

วิกฤติการณ์ธนาคารและอัตราแลกเปลี่ยนในสวีเดน

ปี 1991 และ 1992*

สมบุรณ์ ศิริประชัย**

บทคัดย่อ

บทความนี้ต้องการจะอธิบายว่า เพราะเหตุใดจึงเกิดวิกฤติการณ์ธนาคารและอัตราแลกเปลี่ยนในสวีเดน ในช่วงต้นทศวรรษ 1990 สาเหตุอะไรเป็นปัจจัยแวดล้อมที่ก่อให้เกิดวิกฤติการณ์นี้ในประเทศที่ถือว่ามีระบบธรรมาภิบาลที่ดีที่สุดแห่งหนึ่งของโลก โดยเฉพาะในระบบรัฐสวัสดิการนั้น มีส่วนทำให้เกิดวิกฤติการณ์ธนาคารและอัตราแลกเปลี่ยนหรือไม่ แท้ที่จริงวิกฤติการณ์ธนาคารและต่อมาเป็นวิกฤติการณ์อัตราแลกเปลี่ยนนั้น สามารถเกิดขึ้นได้ในทุกประเทศ ไม่ว่าจะเป็นประเทศพัฒนาแล้วหรือกำลังพัฒนา คำถามหลักคือ ทำไมจึงเกิดขึ้นในสวีเดนในต้นทศวรรษ 1990 แทนที่จะเกิดขึ้นในประเทศอื่น ๆ ในบทนี้จะเป็นการให้ภาพสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจของเศรษฐกิจสวีเดนก่อนหน้าเกิดวิกฤติการณ์ หลังจากนั้นจะมุ่งอธิบายว่า วิกฤติการณ์ของธนาคารพาณิชย์เกิดขึ้นได้อย่างไร ต่อจากนั้นจะเป็นการอธิบายถึงวิกฤติการณ์ของอัตราแลกเปลี่ยน และตอนท้าย จะเป็นการพิจารณาถึงต้นทุนของสังคมของวิกฤติการณ์และแนวทางการแก้ไขวิกฤติการณ์ บทเรียนของสวีเดนมีคุณค่าอย่างยิ่งต่อวิกฤติการณ์ในเม็กซิโก และประเทศไทย แต่น่าเสียดายที่บทเรียนดังกล่าวนี้ มิได้มีการศึกษาเท่าที่ควร ด้วยเหตุนี้ จึงมักเกิดวิกฤติการณ์ซ้ำซากในประเทศต่าง ๆ ในทศวรรษ 1990 ต่อเนื่องถึงทศวรรษ 2000

* บทความนี้เป็นส่วนหนึ่งของงานวิจัยเรื่อง “วิกฤติการณ์เศรษฐกิจในสวีเดน เม็กซิโก และประเทศไทย: สาเหตุและการตอบสนองของนโยบาย” ซึ่งได้รับเงินสนับสนุนภายใต้โครงการหลังปริญญาเอก ตามสัญญาเลขที่ PDF/23/2542 จากสำนักงานกองทุนสนับสนุนการวิจัย

** รองศาสตราจารย์ คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

Abstract

This article is aimed to explain why banking and exchange rate crises happened in Sweden over the 1990s. What factors triggered to economic crises in Sweden is studied. Sweden is perceived to have had such a good institution in terms of good governance in the world, especially under the so-called a welfare state. Is the Swedish model part of the banking and exchange rate crises seems questionable? In fact, economic crisis could take place any country in the world regardless of being developed or underdeveloped countries. The main question raises in this paper is that why the economic crisis did happen in Sweden in the early of 1990s instead of happening in other countries. The paper is also attempted to picture economic environment surrounding Sweden before the economic crisis took place. Moreover, the commercial banking crisis is investigated and explained in detail. Exchange rate crisis is also analyzed. The last section is aimed to indicate the costs of economic crisis toward Swedish economy and economic policy reform is deployed to rescue the crises. The lesson of Swedish crises is vital to be learned. Nevertheless, this lesson has never been learned by less developing countries like Mexico and Thailand. What we have seen is that the Mexican and Thai crises could have been avoid, if the Swedish lesson had been adequate learned.

Keywords: Swedish crisis, Bangkok crisis, exchange rate crisis, twin crises

กล่าวนำ

วิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจ ซึ่งมักหมายถึง วิกฤติการณ์ธนาคารและวิกฤติการณ์อัตราแลกเปลี่ยน เป็นปรากฏการณ์ทางเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นในประเทศต่าง ๆ ทั่วโลก ต่างกรรมต่างวาระกัน แต่ที่น่าสนใจที่สุดอันดับหนึ่ง คือ วิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจในประเทศสวีเดน ในช่วงต้นทศวรรษ 1990 เพราะเป็นวิกฤติการณ์ที่เกิดขึ้นในประเทศที่พัฒนาแล้ว และยังมีระบบเศรษฐกิจที่เป็นรัฐสวัสดิการ ความจริงวิกฤติการณ์ที่เกิดขึ้นในประเทศต่าง ๆ นั้น มักมีสาเหตุมาจากความไร้เสถียรภาพของนโยบายเศรษฐกิจมหภาคเป็นหลัก ตามการวิเคราะห์ของ Demirgu-q-Kunt and Detragiache (1998) นั้น ระบุว่ามีการเกิดวิกฤติการณ์ธนาคารพาณิชย์หลัก ๆ ประมาณ 30 กว่าประเทศ ส่วนมากเกิดขึ้นในประเทศกำลังพัฒนาแทบทั้งสิ้น มีข้อยกเว้น ก็คือ กลุ่มประเทศในสแกนดิเนเวีย คือ นอร์เวย์ ฟินแลนด์ และสวีเดน ในช่วงปลายทศวรรษ 1980 และต้นทศวรรษ 1990 สาเหตุที่ก่อให้เกิดวิกฤติการณ์นั้น มักมีปัจจัยร่วมคล้ายคลึงกันมาก กล่าวคือ

ประการแรก มักมีการปลดปล่อยให้ภาคการเงินมีเสรีมากยิ่งขึ้น หรืออีกนัยหนึ่งมีการลดการกำกับดูแลอย่างเข้มงวด (Deregulatory measures) **ประการที่สอง** ก่อให้เกิดการขยายตัวอย่างรวดเร็วของการปล่อยสินเชื่อของภาคธนาคารพาณิชย์ **ประการที่สาม** ก่อให้เกิดเศรษฐกิจฟองสบู่ เนื่องจากราคาสินทรัพย์ (Asset prices) ค่อย ๆ มีราคาสูงขึ้นเรื่อย ๆ อย่างต่อเนื่อง เกิดเป็นลักษณะฟองสบู่ (a bubble) **ประการที่สี่** จนในที่สุด ฟองสบู่ก็เริ่มไม่อาจอยู่ได้จนฟองสบู่แตก ผลก็คือ ราคาสินทรัพย์ได้ลดราคาลงอย่างมาก จนทำให้มีผลอย่างร้ายแรงต่อตลาดสินทรัพย์ โดยเฉพาะราคาอสังหาริมทรัพย์ (Real estate) ซึ่งผลที่สืบเนื่องต่อมา ก็คือ เกิดภาวะล้มละลายในภาคธนาคารพาณิชย์ **ประการที่ห้า** เกิดหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ท่วมท้น (Non-performing loans) เกิดการสูญเสียของเครดิตอย่างมาก (Credit Losses) และนำไปสู่ภาวะวิกฤติธนาคารพาณิชย์อย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ (acute banking crisis) **ประการที่หก** ผลของวิกฤติการณ์ธนาคารมักนำไปสู่วิกฤติการณ์ของอัตราแลกเปลี่ยน (currency crisis) **ประการที่เจ็ด** ภาคธนาคารพาณิชย์ที่อ่อนแอลงอันเป็นผลมาจากวิกฤติการณ์ ก่อให้เกิดการบีบตัวอย่างรุนแรงของสินเชื่อ (credit crunch) ต่อภาคธุรกิจซึ่งนำไปสู่กระบวนการสุดท้าย และ**ประการสุดท้าย** รัฐต้องเข้าแทรกแซงและช่วยเหลือธนาคารที่เกิดวิกฤติ

การเข้าใจถึงมูลเหตุที่ก่อให้เกิดวิกฤติการณ์นั้นมีความสำคัญ เพราะความคล้ายคลึงหรือความเหมือนกันของวิกฤติการณ์ในแต่ละประเทศล้วนเป็นบทเรียนที่สำคัญ ยิ่งกว่านั้น ในแต่ละประเทศที่เกิดวิกฤติการณ์ธนาคารและอัตราแลกเปลี่ยนมักมีลักษณะจำเพาะเสมอ ดังที่ Demirgu-q-Kunt and Detragiache (1998) ได้ชี้ว่าปัจจัยที่ก่อให้เกิดวิกฤติการณ์นั้น มักเป็นปัจจัยทางด้านเศรษฐศาสตร์มหภาค อาทิ อัตราความเจริญเติบโตของ GDP ที่อยู่ในระดับต่ำ อัตราเงินเฟ้อที่สูงมาก อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงอยู่ในระดับสูง และอัตราทางการค้าที่เลวร้ายลง ซึ่งมักมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับการเกิดวิกฤติการณ์ธนาคารเสมอ ข้อค้นพบของทั้งสองคนยังกล่าวต่อไปว่า วิกฤติการณ์มักเกิดขึ้นในเศรษฐกิจที่ไม่มีการกำกับอย่างเข้มงวด (unregulated environment) แต่สิ่งที่น่าสนใจกว่านั้น ก็คือ การค้นพบว่า การเกิดวิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจนั้นมิได้มีความสัมพันธ์โดยตรงกับการเปลี่ยนแปลงจากตลาดที่มีการกำกับไปสู่ตลาดที่ไร้การกำกับอย่างที่เคยคิดทั่วไปมักเข้าใจกัน หรือกล่าวอีกนัยหนึ่ง ก็คือ นโยบายเศรษฐกิจมหภาคมีความสำคัญอย่างยิ่งยวดในการรักษาเสถียรภาพของระบบการเงิน เมื่อตลาดสินเชื่อมีการกำกับลดลงหรือปล่อยให้เสรีมากยิ่งขึ้น

เป้าหมายของบทนี้ คือ การพยายามเข้าใจว่า เพราะเหตุใด วิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจจึงเกิดขึ้น ในบริบทใดที่ทำให้วิกฤติการณ์นี้มีความรุนแรงอย่างมากในกลุ่มประเทศสแกนดิเนเวีย ประเด็นสำคัญที่จะเน้นในการวิเคราะห์ คือ ลักษณะทั่วไป 8 ประการที่กล่าวมาข้างต้นนั้นล้วนชี้ให้เห็นอย่างกระจ่างชัดว่ามีลักษณะที่เป็นลักษณะทั่วไปและลักษณะจำเพาะ คำถามหลักที่ใช้ในบทนี้ มีอยู่ 4 ประเด็น ดังที่ได้เสนอแนะไว้ในการวิเคราะห์วิกฤติการณ์ธนาคารพาณิชย์ของสวีเดน

โดย Englund (1999) กล่าวคือ

1. จริงหรือไม่ที่การปลดปล่อยภาคการเงินของสวีเดนนำไปสู่การเพิ่มขึ้นของราคาสินทรัพย์ หรือกล่าวอีกนัยหนึ่ง การปลดปล่อยภาคการเงินนั้นทำให้เกิดเงินเฟ้อของสินทรัพย์ (Inflated asset prices) ในสวีเดน ซึ่งนำไปสู่วิกฤติการณ์ธนาคารของสวีเดนในที่สุด
2. อะไรคือบทบาทของตัวแบ่งปัจจัยภายนอกที่ทำให้ราคาสินทรัพย์ต้องเปลี่ยนแปลงอย่างกะทันหันโดยเฉพาะทำให้เศรษฐกิจของสินทรัพย์ที่มีลักษณะเป็นฟองสบู่แตกตัวลง คำถามหลักคือ เศรษฐกิจฟองสบู่แตกตัวเอง หรือถูกปัจจัยภายนอกทำให้เกิดการแตกตัวลง
3. อะไรคือความสัมพันธ์ระหว่างวิกฤติการณ์ธนาคารกับวิกฤติการณ์อัตราแลกเปลี่ยน ถ้าหากมีการปรับอัตราแลกเปลี่ยนให้ลอยตัว ในตอนระยะแรกจะมีผลในการลดวิกฤติการณ์ของธนาคารพาณิชย์หรือไม่ อย่างไร
4. รัฐบาลสวีเดนควรทำอย่างไร ในการป้องกันมิให้เกิดวิกฤติการณ์ บทบาทของการสร้างเข้มขันนิรภัยในการช่วยผู้ประสบวิกฤติการณ์จะเป็นอย่างไร เมื่อเกิดวิกฤติการณ์ขึ้นในระบบเศรษฐกิจ รัฐบาลจะทำให้วิกฤติการณ์บรรเทาลงอย่างไร โดยใช้นโยบายเศรษฐกิจมหภาค เหล่านี้ล้วนเป็นคำถามที่ต้องการคำตอบอย่างเป็นรูปธรรมทั้งสิ้น

1. สภาพเศรษฐกิจของสวีเดนก่อนเกิดวิกฤติ

ประเด็นหลักในการโต้แย้งเศรษฐกิจสวีเดนก่อนเกิดวิกฤติการณ์ ก็คือ สวีเดนมีปัญหาสั่งสมมานานนับสิบปี ก่อนเกิดวิกฤติ ทั้งนี้ก็เพราะระบบเศรษฐกิจแบบรัฐสวัสดิการที่ดำเนินมาอย่างต่อเนื่องนั้น เริ่มก่อให้เกิดปัญหาภายในที่ร้ายแรง โดยเฉพาะการบิดเบือนระบบตลาดที่เริ่มมีปัญหาของคนสูงอายุ และระบบการตัดสินใจที่ก่อให้เกิดผลในแง่ลบต่อเศรษฐกิจในระยะยาว ปัญหาที่ร้ายแรงและหมักหมมมานานนี้ คือ ประสิทธิภาพที่ต่ำลงทั้งในภาคเอกชนและภาครัฐบาล โดยเฉพาะความถดถอยของอัตราความเติบโตของผลิตภาพ (Productivity) ที่เริ่มลดลงอย่างเด่นชัดตั้งแต่ปี 1970 กล่าวคือ ผลิตภาพของแรงงาน วัดจาก GDP ต่อคนที่มิงานทำเพิ่มขึ้นเพียงร้อยละ 4 ต่อปี ในช่วงปี 1950-1970 หลังจากปี 1970 อัตราเพิ่มของผลิตภาพแรงงานเพิ่มขึ้นเพียง 1.1% เท่านั้น จริง ๆ แล้วผลิตภาพของแรงงานที่ต่ำมากของสวีเดนมิใช่เรื่องแปลกประหลาดแต่ประการใด เพราะในหมู่ประเทศอุตสาหกรรมทั้งหมด (OECD) ในช่วงปี 1970 ถึง 1991 นั้น อัตราความเติบโตของ GDP ต่อหัวของการจ้างงานในสวีเดนก็ล่าช้ากว่าประเทศใน OECD ถึง 0.6% ในขณะที่อัตราความเจริญเติบโตของผลผลิตในภาคอุตสาหกรรมก็มีอัตราเพิ่มขึ้นช้ากว่ากลุ่มประเทศ OECD ซึ่งผลิตภาพของแรงงานในภาคอุตสาหกรรมในสวีเดนก็เพิ่มขึ้นช้ากว่ากลุ่มประเทศ OECD ถึง 0.3% กล่าวแบบรวบรัด ก็คือ ผลิตภาพของปัจจัยการผลิต (total productivity) ในภาคอุตสาหกรรมนั้นเพิ่มขึ้นช้ากว่าประเทศใด ๆ ในกลุ่ม OECD

ด้วยเหตุนี้ ถ้าเราวัดจาก PPP ที่ปรับได้ของ GDP ในสวีเดนนั้นก็เพิ่มขึ้นร้อยละ 8 เหนือกลุ่มประเทศ OECD ในปี 1970 เพิ่มขึ้นอย่างลดน้อยถอยลงเป็น 6% ในปี 1991 กล่าวอีกนัยหนึ่ง สวีเดนซึ่งเคยเป็นประเทศชั้นนำที่อยู่อันดับ 3 ตกลงมาเป็นอันดับ 14 ในกลุ่ม OECD ในแง่ GDP ต่อหัว ข้อมูลเชิงประจักษ์ชี้ชัดว่าอันดับของสวีเดนในรูป GDP ที่ปรับได้ในรูป PPP นั้น ตกลงจากอันดับ 4 มาเป็นอันดับ 9 ในปี 1970 และ 1990 ตามลำดับ

แม้ว่าในปี 1990 นั้น จะเป็นช่วงเศรษฐกิจที่เติบโตอย่างรวดเร็วของสวีเดนก็ตาม อัตราการว่างงานอยู่ในระดับต่ำที่ 1.5% เท่านั้น ในปี 1998 ระดับรายได้ของสวีเดนได้ตกลงอย่างมากมาอยู่อันดับที่ 18 ของกลุ่มประเทศ OECD

ลักษณะเช่นว่านี้ ทำให้นักเศรษฐศาสตร์จำนวนหนึ่ง นำโดย Assar Lindbeck et al. (1993) สรุปสั้น ๆ ว่า เศรษฐกิจสวีเดนมีปัญหาร้ายแรงในระยะสั้นอย่างชัดเจน โดยเฉพาะเศรษฐกิจตกต่ำ วิกฤติการณ์ทางการเงิน และการขาดดุลงบประมาณจำนวนมหาศาลในภาครัฐบาล เมื่อพิจารณาในรายละเอียด เราอาจจะเห็นภาพได้ชัดเจนขึ้นโดยพิจารณาจาก 3 ด้าน กล่าวคือ

ด้านแรก เศรษฐกิจที่ถดถอยลงเป็นอันมากนั้นมีรากลึกกว่าหลาย ๆ ประเทศ ในกลุ่ม OECD ถ้าเราวัดจากการเปลี่ยนแปลงในผลผลิต นั่นคือ GDP ได้ลดลงใน 2 ปี (1991-1993) ประมาณร้อยละ 6 ในขณะที่ผลผลิตในภาคอุตสาหกรรมได้ลดลงมากกว่าถึง 17% ซึ่งเป็นการลดลงของผลผลิตที่มีขนาดใหญ่กว่าช่วงเศรษฐกิจตกต่ำ ในทศวรรษ 1930 เสียอีก อัตราการว่างงานก็ถีบตัวสูงขึ้นอย่างมาก ซึ่งเป็นตัวเลขที่น่าตกใจ นั่นคือ ในเดือนพฤษภาคม 1993 อัตราการว่างงานยืนอยู่ที่ 8% ของกองกำลังแรงงานซึ่งเป็นการว่างงานที่สูงที่สุดตั้งแต่หลังสงครามโลกครั้งที่ 2 เป็นต้นมา ทั้งนี้ 8% เป็นการว่างงานโดยเปิดเผย (Open Unemployed) ในขณะที่อีก 5% เป็นผู้ว่างงานที่ไม่อาจหางานประจำทำได้ ดังนั้น การว่างงานทั้งหมดจึงสูงถึง 13%

ด้านที่สอง ตลาดการเงินกลายเป็นตลาดที่ไร้เสถียรภาพ ธนาคารหลาย ๆ แห่งต้องได้รับความช่วยเหลือจากรัฐบาลกลาง หรือรัฐบาลกลางต้องอัดฉีดเงินเข้าไปในธนาคารพาณิชย์ นอกจากนี้ รัฐบาลยังต้องสร้างโครงการฟื้นฟูต่าง ๆ เพื่อให้ดุลบัญชีของธนาคาร (Balance Sheets) มีความถูกต้องตามสภาพความเป็นจริง

ด้านที่สาม ขนาดการขาดดุลงบประมาณของภาครัฐได้เพิ่มขึ้นสูงมากจนถึงระดับ 13% ของ GDP ซึ่งสูงกว่าทุกประเทศในกลุ่ม OECD ยกเว้นกรีก ขนาดของการขาดดุลที่กว้างขนาดนี้ไม่สามารถอธิบายได้จาก วัฏจักรธุรกิจที่ถดถอยลงได้เสียทีเดียว อย่างไรก็ตาม ตัวแปรหนึ่งที่ทำให้เกิดการขาดดุลงบประมาณจำนวนสูงขนาดนี้ มีสาเหตุจากอัตราดอกเบี้ยที่กำหนดไว้สูงกว่าปกติ

เมื่อเราพิจารณาปัจจัยรากฐานที่นำสวีเดนไปสู่วิกฤติการณ์นั้น เราอาจต้องเข้าใจปัจจัยต่าง ๆ ที่แวดล้อมนโยบายเศรษฐกิจในช่วงก่อนเกิดวิกฤติ อย่างที่กล่าวมาแล้ว วิกฤติการณ์เศรษฐกิจในช่วงต้นทศวรรษ 1990 มิใช่เรื่องที่เกิดความคาดหมายเสียทีเดียว แต่มีรากเหง้ามาจากวิกฤติการณ์ของต้นทุนการผลิตมาก่อนหน้านั้น โดยเฉพาะวิกฤติการณ์ต้นทุนที่เกี่ยวข้องกับภาคการค้าระหว่างประเทศ ซึ่งเป็นภาคที่สำคัญของเศรษฐกิจสวีเดน อัตราค่าจ้างในนามเพิ่มขึ้นปีละ 2% เร็วกว่าประเทศอื่น ๆ ในกลุ่ม OECD ในช่วงทศวรรษ 1980 ในขณะที่ผลผลิตภาพของแรงงานกลับเพิ่มขึ้นในอัตราที่เชื่องช้ากว่า ในแง่ทฤษฎีนี้ก็เป็นสัญญาณอย่างที่ดีว่า จะเกิดปัญหาในไม่ช้า ยิ่งกว่านั้น รัฐบาลกลางยังคงยึดนโยบายที่ควบคุมเงินเฟ้อและใช้อัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ แต่สิ่งที่น่าสนใจ ก็คือ ปัจจัยภายนอกในขณะนั้นที่มีผลในแง่ลบต่อเศรษฐกิจสวีเดน ซึ่งอิงกับเศรษฐกิจโลกเป็นอย่างมาก ในช่วงปี 1990 เศรษฐกิจโลกมีการชะลอตัว ซึ่งทำให้การผลิตและการจ้างงานของโลกลดลง ผลก็คือ ประเทศที่มีต้นทุนการผลิตสูงต่างก็ได้รับผลกระทบเป็นอย่างมาก ผลที่มีต่อสวีเดน ก็คือ ในปี 1991 การส่งออกลดลงประมาณ 1% ของ GDP ในขณะที่การลงทุนของภาคเอกชนก็ลดลงไปประมาณ 4% ของ GDP

สิ่งที่น่าจะกล่าวถึงในตอนี้ ก็คือ ในช่วงครึ่งหลังของทศวรรษ 1980 นั้น การที่รัฐบาลกลางเริ่มผ่อนคลายการควบคุมสถาบันการเงิน ซึ่งเคยควบคุมอย่างเข้มงวดมานานถึง 50 ปี ได้ผ่อนคลายไปเป็นอันมาก ในแง่นี้ สถาบันการเงินจึงไม่สามารถจะจัดการเกี่ยวกับสินทรัพย์อย่างดี เพราะเสรีภาพที่เพิ่งได้รับมาใหม่นี้ ทำให้ไม่อาจจัดการกับสินทรัพย์เสี่ยงอย่างที่เหมาะสม (Lindbeck et al. 1993) ความยาวนานของการควบคุมตลาดรื้อนอย่างยาวนานถึง 50 ปี มีส่วนทำให้หน่วยการเงินในตลาดไม่อาจปรับเปลี่ยนพฤติกรรมการปล่อยสินเชื่อได้ ที่เป็นเช่นนี้ ก็เพราะครัวเรือนก็ไม่ได้ปรับตัว เพราะรู้สึกว่าการตนเองได้รับผลประโยชน์อย่างมากจากการกู้ยืมและบริโภค ในโลกที่เมื่ออัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงหลังจากหักภาษีแล้ว (After-tax real interest rate) ยังมีความเป็นลบนั่นคือ หลังจากการปลดปล่อยการเงินเสรีแล้ว การออมของครัวเรือนลดลงเป็น -4% ของรายได้ที่ใช้จ่ายได้จริง ด้วยเหตุนี้ เมื่อเศรษฐกิจสวีเดนเริ่มประสบกับภาวะถดถอย หลังจากเกิดวิกฤติในตอนต้นทศวรรษ 1990 อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงหลังจากหักภาษีแล้ว จึงก้าวกระโดดอยู่ในระดับที่สูงมาก ในขณะที่อัตราเงินเฟ้อก็ลดลงอย่างฮวบฮาบ จาก 8% เป็น 2% ยิ่งกว่านั้น เมื่อตลาดอสังหาริมทรัพย์ เริ่มแสดงอาการว่าอยู่ในภาวะวิกฤติที่จะล่มสลาย ภาษีที่จัดเก็บจากอสังหาริมทรัพย์ก็ได้ปรับตัวสูงขึ้นอย่างมาก ผลก็คือ ราคาหลักทรัพย์ก็เริ่มลดลงอย่างรวดเร็ว และนั่นเป็นจุดจบของสถาบันการเงิน เมื่อตลาดอสังหาริมทรัพย์เริ่มล่มสลายลง

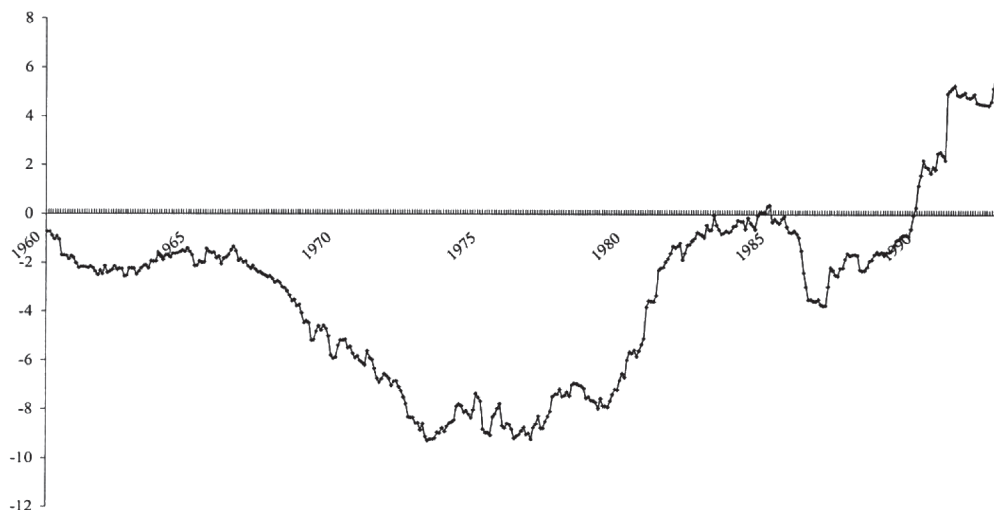
ความจริงที่ไม่อาจปิดบังได้ ก็คือ ความมั่งคั่งของภาคครัวเรือนที่ลดลง ซึ่งมีผลอย่างสำคัญต่อความไม่แน่นอนของการทำงานและอาชีพ รายได้ที่ลดลงนี้มีผลสืบเนื่องสำคัญมาจากราคาสินทรัพย์ที่ลดค่าลงอย่างรวดเร็ว ผลก็คือ ครัวเรือนที่เกรงกลัวว่าจะได้รับผลกระทบยิ่งต้องเพิ่มการออมมากยิ่งขึ้น ทำให้การออมเพิ่มสูงขึ้นเป็น +8% ในปี 1992 การปรับเปลี่ยนอย่างรวดเร็วนี้

มีผลซ้ำเติมให้อุปสงค์มวลรวมหดตัวลงอย่างรวดเร็วประมาณ 7% ของ GDP ผลก็คือ การใช้จ่ายของภาคเอกชนก็ลดลงตามไปด้วย ซึ่งภาครัฐบาลไม่อาจทำหน้าที่ในการกระตุ้นเศรษฐกิจต่อไปได้ ผลก็คือ เกิดวิกฤติการณ์ของต้นทุนการผลิตในภาคการค้าระหว่างประเทศ ซึ่งผลที่ตามมา ก็คือ ความล่มสลายของอุปสงค์มวลรวมที่มีต่อผลผลิตภายในประเทศ ซึ่งนำไปสู่การว่างงานอย่างยาวนานใหญ่นั้นเอง

ในช่วงกลางทศวรรษ 1980 สวีเดนเริ่มเผชิญกับภาวะเงินเฟ้อที่เพิ่มสูงขึ้นอย่างมากกว่าหลาย ๆ ประเทศในกลุ่ม OECD (ดูรูปที่ 1) อันที่จริงนั้น ภาวะเงินเฟ้อเริ่มไต่ระดับสูงขึ้นเรื่อยๆ หลังจากเกิดวิกฤติการณ์น้ำมันครั้งที่ 1 และ 2 ผลก็คือ ทำให้ค่าเงินของสวีเดนที่แท้จริงมีค่าสูงขึ้น ทำให้รัฐบาลกลางต้องเข้าแทรกแซงหลาย ๆ ครั้ง โดยประกาศลดค่าเงิน อย่างน้อยก็นับได้ถึง 6 ครั้ง หลังปี 1973 ครั้งสำคัญที่สุด คือ ในปี 1982 ธนาคารชาติสวีเดนต้องประกาศลดค่าเงินมากถึง 16% และทำให้สวีเดนในขณะนั้น อย่างน้อยก็ในระยะสั้นมีค่าเงินต่ำกว่าที่ควรจะเป็น อย่างไรก็ตาม ค่าเงิน Krone ที่แท้จริงก็ยังมีค่าเพิ่มสูงขึ้นอีกประมาณ 8% ในช่วงปี 1982 ถึง 1984 ผลที่ตาม คือ การคาดคะเนว่า อัตราดอกเบี้ยในตลาดจะถีบตัวสูงขึ้นด้วย ด้วยเหตุนี้ เราอาจเห็นภาพชัดเจนขึ้นเมื่อพิจารณาจากอัตราดอกเบี้ย 1 ปี ของสวีเดนมีอัตราอยู่ระหว่าง 1-2.5% สูงกว่าระดับระหว่างประเทศ

ปัญหาใหญ่อันหนึ่งที่รัฐบาลสวีเดนต้องเผชิญมาโดยตลอด ก็คือ การที่จะรักษาระบบเศรษฐกิจแบบรัฐสวัสดิการได้นั้น ประชาชนต้องแบกรับภาระหนี้สาธารณะจำนวนมาก การใช้เงินงบประมาณของรัฐบาลกลางในการอุดหนุนการขาดดุลนี้มีมากถึง 7% ของ GDP ในปี 1982 อย่างไรก็ตาม การขาดดุลนี้ได้รับการแก้ไขในเวลาต่อมาไม่นาน ในช่วงที่เศรษฐกิจมีอัตราความเติบโตในระดับสูง คือ ปี 1987-1990 การขาดดุลในงบประมาณกลายเป็นเกินดุลอยู่ระยะเวลานาน

นอกจากนั้น อัตราเงินเฟ้อที่อยู่ในระดับสูงนี้ยังมีปฏิสัมพันธ์กับระบบภาษี ซึ่งรัฐบาลได้สร้างระบบให้มีการหักค่าลดหย่อนแก่ดอกเบี้ยเงินฝาก ทำให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงหลังหักภาษีมีค่าต่ำมากจนกระทั่งติดลบ (ดูรูปที่ 1) โดยที่ Marginal tax rate ได้กำหนดไว้ให้คงที่ที่ 50% จนกระทั่งปี 1991 แต่เมื่อมีการปฏิรูปภาษีอากรครั้งใหญ่ในปี 1991 นั้น ได้ประกาศลด Marginal tax rate เหลือเพียง 30% เท่านั้น ดังนั้น ในช่วงก่อนการปฏิรูปภาษี อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงหลังการหักภาษีจึงมีค่าติดลบตั้งแต่ปี 1960 จนถึงปี 1990 (ดูรูปที่ 1)



Source : Sveriges Riksbank.

Note : The graph shows $r_i^5 (1 - \tau_i) - \pi_{t,t+5}$, where r_i^5 is the 5-year interest rate at t , τ_i is 0.5 until 1980, 0.3 thereafter, and $\pi_{t,t+5}$ is the average yearly rate of inflation between t and $t + 5$.

รูปที่ 1 Ex-post 5-year Real After-tax Interest Rate

2. ทำไมและวิกฤติการณ์ของสวีเดนเกิดขึ้นได้อย่างไร

โดยธรรมชาติ วิกฤติการณ์เศรษฐกิจในแต่ละประเทศและแต่ละครั้งล้วนมีขนาดและชนิดที่แตกต่างกัน ดังนั้น การแก้ไขวิกฤติการณ์จึงต้องใช้มาตรการหรือนโยบายที่ต่างกัน ด้วยเหตุนี้ การเข้าใจถึงสาเหตุและการพัฒนาของวิกฤติการณ์จึงมีความสำคัญอย่างยิ่งต่อความสำเร็จหรือความล้มเหลวในการแก้ไขวิกฤติการณ์

สาเหตุของวิกฤติการณ์ในสวีเดนก็มีลักษณะคล้ายคลึงกับวิกฤติการณ์ที่เกิดขึ้นภายหลังในประเทศเม็กซิโกและไทย อย่างไรก็ตาม ในรายละเอียดย่อมมีลักษณะแตกต่างกัน โดยเฉพาะปัจจัยภายนอกที่ส่งผลให้เกิดวิกฤติการณ์ นอกจากนั้น เราอาจไม่สามารถชี้ชัดว่า อะไรคือสาเหตุหลักที่ก่อให้เกิดวิกฤติการณ์ ทั้งนี้ก็เพราะลักษณะและธรรมชาติของวิกฤติการณ์นั้น มีสาเหตุหลากหลายปัจจัยประกอบกัน ยิ่งกว่านั้น ลักษณะของวิกฤติการณ์ในสวีเดนมีรากฐานมาจากการเกิดวิกฤติการณ์ในธนาคารพาณิชย์ก่อน แล้วจึงลุกลามกลายเป็นวิกฤติการณ์ในอัตราแลกเปลี่ยน

2.1 การกำกับธนาคารในสวีเดนในช่วงทศวรรษ 1980 และผลที่มีต่อโครงสร้างสถาบันการเงิน

ในส่วนนี้ เราจะให้ภาพการกำกับธนาคารพาณิชย์ในสวีเดนเป็น 5 ตอนย่อย นั่นคือ การกำกับอัตราดอกเบี้ย การจำกัดการกู้ยืม การกำหนดทุนสำรอง การกำกับตลาดทุนและอัตรา

แลกเปลี่ยน และผลกระทบของการกำกับต่อโครงสร้างสถาบันการเงิน กล่าวอย่างสั้น ในช่วงต้นทศวรรษ 1980 ประเทศสวีเดนนั้นรัฐยังคงควบคุมและกำกับสถาบันการเงินอย่างเข้มงวด ทั้งนี้เป้าหมายหลักของรัฐบาลกลาง คือ การรักษาเสถียรภาพเศรษฐกิจให้มีความมั่นคง และทำให้อัตราดอกเบี้ยมีเสถียรภาพ ทั้งนี้โดยมีเป้าหมายชัดเจนว่า อัตราดอกเบี้ยที่มีเสถียรภาพนี้ก็มุ่งจะช่วยเหลือภาคการก่อสร้างบ้านและอสังหาริมทรัพย์ของภาคเอกชน และของรัฐบาล

การจะทำให้อัตราดอกเบี้ยต่ำและมีเสถียรภาพนี้ รัฐบาลกลางจึงต้องเข้าแทรกแซงอย่างไม่ต้องสงสัย เพื่อให้มีการขยายตัวของการปล่อยสินเชื่ออย่างกว้างขวาง ทั้งนี้ก็เพราะ ในช่วงทศวรรษ 1970 และต้นทศวรรษ 1980 นั้น เศรษฐกิจสวีเดนต้องเผชิญกับภาวะการแบ่งปันส่วนของเครดิต (Credit Rationing) อันสืบเนื่องมาจากการที่อัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับที่ต่ำมาก ซึ่งเป็นการควบคุมกำกับของรัฐบาลโดยตรง ผลก็คือ เกิดภาวะอุปสงค์ส่วนเกินอย่างเรื้อรังต่อเครดิต (Chronic excess demand for credits) ทำให้เกิดความล้มป็นอย่างแนบแน่นในระยะยาวระหว่างผู้ให้กู้กับผู้ปล่อยกู้ ในขณะเดียวกัน การแทรกแซงของรัฐในตลาดสินเชื่อนี้เท่ากับเป็นการจำกัดการแข่งขัน ทำให้สถาบันการเงินได้รับกำไรอย่างงาม เพราะไม่มีการแข่งขันจากสถาบันการเงินต่างประเทศ การเข้าใจถึงสาเหตุของวิกฤติการณ์ของธนาคารพาณิชย์จึงจำเป็นต้องเข้าใจถึงการกำกับของรัฐบาลโดยตรง

(1) การกำกับอัตราดอกเบี้ย (Interest rate regulations)

เพื่อสร้างให้อัตราดอกเบี้ยต่ำมีผลสำเร็จ โดยมีความเชื่อว่าการลงทุนในการสร้างบ้านและการลงทุนระยะยาวในอสังหาริมทรัพย์นั้น ผูกพันโดยตรงกับระดับของอัตราดอกเบี้ย ยิ่งกว่านั้นทางการยังเชื่อว่า หากปล่อยให้อัตราดอกเบี้ยเพิ่มสูงขึ้นอาจจะเป็นการลดระดับการลงทุน ซึ่งไม่เป็นที่พึงปรารถนาของสังคม แม้ว่าจะมีการกำกับอัตราดอกเบี้ยอย่างเข้มงวด แต่อัตราดอกเบี้ยของการกู้ยืมนั้น ไม่ถูกกำกับโดยตรง ธนาคารแต่ละแห่งยังสามารถ (โดยหลักการ) เรียกเก็บดอกเบี้ยในอัตราที่แตกต่างกันของการกู้ยืมแต่ละราย สิ่งที่น่าประหลาดใจก็คือ อัตราการกู้ยืมไม่ได้สะท้อนถึงความเสี่ยงใด ๆ ของเครดิต หากแต่ขึ้นอยู่กับความสนิทสนมของผู้กู้กับผู้ให้กู้แทน ในข้อเท็จจริง อัตราดอกเบี้ยที่ต่ำนี้เกิดขึ้นได้ก็เพราะระบบภาษีของรัฐบาลกลางที่สร้างให้มีลักษณะนี้ขึ้น นั่นคือ อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงหลังหักภาษีแล้วของผู้กู้ยืมมีค่าติดลบ (ดูรูปที่ 1) การกำกับที่ขัดแย้งนั้นมีอยู่ที่การกำกับอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก ซึ่งมีการยกให้สูงขึ้นในปลายทศวรรษ 1970 (ดูตารางที่ 1) อย่างไรก็ตาม อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก (Deposit Rates) ยังอยู่ในระดับต่ำและไม่ปรับตัวมากนัก ซึ่งสะท้อนว่าสถาบันการเงินในสวีเดนมีการแข่งขันที่ไม่รุนแรง สาเหตุสำคัญก็เพราะขาดแรงจูงใจในการขยายสินเชื่อ เพราะมีการจำกัดการแข่งขันนั่นเอง

ด้วยลักษณะดังกล่าวนี้ ธนาคารพาณิชย์ในสวีเดนในช่วงนั้นจึงไม่ได้ขวนขวายในการขยายเงินทุนผ่านระบบการจัดการหนี้สินอย่างกระตือรือร้น (Active Liability Management) ดังเช่นสถาบันการเงินในต่างประเทศต้องดำเนินการ

ตารางที่ 1 Sweden: Chronology of Selected Liberalization Measure

1978	Ceiling on bank deposit interest rates abolished ¹
1980	Ceilings on issuing rates for private sector bonds lifted. Controls on lending rates for insurance companies removed. Tax on bank issues of certificates of deposits removed. Foreigners allowed to hold Swedish shares.
1982	Ceilings on new bond issues from private companies removed.
1983	Requirement on banks to hold government and housing bonds to meet liquidity quotas abolished. (Use of liquidity rations to guide bank lending was discontinued and replaced by recommended growth rates for lending.)
1985	Ceilings on bank loan rates lifted. Lending ceilings for banks abolished.
1986	Placement rations for banks and insurance companies abolished. Foreign banks allowed to establish subsidiaries in Sweden.
1986-88	Relaxation on foreign exchange controls on stock transactions.
1988-89	Swedes allowed to buy foreign shares.
1989	Foreigners allowed to buy interest-bearing assets denominated in Swedish kronor. Remaining foreign exchange controls removed.
1988-91	Cash reserve requirements introduced for finance companies in 1988 and abolished in 1991.
1990	Foreign banks allowed to operate in Sweden through branch offices and entitled to participate in the Riksbank's clearing system on the same terms as Swedish banks.

¹ However, inter-bank agreements linking deposit rates to the discount rate continued for some years.

ที่มา : Drees and Pazarbaqioglu (1998).

(2) การจำกัดการกู้ยืมเชิงปริมาณ (Quantities Lending Restrictions)

ด้วยเหตุผลของนโยบายรัฐบาลสวีเดนที่กำหนดอัตราดอกเบี้ยให้อยู่ในระดับต่ำ อุปสงค์ที่มีต่อการกู้ยืมจากธนาคารของครัวเรือนจึงมีมากมายมหาศาล ด้วยเหตุนี้ รัฐบาลสวีเดนจึงมีการจำกัดการกู้ยืมเชิงปริมาณ ด้วยการควบคุมปริมาณเงินสดสำรอง และอัตราส่วนสภาพคล่อง (Liquidity Ratios) ของธนาคารพาณิชย์ ตัวอย่าง คือ การบังคับให้ธนาคารพาณิชย์ต้องถือพันธบัตรรัฐบาลในหลาย ๆ กรณี รัฐบาลได้จำกัดเพดานของการกู้ยืมโดยตรง (ดูตารางที่ 1) ยิ่งกว่านั้น รัฐบาลสวีเดนยังใช้การจำกัดการปล่อยกู้ของธนาคารพาณิชย์ โดยกำหนดเงื่อนไขโควตาของเงินทุนผ่านธนาคารชาติ และการควบคุมเงินทุนระยะสั้น ทั้งนี้เพื่อให้ธนาคารพาณิชย์สามารถปล่อยกู้ได้ตามใจชอบ แต่ในสวีเดนนั้น เลือกใช้มาตรการทางอ้อมมากกว่าทางตรง โดยเฉพาะธนาคารชาติจะเลือกใช้วิธี Moral suasion และกำหนดเพดานเงินกู้โดยตรง ในการปล่อยกู้ของธนาคารให้แก่ครัวเรือน ทั้งนี้เพื่อควบคุมปริมาณของการกู้ยืมในระบบเศรษฐกิจ การควบคุมนี้ได้ผลเป็นที่ประจักษ์ เพราะธนาคารพาณิชย์นั้นมักอาศัยธนาคารกลางในการปล่อยกู้

สิ่งที่น่าสนใจ ก็คือ อะไรเป็นสาเหตุที่ทำให้เกิดกระแสตื่นตัวในตลาดสินเชื่อในช่วงทศวรรษ 1980 ดังที่เราเห็นได้จากการควบคุมเชิงปริมาณของสินเชื่อและเงินทุนของธนาคารต่างประเทศ ทำให้สินเชื่อถูกปันส่วน เพราะมีความต้องการสินเชื่อมากกว่าปริมาณสินเชื่อ ความต้องการเครดิตที่สูงมากนี้เกิดขึ้น เมื่อการควบคุมกำกับอัตราดอกเบี้ยได้มีการขยับให้สูงขึ้น อย่างที่กล่าวมาแล้ว ระบบภาษีของสวีเดนในขณะนั้น มีลักษณะเกื้อกูลอย่างยิ่งต่อผู้กู้ เพราะสามารถนำมาหักค่าใช้จ่ายจากรายได้จากการเสียภาษี (Taxable Income) นั่นก็คือ ทำให้ต้นทุนของการกู้ยืมลดต่ำลงเป็นอันมาก เสมือนหนึ่งเป็น “อาหารฟรี” (Free Lunch) และด้วยนโยบายเช่นนี้ จึงไม่น่าประหลาดใจว่า จะทำให้ครัวเรือนสวีเดนมีมโนทัศน์โดยทั่วไปว่าราคาสินทรัพย์มีราคาสูงขึ้นเรื่อย ๆ เช่นเดียวกับตลาดหลักทรัพย์ที่มีราคาสูงขึ้นมากเช่นกัน แต่ก็ยังมีความสำคัญน้อยกว่าตลาดอสังหาริมทรัพย์ในสวีเดน

(3) การบังคับทุนสำรอง (Capital Requirements)

ในสวีเดนในช่วงทศวรรษ 1980 นั้น รัฐบาลมิได้เข้มงวดในการบังคับถือทุนสำรองแต่อย่างใด โดยทั่วไปมีการกำหนดไว้ค่อนข้างต่ำและไม่เคร่งครัดมากนัก โดยเฉพาะในสวีเดนนั้น การบังคับให้ภาคเอกชนต้องถือพันธบัตรรัฐบาลได้มีการยกให้สูงขึ้นในปี 1980 และการจำกัดการออกพันธบัตรใหม่ได้ยุติลงในปี 1983 ความเข้มงวดของการบังคับเงินทุนสำรองเพิ่งมาเริ่มจริงจังในตอนต้นทศวรรษ 1990 เมื่อมีการบังคับใช้มาตรฐานของ BIS ที่เป็นมาตรฐานของ Basle

(4) การกำกับตลาดทุนและตลาดอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างประเทศ

สวีเดนมีการกำกับตลาดทุนและอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างประเทศอย่างเข้มงวดในช่วง

ทศวรรษ 1980 ผู้กู้ยืมไม่อาจทำการกู้ยืมจากต่างประเทศอย่างเสรี เพราะรัฐบาลสวีเดนได้ควบคุมอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างประเทศ เพื่อมิให้ตลาดเงินระหว่างประเทศเข้ามามีผลกระทบต่อการกำกับสถาบันการเงินภายในประเทศ ในกรณีของธนาคารพาณิชย์ต่างประเทศ รัฐบาลสวีเดนไม่อนุญาตให้มีการจัดตั้งธนาคารพาณิชย์ที่เป็นสาขาในสวีเดนก่อนปี 1984 (ดูตารางที่ 1)

(5) ผลกระทบของการกำกับที่มีผลต่อโครงสร้างระบบการเงินของประเทศ

ระบบสถาบันการเงินในสวีเดนนั้น โดยทั่วไป บทบาทสำคัญตกอยู่กับธนาคารพาณิชย์เป็นหลัก ส่วนภาคสถาบันการเงินที่ไม่ใช่ธนาคารพาณิชย์มีบทบาทไม่มากนัก ในแง่ของตลาดเงินและตลาดทุน ธนาคารพาณิชย์ก็มีจำนวนน้อย และมีการกระจุกตัวเฉพาะในธนาคารพาณิชย์ที่มีขนาดใหญ่เพียงไม่กี่แห่งเท่านั้น ซึ่งสามารถให้บริการอันหลากหลายก่อนกลางทศวรรษ 1980 โครงสร้างของระบบการเงินเริ่มมีการเปลี่ยนแปลงอย่างช้า ๆ เพราะการแข่งขันในหมู่ธนาคารพาณิชย์มีน้อยมากหรือแทบจะไม่เกิดขึ้นเลย ทำให้ธนาคารพาณิชย์เหล่านี้มีกำไรค่อนข้างมากอย่างเป็นกอบเป็นกำ

ในขณะที่ธนาคารพาณิชย์ในสวีเดนมีกำไรสูงและปราศจากการแข่งขันจากภายนอก สถาบันการเงินที่ไม่ใช่ธนาคารพาณิชย์ก็ได้รับอานิสงส์อย่างมาก จากการที่ไม่ถูกควบคุมหรือกำกับจากรัฐแต่ประการใด โดยเฉพาะการขยายตัวของบริษัทเงินทุน (Finance Companies) ที่เพิ่มจำนวนขึ้นอย่างมาก เพราะรัฐบาลมิได้เข้าแทรกแซง ด้วยเหตุนี้ ในช่วงปี 1981 ถึง 1985 บริษัทเงินทุนที่มีการเปิดในสวีเดนสามารถเพิ่มเครดิตจาก 6% เป็น 9% และนี่เป็นการเล็งกฎกติกาที่บังคับใช้กับธนาคารพาณิชย์ ทั้งยังเป็นการเปิดโอกาสให้มีการก่อหนี้สาธารณะของรัฐบาลผ่านการอุดหนุนจากสถาบันการเงินที่มีธนาคาร ส่วนแบ่งของพันธบัตรรัฐบาลใน Bank portfolio เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วในปลายทศวรรษ 1970 จนถึงระดับ 1/4 ในปี 1985 ในขณะที่ส่วนแบ่งของเงินกู้ยืมของธนาคารลดลงจาก 2/3 เหลือเพียง น้อยกว่า 1/2 ในปี 1985

กล่าวโดยสรุป โดยกฎเกณฑ์ที่พยายามกำกับสถาบันการเงินนี้ ธนาคารพาณิชย์ในสวีเดนจึงมีเกราะกำบังอย่างดีจากการแข่งขันจากต่างประเทศ ทำให้ธนาคารมีความใกล้ชิดกับลูกค้าอย่างแนบแน่น ในแง่ความสัมพันธ์ส่วนตัว โดยที่ธนาคารสาขาต่าง ๆ ที่เกิดขึ้นมากมายนั้นมีการปล่อยสินเชื่อที่ได้คำนึงถึงความเสี่ยงเท่าที่ควร ซึ่งทำให้ธนาคารพาณิชย์มีกำไรในระดับสูงอยู่เป็นเวลานานนั่นเอง

3. กระบวนการปลดปล่อยการควบคุมภาคการเงินในสวีเดน (The Deregulation Process)

โจทย์ที่สำคัญของวิกฤติการณ์ในสวีเดนอันหนึ่ง ก็คือ จริงหรือไม่ที่การปลดปล่อยให้ภาคการเงินมีความอิสระและเสรีนั้น นำไปสู่วิกฤติการณ์ในปลายปี 1992 การจะเข้าใจเรื่องนี้จำเป็นต้อง

ศึกษาการดำเนินการของทางการในการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างภาคการเงินอย่างละเอียด โดยเฉพาะการศึกษาถึงจุดอ่อนต่าง ๆ

3.1 จุดอ่อนของการกำกับสถาบันการเงิน

อย่างที่ตำราเศรษฐศาสตร์กล่าวไว้อย่างถูกต้องว่า การป้องกันและกำกับมักไม่สามารถแยกเด็ดขาดจากระบบสถาบันการเงิน โดยเฉพาะการแยกส่วนออกจากพลังของตลาด ด้วยเหตุนี้ ผู้มีส่วนร่วมในตลาดจึงมักพยายามในการหลีกเลี่ยงกฎกติกาต่าง ๆ ที่รัฐบาลกำหนดไว้ ซึ่งมีความเข้มงวดอย่างยิ่งในทศวรรษ 1970 อย่างที่ทราบกันโดยทั่วไป สวีเดนในขณะนั้นเผชิญกับปัญหาเงินเฟ้อที่สูง และยังคงเผชิญกับการควบคุมอัตราดอกเบี้ยการให้กู้ยืม ผลก็คือ สถาบันการเงินใหม่ๆ ที่เป็นตลาดสีเทา (Grey market) เริ่มค่อย ๆ พัฒนาขึ้น ระหว่างผู้ปล่อยกู้กับผู้ให้กู้โดยตรง โดยวิธีการหลบเลี่ยงจากช่องทางปกติ คือ ธนาคารพาณิชย์มาเป็นบริษัทเงินทุน (Finance Companies) ต่าง ๆ ซึ่งมีให้สถาบันรับฝากเงินโดยตรงเช่นธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุนเหล่านี้ถูกควบคุมและกำกับน้อยกว่าธนาคารพาณิชย์เป็นอันมาก ผู้กู้หรือครัวเรือนที่ในอดีต มีความแนบแน่นกับธนาคารพาณิชย์ต่างก็หันมาใช้บริการของบริษัทเงินทุนมากยิ่งขึ้น

3.2 มาตรการในการปฏิรูป

ในกรณีของสวีเดนนั้น ก่อนปี 1980 ตลาดการเงินถูกควบคุมและกำกับอย่างเข้มงวดยิ่งกว่านั้น งบประมาณของรัฐบาลมีการขาดดุลมากยิ่งขึ้น ในขณะเดียวกัน หนี้สาธารณะก็มีการขยายการเติบโตอย่างรวดเร็ว สิ่งที่เป็นการบิดเบือนอย่างเด่นชัด ก็คือ การบังคับให้ธนาคารพาณิชย์ทั้งหลายต้องซื้อพันธบัตรรัฐบาลและพันธบัตรของบ้าน โดยผ่าน Liquidity ratios เป็นเครื่องมือสำคัญ ด้วยวิธีการนี้จึงมีผลทำให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดในระยะยาวอยู่ในระดับต่ำ ผลก็คือ ส่วนแบ่งของธนาคารในการปล่อยกู้ยืมแก่ธุรกิจและครัวเรือนลดลง โดยที่สถาบันการเงินที่ไม่ใช่ธนาคารพาณิชย์ได้รับผลประโยชน์จากนโยบายนี้เป็นอย่างมากเป็นลำดับเป็นขั้น ธนาคารพาณิชย์จำนวนมากที่ต้องการเอาตัวรอดจึงจัดตั้งบริษัทเงินทุนของตนเอง (ดู Biljer, 1991) ซึ่งทำให้บทบาทของธนาคารพาณิชย์ลดลง ทำให้เกิดตลาดการเงินสีเทาขึ้นในสวีเดน ซึ่งนโยบายการเงินของธนาคารกลางก็มิได้มีผลมากนักต่อบริษัทเงินทุนเหล่านี้ เมื่อพิจารณาว่า นโยบายการเงินมีผลไม่มากนักต่อตลาดการเงินสีเทา รัฐบาลจึงเริ่มปฏิรูปโดยการปลดปล่อยการเงินเสรี (Financial liberalization) ในปลายทศวรรษ 1970 และต่อเนื่องถึงทศวรรษ 1980 กระบวนการปฏิรูปนี้สามารถพิจารณาจากการค่อย ๆ ยกเลิกการควบคุมเพดานดอกเบี้ย (ดูตารางที่ 1) จนกระทั่งการควบคุมการซื้อขายเงินตราต่างประเทศมีการยกเลิกไปในที่สุด ยิ่งกว่านั้นในปี 1986 รัฐบาลสวีเดนได้อนุญาตให้ธนาคารต่างชาติเข้าไปตั้งธนาคารสาขาได้ จนกระทั่งปี 1990 ธนาคารสาขาของต่างชาติก็ได้รับอนุญาตให้ดำเนินการ ซึ่งธนาคารต่างชาติแห่งแรกในสวีเดนได้เปิดดำเนินการ

ในปี 1992 อย่างไรก็ตาม ส่วนแบ่งของธนาคารต่างชาติในสวีเดนยังอยู่ในระดับต่ำตกประมาณ 2% ของมูลค่าสินทรัพย์ทั้งหมดของธนาคารพาณิชย์

มาตรการปฏิรูปในช่วงทศวรรษ 1980 นี้ สามารถพิจารณาได้เป็น 2 ช่วง คือ ช่วงที่หนึ่ง การปลดปล่อยทางการเงิน (Deregulation) ในปี 1983-1985 และช่วงที่สอง เครดิตมีการขยายตัวอย่างมากในปี 1986-1990

(ก) ช่วงแห่งการปลดปล่อยทางการเงิน 1983-1985

สวีเดนได้เข้าควบคุมและกำกับสถาบันการเงินอย่างเข้มงวดตั้งแต่หลังสงครามโลกครั้งที่ 2 เป็นต้นมา ไม่ว่าจะเป็นธนาคารพาณิชย์ บริษัทประกันภัย และสถาบันการเงินอื่น ๆ ล้วนอยู่ภายใต้การควบคุมอย่างเข้มงวดโดยรัฐบาลกลาง ผ่านเครื่องมือต่าง ๆ ไม่ว่าจะเป็นเพดานการกู้ยืม (Lending Ceiling) อัตราส่วนสภาพคล่อง (Placement requirement) หรือ liquidity ratios ที่บังคับให้สถาบันการเงินทั้งหลายต้องลงทุนในพันธบัตรที่ออกโดยรัฐบาลหรือสถาบันที่เกี่ยวข้องกับอสังหาริมทรัพย์ ด้วยนโยบายรัฐสวัสดิการที่ต้องการให้พลเมืองมีที่อยู่อาศัยทุกคน การขาดดุลงบประมาณจำนวนมหาศาลนั้น เกี่ยวพันกับการลงทุนอย่างมากภายในที่อยู่อาศัย ซึ่งทำให้ธนาคารพาณิชย์ทั้งหลายต้องถือสินทรัพย์มากกว่า 50% ของพันธบัตรรัฐบาล ซึ่งก็แน่นอนว่า พันธบัตรเหล่านี้มีระยะเวลาไถ่ถอนที่ยาวนานและมีอัตราดอกเบี้ยคงที่ถึง 5 ปี ซึ่งเป็นอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยในตลาด สิ่งที่น่าประหลาดใจ ก็คือ คราวเรือนสวีเดนมีการก่อหนี้สินมากกว่าหลาย ๆ ประเทศในกลุ่มประเทศอุตสาหกรรม (Jappelli and Pagano, 1989) ในปี 1980 คราวเรือนสวีเดนมีหนี้สินประมาณ 67% ของรายได้ที่ใช้จ่ายจริง กล่าวอีกนัยหนึ่ง ก็คือ คราวเรือนสวีเดนไม่ต้องเผชิญกับข้อจำกัดในเรื่องหนี้สิน ทั้งนี้เพราะรัฐบาลกลางเป็นผู้แบกรับภาระการอุดหนุนบ้านและเงินกู้ยืมในการเรียนระดับมหาวิทยาลัย ซึ่งทำให้คราวเรือนของสวีเดนมีสิทธิในการกู้ยืมเงินเพื่อซื้อบ้านหรือผ่อนบ้านโดยมิได้มีการประเมินเงินกู้อย่างเป็นระบบ ยิ่งกว่านั้น ธนาคารพาณิชย์ยังทำหน้าที่เป็นนายหน้า (Broker) เพื่อหลีกเลี่ยงต่าง ๆ ระหว่างผู้กู้กับผู้ให้กู้ ซึ่งพฤติกรรมเหล่านี้ยากในการควบคุม ผลสุดท้าย สิ่งที่เกิดขึ้น ก็คือ การปล่อยกู้ให้ซื้อบ้านโดยตรงแก่ผู้ซื้อและผู้ขายจึงกลายเป็นเรื่องปกติ

ความจริง ก็คือ ในสวีเดนนั้นความคิดเรื่องการปลดปล่อยให้การเงินมีลักษณะเสรีนั้นมีมาก่อนหน้านั้นแล้ว โดยเฉพาะในหมู่นักเศรษฐศาสตร์ แต่ธนาคารกลางและนักการเมืองกลับยืนยันอย่างแข็งขันว่า ไม่มีความจำเป็นใด ๆ ในการแก้ไขให้ตลาดการเงินมีลักษณะเสรี จนกระทั่งในปี 1983 จึงมีการยกเลิกบังคับอัตราส่วนสภาพคล่อง (liquidity ratios) ของธนาคารพาณิชย์ ในขณะที่เพดานอัตราดอกเบี้ยมีการยกให้สูงขึ้นในฤดูใบไม้ผลิของปี 1985 และเพดานเงินกู้สำหรับธนาคาร และ Placement requirement สำหรับบริษัทประกันภัยได้ยกเลิกไปในเดือนพฤศจิกายน 1985 ที่เป็นเช่นนี้ มีการวิเคราะห์ว่า สาเหตุหลักน่าจะมาจากตลาดการเงินมีการพัฒนาไปอย่าง

รวดเร็วมาก โดยเฉพาะตลาดของเงินฝากและตัวเงินคลังที่เริ่มขยายตัวอย่างรวดเร็วในตอนต้นทศวรรษ 1980 ที่เป็นเช่นนี้ ก็เพราะการขาดดุลงบประมาณอย่างมหาศาลนั่นเอง อย่างไรก็ตาม (ดูตารางที่ 4) ธนาคารชาติของสวีเดนก็ตระหนักดีว่า ถ้ามีการปลดปล่อยให้มีการเงินเสรี การขยายตัวของเครดิตจะต้องเพิ่มมากขึ้นอย่างมหาศาล เพื่อแก้ไขจุดนี้ การบังคับให้ธนาคารพาณิชย์ต้องสำรองสินทรัพย์ที่ไม่มีผลออกเงย (Non-interest cash reserve requirements) จึงเพิ่มขึ้นจาก 1% เป็น 3% แต่การทำเช่นนี้ก็ไม่ได้ช่วยทำให้การขยายตัวของสินเชื่อลดลงมากอย่างที่ทางการต้องการ

(ข) การขยายตัวของเครดิตอย่างรวดเร็ว 1986-1990

ผลของการลดการควบคุมการเงินภายในประเทศที่เกิดขึ้นอย่างฉับพลันและรุนแรง ก็คือการขยายตัวของเครดิตภายในประเทศ อัตราการเพิ่มขึ้นของการปล่อยกู้ของสถาบันการเงินเพิ่มขึ้นจากในช่วง 11-17% ต่อปี ในช่วงต้นทศวรรษ 1980 เป็น 20% ในปี 1986 กล่าวให้เจาะจง คือ ในช่วง 5 ปี คือ ปี 1986-1990 อัตราการปล่อยกู้เพิ่มขึ้นมากถึง 136% (73% ในรูปมูลค่าที่แท้จริง) การปลดปล่อยการเงินที่เสรีนี้ยังเป็นการเปิดโอกาสใหม่ ๆ ในการแข่งขันในตลาด โดยเฉพาะธนาคารพาณิชย์ขยายตัว 174% สถาบันเกี่ยวกับการปล่อยกู้เกี่ยวกับบ้าน (Mortgage institutions) เพิ่มขึ้น 167% ในช่วงปี 1986-1990 ในทางตรงกันข้ามบริษัทเงินทุนและบริษัทประกันก็มีการเพิ่มขึ้นอย่างเชื่องช้า ความจริง ก็คือ บริษัทเงินทุนทั้งหลายนั้น มีการขยายตัวในตอนแรก ๆ จากการทำ Leasing การทำ Factoring และการทำบัตรเครดิต ซึ่งสะท้อนว่า กติกาของทางการเอื้อประโยชน์ให้บริษัทเงินทุนมีช่องโอกาสในการทำธุรกิจมากกว่าธนาคารพาณิชย์ อย่างไรก็ตาม หลังการปลดปล่อยการเงินเสรีนี้ ธนาคารพาณิชย์เริ่มเข้ามาแสดงบทบาทอย่างมากในตลาดการเงิน ซึ่งก่อนหน้านี้ถูกครอบงำโดยบริษัทเงินทุนซึ่งไม่อาจแข่งขันกับธนาคารพาณิชย์ได้โดยตรง เพราะไม่อาจรับฝากเงินสดกระแสรายวันหรือออกพันธบัตรได้เหมือนธนาคาร บริษัทเงินทุนทั้งหลายนั้น จริง ๆ แล้วต้องได้รับการอุดหนุนโดยตรงจากธนาคารพาณิชย์ โดยมีการออกเอกสารการลงทุนของบริษัท (Marknadsbevis หรือ Company Investment Certificates) การออกเอกสารการลงทุนของธนาคารพาณิชย์นี้ ก็คือ การรับประกันของธนาคารพาณิชย์ที่มีต่อบริษัทเงินทุนนั่นเอง ด้วยเหตุนี้ ธนาคารพาณิชย์จึงต้องเผชิญกับความเสียงมากยิ่งขึ้นเป็นทวีคูณ เพื่อให้เห็นภาพชัดเจน การปลดปล่อยสถาบันการเงินให้มีลักษณะเสรีมากยิ่งขึ้น สิ่งสำคัญ คือ การตอบสนองต่อหน่วยเศรษฐกิจที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงกติกาใหม่นี้

4. การตอบสนองต่อการปลดปล่อยการเงินเสรี

ไม่ว่าจะเป็นหน่วยเศรษฐกิจใด ๆ ก็ตาม สิ่งหนึ่งที่แน่นอน ก็คือ หน่วยเศรษฐกิจจกตอบสนองต่อโครงสร้างของระบบแรงจูงใจที่เป็นอยู่เสมอ ธนาคารพาณิชย์ก็ไม่มีข้อยกเว้น การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างการควบคุมสถาบันการเงินนี้ถือเป็นการ Shock ต่อระบบเศรษฐกิจและสร้างโอกาส

ใหม่ ๆ แก่ผู้กู้เงินและผู้ให้กู้ในการตอบสนองต่อสภาพแวดล้อมใหม่ ๆ ประเด็นสำคัญ ก็คือ หน่วยเศรษฐกิจต่าง ๆ มีการตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงนี้อย่างไร

4.1 การตอบสนองของผู้กู้เงิน

เมื่อมีสภาวะการณ์ที่ตลาดการเงินถูกควบคุมและกำกับเป็นเวลาอันยาวนาน การปลดปล่อยการเงินเสรีจึงเหมือนเป็นการปรับโครงสร้างอย่างรวดเร็ว โดยเฉพาะการจัดการเครดิตของภาคเอกชน อุปสงค์ที่มีต่อเครดิตของภาคเอกชนถูกกระตุ้นอย่างดีจากเศรษฐกิจที่มีการขยายตัวอย่างรวดเร็ว ดังที่สามารถพิจารณาจากรูปที่ 4 อัตราส่วนของเงินกู้ธนาคารเทียบกับ Nominal GDP เพิ่มขึ้นอย่างมาก ซึ่งให้เห็นว่าเกิดสภาวะการณ์ที่มีความแตกต่างของเวลาในการปรับตัว เมื่อมีการปลดปล่อยให้การเงินเสรี ในสวีเดนอัตราดอกเบี้ยนี้เพิ่มจาก 41% เป็น 58% ตั้งแต่ปี 1984 ถึงปี 1990 การขยายตัวของเครดิตนี้เกิดขึ้นในการบริโภคของเอกชน

ก) ภาคครัวเรือน

ภาคครัวเรือนมีการตอบสนองอย่างดีต่อการปลดปล่อยการเงินเสรี นั่นคือ มีการกู้ยืมจากธนาคารพาณิชย์อย่างมาก ผลก็คือ การออมลดลงอย่างรวดเร็ว (ดูรูปที่ 7) การออมสุทธิของครัวเรือน คิดเป็นเปอร์เซ็นต์ของรายได้ที่แท้จริงลดลงจาก 5.0% เป็น -3.4% ในช่วงปี 1980 ถึงปี 1987 กล่าวอีกนัยหนึ่ง ก็คือ ครัวเรือนใช้จ่ายเงินจำนวนมากไปในการซื้อสินค้าคงทนถาวรและอสังหาริมทรัพย์เป็นหลัก ที่เป็นเช่นนี้ น่าจะสืบเนื่องจากผลของนโยบายมหภาคที่บิดเบือนแรงจูงใจที่สำคัญ คือ การที่มีอัตราภาษีส่วนเพิ่มที่สูง (high marginal tax rates) และการที่ครัวเรือนสามารถหักลดหย่อนภาษีได้เต็มจำนวนของดอกเบี้ยที่จ่ายในการซื้อสินค้าคงทนถาวรและอสังหาริมทรัพย์ ผลก็คือ อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงหลังจากหักภาษีแล้วมีค่าต่ำมาก หรือไม่เช่นนั้น ก็ติดลบ ที่เป็นเช่นนี้ได้นั้นก็เพราะโครงสร้างภาษีที่มีความเอื้ออาทรที่ให้นำนามาหักได้จากการซื้อบ้าน และการกู้เงินเพื่อการบริโภค (Consumer loans) อีกส่วนหนึ่งเป็นผลมาจากภาวะเงินเฟ้อซึ่งมีส่วนกระตุ้นการใช้จ่ายของครัวเรือน นอกเหนือจากนั้น การที่สินทรัพย์มีราคาสูงก็ยิ่งทำให้มูลค่าของการค้ำประกัน (Collateral values) มีค่าสูงเกินจริงไปด้วย ผลนี้มีส่วนมาจากการที่เศรษฐกิจมีความร้อนแรงเกินความเป็นจริง ทำให้ราคาสินทรัพย์มีราคาแพงเกินจริงจนเกิดเป็นลักษณะฟองสบู่

ในขณะเดียวกัน ครัวเรือนต่างคาดหวังไว้ว่า การที่สินทรัพย์มีราคาสูงนั้นจะเป็นไปอย่างต่อเนื่องตามแนวโน้ม ด้วยเหตุนี้ นักลงทุนจำนวนมากก็ยินดีที่จะแบกรับภาระหนี้ที่สูงนี้ ณ อัตราดอกเบี้ยที่อยู่ในระดับสูง ด้วยเหตุผลที่ว่า มองอนาคตเป็นสุทธรรถนด้านเดียว ด้วยสถานการณ์เช่นนี้ ผู้ขอเงินจำนวนมากไม่เคยคาดว่าจะเกิดปัญหาในอนาคต เพราะเชื่อว่าอนาคตของเศรษฐกิจที่ร้อนแรงนี้จะดำรงอยู่ไปอีกนาน

ข) ภาคธุรกิจ

เมื่อมีการปลดปล่อยภาคการเงินเสรี ภาคธุรกิจก็มีหนี้สินเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว โดยทั่วไปนั้น ธุรกิจมักจะกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงินเป็นหลัก โดยเฉพาะในแง่หนี้สินต่อทุนนั้น เป็นปัจจัยสำคัญของภาคธุรกิจ ในปี 1980 อัตราหนี้สินต่อทุนในสวีเดนอยู่ที่ระดับ $5\frac{1}{2}$ เมื่อเทียบกับสหราชอาณาจักรที่อยู่ในระดับ น้อยกว่า $\frac{1}{3}$ และ $\frac{1}{4}$ ในกรณีสหรัฐอเมริกาแล้ว จัดได้ว่าสวีเดนมีหนี้สินต่อทุนที่สูงมากหลังการปลดปล่อยการเงินเสรี เพราะการลงทุนส่วนมากของภาคธุรกิจ กระจุกลงในภาคที่อยู่อาศัย และภาคอสังหาริมทรัพย์ รวมถึงภาคบริการเป็นสำคัญ

ปัจจัยชี้ขาดถึงการตอบสนองของภาคธุรกิจเกิดขึ้นจริง ๆ เมื่อการกำกับและควบคุมอัตราแลกเปลี่ยนได้มีการยกเลิกไป และนี่เป็นการเปิดโอกาสทองของผู้กู้ของสวีเดนในการกู้เงินจากธนาคารพาณิชย์ ในรูปที่ว่า อัตราดอกเบี้ยที่ถูกเรียกเก็บนั้นอยู่ในระดับต่ำเมื่อคิดในรูปเงินตราต่างประเทศด้วย มโนทัศน์ที่ครอบงำอยู่ในขณะนั้นเป็นเช่นนี้ ภาคธุรกิจในสวีเดนจึงไม่ลังเลในการกู้เงินจากต่างประเทศเป็นจำนวนมาก โดยเฉพาะในสวีเดนที่ไม่มีระบบการประกันเงินฝากอย่างชัดเจน แต่เป็นที่เข้าใจกันโดยทั่วไปว่า ธนาคารชาติสวีเดนจะไม่ยอมให้มีธนาคารต้องล้มละลาย

ค) ผู้ให้กู้ยืม

อย่างที่กล่าวมาแล้ว สถาบันการเงินมีการปรับโครงสร้างตามการเปิดตลาดการเงินให้มีลักษณะเสรียิ่งขึ้น บทบาทของผู้ให้กู้ยืมหรือสถาบันการเงินก็ย่อมเปลี่ยนแปลงเป็นธรรมดา โดยเฉพาะเมื่อทางการได้ยกระดับเพดานดอกเบี้ยให้กู้ยืมและเงินฝากประจำให้สูงขึ้น เพื่อเปิดให้ตลาดมีการแข่งขันมากขึ้น ซึ่งก่อนหน้านี้ การปล่อยกู้ของธนาคารมักมีความสัมพันธ์ที่แน่นแฟ้นกับผู้ขอเงิน เพราะมีข้อจำกัดเรื่องการปล่อยกู้บังคับอยู่ แต่การเปิดการเงินเสรีนี้ทำให้ธนาคารสามารถเปลี่ยนความสัมพันธ์จากความสัมพันธ์ส่วนตัวมาเป็นความสัมพันธ์ที่อิงกับตลาดมากยิ่งขึ้น การเปลี่ยนแปลงนี้เท่ากับตัดขาดความสัมพันธ์ที่แนบแน่นระหว่างผู้ให้กู้กับผู้ขอเงินลง และเริ่มมีการประเมินการปล่อยกู้ โดยใช้หลักการประเมินความเสี่ยงที่รัดกุมขึ้น การตอบสนองของผู้ให้กู้ยืมเงินนี้สามารถพิจารณาการเปลี่ยนแปลงได้ 6 ลักษณะ กล่าวคือ

(1) ความเจริญเติบโตของการปล่อยกู้

ในสวีเดนนั้น Balance sheet ของธนาคารชี้ชัดว่ามีการเจริญเติบโตของการปล่อยกู้เพิ่มขึ้นมากเป็นสองเท่าในช่วงปี 1985 ถึงปี 1990 อัตราการเติบโตนี้สูง โดยถัวเฉลี่ยมากถึง 15% กล่าวในอีกแง่หนึ่ง การปล่อยกู้ของธนาคารมีอัตราการเพิ่มขึ้นสูงกว่าการเติบโตของ Balance sheet ของธนาคารเสียอีก ในแง่ข้อเท็จจริง ยิ่งชี้ให้เห็นอย่างกระจ่างชัดว่า การเติบโตของการปล่อยกู้เพิ่มจากระดับต่ำเพียง 45% ในปี 1985 เพิ่มขึ้นเป็น 57% และ 60% ในปี 1990 และปี 1992

(2) การเปลี่ยนแปลงใน Loan Portfolios

สิ่งที่ไม่ยากในการคาดเดา ก็คือ นโยบายของธนาคารพาณิชย์มีการเปลี่ยนแปลงในเชิงรุกมากขึ้น หลังการปลดปล่อยการเงินเสรี โดยเน้นการปล่อยกู้กิจการที่มีความเสี่ยงมากขึ้น โดยเฉพาะการเปลี่ยนแปลงการกระจายเงินกู้ไปสู่ภาคอสังหาริมทรัพย์มากขึ้น นอกจากนั้นยังเน้นการปล่อยกู้ในภาคการก่อสร้างและภาคบริการที่มีลักษณะเป็นการปล่อยกู้ที่หมุนหลังโดยเงินตราต่างประเทศ การเปลี่ยนแปลงนี้มีข้อสังเกตว่า เป็นการกระจายการปล่อยสินเชื่อทำให้ธนาคารมีความอ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงใด ๆ ในอัตราแลกเปลี่ยน โดยเฉพาะในสวีเดนนั้นธนาคารพาณิชย์พยายามจะเลี่ยงกฎเกณฑ์เรื่องเพดานการปล่อยกู้ โดยการปล่อยกู้ให้แก่กันพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ผ่านบริษัทเงินทุน อย่างที่กล่าวมาแล้วข้างต้น การปล่อยกู้ของธนาคารนี้มักใช้เงินตราต่างประเทศเป็นตัวหมุนหลังที่สำคัญ เพราะมีต้นทุนที่ต่ำกว่า

(3) เงินทุนเพื่อการขยายตัวของสินเชื่อ

เมื่อมีการปลดปล่อยการเงินเสรี โอกาสของการปล่อยสินเชื่อก็ย่อมขยายตัวไปอย่างรวดเร็ว โดยเฉพาะความสามารถของธนาคารในการระดมเงินทุนเพื่อขยายเครดิต ปริมาณของเครดิตมีการเติบโตรวดเร็วกว่าปริมาณของเงินฝากของธนาคารเสียอีก โดยทั่วไปนั้น ธนาคารในสวีเดนมีการ Finance สินทรัพย์ของตนเอง ผ่านเงินฝากของธนาคาร แต่หลังจากการปลดปล่อยการเงินเสรีแล้ว การปล่อยกู้ของธนาคารเมื่อคิดเป็นเปอร์เซ็นต์ของสินทรัพย์รวมนั้นขยายตัวอย่างมาก ในสวีเดนประมาณถึง 10 Percentage points ในช่วงปี 1985 ถึงปี 1990 โดยที่ส่วนแบ่งของเงินฝากลดลงในระดับเดียวกัน

(4) นโยบายราคา

นโยบายราคาของตลาดการเงิน ก็คือ อัตราการปล่อยกู้ของสถาบันการเงินนั่นเอง ซึ่งในประเทศสวีเดนนั้น อัตราการปล่อยกู้ยืมที่แท้จริงได้เพิ่มสูงขึ้น เมื่อมีการปลดปล่อยการเงินเสรี หลังจากนั้นก็ค่อย ๆ ลดระดับลงและยืนอยู่ ณ ระดับค่อนข้างคงที่ ข้อที่น่าสังเกต ก็คือ ในการเพิ่มขึ้นของอัตราการปล่อยกู้ในช่วงแรกนั้น สะท้อนว่ามีมูลเหตุปัจจัยมาจากการปลดปล่อยการเงินเสรี ซึ่งธนาคารพาณิชย์ก็ตั้งใจให้มีการปรับขึ้นของอัตราการปล่อยกู้อย่างชัดเจน ข้อสังเกตเพิ่มเติมก็คือ รายได้จากอัตราดอกเบี้ยสุทธิของธนาคารก็เพิ่มสูงขึ้นในช่วงที่เศรษฐกิจมีการขยายตัวอย่างรวดเร็ว ในช่วงปี 1986-1988 ก่อนที่จะลดต่ำลงเหมือนในช่วงทศวรรษ 1980 กล่าวโดยสรุป ความอ่อนไหวของธนาคารต่อความเสี่ยงที่จะเกิดขึ้นจากการปล่อยสินเชื่อนั้นมีค่อนข้างสูง โดยเฉพาะอย่างยิ่งธนาคารพาณิชย์ไม่อาจแสวงหากำไรได้ในช่วงที่เศรษฐกิจกำลังเจริญเติบโตอย่างรวดเร็ว เพราะมีความเสี่ยงอย่างมากจากการปล่อยสินเชื่อจำนวนมาก ช่วงห่างของดอกเบี้ยในสถานการณ์ที่มีการขยายตัวของสินเชื่ออย่างมกนั้นชี้ว่า เกิดการแข่งขันอย่างรุนแรงในหมู่สถาบัน

การเงินภายในประเทศ ที่น่าสังเกต ก็คือ อัตราดอกเบี้ยของครัวเรือนที่กู้ยืมกับเงินฝากลดต่ำลงเหลือเพียง 4 จุดในปี 1986 และเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วในช่วงปลายปี 1989 จนถึงระดับ 7 จุด

(5) แรงจูงใจในการเพิ่มความเสี่ยง

ประเด็นที่ถกเถียงกันมากในหมู่ประเทศยุโรปเหนือ ก็คือ การจูงใจของสถาบันการเงินในการเพิ่มความเสี่ยงในการปล่อยกู้ยืมเงิน ซึ่งแท้ที่จริง ก็คือ การเกิด Moral hazard ในระบบสถาบันการเงิน อันเนื่องมาจากการมีนโยบายหลักประกันแบบแฝงของรัฐที่ว่า จะไม่ปล่อยให้ธนาคารล้มละลายไป (no-bank-will-fall) การมีหลักประกันเช่นนี้ก่อให้เกิดความมั่นใจเกินเหตุ และนำไปสู่การปล่อยกู้ที่สุ่มเสี่ยง เพราะมีความเชื่ออย่างมั่นคงตลอดเวลาว่า ทางธนาคารจะไม่ยอมปล่อยให้สถาบันการเงินล้มละลายไปอย่างแน่นอน ผลก็คือ ธนาคารมีการประมาณการความเสี่ยงผิดแผกไปจากภาวะปกติ นั่นคือ ธนาคารมีการปล่อยกู้ให้แก่ลูกค้าที่มีความเสี่ยงมากยิ่งขึ้น โดยเฉพาะการประเมินสินเชื่อที่เน้นการใช้หลักทรัพย์สินเป็นเครื่องมือในการประเมินความเสี่ยง

ในกรณีของสวีเดน ธนาคารมี Capital ratios ในช่วง $3\frac{1}{2}$ เปอร์เซ็นต์ ถึง $4\frac{1}{2}$ เปอร์เซ็นต์ ก่อนหน้ากลางปี 1980 ธนาคารในสวีเดนดำเนินธุรกิจภายใต้การควบคุมที่เข้มงวดจากทางการ ทำให้ธนาคารไม่อาจแข่งขันได้อย่างเสรี และเปิดโอกาสให้ธนาคารได้รับค่าเช่าทางเศรษฐกิจ (ถ้าใครส่วนเกิน) จากการบริการทางการเงิน แต่ค่าเช่าทางเศรษฐกิจที่ได้นี้ถูกนำไปใช้ในการปล่อยกู้อย่างเข้มข้น เพราะเกรงกลัวว่า เมื่อเปิดการเงินเสรีแล้ว ธนาคารอาจสูญเสียฐานะในการแข่งขัน โดยเฉพาะธนาคารขนาดใหญ่มีความพร้อมในการเพิ่มความเสี่ยงในการปล่อยกู้มากกว่าธนาคารขนาดเล็ก นอกจากนั้น ธนาคารเพื่อการออมก็สร้างความเสี่ยงด้วยการสร้างระบบ Mutual loan Insurance ซึ่งทำให้ธนาคารแต่ละแห่งไม่จำเป็นต้องแบกรับความเสี่ยงที่จะล้มละลายทั้งหมด ระบบนี้จึงเท่ากับเป็นการสร้างความเสี่ยงขึ้นอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ ในกรณีของสวีเดนนั้นค่อนข้างน่าสนใจ ในแง่ที่ว่า มีการถือหุ้นไขว้ระหว่างธนาคารกับสถาบันการเงินอื่น ๆ ซึ่งทำให้เปิดโอกาสอย่างดีให้มีการปล่อยกู้โดยไม่มีการจำกัด

4.2 การตอบสนองของผู้วางนโยบาย

กล่าวอย่างรวบรัด ผู้วางนโยบายในสวีเดนไม่อาจตอบสนองทางนโยบายได้ทันที ในสามลักษณะที่สำคัญ คือ **ประการแรก** เจ้าหน้าที่ล้มเหลวในการสร้างระบบการกำกับที่ดีพอ หรืออย่างรัดกุมเมื่อมีการปลดปล่อยการเงินเสรี (Prudential Bank Regulation) **ประการที่สอง** การปฏิรูปในเรื่องระบบภาษีที่มีต่อดอกเบี้ยนั้นเริ่มต้นช้าเกินไป หลังเกิดการขยายตัวอย่างรวดเร็วของสินเชื่อ **ประการที่สาม** ทางการมิได้ใช้นโยบายการเงินอย่างเข้มงวดในเวลาที่เหมาะสมและอย่างเพียงพอในการสร้างวินัยทางการเงิน

อย่างที่ทราบกันดีว่า การปลดปล่อยการเงินเสรีนั้นจำเป็นต้องมีการกำกับสถาบันการเงินอย่างเข้มข้น (Stiglitz, 1993) แต่ในกรณีสวีเดนนั้น หลังการปลดปล่อยการเงินเสรีแล้ว ก็ได้เปลี่ยนแปลงการกำกับและตรวจสอบอย่างรัดกุม โดยเฉพาะมิได้ทบทวนวิธีการปล่อยกู้ และการจัดการความเสี่ยงของธนาคารอย่างลึกซึ้ง ยิ่งกว่านั้น ในช่วงที่มีการขยายตัวของสินเชื่ออย่างมากโดยธนาคาร เจ้าหน้าที่ที่คอยตรวจสอบธนาคารกลับถูกรวมให้ทำงานร่วมกับเจ้าหน้าที่ที่คอยตรวจสอบของบริษัทประกันภัย และให้ความสนใจกับการพัฒนาตลาดทุน แต่ให้ความสนใจต่อธนาคารลดลง ที่เป็นเช่นนี้ ส่วนหนึ่งก็เพราะในขณะนั้น เจ้าหน้าที่ของรัฐมิได้ให้ความสนใจในเรื่องนี้ ดังที่กรณีของ marginal tax rates ที่สูงเป็นกรณีรูปธรรม การที่มีการปฏิรูปภาษีแต่การหักส่วนลดของค่าใช้จ่ายของภาษีนี้ ทำให้มีค่าติดลบ มีความหมายว่า ต้นทุนที่แท้จริงของทุนมีค่าที่ต่ำมากในตลาดช่วงทศวรรษ 1980 ภายใต้สถานการณ์เช่นนั้น เราควรจะคาดคะเนได้ว่า ควรมีการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างภาษีที่ให้หักส่วนลดลงสำหรับการจ่ายดอกเบี้ย แต่เพราะเหตุผลทางการเมืองในสวีเดน เจ้าหน้าที่ของรัฐจึงไม่ได้แก้ไขระบบแรงจูงใจของภาษีเมื่อมีการลดการควบคุมสถาบันการเงิน ในกรณีนี้ แม้จะมีการปฏิรูปภาษีในสวีเดน ก็ยังมีการหักส่วนลด 30% ของส่วนแบ่งของค่าใช้จ่ายจากดอกเบี้ยที่ควรหักออกจากเงินรายได้ที่เสียภาษี

5. วิกฤติการณ์ธนาคารของสวีเดน : Boom and Bust Cycles

วิกฤติการณ์ของธนาคารในสวีเดนก็ไม่ได้แตกต่างจากประเทศอื่น ๆ กล่าวคือ มีการเติบโตอย่างรวดเร็วของการปล่อยสินเชื่อ และหลังจากนั้นก็มีการแตกดับคล้ายดังวัฏจักร เศรษฐกิจที่มีลักษณะเติบโตอย่างรวดเร็วและแตกดับนี้มักมีลักษณะคล้ายคลึงกัน นั่นคือ ราคาน้ำมันได้ลดราคาต่ำลงในปี 1986 ขณะเดียวกัน ราคาของกระดาษและผลิตภัณฑ์กระดาษได้มีราคาเพิ่มสูงขึ้นอย่างมากในช่วงปลายปีทศวรรษ 1980 จึงมีผลอย่างสำคัญในการกระตุ้นอุปสงค์ภายในของสวีเดน ทำให้การบริโภคของภาคเอกชนและการจ้างงานเพิ่มขึ้นอย่างมาก รวมถึงการเพิ่มขึ้นของรายได้ของครัวเรือน ซึ่งส่วนหนึ่งที่สำคัญ คือ การเข้าถึงสินเชื่อทำได้ง่ายขึ้นมาก หลังจากมีการปลดปล่อยการควบคุมการเงินอย่างเข้มงวดลง เศรษฐกิจภายในที่ขยายตัวอย่างรวดเร็วนี้มีผลมาจากการลงทุนอย่างหนาแน่น โดยเฉพาะการขยายตัวของเครดิตที่มีพลังในการกระตุ้นให้มีการเก็งกำไรในหุ้นและอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งก็เป็นการเพิ่มความมั่งคั่ง และยังทำให้เพิ่มความสามารถในการขอกู้ยืมอีกทางหนึ่ง แต่การเลือกของเจ้าหน้าที่ทางการเงินกลับมีความจำกัดอย่างมาก เพราะการปลดปล่อยการเงินเสรีนั้น รัฐบาลสวีเดนยังคงใช้อัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ (Fixed exchange rate regime) อีกทั้งรัฐบาลก็มีได้ใช้นโยบายการคลังอย่างเข้มงวดในการสกัดการขยายตัวอย่างมากของเศรษฐกิจ

ในปลายทศวรรษ 1980 นั้น เริ่มมีปรากฏการณ์ที่ชื่อว่า ราคาสินทรัพย์ (Asset prices) ได้ถีบตัวสูงขึ้น แต่สำหรับทางการแล้วกลับไม่คิดว่านี่เป็นปัญหาแต่อย่างใด หรือมีความคิดว่าการเป็นหนี้ของภาคเอกชนจำนวนมากจะทำให้เกิดภาวะล้มละลาย เมื่อทางการเริ่มเข้มงวดนโยบาย

การเงิน เพื่อพยายามลดอัตราเงินเฟ้อนั้น มีผลทำให้ราคาของหลักทรัพย์และราคาของสังหาริมทรัพย์ลดลง ผลก็คือ ผู้บริโภคต่างก็ได้รับผลกระทบในแง่ลบ โดยต้องลดการบริโภคลงอย่างรวดเร็ว ซึ่งผลในแง่ลบ ก็คือ มีผลให้อัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจลดต่ำลงอย่างฮวบฮาบ ตั้งแต่ปลายทศวรรษ 1980

ปัญหาของสวีเดนและประเทศอื่น ๆ ในยุโรปเหนือ ก็คือ ในช่วงที่เศรษฐกิจมีการขยายตัวอย่างรวดเร็ว นั้น ธนาคารได้ปล่อยกู้เงินเป็นจำนวนมาก เงินที่ใช้นี้ส่วนสำคัญเกินครึ่งหนึ่งมาจากการกู้เงินจากต่างประเทศตั้งแต่ปลายทศวรรษ 1980 ดังนั้นเมื่อทางการสวีเดนประกาศลดค่าเงินในเดือนพฤศจิกายน 1992 นั้น มีผลอย่างสำคัญต่อธนาคารและธุรกิจต่าง ๆ ที่กู้ยืมเงินจากสถาบันการเงิน โดยเฉพาะธุรกิจขนาดกลางและขนาดเล็กต่างประสบกับปัญหาอย่างร้ายแรง บางแห่งต้องเผชิญกับภาวะล้มละลาย เพราะไม่อาจแก้ไขสภาพคล่องได้ทันทั่วทั้ง เนื่องจากไม่อาจขอกู้เงินใหม่เพื่อนำมาหมุนเวียน อัตราการล้มละลายทางเศรษฐกิจจึงพุ่งขึ้นสูงมากในสวีเดน ก่อให้เกิดวงจรของหนี้สินที่ท่วมท้น เพราะเหตุว่าธุรกิจต่าง ๆ มีหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้จำนวนมาก (Bank' Nonperforming Loans) ยิ่งกว่านั้น สถานการณ์ก็ยิ่งเลวร้ายเมื่อธุรกิจต่าง ๆ ไม่อาจชำระหนี้ได้ตามกำหนด อีกทั้งสินทรัพย์ที่นำมาค้ำประกันเงินกู้ก็มีค่าลดต่ำลงมาก เนื่องจากเศรษฐกิจพองสบู่ที่แตกตัว ผลที่สุดก็นำไปสู่วิกฤติการณ์ของธนาคารอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้

วิกฤติการณ์ของธนาคารในสวีเดนนั้นเกิดขึ้นทั้งในธนาคารและบริษัทเงินทุน โดยเฉพาะอย่างยิ่ง มีอาการที่แสดงให้เห็นว่าจะเกิดวิกฤติการณ์ในช่วงปี 1986-1987 และ 1990-1991 ที่น่าจะกล่าวถึง คือ ความเสียหายของบริษัทเงินทุนในสวีเดนนั้น เกิดความสูญเสียอย่างมากจากการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ที่สูงมากกว่า 5% ของสินเชื่อที่ปล่อยกู้ ซึ่งในเวลาต่อมาก็พบว่า การล้มละลายของบริษัทเงินทุนได้ลุกลามเข้าสู่ธนาคารพาณิชย์อย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้

ในกรณีของกลุ่มธนาคารในสวีเดน การสูญเสียหรือความเสียหายของสินเชื่อเพิ่มขึ้นจาก 11% ของ GDP ในปี 1993 ส่วนความเสียหายที่เล็กกว่าตกแก่ครัวเรือนสวีเดน ประมาณ 11% ในขณะที่ความเสียหายอันใหญ่หลวงกลับตกแก่ธุรกิจขนาดกลางและขนาดเล็กที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน (ประมาณ 72%) แท้ที่จริงแล้ว การเกิดวิกฤติการณ์ของธนาคารนี้เกิดขึ้นและครอบงำโดยวิกฤติการณ์ของอสังหาริมทรัพย์มากกว่า (real estate crisis) ซึ่งทำให้ความเสียหายที่เกิดขึ้นมากกว่า 4 ใน 5 นั้น เป็นความเสียหายจากภาคอสังหาริมทรัพย์นั่นเอง โดยเฉพาะในปี 1991

เมื่อเกิดวิกฤติการณ์ของธนาคารนี้ ผลที่ชัดเจน ก็คือ กำไรของธนาคารลดลงอย่างรวดเร็ว เช่นเดียวกัน รายได้จากสถาบันการเงินก็ย่อมลดลงเช่นกัน เนื่องมาจากธนาคารมีหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้จำนวนมาก ทำให้ธนาคารขาดรายได้จากดอกเบี้ย

คำถามที่ต้องถามตั้งแต่ต้น ก็คือ ทำไมจึงเกิดวิกฤติการณ์ในสวีเดน ทั้ง ๆ ที่เป็นประเทศที่พัฒนาแล้ว? คำตอบเรื่องนี้มีความซับซ้อนทีเดียว ไม่อาจจะบอกว่ามีสาเหตุจากปัจจัยใดปัจจัยหนึ่งเท่านั้น จนกระทั่งถึงฤดูใบไม้ผลิในปี 1989 ระบบเศรษฐกิจสวีเดนยังไม่มีอาการใด ๆ ที่ส่อไปในทางที่จะชี้ว่าจะเกิดวิกฤติการณ์ นอกเหนือจากมีการยอมรับว่า เศรษฐกิจมีความร้อนแรงทางเศรษฐกิจมากไป (overheated) ดังสังเกตได้ว่า การว่างงานโดยเปิดเผยอยู่ในระดับต่ำมากเพียง 1.4% ในปี 1989 แต่อัตราเงินเพื่อรับถัวสูงขึ้นมากกว่าหลาย ๆ ประเทศในยุโรป อัตราแลกเปลี่ยนของเงินโครน มีค่าสูงขึ้นประมาณ 15% หลังจากที่มีการลดค่าเงินในปี 1982 ชื่อน่าสังเกตที่สำคัญ คือ ทางการมิได้ต้องการจำกัดนโยบายการคลัง แต่ยังคงให้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนผูกติดกับอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ นโยบายที่ทางการใช้บ้าง คือ การเพิ่มอัตราดอกเบี้ยเพื่อปกป้องอัตราแลกเปลี่ยน โดยที่ยังไม่มีสัญญาณใด ๆ แสดงว่าจะเกิดวิกฤติการณ์เศรษฐกิจ

ด้วยเหตุนี้ ตลาดหลักทรัพย์ก็ยังมีลักษณะเติบโตอย่างรวดเร็ว และถึงจุดสูงสุดเมื่อเดือนสิงหาคม 1989 นั่นคือ ราคาหลักทรัพย์มีราคาสูงขึ้นถึง 42% เมื่อเทียบกับตอนต้นปีทีเดียว เช่นเดียวกับธนาคารและบริษัทเงินทุนทั้งหลายที่ปล่อยกู้ให้แก่ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ก็มีพัฒนาการในลักษณะเดียวกัน

เมื่อมีการเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วของราคาสินทรัพย์ การลงทุนของสถาบันการเงินในอสังหาริมทรัพย์ (นอกเหนือจากบ้าน) ได้เพิ่มขึ้นเป็นสองเท่า โดยค่าถัวเฉลี่ยในช่วงปี 1988-1990 มีค่าสูงถึง 85% เหนือกว่าค่าในช่วงปี 1983-1985 ปรากฏการณ์ที่เกิดขึ้นหลังจากนั้น ก็คือ ในช่วงปลายฤดูใบไม้ผลิของปี 1989 เราพบว่า ตลาดสินทรัพย์ในเชิงพาณิชย์หรือตลาดอสังหาริมทรัพย์ได้ก้าวกระโดดถึงจุดอิ่มตัวแล้ว กล่าวคือ มีรายงานปรากฏว่า ไม่มีผู้ขอเช่าที่อยู่อาศัย ณ ระดับค่าเช่าระดับนี้อีกต่อไป ตลาดหลักทรัพย์ตอบสนองต่อข่าวนี้ทันทีในแง่ลบ เมื่อดัชนีราคาหลักทรัพย์ในภาคก่อสร้างและอสังหาริมทรัพย์ลดราคาลง 25% ใน 1 ปี หลังจากนั้น ดัชนีราคาหลักทรัพย์ในอสังหาริมทรัพย์ก็เริ่มมีราคาลดลงในปี 1990 และนี่เริ่มปรากฏเป็นอาการของวิกฤติการณ์ แต่ที่น่าสังเกต ก็คือ ในขณะนั้นไม่มีใครจะคาดคิดว่านี่เป็นหนทางนำไปสู่วิกฤติการณ์ในเวลาต่อมา ราคาหุ้นของธนาคารลดลงบ้างเล็กน้อย ประมาณ 4.1% จากช่วงที่สูงสุดในปลายปี 1990

ทางการของสวีเดนเริ่มตอบสนองต่อเศรษฐกิจที่ร้อนแรงนี้พร้อม ๆ กัน โดยการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงหลังหักภาษีได้เพิ่มขึ้นอย่างก้าวกระโดดจาก -1% ในปี 1989 เป็น +5% ในปี 1991 ที่เป็นเช่นนี้ มีมูลเหตุมาจากปัจจัย 3 ด้าน กล่าวคือ ประการแรก อัตราดอกเบี้ยในตลาดระหว่างประเทศมีการปรับตัวสูงขึ้น ส่วนสำคัญในยุโรปนั้นมาจากการรวมประเทศเยอรมนีตะวันตกกับตะวันออก ประการที่สอง นโยบายมหภาคภายในมีการเปลี่ยนแปลง เมื่อเดือนกุมภาพันธ์ 1990 รัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังได้ขอลาออกจากตำแหน่ง โดยอ้างว่าไม่ได้รับความร่วมมือจากภายในรัฐบาลที่จะใช้นโยบายการคลังอย่างเข้มงวด นโยบายในขณะนั้น คือ การให้ธนาคารชาติของสวีเดน (Riksbanken) พยายามขึ้นอัตราดอกเบี้ยเพื่อต่อสู้กับเงินเฟ้อ

มากกว่าอย่างอื่น **ประการที่สาม** รัฐบาลสวีเดนได้ปฏิรูปภาษีครั้งใหญ่ให้ผลใช้จริงในปี 1991 (Agell et al., 1998) โดยการเก็บภาษีส่วนเพิ่มต่อรายได้จากทุนและดอกเบี้ย (marginal tax on capital income and interest) มีการประกาศลดลงนั้น ที่ให้คิด 50% ของผู้เสียภาษีส่วนมาก ให้คิดเป็นภาษีแบบอัตราเดียว 30%

อาการของวิกฤติการณ์ในสวีเดนเริ่มต้นจริง ๆ ในเดือนกันยายน 1990 เมื่อบริษัทเงินทุนชื่อ Nyckeln (กยูแจ), มีหนี้สินเป็นจำนวนมากที่เกิดจากอสังหาริมทรัพย์ กล่าวให้เจาะจง ก็คือบริษัทเงินทุนแห่งนี้ไม่สามารถจะมีเงินทุนหมุนเวียนได้เพียงพอกับหนี้สิน (Marknadsbevis) หรือเข้าข่ายล้มละลายนั่นเอง เจ้าของบริษัทเงินทุนปฏิเสธที่จะนำมาลงทุนใหม่ เพื่อหลีกเลี่ยงไม่ให้เกิดภาวะล้มละลาย ดังนั้นวิกฤติการณ์จึงขยายลูกกลามไปในตลาดอย่างรวดเร็ว ในขณะที่บริษัทเงินทุนที่พยายามประคับประคองให้ยังมีชีวิตอยู่รอด ก็ด้วยการกู้เงินจากธนาคารแทนที่จะแก้ไขวิกฤติ แต่วิกฤติการณ์ของบริษัทเงินทุนกลับกระจายไปสู่สถาบันการเงินอื่น ๆ ในไม่กี่เดือนต่อมาบริษัทเงินทุนจำนวนมากก็อยู่ในภาวะล้มละลาย (Bankruptcy)

ดังที่ได้กล่าวมาแล้ว ธนาคารนั้นเป็นคู่แข่งกับบริษัทเงินทุน แต่ขณะเดียวกันก็ทำธุรกิจร่วมกันอย่างแนบแน่นในการให้กู้ยืม ซึ่งทำให้ธนาคารได้กำไรไม่น้อยในระยะสั้น แต่ก็มีความเสี่ยงสูงถ้าบริษัทเงินทุนเกิดปัญหา ข้อเท็จจริง ก็คือ ในเดือนธันวาคม 1990 ธนาคารได้ปล่อยกู้ให้กับบริษัทเงินทุนประมาณ 5% ของธนาคารทั้งหมด เทียบกับประมาณ 1% ในเดือนธันวาคม 1983 อย่างไรก็ตาม ธนาคารมีสารสนเทศที่จำกัดมากเกี่ยวกับการปล่อยเงินกู้ของบริษัทเงินทุน หรือเกิดสิ่งที่เป็นปัญหาสารสนเทศที่ไม่สมมาตร (Asymmetric Information) และเกิดเป็นลูกโซ่ เพราะภายหลังปรากฏว่า บริษัทเงินทุนปล่อยกู้ให้ลูกค้าแล้วเกิดภาวะหนี้เสีย ดังนั้น ธนาคารก็รับผลกระทบด้วยอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ ด้วยเหตุนี้วิกฤติการณ์จึงเคลื่อนย้ายจากบริษัทเงินทุนเข้าสู่ระบบธนาคาร ในตอนปลายปี 1990 มีรายงานว่าการสูญเสียของหนี้ (credit losses) ได้เพิ่มสูงขึ้นประมาณ 1% ของการปล่อยกู้ แต่วิกฤติการณ์กระจายอย่างรวดเร็วในปลายปี 1991 ความสูญเสียนี้สูงถึง 3.5% ของการปล่อยกู้ และพุ่งขึ้นสูงมากในไตรมาสสุดท้ายของปี 1992 กระโดดเป็น 7.5% ของการปล่อยกู้ กล่าวโดยสรุป ในช่วงปี 1990-1993 หนี้สะสมของธนาคารเพิ่มขึ้นถึงใกล้เคียงกับ 15% ของการปล่อยกู้ วิกฤติการณ์ของธนาคารนี้สัมพันธ์กับตลาดหลักทรัพย์อย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ เพราะราคาของหลักทรัพย์ โดยเฉพาะในกิจการอสังหาริมทรัพย์ได้ลดต่ำลงอย่างมาก

ประสบการณ์ของธนาคารในสวีเดน ที่ประสบกับวิกฤติการณ์นั้น ธนาคารทั้ง 6 แห่งต่างก็ต้องได้รับความช่วยเหลือจากรัฐ ยกเว้น Handelsbanken ที่ประสบวิกฤติ โดยไม่ได้รับความช่วยเหลือจากรัฐแต่ประการใด ทั้งนี้ก็เพราะธนาคารแห่งนี้ มีการปล่อยหนี้ให้แก่ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์น้อยกว่าธนาคารอื่น ๆ ในขณะที่ธนาคาร Gota มีการสูญเสียหนี้สูงถึง 37.3% ของการปล่อยกู้ทั้งหมด

สิ่งที่แสดงให้เห็นว่าวิกฤติการณ์ของธนาคารเริ่มร้ายแรงก็เมื่อฤดูใบไม้ร่วง 1991 เมื่อธนาคาร Fo_sta Sparbanken และ Nordbanken มีปัญหาเรื่อง Solvency ดังนั้นจึงจำเป็นต้องมีการเพิ่มทุนใหม่ แต่เพราะทั้งสองธนาคารนี้รัฐเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ดังนั้นรัฐจึงอัดฉีดทุนเข้าไปในธนาคาร Nordbanken และยังช่วยธนาคาร Fo_sta Sparbanken โดยการออกหนังสือรับรองให้แก่เจ้าของธนาคารในเรื่องสินเชื่อ เพื่อให้ธนาคารสามารถทำการเพิ่มทุนตามที่กฎหมายกำหนด แต่ปัญหาก็ไม่ยุติทันที เพราะในช่วงฤดูใบไม้ผลิในปี 1992 รัฐบาลก็ต้องให้ความช่วยเหลือแก่ธนาคาร Fo_sta Sparbanken อีกครั้งหนึ่ง การช่วยเหลือของรัฐบาลอยู่ในรูปการอุดหนุนสินเชื่อ (Subsidied loan) ประมาณ 1.3 พันล้าน SEK แต่ขณะเดียวกันธนาคาร Gota ก็ประสบกับวิกฤติการณ์ เจ้าของธนาคารได้มีการเพิ่มทุนเข้าไปใหม่ แต่ไม่ช้า เมื่อวันที่ 9 กันยายน 1992 ธนาคาร Gota ก็ประสบความพินาศ ต้องประกาศภาวะล้มละลาย

ในขณะที่เกิดวิกฤติการณ์ในสวีเดนนั้น วิกฤติการณ์นี้ถือเป็นครั้งร้ายแรงและเป็นวิกฤติการณ์ที่มีขนาดใหญ่ที่มีลักษณะเป็นวิกฤติการณ์ของระบบ (Systematic crisis) สวีเดนในตอนนั้นยังไม่มีสถาบันประกันเงินฝากอย่างเป็นทางการ (Formal Deposit Insurance) แต่สิ่งที่รัฐบาลในขณะนั้นดำเนินการ ก็คือ การประกาศโดยทันทีว่ารัฐบาลจะเป็นผู้ค้ำประกันธนาคาร Gota มีเงื่อนไขผูกพันต่าง ๆ ไว้ ยกเว้นในเรื่อง Equity เท่านั้น การให้หลักประกันของรัฐบาลนี้ รวมถึงทุกรูปแบบของหนี้ธนาคาร ซึ่งรวมถึงเงินฝากของทุกธนาคาร สิ่งที่น่าสนใจ ก็คือ ในกรณี Nordbanken นั้นมีการ Bail out ด้วยจำนวนเงินถึง 2 พันล้าน SEK โดยธนาคารนี้ถูกให้แก่โครงสร้างหนี้ต่าง ๆ ในฤดูร้อนของปี 1992 รัฐบาลสวีเดนได้ริเริ่มตั้งธนาคารเลว (Bad Bank) โดยใช้ชื่อว่า "Securum" โดยเริ่มที่ธนาคาร Nordbanken โดยกำหนดให้มูลค่าของ Bank Value เริ่มต้นอยู่ที่ 67 พันล้าน SEK นี่ให้ออนมาอยู่ในมือของ Securum เพื่อบริหารหรือคือการตัดหนี้เสียออกไปนั่นเอง เช่นเดียวกัน รัฐบาลสวีเดนได้เข้าถือครองธนาคาร Gota ณ ราคาที่ 1 โครันสวีเดน โดยที่หนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ของธนาคาร Gota นั้นมีการโอนไปให้ Securum รายจ่ายหรืองบประมาณแผ่นดินเพื่อใช้ในการแก้ไขวิกฤติการณ์ของธนาคารนี้ สามารถพิจารณาจากตารางที่ 8 ในจำนวนเงิน 65 พันล้าน SEK นั้น มีเงินขนาด 3.1 พันล้านที่กลับเข้าสู่เจ้าของธนาคารเดิมโดยเงินจำนวน 1 พันล้าน SEK เป็นการให้เงินอุดหนุนดอกเบี้ยแก่ธนาคาร Fo_sta Sparbanken และอีกจำนวน 2 พันล้านเป็นการซื้อธนาคารจากเจ้าของเดิมของธนาคาร Nordbanken ด้วยหลักการนี้เราอาจกล่าวได้ว่า รัฐบาลสวีเดนยึดหลักการรักษารักษาธนาคาร แต่ไม่ใช่รักษาเจ้าของธนาคาร

6. ทำไมจึงเกิดวิกฤติการณ์ในสวีเดน และวิกฤติการณ์นี้มีพัฒนาการอย่างไร

การเข้าใจและศึกษาว่า เพราะเหตุใดจึงเกิดวิกฤติการณ์ในสวีเดนให้ประโยชน์ในหลายประการ โดยเฉพาะความรู้ความเข้าใจว่า เพราะเหตุใด ในประเทศที่เชื่อว่ามีระบบธรรมาภิบาล

ที่ดี จึงเกิดวิกฤติการณ์ของธนาคารและนำไปสู่วิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจ วิกฤติการณ์ของธนาคารในสวีเดนเกิดขึ้นพร้อม ๆ กับวิกฤติการณ์ระบบอัตราแลกเปลี่ยนของยุโรป นั่นคือ ระบบ ERM (European exchange rate mechanism) วิกฤติการณ์นี้ส่งผลต่อสวีเดนอย่างไม่เป็นที่สงสัย โดยเฉพาะในฤดูร้อนของปี 1992 ธนาคารกลางของสวีเดนเริ่มแก้ไขปัญหาด้วยการเพิ่มอัตราดอกเบี้ยชั่วข้ามคืน (Overnight interest rate) เป็น 12% ในเดือนกรกฎาคม 1992 และเพิ่มเป็น 13% และ 16% ในเดือนสิงหาคม การเพิ่มอัตราดอกเบี้ยที่สูงดังกล่าวย่อมส่งผลกระทบต่อลูกค้าของธนาคาร เพราะเหตุว่า ธนาคารในสวีเดนนั้นมีการปล่อยกู้ให้ลูกค้าโดยมีสัดส่วนของเงินกู้ยืมที่เป็นเงินตราต่างประเทศถึง 40% (Englund, 1999) และธนาคารเหล่านี้ก็ยังมีลักษณะการพึ่งพาตลาดการเงินระหว่างประเทศเป็นอย่างมาก ประกอบกับสถานการณ์เศรษฐกิจของประเทศเพื่อนบ้านเริ่มมีปัญหาเช่นกัน โดยเฉพาะอังกฤษและอิตาลี ในต้นเดือนกันยายน 1992 เงินปอนด์สเตอร์ลิงและเงินลีร์ มีอยู่ในระดับต่ำของค่าเงินในเดือนกันยายนนี้เอง ประเทศฟินแลนด์ซึ่งประสบวิกฤติการณ์ค่าเงินก็ประกาศปรับอัตราแลกเปลี่ยนของตนเองจากอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ เป็นระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว (Floating Exchange Rate) ผลที่เกิดขึ้นอย่างทันที ก็คือ มีการเก็งกำไรในอัตราแลกเปลี่ยนเงินโคร์นของสวีเดน หลังจากที่ธนาคาร Gota ประกาศภาวะล้มละลายในวันที่ 9 กันยายน 1992 ผลก็คือ อัตราดอกเบี้ยชั่วข้ามคืนกระโดดเพิ่มขึ้นเป็น 75% ในวันที่ 16 และ 17 กันยายน 1992 ทั้งอังกฤษและอิตาลีขอถอนตัวจากระบบ ERM ของยุโรป สิ่งที่เกิดขึ้นโดยที่ไม่มีใครคาดเดาได้ ก็คือ ธนาคารกลางสวีเดนต้องปรับอัตราดอกเบี้ยชั่วข้ามคืนเป็น 500% เพื่อปกป้องค่าเงินโคร์นในการถูกโจมตีจากนักเก็งกำไร ในสถานการณ์เช่นนี้ การให้หลักประกันแก่ธนาคารทั่วไปและการสร้างความมั่นใจให้แก่ธนาคารในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนเป็นสิ่งสำคัญอันดับแรก ๆ ของธนาคารสวีเดน ด้วยเหตุนี้ ธนาคารกลางสวีเดนจึงให้สภาพคล่อง โดย Deposit ส่วนหนึ่งที่เป็นเงินตราต่างประเทศให้แก่ธนาคาร ซึ่งทำให้ธนาคารพาณิชย์ยังมีสภาพคล่องเพียงพอในการดำเนินกิจการ หลังจากนั้นในช่วงฤดูใบไม้ผลิ รัฐบาลสวีเดนก็ค่อย ๆ ดำเนินนโยบายการคลังเพื่อลดอัตราดอกเบี้ย ชั่วข้ามคืน ซึ่งค่อย ๆ ลดลงจนถึงระดับร้อยละ 11.5% แต่นี่ก็เป็นการแก้ไขสถานการณ์เพียงชั่วคราวเท่านั้น ในเดือนพฤศจิกายน 1992 เงินโคร์นของสวีเดนถูกโจมตีอย่างหนักอีกครั้ง ดังนั้นในวันที่ 19 พฤศจิกายน 1992 ธนาคารกลางสวีเดนประกาศเลิกค่าเงินโคร์นที่ใช้ในระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ให้เป็นระบบลอยตัวเหมือนฟินแลนด์ ซึ่งประกาศเปลี่ยนแปลงไปในเดือนกันยายน ผลก็คือ ค่าเงินโคร์นของสวีเดนมีค่าลดลงทันทีในวันต่อมาถึง 9% และ 20% ก่อนที่จะข้ามเป็นปี 1993

แท้ที่จริงวิกฤติการณ์ที่เป็นวิกฤติการณ์ธนาคารและอัตราแลกเปลี่ยนมีความสลับซับซ้อนมากในช่วงทศวรรษ 1980 นั้น ภาคเอกชนของสวีเดนได้ก่อหนี้เป็นจำนวนมากในรูปเงินกู้ของเงินตราต่างประเทศ อันเนื่องมาจากการเปิดการเงินเสรี ตามข้อมูลของธนาคารกลางสวีเดนมีการรายงานว่ ภาคเอกชนของสวีเดนได้ก่อหนี้สะสมของภาคเอกชนถึง 541 พันล้านโคร์น ณ สิ้นเดือน

กันยายน 1992 (ซึ่งมีขนาดใหญ่ถึง 35% ของ GDP) ซึ่งหนี้ทั้งหมดนี้เป็นการกู้ยืมของธนาคารพาณิชย์ การก่อหนี้ของภาคเอกชนของสวีเดนนี้ เท่ากับว่ากำลังสร้างความเสี่ยงในสองสถาน กล่าวคือ สถานแรก เป็นความเสี่ยงในแง่สภาพคล่องที่ธนาคารพาณิชย์ต้องเผชิญ เพราะเป็นการกู้เงินตราจากต่างประเทศ ซึ่งมีความเสี่ยงสูง ในรูปที่เป็นเงินกู้ระยะสั้นที่ผู้กู้อาจไม่สามารถใช้เงินกู้คืนได้ทันเวลาที่ แต่ความเสี่ยงของสภาพคล่องนี้ สามารถแก้ไขได้เมื่อธนาคารกลางเข้ามาช่วยเหลือเมื่อถึงคราวจำเป็น แม้ว่าธนาคารพาณิชย์จำนวนมากในขณะนั้นจักมีฐานะทางบัญชีที่มีลักษณะสมดุล แต่ลูกค้าที่เป็นผู้กู้เงินมีความเสี่ยงต่อเงินตราต่างประเทศ สถานการณ์ที่เกิดขึ้นในขณะนั้นก็คือ ผู้กู้เงินรู้สึกว่าจะตนเองจะได้กำไรอย่างงาม ๆ จากการที่อัตราดอกเบี้ยภายในประเทศกับอัตราดอกเบี้ยของเงินกู้ต่างประเทศมีความแตกต่างกันอย่างชัดเจน ในสถานการณ์เช่นนี้ ภาคเอกชนถือเงินตราต่างประเทศเพื่อชดเชยกับหนี้ที่สร้างขึ้น ข้อเท็จจริงที่เปิดเผยในภายหลังชี้ว่า สินทรัพย์ทางการเงินในรูปเงินตราต่างประเทศจำนวนถึง 174 พันล้านโครัน มีผลทำให้ฐานะทางการเงินสุทธิในเงินตราต่างประเทศติดลบถึง 367 พันล้านโครัน ในเดือนกันยายน 1992 ปัญหา ก็คือ การกู้เงินตราต่างประเทศนั้น มีความเสี่ยง วิธีการแก้ไข คือ การค้าประกันความเสี่ยงโดยการ Hedging แต่ในขณะนั้นวิธีการดังกล่าวมิได้มีการทำกันอย่างทั่วถึง มีเพียงลูกค้าบางกลุ่มเท่านั้นที่ทำ Hedging แต่ลูกค้าขนาดกลางและขนาดย่อมมิได้คุ้มครองป้องกันตนเองด้วยวิธีนี้แต่อย่างใด

ประเด็นที่น่าสนใจของวิกฤติการณ์ในสวีเดน ก็คือ วิกฤติการณ์ของธนาคารเกิดขึ้นก่อนอย่างน้อยประมาณ 1 ปี ก่อนเกิดวิกฤติการณ์ของอัตราแลกเปลี่ยน โดยที่การเกิดปัญหานั้น มีมูลเหตุมาจากการที่มีหนี้เสียสะสมเป็นจำนวนมากต่อเนื่องถึงฤดูใบไม้ร่วงปี 1992 ก่อนที่ธนาคารกลางจะประกาศยกเลิกอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ ซึ่งน่าจะชี้ให้เห็นว่า แท้ที่จริงนั้น ไม่มีความเชื่อมโยงอย่างแนบแน่น โดยตรงระหว่างการสูญเสียของเงินตราต่างประเทศ (Currency losses) กับวิกฤติการณ์ของธนาคาร แต่ที่น่าสนใจกว่านั้น คือ ในทางตรงกันข้าม เราพบความเชื่อมโยงโดยอ้อมระหว่างการปกป้องเงินโครันโดยการขึ้นอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศ ซึ่งทำให้เกิดความสูญเสียของสินเชื่อจำนวนมาก และทำให้วิกฤติการณ์ของธนาคารขยายตัวอย่างรวดเร็ว อย่างไรก็ตาม เราอาจสรุปได้ว่า มีการปะทะกันค่อนข้างชัดเจน ระหว่างวิกฤติการณ์ทั้งสองเหตุการณ์ในแง่ที่ว่า วิกฤติการณ์ของธนาคารมีส่วนทำให้เกิดวิกฤติการณ์ของอัตราแลกเปลี่ยน ทั้งนี้ก็เพราะลูกค้าธนาคารจำนวนมาก ไม่อาจแบกรับภาระดอกเบี้ยที่สูงขึ้นได้ ทำให้เกิดภาวะล้มละลายทางเศรษฐกิจ

7. วิกฤติการณ์ในสวีเดนกับการแก้ไขวิกฤติ

วิกฤติการณ์ธนาคารเกิดขึ้นครั้งแรกเมื่อธนาคาร Fo_sta Sparbanken ธนาคารออมทรัพย์ที่ใหญ่ที่สุดในสวีเดนเผชิญกับความยุ่งยาก เพราะมีรายงานว่า ธนาคารมีหนี้เสียจำนวนมากและไม่มีทุนเพียงพอในฤดูใบไม้ร่วงปี 1991 ทันทีที่มีปัญหาดังกล่าว รัฐบาลสวีเดนได้อัดฉีดเงินจำนวน

3.8 พันล้านโครันให้แก่ธนาคาร แต่ในฤดูใบไม้ผลิปี 1992 เงินที่รัฐบาลสวีเดนอัดฉีดเข้าไปนั้นมีการเปลี่ยนรูปเป็นเงินกู้แทน และยังมีเงินกู้ที่อัดฉีดเข้าไปอีก 4.2 พันล้านโครัน แน่นอนว่า อัตราดอกเบี้ยที่คิดจากเงินกู้ของรัฐบาลนี้คิดในอัตราที่ต่ำมากกว่าอัตราดอกเบี้ยในตลาด กล่าวอีกนัยหนึ่งรัฐบาลสวีเดนได้ให้ความช่วยเหลือคิดเป็นการอุดหนุนดอกเบี้ยถึง 1 พันล้านโครัน แต่ที่น่าสนใจไม่ใช่ว่าเงินอุดหนุนในรูปดอกเบี้ย แต่เป็นการควบรวมธนาคาร Fo_sta Sparbanken ให้เป็นส่วนหนึ่งของธนาคาร Sparbanken Sverige และธนาคารออมทรัพย์อื่น ๆ เช่นเดียวกับในฤดูใบไม้ร่วงของปี 1991 ธนาคาร Nordbanken ธนาคารใหญ่อันดับสามของประเทศก็รายงานว่ามีหนี้เสียและจำเป็นต้องได้รับความช่วยเหลือจากรัฐ แต่ธนาคารนี้รัฐถือหุ้นอยู่ถึง 71% ของ Equity ดังนั้นธนาคารนี้จึงเป็นความรับผิดชอบโดยตรงของรัฐ เพราะรัฐเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ แต่รัฐบาลสวีเดนก็ตัดสินใจถูกต้องในการช่วยเหลือ โดยการออก Equity Insurance จำนวน 5.2 พันล้านโครัน ผลก็คือ การถือหุ้นของรัฐบาลเพิ่มขึ้นเป็น 77% แต่ในฤดูใบไม้ผลิของปี 1992 ปัญหาเกิดขึ้นอีกครั้งนี้ รัฐสภาสวีเดนอนุมัติให้ใช้เงิน 20 พันล้านโครัน (1.3% ของ GDP ในปี 1992) เพื่อปรับโครงสร้างธนาคารพาณิชย์ในสวีเดน มีการใช้เงินถึง 2 พันล้านในการซื้อหุ้นของเอกชน กล่าวให้รวบรัด ก็คือ รัฐบาลสวีเดนเลือกนโยบายที่จะไม่ทำร้ายผู้ถือหุ้น ทั้งนี้ก็เพราะรัฐบาลตระหนักดีว่ารัฐบาลต้องรับผิดชอบต่อผู้ถือหุ้นรายใหญ่นั้นเอง อีกอย่างหนึ่งรัฐบาลก็เกรงว่าอาจถูกฟ้องร้องดำเนินคดี ในกรณีของ Nordbanken ด้วยเหตุนี้รัฐบาลสวีเดนจึงดำเนินการย้ายสินทรัพย์ที่เลว (bad assets) ให้ไปอยู่ในบริษัทใหม่ที่เรียกชื่อว่า "Securum" ซึ่งมีทุนที่อัดฉีดโดยรัฐให้เงินทุนเริ่มต้นที่ 24 พันล้านโครัน โดยมี Loan guarantees ที่ 10 พันล้านโครัน จากรัฐบาลกลาง

ปัญหาของวิกฤติการณ์ธนาคารยังไม่ยุติลงทันที ในเดือนเมษายน 1992 ธนาคาร Gota Bank ซึ่งมีขนาดใหญ่เป็นอันดับสี่ก็ประสบปัญหาหนี้เสียจำนวนมาก เจ้าของธนาคารซึ่งเป็นเจ้าของบริษัทประกันภัยได้พยายามอัดฉีดทุนเข้าไป แต่ในเวลาต่อมาได้ประกาศว่ายินดีอัดฉีดทุนในจำนวนจำกัด ซึ่งทำให้เกิดความไม่มั่นใจในเรื่องความมั่นคงของธนาคาร Gota Bank ธนาคารกลางสวีเดนพิจารณาแล้วเห็นว่า ถ้ารัฐบาลไม่เข้าจัดการ ก็จะทำให้ธนาคารนี้ล้มได้ รัฐบาลจึงโอนหนี้เสียให้แก่บริษัทที่จัดการสินทรัพย์ใหม่ ชื่อว่า "Retrive" ซึ่งเป็นบริษัทจัดการสินทรัพย์ที่จัดตั้งโดยมีทุนประมาณ 3.8 พันล้านโครัน โดยรัฐบาลเป็นผู้ออกเงินทุนนี้เอง ส่วนของธนาคารที่ยังเป็นสินทรัพย์ที่ดี ได้รับเงินทุนสนับสนุนประมาณ 20 พันล้านโครันจากรัฐบาล ในที่สุด ธนาคารของรัฐ คือ Nordbanken เข้าควบกิจการของ Gota Bank ในสิ้นปี 1993 สิ่งที่น่าสนใจ ก็คือ เจ้าของหุ้นเอกชนในธนาคาร Gota bank นี้ ไม่ได้หุ้นใด ๆ จากรัฐบาลเลย และนี่ถือเป็นการแก้ไขวิกฤติการณ์ธนาคารที่ชาญตลาดของรัฐบาลสวีเดน

สิ่งที่ควรกล่าวถึงในตอนนี ก็คือ ก่อนหน้าฤดูร้อนปี 1992 วิกฤติการณ์ของธนาคารยังมิได้เกิดขึ้นทั่วไปอย่างเป็นระบบ (Systemic) หากแต่มีลักษณะเกิดขึ้นเป็นจุด ๆ ดังนั้น รัฐบาลจึงเข้าแก้ปัญหาแบบเป็นจุด ๆ ด้วย แต่หลังจากนั้น หนี้เสียของธนาคารพอกพูนขึ้นอย่างรวดเร็ว จนมีผล

ทำให้เศรษฐกิจประสพภาวะชะงักงัน และทำให้ราคาสินทรัพย์ล้มละลาย เพราะมีราคาตกลงอย่างรวดเร็ว ปัญหาเข้าขั้นวิกฤติเมื่ออัตราดอกเบี้ยสูงขึ้นจากนโยบายรัฐบาล และเจ้าของเงินหรือเจ้าหนี้ต่างประเทศถอนเงินออกนอกประเทศ เมื่อเป็นเช่นนี้ ธนาคารในสวีเดนที่เป็นธนาคารขนาดใหญ่ต่างก็ได้รับผลกระทบอย่างรุนแรง ในรูปสินทรัพย์ที่ลดค่าลง ทำให้เกิดหนี้เสียเป็นจำนวนมากทันที แต่หลังจากฤดูใบไม้ร่วงปี 1992 ทางการสวีเดนเริ่มตระหนักแน่ชัดแล้วว่า วิกฤติการณ์ที่เกิดขึ้นในธนาคารมีเรื่องเล็กน้อยอีกต่อไป สิ่งที่น่าสนใจ ก็คือ การสนับสนุนทางการเมืองเป็นไปอย่างดีเยี่ยม เพราะฝ่ายการเมืองเห็นว่า หากปราศจากความเชื่อมั่นแล้ว ปัญหาเศรษฐกิจก็ไม่สามารถแก้ไขได้ ดังนั้น ตลาดทราบดีว่า ทางราชการจะไม่มี การเปลี่ยนแปลงนโยบายแบบกลับไปกลับมาเป็นแน่ ด้วยเหตุนี้ **ประการแรก** ในวันที่ 24 กันยายน 1992 รัฐบาลได้ขอความเห็นชอบจากรัฐสภา ในการช่วยเหลือธนาคารพาณิชย์ที่ประสบปัญหาวิกฤติตามเวลาที่เหมาะสม **ประการที่สอง** ธนาคารกลางของสวีเดน ได้ใช้เงินทุนสำรองเงินตราต่างประเทศจำนวนมาก เป็นการสนับสนุนสภาพคล่องของธนาคารพาณิชย์ผ่านระบบ Currency deposits ในธนาคาร นั่นคือ ธนาคารกลางสวีเดนได้ใช้เงินตราต่างประเทศถึง 57 พันล้านโครันในการช่วยเหลือธนาคารพาณิชย์ ยิ่งกว่านั้น ธนาคารพาณิชย์สามารถยืมเงินโครันได้อย่างเสรีจากธนาคารกลางผ่านระบบ Blanket Credit Guarantee

สิ่งที่เป็นวนุัตกรรมในการแก้ปัญหาวิกฤติการณ์ในสวีเดนอีกอย่างหนึ่ง คือ การจัดตั้งหน่วยงาน Banksto_dsna_mnden (BSN) ขึ้นมาในเดือนพฤษภาคม 1993 หน้าที่หลักของ BSN คือ การใช้ทุนของภาครัฐในการช่วยเหลือธนาคารที่เกิดวิกฤติ โดยใช้หลักการเดียวกันกับทุกธนาคาร ทั้งนี้ BSN จักประเมินขนาดของความช่วยเหลือโดยอิงกับหนี้เสียของธนาคาร หรือในกรณีที่น่าเป็น รัฐบาลโดย BSN ก็สามารุเข้ายึดกิจการของธนาคารนั้น ๆ ถ้าเห็นว่ามีความจำเป็น การช่วยเหลือนี้มีลักษณะโปร่งใสและชัดเจนในรูปของการอัดฉีด Equity capital ให้แก่ธนาคารที่ประสบปัญหา อย่างไรก็ตาม การรับความช่วยเหลือนี้ รัฐบาลกำหนดเงื่อนไขไว้หลายประการ โดยเฉพาะการลดความเสี่ยง การปรับปรุงการควบคุมภายใน การจัดการความเสี่ยง และการลดต้นทุนต่าง ๆ ที่ไม่จำเป็น ด้วยเหตุนี้ ธนาคารขนาดใหญ่ของสวีเดนต่างก็ขอความช่วยเหลือจาก BSN

แต่ที่จริงนั้น ความช่วยเหลือของรัฐบาลสวีเดน เน้นหนักไปที่ธนาคาร 2 แห่ง นั่นคือ Gota Bank และ Nordbanken ในรูปความช่วยเหลือที่สำคัญ คือ การช่วยเหลือสภาพคล่อง (Liquidity Support) ซึ่งทำให้ฐานะของธนาคารมีความมั่นคงมากยิ่งขึ้นในการปล่อยกู้ ด้วยเหตุนี้ BSN จึงเป็นตัวแทนของธนาคาร 2 แห่ง คือ Gota Bank และ Nordbanken สิ่งที่น่าสนใจ ก็คือ รัฐสภาสวีเดนมีจุดยืนที่ชัดเจนว่า รัฐบาลไม่ควรเข้าแทรกแซงการดำเนินธุรกิจของธนาคารแบบรายวัน ตราบใดก็ตามที่ธนาคารเหล่านั้นสามารถเดินตามแนวทางที่รัฐบาลได้กำหนดไว้ในเรื่อง ความเสี่ยงและความมั่นคง สิ่งที่รัฐบาลสวีเดนประกาศและดำเนินอย่างต่อเนื่อง คือ รัฐจะลดการเป็นเจ้าของธนาคารพาณิชย์ ดังนั้นจึงมีแผนการชัดเจนในการขาย Nordbanken ในปี 1995 รัฐบาลถือหุ้นใน Nordbanken ไปถึง 34.5% ในปี 1996 รัฐบาลสวีเดนถือหุ้นใน Nordbanken

เพียง 59.4% เท่านั้น และในเวลาต่อมา Nordbanken เข้าโครงการ Pan-Nordic Groups Nordea ซึ่งเป็นการลดบทบาทของรัฐลง ในปี 2003 รัฐบาลสวีเดนถือหุ้นใน Nordbanken เพียง 19% เท่านั้น

ก) ระบบการประกันเจ้าหนี้ (Blanket Credit Guarantees)

ระบบประกันเจ้าหนี้มีการใช้ในประเทศสวีเดนและฟินแลนด์ ระบบนี้เป็นการสร้างหลักประกันให้แก่เจ้าหนี้ แต่ผู้ถือหุ้นมีได้รวมด้วย ระบบนี้สร้างขึ้นเพื่อสร้างหลักประกันความมั่นใจในระบบธนาคารพาณิชย์ กล่าวได้ว่า ระบบการประกันเจ้าหนี้เป็นการเยียวยาระยะสั้นเท่านั้น ซึ่งเกิดขึ้นจากปัญหาของ Moral hazard ในระยะยาว ทั้งนี้ก็เพราะระบบนี้มีการใช้แล้ว เจ้าหนี้ย่อมไม่มีความเสี่ยงใด ๆ และไม่มีแรงจูงใจในการสร้างวินัยให้แก่ธนาคารพาณิชย์ แต่ในกรณีสวีเดนแล้ว ระบบนี้มีความจำเป็นในระยะสั้น ซึ่งมีการใช้จนถึงปี 1996 เท่านั้น เพราะธนาคารเริ่มมีความเข้มแข็ง ระบบการประกันเจ้าหนี้ก็ไม่ได้มีความจำเป็นใด ๆ อีกต่อไป

ข) การเป็นแหล่งพึ่งพิงสุดท้าย (Lender of Last Resort)

ในเกือบทุกประเทศ ธนาคารกลางจะเป็นที่ธนาคารพาณิชย์สามารถกู้ยืมได้เป็นแหล่งสุดท้าย เมื่อเกิดปัญหาสภาพคล่อง ในสวีเดนนั้น ธนาคารชาติมีการให้ความช่วยเหลือในเรื่องสภาพคล่องผ่านช่องทางปกติ มีการอัดฉีดเงินสำรองระหว่างประเทศเข้าไปให้ธนาคารพาณิชย์ในรูปของเงินฝากที่เป็นเงินตราต่างประเทศ (Foreign Currency Deposits) แม้ว่านี่จะเป็นการสนับสนุนในเรื่องสภาพคล่อง แต่ก็มีการใช้อย่างระมัดระวัง

ค) มาตรการแก้ไขปัญหาของธนาคารที่เลว (Bad Banks)

ในเชิงสถาบันแล้ว รัฐบาลสวีเดนมีความชัดเจนยิ่งในการแยกธนาคารออกจากธนาคารเลว โดยการจัดตั้งสถาบันที่คอยกำกับธนาคารเลวโดยเฉพาะซึ่งมีปัญหาหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้จำนวนมาก ทั้งนี้เพื่อให้ธนาคารที่ดียังสามารถดำเนินธุรกรรมต่อไปได้อย่างราบรื่น

ง) New Regulation for Write-Downs

นอกเหนือจากนั้น รัฐบาลสวีเดนยังนำเอากำกับธนาคารมาใช้อย่างเข้มงวด โดยเฉพาะการ Write down ทุนของธนาคารเมื่อเกิดหนี้เสียจำนวนมาก ทั้งนี้ก็เพื่อเป็นหลักประกันว่า ทุนที่อัดฉีดเข้าไปใหม่นั้นมีมูลค่าที่ถูกต้องอย่างแท้จริง เหตุผลเบื้องหลัง ก็คือ เพื่อสร้างความมั่นใจว่าผู้ถือหุ้นเดิมไม่อาจเตะถ่วงการดำเนินการต่าง ๆ เพื่อแก้ไขสภาพหนี้เสียจำนวนมาก

กล่าวได้ว่า แม้ว่าวิกฤติการณ์ธนาคารเกิดขึ้นในสวีเดนในปี 1991 และในอีก 1 ปีต่อมา จักเกิดวิกฤติการณ์ของอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างประเทศ แต่สิ่งที่ควรกล่าวถึงมาก ก็คือ วิกฤติการณ์

ที่เกิดขึ้นดำรงอยู่เพียงระยะสั้นเท่านั้น ซึ่งชี้ว่าสถาบันในสวีเดนมีความเข้มแข็งในการปรับตัวอย่างดี ธนาคารพาณิชย์กลับมามีกำไรอย่างรวดเร็ว เหตุผลที่อยู่เบื้องหลังความสำเร็จนี้ มักมีการอ้างว่า เพราะมีการดำเนินการแก้ไขวิกฤติการณ์ด้วยวิธีการที่ดีเยี่ยม (Best Practice) นั่นคือ มีการแก้ไขวิกฤติการณ์อย่างรวดเร็ว และโปร่งใสมาก การสนับสนุนของรัฐบาลนั้นมีการใช้มาตรการที่เข้มงวด เพื่อให้แน่ใจว่า ธนาคารพาณิชย์ที่ประสบวิกฤติสามารถลดต้นทุนที่ไม่จำเป็นออก และทำให้มีผลกำไรอีกครั้งหนึ่งอย่างรวดเร็ว

8. บทเรียนจากวิกฤติการณ์

เราอาจสรุปได้ว่า วิกฤติการณ์ในสวีเดนมีรากฐานมาจากการปรับเปลี่ยนนโยบายการเงินที่เริ่มปลดปล่อยให้มีการเงินเสรี แต่นั่นเป็นการสรุปที่ง่ายเกินไป และอาจทำให้เราหลงผิดได้ เพราะการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินเสรีนี้มีความเกี่ยวพันอย่างลึกซึ้งกับนโยบายต่าง ๆ ที่รัฐบาลสวีเดนเลือกใช้ในขณะนั้น การปลดปล่อยการเงินเสรีในช่วงปลายทศวรรษ 1980s นั้น มีผลอย่างมากที่ทำให้เศรษฐกิจขยายตัวอย่างรวดเร็ว (Boom) แต่การมีเศรษฐกิจที่เติบโตอย่างรวดเร็วนี้ควรจะต้องเข้าใจว่า มีผลมาจากการดำเนินนโยบายการคลังและการเงินภายใต้อัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ ซึ่งน่าจะเป็นมูลเหตุสำคัญของวิกฤติการณ์ ยิ่งกว่านั้น ระบบภาษีมีการปฏิรูปในปี 1991 นั้น กลับส่งผลในแง่ลบต่อเศรษฐกิจมหภาค เพราะทำให้มีการกู้ยืมมากยิ่งขึ้น ส่งผลให้เกิดเงินเฟ้อขึ้นอย่างรวดเร็ว แต่ขณะเดียวกัน เราก็ต้องไม่ลืมว่า การปลดปล่อยการเงินเสรีในสวีเดนทำให้เกิดการแข่งขันของสถาบันการเงินมากยิ่งขึ้นไปด้วย แต่คำถามที่น่าสนใจกว่า ก็คือ เพราะเหตุใดเศรษฐกิจที่เติบโตอย่างรวดเร็วจึงเกิดแตกดับได้ และทำให้เศรษฐกิจเข้าสู่ภาวะวิกฤติ ในกรณีเช่นนี้เราจำเป็นต้องพิจารณาเงื่อนไขหลาย ๆ ประการ ที่น่าสนใจ คือ ราคาสินทรัพย์ที่มีการเร่งให้มีราคาสูงเกินจริง ผลก็คือ ทำให้อุปสงค์ในการครอบครองห้องพัก บ้านหรือห้องชุดต่ำกว่าที่คาดการณ์ไว้มาก และนี่เป็นจุดเริ่มต้นที่ทำให้ราคาสินทรัพย์เริ่มลดต่ำลงมาก เมื่อเกิดวิกฤติการณ์ของธนาคารพาณิชย์ในปี 1991 วัฏจักรของอสังหาริมทรัพย์ทำให้เกิดวงจรอุบาทว์ขึ้นในระบบสถาบันการเงิน ยิ่งกว่านั้น เมื่อมีการ Boom ในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ก็นำไปสู่ภาวะเงินเฟ้อที่สูงอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ ซึ่งในทางทฤษฎีทำให้ค่าเงินมีค่าสูงเกินจริง (real appreciation) ภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ ผลก็คือ นักเก็งกำไรต่างเห็นช่องทางในการทำกำไรจากการโจมตีค่าเงินโครน์ของสวีเดน ซึ่งเป็นการบีบให้ธนาคารชาติของสวีเดนต้องปรับอัตราดอกเบี้ยให้สูงขึ้น เพื่อป้องกันการโจมตีค่าเงินโครน์ อย่างไรก็ตาม ปัจจัยภายนอกก็มีผลต่อค่าเงินโครน์ของสวีเดน เพราะในปลายปี 1991 เกิดวิกฤติการณ์ของค่าเงินยูโร (ERM) ทำให้อังกฤษและอิตาลีต้องประกาศปรับอัตราแลกเปลี่ยนเป็นระบบลอยตัว

ปัญหาสำคัญของเรื่องนี้ ก็คือ เมื่อมีการปลดปล่อยการเงินเสรีแล้ว เครื่องมือทางการเงินที่ใช้ต้องมีความสอดคล้องกับเป้าหมายทางเศรษฐกิจ โดยเฉพาะธนาคารพาณิชย์ เมื่อต้องเผชิญ

กับสภาวะแวดล้อมใหม่มีการปรับตัวอย่างไร ยิ่งกว่านั้น บทบาทของรัฐในการกำหนดและออกแบบโครงสร้างทางสถาบันก็มีความสำคัญไม่ยิ่งหย่อนกว่ากัน ในกรณีของสวีเดนนั้น เราอาจสามารถสรุปได้เป็น 3 ประเด็น กล่าวคือ **ประการแรก** นายธนาคารไม่ได้รับการอบรมหรือเรียนรู้ให้ต้องเผชิญกับสภาพแวดล้อมใหม่ ดังนั้น ธนาคารจึงไม่อาจประเมินความเสี่ยงต่าง ๆ ได้ดีเท่าที่ควร ปัญหานี้จึงเป็นปัญหาพื้นฐาน ความไม่สมมาตรของสารสนเทศโดยแท้จริง (Asymmetric information) ระหว่างผู้กู้กับผู้ปล่อยกู้ **ประการที่สอง** มีความเสี่ยงเกิดขึ้นในการปล่อยกู้ เพราะธนาคารพาณิชย์ขยายการปล่อยกู้อย่างรวดเร็ว โดยมีได้มีการประเมินความเสี่ยงอย่างเข้มงวด เนื่องจากเงินกู้ที่นำมาปล่อยกู้นั้น ส่วนสำคัญนำมาจาก การกู้เงินตราจากต่างประเทศเป็นสำคัญ **ประการที่สาม** มีความเชื่อที่ผิดในหมู่ธนาคารพาณิชย์ว่า ทั้งธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุนนั้นไม่มีปัญหา Solvency ดังนั้น จึงมีการปล่อยกู้โดยมิได้พิจารณาความเสี่ยงอย่างรอบคอบ

นอกเหนือจากนี้ ระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ที่ใช้อยู่ในนั้น มีความไม่สอดคล้องกับนโยบายการเงินอย่างชัดเจน และยังเป็นต้นทุนของสังคมที่ต้องแบกรับการดำรงอยู่ของอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ ด้วยเหตุนี้ วิกฤติการณ์ธนาคารและอัตราแลกเปลี่ยนในสวีเดนจึงไม่ใช่เรื่องบังเอิญ หากเกิดจากความผิดพลาดในการดำเนินนโยบายการปลดปล่อยการเงินเสรีและการสร้างกติกาที่ดีในการกำกับสถาบันการเงินภายในประเทศนั่นเอง

บรรณานุกรม

- Allen, F. and Gale, D. (1999) Bubbles, crises, and policy. **Oxford Review of Economic Policy**, 15(3).
- Andersson, M. and Viotti, S. (1999) Managing and Preventing Financial Crises Lessons from the Swedish Experience. **Quarterly Review** 1/1999, Sveriges Riks Bank.
- Backstrom, U. (1998) Finansiella kriser-svenska erfarenheter. **Ekonomisk Debatt** 1/1998.
- Barth, J.R., Caprio, G. jr., and Levine, R. (2000) Banking Systems around the Globe: Do regulation and Ownership Affect Performance and Stability? World Bank Working Paper 2325.
- Barth, J.R., Caprio, G. jr., and Levine, R. (2001) Bank Regulation and Supervision: What Works Best? World Bank Working Paper 2725.
- Biljer, M. (1991) Finance Companies—Structural Change. **Bangk of Sweden Quarterly Review**. 91(3): 5-13. Stockholm.

- Caprio, G. and Klingebiel, D. (1999) Episodes of Systemic and Borderline Financial Crises. **mimeo, World Bank.**
- Daltung, S. (2004) The Swedish banking crisis. In J. Reidhill (ed.), Bank Failures in Mature Economies, Working Paper No 13. basel Committee on Banking Supervision, Basel.
- Demirguc-Kunt, A. and Detragiache, E. (1998) Financial Liberalization and Financial Fragility. IMF Working Paper No. 98/83 available at SSRN: <http://ssrn.Com/abstract=882587>.
- Drees, B. and Pazarbasioglu, C. (1998) The Nordic Banking Crisis: Pitfalls in Financial Liberalisation. IMF Occasional Paper 161.
- Dziobek, C. And Pazarbasioglu, C. (1997) Lessons form Systemic Bank Restructuring: A Survey of 24 Countries. IMF Working Paper 97/161.
- Englund, P. (1999) The Swedish Banking Crisis: Roots and Consequences. **Oxford Review of Economic Policy**, Vol. 15(3).
- Finansdepartementet, Norge. (1994) Bankkrisen og utviklingen i den norske banknaeringen. St. meld. nr. 39 (1993-94).
- Finansdepartementet, Sverige. (1994) Den svenska finanskrisen-uppsummering fran finansdepartementet juli 1994.
- Finansdepartementet, Sverige. (1995) Avveckling av bankstodet. Ds 1995: 67.
- Halme, L. (2002) The 1990s banking crisis in Finland: Main causes and consequences, lessons for the future. Paper presented at a conference arranged by the Banking, Insurance and Securities Commission of Norway, 11-12 September 2002.
- Hawkins, J. and Turner, P. (1999) Bank restructuring in practice: an overview. BIS Policy Papers 6/99.
- Hoggarth, G. (2002) Resolution of banking crises: theory and evidence. Draft paper.
- Hoggarth, G. and Saporta, V. (2001) Costs of banking system instability: some empirical evidence. **Financial Stability Review** June 2001, Bank of England.
- Honohan, P. and Klingebiel, D. (2000) Controlling the Fiscal Costs of Banking Crises. world Bank Policy Research Working Paper 2441.

- Honohan, P. and Klingebiel, D. (2003) The fiscal cost implications of an accommodating approach to banking crises. **Journal of Banking & Finance**, Vol. 27, Issue 8.
- International Monetary Fund. (1998) Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability. **World Economic Outlook**, Chapter IV.
- International Monetary Fund. (1999) Financial Sector Crisis and Restructuring. Lessons form Asia. IMF Occasional Paper 188.
- International Monetary Fund. (2001) **International Financial Statistics Year book 2001**.
- Ingves, S. and Lind, G. (1996) Handteringen av bankkrisen-sedd i efterhand. **Penning-och valutapolitik** 1/1996, Sveriges Riksbank.
- Ingves, S. and Lind, G. (1998) Om att hantera en bankkris. **Ekonomisk Debatt** 1998/1.
- Jennergren, P. and Naslund, B. (1998) Efter bankkrisen: Vad blev notan for skattebetalarna? **Ekonomisk Debatt** 1998/1.
- Jonung, L. and Hagberg, T. (2002) How costly was the crisis of the 1990's? a comparison of Finland's and Sweden's deepest crises. unpublished paper.
- Karlsen, H. (1998) The experiences and lessons from the banking crisis and restructuring in Norway. Lecture held at the Tacis training course for personnel of the central bank of the Russian federation, 15.-17. September 1998.
- Klingebiel, D. (2000) The Use of Asset Management Companies in the Resolution of Banking Crises. Cross-Country Experiences. World Bank Working Paper 2284.
- Koskenkyla, H. (1994) The Nordic Banking Crisis. **Bank of Finland Bulletin** 8/94.
- Koskenkyla, H. (2000) The Nordic countries' banking crises and the lessons learned. Financial Markets Department Working Paper 6/00, Bank of Finland.
- Koskenkyla, H. and Vesala, J. (1994) Finnish Deposit Banks 1980-1993: Years of Rapid Growth and Crisis. Bank of Finland Discussion papers 16/94.
- Lindbeck, Assar. et al. (1993) Options for Economic and Political Reform in Sweden. **Economic Policy**, Vol. 8, No. 17 (Oct, 1993), pp. 219-263.

- Lindgren, C-J., Balino, T.J.T., Enoch C., Gulde, A-M., Quintyn, M., and Teo, L. (1999) Financial Sector Crisis and Restructuring. Lessons form Asia. IMF Occasional Paper 188.
- Lumpkin, S. (2002) Experience with the resolution of weak financial institutions in the OECD area. **Financial Market Trend**. (82), OECD, Paris.
- Mishkin, F.S. (2001) Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries. NBER Working Paper No. 8087.
- Moen, H. (2002) Avkastningen pa statens investeringer i Den norske Bank, Kreditkassen, Fokus Bank og Oslobanken. Published in the final report form statens Banksikringsfond 19.08.02.
- Moen, H. (2003) Naverdien av statens investeringer i og støtte til norske banker. Norges Bank Working Paper 2003/6.
- Nyberg, P. and Vihriala, V. (1994) The Finnish Banking Crisis and Its Handling. Bank of Finland Discussion papers 7/94.
- OECD. (2002) **OECD Bank Profitability 2001**. Publication/database.
- OECD. (2003) **OECD Bank Profitability 2002**. Publication.
- Pesola J. (2001) The role of macroeconomic shocks in banking crises. Bank of Finland Discussion Papers 6/2001.
- Stortinget. (1998) Rapport til Stortinget fra kommisjonen som ble nedsatt av Stortinget for a gjennomga ulike arsaksforhold knyttet til bankkrisen. Dokument nr. 17 (1997-98), Oslo.
- Vastrup, C. (2002) Bankproblemer i Danmark 1984-1994. Paper presented at a conference arranged by the Banking, Insurance and Securities Commission of Norway, 11.-12. September 2002.
- Viotti, S. (2000). Dealing with banking crises-proposal for a new regulatory framework. **Economic Review** 3/2000, Sveriges Riksbank.
- Wiles, H.P. (1995) Management of the banking crisis and state ownership of commercial banks. **Economic Bulletin** 2/95, Norges Bank.