

The
Economist



**Σοκ και δέος
στις αγορές
για το αύριο**

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ
Η ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ

ΑΘΗΝΑ, ΚΥΡΙΑΚΗ 19 ΟΚΤΩΒΡΙΟΥ 2008

Το κραχ του 1929 και η κρίση του 2008

Η ΥΦΕΣΗ προκάλεσε τεράστια καταστροφή σε παγκόσμιο επίπεδο, αλλά, κυρίως, έπληξε την ίδια την αμερικανική οικονομία

Η ΥΦΕΣΗ προκάλεσε τεράστια καταστροφή σε παγκόσμιο επίπεδο, αλλά, κυρίως, έπληξε την ίδια τ

Μετά το κραχ του Οκτωβρίου του 1929 χρειάστηκαν πάνω από τρία χρόνια για την αμερικανική κυβέρνηση προκειμένου να αναλάβει μια σειρά δράσεων για τον τερματισμό της Υφέσης, ξεκινώντας από τη διακήρυξη του Ρούσβελτ, τον Μάρτιο του 1933, για αργία τεσσάρων ημερών στις τράπεζες. Κατά την ενδιάμεση περίοδο, η Αμερική ήρθε αντιμέτωπη με τη χειρότερη κατάρρευση στην ιστορία της, καθώς χιλιάδες τράπεζες πτώχευαν, ένας καταστρεπτικός αποπληθωρισμός εδραιώθηκε, το παραγόμενο προϊόν μειώθηκε κατά το 1/3 και η ανεργία αυξήθηκε στο 25%. Η Υφέση προκάλεσε τεράστια καταστροφή σε παγκόσμιο επίπεδο, αλλά, κυρίως, έπληξε την ίδια την αμερικανική οικονομία. Στον απόηχο αυτής, τα όρια ανάμεσα στην κυβέρνηση και στις αγορές επαναπροσδιορίστηκαν. Κατά τη διάρκεια του προηγούμενου μήνα, σχεδόν ένα χρόνο μετά το πρώτο χτύπημα της χρηματοπιστωτικής κρίσης, η αμερικανική κυβέρνηση προχώρησε σε πιο καθοριστικές παρεμβατικές κινήσεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές από τις δεκαετίες του 1930, τη στιγμή που ακόμη δεν ήταν σίγουρο ότι η οικονομία βρίσκεται σε ύφεση και η ανεργία ανήλθε στο 6,1%. Μέσα σε δύο πολυτάραχες εβδομάδες, η Αμερικανική Κεντρική Τράπεζα (Federal Reserve Bank - Fed) και το Υπουργείο Οικονομικών εθνικοποίησαν τα δύο μεγαλύτερα πιστωτικά ιδρύματα ενυπόθηκων δανείων της χώρας, τις εταιρείες Fannie Mae και Freddie Mac, ανέλαβαν τον έλεγχο της AIG, της μεγαλύτερης ασφαλιστικής εταιρείας του κόσμου, επέκτειναν την εγγύηση των κεφαλαίων στα \$3,4 τρισ. στη χρηματαγορά, απαγόρευσαν προσωρινά τις ανοικτές πωλήσεις σε περισσότερους από 900 μετοχικούς τίτλους, και δεσμεύτηκαν να αναλάβουν «τοξικά απόβλητα» αξίας \$700 δισ. Η Fed και το Υπουργείο Οικονομικών αποφάσισαν να εμποδίσουν την κατάρρευση των πιστωτικών ιδρυμάτων που επισπεύδει την Υφέση. Το Κογκρέσο και η κυβέρνηση τελικά συμφώνησαν. Το τοπίο της Αμερικανικής Χρηματοδοτικής άλλαξε ριζικά. Καθώς η Lehman Brothers κατέρρευσε, οι Bear Stearns and Merrill Lynch α-

πορροφήθηκαν από εμπορικές τράπεζες και οι Goldman Sachs and Morgan Stanley μετατράπηκαν οι ίδιες σε εμπορικές τράπεζες. Το «σκιώδες χρηματοπιστωτικό σύστημα» - τα κεφάλαια της χρηματαγοράς, οι επενδυτικές τράπεζες, τα κερδοσκοπικά κεφάλαια (hedge funds) και άλλα μη τραπεζικά ιδρύματα που αποτελούσαν τον απορρυθμισμένο χρηματοπιστωτικό τομέα του αμερικανικού συστήματος - μεταμορφώνεται με αστραπιαία ταχύτητα. Σε τρεις σχεδόν εβδομάδες, η κυβέρνηση της Αμερικής αύξησε τα στοιχεία του παθητικού της κατά \$1 τρισ. και πλέον, ποσό που είναι περίπου δύο φορές το κόστος του πολέμου στο Ιράκ. Πέρα από αυτό, ορισμένα πράγματα είναι βέβαια. Κατά τον προηγούμενο Σεπτέμβριο, η κρίση εξαπλώθηκε και εντάθηκε και στην διατραπεζική αγορά, καθώς οι τράπεζες αρνήθηκαν να δανείσουν κεφάλαια η μία στην άλλη. Πέντε ευρωπαϊκές τράπεζες κήρυξαν πτώχευση και οι ευρωπαϊκές κυβερνήσεις έσπευσαν να στηρίξουν τα τραπεζικά τους συστήματα με εγγυήσεις και αναχρηματοδοτήσεις.

Δυσκολίες

Η παρούσα κρίση έχει τις ρίζες της στη μεγαλύτερη στεγαστική φούσκα της ιστορίας. Οι τιμές των κατοικιών στην Αμερική έχουν πέσει σχεδόν κατά το ένα πέμπτο. Πολλοί αναλυτές αναμένουν περαιτέρω πτώση κατά 10%, γεγονός που θα επιφέρει μια συνολική μείωση στις ονομαστικές αξίες των κατοικιών, όμοια με εκείνη της Υφέσης του 1929. Άλλες χώρες, ενδεχομένως να αντιμετωπίσουν μεγαλύτερες δυσκολίες.

Στη Βρετανία, για παράδειγμα, τα νοικοκυριά είναι περισσότερο χρεωμένα απ' ό,τι στην Αμερική, οι τιμές των κατοικιών αυξήθηκαν γρηγορότερα και μέχρι τώρα έχουν πέσει λιγότερο. Σε τριμηνιαία βάση, οι τιμές, του δείκτη τιμών κατοικιών του Economist πέφτουν, σε τουλάχιστον μισές από τις είκοσι χώρες. Οι πιστωτικές απώλειες από τα ενυπόθηκα δάνεια που χρηματοδότησαν τη στεγαστική αγορά και από τις πυραμίδες των πολύπλοκων χρηματοπιστωτικών προϊόντων που στηρίχθηκαν στα πρώτα, ακόμη αυξάνονται.



Σύμφωνα με πρόσφατους υπολογισμούς του, το ΔΝΤ εκτιμά ότι οι απώλειες παγκοσμίως από το χρέος που δημιουργήθηκε στην Αμερική (κυρίως το σχετιζόμενο με τα ενυπόθηκα δάνεια) θα ανέλθουν στο \$1,4 τρισ., ποσό αυξημένο κατά το ήμισυ περίπου αυτού που είχε προσδιοριστεί τον τελευταίο Απρίλιο (\$945 δισ.). Μέχρι στιγμής απαιτήσεις ύψους \$760 δισ. διεγράφησαν από τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρείες, κερδοσκοπικά κεφάλαια (hedge funds) και άλλους φορείς που κατείχαν τις εν λόγω απαιτήσεις. Σε παγκόσμιο επίπεδο, μόνον οι τράπεζες δήλωσαν απώλειες από μη εξυπηρετούμενα δάνεια λίγο κάτω από \$600 δισ. και άντλησαν περίπου \$430 δισ. νέα κεφάλαια. Είναι ήδη ξεκάθαρο πως ακόμη περισσότερες διαγραφές απαιτήσεων βρίσκονται εν όψει. Η κατάρρευση των επενδυτικών τραπεζών, όπως και η συρρίκνωση της μόχλευσης των hedge funds και άλλων ιδρυμάτων του «σκιώδους» χρηματοπιστωτικού συστήματος θα συμβάλουν στη μείωση του εύρους της παγκόσμιας πίστωσης κατά πολλά τρισεκατομμύρια δολάρια.

Σύμφωνα με εκτιμήσεις του ΔΝΤ, οι αμερικανικές και οι ευρωπαϊκές τράπεζες θα απολέσουν στοιχεία του ενεργητικού τους, ύψους περίπου \$10 τρισ. το 2009. Στις ΗΠΑ, η συνολική αύξηση της πίστωσης θα περιοριστεί σε επίπεδα χαμηλότερα του 1%, που είναι αρκετά χαμηλότερα από το μεταπολεμικό μέσο ετήσιο ρυθμό του 9%. Η εξέλιξη αυτή, από μόνη της, δύναται να οδηγήσει τις δυτικές οικο-

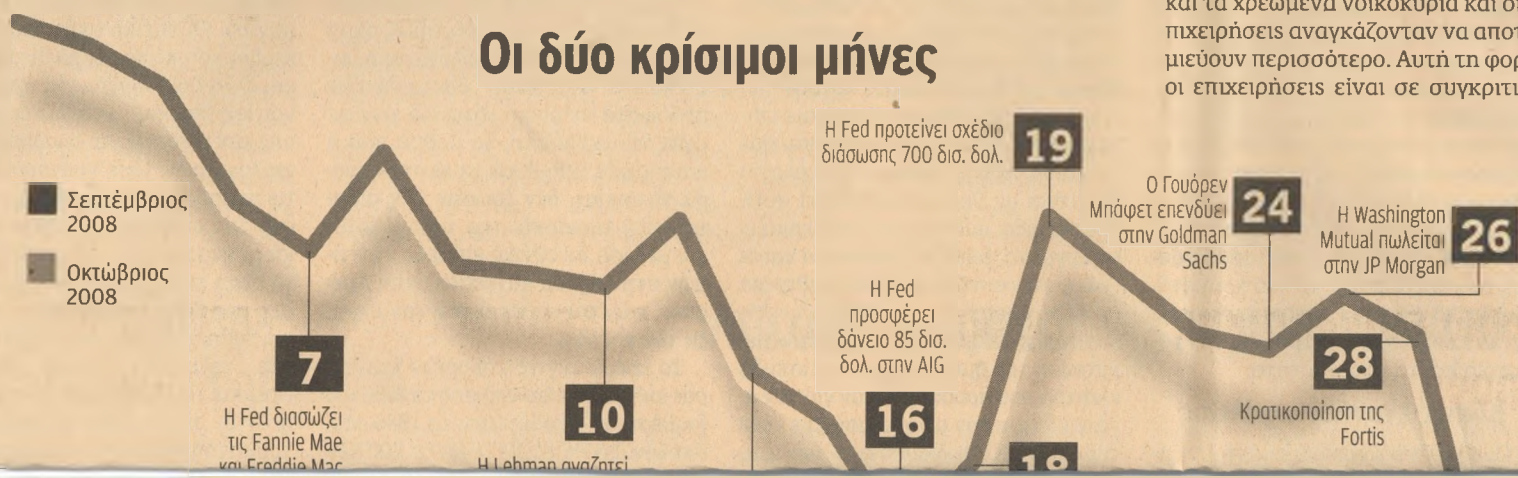
νομίες σε μειωμένους κατά 1,5 ποσοστιαία μονάδα ρυθμούς ανάπτυξης. Χωρίς τις πρωτοβουλίες των κυβερνήσεων, όπως το σχέδιο των \$700 δισ. στις ΗΠΑ, το ΔΝΤ υπολογίζει πως η πίστωση θα παρουσίαζε συρρίκνωση κατά 7,3% στις ΗΠΑ, 6,3% στη Μεγάλη Βρετανία και 4,5% στην υπόλοιπη Ευρώπη. Η μεγαλύτερη μερίδα του ανεπτυγμένου κόσμου βρίσκεται ήδη σε φάση οικονομικής επιβράδυνσης, εξαιτίας της πιστωτικής στε-

Η παρούσα κρίση έχει τις ρίζες της στη μεγαλύτερη στεγαστική φούσκα της ιστορίας. Οι τιμές των κατοικιών στην Αμερική έχουν πέσει σχεδόν κατά το ένα πέμπτο.

νότητας και εξαιτίας της εκτόξευσης των τιμών του πετρελαίου στις αρχές του έτους. Η παραγωγή συρρικνώνεται σε Μεγάλη Βρετανία, Γαλλία, Γερμανία και Ιαπωνία. Κρίνοντας από το ρυθμό απώλειας θέσεων εργασίας και τις περιορισμένες καταναλωτικές δαπάνες, η αμερικανική οικονομία φαίνεται, επίσης, να συρρικνώνεται.

Η μέση επιβράδυνση στις πλούσιες χώρες, έπειτα από πρόσφατες τραπεζικές κρίσεις, διαρκούσε τέσσερα χρόνια, καθώς οι τράπεζες περιορίζαν τις πιστωτικές τους δραστηριότητες και τα χρεωμένα νοικοκυριά και οι επιχειρήσεις αναγκάζονταν να αποταμιεύουν περισσότερο. Αυτή τη φορά, οι επιχειρήσεις είναι σε συγκριτικά

Οι δύο κρίσιμοι μήνες



καλύτερη κατάσταση, αλλά τα νοικοκυριά, ιδιαίτερα στη Βρετανία και τις ΗΠΑ, μαστίζονται από άνευ προηγουμένου χρέη. Καθώς οι φούσκες στις εν λόγω αγορές δημιουργήθηκαν και εμφανίστηκαν σε πολλές χώρες ταυτόχρονα, τα κατάλοιπα της κρίσης, ενδέχεται αυτή τη φορά, να είναι χειρότερα. Ωστόσο, η ιστορία διδάσκει ένα σημαντικό μάθημα: ότι οι μεγάλες τραπεζικές κρίσεις αντιμετωπίζονται εν τέλει με ισχυρές ενέσεις ρευστότητας κυρίως μέσω δημοσίου χρήματος και ότι η έγκαιρη και αποφασιστική κυβερνητική παρέμβαση, μέσω της επανα-κεφαλαιοποίησης των τραπεζών ή της ανάληψης των προβληματικών χρεών, μπορεί να ελαχιστοποιήσει το κόστος για τον φορολογούμενο και τις ζημιές για την οικονομία. Η Σουηδία, για παράδειγμα, ανέλαβε γρήγορα τον έλεγχο των προβληματικών τραπεζών της, κατά την κρίση στις αρχές της δεκαετίας του 1990, με αποτέλεσμα να ανακάμψει σχετικά γρήγορα. Η Ιαπωνία, αντιθέτως, χρειάστηκε μία δεκαετία για να συνέλθει από μία χρηματοπιστωτική κρίση που τελικά στοίχισε συνολικά στους φορολογούμενους ένα ποσό αντίστοιχο του 24% του ΑΕΠ της χώρας. Συνολικά, η αμερικανική κυβέρνηση πρόκειται να διαθέσει για την καταπολέμηση της κρίσης περίπου το 7% του ΑΕΠ της χώρας, ένα τεράστιο ποσό, το οποίο ωστόσο είναι αρκετά μικρότερο από το 16% του ΑΕΠ που κοστίζει στο Δημόσιο μία μέση συστημική τραπεζική κρίση. Το πώς θα λειτουργήσει το Πρόγραμμα Ανακούφισης Προβληματικών Τίτλων (Trouble Asset Relief Programme) δεν είναι ακόμη ξεκάθαρο. Το Υπουργείο Οικονομικών σχεδιάζει να αγοράσει τεράστιες ποσότητες του μη εξυπηρετούμενου χρέους, ακολουθώντας μία αντίστροφη διαδικασία πλειστηριασμού, όπου οι τράπεζες καταθέτουν προσφορές πώλησης σε μία συγκεκριμένη τιμή και η κυβέρνηση αγοράζει από τη χαμηλότερη τιμή και πάνω.

Οι πολυπλοκοί χιλιάδων διαφορετικών τίτλων που βασίζονται σε ενυπόθηκα δάνεια, θα καταστήσουν το σχέδιο δύσχερες. Αν είναι απαραίτητη η άμεση επανα-κεφαλαιοποίηση της τράπεζας, τότε το Υπουργείο δύναται να προβεί και σε αυτή την ενέργεια. Το βασικό σημείο είναι ότι η Αμερική είναι αποφασισμένη να δράσει, και μάλιστα, να δράσει καθοριστικά. Προς το παρόν, το γεγονός αυτό αποτελεί λόγο αισιοδοξίας, όπως άλλωστε και η σχετική δυναμική των μεγαλύτερων αναδυόμενων αγορών, ειδικά της Κίνας. Αυτές οι οικονομίες δεν είναι τόσο απομακρυσμένες από τα προβλήματα που αντιμετωπίζουν οι πλούσιες χώρες, όπως κάποτε φαινόταν. Τα χρηματιστήριά τους παρουσίασαν καθίζηση και τα νομίσματά τους έχασαν μεγάλο μέρος της αξίας τους. Η εγχώρια ζήτηση, στο μεγαλύτερο μέρος του αναπτυσσόμενου

κόσμου επιβραδύνθηκε, αλλά δεν κατέρρευσε. Το ΑΝΤ εκτιμά πως οι αναδυόμενες οικονομίες, με οδηγό την Κίνα, θα σημειώσουν ρυθμούς ανάπτυξης 6,9% το 2008 και 6,1% το 2009. Αυτό θα αμβλύνει τους κραδασμούς στην παγκόσμια οικονομία, αλλά ενδεχομένως, να μην τη σώσει από την ύφεση.

Μία ακόμη βραχυπρόθεσμη ανησυχία προέρχεται από την πρόσφατη βουτιά των τιμών των εμπορευμάτων, ιδιαίτερα του πετρελαίου. Κατά τη διάρκεια του πρώτου έτους της χρηματοπιστωτικής κρίσης, η ανοδική τάση στις τιμές των εμπορευμάτων των τελευταίων πέντε ετών παρουσίασε μία αξιοσημείωτα ραγδαία αύξηση. Το δωδεκάμηνο που προηγήθηκε του Ιουλίου, η τιμή του πετρελαίου σχεδόν διπλασιάστηκε. Ο δείκτης τιμών τροφίμων του Economist εκτοξεύθηκε κατά 55% περίπου. Αυτές οι τεράστιες αυξήσεις ώθησαν προς τα πάνω τον δείκτη τιμών του καταναλωτή σε παγκόσμια κλίμακα. Τον Ιούλιο, ο μέσος πληθωρισμός ξεπερνούσε το 4% στις πλούσιες χώρες και πλησίαζε το 9% στις αναπτυσσόμενες, επίπεδα πολύ υψηλότερα από τους στόχους των κεντρικών τραπεζών.

Διλήμματα

Ο υψηλός και αυξανόμενος πληθωρισμός, σε συνδυασμό με την προβληματική κατάσταση στην χρηματοπιστωτική αγορά κληροδότησαν στους κεντρικούς τραπεζίτες πολύπλοκα διλήμματα. Οι τραπεζίτες, θα μπορούσαν να περιστεΐλουν τη νομισματική πολιτική για να αποφύγουν την εδραίωση υψηλότερου πληθωρισμού (όπως έπραξε η ΕΚΤ) ή θα μπορούσαν να περικόψουν τα επιτόκια, για να αμβλύνουν τη χρηματοοικονομική στενότητα (όπως έκανε η Fed). Το δίλημμα αυτό, πλέον εξαφανίζεται.

Χάρη στην κατακόρυφη πτώση των τιμών των εμπορευμάτων, ο πληθωρισμός διαφάνεται να έχει φτάσει στο αποκορύφωμά του, με αποτέλεσμα ο άμεσος κίνδυνος των πληθωριστικών πιέσεων να έχει περιοριστεί, ιδιαίτερα στις υπό χρηματοπιστωτική πίεση πλούσιες οικονομίες. Αν η τιμή του πετρελαίου παραμείνει στα σημερινά επίπεδα, ο πληθωρισμός (σε όρους δείκτη τιμών καταναλωτή) στην Αμερική μπορεί να υποχωρήσει ακόμη και κάτω από το 1% μέχρι τα μέσα της επόμενης χρονιάς. Αντί να ανησυχούν για τον πληθωρισμό, οι policy-makers μάλλον σύντομα θα ανησυχούν για τον αποπληθωρισμό. Το πρόβλημα είναι ότι, εξαιτίας του μεγάλου ελλείμματος τρεχουσών συναλλαγών, οι ΗΠΑ είναι υπερβολικά εξαρτημένες από την ξένη χρηματοδότηση. Το πλεονέκτημα αυτής της κατάστασης είναι πως το δολάριο είναι το κυρίαρχο αποθετικό νόμισμα του κόσμου. Έτσι, η επέκταση της χρηματοοικονομικής διαταραχής οδήγησε στην ενίσχυση του δολαρίου.

Ωστόσο, η σημερινή κρίση δοκιμάζει πολλά από τα θεμελιώδη συστατικά στα οποία βασίζεται η πίστη των ξένων επενδυτών προς το δολάριο, όπως είναι η περιορισμένη κυβερνητική παρεμβατικότητα και οι σταθερές κεφαλαιαγορές. Αν οι ξένοι εγκαταλείψουν το δολάριο, η Αμερική θα αντιμετωπίσει τον διδυμο επιφύλαξης που στοιχειώνει τις αναπτυσσόμενες χώρες σε περίπτωση χρηματοοικονομικής κατάρρευσης: τον επιφύλαξη μιας ταυτόχρονης τραπεζικής και νομισματικής κρίσης. Τα χρέη των ΗΠΑ, σε αντίθεση με αυτά πολλών αναδυόμενων οικονομιών, εκφράζονται στο δικό τους νόμισμα, αλλά ακόμη κι έτσι, μία ενδεχόμενη κατάρρευση του δολαρίου θα ήταν καταστροφική.



Θα αλλάξει η πορεία της παγκοσμιοποίησης

Ποιες θα είναι οι μακροπρόθεσμες επιπτώσεις αυτής της άσχημης κατάστασης για την παγκόσμια οικονομία; Η πρόβλεψη των συνεπειών μιας κρίσης που ακόμα δεν έχει τελειώσει θα είναι ριψοκίνδυνη. Παρ' όλα αυτά είναι ήδη σαφές ότι ακόμα και αν δεν υπάρξει μια μεγάλη καταστροφή, η πορεία της παγκοσμιοποίησης θα αλλάξει. Τις δύο προηγούμενες δεκαετίες η αυξανόμενη ολοκλήρωση της παγκόσμιας οικονομίας συνέπεσε με την άνοδο του αγγλοσαξονικού μοντέλου του καπιταλισμού της ελεύθερης αγοράς, με την Αμερική να είναι ο μεγαλύτερος υποστηρικτής αυτού του μοντέλου. Η απελευθέρωση του εμπορίου και της ροής του κεφαλαίου, καθώς και η απορρύθμιση του χρηματοπιστωτικού συστήματος και της βιομηχανίας έδωσαν ιδιαίτερη ώθηση στη διαδικασία παγκοσμιοποίησης, και ως ένα βαθμό αποτελούσαν σύμβολα αυτής. Η ολοκλήρωση της παγκόσμιας οικονομίας, κατά ένα μεγάλο μέρος της, αποτελεί τον θρίαμβο των αγορών έναντι των κυβερνή-

σεων. Αυτή η διαδικασία τώρα αντιστρέφεται με τρεις σημαντικούς τρόπους. Πρώτον, το δυτικό χρηματοπιστωτικό σύστημα θα επανα-ρυθμιστεί. Οι περισσότερες απορρυθμισμένες περιοχές της σύγχρονης χρηματοδοτικής, όπως η αγορά των 55 τρις. \$ παραγώγων, θα τεθούν σε τροχιά ρύθμισης.

Οι κανονισμοί για την κεφαλαιακή επάρκεια θα επανεξεταστούν λεπτομερώς, επιδιώκοντας τη μείωση της μόχλευσης και την ενίσχυση της ανθεκτικότητας του συστήματος. Το εύρος και το είδος του ελέγχου που θα επιβληθεί θα εξαρτηθεί λιγότερο από την ιδεολογία και περισσότερο από τη βλάβη της οικονομίας. Στην περίπτωση της κρίσης της δεκαετίας του 1980, οι επιπτώσεις στο ρυθμιστικό πλαίσιο ήταν περιορισμένες, καθώς δεν κατέληξε σε μια μεγάλη καταστροφή για την οικονομία – παρ' όλο που ήταν ένα σημαντικό πλήγμα για το τραπεζικό σύστημα. Αντιθέτως, η ύφεση του 1929 δεν επαναπροσ-

διόρισε μόνο τη διάρθρωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος στις ΗΠΑ, αλλά επέφερε τη ρύθμιση σε μεγάλο μέρος της οικονομίας.

Αυτό μας οδηγεί στο δεύτερο σημείο. Την αλλαγή στην ισορροπία μεταξύ κρατών και αγοράς σε τομείς της οικονομίας πέραν του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Για πολλές χώρες μια σημαντική διαταραχή των περασμένων δύο ετών ήταν η μεγάλη αύξηση στις τιμές των εμπορευμάτων και των τροφίμων, η οποία αποδίδεται – σύμφωνα με τους πολιτικούς – σε φαινόμενα κερδοσκοπίας του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Η ραγδαία άνοδος των τιμών των τροφίμων στα τέλη του 2007 και στις αρχές του 2008 προκάλεσαν ταραχές σε περίπου 30 χώρες. Ανταποκρινόμενες στην κατάσταση, οι κυβερνήσεις των αναδυόμενων χωρών επέκτειναν το πεδίο δράσης τους, αυξάνοντας τις επιδοτήσεις, ορίζοντας τις τιμές, απαγορεύοντας τις εξαγωγές βασικών αγαθών, και στην περίπτω-

ση της Ινδίας, περιορίζοντας τη συναλλαγή συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης. Η ανησυχία για την επισιτιστική ασφάλεια, κυρίως στην Ινδία και την Κίνα, ήταν ένας από τους βασικούς λόγους που ο Γύρος της Ντόχα κατέρρευσε αυτό το καλοκαίρι. Τρίτον, η Αμερική χάνει σταδιακά την οικονομική της επιρροή και το πνευματικό – ιδεολογικό της κύρος.

Οι αναδυόμενες οικονομίες διαμορφώνουν την πορεία του παγκόσμιου εμπορίου, με αποτέλεσμα να καταφέρνουν, όλο και περισσότερο, να διαμορφώνουν το μέλλον του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Συγκεκριμένα, αυτό είναι περισσότερο εμφανές σε χώρες – πιστωτές με μεγάλο όγκο αποθεμάτων κεφαλαίου, όπως είναι η Κίνα.

Η συρρίκνωση της μόχλευσης στις δυτικές οικονομίες θα είναι λιγότερο επώδυνη, εάν οι πλούσιες σε αποταμίευση ασιατικές χώρες και οι πετρελαιο-παραγωγικές χώρες διοχετεύσουν περισσότερα κεφάλαια στις αγορές. Συνεπώς, η επιρροή θα αυξη-

θεί μαζί με το οικονομικό βάρος. Όπως χαρακτηριστικά ανέφερε ο αντιπρόεδρος της κυβέρνησης της Κίνας, κ. Wang Qishan, σε μια πρόσφατη συνάντηση κορυφής με Αμερικανούς ομολόγους του, «οι δάσκαλοι τώρα έχουν κάποια προβλήματα».

Το μεγάλο ερώτημα αφορά τα δίδαγματα που θα πρέπει να λάβουν οι αναδυόμενοι μαθητές – και ο δάσκαλος – από τα πρόσφατα γεγονότα. Κατά πόσο θα πρέπει να μεταβληθεί η ισορροπία ανάμεσα στις κυβερνήσεις και τις αγορές;

Η ρύθμιση του χρηματοπιστωτικού συστήματος

Η ΕΞΑΦΑΝΙΣΗ των μεγάλων αμερικανικών επενδυτικών τραπεζών είναι μια ισχυρή απόδειξη ότι η Wall Street απέτυχε στο «τεστ της αγοράς».

Πριν από λίγα χρόνια φράσεις, όπως «η Wall Street μέθυσε», θα εμφανίζονταν σε πλακάτ διαμαρτυρόμενων πολιτών σε διαδηλώσεις ενάντια στην παγκοσμιοποίηση. Στις μέρες μας, προέρχονται από τον πρόεδρο των Ηνωμένων Πολιτειών και τον πρώην διοικητή της FED. Ο Τζορτζ Μπους, θεωρώντας πως τα μικρόφωνα ήταν κλειστά, εκμυστηρεύθηκε σε μια ομάδα ρεπουμπλικάνων τον Ιούλιο ότι η Wall Street θα πρέπει να «ξεμεθύσει» και να απεμπλακεί από «όλα αυτά τα περίεργα χρηματοπιστωτικά εργαλεία». Παράλληλα, αρκετό καιρό πριν από τα γεγονότα του Σεπτεμβρίου, ο Paul Volcker βαθμολόγησε τα στελέχη των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων κάτω από τη βάση, με μια άνευ προηγουμένου κριτική. «Για όλους τους ταλαντούχους συμμετέχοντες, για όλες τις πλουσιοπάροχες απολαβές τους», υποστήριξε τον Απρίλιο, το «νέο αστραφτερό χρηματοπιστωτικό σύστημα απέτυχε στο τεστ της αγοράς».

Τα γεγονότα των πρόσφατων εβδομάδων δεν επιτρέπουν την όποια διαφωνία με τις παραπάνω απόψεις. Ένα χρηματοπιστωτικό σύστημα, που τελειώνει άδοξα με την ανάληψη της διάσωσης από την κυβέρνηση ορισμένων εκ των μεγαλύτερων ιδρυμάτων του και που απαιτεί 700 δισ. δολάρια δημοσίου χρήματος για την αποφυγή της καταστροφής, δεν μπορεί να βαθμολογηθεί με Α΄.

Η εξαφάνιση των πέντε μεγάλων αμερικανικών επενδυτικών τραπεζών, είτε λόγω πτώχευσης είτε λόγω μετατροπής σε εμπορικές τράπεζες, είναι μια ισχυρή απόδειξη ότι η Wall Street απέτυχε στο «τεστ της αγοράς». Κάτι πήγε στραβά. Αλλά τι ακριβώς και γιατί; Οι περισσότερες απαντήσεις συσχετίζονται με κατηγορίες για τους κερδοσκόπους, τα άπληστα στελέχη της Wall Street και την ιδεολογία της ελεύθερης αγοράς.

Μια άλλη ανάλυση θα πρέπει να απαντά σε τρεις διακριτές ερωτήσεις. Τι είναι το «αστραφτερό νέο χρηματοπιστωτικό σύστημα» του κ. Volcker; Κατά πόσο η σημερινή κατάσταση έχει δημιουργηθεί από αστάθειες που είναι άρρηκτα συνδεδεμένες με τη σύγχρονη χρηματοδοτική και κατά πόσο έχει προκληθεί από άλλα λάθη και στρεβλώσεις;

Μια αγγλοσαξονική εφεύρεση

Ο «αστραφτερός» νέος τρόπος λειτουργίας του χρηματοπιστωτικού συστήματος περιλαμβάνει την υψηλή μόχλευση, τη χαλαρή ρύθμιση και ένα βασισμένο στην αγορά σύστημα κατανομής κεφαλαίων όπου κυριαρχεί η Wall Street, υπερτερώντας της «παράδοσιακής τραπεζικής» που θέλει τις εποπτευμένες και υπό ρυθμιστικό πλαίσιο εμπορικές τράπεζες να χορηγούν χρηματικά ποσά σε έμπιστους πελάτες και να διατηρούν το χρέος στα βιβλία τους.

Το νέο σύστημα διαμορφώθηκε κατά τις προηγούμενες τρεις δεκαετίες και σημείωσε εκρηκτική ανάπτυξη τα τελευταία χρόνια, λόγω τριών ταυτόχρονων αλλά ευδιάκριτων εξελίξεων: της απορρύθμισης, της τεχνολογικής καινοτομίας και της αυξανόμενης διεθνούς κινητικότητας κεφαλαίου. Το χαρακτηριστικό γνώρισμα αυτού είναι η τιτλοποίηση.

Οι τράπεζες που κάποτε χορηγούσαν δάνεια και τα διατηρούσαν στα βιβλία τους, τώρα συγκεντρώνουν και πωλούν «πακεταρισμένα» στοιχεία του ενεργητικού τους που εκτείνονται από ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια ως και δάνεια για την αγορά αυτοκινήτου. Το 2001, η αξία των ομολόγων που προέρχονται από την τιτλοποίηση στην Αμερική ξεπέρασε την αξία των σημαντικών χορηγήσεων των τραπεζών. Εκτοτε, το εύρος και η πολυπλοκότητα του «πακεταρίσματος» (ιδιαίτερα σε ενυπόθηκα στοιχεία του ενεργητικού), παρουσίασαν τεράστια αύξηση, καθώς οι επενδυτικές τράπεζες προχώρησαν στη δημιουργία νέων χρηματοπιστωτικών προϊόντων.

Συγκεκριμένα, οι επενδυτικές τράπεζες συγκέντρωσαν τα ομόλογα που βασίζονταν στα τιτλοποιημένα στοιχεία των τραπεζών, διαχώρισαν τα ομόλογα αυτά ανάλογα με την επισφάλειά τους, προσέθεσαν μια δόση μόχλευσης και επανέλαβαν την ίδια διαδικασία αρκετές φορές. Παράλληλα, η αυξανόμενη τεχνολογική εξέλιξη, κυρίως στον τομέα της πληροφορικής, δημιούργησε τις προϋποθέσεις για την ανάπτυξη μιας σειράς παραγωγών προϊόντων. Οι αγορές παραγώγων έχουν αυξηθεί με έναν καταπληκτικό ρυθμό. Σύμφωνα με την Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών, η πλασματική αξία όλων των σημαντικών συμβολαίων σε διεθνές επίπεδο στα τέλη του 2007 ανήλθε στα 600 τρισ. δολάρια, ποσό 11 φορές υψηλότερο του παγκόσμιου προϊόντος. Την προηγούμενη δεκαετία, το αντίστοιχο ποσό έφτασε «μόνο» τα 75 τρισ. δολ., σχεδόν 2,5 φορές το παγκόσμιο ΑΕΠ.

Ο ταχύτερα αναπτυσσόμενος τομέας αυτών των αγορών τα προηγούμενα χρόνια, ήταν ο τομέας των πιστω-

τικών παραγώγων που επέτρεπαν στους επενδυτές να διασφαλιστούν απέναντι στο ενδεχόμενο αποτυχίας των νέων πιστωτικών προϊόντων. Η καρδιά του νέου χρηματοπιστωτικού συστήματος είναι στη Wall Street και στο Λονδίνο, αλλά η αύξηση των διασυννοριακών ροών κεφαλαίου επέκτειναν σημαντικά τα όριά του.

Οι χρηματοπιστωτικές αγορές, στον πλούσιο κόσμο, έχουν ολοκληρωθεί σε μεγάλο βαθμό. Σύμφωνα με τη μελέτη της οικονομολόγου του ΔΝΤ, Gian Maria Milesi-Ferretti, ο όγκος των ξένων στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού που διατηρούνται από τις πλούσιες χώρες έχουν διπλασιαστεί την τελευταία δεκαετία. Ο βαθμός ολοκλήρωσης του χρηματοπιστωτικού τομέα των αναδυόμενων αγορών είναι χαμηλότερος, αλλά έχει αυξηθεί σημαντικά τα τελευταία χρόνια. Οι αναδυόμενες οικονομίες, σε καθαρούς όρους, έχουν εξαγεί κεφάλαιο στον πλούσιο κόσμο, καθώς οι Κεντρικές Τράπεζες των εν λόγω οικονομιών αυξάνουν σε μεγάλο βαθμό τα αποθέματα σε συνάλλαγμα.

Οι καινοτομίες του σύγχρονου χρηματοπιστωτικού συστήματος έχουν δημιουργήσει τεράστια οφέλη για τους συμμετέχοντες σ' αυτό. Ωστόσο, υπήρξαν καινοτομίες που αποτέλεσαν τη ρίζα της σημερινής αρνητικής κατάστασης. Αυτό, εξαρτάται βέβαια, από το εάν έχουμε θέσει ως αρχή πως οι χρηματοπιστωτικές αγορές είναι αποτελεσματικές ή πως οι αγορές είναι εγγενώς επιρρεπείς σε ανορθολογική συμπεριφορά και σε κερδοσκοπική υπερβολή. Η λογική πίσω από την απορρύθμιση του χρηματοπιστωτικού συστήματος ήταν πως η μεγαλύτερη ελευθερία των αγορών οδηγεί σε καλύτερο οικονομικό αποτέλεσμα, καθώς τα κεφάλαια θα μετακινούνταν προς τις πιο παραγωγικές και αποδοτικές χρήσεις, προωθώντας την οικονομική ανάπτυξη και βελτιώνοντας το επίπεδο ευημερίας.

Οι καινοτόμες χρηματοπιστωτικές πρακτικές ευρύτερης διασποράς του κινδύνου μείωσαν το κόστος κεφαλαίου, επέτρεψαν σε περισσότερους ενδιαφερόμενους να αποκτήσουν πρόσβαση στην πίστωση και κατέστησαν το σύστημα περισσότερο ευέλικτο σε διαταραχές. Ωστόσο, σήμερα, έχει επικρατήσει στους περισσότερους αναλυτές μια άλλη λογική για το χρηματοπιστωτικό σύστημα, σύμφωνα με την οποία οι χρηματοπιστωτικές αγορές είναι εγγενώς ασταθείς. Περίοδοι χρηματοπιστωτικής σταθερότητας οδηγούν, πάντα, σε υπερβολή και σε επακόλουθη κρίση, με αποτέλεσμα οι περισσότεροι απελευθερωμένες αγορές να οδηγούν, μόνο, σε μεγαλύτερη οικονομική ζημία.

Αυτή η άποψη υποστηρίχτηκε, κατά τον 20ό αιώνα, από τον Αμερικάνο οικονομολόγο, Hyman Minsky, ο οποίος κατέληξε πως η οικονομική σταθερότητα ενθαρρύνει την ακόμη μεγαλύτερη μόχλευση και την αισιοδοξία στο πιστωτικό σύστημα. Το σταθερό χρηματοπιστωτικό σύστημα ήταν μια ψευδαισθηση. Το πρόβλημα είναι πως η καινοτομία του χρηματοπιστωτικού τομέα δεν εμφανίστηκε ξαφνικά, αλλά ήταν, στην ουσία, αποτέλεσμα των κινήτρων που δημιούργησαν οι κυβερνήσεις. Πολλά από τα νέα χρηματοπιστωτικά εργαλεία έγιναν δημοφιλή, διότι μπορούσαν να «εξελιστρήσουν» του κανονιστικού πλαισίου του χρηματοπιστωτικού συστήματος, όπως στην περίπτωση των κα-



νώνων για την κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών. Οι τράπεζες δημιούργησαν οχήματα για τα στοιχεία εκτός ισολογισμού, επιτρέποντας να περιορίσουν το απαιτούμενο κεφάλαιο. Η αγορά για τα πιστωτικά παράγωγα επέτρεψε στις τράπεζες να μετατρέψουν τα επικίνδυνα στοιχεία ενεργητικού τους –τα οποία απαιτούσαν πολύ περισσότερο εποπτικό κεφάλαιο– σε υποτιθέμενα ασφαλή, που στην ουσία όμως δεν ήταν. Επίσης, σημαντικό ρόλο έπαιξαν και οι πολιτικοί. Η αγορά κατοικίας της Αμερικής έχει τα αποτυπώματα της κυβέρνησης παντού. Οι δύο γίγαντες των ενυπόθηκων χορηγήσεων Fannie Mae και Freddie Mac,

Η λογική πίσω από την απορρύθμιση του χρηματοπιστωτικού συστήματος ήταν πως η μεγαλύτερη ελευθερία των αγορών οδηγεί σε καλύτερο οικονομικό αποτέλεσμα.

αρκετά πριν την επίσημη ανάληψή τους από την κυβέρνηση, λειτουργούσαν σε ένα πλαίσιο «υπονοούμενης» κυβερνητικής εγγύησης. Η ιστορία, επίσης, υποδεικνύει πως η ραγδαία χρηματοπιστωτική επέκταση τείνει να συμβαίνει όταν το χρήμα είναι φθηνό. Και το χρήμα, στην περίπτωση της Αμερικής, ήταν εξαιρετικά φθηνό τα προηγούμενα χρόνια. Η εξέλιξη αυτή, εν μέρει, αποδίδεται στο γεγονός πως η μακρά περίοδος χαμηλού πληθωρισμού και οικονομικής σταθερότητας μείωσε την αντίληψη του επενδυτή για τον κίνδυνο. Επιπρόσθετα, στην εξέλιξη αυτή συνετέλεσε η πολιτική της Κεντρικής Τράπεζας της Αμερικής, η οποία κράτησε το επιτόκιο της σε χαμηλά επίπεδα για μακρά περίοδο. Συνεπώς, η σύγχρονη χρηματοδοτική δεν θα πρέπει να καταδικαστεί στην απομόνωση. Τα οφέλη και τα κόστη της, τουλάχιστον εν μέρει, είναι αποτέλεσμα των κινήτρων, στα οποία οι συμμετέχοντες στη χρηματοπιστωτική αγορά ανταποκρίθηκαν. Λαμβάνοντας, ωστόσο, υπόψη αυτές τις στρεβλώσεις, το νέο χρηματοπιστωτικό σύστημα ενδυνάμωσε εν τέλει την οικονομική ανάπτυξη, την ευημερία και τη σταθερότητα;

Κόστος εναντίον ωφέλειας

Οι ασκούντες κριτική απαντούν αρνητικά και στα τρία. Ο κ. Volcker, για παράδειγμα, τονίζει πως τις τελευταί-

ες δεκαετίες η αμερικανική οικονομία επεκτάθηκε τόσο έντονα όσο και τις δεκαετίες του 1950 και του 1960 που το χρηματοπιστωτικό σύστημα δεν ήταν τόσο εξελιγμένο. Ωστόσο, αρκετοί παράγοντες, πέραν του χρηματοπιστωτικού τομέα, ήταν διαφορετικοί κατά τη δεκαετία του 1950, οπότε μια απλή σύγκριση μπορεί να μην είναι ορθή. Και παρόλο που οι οικονομολόγοι παραμένουν διχασμένοι αναφορικά με τη θεωρητική σημασία του χρηματοπιστωτικού τομέα για την ανάπτυξη, το ισοζύγιο των αποδείξεων προτείνει πως ο χρηματοπιστωτικός τομέας έχει σημασία.

Σύμφωνα με τον Ross Levine, έναν οικονομολόγο από το Brown University που ειδικεύεται στο υπό συζήτηση θέμα, πολυάριθμες δια-κρατικές μελέτες υποδεικνύουν πως χώρες με ανεπτυγμένα σε βάθος χρηματοπιστωτικά συστήματα τείνουν να αναπτύσσονται γρηγορότερα, ιδιαίτερα εάν έχουν ισχυρή χρηματιστηριακή αγορά και μεγάλες ιδιωτικές τράπεζες. Η ανάπτυξη δεν ενισχύεται από την αύξηση των αποταμιεύσεων, αλλά από το γεγονός πως το κεφάλαιο κατανέμεται πιο αποδοτικά, βελτιώνοντας την παραγωγικότητα. Αρκετές μελέτες στην Αμερική έχουν δείξει πως πολιτείες που μερίμνησαν για την απορρύθμιση των τραπεζικών τους συστημάτων κατά τη δεκαετία του 1970 παρουσίασαν μεγέθυνση μεγαλύτερη από άλλες πολιτείες.

Το 2006, οι οικονομολόγοι του ΔΝΤ σύγκριναν τα απορρυθμισμένα αγγλοσαξονικά χρηματοπιστωτικά συστήματα με παραδοσιακά συστήματα που βασίζονται περισσότερο στον τραπεζικό κλάδο, όπως αυτά της Γερμανίας και της Ιαπωνίας, και κατέληξαν πως τα αγγλοσαξονικά συστήματα προχωρούσαν γρηγορότερα στην ανακατανομή πόρων από φθινόντες σε νέους ταχύτερα αναπτυσσόμενους τομείς της οικονομίας. Πολύ οικονομολόγοι συμφωνούν ότι η χρηματοπιστωτική καινοτομία, και η γρήγορη ανακατανομή κεφαλαίου που αυτή προωθεί, ήταν ένας από τους λόγους που η παραγωγικότητα της Αμερικής επιταχύνθηκε κατά τα μέσα της δεκαετίας του 1990. Από μόνη της η τεχνολογία δεν είναι σε θέση να εξηγήσει αυτή την πρόοδο, καθώς τα τεχνολογικά επιτεύγματα, όπως το Διαδίκτυο και οι ασύρματες συνδέσεις, είναι διαθέσιμα σε κάθε χώρα.

Αυτό που έκανε τη διαφορά στην περίπτωση της Αμερικής ήταν τα ισχυρά κίνητρα που προσφέρθηκαν για την ανάπτυξη και την αξιοποίηση της νέας τεχνολογίας. Οι διευθυντές των επιχειρήσεων γνώριζαν πως εάν υιοθετούσαν γρήγορα τις νέες τεχνολογίες,

το ευέλικτο χρηματοπιστωτικό σύστημα της Αμερικής θα τους αντάμειβε με πρόσβαση σε φθηνότερο κεφάλαιο. Επειδή, όμως, η χρηματοπιστωτική καινοτομία δύναται να ενισχύσει την ανάπτυξη, δεν σημαίνει ότι μπορεί να το κάνει συνέχεια, καθώς η παραγωγικότητα δεν μπορεί να βελτιωθεί από κάθε νέο τεχνολογικό επίτευγμα.

Το «χρυσωρυχείο» των ομολόγων των ενυπόθηκων δανείων συνέβαλε στη δημιουργία νέων κατοικιών, συμβάλλοντας λίγο στην ενδυνάμωση της μακροχρόνιας μεγέθυνσης της αμερικανικής οικονομίας. Αλλά η πρόσφατη επικέντρωση του χρηματοπιστωτικού τομέα στη στεγαστική αγορά, και όχι σε έναν πιο παραγωγικό και αποδοτικό τομέα της οικονομίας, ενδέχεται να σχετίζεται περισσότερο με τις κυβερνητικές εγγυήσεις προς τη στεγαστική αγορά και όχι με το χρηματοπιστωτικό σύστημα. Τι γίνεται με τις ζωές των ανθρώπων; Ακόμα και αν η χρηματοπιστωτική καινοτομία δεν ενισχύει την ανάπτυξη, είναι μία θετική εξέλιξη εάν βελτιώνει την ευημερία των πολιτών, μέσω της πρόσβασης των πολιτών στην πίστωση. Η χρήση ηλεκτρονικών υπολογιστών έδωσε τη δυνατότητα στους δανειστές να αξιοποιούν τυποποιημένες διαβαθμίσεις πιστωτικής αξιολόγησης, ενώ η διασπορά κινδύνου μέσω της τιτλοποίησης κατέστησε πιο ασφαλές το δανεισμό σε λιγότερο πιστοληπτικά ικανούς δανειζόμενους. Αυτή η «δημοκρατικοποίηση της πίστωσης» επέτρεψε σε περισσότερους ανθρώπους να αποκτήσουν δικές τους κατοικίες.

Παράλληλα, έδωσε τη δυνατότητα σε περισσότερα νοικοκυριά να εξομάλυνουν την καταναλωτική τους τάση με την πάροδο του χρόνου, περιορίζοντας τις δυσκολίες χρηματοδότησης σε δύσκολες περιόδους. Σύμφωνα με μελέτες, οι καταναλωτές σε αγγλοσαξονικές οικονομίες μειώνουν τις δαπάνες τους όταν πλήττονται από προσωρινές διαταραχές στο εισόδημά τους λιγότερο σε σύγκριση με τους καταναλωτές σε χώρες με λιγότερο ανεπτυγμένο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Η εξομάλυνση των καταναλωτικών τάσεων των νοικοκυριών συχνά σημαίνει έναν περισσότερο ομαλό κύκλο. Πολλοί οικονομολόγοι πιστεύουν ότι η χρηματοπιστωτική καινοτομία, περιλαμβάνοντας την ευκολότερη πρόσβαση στην πίστωση, είναι ένας από τους λόγους της άμβλυνσης του οικονομικού κύκλου κατά τις τελευταίες δεκαετίες.

Βέβαια, η ευρύτερη πρόσβαση στην πίστωση τροφοδότησε, ξεκάθαρα, τη φούσκα στη στεγαστική αγορά. Η ζήτηση για πολύπλοκα ομόλογα ενυπόθηκων δανείων οδήγησε στη καλάρωση των κριτηρίων δανειοδότησης, η οποία με τη σειρά της έδωσε ιδιαίτερη ώθηση στο επίπεδο τιμών στην αγορά κατοικίας. Τα υπολογιστικά μοντέλα της Wall Street, βασισμένα σε πρόσφατα ιστορικά στοιχεία των τιμών, υποεκτίμησαν το βαθμό που η καινοτομία ώθησε τις τιμές στην αγορά κατοικίας, δεν έδωσαν την απαιτούμενη προσοχή στις πιθανότητες για μείωση σε εθνικό επίπεδο των τιμών στην αγορά κατοικίας στην Αμερική, και έτσι ενθάρρυναν την έκρηξη του χρέους.

Το χρέος των νοικοκυριών της χώρας αυξήθηκε σταθερά από το 80% του διαθέσιμου εισοδήματος το 1986 στο, σχεδόν, 100% το 2000. Ως το 2007 είχε αυξηθεί στο 140%. Μόλις οι τιμές άρχισαν να πέφτουν και οι πιστωτικές

συνθήκες έγιναν πιο σφιχτές, το «όργιο» δανεισμού κατέστησε τα νοικοκυριά και την ευρύτερη οικονομία εξαιρετικά ευάλωτα. Η «επίδραση του πλούτου» είναι μεγαλύτερη στις χρεωμένες αγγλοσαξονικές οικονομίες απ' ό,τι στις άλλες.

Εάν η χρηματοπιστωτική καινοτομία τροφοδότησε τη φούσκα, τότε θα επιδεινώσει και τη χρεοκοπία. Αυτό οδηγεί στο τρίτο σημείο της κριτικής, κατά το οποίο η σύγχρονη χρηματοδοτική ενδυνάμωσε την αστάθεια των οικονομιών.

Ο κ. Volcker, για παράδειγμα, υποδεικνύει την απουσία χρηματοπιστωτικών κρίσεων αμέσως μετά τον Β' Παγκόσμιο Πόλεμο. Εκείνη την περίοδο, το χρηματοπιστωτικό σύστημα λειτουργούσε στο πλαίσιο των κανόνων και θεσμών που είχαν εισαχθεί μετά την Υφεση. Αλλά, η δεκαετία του 1950 ήταν ασυνήθιστη.

ήταν ασυμπίθιστη.

Σπέρνοντας τη θύελλα

Σύμφωνα με μία θεωρία, τα παραγωγά, η τιτλοποίηση και η επιλογή της χρηματοδότησης θα πρέπει να διασπείρουν τον κίνδυνο, να αυξάνουν την ανθεκτικότητα του χρηματοπιστωτικού τομέα και να περιορίζουν την οικονομική ζημιά από μία διαταραχή. Πριν εφαρμοστεί η πρακτική της τιτλοποίησης, οι επιπτώσεις μιας κατάρρευσης ήταν έντονα συγκεντρωμένες. Συγκεκριμένα, μία κατάρρευση στον τομέα των περιουσιακών στοιχείων στο Τέξας μεταφραζόταν σε κατάρρευση των ενυπόθηκων δανείων που είχαν χορηγήσει οι τράπεζες του Τέξας, στενεύοντας τα περιθώρια άντλησης κεφαλαίων για τις επιχειρήσεις στο Τέξας. Η προσδοκία ήταν πως το τρέχον αποκεντρωμένο και παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα προωθούσε τη διασπορά του κινδύνου και τη μείωση του οικονομικού αποτελέσματος από μία χρηματοπιστωτική διαταραχή.

Πολλές τράπεζες δημιούργησαν ομόλογα βασισμένα σε ενυπόθηκα δάνεια, αλλά δεν μπόρεσαν να τα διανείμουν, διατηρώντας ιδιαίτερα μεγάλο κίνδυνο. Αυτό ήταν η διαστρέβλωση της τιτλοποίησης και όχι η καταδίκη αυτής. Μεγαλύτερο πρόβλημα για τους υπερασπιστές της σύγχρονης χρηματοδοτικής ήταν ο βαρύτατος αντίκτυπος στη ρευστότητα της αγοράς και στην αβεβαιότητα αναφορικά με το εύρος των κινδύνων και τους διατηρούντες αυτών.

Οι αγορές για να λειτουργήσουν αποδοτικά θα πρέπει να έχουν ρευστότητα. Τα υψηλά ποσοστά μόχλευσης και η εξάρτηση από τη βραχυχρόνια χρηματοδότηση —τα δύο χαρακτηριστικά της σύγχρονης χρηματοδοτικής— είχαν καταστήσει το σύστημα ιδιαίτερα εκτεθειμένο σε έναν τέτοιο πανικό. Οι επενδυτικές τράπεζες, τα κερδοσκοπικά κεφάλαια (hedge funds) και άλλα δημιουργήματα του σύγχρονου χρηματοπιστωτικού συστήματος, υπό την πίεση για τη συρρίκνωση των ισολογισμών τους γρηγορότερα από τις παραδοσιακές τράπεζες, κατέστησαν την οικονομία λιγότερο ανθεκτική σε ένα χρηματοπιστωτικό σοκ. Αυτό είναι το συμπέρασμα νέας ανάλυσης των Subir Lall, Roberto Cardarelli και Selim Elekdag, που δημοσιεύθηκε στο τελευταίο World Economic Outlook του ΔΝΤ, σύμφωνα με την οποία οι οικονομικές επιπτώσεις της χρηματοπιστωτικής διαταραχής θα είναι μεγαλύτερες σε χώρες με ανεπτυγμένες και σύγχρονες χρηματοπιστωτικές αγορές. Οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις, σύμφωνα με τους μελετητές, είναι πιθανόν να προκαλέσουν οικονομική επιβράδυνση τόσο σε χώρες με πολύπλοκα και σύγχρονα χρηματοπιστωτικά συστήματα, όσο και σε χώρες όπου επικρατεί το παραδοσιακό σύστημα χρηματοδότησης από τις τράπεζες.

Αλλά, η επιβράδυνση αυτή θα είναι περισσότερο έντονη στις χώρες με το αγγλοσαξονικό μοντέλο χρηματοπιστωτικού συστήματος, καθώς ο ρυθμός δανειοδότησης στις χώρες αυτές είναι περισσότερο κυκλικός. Κατά τη διάρκεια μιας ραγδαίας οικονομικής ανόδου, οι υψηλής μόχλευσης επενδυτικές τράπεζες ενθαρρύνουν τη δημιουργία πιστωτικής «φούσκας», ενώ σε περίπτωση πιστωτικής κατάρρευσης πρέπει να συρρικνώσουν τη μόχλευσή τους γρηγορότερα. Η υπερβολική και υπέρμετρα κυκλική μόχλευση είναι ιδιαίτερα επικίνδυνη. Αλλά, προκλήθηκε από τα νέα χρηματοπιστωτικά εργαλεία και την απορρύθμιση; Ξανά, όχι μόνο.

Η χρηματοπιστωτική υπερέκταση συχνά συμβαίνει ως επακόλουθο της καινοτομίας. Αλλά καθ' όλη τη διάρκεια της ιστορίας, οι χαλαρές νομισματικές συνθήκες έχουν τροφοδοτήσει τον οικονομικό κύκλο, καθώς το φτηνό χρήμα ενθαρρύνει τη μόχλευση που ενισχύει τις τιμές των στοιχείων του ενεργητικού, ενθαρρύνοντας με τη σειρά τους την περαιτέρω μόχλευση. Η σύγχρονη χρηματοδοτική σήμαινε τη διασπορά του ολέθρου προς μία νέα κατεύθυνση.

Οι αγορές και ο ρόλος των ρυθμιστικών αρχών

Αναλογιζόμενοι την τρέχουσα κρίση, κατά πόσο θα πρέπει να επαναπροσδιοριστεί το αγγλοσαξονικό χρηματοπιστωτικό σύστημα; Από μόνη της η αγορά έχει απαιτήσει δραματικές αλλαγές μακριά από τις επενδυτικές τράπεζες με υψηλή μόχλευση και προς την ασφάλεια της μικρότερης μόχλευσης και τις υπό αυστηρό ρυθμιστικό πλαίσιο εμπορικές τράπεζες. Η δυσκολότερη ερώτηση είναι πού –και κατά πόσο– η ρύθμιση του χρηματοπιστωτικού συστήματος θα πρέπει να επεκταθεί. Προτάσεις για μεταρρυθμίσεις εκπορεύονται από κεντρικές τράπεζες, ρυθμιστικές αρχές ομολόγων, υπουργεία οικονομικών, τράπεζες και πανεπιστήμια, έτσι όπως το τιτλοποιημένο χρέος των ενυπόθηκων δανείων εκπορεύθηκε από τη Wall Street. Αλλά, όπως και η χρηματοπιστωτική καινοτομία ευθύνεται εν μέρει για την κατάσταση, έτσι και οι μεταρρυθμίσεις στο ρυθμιστικό πλαίσιο θα επιφέρουν μέρος της λύσης. Πράγματι, ορισμένες δημοφιλείς προτάσεις δεν θα επιφέρουν τα αναμενόμενα αποτελέσματα.

Υπάρχει μεγάλη συζήτηση, για παράδειγμα, για την προώθηση μεταρρυθμίσεων στις αρχές αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας, οι οποίες ενθάρρυναν τη δημιουργία ομολόγων βασισμένων στα ενυπόθηκα δάνεια μέσω της δημοσίευσης παραπληρητικών αξιολογήσεων για την ποιότητα τους.

Αλλά, το πρόβλημα με τις εν λόγω αρχές βρίσκεται μεταξύ του επιχειρηματικού τους μοντέλου και της χρήσης του ως ρυθμιστικό εργαλείο. Οι αγορές και οι ρυθμιστικές αρχές χρησιμοποιούν τις αξιολογήσεις των αρχών για να καθορίσουν την επικινδυνότητα από ένα στοιχείο του ενεργητικού. Επιπρόσθετα, οι αρχές αξιολόγησης πιστοληπτικής

ικανότητας λαμβάνουν έσοδα από τους εκδότες των ομολόγων, με αποτέλεσμα να έχουν σημαντικό κίνητρο να προσδιορίζουν την αξιολόγηση τους ανάλογα με τις απαιτήσεις των πελατών τους.

Άλλη μία δημοφιλής πρόταση αφορά την αλλαγή της διάρθρωσης κινήτρων μεταξύ των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, επιδιώκοντας την αποθάρρυνση της επικίνδυνης και βραχυπρόθεσμης συμπεριφοράς. Το σχέδιο διάσωσης της κυβέρνησης των ΗΠΑ θα περιλαμβάνει όρια για την πληρωμή των αφεντικών των τραπεζών σε προβληματική κατάσταση που κερδίζουν από την εξέλιξη αυτή. Αυτά όμως είναι μια μικρή διαδρομή. Οι κυβερνήσεις δεν είναι σε θέση να διαχειριστούν τη διάρθρωση κινήτρων στο εσωτερικό των τραπεζών. Θα μπορούσε η πιο αυστηρή παρακολούθηση εκ μέρους της κυβέρνησης να επιφέρει καλύτερα αποτελέσματα; Κανείς δεν αμφιβάλλει ότι το πολύπλοκο, αποκεντρωμένο και αλληλεπικαλυπτόμενο σύστημα των ομοσπονδιακών και κρατικών εποπτικών φορέων των ΗΠΑ μπορεί να βελτιωθεί. Ούτε πως οι τεράστιες νέες αγορές χρειάζονται περισσότερη παρακολούθηση. Ούτε πως είναι απαραίτητη περισσότερη πληροφόρηση και διαφάνεια σε πολλά από τα νεότερα χρηματοπιστωτικά εργαλεία. Αλλά δεν θα ήταν σοφό να αναμένουμε τόσο πολλά. Μία κυβερνητική αρχή είχε αναλάβει την επίβλεψη των Fannie Mae και Freddie Mac, γεγονός που δεν τις εμπόδισε να προχωρήσουν σε επικίνδυνες επενδυτικές κινήσεις.

Ως τώρα, τουλάχιστον, κτυπητό χαρακτηριστικό της κρίσης ήταν ότι τα κερδοσκοπικά κεφάλαια (hedge funds), το λιγότερο ρυθμισμένο μέρος της χρηματοπιστωτικής βιομηχανίας, έχουν αποδειχθεί

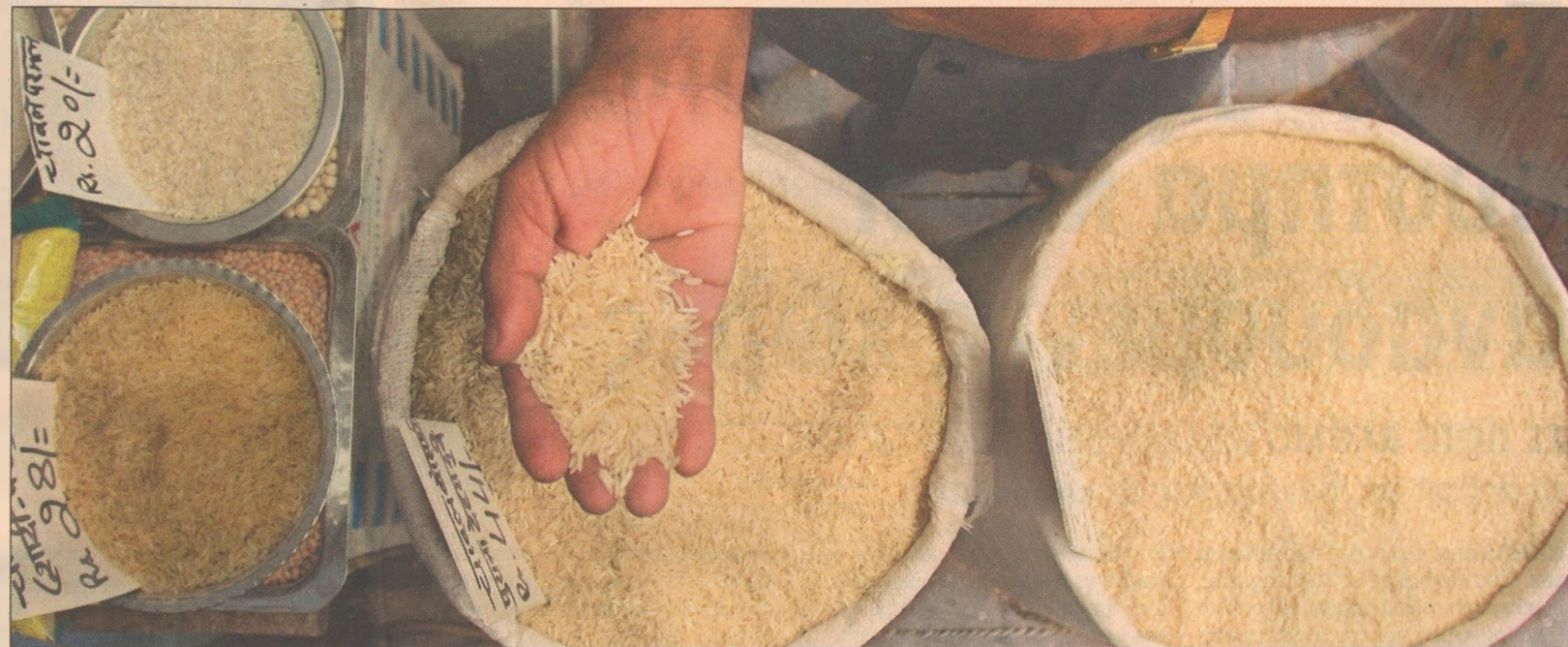
περισσότερο σταθερά από ιδρύματα που λειτουργούν υπό ένα αυστηρότερο ρυθμιστικό και εποπτικό πλαίσιο. Ομοίως, η επαναρρύθμιση θα πρέπει να προχωρήσει προσεκτικά. Όπως πολλά από τα καινοτόμα χρηματοπιστωτικά εργαλεία της σύγχρονης χρηματοδοτικής χρησιμοποιήθηκαν για την αποφυγή των περιορισμών του σημερινού ρυθμιστικού πλαισίου των τραπεζών, έτσι και οι αυριανές καινοτομίες θα σχεδιαστούν για να αποφύγουν τους κανόνες του αύριο.

Οι ρυθμιστικές αρχές επανεξετάζουν τους κανόνες για τα κεφαλαιακά επίπεδα των τραπεζών, ενθαρρύνοντας αφενός την εγκράτεια σε περιόδους ραγδαίας ανόδου των ρυθμών ανάπτυξης και αφετέρου το μετριασμό των τάσεων συρρίκνωσης της μόχλευσης σε περιόδους μεγάλης επιβράδυνσης και πτώσης της οικονομικής δραστηριότητας. Είναι λογικό, επίσης, οι ρυθμιστικές αρχές του χρηματοπιστωτικού συστήματος να προσεγγίζουν τη σταθερότητα του συστήματος στο σύνολό του και όχι μόνο σε εθνικό επίπεδο.

Η μόχλευση δύναται να αντιμετωπιστεί και με άλλους τρόπους. Αρχικά, οι κυβερνήσεις θα πρέπει να σταματήσουν να την «επικορηγούν». Στις ΗΠΑ, για παράδειγμα, δεν θα πρέπει πλέον να επιτρέπεται στους ιδιοκτήτες κατοικιών να αφαιρούν τις πληρωμές των τόκων των ενυπόθηκων δανείων από το φορολογητέο εισόδημά τους. Το σημαντικότερο, ωστόσο, είναι ο τρόπος που κυβερνήσεις θα προσεγγίσουν τη μεταρρύθμιση του χρηματοπιστωτικού συστήματος, καθώς και η σύγχρονη χρηματοδοτική ανάπτυχθηκε σε ένα περιβάλλον που είχε δημιουργηθεί από ρυθμιστικές αρχές και πολιτικούς.

Το πραγματικό μάθημα από τις τιμές των προϊόντων

ΤΑ ΕΜΠΟΡΕΥΜΑΤΑ έγιναν δημοφιλής πηγή
περιουσιακών στοιχείων για τους επενδυτές



Σκαρφαλώστε τις απότομες σκάλες σε ένα μικρό δρόμο στο Fatehpuri, ένα μέρος του πολυσύχναστου εμπορικού κέντρου στο Παλαιό Δελχί, και θα φτάσετε σε μια σειρά δωματίων που κοιτάζουν σε μια εντυπωσιακή εσωτερική αυλή. Σε ένα από αυτά, μισή δωδεκάδα άνδρες τεμπελιάζουν πάνω σε ψάθες, κάτω από μια αφίσα της Lakshmi, της ινδικής θεάς του πλούτου. Δίπλα από αυτούς υπάρχουν τηλεφωνικές συσκευές, με την καθεμιά να είναι συνδεδεμένη με ένα μακρύ καλώδιο. Απ' έξω κρέμεται ένας πίνακας με τιμές κακογραμμένες με κιμωλία. Αυτός είναι ο εμπορικός όροφος της Rajdhani Oils & Oilseeds Exchange, όπου συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης για λάδι από σόγια, κόκκους από μουστάρδα και ζάχαρη αγοράζονται και πωλούνται.

Φαίνεται να είναι μακρύς ο δρόμος από το Εμπορικό Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης, αλλά η πολιτική ζέση που επικρατεί και στα δύο μέρη είναι λίγο πολύ η ίδια. Τα τελευταία δύο χρόνια, η κυβέρνηση της Ινδίας απαγόρευσε τα μελλοντικά συμβόλαια επί εμπορευμάτων όπως το ρύζι, το σιτάρι και οι φακές, σε μια προσπάθεια να χαλιναγωγήσει τις τιμές και να σταματήσει οτιδήποτε φαινόταν επικίνδυνο κερδοσκοπικό. Τους τελευταίους μήνες, το αμερικανικό Κογκρέσο επανέφερε μια σειρά μέτρων, ώστε να αποτρέψει παρόμοια φαινόμενα κερδοσκοπίας στην αγορά πετρελαίου. Στις 18 Σεπτεμβρίου, η Βουλή των Αντιπροσώπων πέρασε ένα νομοσχέδιο που θα περιόριζε το πόσο οι ριψοκίνδυνοι συναλλασσόμενοι, όπως είναι τα κερδοσκοπικά κεφάλαια (hedge funds) και τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια, θα μπορούσαν να επενδύσουν σε εμπορεύματα, κλείνοντας έτσι το «παραθυράκι της Enron», το οποίο επέτρεπε στους εμπόρους ενέργειας να ξεφεύγουν από τους κανονισμούς της κυβέρνησης όταν πουλάνε ή αγοράζουν στην ελεύθερη αγορά ή

ίδιο επιχείρημα. Η ροή κεφαλαίων από κερδοσκοπικά κεφάλαια (hedge funds), από συνταξιοδοτικά κεφάλαια, καθώς και από αυτά που έχουν επενδυθεί στα μελλοντικά συμβόλαια επί εμπορευμάτων, τα τελευταία χρόνια διαστρεβλώνουν τις αγορές για τα «φυσικά προϊόντα». Οι προσπάθειες των παραγωγών και των καταναλωτών, για να αντιμετωπιστούν οι κίνδυνοι και να καθοριστούν οι τιμές στα εμπορεύματα με μεγαλύτερη διαφάνεια και αποτελεσματικότητα, κάθε άλλο παρά στηρίζονται, καθώς οι αγορές έχουν κυριαρχηθεί από κερδοσκοπικά κεφάλαια (hedge funds), κρατικά επενδυτικά κεφάλαια (sovereign-wealth funds) και άλλα συναφή που επιδιώκουν τη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου τους. Η κερδοσκοπική ουρά κουνάει τον παρδαλό σκύλο. Εάν αυτό το επιχείρημα ήταν αληθινό, οι συνέπειες θα ήταν ολοφάνερές. Οι τιμές των εμπορευμάτων έχουν άμεσο αντίκτυπο στη ζωή των ανθρώπων, πολύ μεγαλύτερο απ' ότι έχουν οι τιμές των μετοχών και των ομολόγων, ιδιαίτερα σε πιο φτωχές χώρες, όπου πολλά νοικοκυριά ξοδεύουν τα περισσότερα χρήματά τους στα τρόφιμα. Εάν οι κερδοσκόποι στοχεύουν στην παραποίηση των τιμών των εμπορευμάτων και όχι στη βελτίωσή τους, τότε, ίσως να υπάρχει ένας καλός λόγος να αλλάξει η ισορροπία μεταξύ κυβέρνησης και αγοράς.

Κερδοσκοπία και κερδοσκόποι

Με την πρώτη ματιά, το δάχτυλο φαίνεται να δείχνει στους κερδοσκόπους. Τα εμπορεύματα έχουν γίνει μια δημοφιλής εναλλακτική πηγή περιουσιακών στοιχείων για τους επενδυτές. Σύμφωνα με τη Barclays Capital, οι θεσμικοί επενδυτές είχαν περίπου στα τέλη Ιουνίου \$ 270 δισ. σε επενδύσεις που είχαν σχέση με εμπορεύματα, από \$ 10 δισ. που είχαν έξι χρόνια πριν. Ο αριθμός των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης σε συναλλαγές εμπορευμάτων έχει τετραπλασιαστεί από το 2001. Η ενδεικτική αξία των εξωχρηματιστηριακών παραγώγων προϊόντων, έχει δεκαπενταπλασιαστεί σε \$ 9 τρις.

Ο συγχρονισμός αυτής της αύξησης συμπίπτει εύστοχα με την οικονομική άνθηση των εμπορευμάτων. Οι τιμές από το 2002 ανέβηκαν στα ύψη με κάθε μέτρο σύγκρισης. Η αύξηση έγινε εντονότερη σε δολάρια, το νόμισμα στο οποίο τα περισσότερα συνολικά εμπορεύματα διατιμώνται, επειδή το ίδιο το δολάριο έχει εξασθενήσει. Όμως, τα τελευταία έξι χρόνια οι τιμές στα εμπορεύματα έχουν αυξηθεί επίσης και σε ευρώ καθώς και σε οποιοδήποτε άλλο νόμισμα. Επιπλέον, η κερδοσκοπία ίσως και να εξηγήει την εξαιρετική αστάθεια των τιμών απ' όταν έγινε η χρηματοπιστωτική αναταραχή τον περασμένο Αύγουστο. Καθώς τα χρηματοδοτικά εργαλεία έγιναν επικίνδυνα και δεν μπορούσαν εύκολα να ρευστοποιηθούν, οι επενδυτές έψαξαν για ασφάλεια στα εμπορεύματα. Καθώς η κεντρική τράπεζα των ΗΠΑ περιέκοψε τα επιτόκια, οι διαχειριστές των χρημάτων που ανησυχούσαν για τον πληθωρισμό, οδηγήθηκαν σε «σκληρά» αγαθά, ειδικά στο πετρέλαιο. Αυτή η ορμητική ροή μετρητών δημιούργησε μια νέα φούσκα που έσκασε πρόσφατα. Ωστόσο, με μια πιο στενή ματιά, η θεωρία της κερδοσκοπίας δεν τεκμηριώνεται.

Πρώτον, δεν υπάρχει κανένας σταθερός τύπος μεταξύ του εύρους της αγοράς εμπορευμάτων από τους επενδυτές και της συμπεριφοράς των τιμών. Για παράδειγμα, καθώς τα κεφάλαια της επένδυσης συσσωρεύονται σε συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, η τιμή πέφτει κατακόρυφα – ακόμη και αν οι τιμές άλλων προϊόντων αυξάνονται.

Δεύτερον, πολλά από τα εμπορεύματα στα οποία οι τιμές έχουν ανέβει στα ύψη τα τελευταία χρόνια, από τα μεταλλεύματα σιδήρου έως και το μόλυβδο, δεν συναλλάσσονται και επομένως προσφέρουν λιγότερες ευκαιρίες στους επενδυτές.

Τρίτον, ένα μεγάλο μέρος από την ορμητική ροή των μετρητών που πήγε στα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης που συνδέονται με εμπορεύματα οφείλεται στις αυξανόμενες τιμές. Καθώς η τιμή ενός εμπορεύματος ανεβαίνει, το ίδιο κάνει και η αξία ενός κεφαλαίου που έχει σχέση με το

Ενας λόγος γι' αυτές τις ταλαντεύσεις των τιμών ήταν το γεγονός ότι ούτε η προσφορά αλλά ούτε και η ζήτηση εμπορευμάτων μπορεί να αλλάξει γρήγορα.

ηλεκτρονικά. Η κυβέρνηση της Ιαπωνίας έχει κάνει πιο αυστηρούς τους ελέγχους στα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και η Κίνα έχει περιορίσει τις ξένες συναλλαγές στις αγορές εμπορευμάτων της.

Οι κερδοσκόποι, για καιρό ήταν ένας δημοφιλής στόχος για τους πολιτικούς που απογοητεύονταν από τις ευμετάβλητες τιμές των εμπορευμάτων. Το 1947, όταν οι έλεγχοι την περίοδο του πολέμου τελείωσαν και οι τιμές των τροφίμων αυξήθηκαν πολύ, ο Harry Truman ανέβασε τα περιθώρια των απαιτήσεων (το μερίδιο της αξίας ενός συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης που ο συναλλασσόμενος πρέπει να καταχωρίσει προκαταβολικά) στο 33% και υποσχέθηκε ότι οι τιμές των τροφίμων δεν θα γίνουν «μια μπάλα που θα κλωτσούν οι παίχτες». Το 1958 το αμερικανικό Κογκρέσο για τον ίδιο λόγο απαγόρευσε το κερδοσκοπικό εμπόριο στα κρεμμύδια.

Όμως, αυτή τη φορά, οι πολιτικοί δεν είναι οι μόνοι που κατηγορούν τους χρηματοδότες για τη διαστρέβλωση των τιμών. Ο George Soros, ένας βετεράνος επενδυτής, δήλωσε στις αρχές του τρέχοντος έτους ότι τα εμπορεύματα ήταν μια «φούσκα». Ο Michael Masters, ένας διαχειριστής κερδοσκοπικών κεφαλαίων, δημιούργησε αναταραχή όταν είπε σε μια επιτροπή του Κογκρέσου τον Ιούνιο, ότι η τιμή του πετρελαίου (τότε ήταν \$130/βαρέλι) θα περιοριστεί στο μισό. Ακόμη και ο Shyam Aggarwal, ο επικεφαλής της χρηματιστηριακής Rajdhani, αναφέρει ότι τα μελλοντικά συμβόλαια επί τροφίμων θα πρέπει να απαγορευτούν τουλάχιστον προσωρινά.

Γενικά, όλοι οι παραπάνω έχουν το

εμπόρευμα ακόμη και χωρίς επένδυση νέων χρημάτων. Τέλος, τα αποθέματα των περισσότερων εμπορευμάτων είναι χαμηλά σε σύγκριση με τον ιστορικό μέσο όρο τους. Αυτό είναι σημαντικό διότι η αύξηση των αποθεμάτων αποτελεί τον δρόμο μέσω του οποίου η κερδοσκοπία στις μελλοντικές αγορές έχει επιπτώσεις στην τιμή τοις μετρητοίς.

Όταν οι κερδοσκόποι ωθούν προς τα πάνω τις τιμές πώλησης του πετρελαίου για παράδειγμα, δημιουργούν ένα κίνητρο σε κάποιον να αγοράσει πετρέλαιο στην αγορά σήμερα, στη συνέχεια να πουλήσει ένα συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης επί του πετρελαίου και να το αποθηκεύσει έως ότου λήξει το συμβόλαιο και γίνει η παράδοση. Αυτό το απόθεμα θα έπρεπε να αποκάλυπτε μεγαλύτερα αποθέματα απούλητου πετρελαίου, αλλά τα επίσημα αποθέματα είναι πολύ κάτω από τον μέσο όρο των προηγούμενων πέντε ετών. Το ίδιο ισχύει για πολλά άλλα εμπορεύματα. Η απουσία αποθεμάτων δεν είναι αδιαμφισβήτητη απόδειξη της αθωότητας των κερδοσκόπων.

Όπως επισήμανε και ο Roger Bootle, της Capital Economics, οι επενδυτές που συμμετέχουν στο αρμπιτράζ (arbitrageurs) πρέπει απλά να έχουν μεγαλύτερα αποθέματα. Δεν χρειάζεται να επιτύχουν. Στις αγορές που η προσφορά περιορίζεται, η προσπάθειά τους να συσσωρεύουν αποθέματα θα μπορούσε να ανεβάσει τις τιμές χωρίς καμιά αύξηση στα φυσικά αποθέματα, τουλάχιστον προσωρινά. Επιπλέον, σε μερικά εμπορεύματα, ειδικά σε αυτά

που εξαγονται ή αντλούνται, οι παραγωγοί μπορούν να μειώσουν την προσφορά απλώς με το να καθυστερούν την παραγωγή.

Οι παραγωγοί πετρελαίου, για παράδειγμα, μπορούν απλώς να αντλήσουν λιγότερο. Όμως οι αποδείξεις ότι έχει συμβεί κάτι τέτοιο είναι ανεπαρκείς. Καθώς οι τιμές ανέβηκαν στα ύψη στο πρώτο εξάμηνο του τρέχοντος έτους, οι εμπειρογνώμονες πετρελαίου συμπέραναν ότι οι περισσότεροι παραγωγοί αντλούσαν σε πλήρη ικανότητα.

Η Σαουδική Αραβία είναι ο μόνος μεγάλος παραγωγός με εφεδρική ικανότητα, που, αν μη τι άλλο, αύξησε την παραγωγή αυτό τον χρόνο. Συνολικά, η υπόθεση ότι οι κερδοσκόποι οδήγησαν τη «φούσκα» επί των προϊόντων είναι αδύναμη. Είναι σίγουρο πως οι αγορές συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης δύναται να υπερβαίνουν το σκαπούμενο όριο, και οι επενδυτές ίσως να επιπρέασαν την αγορά των καύσιμων, ειδικά στο πρώτο εξάμηνο του 2008. Όμως, η μακροχρόνια άνοδος των τιμών των εμπορευμάτων –και η πρόσφατη ύφεσή τους– μπορεί να εξηγηθεί ευκολότερα από τις βασικές οικονομικές αρχές.

Πάρα πολύ, πολύ αργά

Τα τελευταία πενήντα χρόνια, οι τιμές των εμπορευμάτων, κατά μέσο όρο, έχουν μειωθεί σε σχέση με άλλα αγαθά και υπηρεσίες καθώς η προσφορά τους έχει ξεπεράσει τη ζήτηση. Καθώς η αύξηση του πληθυσμού και η μεγαλύτερη ευημερία αύξησε τη ζήτηση του κόσμου για θερμίδες, η

παραγωγή γεωργικών προϊόντων αυξανόταν, η οποία με τη σειρά της αύξησε την προσφορά. Όμως, αυτή η πτωτική τάση περιελάμβανε αρκετή αστάθεια και αρκετά μεγάλες διαταραχές, και ιδιαίτερα στη δεκαετία του 1970 όπου οι τιμές εμπορευμάτων όλων των ειδών ανέβηκαν στα ύψη για αρκετά χρόνια. Ένας λόγος γι' αυτές τις ταλαντεύσεις των τιμών ήταν το γεγονός ότι ούτε η προσφορά αλλά ούτε και η ζήτηση εμπορευμάτων μπορεί να αλλάξει γρήγορα.

Οι άνθρωποι πρέπει να φάνε ακόμη και αν μια κακή σοδειά μειώσει προσωρινά τα αποθέματα δημοπρασιών του κόσμου. Χρειάζονται χρόνια για την ανάπτυξη μιας πετρελαιοφόρου περιοχής.

Στη γλώσσα των οικονομολόγων, η ελαστικότητα των τιμών της ζήτησης και της προσφοράς είναι χαμηλή βραχυπρόθεσμα. Επομένως, οποιαδήποτε έκπληξη σε οποιαδήποτε πλευρά μεταφράζεται αυτομάτως σε μεγάλες μεταβολές τιμών. Το μεγάλο σοκ της δεκαετίας του 1970 στα εμπορεύματα δημιουργήθηκε από τα αναπάντεχα ελλείμματα στην προσφορά. Οι ένοχοι ήταν το αραβικό εμπάργκο πετρελαίου του 1973, οι καταστροφικές σοδειές του 1972 και του 1974 καθώς και η ιρανική επανάσταση του 1979.

Αντίθετα, η οικονομική άνθηση της δεκαετίας οφειλόταν κυρίως στην αναπάντεχα μεγάλη ζήτηση. Η παγκόσμια οικονομία αναπτύχθηκε πιο γρήγορα απ' ό,τι μπορούσε να προβλέψει κανείς. Στις προβλέψεις του, τον Απρίλιο του 2003 για παράδειγμα, το ΔΝΤ περίμενε μέσο όρο παγκό-

σμιας ανάπτυξης κάτω από το 4% τον χρόνο για τα επόμενα τρία χρόνια. Στην πραγματικότητα, η παγκόσμια οικονομία αναπτύχθηκε με έναν ετήσιο μέσο όρο 4,5% μεταξύ του 2003 και του 2007. Αυτή η οικονομική άνθηση δημιουργήθηκε από την εμφάνιση των αναπτυσσόμενων οικονομιών που αυξήθηκαν με έναν μέσο ρυθμό 7,3% ετησίως.

Το 2003 το ΔΝΤ ανέμενε την οικονομία της Κίνας, για παράδειγμα, να αναπτύσσεται κατά 7,5% ετησίως, στην πραγματικότητα όμως αναπτύσσεται με ετήσιο ποσοστό 10,6% από τότε. Οχι μόνο οι αναπτυσσόμενες οικονομίες αυξήθηκαν απροσδόκητα γρήγορα, αλλά σε αυτή τη φάση της ανάπτυξης, η χρήση των εμπορευμάτων τους γίνεται πιο έντονη καθώς γίνονται πιο πλούσιες.

Το αποτέλεσμα ήταν μια δραματική αύξηση στη ζήτηση, ιδιαιτέρως για την ενέργεια και τα βιομηχανικά προϊόντα. Πάρτε το πετρέλαιο. Στα τέσσερα έτη, από το 1998 ως το 2002, η παγκόσμια ζήτηση πετρελαίου αυξήθηκε με ένα ποσοστό μέσου όρου 1,1% ετησίως.

Μεταξύ του 2003 και του 2007 ο ρυθμός σχεδόν διπλασιάστηκε με μέσο όρο 2,1% και σχεδόν όλη η αύξηση προήλθε από τον κόσμο που εμφανίστηκε (η ζήτηση πετρελαίου στις χώρες του ΟΟΣΑ έχει μειωθεί από το 2006). Το 2007 η Κίνα μόνο ευθυνόταν για το ένα τρίτο της αύξησης στην παγκόσμια ζήτηση πετρελαίου. Σε εμπορεύματα όπως τα περισσότερα μέταλλα είχε ακόμη μεγαλύτερο μερίδιο.

Οι ευθύνες των κυβερνήσεων και οι στρεβλώσεις

Η αυξανόμενη ευημερία, ωστόσο, δεν είναι ολόκληρη η ιστορία πίσω από τη μεγαλύτερη ζήτηση. Οι στρεβλώσεις που προκλήθηκαν από την κυβέρνηση μετρίασαν τις τιμές. Σε πολλές αναπτυσσόμενες οικονομίες, οι κυβερνήσεις ελέγχουν τις τιμές των σημαντικών καυσίμων, όπως το ντίζελ, και τις κρατούν κάτω από τα επίπεδα της παγκόσμιας αγοράς. Οι χώρες που εξαγωγή πετρέλαιο είναι οι χειρότεροι παραβάτες. Ενώ για παράδειγμα η αμερικανική τιμή είναι κοντά στο ένα δολάριο ανά λίτρο, η Σαουδική Αραβία πουλάει τη βενζίνη στα 13 σεντς και η Βενεζουέλα στα 16 σεντς.

Εντυπωσιακά, οι εξαγωγείς πετρελαίου της Μέσης Ανατολής παρουσιάζουν μια μεγάλη αύξηση στην κατανάλωση πετρελαίου. Το 2007 ευθύνονταν για το ένα τέταρτο της αύξησης στην παγκόσμια ζήτηση πετρελαίου, αν και αντιπροσωπεύουν ένα πολύ μικρό μέρος της παγκόσμιας οικονομίας. Καθώς οι τιμές πετρελαίου αυξήθηκαν, μερικές χώρες αποφάσισαν να αρχίσουν να ξετυλίγουν αυτές τις στρεβλώσεις. Οι χώρες που εισάγουν πετρέλαιο, όπως η Μαλαισία, η Ταϊβάν, η Ινδονησία, η Κίνα και η Ινδία, αύξησαν τις τιμές των καυσίμων τους τελευταίους μήνες.

Η Κίνα αύξησε τις τιμές δύο φορές, τον Νοέμβριο του 2007, καθώς και τον Ιούνιο του τρέχοντος έτους. Οι τιμές πετρελαίου τους τώρα δεν διαφέρουν από αυτές της Αμερικής (αν και άλλες τιμές ενέργειας στην Κίνα είναι ακόμη τεχνητά χαμηλές). Όμως, πολλές άλλες χώρες κράτησαν τις τιμές σταθερές και αύξησαν το μέγεθος των επιδοτήσεων τους. Αυτό έβλαψε τα οικονομικά της κυβέρνησης και το σημαντικότερο είναι πως έκανε χειρότερη την αστάθεια των τιμών, εμποδίζοντας την πορεία από υψηλότερες τιμές σε μικρότερη ζήτηση.

Οι στρεβλώσεις που εισάγουν οι κυβερνήσεις είναι πιο εμφανείς στα τρόφιμα, και αυτή τη φορά οι ένοχοι είναι οι πλούσιες χώρες, ιδιαίτερα στην Αμερική και στην Ευρώπη. Φαινομενικά, για να μειωθούν οι εκπομπές άνθρακα, οι κυβερνήσεις και στα δύο μέρη έχουν εισάγει πολιτικές που ενθαρρύνουν τα βιοκαύσιμα (αιθανόλη βασισμένη σε δημητριακά στην Αμερική και βιοντίζελ στην Ευρώπη). Εξαιτίας αυτών των επιδοτήσεων και των κανονισμών, η ζήτηση για καλαμπόκι και φυτικά έλαια (στα οποία βασίζεται το βιοντίζελ) έχει οδηγηθεί στα ύψη και αυτά τα σπαρτά έχουν αντικαταστήσει άλλα, όπως το σιτάρι.

Οι αναλυτές, από τον ΟΟΣΑ έως την Παγκόσμια Τράπεζα, υποστηρίζουν ότι η ζήτηση βιοκαυσίμων είναι ο μεγαλύτερος λόγος που οι τιμές τροφίμων έχουν ανέβει τόσο ψηλά τα τελευταία δύο χρόνια, καθώς αποτελούν τουλάχιστον το 70% της αύξησης στις τιμές καλαμποκιού και το 40% της αύξησης στις τιμές της σόγιας. Οι υψηλότερες τιμές ενέργειας έχουν επίσης κάνει τη διαφορά, καθώς το λίπασμα και άλλες δαπάνες εισαγωγής έχουν αυ-

ξηθεί. Κάθε άλλο παρά αναγνωρίζουν τον ρόλο τους στη δημιουργία της τιμής των τροφίμων, καθώς πολλοί Δυτικοί πολιτικοί (και ιδιαίτερα ο πρόεδρος George Bush) έχουν επισημάνει την αυξανόμενη ευημερία στις αναπτυσσόμενες οικονομίες.

Οι πιο πλούσιοι Ινδοί και Κινέζοι καταναλωτές στην πραγματικότητα τρώνε περισσότερο κρέας από ότι έτρωγαν —αν και όλο και λιγότεροι άνθρωποι το κάνουν στη Δύση— όμως αυτή η αλλαγή δεν ήταν αρκετά ξαφνική για να εξηγήσει τις ορμητικές κινήσεις των τιμών προς τα πάνω από το 2006. Είναι τα βιοκαύσιμα που έχουν κάνει τη διαφορά. Το σοκ στη ζήτηση και οι λανθασμένες πολιτικές της κυβέρνησης βρίσκονται αρκετά κοντά στην εξήγηση της συμπεριφοράς των τιμών των εμπορευμάτων τα τελευταία χρόνια. Όμως, και οι εκπλήξεις στην προσφορά έχουν παίξει τον ρόλο τους, ιδιαίτερα στο πετρέλαιο, όπου η ανταπόκριση της προσφοράς σε υψηλότερες τιμές ήταν νω-
θηρή, ακόμη και στα επίπεδά της.

Επειτα από χρόνια χαμηλών τιμών πετρελαίου στη δεκαετία του 1990, ο όμιλος παραγωγών του OPEC άρχισε την πρόσφατη οικονομική ανθροση. Αυτή η εφεδρική ικανότητα έχει εξαφανιστεί, κυρίως διότι η παραγωγή εκτός OPEC υπήρξε απογοητευτική. Και πάλι η κυβερνητική πολιτική έπαιξε τον ρόλο της.

Η μεγάλη πλειοψηφία των αποθεμάτων πετρελαίου του κόσμου βρίσκεται στα χέρια των εταιρειών πετρελαίου που α-

νήκουν στην κυβέρνηση. Πολύ συχνά αυτές οι εταιρείες χρησιμοποιούν τα έσοδά τους για πολιτικούς σκοπούς, παρά για να τα επενδύσουν και να αυξήσουν την παραγωγή. Στη γεωργία, οι κυβερνήσεις των αναδυόμενων χωρών περιόρισαν την προσφορά, με αποτέλεσμα να επιδεινώνονται τα προβλήματα που δημιουργούνται στον πλούσιο κόσμο. Οντας πανικόβλητοι από την αύξηση των τιμών των τροφίμων το 2007, περισσότερες από 30 κυβερνήσεις από την Ουκρανία έως την Κίνα εισήγαγαν απαγορεύσεις εξαγωγών για την αγροτική παραγωγή. Αυτό μείωσε την τροφοδοσία τροφίμων στις αγορές του κόσμου, στέλνοντας τις τιμές ακόμη πιο ψηλά.

Το ρύζι χτυπήθηκε περισσότερο, καθώς μόνο το 4% της παγκόσμιας σοδειάς βγαίνει στο εμπόριο εκτός συνόρων, συγκρινόμενο με το 13% για το καλαμπόκι και το 19% για το σιτάρι. Στο άκουσμα των νέων για τις απαγορεύσεις στην Κίνα, στο Βιετνάμ, στην Καμπότζη, στην Ινδία και στην Αίγυπτο (όπου ανάμεσά τους αναπτύχθηκε το 40% της παγκόσμιας εξαγωγής ρυζιού το 2007), η τιμή τριπλασιάστηκε μέσα σε μερικές εβδομάδες. Σε αυτό το περιβάλλον πανικού οι τιμές μελλοντικής πώλησης για όλα τα τρόφιμα πήγαν στα ύψη. Κατά καιρούς, τα επενδυτικά κεφάλαια μπορεί να επιδεινώσαν τους φόβους για ελλείψεις. Όμως για τα τρόφιμα, όπως και για τα καύσιμα, ο κύριος λόγος για την αύξηση των τιμών τα τελευταία χρόνια ήταν η ύπαρξη

αναπάντεχης ανόδου της ζήτησης, που συχνά συνδυαζόταν με κυβερνητικές στρεβλώσεις.

Σε αντίθεση με ό,τι υποθέτουν οι κριτικοί των κερδοσκόπων, ο κύριος σκοπός των αγορών συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης ήταν να σηματοδοτήσουν αυτές τις βασικές αρχές σε εταιρείες και σε νοικοκυριά, επιταχύνοντας την προσαρμογή τους στην αλλαγμένη ισορροπία της προσφοράς και της ζήτησης για εμπορεύματα. Με την απουσία τέτοιων σημάτων θα γίνονταν ακόμη μεγαλύτερες μεταπτώσεις στις τιμές των εμπορευμάτων για να βρεθεί η ισορροπία μεταξύ της προσφοράς και της ζήτησης.

Η ίδια μείξη θεμελιωδών αρχών και κυβερνητικής πρακτικής βοηθάει αντιστρόφως να εξηγηθεί η μείωση των τιμών τους τελευταίους μήνες. Η πτώση στις τιμές των εμπορευμάτων σε δολάρια επηρέασε μερικώς την ενδυνάμωση του πράσινου νομίσματος. Οι τιμές πετρελαίου, για παράδειγμα, σε ευρώ έχουν πέσει 25% λιγότερο από την κορύφωσή τους απ' ό,τι οι τιμές πετρελαίου σε δολάρια. Μια σειρά από λογικές κινήσεις από τις κυβερνήσεις, όπως η απόφαση από μερικούς μεγάλους εξαγωγείς να αυξηθούν οι έλεγχοι εξαγωγής, βοήθησε να μειωθεί ο πανικός στις αγορές τροφίμων. Η προοπτική των άφθονων δημητριακών στις σοδειές ενίσχυσε την αυτοπεποίθηση για βραχυπρόθεσμη τροφοδότηση. Ο δείκτης τιμών τροφίμων του Economist στα τέλη Σεπτεμβρίου ήταν 23% κάτω από την κορυφή.

Ακόμη και αν δεν καταγγέλλει τους κερδοσκόπους ότι οδήγησαν τις τιμές στην πτώση τους. Η αγορά πετρελαίου επίσης προσαρμόζεται. Μια καινούρια Σαουδική περιοχή εμφανίστηκε, βελτιώνοντας τις προοπτικές για ενδυνάμωση της προσφοράς. Από την πλευρά της ζήτησης, οι καταναλωτές έχουν αρχίσει να αντιδρούν.

Αντιμετωπίζοντας τη βενζίνη στα 4 δολάρια το γαλόνι, οι Αμερικάνοι οδηγοί άλλαξαν τις συνήθειές τους πιο γρήγορα απ' ό,τι περίμεναν, μεταπηδώντας στα μικρότερα αυτοκίνητα, οδηγώντας λιγότερο και χρησιμοποιώντας τις δημόσιες συγκοινωνίες περισσότερο. Και το πιο σημαντικό απ' όλα, η παγκόσμια οικονομία έχει αρχίσει ξαφνικά να επιβραδύνεται και οι προοπτικές της έχουν σκοτεινιάσει δραματικά. Χάρη στο σοκ, εν μέρει, των υψηλότερων τιμών πετρελαίου, η ανάπτυξη παραγωγής στην Ιαπωνία και την Ευρώπη σταμάτησε στις αρχές του καλοκαιριού.

Μέχρι τον Αύγουστο, ακόμη και οι μεγάλες αναδυόμενες οικονομίες έδειχναν σημάδια επιβράδυνσης από τον ιλιγγιώδη ρυθμό τους. Καθώς η κλίμακα της παγκόσμιας επιβράδυνσης γινόταν πιο ξεκάθαρη, οι τιμές των εμπορευμάτων εξασθενούσαν. Εάν η επίμονη και η αναπάντεχη ζήτηση τροφοδότησε τη ραγδαία αύξηση των εμπορευμάτων, η άνοδος των τιμών ίσως, τουλάχιστον εν μέρει, να ήταν ένα σύμπτωμα της παγκόσμιας οικονομίας που υπερθερμαινόταν.

Αυτό τώρα αλλάζει γρήγορα. Όμως υποθέτει πως οι πολιτικοί του κόσμου από το να κατηγορούν τους κερδοσκόπους, ίσως θα έπρεπε πρώτα να ρίξουν μια ματιά στις δικές τους πολιτικές και μετά στα λάθη των κεντρικών τραπεζών τους.

Το χρηματοπιστωτικό σύστημα και οι αναδυόμενες χώρες

ΣΕ ΠΟΙΟ ΒΑΘΜΟ μπορούν άραγε να αλλάξουν
τη μορφή της παγκόσμιας χρηματοδοτικής



«Οι ΗΠΑ αποτελούν ένα πρότυπο για την Κίνα» αναφέρει ο Yu Yongding, διακεκριμένος οικονομολόγος από το Πεκίνο. «Ομως, με την αναστάτωση που έχει δημιουργηθεί αυτή την εποχή, ασφαλώς και θα πρέπει να το ξανασκεφτούμε». Το μέλλον της παγκόσμιας χρηματοδοτικής θα εξαρτηθεί από το τι είδους αναθεώρηση γίνεται στο Πεκίνο, καθώς και στις υπόλοιπες οικονομίες των αναδυόμενων χωρών. Μέχρι στιγμής, τα σημάδια είναι ανάμεικτα, ακόμη και εντός της ίδιας χώρας.

Στην Ινδία, για παράδειγμα, η Κεντρική Τράπεζα που για χρόνια εφήρμοζε συντηρητική πολιτική, πρόσφατα άλλαξε άποψη αναφορικά με τα πιστωτικά παράγωγα, υποστηρίζοντας ότι η κρίση στην αγορά των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου απέδειξε ότι η εποχή δεν είναι κατάλληλη για τέτοιες καινοτομίες. Παρ' όλα αυτά, στο τέλος Αυγούστου, η Ινδία εξέδωσε παράγωγα βασισμένα στο νόμισμά της, παρέχοντας, έτσι, ένα μέσο για την αντιστάθμιση του κινδύνου έναντι της διακύμανσης της ινδικής ρουπίας. Οι ανώτεροι υπάλληλοι της Κίνας είναι κατά ασυνήθιστο τρόπο ειλικρινείς σχετικά με τις αποτυχίες της Wall Street. Ομως, ενώ πολλές πλούσιες χώρες, από τη Βρετανία έως την Αυστραλία, έχουν απαγορεύσει ή έχουν περιορίσει τις ανοιχτές πωλήσεις μετοχών σε μια απέλπιδα προσπάθεια να σταματήσει η πτώση των τιμών τους, το Υπουργικό Συμβούλιο της Κίνας αποφάσισε να επιτρέψει στους επενδυτές να αγοράσουν μετοχές με πίστωση και να τις πουλήσουν βραχυπρόθεσμα.

Σε γενικές γραμμές, η στάση των αναδυόμενων οικονομιών απέναντι στο αγγλοσαξονικό μοντέλο είναι βαθιά ρεαλιστική, βασιζόμενη περισσότερο στα παραδείγματα των δικών τους χρηματοπιστωτικών κρίσεων της δεκαετίας του 1990 παρά στις σημερινές «καταστροφές» της Wall Street. Οι κρίσεις αυτές προκάλεσαν πολύ μεγαλύτερο οικονομικό πόνο απ' ό,τι μέχρι σήμερα έχει δει ο πλούσιος κόσμος. Για παράδειγμα, το ΑΕΠ στο Μεξικό μειώθηκε κατά 6% το 1995 και στην Ινδονησία κατά 13% το 1998.

Τα σημαντικά διδάγματα αυτών των καταστροφών είναι πως το χρέος εκφρασμένο σε ξένο νόμισμα ήταν επικίνδυνο, πως το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο θα πρέπει να αποφεύγεται με κάθε κόστος και πως η σύνεση επιβάλλει τη δημιουργία μεγάλου αποθέματος συναλλάγματος για τις δύσκολες περιόδους. Τυπικά, μια πλούσια χώρα διαθέτει αποθέματα συναλλάγματος περίπου στο 4% του ΑΕΠ της. Το ποσοστό αυτό στις αναδυόμενες οικονομίες ήταν περίπου το ίδιο, αλλά την τελευταία δεκαετία αυξήθηκε, φτάνοντας κατά μέσο όρο πάνω από το 20% του ΑΕΠ. Η Κίνα έχει αποθέματα συναλλάγματος ύψους \$1,8 τρισ. και άλλες οκτώ αναδυόμενες οικονομίες έχουν πάνω από \$100 δισ. η καθεμιά.

Εκ πρώτης όψεως, ο μεγάλος όγκος αποθεματικών προσέφερε στήριξη στις αναδυόμενες οικονομίες. Αυτός είναι κι ένας από τους λόγους που οι χώρες αυτές αποδείχθηκαν τόσο ανθεκτικές στη σημερινή παγκόσμια διαταραχή. Εντούτοις η οικονομική αυτή πολιτική δημιούργησε στρεβλώσεις και ακαμψίες που ενίσχυσαν την παγκόσμια χρηματοπιστωτική φούσκα και πυροδότησαν τον εγχώριο πληθωρισμό.

Η πρόκληση για τις αναδυόμενες οικονομίες είναι η δημιουργία ενός παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος που θα είναι περισσότερο ευέλικτο και ταυτόχρονα ασφαλές. Τα αποτελέσματα των ακαδημαϊκών ερευνών δεν είναι καθησυχαστικά. Μετά την κρίση της δεκαετίας του 1990, οι οικονομολόγοι άρχισαν να μελετούν τα οφέλη των φτωχών χωρών από την ένταξή τους στις παγκόσμιες κεφαλαιαγορές. Η απάντηση είναι ότι τα οφέλη τους δεν είναι σημαντικά.

Σε μελέτη που έγινε το 2007 για το Brookings Institution από τους Eswar Prasad του Cornell University, Raghu Rajan του University of Chicago και Arvind Subramanian του Peterson Institute, αποδείχθηκε ότι οι φτωχές χώρες που στηρίχθηκαν στις εγχώριες αποταμιεύσεις προκειμένου να χρηματοδοτήσουν τις επενδύσεις τους παρουσίασαν ρυθμούς ανάπτυξης μεγαλύτερους απ' ό,τι αυτές που βασίστηκαν σε ξένη χρηματοδότηση.

Επιπλέον, τα ξένα κεφάλαια δε βοήθησαν τις αναδυόμενες οικονομίες να αντιμετωπίσουν καλύτερα τις ξαφνικές εισοδηματικές διαταραχές.

Σε μια άλλη μελέτη των Eswar Prasad, Ayhan Kose και Marco Terrones του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου, αποδεικνύεται ότι η μεταβλητότητα της κατανάλωσης στις αναδυόμενες οικονομίες έχει αυξηθεί τα τελευταία χρόνια. Οι φτωχές χώρες με αδύναμα χρηματοπιστωτικά συστήματα διαφαίνεται πως δεν μπορούν να αντεπεξέλθουν στην πληθώρα των εισροών ξένων κεφαλαίων. Οι πόροι αυτοί, συνήθως, διοχετεύονται σε μη παραγωγικούς τομείς, όπως είναι η αγορά ακινήτων. Αυτές οι εισροές φαίνεται ότι επιδεινώνουν τον οικονομικό κύκλο. Τα νέα όμως δεν ήταν μόνο άσχημα.

Ερευνες έδειξαν ότι οι άμεσες ξένες επενδύσεις και η εισροή κεφαλαίων μετέφεραν τεχνογνωσία και

ρίως στα κεφάλαια και στις ξένες άμεσες επενδύσεις. Με βάση το δείκτη του ΔΝΤ για τον έλεγχο των κεφαλαίων, μόνο δύο αναδυόμενες οικονομίες παρέμειναν κλειστές στην εισροή κεφαλαίων κατά τη δεκαετία 1995-2005, ενώ δεκατέσσερις χώρες άνοιξαν πλήρως τις οικονομίες τους. Οι υπόλοιπες χώρες βρέθηκαν σε μία ενδιάμεση κατάσταση που έτεινε περισσότερο προς το μεγαλύτερο «άνοιγμα» των αγορών. Συγχρόνως, οι ξένες τράπεζες διαδραμάτισαν έναν ακόμη μεγαλύτερο ρόλο.

Μέχρι το 2007 σχεδόν 900 ξένα τραπεζικά ιδρύματα δραστηριοποιούνταν στις αναπτυσσόμενες χώρες. Κατά μέσον όρο αντιπροσωπεύουν το 40% του τραπεζικού δανεισμού, από 20% που ήταν την προηγούμενη δεκαετία. Σε ορισμένες περιοχές και πιο συγκεκριμένα στην Ανατολική Ευρώπη και στη Λατινική Αμερική, οι ξένες τράπεζες κυριάρχησαν στο εγκώριο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Ακόμη και η Κίνα και η Ινδία, που καθυστέρησαν να επιτρέψουν την είσοδο των ξένων ιδρυμάτων στη χώρα, έχουν ανοίξει την αγορά τους τα τελευταία χρόνια. Το πιο σημαντικό είναι ότι η χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση επιταχύνθηκε παρ' όλες τις όποιες σκόπιμες πολιτικές αποφάσεις.

Σε έναν κόσμο ραγδαίας παγκοσμιοποίησης, ακόμη και χώρες με αυστηρές παρεμβατικές πολιτικές παρουσίασαν αύξηση στην πραγματική ροή κεφαλαίων. Μια εξήγηση μπορεί να είναι ότι η αύξηση του εμπορίου αναπόφευκτα φέρνει αύξηση των κεφαλαίων ολοκλήρωσης. Ένα ολόκληρο χρηματοοικονομικό οικοδόμημα δημιουργείται προκειμένου να στηρίξει αυτή την παγκόσμια αλυσίδα. Η αύξηση του όγκου των εμπορικών ροών καθιστά ευκολότερο για τις επιχειρήσεις να αποφεύγουν τους κρατικούς ελέγχους, με υπό ή υπερτιμολόγηση των συναλλαγών τους. Επιπλέον, οι υψηλοί ρυθμοί ανάπτυξης καθιστούν τις αναδυόμενες οικονομίες έναν ελκυστικό προορισμό για τους ξένους επενδυτές, αλλά και για τους κατοίκους τους που ζουν εκτός συνόρων και μπορούν να βρουν τρόπους να παρακάμψουν τους ελέγχους κεφαλαίων.

Οι στρεβλώσεις και το κόστος που σχετίζονται με τον έλεγχο κεφαλαίων αυξάνονται καθώς οι αναδυόμενες οικονομίες γίνονται όλο και περισσότερο παγκοσμιοποιημένες. Η προσωρινή επιβολή φόρων, προκειμένου να αποθαρρυνθεί η ξαφνική αύξηση κεφαλαίων μπορεί να διαδραματίσει κάποιο ρόλο, παρ' όλο που σε ορισμένες περιπτώσεις αποδεικνύεται αντιπαραγωγική.

Η Ταϊλάνδη, για παράδειγμα, επέβαλε φόρο στην εισροή ξένων κεφαλαίων στο χρηματιστήριό της το 2006, αλλά είδε την αγορά να κατακυλάει και έσπευσε να ανακαλέσει την απόφασή της. Μακροπρόθεσμα, οι στρεβλώσεις που προκαλούνται από τέτοια μέτρα γίνονται ακόμη πιο έντονες.

Η Κίνα, για παράδειγμα, έχει μερικώς από τους αυστηρότερους ελέγχους μεταξύ των αναδυόμενων χωρών, με αποτέλεσμα τη μερική απομόνωσή της από τις διεθνείς κεφαλαιαγορές. Παρ' όλα αυτά, οι έλεγχοι που απαιτούνται για την αποτροπή κερδοσκοπικών κεφαλαίων αυξάνο-

Σε έναν κόσμο ραγδαίας παγκοσμιοποίησης, ακόμη και χώρες με αυστηρές παρεμβατικές πολιτικές παρουσίασαν αύξηση στην πραγματική ροή κεφαλαίων.

βελτίωσαν το σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης. Τα στοιχεία επίσης δείχνουν ότι ο ανταγωνισμός από τις ξένες τράπεζες καθώς και τα ξένα κεφάλαια στις χρηματιστηριακές δύνανται να βελτιώσουν το χρηματοπιστωτικό σύστημα των αναδυόμενων χωρών. Πολύ πριν ο κ. Volcker αμφισβητήσει την ορθότητα του αμερικανικού χρηματοπιστωτικού συστήματος, οι ακαδημαϊκοί είχαν εκφράσει τις αμφιβολίες τους σχετικά με τη χρηματοπιστωτική παγκοσμιοποίηση των αναδυόμενων χωρών.

Αγνοώντας το ψυχαστήριο

Ειρωνικά, αυτή η φιλολογική διαφωνία συνέβαινε και τη στιγμή που το χρηματοπιστωτικό σύστημα των αναδυόμενων χωρών ενοποιόταν όλο και περισσότερο με το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Συνολικά, οι πολίτες των αναδυόμενων χωρών κατέχουν αυτή τη στιγμή περίπου \$1 τρις. κατατεθειμένα σε ξένες τράπεζες, τρεις φορές περισσότερα απ' ό,τι το 2002. Όπως και να το δει κανείς, οι ακαθάριστες ροές κεφαλαίων που αφορούν τις αναδυόμενες οικονομίες παρουσίασαν αύξηση από τα μέσα της δεκαετίας του 1990, η οποία επιταχύνθηκε τα τελευταία χρόνια.

Η σύνθεση αυτών των ροών έχει μεταβληθεί. Οι ξένες άμεσες επενδύσεις και οι ροές κεφαλαίων έχουν αυξηθεί πολύ περισσότερο απ' ό,τι το χρέος. Ωστόσο, ο βαθμός της χρηματοοικονομικής ολοκλήρωσης έχει αυξηθεί σημαντικά. Η παγκοσμιοποίηση του χρηματοπιστωτικού συστήματος επιταχύνθηκε εν μέρει, καθώς οι κυβερνήσεις δεν έδωσαν ιδιαίτερη βάση στους ακαδημαϊκούς σκεπτικιστές. Οι περισσότερες από αυτές συνέχισαν το «άνοιγμα», κυ-

νται ολοένα και περισσότερο. Από τον Ιούλιο, το κράτος επέβαλε περισσότερες πληροφορίες αναφορικά με τα κέρδη των εξαγωγών, προκαλώντας στους μικρομεσαίους εξαγωγείς μεγάλο πονοκέφαλο.

Αποδεικνύεται λοιπόν ότι η παγκοσμιοποίηση του χρηματοπιστωτικού συστήματος είναι αναπόσπαστο κομμάτι της παγκόσμιας ολοκλήρωσης. Το ερώτημα για τις οικονομίες των αναδυόμενων χωρών που προκύπτει από τα παραπάνω δεν είναι εάν η παγκοσμιοποίηση του χρηματοπιστωτικού συστήματος είναι συμφέρουσα, αλλά με ποιο τρόπο θα μεγιστοποιηθούν τα οφέλη και θα ελαχιστοποιηθεί το αντίστοιχο κόστος.

Η απάντηση είναι να βασίζονται περισσότερο στις αγορές και συχνά να προσπαθούν να αποφύγουν τα λάθη του ανεπτυγμένου κό-

στρεβλωμένο εξαιτίας των κυβερνητικών παρεμβάσεων. Περίπου το 40% του τραπεζικού δανεισμού κατευθύνεται σε τομείς «προτεραιότητας», όπως η γεωργία, ενώ η κύρια πηγή δανεισμού για τους πολίτες είναι ο άτυπος δανεισμός. Το κρίσιμο ερώτημα είναι πώς να χειριστεί κανείς τα ξένα κεφάλαια.

Πρώτη προτεραιότητα θα πρέπει να είναι η μεγαλύτερη δυνατή ευελιξία ως προς το νόμισμα. Ο κίνδυνος για τις αναδυόμενες αγορές που επιτρέπουν την εισροή ξένων κεφαλαίων είναι η αποσταθεροποίηση. Η διακύμανση της εισροής κεφαλαίων θα έχει αντίκτυπο τόσο στην υπανάπτυκτη αγορά περιουσιακών στοιχείων όσο και στο επίπεδο της ζήτησης στην πραγματική οικονομία. Οι χώρες που επιτρέπουν σε ξένες τράπεζες να εισέρχονται στις αγορές τους αναπόφευκτα θα επηρεάζονται από το μέλλον των τραπεζών αυτών οπουδήποτε στον κόσμο. Αν για παράδειγμα μια ευρωπαϊκή τράπεζα παρουσιάσει ζημιές στα προϊόντα των ενυπόθηκων δανείων της αμερικανικής αγοράς, αυτό μπορεί να προκαλέσει αυστηρότερη πολιτική δανειοδότησης στην Ουγγαρία.

Για να αντιμετωπίσουν αυτή τη μεταβλητότητα οι αναδυόμενες αγορές θα πρέπει να διαχειριστούν τη ζήτηση σύμφωνα με το παράδειγμα των ανεπτυγμένων κρατών, μέσω πιο ευέλικτων επιτοκίων και συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Επιτρέποντας στις συναλλαγματικές ισοτιμίες να μεταβάλλονται ανάλογα με την εισροή κεφαλαίων, οι αναδυόμενες οικονομίες θα είναι σε θέση να διατηρήσουν τον έλεγχο των εγχώριων νομισματικών συνθηκών. Οι εταιρείες και οι επενδυτές στις αναπτυσσόμενες χώρες χρειάζονται επίσης τα παράγωγα διαμοιρασμού του κινδύνου που έχουν αναπτυχθεί στο αγγλοσαξονικό χρηματοπιστωτικό μοντέλο. Μερικές χώρες ήδη τα εφαρμόζουν.

Για παράδειγμα, η αγορά παραγών της Βραζιλίας είναι μία από τις πιο εξελιγμένες και διαφανείς αγορές παραγών στον κόσμο. Άλλες, ιδιαίτερα στην Ασία, έχουν ακόμη πολύ δρόμο, αν και οι πρόσφατες πρωτοβουλίες και καινοτομίες της Ινδίας είναι ενθαρρυντικές. Η συναλλαγματική ευελιξία που θα δημιουργηθεί με τον περιορισμό της ανάγκης για τη συσσώρευση σημαντικών αποθεμάτων σε ξένο νόμισμα θα οδηγήσει σε ένα πιο σταθερό παγκόσμιο νομισματικό σύστημα.

Το «οπλοστάσιο» των αποθεμάτων σε ξένο νόμισμα θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί για να ενισχύσει την εγχώρια χρηματοοικονομική ανάπτυξη. Σε πρόσφατο τεύχος του Journal of Economic Perspectives, οι Prasad και Rajan παρουσίασαν μια ενδιαφέρουσα πρόταση. Χώρες με μεγάλα αποθέματα, όπως η Κίνα και η Ινδία, θα μπορούσαν να επιτρέψουν

στα αμοιβαία κεφάλαια (εγχώρια ή ξένα) να εκδώσουν μετοχές σε τοπικό νόμισμα, με τις οποίες θα μπορούσαν να αγοράσουν συνάλλαγμα από την Κεντρική Τράπεζα. Στη συνέχεια, αυτά τα αμοιβαία κεφάλαια θα μπορούσαν να επενδύσουν στο εξωτερικό για λογαριασμό των κατοίκων.

Αυτό θα είχε ως αποτέλεσμα την ελεγχόμενη απελευθέρωση της εκροής κεφαλαίου καθώς και τη δημιουργία νέων χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων. Οι πετρελαιο-παραγωγικές χώρες θα μπορούσαν να επιτύχουν τον ίδιο στόχο, προσφέροντας στους κατοίκους τους μερίσματα από πετρελαϊκές εταιρείες, τα οποία θα μπορούσαν να επενδυθούν στο εξωτερικό μέσω ανάλογων με τα προαναφερθέντα αμοιβαία κεφάλαια.

Και στα δύο αυτά μοντέλα, η ευθύνη για τη διαχείριση των περιουσιακών στοιχείων των αναδυόμενων οικονομιών θα βαρύνει τον ιδιωτικό τομέα. Αυτό θα επιτρέπει στους ιδιώτες επενδυτές από την Κίνα ή τη Σαουδική Αραβία να πάρουν τη σκυτάλη από τη Wall Street.

Το βαρύ χέρι του κράτους

Ομως, προς το παρόν, η τάση εξακολουθεί να είναι προς την αντίθετη κατεύθυνση. Οι κυβερνήσεις στην Ασία και οι αναδυόμενες πετρελαιο-παραγωγικές χώρες ήδη ελέγχουν περίπου 7 τρισ. δολ. στοιχείων ενεργητικού, τα περισσότερα από τα οποία είναι σε αποθέματα συναλλάγματος και τα υπόλοιπα σε κρατικά επενδυτικά κεφάλαια. Αναλυτές της McKinsey Global Institute εκτιμούν ότι αυτά μπορεί να ανέλθουν στα 15 τρισ. δολ. έως το 2013.

Το γεγονός αυτό καθιστά τα κρατικά ελεγχόμενα κεφάλαια μια μεγάλη δύναμη στην παγκόσμια αγορά κεφαλαίων κατέχοντας το 41% των στοιχείων του ενεργητικού των παγκόσμιων ασφαλιστικών εταιρειών, το 25% των παγκόσμιων αμοιβαίων κεφαλαίων και το 1/3 των συναξιολογικών κεφαλαίων.

Γενικά, οι αναδυόμενες οικονομίες έκλεισαν τα αυτιά τους στους σκεπτικιστές που ισχυρίζονταν ότι η παγκόσμια διακίνηση κεφαλαίων ήταν επικίνδυνη. Αλλά, προσπαθώντας να αποφύγουν τη μια παγίδα, έπεσαν σε μια νέα. Συγκέντρωσαν μεγάλα ποσά κεφαλαίων στα κρατικά χέρια με αποτέλεσμα να μετατρέψουν τη φύση του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος πολύ πριν από την κατάρρευση της Wall Street.

Όσο επαγγελματικά όμως και αν διαχειριστούν αυτά τα κεφάλαια, το τεράστιο μέγεθος των κρατικά ελεγχόμενων κεφαλαίων αναπόφευκτα θα αλλάξει τις ισορροπίες ανάμεσα στο κράτος και την αγορά. Επιπλέον, θα συμβάλουν στην αύξηση του μεγαλύτερου κινδύνου για την παγκόσμια ολοκλήρωση, που είναι η αύξηση του κρατικού προστατευτισμού.

Γενικά, οι αναδυόμενες οικονομίες έκλεισαν τα αυτιά τους στους σκεπτικιστές που ισχυρίζονταν ότι η παγκόσμια διακίνηση κεφαλαίων ήταν επικίνδυνη.

μου. Για το εσωτερικό των χωρών αυτό θα σήμαινε προσαρμογή στη σύγχρονη χρηματοδοτική. Οι αναδυόμενες χώρες διαφέρουν τρομακτικά ως προς το βαθμό ανάπτυξης της εγχώριας χρηματοπιστωτικής αγοράς και ορισμένες από τις μεγαλύτερες παραμένουν ακόμη πρωτόγονες.

Η Ινδία, για παράδειγμα, διαθέτει μια πολύ εκλεπτυσμένη αγορά μετοχών αλλά το τραπεζικό της σύστημα είναι υπανάπτυκτο και δια-



Το παρόν αφιέρωμα είναι προϊόν εργασίας - ως προς την επεξεργασία, μετάφραση και προσαρμογή - των κ.κ. Θεοφανοπούλου Ζωής - Αργυράς (MSc) και Τριαντόπουλου Χρήστου (MSc).

Πώς λειτουργεί η καρδιά των αγορών

Στη διατραπεζική αγορά χρήματος ανταλλάσσουν κεφάλαια μεταξύ τους οι τράπεζες για να ισοσκελίσουν τα βιβλία τους.

Τράπεζες Α & Β

Πρέπει να δανειστούν από άλλες τράπεζες γιατί οι καταθέσεις τους είναι χαμηλότερες από το ποσό που έχουν δανειστεί οι πελάτες τους.



Ροή διατραπεζικών κεφαλαίων

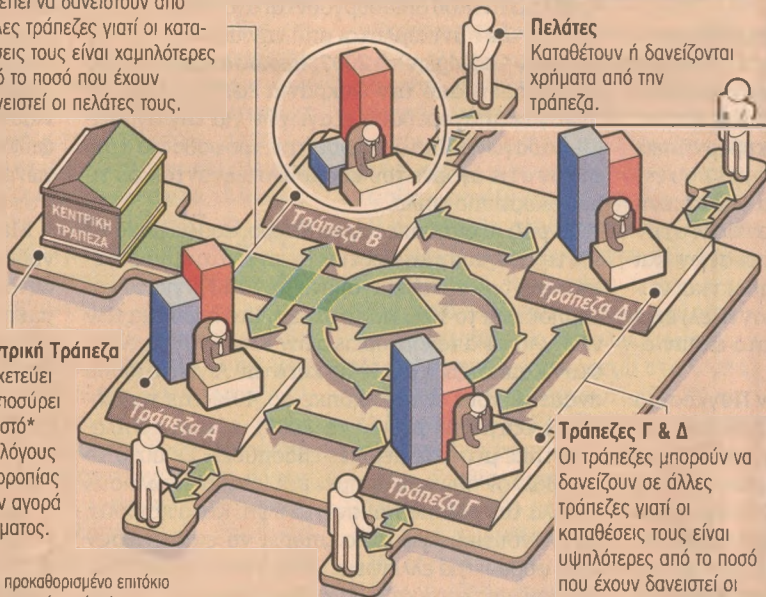
Πελάτες

Καταθέτουν ή δανείζονται χρήματα από την τράπεζα.

Κεντρική Τράπεζα

Διοικετεύει ή αποσύρει ρευστό* για λόγους ισορροπίας στην αγορά χρήματος.

*Με προκαθορισμένο επιτόκιο (προνομιακό επιτόκιο)



Τράπεζες Γ & Δ

Οι τράπεζες μπορούν να δανείζουν σε άλλες τράπεζες γιατί οι καταθέσεις τους είναι υψηλότερες από το ποσό που έχουν δανειστεί οι πελάτες τους.

Αν υπάρχουν υποψίες ότι μια μεγάλη τράπεζα αδυνατεί να εξυπηρετήσει τις δανειακές υποχρεώσεις της, το σύστημα παραλύει.



Για να ξεκινήσει εκ νέου η κυκλοφορία χρήματος, το κράτος πρέπει να εγγυηθεί τα δάνεια μεταξύ τραπεζών.

ΚΥΡΙΑΚΗ 19 ΟΚΤΩΒΡΙΟΥ 2008

The Economist

ΑΦΙΕΡΩΜΑ

Η ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ

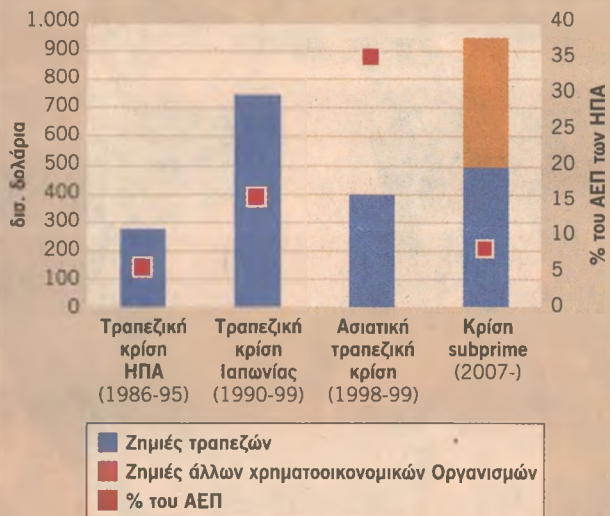
19

Κάτι περισσότερο από ένα νέο καπιταλισμό

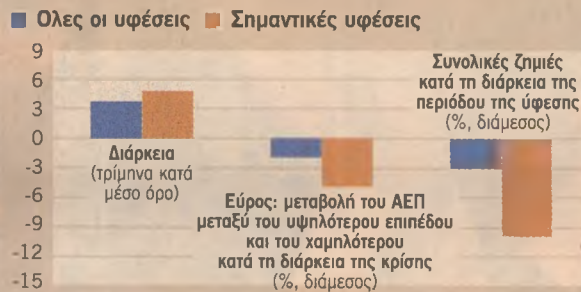
ΤΑ ΣΗΜΕΡΙΝΑ προβλήματα είναι βαθύτερα, γι' αυτό οι κυβερνήσεις θα έπρεπε να συμφωνούσαν σε μια κοινή προσέγγιση από την αρχή

Το κόστος των μεγαλύτερων κρίσεων

Το ΔΝΤ εκτιμά ότι οι συνολικές ζημιές από την πρόσφατη κρίση θα φτάσουν το 1,4 τρισ. δολάρια



Πόσο κοστίζουν οι υφέσεις



Στην ακριβότερη κρίση όλων των εποχών εξελίσσεται η σημερινή που ξεκίνησε πέρσι από την αγορά στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης στις ΗΠΑ. Ήδη, το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ) αναθεώρησε την εκτίμηση για το συνολικό κόστος της ζημιάς στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα σε 1,4 τρισ. δολάρια, από 945 δισ. δολάρια που είχε προβλέψει πριν μερικούς μήνες. Όμως, οι αναλυτές θεωρούν ότι το ποσό των 1,4 τρισ. δολαρίων είναι υποτιμημένο, αν ληφθεί υπόψη το δημοσιονομικό κόστος και η ζημιά των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων. Μόνο το δημόσιο χρέος των ΗΠΑ έχει στοιχίσει 2 τρισ. δολάρια, ενώ στην Ευρώπη από τα σχέδια διάσωσης που ανακοινώθηκαν την περασμένη εβδομάδα προκύπτει δημοσιονομική επιβάρυνση άνω του 1 τρισ. δολαρίων. Το κόστος στις ΗΠΑ σήμερα εκτιμάται ότι θα ξεπεράσει το 12,5% του ΑΕΠ, όταν η κρίση του 1983 ήταν στο 6%. Στο παραπάνω κόστος πρέπει να προστεθεί το υψηλότερο επιτόκιο δανεισμού. Για παράδειγμα η πιστωτική κρίση επιβάλλει στην Καλιφόρνια να πουλήσει ομόλογα 7 δισ. δολαρίων προκειμένου να χρηματοδοτήσει τα σχολεία, την υγεία και άλλες δημόσιες υπηρεσίες. Και οι όροι στην αγορά σήμερα είναι ασύμφοροι.

Bloomberg

Δευτέρα, 6/10/2008

■ Βρετανία

Η κυβέρνηση ανακοινώνει πακέτο στήριξης 50 δισ. στερλινών με το οποίο θα προχωρήσει με μερική κρατικοποίηση τραπεζών.

■ Βέλγιο, Ολλανδία, Λουξεμβούργο

Οι κυβερνήσεις αγοράζουν το 49% της Fortis έναντι 11,2 δισ. ευρώ

■ Ισλανδία

Η κυβέρνηση αγοράζει το 75% της τρίτης μεγαλύτερης τράπεζας Glitnir

■ Δανία

Η Vestjysk Bank ανακοινώνει ότι αγοράζει τη μικρότερη Ringkjøbing Bank και την Bonusbanken

■ Γερμανία

Κυβέρνηση και κοινοπραξία τραπεζών προσφέρουν 35 δισ. ευρώ στην Hypo Real Estate

Τρίτη, 7/10/2008

■ Κεντρικές Τράπεζες

Προχωρούν σε συντονισμένη μείωση επιτοκίων οι έξι μεγαλύτερες κεντρικές τράπεζες, μεταξύ αυτών Fed, ΕΚΤ.

■ Βέλγιο, Γαλλία

Οι κυβερνήσεις προσφέρουν στην Dexia ενίσχυση 6,4 δισ. ευρώ

■ Ιρλανδία

Προσφέρει εγγυήσεις 400 δισ. ευρώ στις τραπεζικές καταθέσεις

Τετάρτη, 8/10/2008

■ Ισλανδία

Αναζητά επείγοντως χρηματοδότηση από το εξωτερικό. Η Ρωσία συμφωνεί να της δανείσει 4 δισ. δολάρια.

Πτωχεύει και κρατικοποιείται η μεγαλύτερη τράπεζα της Ισλανδίας

■ Ιταλία

Η κυβέρνηση ανακοινώνει σχέδιο στήριξης του τραπεζικού κλάδου ύψους 20 δισ. ευρώ

Πέμπτη, 9/10/2008

■ Ολλανδία

Ανακοινώνει κυβερνητικό σχέδιο στήριξης 20 δισ. ευρώ για τις τράπεζες

■ Δανία

Προωθεί νομοσχέδιο για τη στήριξη του τραπεζικού κλάδου

Παρασκευή, 10/10/2008

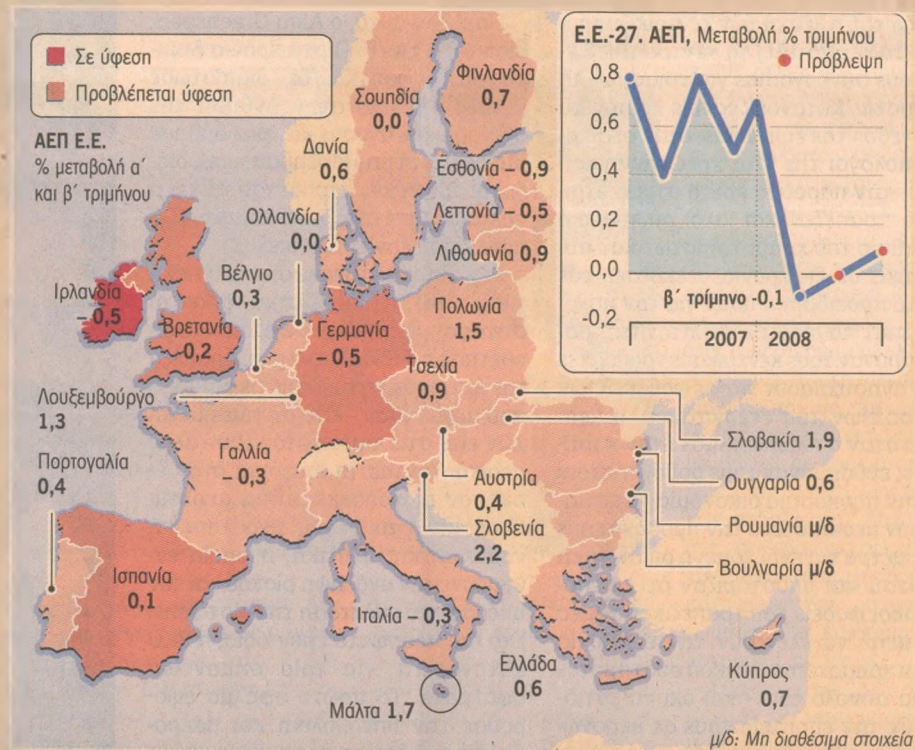
Κατράκυλα των διεθνών χρηματιστηρίων, πτώχευση της ιαπωνικής ασφαλιστικής Yamato Life και έναρξη συνόδου υπουργών Οικονομικών του G7.

13-17/10/2008

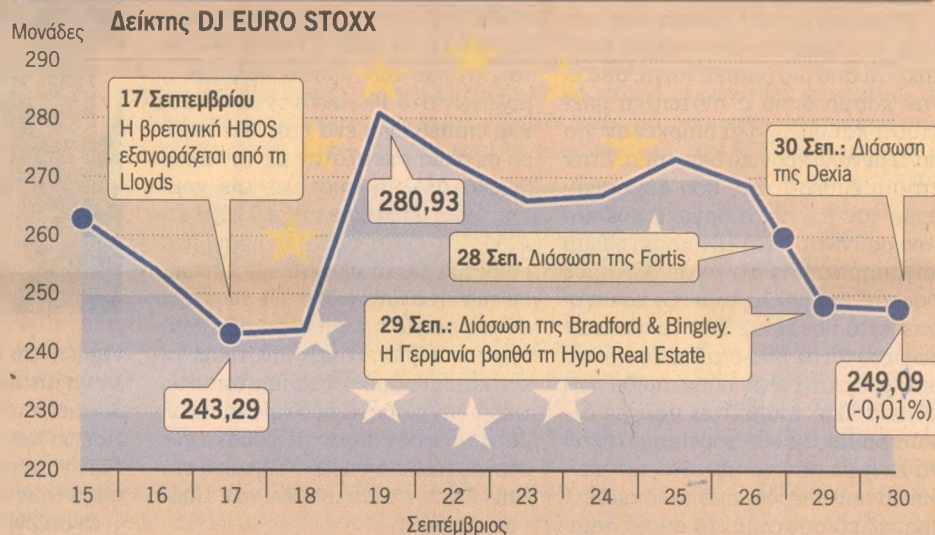
Ανακοινώσεις και σταδιακή εφαρμογή των μέτρων των ευρωπαϊών ηγετών

Η πιστωτική κρίση στην Ευρωζώνη

Οι ευρωπαϊκές κυβερνήσεις ανακοινώνουν σχέδια διάσωσης του τραπεζικού κλάδου και διαθέτουν δισ. ευρώ για εγγυήσεις καταθέσεων και δανείων



Ο ΠΙΟ ΔΥΣΚΟΛΟΣ ΜΗΝΑΣ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΩΝ



REUTERS

Πριν από λιγότερο από δέκα χρόνια, κατά τη διάρκεια των οικονομικών κρίσεων των αναδυόμενων αγορών, το περιοδικό Time είχε εξώφυλλο με τίτλο «Η πολιτεία να σώσει τον κόσμο». Παρουσίαζε τον Alan Greenspan, τον τότε πρόεδρο της FED, τον Robert Rubin, τον τότε υπουργό οικονομικών, και τον Larry Summers, τον αναπληρωτή του. Μέσα υπήρχε μία ανεκδιήγητη αναφορά για το πώς αυτοί οι τρεις Αμερικανοί είχαν σώσει την παγκόσμια οικονομία από την καταστροφή με το να σχεδιάζουν και να προτείνουν πακέτα σωτηρίας του IMF για τις ασιατικές χώρες που αντιμετώπιζαν προβλήματα ρευστότητας, με συσκέψεις τα Σαββατοκύριακα και τηλεφωνικές συνεδριάσεις αργά το βράδυ. Σήμερα οι απειλές που αντιμετωπίζει η παγκόσμια οικονομία είναι σοβαρότερες από ό,τι ήταν μία δεκαετία πριν, όμως θα ήταν δύσκολο να γνωρίζουμε ποιον να τοποθετήσουμε σε ένα τέτοιο εξώφυλλο.

Η Wall Street είναι στο κέντρο του χάους, με αποτέλεσμα η φήμη της Αμερικής και η πνευματική εξουσία αυτής να έχουν βυθιστεί. Ο κ.

**Δυστυχώς,
οι κεντρικοί τραπεζίτες
-παρ' όλο που
είναι δημιουργικοί-
δεν μπορούν
να αντιμετωπίσουν
αυτή την κατάσταση
μόνο με ενέσεις
ρευστότητας.**

Paulson, τωρινός υπουργός οικονομικών, και ο Ben Bernanke, διοικητής της FED, από το να αποσοβούν τα προβλήματα στην Ασία, στις μέρες μας πολεμούν να εμποδίσουν την κατάρρευση του οικονομικού συστήματος της χώρας τους. Αντί να υπαγορεύουν σκληρούς όρους στις Ασιατικές κυβερνήσεις, ικετεύουν το Κογκρέσο για να παράσχει δημόσιο χρήμα για την απορρόφηση των πιο τοξικών ομολόγων της Wall Street. Αλλά, παρ' όλο που η κρίση εξαπλώνεται μακριά από την Αμερική, λίγες χώρες έχουν δείξει μέχρι τώρα σημαντικά σημάδια ηγετικών πρωτοβουλιών. Οι πολιτικοί στην Ευρώπη καθυστερούν να αναγνωρίσουν την κλίμακα των δικών τους προβλημάτων.

Η Κίνα, η μεγαλύτερη, η πιο ανθεκτική αναδυόμενη οικονομία και η μόνη με τα μεγαλύτερα αποθέματα, έχει σταθεί ήσυχα στο περιθώριο. Τα μόνα ιδρύματα που έχουν αναλάβει πρωτοβουλίες συνεργασίας, και αρκετά δημιουργικά, είναι οι κεντρικές τράπεζες του πλούσιου κόσμου. Η ΕΚΤ, η FED, η Τράπεζα της Αγγλίας και άλλες προσπάθησαν να περιορίσουν τον πανικό, παρέχοντας ρευστότητα στις χρηματοπιστωτικές αγορές και δανείζοντας μη αναμενόμενα ποσά χρημάτων. Δυστυχώς, οι κεντρικοί τραπεζίτες - παρ' όλο που είναι δημιουργικοί - δεν μπορούν να αντιμετωπίσουν αυτή την κατάσταση μόνο με ενέσεις ρευστότητας. Και αυτό, επειδή παράλληλα είναι και μία κρίση φερεγγυότητας.

Η έκρηξη της μεγαλύτερης στεγαστικής και πιστωτικής φούσκας στην ιστορία δημιούργησε μία τραπεζική κατάρρευση που πιθανόν αποδειχθεί ως η μεγαλύτερη μετά την Υφεση, επηρεάζοντας ταυτόχρονα πολλές χώρες. Οι τράπεζες του πλούσιου κόσμου παρουσιάζουν έλλειψη κεφαλαίου, ενώ πολλές είναι χρεοκοπημένες.

Καθώς συρρικνώνουν τη μόχλευση, θα αναγκαστούν να μειώσουν τις τιμές των στοιχείων του ενεργητικού και θα αποδυναμώσουν τις οικονομίες που ήδη ολισθαίνουν, έτσι το χάος μόνο θα χειροτερεύσει. Η αβεβαιότητα και ο πανικός έχουν ήδη αυξήσει το πρόβλημα, καθώς οι τράπεζες αποταμιεύουν μετρητά. Ο άμεσος στόχος είναι να μην μετατραπεί η σοβαρή χρηματοπιστωτική κρίση πολλών χωρών σε μία παγκόσμια οικονομική καταστροφή.

Αυτό δεν θα έπρεπε να είναι τόσο δύσκολο. Χάρη στην αυξανόμενη σημασία των αναδυόμενων αγορών, η παγκόσμια οικονομία έχει γίνει πιο ανθεκτική στα προβλήματα στις πλουσιότερες γωνιές του πλανήτη. Το κεφάλαιο είναι άφθονο εκτός του Δυτικού χρηματοπιστωτικού συστήματος. Τώρα που οι τιμές των εμπορευμάτων έχουν πέσει, οι κεντρικές τράπεζες του πλούσιου κόσμου μπορούν να ενισχύσουν τις αποδυναμωμένες τους οικονομίες με χαμηλότερα επιτόκια. Και παρ' όλο που το δημόσιο χρέος είναι ήδη βαρύ, όπως στην Ιταλία, οι κυβερνήσεις της Ευρώπης - όπως και της Αμερικής - έχουν αρκετούς δημόσιους πόρους για να εμπο-

δίσουν το «πεινασμένο για κεφάλαιο» χρηματοπιστωτικό σύστημα να σύρει τις οικονομίες τους σε επιβράδυνση. Αυτό έχει ήδη αρχίσει να συμβαίνει με το σχέδιο των 700 δισ. δολ. της αμερικανικής κυβέρνησης, παίρνοντας στην κατοχή της ομόλογα που βασίζονται σε ενυπόθηκα δάνεια. Αλλά και άλλες κυβερνήσεις ακολουθούν. Πέντε Ευρωπαϊκές τράπεζες εθνικοποιήθηκαν ή διασώθηκαν με δημόσιους πόρους την τελευταία εβδομάδα του Σεπτεμβρίου.

Ανόμοιες πρακτικές

Αρκετές Ευρωπαϊκές κυβερνήσεις έχουν εγγυηθεί τις καταθέσεις και σε κάποιες περιπτώσεις τα χρέη των τραπεζών τους. Αυτές οι ανόμοιες πρακτικές διάσωσης είναι πιθανόν να είναι πιο ακριβές και λιγότερο απο-

τελεσματικές από μία περισσότερη συντονισμένη πολιτική που φθάνει πέραν του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Ο πανικός στις αγορές θα περιοριζόταν, αν οι κυβερνήσεις του πλούσιου κόσμου συμφωνούσαν σε μία κοινή προσέγγιση για τη σταθεροποίηση και επανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών. Αντίστοιχα, μία συντονισμένη μείωση των επιτοκίων θα ενδυνάμωνε την εμπιστοσύνη, αλλά θα είχε και οικονομική σημασία, αφού η απειλή του πληθωρισμού υποχωρεί ταυτόχρονα σε όλο τον πλούσιο κόσμο.

Μία, όποια, τέτοια πολιτική συντονισμού πρέπει να περικλείει και τις μεγάλες αναδυόμενες αγορές. Ενισχύοντας τις δαπάνες στο εσωτερικό της και επιτρέποντας τη γρηγορότερη

ανατίμηση του νομίσματός της, η Κίνα θα επηρέαζε τις αντιπληθωριστικές πιέσεις στην υπόλοιπη παγκόσμια οικονομία και θα συνέβαλε στην υποστήριξη της ανάπτυξης στην Ευρώπη και στην Αμερική όταν αυτό ήταν αναγκαίο. Υπάρχουν προηγούμενα διεθνής οικονομικής συνεργασίας σε υψηλό επίπεδο, με αξιοσημείωτα τα Σύμφωνα της Πλάζα και του Λούβρου στη δεκαετία του 1980, τα οποία είχαν σχεδιαστεί, αντίστοιχα, για να ωθήσουν το δολάριο προς τα κάτω και να το ανασπώσουν. Τα σημερινά προβλήματα είναι βαθύτερα και ο αριθμός των ενδιαφερόμενων μερών είναι μεγαλύτερος. Όμως, αν υπήρξε ποτέ μία στιγμή για ένα νέο μοντέλο πολυμερισμού, η τρέχουσα κρίση - η μεγαλύτερη από τη δεκαετία του 1930 - είναι σίγουρα αυτή.

Μαθαίνοντας σωστά από την πρόσφατη κρίση

Μία επιτυχημένη πολυμερής στρατηγική για την ανάσχεση της κρίσης θα καθιστούσε πιο πιθανό στον κόσμο να μάθει τα σωστά διδάγματα από την κρίση. Πολλοί άνθρωποι αποδίδουν το σημερινό χάος αποκλειστικά στην υπερέκταση και υπερβολή του αμερικανικού χρηματοπιστωτικού συστήματος. Η απόδοση της ευθύνης στους κερδοσκόπους και στην απληστία είναι αρκετά ελκυστική, αλλά είναι πολύ απλοϊκή. Η φούσκα - και η κατάρρευση - είχαν πολλές αιτίες, συμπεριλαμβανομένων του φθηνού χρήματος, του παρωχημένου ρυθμιστικού πλαισίου, των κυβερνητικών διαστρεβλώσεων και της ισχνής εποπτείας.

Πολλές από αυτές τις αποτυχίες ήταν τόσο προφανείς εκτός Αμερικής, όσο και μέσα σε αυτήν. Το νέο μοντέλο χρηματοδοτικής έχει τα μειονεκτήματά του, όπως η κυκλικότητα της μόχλευσης και η μεγάλη πολυπλοκότητα

Ακόμη και αν η καταστροφή αποφευχθεί, η κρίση θα επιβάλει υψηλό κόστος σε καταναλωτές, εργαζόμενους και στις επιχειρήσεις.

του. Όμως, η κρίση έγκειται τόσο σε λάθη πολιτικής σε μία ταχέως μεταβαλλόμενη και χωρίς ισορροπία παγκόσμια οικονομία, όσο και στις καινοτομίες της Wall Street. Η ταχύτατη δημιουργία αποθεμάτων στον αναδυόμενο κόσμο τροφοδότησε τις πιστωτικές φούσκες, ενώ οι κεντρικοί τραπεζίτες του πλούσιου κόσμου απέτυχαν να το αντιμετωπίσουν.

Η νομισματική ακαμψία προκάλεσε χρηματοπιστωτική αστάθεια. Παρ' όλο που πολλοί άνθρωποι τώρα κατηγορούν την απορρύθμιση, η εσφαλμένη ρύθμιση ήταν μεγαλύτερο πρόβλημα. Οι τράπεζες στήνουν τα εκτός ισολογισμού οχήματα ως αντίδραση στους κανόνες για την κεφαλαιακή επάρκεια. Είναι η ίδια ιστορία με το ζήτημα των τιμών των τροφίμων και του πετρελαίου τα τελευταία χρόνια. Οι κυβερνήσεις θα έπρεπε να κοιτάζουν στον καθρέφτη από το να δείχνουν το δάκτυλο στους κερδοσκόπους.

Οι πολιτικές των πλούσιων χωρών για τα βιοκαύσιμα αύξησαν το κόστος των τροφίμων. Οι περιορισμοί στις εξαγωγές τροφίμων των φτωχών χωρών και οι επιχορηγήσεις στον τομέα των καυσίμων κατέστησαν το πρόβλημα

πιο πολύπλοκο. Από πολλές απόψεις η σημερινή κατάσταση είναι συνέπεια των λανθασμένων αντιδράσεων των policy-makers απέναντι στην παγκοσμιοποίηση και στο αυξανόμενο οικονομικό βάρος του αναδυόμενου κόσμου. Αν οι αγορές δεν είναι πάντα επικίνδυνες και οι κυβερνήσεις δεν είναι πάντα σοφές, ποια μαθήματα πολιτικής ακολουθούν; Στον απόηχο της κρίσης η μάχη θα είναι να διασφαλιστεί η μεταρρύθμιση του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Οι κρυφοί κίνδυνοι είναι αναρίθμητοι. Η απαγόρευση των ανοικτών πωλήσεων μετοχών, για παράδειγμα, κάνει για ένα καλό πρωτοσέλιδο, αλλά, ουσιαστικά, στερεί από τις αγορές τη ρευστότητα και την πληροφόρηση, που ήταν και τα στοιχεία που απουσίασαν κατά την τρέχουσα κρίση. Ακόμη και αν αποφευχθούν τα εύκολα λάθη, η βελτίωση του εποπτικού και ρυθμιστικού πλαισίου είναι δύσκολη. Οι ρυθμιστικές αρχές του χρηματοπιστωτικού συστήματος θα πρέπει να αναζητήσουν, πέρα από τη μόχλευση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, τη σταθερότητα των πολύπλοκων χρηματοπιστωτικών συστημάτων συνολικά. Οπου το κράτος επεκτείνει την εγγύησή του, όπως έκανε και με τα ιδρύματα της χρηματαγοράς, θα πρέπει, παράλληλα, να επεκτείνει και την εποπτεία του. Κατά κανόνα, όμως, οι κυβερνήσεις θα θεωρήσουν καλύτερο να περιορίσουν την ισχύ αγορών για να ενισχύσουν τη σταθερότητα, απαιτώντας διαφάνεια, προωθώντας την τυποποίηση και τη διαπραγμάτευση σε συναλλαγματικούς τίτλους. Η υπέρ-αντίδραση είναι περισσότερο επίφοβη από την μη-αντίδραση. Ακόμη και αν η οικονομική καταστροφή αποφευχθεί, η χρηματοπιστωτική κρίση θα επιβάλει υψηλό κόστος στους καταναλωτές, στους εργαζόμενους και στις επιχειρήσεις. Η οργή και η δυσαρέσκεια για τη σύγχρονη χρηματοδοτική σίγουρα θα ενισχυθούν. Ο κίνδυνος είναι ότι οι policy-makers θα επιτείνουν τη ζημιά, όχι μόνον υπερρυθμίζοντας το χρηματοπιστωτικό σύστημα, αλλά κάνοντας και επίθεση στις αγορές. Αυτό θα ήταν μία επώδυνη αναστροφή από μία περίοδο κατά την οποία οι αγορές απελευθερώθηκαν και οι οικονομίες ανοίχθηκαν και ευημερούσαν. Εκατοντάδες εκατομμύρια πολίτες ξέφυγαν από τη φτώχεια και περισσότεροι εντάχθηκαν στη μεσαία τάξη. Καθώς ο κόσμος αναθεωρεί την ισορροπία μεταξύ αγορών και κυβέρνησης, θα ήταν τραγικό αν τα συστατικά αυτής της ευημερίας χάνονταν στη διαδρομή.



Μια νομισματική ασθένεια ζητάει θεραπεία

ΟΙ ΔΙΟΙΚΗΤΕΣ των Κεντρικών Τραπεζών συνέβαλαν στην πρόκληση του σημερινού προβλήματος. Θα μπορέσουν άραγε να το επιλύσουν;



Ιδρυθείσα το 1930, η Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών (ΤΔΔ) είναι η αρχαιότερη των διεθνών χρηματοπιστωτικών θεσμών. Με έδρα τη Βασιλεία (γνωστή πόλη για το καλό της φαγητό), η λέσχη των κεντρικών τραπεζιτών αποτελεί το κέντρο της διεθνούς συνεργασίας για νομισματικά θέματα. Κατανοεί κανείς λοιπόν το μέγεθος της ειρωνείας, όταν οι οικονομολόγοι της ΤΔΔ χρεώνουν μερικώς την παρούσα κρίση στις κεντρικές τράπεζες και στο ρυθμιστικό πλαίσιο του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Για χρόνια, οι εκθέσεις της ΤΔΔ προειδοποιούσαν για την υπερβολική παγκόσμια ρευστότητα, παρότρυναν τους κεντρικούς τραπεζίτες να ανησυχήσουν για τις φούσκες των στοιχείων του ενεργητικού, ακόμη και όταν ο πληθωρισμός ήταν χαμηλός, ενθάρρυναν τους policy-makers στην παγκόσμια οικονομία να εστιάζουν περισσότερο την προσοχή τους σε μέτρα για ενδεχόμενη οικονομική ύφεση και υποστήριζαν ότι οι εποπτικοί φορείς του τραπεζικού τομέα έπρεπε να ελέγξουν την ευρωστία του χρηματοπιστωτικού συστήματος στο σύνολο του – και όχι να εστιάζουν την εποπτεία τους σε μεμονωμένες επιχειρήσεις.

Υπερβολή

Σύμφωνα με την προσέγγιση της ΤΔΔ, η σημερινή καταστροφή προέρχεται από μία βασική πηγή: από έναν κόσμο όπου η πιστωτική επέκταση και υπερβολή διήρκεσαν για πολύ μεγάλο χρονικό διάστημα. Στην ετήσια έκθεσή του, που δημοσιεύθηκε τον Ιούνιο, ο οργανισμός κατακεραύνωσε αυτή την πρακτική, υπογραμμίζοντας ότι «ο μη βιώσιμος έκλεισε τον κύκλο του». Οι κατηγορίες κατά των κεντρικών τραπεζιτών χωρίζονται σε δύο σκέλη. Το πρώτο σκέλος κατηγοριών υποστηρίζει πως οι κεντρικοί τραπεζίτες μαζί με άλλους ρυθμιστικούς φορείς απέτυχαν να εκτιμήσουν το μέγεθος του κινδύνου που απέρρευε από το «σκιώδες» τραπεζικό σύστημα, το οποίο δημιούργησε η σύγχρονη χρηματοδοτική. Το δεύτερο είναι ότι οι κεντρικοί τραπεζίτες τροφοδότησαν μία πιστωτική φούσκα, διατηρώντας το χρήμα πολύ φθινό και για μεγάλο χρονικό διάστημα.

Η κριτική στρέφεται πιο συχνά εναντίον της FED. Αυτό γίνεται διότι: α) οι ΗΠΑ είναι η μεγαλύτερη οικονομία του κόσμου, β) οι αποφάσεις της FED για τα επίπεδα των επιτοκίων επηρεάζουν τις τιμές παγκοσμίως, γ) η FED έδειξε μία προτίμηση στο φθινό χρήμα τα τελευταία χρόνια, και δ) η κατάρρευση των ενυπόθηκων δανείων στην Αμερική είναι αυτή που τροφοδότησε τη χρηματοπιστωτική κρίση. Η FED έχει μία δυσανάλογα μεγάλη βαρύτητα στο αμερικανικό ρυθμιστικό πλαίσιο του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Με την εποπτεία δεν γίνονται θαύματα, αλλά η FED θα μπορούσε σίγουρα να είναι περισσότερο αποτελεσματική. Δεν είχε άμεση δικαιοδοσία στα ανεξάρτητα ιδρύματα ενυπόθηκων δανείων, που ήταν υπεύθυνα για τη χορήγηση επισφαλών δανείων, κατά την άνηση της στεγαστικής αγοράς. Είχε ωστόσο πληθώρα ευκαιριών να

σημάνει συναγερμό και μπορούσε να καταλαγιάσει τη σχετική φρενίτιδα με την αυστηροποίηση των ομοσπονδιακών κανόνων για την προστασία των καταναλωτών.

Παρ' όλα αυτά, ο Alan Greenspan, διοικητής της FED στα χρόνια δημιουργίας της φούσκας, δεν διαπίστωσε μεγάλο κίνδυνο στην άνηση της στεγαστικής αγοράς και ακολούθησε μία πολιτική μη-παρέμβασης. Οι διάδοχοί του τώρα παραδέχονται ότι η πολιτική αυτή ήταν λανθασμένη. Η εποπτεία πλέον εντάχθηκε.

Τι γίνεται με τη νομισματική πολιτική; Εδώ το πρόβλημα έγκειται στην ασύμμετρη προσέγγιση που υιοθέτησε η FED. Η κεντρική τράπεζα της Αμερικής, αγνοώντας τις φούσκες που μεγάλωναν –είτε σε τιμές μετοχών είτε στις τιμές κατοικιών– αλλά περικόπτοντας τα επιτόκια όταν έσκασαν οι φούσκες αυτές, ακολούθησε μία επικίνδυνα μεροληπτική νομισματική πολιτική, η οποία ενθάρρυνε την ανάληψη ρίσκου και την υπερβολική επέκταση της πίστωσης. Στο πιο πρόσφατο επεισόδιο, η FED κατηγορείται για τρία σημαντικά σφάλματα. Το πρώτο σφάλμα αφορούσε την υπερβολική και μακροχρόνια χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής, έπειτα από την επιβράδυνση του 2001. Υπό το φάσμα του αποπληθωρισμού τύπου Ιαπωνίας μεταξύ 2002 και 2003, η Fed περιέκοψε το επιτόκιο των ομοσπονδιακών ομολόγων στο 1%, αφήνοντάς το στα ίδια επίπεδα για ένα έτος. Το δεύτερο σφάλμα σχετιζόταν με την υπερβολικά άτολμη συστολή της νομισματικής πολιτικής μεταξύ 2004 και 2006. Το τρίτο σφάλμα πραγματοποιήθηκε με τη μείωση του επιτοκίου των ομολόγων στο 2% νωρίτερα φέτος, σε μία προσπάθεια αξιοποίησης της νομισματικής πολιτικής για τον κατευνασμό του χρηματοπιστωτικού πανικού. Τα δύο πρώτα σφάλματα τροφοδότησαν τη φούσκα των στεγαστικών δανείων. Το τρίτο επιδείνωσε την τάση ανόδου των τιμών των αγαθών.

Εκ των υστέρων, υπάρχει ένα ελαφρυντικό για τις δύο πρώτες κατηγορίες. Η FED όντως επέδειξε υπέρμετρη ανησυχία για τον ιαπωνικού τύπου αποπληθωρισμό κατά τις αρχές της τρέχουσας δεκαετίας, αλλά τη συγκεκριμένη περίοδο ήταν μία δικαιολογήσιμη συμπεριφορά. Η αποτυχία γρηγορότερου περιορισμού της νομισματικής πολιτικής μετά το 2004 ήταν το μεγαλύτερο λάθος. Τα χαμηλά βραχυπρόθεσμα επιτόκια ενθάρρυναν την άνηση των ενυπόθηκων δανείων κυμαινόμενου επιτοκίου που μεγέθυναν τη στεγαστική φούσκα, ενώ η προβλέψιμη πολιτική συστολής της νομισματικής πολιτικής της FED ενεθάρρυνε περαιτέρω την ανάληψη κινδύνου στη Wall Street. Από μία στενά αμερικανική οπτική γωνία, η κριτική εναντίον της μείωσης των επιτοκίων από τη FED είναι περισσότερο αποδυναμωμένη.

Πολύ πριν από το χάος του περασμένου μήνα, η αναταραχή στη Wall Street διατήρησε περιορισμένες τις χρηματοδοτικές συνθήκες, ακόμη και μετά τη μείωση του κόστους του βραχυπρόθεσμου δανεισμού από τη FED. Δεδομένων, λοιπόν, των αδυ-

ναμιών της οικονομίας, είναι δύσκολο να αποφανθούμε πως η FED λανθασμένα μείωσε τα επιτόκια φέτος. Πρέπει ωστόσο η συμπεριφορά της FED να κριθεί μόνο βάσει των Αμερικανικών κριτηρίων;

Οι ενέργειές της –τόσο κατά τη δημιουργία της φούσκας όσο και μετά το σκάσιμο αυτής– πραγματοποιή-

Η σημερινή καταστροφή προέρχεται από μία βασική πηγή: από έναν κόσμο όπου η πιστωτική επέκταση και υπερβολή διήρκεσαν για πολύ μεγάλο χρονικό διάστημα.

Θηκαν ενάντια στη λογική της χρηματοπιστωτικής παγκοσμιοποίησης και των επιλογών που έκαναν οι κεντρικοί τραπεζίτες των άλλων χωρών. Οι πλέον σημαντικές επιλογές των τελευταίων ήταν η δημιουργία μεγάλων αποταμιευτικών πλεονασμάτων σε πολλές μεγάλες αναδυόμενες οικονομίες, κυρίως στην Κίνα, και η απόφαση τους για σύνδεση των νομισμάτων τους με το δολάριο, σε ένα σύστημα που αποκαλείται συνήθως «καθεστώς Bretton Woods II». (Το

Bretton Woods I ήταν το παγκόσμιο νομισματικό σύστημα που ίσχυσε μεταξύ του 1944 και των αρχών της δεκαετίας του 1970, υπό το οποίο οι χώρες είχαν σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες με σημείο αναφοράς το δολάριο, το οποίο με τη σειρά του συνδεόταν με τον χρυσό.)

Το μεγάλο αποταμιευτικό πλεόνασμα των αναδυόμενων οικονομιών προκάλεσε πλημμυρίδα κεφαλαίων στις πλούσιες οικονομίες και κυρίως στην Αμερική. Το πλεόνασμα αυτό είχε πολλές αιτίες. Οι επενδύσεις σε πολλές ασιατικές οικονομίες κατέρρευσαν μετά τις χρηματοοικονομικές κρίσεις που υπέστησαν στα τέλη της δεκαετίας του 1990. Η απότομη αύξηση της τιμής του πετρελαίου τα προηγούμενα έτη μετέφερε πλούτο στις πετρέλαιο-εξαγωγικές χώρες, όπως η Σαουδική Αραβία και η Ρωσία, με ρυθμούς ταχύτερους απ' όσο μπορούσαν να ξοδέψουν.

Παρ' όλα αυτά, πολιτικές επιλογές, και ιδιαίτερα η διαχείριση των ισοτιμιών από τις αναδυόμενες οικονομίες, έπαιξαν σημαντικό ρόλο. Η δραματική αύξηση του κινεζικού πλεονάσματος μεταξύ 2004 και 2007 ήταν αποτέλεσμα, εν μέρει, της υποτιμημένης συναλλαγματικής ισοτιμίας. Οι κεντρικές τράπεζες των αναδυόμενων οικονομιών διαθέτουν πλέον πάνω από 5 τρισ. δολάρια σε αποθεματικά, ήτοι πενταπλάσια αύξηση εν συγκρίσει με το 2000.

Η μετάβαση από τον πληθωρισμό στον αποπληθωρισμό

Αυτή είναι μία ανησυχητική προοπτική. Ο αποπληθωρισμός που αντανakλά κατάρρευση της ζήτησης και ένα πλεόνασμα παραγωγικής ικανότητας είναι πάντα επικίνδυνος. Η πτώση των τιμών μπορεί να οδηγήσει τους καταναλωτές να αναβάλουν τις αγορές τους, οδηγώντας σε μία σπειροειδή πτώση της αδύναμης ζήτησης και περαιτέρω μείωση των τιμών. Αυτό το αποτέλεσμα είναι ιδιαίτερα επιβλαβές για οικονομίες με υψηλά επίπεδα χρέους, όπως ανακάλυψε η Ιαπωνία με επώδυνο τρόπο τη δεκαετία του 1990.

Η πραγματική αξία του χρέους μεγαλώνει, ενώ οι τιμές πέφτουν, ακριβώς το αντίθετο απ' ό,τι χρειάζεται μία χώρα ήδη επιβαρυνμένη από υπερβάλλοντα χρέη. Οι πλούσιες χώρες ήδη μαστίζονται από μία ήπια περίπτωση του φαινομένου «χρέους – αποπληθωρισμού». Ο συνδυασμός της πτώσης των τιμών των ακινήτων με την πιστωτική συστολή αναγκάζει τους οφειλότες να περικόψουν τις δαπάνες τους και να πουλήσουν στοιχεία του ενεργητικού τους, κινώντας οι οποίες με τη σειρά τους πιέζουν προς τα κάτω τις τιμές της στεγαστικής αγοράς αλλά και των άλλων αγορών.

Ο Αμερικανός οικονομολόγος Irving Fisher ήδη από το 1933 είχε υποστηρίξει ότι ένας τέτοιος φαύλος κύκλος μπορεί να οδηγήσει την οικονομία σε ύφεση. Μία γενικευμένη πτώση στις τιμές καταναλωτή μπορεί να επιδεινώσει την κατάσταση. Καθώς οι κεντρικές τράπεζες δεν μπορούν να μειώσουν τα επιτόκια κάτω από το μηδέν, ο αποπληθωρισμός αυξάνει τα πραγματικά επιτόκια, επιβραδύνοντας περαιτέρω την οικονομία και αυξάνοντας την πραγματική αξία των χρεών. Τα χρέη του ιδιωτικού τομέα είναι τώρα μεγαλύτερα απ' ό,τι ήταν τη δεκαετία του 1930, επομένως μία σύγχρονη ύφεση θα μπορούσε να είναι ακόμη πιο οδυνηρή. Υπάρχουν ωστόσο τέσσερις λόγοι που εξηγούν το γιατί ένας αποπληθωριστικός φαύλος κύκλος εί-

vai ακόμη ένας απομακρυσμένος κίνδυνος, ο οποίος μπορεί να αποφευχθεί από τους policy-makers. Πρώτον, αν και οι τιμές των τροφίμων και των καυσίμων είναι ευμετάβλητες, οι τιμές των περισσότερων υπολοίπων αγαθών δεν πέφτουν τόσο εύκολα. Στις περισσότερες ανεπτυγμένες χώρες ο πληθωρισμός απέχει ακόμη πολύ από το μηδέν, κάτι που δεν πρόκειται να αλλάξει γρήγορα.

Στην Ιαπωνία ο αποπληθωρισμός δεν εμφανίστηκε παρά τέσσερα χρόνια μετά το σκάσιμο της χρηματοοικονομικής φούσκας της χώρας. Δεύτερον, οι κεντρικοί τραπεζίτες –τουλάχιστον εκτός ΗΠΑ– διαθέτουν ακόμη άφθονα περιθώρια άσκησης νομισματικής πολιτικής. Με το επιτόκιο στο 4,25%, η ΕΚΤ έχει ακόμη περιθώριο προσαρμογής προς τα κάτω. Τρίτον, οι Αμερικανοί policy-makers έχουν τουλάχιστον καταλάβει ότι το δημόσιο χρήμα είναι απαραίτητο για την καταπολέμηση του φαύλου κύκλου χρέους-αποπληθωρισμού.

Προσπαθώντας να κατασβέσουν την πυρκαγιά όπως οι πυροσβέστες με τη μάνικα, διοχετεύουν δημόσιο χρήμα στη χρηματοοικονομική κρίση. Αυτό θα βοηθήσει στην επιβράδυνση της συρρίκνωσης της μόχλευσης. Τέταρτον, αρκετά χρόνια ανοδικής τάσης των τιμών του πετρελαίου ενδεχομένως να επιβράδυνε τους ρυθμούς μεγέθυνσης των ανεπτυγμένων χωρών, μειώνοντας την παραγωγικότητα της ενεργοβόρου παραγωγικής διαδικασίας και αυξάνοντας το κόστος μεταφοράς. Επομένως, αυτή η οικονομική αδυναμία ενδεχομένως να είναι λιγότερο αποπληθωριστική απ' ό,τι ήταν

παλαιότερα. Κατόπιν τούτου, οι policy-makers στον ανεπτυγμένο κόσμο διαθέτουν πληθώρα εργαλείων για να καταπολεμήσουν τον αποπληθωρισμό.

Παρ' όλα αυτά, όπως η φούσκα διογκώθηκε μετά την αλληλεπίδραση των νομισματικών πολιτικών των ανεπτυγμένων και των αναδυόμενων οικονομιών, έτσι και οι μακροοικονομικές προοπτικές θα επηρεαστούν από αποφάσεις που λαμβάνονται εκτός ΗΠΑ, Ιαπωνίας και Ευρώπης.

Μέχρι στιγμής, οι αναδυόμενες οικονομίες έχουν παίξει θετικό ρόλο. Αν –όπως φαίνεται ακόμη πιθανό– οι μεγαλύτερες εξ αυτών επιβραδύνουν αλλά δεν εισέλθουν σε ύφεση, τότε θα τεθεί ένα κάποιο όριο στις τιμές των εμπορευμάτων και οι εύποροι καταναλωτές του αναπτυσσόμενου κόσμου θα στηρίξουν τις εξαγωγές των εύθραυστων και χρεωμένων πλούσιων χωρών.

Η ανθεκτικότητα των αναδυόμενων αγορών δεν θα πρέπει ωστόσο να θεωρηθεί δεδομένη. Τώρα πολλά χρηματιστήρια και νομίσματα βούλιαξαν, καθώς το εκκρεμές γύρισε πίσω. Οι επενδυτές ανησυχούν για τον επίμο-

νο υψηλό πληθωρισμό στην αναδυόμενη Ασία και τις χαμηλότερες τιμές πρώτων υλών στη Λατινική Αμερική. Οι χώρες, ιδίως στην Ανατολική Ευρώπη, που δημιούργησαν ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών όταν το φθινό χρήμα τους το επέτρεψε, τώρα δείχνουν ευάλωτες. Οι μεγαλύτερες οικονομίες, ειδικά η Κίνα, δείχνουν σταθερές και εύρωστες. Στην περίπτωση μάλιστα που η παγκόσμια οικονομία βυθιστεί περαιτέρω, η Κίνα θα αναδυθεί ως ο πιθανότερος σωτήρας;

Καθώς οι κεντρικές τράπεζες δεν μπορούν να μειώσουν τα επιτόκια κάτω από το μηδέν, ο αποπληθωρισμός αυξάνει τα πραγματικά επιτόκια, επιβραδύνοντας περαιτέρω την οικονομία.

Αυτή η πληθώρα κεφαλαίου τροφοδότησε τη χρηματοπιστωτική ανάπτυξη με τη μείωση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων. Τα επιτόκια αυτά κινήθηκαν πτωτικά στις πλούσιες χώρες και παρέμειναν παραδόξως χαμηλά ακόμα και μετά τη σταδιακή αύξηση των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων από τη FED το 2004.

Ο κ. Greenspan χαρακτήρισε αυτή την εξέλιξη «αίνιγμα», αλλά δεν αύξησε ταχύτερα τα επιτόκια για να την αντιμετωπίσει. Εν τέλει, το Bretton Woods II άρχισε να τροφοδοτεί την πιστωτική επέκταση και την οικονομική υπερθέρμανση στις αναδυόμενες οικονομίες. Αυτό δεν αποτελεί έκπληξη. Όταν υπάρχει κινητικότητα κεφαλαίου, οι χώρες που δένουν τις συναλλαγματικές τους ισοτιμίες χάνουν τον έλεγχο της εγχώριας νομισματικής κατάστασης. Με την εισροή ξένων κεφαλαίων οι χώρες πρέπει να αγοράσουν ξένο συνάλλαγμα πουλώντας δικό τους, αυξάνοντας έτσι την προσφορά χρήματος και προκαλώντας πληθωρισμό.

Οι κεντρικές τράπεζες μπορούν να προσπαθήσουν να αποτρέψουν την εισροή ξένου κεφαλαίου και να «αποστειρώσουν» τις συνέπειες από την αγορά ξένου συναλλάγματος πουλώντας ομόλογα ή υποχρεώνοντας τις τράπεζες να διατηρούν περισσότερα αποθεματικά. Ορισμένες χώρες και ειδικά η Κίνα ήταν ιδιαίτερα επιτυχείς σε αυτό.

Καμία όμως από αυτές τις μεθόδους δεν λειτουργεί τέλεια: στο τέλος η εγχώρια πίστωση απογειώνεται και ο πληθωρισμός επιταχύνεται. Αυτό είναι ιδιαίτερα πιθανό όταν υπάρχει μεγάλη απόκλιση των οικονομικών συνθηκών ανάμεσα στη χώρα με το νόμισμα αναφοράς (εν προκειμένω τις ΗΠΑ) και τις χώρες που στηρίζονται στο νόμισμα της εν λόγω χώρας. Οι περικοπές των επιτοκίων από τη FED στα τέλη του 2007 και τις αρχές του 2008 ενδεχομένως να ήταν οι ενδεδειγμένες για μία αδύναμη αμερικανική οικονομία με προβλήματα στο χρηματοπιστωτικό τομέα. Ωστόσο, προκάλεσαν την πτώση του δολαρίου και κατέστησαν τις νομισματικές συνθήκες υπερβολικά χαλαρές σε πολλές αναδυόμενες αγορές, οι οικονομίες των οποίων αναπτύσσονταν για καιρό.

Το 2008, σύμφωνα με εκτιμήσεις του ΔΝΤ, οι αναδυόμενες οικονομίες αναπτύσσονταν πάνω από τον ρυθμό της τάσης τους για τέταρτη συνεχή χρονιά και είχαν εξαντλήσει την πλεονάζουσα δυναμική τους. Ο πληθωρισμός (εκτός τροφίμων και καυσίμων) άρχιζε να αυξάνεται. Όλα υπεδείκνυαν την ανάγκη αύξησης των επιτοκίων.

Παρ' όλα αυτά, τα βραχυπρόθεσμα πραγματικά επιτόκια στις αναδυόμενες οικονομίες είχαν αρνητικό πρόσημο ως τον Μάρτιο του παρόντος έτους. Τούτο υποδεικνύει πως ο αυξανόμενος πληθωρισμός ήταν συνέπεια μιας ασυσχέτιστης παγκόσμιας οικονομίας όπου οι αναδυόμενες οικονομίες μεγεθύνονταν ακόμη κι όταν η Αμερική παρέπαιε, και όπου ένα μη συνετό νομισματικό καθεστώς τους συνέδεε. Το αποτέλεσμα ή-

ταν η ραγδαία άνοδος των τιμών των εμπορευμάτων και η αύξηση του πληθωρισμού παγκοσμίως, ενώ η χρηματοοικονομική κρίση βάθαινε στις ανεπτυγμένες χώρες.

Υπό κανονικές συνθήκες, μία τραπεζική κρίση οδηγεί σε αντιπληθωρισμό ή ακόμη και αποπληθωρισμό, καθώς οι τιμές των στοιχείων του ενεργητικού πέφτουν, η πίστωση συρρικνώνεται και ο ρυθμός ανάπτυξης της οικονομίας επιβραδύνεται. Και όμως στην Αμερική —το επίκεντρο της καταιγίδας— ο πληθωρισμός αυξήθηκε αυτό το καλοκαίρι στο υψηλότερο επίπεδο της εικοσαετίας. Ο ρόλος των τιμών των εμπορευμάτων κατέστησε τον πληθωριστικό κίνδυνο δύσκολο να ερμηνευθεί.

Οι κεντρικοί τραπεζίτες έπρεπε να αποφασίσουν αν οι αυξανόμενες τιμές των τροφίμων και των καυσίμων ήταν μία προσωρινή τάση σε σύγκριση με τα άλλα αγαθά (σε αυτήν την περίπτωση η οικονομική ζημία θα ελαχιστοποιούνταν αν επιτρεπόταν η πρόσκαιρη αύξηση του πληθωρισμού), ή αν οι ανοδικές τιμές αποτελούσαν σύμπτωμα μιας γενικευμένης πίεσης στις τιμές (οπότε και θα ήταν αναγκαία η αύξηση των επιτοκίων). Οι κεντρικοί τραπεζίτες ανταποκρίθηκαν σε αυτήν την πρόκληση με διαφορετικές μεθόδους.

Ορισμένες αναδυόμενες οικονομίες, ιδίως στη Λατινική Αμερική, υιοθέτησαν την ορθόδοξη προσέγγιση, αυξάνοντας γρήγορα τα επιτόκια ώστε να μειώσουν τον πληθωρισμό στον επιδιωκόμενο στόχο. Άλλες, κυρίως στην Ασία, καθυστέρησαν να προσαρμοστούν ακόμη και υπό συνθήκες ταχείας αύξησης των μισθών και ισχυρής ζήτησης. Ανήσυχες μπροστά στο φάσμα διψήφιου πληθωρισμού, χώρες, όπως η Ινδία, άρχισαν εν τέλει να λαμβάνουν αυστηρά περιοριστικά μέτρα. Άλλες, όπως η Μαλαισία, με πληθωρισμό στο 8,5% δεν ανέλαβαν καμία πρωτοβουλία. Στον ανεπτυγμένο κόσμο, οι κεντρικοί τραπεζίτες της Ευρώπης ανησύχησαν περισσότερο για τον πληθωρισμό απ' ό,τι η FED, εν μέρει, διότι πολλές συμφωνίες πληρωμών καθορίζονται κεντρικά και οι μισθοί τείνουν να συμβαδίζουν με τις τιμές. Η ΕΚΤ αύξησε τα επιτόκια τον Ιούλιο, ενώ η Σουηδική Riksbank τα αύξησε τον Σεπτέμβριο.

Όλοι όμως βρέθηκαν σε σύγχυση λόγω του συνδυασμού της χρηματοοικονομικής κρίσης με τον αυξανόμενο πληθωρισμό. Ένας αξιωματούχος δήλωσε με ειλικρίνεια τον Ιούνιο: «δεν καταλαβαίνω τι διάολο συμβαίνει». Τις τελευταίες εβδομάδες αυτές οι εντάσεις περιορίστηκαν, αν και όχι με καθησυχαστικό τρόπο. Η παγκόσμια ζήτηση έπεσε απότομα κατά τη διάρκεια του καλοκαιριού και οι προοπτικές της παγκόσμιας οικονομίας κατέστησαν δυσοίωνες. Αυτή η επιβράδυνση βοήθησε στη μείωση των τιμών των εμπορευμάτων, αλλάζοντας τις πληθωριστικές προοπτικές στις πλούσιες χώρες.

Απλά μαθηματικά υποδεικνύουν πως εάν η τιμή του πετρελαίου παραμείνει στα 100 δολάρια ανά βαρέλι, ο πληθωρισμός στην Ευρωζώνη θα μπορούσε να πέσει στο 2% και στις ΗΠΑ στο 1% μέσα σε ένα έτος. Καθώς και οι δύο περιοχές είναι κοντά ή βρίσκονται σε ύφεση, η οικονομική στασιμότητα επεκτείνεται γρήγορα, μειώνοντας περαιτέρω τον πληθωρισμό. Εάν συνυπολογίσουμε και τις εξελίξεις του Σεπτεμβρίου στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές, ο κίνδυνος του παγιωμένου και εκτός ελέγχου πληθωρισμού διαφαίνεται πολύ μικρός. Ξαφνικά η ιδέα του αποπληθωρισμού —μιας γενικευμένης πτώσης των τιμών— δεν φαίνεται και τόσο μακρινή.

Η Κίνα στη διάσωση;

Η κινεζική κυβέρνηση έχει ήδη επιδείξει την ανησυχία της για την οικονομική της επιβράδυνση, μειώνοντας τις απαιτήσεις για αποθέματα στις μικρές τράπεζες και περικόπτοντας τα επιτόκια. Από μία παγκόσμια οπτική, όμως, θα ήταν καλύτερο αν η Κίνα χαλάρωνε τη δημοσιονομική της πολιτική και επέτρεπε την ενίσχυση του νομίσματός της. Η χώρα έχει μεγάλα περιθώρια αύξησης των δαπανών της. Επιτρέποντας, παράλληλα, την ταχύτερη άνοδο του νομίσματός της θα μπορούσε να καταπολεμήσει τους αποπληθωριστικούς κινδύνους στον ανεπτυγμένο κόσμο καθώς το δολάριο και το ευρώ θα χάνουν έδαφος μπροστά στο γουάν.

Η λανθασμένη ακαμψία του νομίσματος συνέβαλε στην πρόκληση της παρούσης κρίσης. Μία «πεφωτισμένη» ευελιξία θα μπορούσε να συμβάλει στην επίλυσή της. Παράλληλα, σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα τα μαθήματα που παίρνουν οι αναδυόμενες οικονομίες από τη σημερινή αναταραχή θα βοηθήσουν στη διαμόρφωση του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος.