, J. N. (1993). Capital shocks and bank growth-1973 to 1991. Economic Perspectives, Federal Reserve Bank of Chicago, 17(4).

Barajas, A., Chami, R., Cosimano, T., & Martínez-Pería, M. S. (2004). Did the Basel Accord Cause a Credit Slowdown in Latin America?[with Comments]. *Economia*, 5(1), 135-182.

Bernanke, B. S., Lown, C. S., & Friedman, B. M. (1991). The credit crunch. *Brookings papers on economic activity*, 1991(2), 205-247.

Bernanke, B., S., & Blinder A., S. (1988). Credit, Money, and Aggregate Demand. *American Economic Review*, Vol. 78, 435-439.

Bernauer, T., & Koubi, V. (2004). Banking Crisis vs. Credit Crunch? A Cross-Country Comparison of Policy Responses to Dilemmas in Banking Regulation. *Business and Politics*, Vol.6, Iss.2 , Article 2.

Berróspide, J., & Dorich, J. (2002). Microeconomic Aspects of a Credit Crunch in Peru: 1997-2000.

Bijlsma, M., Dubovik, A., & Straathof, B. (2013). How Large was the Credit Crunch in the OECD?. CPB Netherlands Bureau of Economic Policy Analysis. CPB Discussion Paper , 232, 1-4.

Bonomo, M., Brito, R. D., & Martins, B. (2015). The after crisis government-driven credit expansion in Brazil: A firm level analysis. *Journal of International Money and Finance*, 55, 111-134.

Broome, A. (2010). The International Monetary Fund, crisis management and the credit crunch. *Australian Journal of International Affairs*, 64(1), 37-54.

Brunnermeier, M. K. (2009). Deciphering the liquidity and credit crunch 2007-2008. *Journal of Economic perspectives*, 23(1), 77-100.

Buera, F. J., Jaef, R. N. F., & Shin, Y. (2015). Anatomy of a credit crunch: from capital to labor markets. *Review of Economic Dynamics*, 18(1), 101-117.

Burger, E. A. (1969). A historical analysis of the credit crunch of 1966. *Federal Reserve Bank of St. Louis*, 51, 13-30.

Calvo, G. A., Izquierdo, A., & Talvi, E. (2006). Sudden stops and phoenix miracles in emerging markets. *American Economic Review*, 96(2), 405-410.

Cantor, R., & Wenninger, J. (1993). Perspective on the credit slowdown. *Federal Reserve Bank of New York. Quarterly Review*, 18, 3-36.

Carrigan, M., & De Pelsmacker, P. (2009). Will ethical consumers sustain their values in the global credit crunch?. *International Marketing Review*.

Cavallo, E., & Izquierdo, A. (2009). Dealing with an international Credit Crunch. Policy Responses to Sudden Stops in Latin America, Washington DC, Inter-American Development Bank.

Clair, T. R., & Tucker, P. (1993). Six Causes of the Credit Crunch (Or, Why Is It so Hard to Get a Loan?). Federal Reserve Bank of Dallas .

Danisog, S., Rhoades, L., & Guner, Z.,N. (2003). Economic Uncertainty and Credit Crunch : Evidence from an Emerging Market. *Emerging Markets Finance and Trade*, 5-23.

Dimelis, S, Giotopoulos, I., & Louri, H. (2013). The credit crunch and firm growth in the euro area: 2005-2011. Bank of Greece.

Fischer, S. (1998, March). The IMF and the Asian crisis. In *Forum Funds Lecture at UCLA* (Vol. 20).

Garcia, M. G. (2009). Brazil: Maintaining Solvency during the Credit Crunch. *Dealing with an international Credit Crunch*, 189.

Goodfriend, M. S. (1990). Money, credit, banking, and payment system policy. In *The US payment system: efficiency, risk and the role of the Federal Reserve* (pp. 247-277). Springer, Dordrecht.

Gruben, W. C., Neuberger, J. A., & Schmidt, R. H. (1990). Imperfect information and the community reinvestment act. *Economic Review-Federal Reserve Bank of San Francisco*, (3), 27.

Hale, G., & Arteta, C. (2009). Currency crises and foreign credit in emerging markets: Credit crunch or demand effect?. *European Economic Review*, 53(7), 758-774.

Ishikawa, D., & Tsutsui, Y. (2013). Credit crunch and its spatial differences in Japan's lost decade: What can we learn from it?. *Japan and the World Economy*, 28, 41-52.

Johnson, B. E. (1992). *Environmental Liability: A Lender's Perspective*.

Kamil, H., & Rai, K. (2010). The global credit crunch and foreign banks' lending to emerging markets: why did Latin America fare better?. IMF Working Papers, 1-33.

Kliesen, K.,L. , & Tatom, J., A. (1992). The Recent Credit Crunch : The Neglected Dimensions. The Federal Reserve Bank of St. Louis Quarterly Review 74(5):, 18-36.

Lubik, T. A., & Schorfheide, F. (2007). Do central banks respond to exchange rate movements? A structural investigation. Journal of Monetary Economics, 54(4), 1069-1087.

Matousek, R., Papadamou, S. T., Šević, A., & Tzeremes, N. G. (2019). The effectiveness of quantitative easing: Evidence from Japan. Journal of International Money and Finance, 99, 102068.).

Mercurio, F. (2009). Interest rates and the credit crunch: new formulas and market models. Bloomberg portfolio research paper, (2010-01).

Mizen, P. (2008). The Credit Crunch of 2007-2008:A discussion of the Background, Market Reactions, and Policy Responses. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 90(5) , 531-567.

Murphy, D. (2008). A preliminary enquiry into the causes of the Credit Crunch. Quantitative Finance, 8:5, 435-451.

Murphy, D. (2009). Unravelling the credit crunch. CRC Press.

Nishizawa, A. (1999). Japan's credit crunch and its consequences for venture finance. Venture Capital : An International Journal of Entrepreneurial Finance, 1:3, 275-284.

Nkoro, E., & Uko, A. K. (2016). Autoregressive Distributed Lag (ARDL) cointegration technique: application and interpretation. Journal of Statistical and Econometric methods, 5(4), 63-91.

Owens, R. E., & Schreft, S. L. (1995). Identifying credit crunches. Contemporary Economic Policy, 13(2), 63-76.

Parkinson, M., Ball, M., Blake, N., & Key, T. (2009). *The credit crunch and regeneration: Impact and implications*. London, United Kingdom: DCLG

Peek, J., & Rosengren, E. (1995). Bank regulation and the credit crunch. *Journal of Banking & Finance*, 19(3-4), 679-692.

Randall, L. W. (1999). *The 1966 Financial Crisis: A Case of Minskian Instability?*. The Jerome Levy Economics Institute. Working Paper No. 262.

Rosenblum, H. (1991). *Pathology of a Credit Crunch*. Federal Reserve Bank of Dallas Southwest Economy, July/August, 6.

Rossini, R., Quispe, Z., & Rodríguez, D. (2011). Capital flows, monetary policy and forex intervention in Peru. *BIS background papers*, 261.

Rowbotham, M. (1998). *The Grip of Death: A study of modern money, debt slavery and destructive economics*. *International Journal of Social Economics*, 26(6), 818-820.

Rumelt, R. P. (2011). *Good strategy/bad strategy*. Crown Business. ISBN 978-0-307-88623.

Ryan, S. G. (2008). Fair value accounting: Understanding the issues raised by the credit crunch. *Council of Institutional Investors*, (July, 2008), 1-24.

Sawada, Y., Nawata, K., Ii, M., & Lee, J. J. (2007). *Did the Credit Crunch in Japan Affect Household Welfare? An Augmented Euler Equation Approach Using Type 5 Tobit Model*.

Sharpe, S. A. (1995). *Bank capitalization, regulation, and the credit crunch: a critical review of the research findings*. Federal Reserve Board.

Shrestha, M. B., & Bhatta, G. R. (2018). Selecting appropriate methodological framework for time series data analysis. *The Journal of Finance and Data Science*, 4(2), 71-89.

Shin, Y., & Pesaran, M. H. (1999). An Autoregressive Distributed Lag Modelling Approach to Cointegration Analysis. In S. Strom (Ed.), *Econometrics and Economic Theory in the 20th*

century: The Ragnar Frish Centennial Symposium (pp. 371-413). Cambridge University Press.

Shrieves, R.,E., & Dahl, D. (1995). Regulation, Recession, and Bank Lending Behavior: The 1990 Credit Crunch. *Journal of Financial Services Research* 9: 5–30.

Stiglitz, J. E. (2002). *Globalization and its Discontents* (Vol. 500). Norton: New York.

Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *The American economic review*, 71(3), 393-410.

Wagster, J. (1999). The Basle Accord of 1988 and the International Credit Crunch of 1989–1992. *Journal of Financial Services Research*, Springer,Western Finance Association, vol. 15(2), pages 123-143.

Wehinger, G. (2014). SMEs and the credit crunch: Current financing difficulties, policy measures and a review of literature. *OECD Journal: Financial Market Trends*, 2013(2), 115-148.

Wood, J. (1991). An Extension of Gruben–Neuberger–Schmidt on the Impact of CRA. Correspondence to William C. Gruben, Federal Reserve Bank of Dallas, June, 14.

Wooldridge, J. M. (2015). *Introductory econometrics: A modern approach*. Cengage learning.

Wren-Lewis, S. (2010). Macroeconomic policy in light of the credit crunch: the return of counter-cyclical fiscal policy?. *Oxford Review of Economic Policy*, 26(1), 71-86.