

Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση, οι επιπτώσεις, οι προοπτικές και η νέα αρχιτεκτονική

του Γιάννη Στουρνάρα

Καθηγητή στο Τμήμα Οικονομικών Επιστημών του Πανεπιστημίου Αθηνών,
Επιστημονικού Διευθυντή του IOBE

Βιώνουμε το τέλος μιας εποχής στην παγκόσμια οικονομία. Της εποχής της κυριαρχίας των αγορών χρήματος και κεφαλαίου, η οποία χαρακτηρίστηκε από χαλαρή έως ανύπαρκτη εποπτεία, ελάχιστη κρατική παρέμβαση, αστρονομικές αμοιβές στελεχών, αποσύνδεση των χρηματιστηριακών αξιών από την αύξηση της παραγωγικότητας, ανάληψη υπερβολικών κινδύνων, περιορισμένη διαφάνεια.

Στο τέλος αυτής της εποχής, δηλαδή στις μέρες μας, ο κόσμος αυτός κατέρρευσε. Οι αρνητικές συνέπειες είναι σημαντικές για την παγκόσμια οικονομία, για όλους τους πολίτες. Ήδη παρατηρούνται έντονα σημάδια επιβράδυνσης των ρυθμών οικονομικής ανάπτυξης στις χώρες του ΟΟΣΑ, μεταξύ των οποίων και η Ελλάδα.

Οι ελπίδες όλων για τη διάσωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος και την ελαχιστοποίηση των οικονομικών και κοινωνικών συνεπειών της κρίσης καθώς και για την, όσο το δυνατόν, συντομότερη έξοδο από αυτή, εναποτίθενται στα κράτη και τις κυβερνήσεις. Αυτό σηματοδοτεί την επιστροφή στο ρεαλισμό και την κοινή λογική. Δεν πρέπει όμως να σηματοδοτήσει την επιστροφή σε παρωχημένες και αναποτελεσματικές μορφές κρατισμού.

Πριν όμως εξετάσουμε τις επιπτώσεις, τις προοπτικές και τα μέτρα θεραπείας, είναι σκόπιμο να κατανοήσουμε τα αίτια της κρίσης.

Τα αίτια της κρίσης είναι πολλά και ακόμα υπό αναζήτηση.

Πρώτον, αρκετοί οικονομολόγοι ανέμεναν διόρθωση στις ΗΠΑ, αφενός λόγω της μεγάλης διάρκειας και έντασης του προηγούμενου ανοδικού κύκλου (2002-2007) όπου οι χρηματιστηριακοί δείκτες είχαν ξεπεράσει τα προηγούμενα μέγιστα και οι τιμές των ακινήτων είχαν φθάσει σε υψηλά επίπεδα, και αφετέρου λόγω του μεγάλου ελλείμματος στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών των ΗΠΑ.

Δεύτερον, ορισμένοι αναλυτές ενοχοποιούν τη χαλαρή νομισματική πολιτική στις ΗΠΑ σε συνδυασμό με την αύξηση της 'διαρθρωτικής' ρευστότητας που σχετίζεται με τις υψηλές αποταμιεύσεις της Κίνας και των πετρελαιοπαραγωγών χωρών που διοχετεύονται στις Δυτικές χώρες. Πρέπει να σημειωθεί ότι η αυτή η ροή κεφαλαίων από φτωχότερες σε πλουσιότερες χώρες (π.χ. από την Κίνα στις ΗΠΑ) όπου η δυνητική απόδοση του κεφαλαίου είναι μικρότερη, συνιστά σημαντική στρέβλωση στην κατανομή πόρων σε παγκόσμια κλίμακα.

Τρίτον, και απ' ότι αποδεικνύεται σημαντικότερο, η κρίση σχετίζεται με τα προβλήματα εταιρικής διακυβέρνησης των τραπεζών κυρίως στις ΗΠΑ, σε συνδυασμό με τη χαλάρωση της εποπτείας που ακολούθησε την κατάργηση της νομοθεσίας Glass-Steagall του 1933, με αποκορύφωμα τη νομοθετική πράξη Gramm-Leach-Bliley το 1999: Στις τράπεζες επικράτησε φρενίτιδα υψηλών έκτακτων αμοιβών (bonuses) που συνδέθηκαν με αυξημένη δανειοδότηση σε πιστούχους αμφιβόλου ικανότητας αποπληρωμής, δάνεια αμφιβόλου ποιότητας τιτλοποιήθηκαν και πέρασαν σε ισολογισμούς οργανισμών που δεν εποπτεύονται από τις αρχές ή/και διατέθηκαν σε τελικούς πελάτες ως 'δομημένα' προϊόντα με αδιαφανή χαρακτηριστικά. Πρέπει να σημειωθεί ότι, αρκετά χρόνια πριν, έγκυροι οικονομολόγοι έκαναν αναφορά ακριβώς σε αυτά τα ανεπιθύμητα χαρακτηριστικά της εταιρικής διακυβέρνησης στις ΗΠΑ.

Το μέγεθος της κρίσης αυτής και οι συνολικές επιπτώσεις της παραμένουν ακόμα αβέβαιες, αν και όλοι πλέον θεωρούν ότι πρόκειται για τη μεγαλύτερη χρηματοπιστωτική κρίση μετά το «κραχ» του 1929. Οι επιπτώσεις, πέραν των ζημιών στο τραπεζικό σύστημα, περιλαμβάνουν σημαντική μείωση των

ρυθμών οικονομικής ανάπτυξης στις ΗΠΑ και στην ΕΕ, και λιγότερο στον υπόλοιπο κόσμο, καθώς και σημαντική και απότομη διόρθωση των χρηματιστηριακών δεικτών (οι περισσότεροι δείκτες ήταν 50% περίπου χαμηλότερα στις αρχές Νοεμβρίου 2008 απ' ό τι στις αρχές του ίδιου έτους). Το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ) στις προβλέψεις του Απριλίου 2008 εκτίμησε τις συνολικές ζημίες του χρηματοπιστωτικού συστήματος σε 945 δισ. δολάρια, μέγεθος που αναθεωρήθηκε σε 1400 δισ. δολάρια στις προβλέψεις του Οκτωβρίου 2008, αφού μεσολάβησαν δραματικά γεγονότα χρεωκοπίας τραπεζικών και ασφαλιστικών κολοσσών και έντονης παρεμβατικής και διασωστικής δραστηριότητας των αρχών, στις ΗΠΑ, στην ΕΕ και αλλού.

Σύμφωνα με τις τελευταίες προβλέψεις του ΔΝΤ, ο παγκόσμιος ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης αναμένεται να μειωθεί σημαντικά τόσο σε σχέση με το 2007 όσο και με τις αρχικές (στην αρχή του 2008) προβλέψεις. Ο ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης των αναπτυγμένων οικονομιών αναμένεται να είναι αρνητικός το 2009 (-0.3%). Δεν προβλέπονται όμως αρνητικοί ρυθμοί οικονομικής ανάπτυξης για την παγκόσμια οικονομία λόγω (α) της συνεχιζόμενης ταχείας οικονομικής ανάπτυξης της Κίνας, της Ινδίας και των άλλων αναπτυσσόμενων χωρών, (β) της έντονα παρεμβατικής στάσης της Ομοσπονδιακής Κεντρικής Τράπεζας των ΗΠΑ (Fed), των άλλων κεντρικών Τραπεζών, του αμερικανικού δημοσίου και πολλών κυβερνήσεων ευρωπαϊκών χωρών, με τις πρωτοφανείς διασωστικές παρεμβάσεις, (γ) της πτωτικής τιμής του πετρελαίου, των τροφίμων και των λοιπών πρώτων υλών.

Πιο συγκεκριμένα, στην τελευταία του έκθεση (Νοέμβριος 2008), που ακολούθησε τα δραματικά γεγονότα στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και τις κεφαλαιαγορές των ΗΠΑ και πολλών χωρών της Ευρώπης, το ΔΝΤ προβλέπει για την παγκόσμια οικονομία ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης 3.7% για το 2008 και 2.2% για το 2009 (από 5.0% το 2007), για τις ΗΠΑ 1.4% το 2008 και -0.7% το 2009 (από 2.0% το 2007) και για την Ευρωζώνη 1.2% το 2008 και -0.5% το 2009 από (2.6% το 2007). Για την Ελλάδα προβλέπει 3.2% το 2008 και 2.0% το 2009 από 4.0% το 2007. Είναι αξιοσημείωτο ότι οι

αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες είναι πλέον η 'ατμομηχανή της ανάπτυξης' της παγκόσμιας οικονομίας, αφού ο εκτιμώμενος ρυθμός ανάπτυξής τους είναι 6.6% το 2008 και 5.1% το 2009.

Το κρίσιμο ερώτημα που τίθεται για το μέλλον έχει να κάνει με τη διάρκεια της κρίσης. Το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο προβλέπει, με σημαντικό όμως βαθμό αβεβαιότητας, ότι η ανάκαμψη τοποθετείται στο τέλος του 2009 υπό την κύρια όμως προϋπόθεση της συνέχισης της συντονισμένης παρέμβασης των αρχών.

Κατά την άποψή μου, αν ληφθούν υπόψη οι επιδόσεις του παγκόσμιου οικονομικού συστήματος τα τελευταία είκοσι χρόνια (την περίοδο της λεγόμενης 'μεγάλης εξομάλυνσης'), οι σχετικά μικρές περιόδους των κάμψεων, οι ταχείες ανακάμψεις, οι μεγάλες περιόδους οικονομικής ανόδου, η μεγάλη συμβολή των αναπτυσσόμενων οικονομιών στην οικονομική ανάπτυξη, η υποχώρηση της τιμής του πετρελαίου και των πρώτων υλών, οι θετικές προσδοκίες από το αποτέλεσμα των εκλογών στις ΗΠΑ, κυρίως όμως η άμεση, συντονισμένη και ρεαλιστική ανταπόκριση των δημοσιονομικών και νομισματικών αρχών στην κρίση, οι πιθανότητες ανάκαμψης είναι μεγαλύτερες από τις πιθανότητες βύθισης της παγκόσμιας οικονομίας σε ακόμα μεγαλύτερη κρίση. Εξάλλου, παρά τις μεγάλες απομειώσεις κεφαλαίου του χρηματοπιστωτικού συστήματος, που είναι το κύριο χαρακτηριστικό της παρούσας κρίσης, οι προβλεπόμενες επιπτώσεις στην παγκόσμια οικονομία, σύμφωνα με το σενάριο βάσης του ΔΝΤ, δεν είναι χειρότερες από αυτές της περιόδου 2001-2002 (αν και η αρνητική επίπτωση στις αναπτυγμένες οικονομίες είναι μεγαλύτερη).

Είναι πρόδηλο ότι στο σύστημα ασκούνται αντίρροπες δυνάμεις. Αυτές που εκπηγάζουν από τις ζημιές του χρηματοπιστωτικού συστήματος και εκείνες που προέρχονται από την επεκτατική νομισματική και δημοσιονομική πολιτική, την πτώση της τιμής του πετρελαίου και των πρώτων υλών καθώς και τον μηχανισμό των τιμών. Δεν πρέπει επίσης να λησμονείται ο ρόλος των

προσδοκιών, που, ιδιαίτερα στις τρέχουσες συνθήκες, προσιδιάζουν περισσότερο με αυτό που ο Keynes στη Γενική Θεωρία της Απασχόλησης του Τόκου και του Χρήματος' αποκάλεσε *animal spirits* (που μπορεί να αποδοθεί στα ελληνικά ως η 'ψυχολογική διάθεση των επενδυτών') παρά με οποιαδήποτε άλλο υπόδειγμα.

Ο οικονομικός κύκλος επηρεάζει και επηρεάζεται από τις τιμές του πετρελαίου και γενικά των ενεργειακών πρώτων υλών. Την τελευταία περίοδο γίναμε μάρτυρες μεγάλων διακυμάνσεων στις τιμές αυτές. Πριν λίγους μήνες η τιμή του βαρελιού αργού πετρελαίου ήταν 150 δολάρια, σήμερα είναι κάτω από 60. Ο κερδοσκοπικός πυρετός σε μετοχές, σε ακίνητα, σε παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα, επεκτάθηκε και στην ενέργεια και τις λοιπές πρώτες ύλες, ενισχυόμενος από την προθυμία πολλών τραπεζών να δανείσουν χρήματα για την άσκηση κερδοσκοπικών δραστηριοτήτων σε επενδυτές με πολύ λίγα ίδια κεφάλαια.

Είναι προφανές ότι αυτές οι μεγάλες διακυμάνσεις δεν βοηθούν στον ενεργειακό σχεδιασμό και τις επενδύσεις. Ιδιαίτερα σε χώρες με συγκριτικό πλεονέκτημα σε εναλλακτικές πηγές ενέργειας όπως η Ελλάδα, το Πρόγραμμα Δημοσίων Επενδύσεων, το οποίο ούτως ή άλλως πρέπει να ενισχυθεί προκειμένου να ελαχιστοποιηθούν οι επιπτώσεις της διεθνούς κρίσης στην ελληνική οικονομία, μπορεί να στραφεί, μαζί με τα λοιπά αναπτυξιακά κίνητρα, στις 'πράσινες' επενδύσεις. Παράλληλα πρέπει να επιταχυνθεί η άρση των ποικίλων εμποδίων στην επιχειρηματικότητα, που καθυστερούν και τις επενδύσεις σε εναλλακτικές πηγές ενέργειας.

Η πρόσφατη κρίση οδηγεί σε αναθεώρηση (για μια ακόμα φορά μέσα στο ιστορικό γίνεσθαι) πολλούς κανόνες σχετικά με το ρόλο του Δημοσίου στην οικονομία, τη δυνατότητα των οικονομιών να αυτορυθμίζονται, το διεθνή συντονισμό, την εποπτεία των τραπεζών, τη διαχείριση κινδύνων, την εταιρική διακυβέρνηση και διαχείριση του τραπεζικού συστήματος, τη σχέση δημοσίου και τραπεζών, και τους τρόπους παρέμβασης των κεντρικών τραπεζών. Για

τους ιστορικούς που ασχολούνται με θέματα γεωπολιτικής και ηγεμονίας, μπορεί να λεχθεί ότι η τρέχουσα κρίση είναι μία ακόμα διάσταση του κόστους διατήρησης της παγκόσμιας ηγεμονίας ('overstretching') και των εσωτερικών προβλημάτων που δημιουργούνται στις ΗΠΑ από το λόγο αυτό, και οδηγεί σε ανάδειξη νέων κέντρων χρηματοοικονομικής ισχύος στην Ευρώπη, τη ΝΑ Ασία, τη Μέση Ανατολή και σε άλλες περιοχές με αφθονία ενεργειακών πρώτων υλών. Σηματοδοτεί ενδεχομένως και τη σταδιακή υποκατάσταση του δολαρίου από το ευρώ στο διεθνές νομισματικό σύστημα, εξέλιξη που επηρεάζει άμεσα τα κράτη-μέλη της Ευρωζώνης και την Ελλάδα. Ιδιαίτερα για την Ευρωζώνη, η τρέχουσα κρίση παρέχει την ευκαιρία επαναθεώρησης της δυνατότητας αποτελεσματικότερου συντονισμού σε θέματα οικονομικής πολιτικής, δημιουργίας μηχανισμού έγκαιρης διάγνωσης και παρέμβασης σε καταστάσεις οικονομικών κρίσεων, επαναθεώρησης ορισμένων βασικών πυλώνων οικονομικής πολιτικής όπως είναι το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης και η δυνατότητα της ΕΚΤ να δρα ως 'έσχατο καταφύγιο δανεισμού' (lender of last resort), χάραξης διεθνούς στρατηγικής και ενίσχυσης του ρόλου της Ευρωζώνης στην παγκόσμια οικονομία, αλλά και μαθήματα αποτελεσματικότερου συντονισμού και κοινής δράσης. Χώρες-μέλη της 'παλαιάς' Ευρωπαϊκής Ένωσης που δεν ανήκουν στην Ευρωζώνη (Δανία, Σουηδία και Ηνωμ. Βασίλειο) ίσως επαναθεωρήσουν σύντομα τη στάση τους απέναντι στο Ευρώ μετά τις τελευταίες εξελίξεις.

Η διάσωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος είναι σήμερα απόλυτη προτεραιότητα για τις κυβερνήσεις. Αυτό είναι το μάθημα που υπαγορεύεται από την ιστορία των τραπεζικών κρίσεων από το 1929 μέχρι σήμερα. Στην περίπτωση παρόμοιων κρίσεων, όλοι οι άλλοι κυβερνητικοί στόχοι περνούν σε δεύτερη μοίρα.

Οι ενδείξεις από τις αντιδράσεις των κυβερνήσεων και των κεντρικών τραπεζών στην κρίση είναι θετικές, και ο συντονισμός που επιτεύχθηκε ικανοποιητικός, με αποκορύφωμα τις αποφάσεις της Συνόδου Κορυφής της Ευρωζώνης της 12^{ης} Οκτωβρίου 2008. Στη Σύνοδο αυτή υιοθετήθηκε

ουσιαστικά το σχέδιο του Βρετανού πρωθυπουργού Gordon Brown για την ενίσχυση της ρευστότητας, της φερεγγυότητας, και της κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών με δημόσιους πόρους και εγγυήσεις.

Αυτό όμως δεν αρκεί. Απαιτείται επειγόντως η εκπόνηση μιας νέας αρχιτεκτονικής για το χρηματοπιστωτικό σύστημα προκειμένου να εξαιρεθούν, κατά το δυνατόν, τα αίτια που προκάλεσαν αυτή την κρίση.

Στη νέα αρχιτεκτονική του χρηματοπιστωτικού συστήματος, το μεγαλύτερο βάρος της ευθύνης για την αποφυγή παρόμοιων κρίσεων στο μέλλον ανήκει στις εποπτικές αρχές. Αυτές πρέπει να εξασφαλίσουν:

(α) Διαφάνεια, με την εγγραφή όλων ανεξαιρέτως των συναλλαγών στους ισολογισμούς και τα αποτελέσματα των τραπεζών και την εξασφάλιση μη απόκρυψης των κινδύνων καθώς και με την υποχρέωση λεπτομερούς ενημέρωσης των αντισυμβαλλομένων για τους κινδύνους των παρεχομένων χρηματοοικονομικών προϊόντων.

(β) Βελτίωση των μεθόδων και διαδικασιών διαχείρισης κινδύνων, με ελέγχους σε καταστάσεις έντασης –stress testing, κυρίως όμως με τη σύνδεση των απαιτήσεων κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών με τον οικονομικό κύκλο. Στο πλαίσιο αυτό πρέπει να θεσμοθετηθούν πρόσθετες προβλέψεις κεφαλαιακής επάρκειας όταν ο ρυθμός αύξησης του ενεργητικού των τραπεζών ξεπερνά ένα όριο, το οποίο σχετίζεται με την αύξηση του ονομαστικού ΑΕΠ, καθώς και μηχανισμοί έγκαιρης διάγνωσης κινδύνων.

(γ) Συντονισμό μεταξύ τους (των εποπτικών αρχών), με σκοπό την αποφυγή του ρυθμιστικού arbitrage. Ιδανικά, η παγκοσμιοποίηση του χρηματοπιστωτικού συστήματος απαιτεί την δημιουργία μιας παγκόσμιας εποπτικής αρχής. Το ΔΝΤ, του οποίου ο ρόλος έχει υποβαθμιστεί τα τελευταία χρόνια, θα μπορούσε να συμβάλει στην κατεύθυνση αυτή.

(δ) Αναβάθμιση και ανεξαρτητοποίηση των εποπτικών αρχών, με την τοποθέτηση στελεχών μεταξύ απόμων αδιαμφισβήτητου κύρους, ανεξαρτησίας και ικανοτήτων.

(ε) Αναθεώρηση, επί το αυστηρότερο, των κανόνων εποπτείας του λεγόμενου «σκιώδους» χρηματοπιστωτικού συστήματος (hedge funds, private equity funds, κλπ).

(στ) Αναθεώρηση, επί το αυστηρότερο, των κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης, ιδιαίτερα του τρόπου εγκρίσεως των πάσης φύσεως αμοιβών και κινήτρων των στελεχών του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

(ζ) Αναθεώρηση, επί το αυστηρότερο, των κανόνων λειτουργίας των οργανισμών αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και του κινδύνου των προϊόντων που παρέχουν.

(η) Αναθεώρηση των λογιστικών κανόνων, με τροποποίηση (όχι κατάργηση) της εφαρμογής της μεθόδου 'mark to market' η οποία έχει συμβάλει στην 'προ-κυκλικότητα'.

Σε όρους πολιτικής οικονομίας, η νέα αρχιτεκτονική του χρηματοπιστωτικού συστήματος ως αδήριτη ανάγκη της τρέχουσας κρίσης θα είναι, όπως πολλές φορές στο παρελθόν, ένας νέος συμβιβασμός μεταξύ της δημοκρατίας και του παγκοσμιοποιημένου καπιταλισμού. Διότι δεν πρέπει να ξεχνάμε ότι βασική αρχή της δημοκρατίας είναι ότι η ελευθερία του ενός σταματά εκεί που αρχίζει η ελευθερία του άλλου. Η αρχή αυτή παραβιάστηκε βάνουσα με τη μετατροπή κολοσσιαίων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, στην ουσία της καρδιάς του συστήματος της ελεύθερης οικονομίας, σε καζίνο.

Για την Ελλάδα, η οποία πρέπει να αισθάνεται αρκετά τυχερή που συμμετέχει στην Ευρωζώνη αν αναλογιστεί κάποιος τι θα της συνέβαινε εάν βρισκόταν εκτός, τα μαθήματα από τη διεθνή οικονομική κρίση είναι πολλά. Τα άμεσα σχετίζονται με την ανάγκη επίτευξης δημοσιονομικής επάρκειας στις ευνοϊκές φάσεις του οικονομικού κύκλου προκειμένου να αντιμετωπίζονται οι δυσκολίες στις πτωτικές φάσεις, το ρόλο των εποπτικών αρχών, της εταιρικής διακυβέρνησης και γενικά με τη θεσμική συγκρότηση της οικονομίας. Τα έμμεσα σχετίζονται με την ανάγκη ενίσχυσης της ανταγωνιστικότητας και ευελιξίας της οικονομίας, παράλληλα με την ενίσχυση του κοινωνικού κράτους

για την προστασία των πλέον αδύναμων πολιτών από τις συνέπειες της κρίσης. Η κρίση καθιστά την εφαρμογή ενός νέου αναπτυξιακού και κοινωνικού προτύπου άμεση προτεραιότητα. Το νέο αυτό πρότυπο πρέπει να στηριχθεί σε τέσσερις άξονες (α) σε προσαρμογή της συνολικής ζήτησης, κυρίως των δημοσίων οικονομικών και του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, (β) σε ενίσχυση της συνολικής προσφοράς μέσω της ανταγωνιστικότητας, (γ) στη θεσμική ανασυγκρότηση προς την κατεύθυνση της βελτίωσης της λειτουργίας του κράτους δικαίου, (δ) στο πιο αποτελεσματικό κοινωνικό κράτος.