

**Εισηγήσεις της Ημερίδας
«Από το κρίση του 1929
στην κρίση του 2009»**

12 Νοεμβρίου 2009



ΙΔΡΥΜΑ ΤΗΣ ΒΟΥΛΗΣ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΩΝ
ΓΙΑ ΤΟΝ ΚΟΙΝΟΒΟΥΛΕΥΤΙΣΜΟ ΚΑΙ ΤΗ ΔΗΜΟΚΡΑΤΙΑ

Περιεχόμενα

1. Χαιρετισμός

Φίλιππος Πετσάλνικος, Πρόεδρος της Βουλής των Ελλήνων και Πρόεδρος του Ιδρύματος της Βουλής

2. Χαιρετισμός

Δημήτριος Σιούφας, τέως Πρόεδρος της Βουλής των Ελλήνων και Πρόεδρος του Ιδρύματος της Βουλής

ΠΡΩΤΟ ΜΕΡΟΣ: Η κρίση του 1929

3. Η κρίση του 1929 στην Ελλάδα

Κώστας Κωστής, καθηγητής Πανεπιστημίου Αθηνών

4. Η κρίση του 1929. Το άγιο δισκοπότηρο της οικονομικής επιστήμης

Γεώργιος Σταθάκης, καθηγητής Πανεπιστημίου Κρήτης

ΔΕΥΤΕΡΟ ΜΕΡΟΣ: Η σημερινή κρίση

5. Οι κρίσεις του 1929 και του 2008 και οι πολιτικές αντιμετώπισής τους

Τρύφων Κολλίντζας, καθηγητής Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών, πρόεδρος και διευθύνων σύμβουλος Attica Bank – Μιχάλης Ψαλιδόπουλος, καθηγητής Πανεπιστημίου Αθηνών

6. Τα αίτια της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης και ο ρόλος του ελληνικού τραπεζικού συστήματος

Νικόλαος Καραμούζης, καθηγητής Πανεπιστημίου Πειραιώς, αναπληρωτής διευθύνων σύμβουλος EUROBANK EFG

ΤΡΙΤΟ ΜΕΡΟΣ: Συμπεράσματα και αναγωγές

7. Οι δύο παγκόσμιες κρίσεις (τον 1929 και η σημερινή) και η ελληνική οικονομία: μερικές κρίσιμες –και χρήσιμες– συγκρίσεις

Γεώργιος Προβόπουλος, διοικητής Τράπεζας της Ελλάδος

Χαιρετισμός

Κυρίες και Κύριοι,

η σημερινή ημερίδα που διοργανώνει το Ίδρυμα της Βουλής των Ελλήνων για τον Κοινοβουλευτισμό και τη Δημοκρατία είναι κάτι παραπάνω από επίκαιρη. «Από την κρίση του 1929 στην κρίση του 2009» είναι το θέμα το οποίο καλούνται να πραγματευθούν οι αξιόλογοι ομιλητές. Η παγκόσμια οικονομική κρίση, που ξεκίνησε πριν από δυο χρόνια περίπου, δεν είναι η μοναδική στα χρονικά. Η χρηματιστηριακή κρίση του 1929, μία τεράστιας εμβέλειας διάρκειας, και μεγάλου αντίκτυπου διεθνής κρίση, επανέρχεται στην επικαιρότητα.

Το τι έχει να μας διδάξει η ιστορία, ποια είναι τα αίτια και ποιες οι συνέπειες των οικονομικών κρίσεων –και δη της τρέχουσας– και ποιο το καταλληλότερο σχέδιο εξόδου από αυτήν είναι το αντικείμενο της ημερίδας. Αν μελετήσουμε και συζητήσουμε όλες τις πτυχές του σύνθετου αυτού προβλήματος, ίσως βρεθούμε πιο κοντά στη σωστή αντιμετώπισή του.

Το χρηματιστηριακό κραχ του 1929 συμπίπτει χρονικά με την περίοδο του μεσοπολέμου, κατά την οποία το διεθνές οικονομικό σύστημα ήταν ιδιαίτερα εύθραυστο. Ως προς τις αιτίες που οδήγησαν στο κραχ υπάρχουν διάφορες θεωρίες:

1. οι υποστηρικτές των κλασικών οικονομικών: οι μονεταριστές, η αυστριακή σχολή και η νεοκλασική θεωρία, οι οποίοι επικεντρώνονται στις μακροοικονομικές επιπτώσεις, στο χρηματικό απόθεμα και στην προσφορά χρυσού, που στήριζε πολλά νομίσματα προτού γενικευθεί η κρίση·
2. δομικές θεωρίες, πιο γνωστή από τις οποίες η Κεϋνσιανή και η σχολή των θεσμικών οικονομικών που τονίζουν την υποκατανάλωση και την υπερεπένδυση (οικονομική «φούσκα»);
3. η μαρξιστική θεωρία, η οποία εστιάζεται σε αντιφάσεις του καπιταλισμού και στην έμφυτη ανισορροπία στη συσσώρευση του κεφαλαίου.

Σε κάθε περίπτωση το ερώτημα εστιάζεται στο κατά πόσο επρόκειτο για μία αποτυχία της ελεύθερης αγοράς ή για μία αποτυχία του κράτους (και ειδικότερα της Αμερικανικής Ομοσπονδιακής Τράπεζας) να προλάβει την κατάρρευση των Τραπεζών, τον επακόλουθο πανικό και τις περικοπές στα χρηματικά αποθέματα.

Η «Μαύρη Τρίτη», η ημέρα κατά την οποία κατέρρευσε η «Γουόλ Στριτ», ήταν μόνο η αρχή. Η μεγάλη οικονομική ύφεση της δεκαετίας του '30 που επακολούθησε, έπληξε τις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής αλλά και την Ευρώπη. Τράπεζες και επιχειρήσεις κατέρρευσαν και η ανεργία εκτινάχτηκε δραματικά εξαναγκάζοντας την κυβέρνηση της Αμερικής να λάβει δραστικά μέτρα τόνωσης της οικονομίας.

Η σημερινή παγκόσμια οικονομική κρίση που βιώνουμε, ξεκίνησε ως χρηματοπιστωτική κρίση που ξέσπασε στην Αμερική και μεταφέρθηκε ταχύτατα στο χώρο της πραγματικής οικονομίας.

Βασικές αιτίες της κρίσης αποτέλεσαν:

1. η πλεονεξία και η απληστία του αμερικανικού τραπεζικού συστήματος για υπερκέρδη·
2. η πίστη του νεοφιλελευθερισμού στην αυτορρύθμιση της αγοράς·
3. η έλλειψη εποπτείας και ελέγχου των Τραπεζών, η έλλειψη ενός παγκόσμιου ρυθμιστικού μηχανισμού.

Το οικοδόμημα του νεοφιλελευθερισμού και η οικονομική ηγεμονία της Αμερικής δέχθηκαν ένα τεράστιο πλήγμα. Σαν χιονοστιβάδα η κρίση παρέσυρε και τις οικονομίες των ευρωπαϊκών κρατών. Οι συνέπειες που επέφερε η κρίση ήταν:

1. η χρεωκοπία Τραπεζών και επενδυτικών εταιρειών·
2. οι οικονομικές «φούσκες» λόγω των «τοξικών» τραπεζικών προϊόντων·
3. η οικονομική ύφεση και κάμψη της επιχειρηματικής δραστηριότητας·
4. η αύξηση της ανεργίας, της φτώχειας και της ανασφάλειας του πολίτη.

Στην Ελλάδα οι συνέπειες έχουν γίνει αισθητές, χωρίς ωστόσο να μπορούμε να υπολογίσουμε με ακρίβεια την έκταση και τη διάρκειά τους. Πλήγμα έχουν δεχθεί όχι μόνο οι Τράπεζες, αλλά και ο κατασκευαστικός τομέας, το λιανικό εμπόριο, η αγορά εργασίας και ο τουρισμός. Οι παθογένειες εξάλλου της ελληνικής οικονομίας, όπως το δημόσιο έλλειμμα και χρέος, καθιστούν το πρόβλημα οξύτερο. Τελικός αποδέκτης των παραπάνω είναι ο Έλληνας φορολογούμενος, ο οποίος αδυνατεί να αντεπεξέλθει στα οικονομικά βάρη, βλέπει συνεχώς την αγοραστική του δύναμη να περιορίζεται και το εισόδημά του να συρρικνώνεται.

Πώς αντιμετωπίστηκε η τρέχουσα οικονομική κρίση σε διεθνές και σε εθνικό επίπεδο; Οι Τράπεζες που αντιμετώπισαν πρόβλημα σε Ευρώπη και Αμερική, ενισχύθηκαν με κρατικά πακέτα χρηματοδότησης· σε μερικές περιπτώσεις μάλιστα *κρατικοποιήθηκαν* (Αμερική, Γερμανία, Ισλανδία κ.ά.). Τα μέτρα στήριξης από τις κυβερνήσεις δεν έχουν ακόμα σταματήσει. Η Ομάδα των G20 και η Ευρωπαϊκή Ένωση συμφωνούν για την ανάγκη συνέχισης της ενίσχυσης της παγκόσμιας

οικονομίας και για την ανάγκη προώθησης αλλαγών στο παγκόσμιο σύστημα εποπτείας του χρηματοπιστωτικού τομέα. Το προηγούμενο Σαββατοκύριακο στη Σκωτία η Σύνοδος των G20 επιβεβαίωσε την ανάγκη αυτή. Από την άλλη πλευρά η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έχει προτείνει μία δέσμη νομοθετικών μέτρων για την ενίσχυση της διασυννοριακής χρηματοπιστωτικής εποπτείας. Είναι σαφές ότι χρειάζονται ριζικές τομές στο παγκόσμιο οικονομικό σύστημα, όπως έχει επισημανθεί και στις προτάσεις της Επιτροπής Στίγκλιτς στο πλαίσιο των συνόδων της Διεθνούς Σοσιαλιστικής. Στόχος είναι να υπάρξει:

1. ένα αντικειμενικό, διαφανές και δίκαιο ρυθμιστικό θεσμικό πλαίσιο στο οποίο θα λειτουργεί η χρηματοπιστωτική αγορά·
2. σταθερότητα στο τραπεζικό σύστημα·
3. μετάβαση σε οικονομίες βιώσιμης «πράσινης ανάπτυξης»·
4. αλληλεγγύη προς τις αναπτυσσόμενες χώρες και καταπολέμηση της φτώχειας.

Και στην Ελλάδα υπήρξαν κρατικά μέτρα στήριξης του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Στην Ελλάδα δόθηκαν 28 δισ. ευρώ στις Τράπεζες για τόνωση της διαθέσιμης ρευστότητας, χωρίς να εξασφαλίζεται όμως η εποπτεία της πολιτικής των Τραπεζών και η συγκράτηση της κερδοσκοπίας. Αυτό θα μπορούσε να επιτευχθεί με τη μερική κρατικοποίηση, δηλαδή την αγορά μεριδίων από το ελληνικό δημόσιο. Η στήριξη του τραπεζικού συστήματος από το κράτος δεν είναι αυτοσκοπός, αλλά αποβλέπει στην οικονομική ανάκαμψη και την εξυπηρέτηση του δημοσίου συμφέροντος, δηλαδή στην ανακούφιση του ίδιου του πολίτη που βγαίνει ζημιωμένος από την κρίση. Εξάλλου, η χρηματοδότηση των Τραπεζών θα έπρεπε να συνοδεύεται από τις κατάλληλες εγγυήσεις για τήρηση συγκεκριμένων όρων από πλευράς Τραπεζών, εγγυήσεις που θα αποσκοπούν:

1. στην καταπολέμηση της κερδοσκοπίας και·
2. το συμφέρον του καταναλωτή.

Η γενικότερη εικόνα της οικονομίας είναι απογοητευτική και η ανάγκη για ένα αναπτυξιακό πρόγραμμα ανάκαμψης της οικονομίας είναι επιτακτική. Οι βασικοί άξονες της ανάκαμψης είναι:

1. ουσιαστική παρέμβαση του κράτους στην κοινωνία για την τόνωση της οικονομίας·
2. ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας στο πρότυπο της βιώσιμης «πράσινης ανάπτυξης»·
3. τόνωση της δραστηριότητας των μικρομεσαίων επιχειρήσεων με διάφορα μέσα. Ένα από αυτά είναι το Ταμείο Εγγυοδοσίας Μικρών και Πολύ Μικρών Επιχειρήσεων (ΤΕΜΠΜΕ ΑΕ), το οποίο διευκολύνει την πρόσβαση μικρών και πολύ

μικρών επιχειρήσεων στη χρηματοπιστωτική αγορά, αναλαμβάνοντας ένα μεγάλο μέρος του επιχειρηματικού κινδύνου και του δανείου.

Επίσης απαιτείται:

1. στήριξη του εισοδήματος των οικονομικά ασθενέστερων πολιτών με στοχευμένες εισοδηματικές ενισχύσεις·
2. δημιουργία νέων θέσεων απασχόλησης μέσω της αξιοποίησης κοινοτικών αναπτυξιακών προγραμμάτων και απορρόφησης κονδυλίων του ΕΣΠΑ 2007-2013·
3. κοινωνικές δαπάνες για την αντιμετώπιση της ανεργίας και τη διατήρηση της κοινωνικής συνοχής·
4. αποτελεσματική διαχείριση των δημοσίων οικονομικών, με περιστολή των δαπανών. Έμφαση πρέπει να δοθεί στη δημιουργία ενός δίκαιου φορολογικού συστήματος που θα αναδιανείμει τον πλούτο προς όφελος των χαμηλών και μεσαίων κοινωνικών στρωμάτων.

Ελπίζω η σημερινή ημερίδα να διαφωτίσει τις πτυχές του σοβαρού και σύνθετου ζητήματος της οικονομικής κρίσης και να μας οδηγήσει σε κάποια εποικοδομητικά συμπεράσματα..

Χαιρετισμός

Η σημερινή εκδήλωση είναι μια από τις πιο σημαντικές που διοργανώνει το Ίδρυμα της Βουλής για τον Κοινοβουλευτισμό και τη Δημοκρατία. Η ιδέα ανήκε στον πρώην Πρόεδρο της Κοινοβουλευτικής Ομάδας του ΣΥΡΙΖΑ, κ. Αλέκο Αλαβάνο και κατατέθηκε στη συνεδρίαση του Διοικητικού Συμβουλίου του Ιδρύματος στις 24 Φεβρουαρίου 2009, κατά την οποία ομόφωνα αποφασίστηκε το πρόγραμμα δραστηριοτήτων του για τη φετινή χρονιά και τα επόμενα έτη. Υπενθυμίζω ότι έχει ήδη προγραμματιστεί (και ήταν και αυτή πρόταση του κ. Αλαβάνου) άλλη μια σημαντική εκδήλωση για τα 100 χρόνια της Επανάστασης στο Γουδί, το 1909. Στη συνέχεια έγιναν συνεννοήσεις με το Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος, τον κ. Προβόπουλο, ώστε η εκδήλωση αυτή να υποστηριχθεί με εκδόσεις επιμέλειας της Τράπεζας της Ελλάδος που θα αναφέρονται στην κρίση του 1929 και τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της.

Το θέμα της σημερινής εκδήλωσης έχει απασχολήσει και προβληματίσει και στο παρελθόν και στις ημέρες μας εκτεταμένα την παγκόσμια κοινή γνώμη. Κατά καιρούς, πολιτικοί, οικονομολόγοι και ερευνητές, μελέτησαν τα αίτια, τα χαρακτηριστικά και τις συνέπειες αυτής της κρίσης. Το γεγονός ότι από το φθινόπωρο του 2007, βιώνουμε τη μεγαλύτερη παγκόσμια οικονομική κρίση, μοιραία καθιστά το ζήτημα αυτό και ενδιαφέρον και επίκαιρο. Στα τελευταία δύο χρόνια πολλές απόψεις διατυπώθηκαν, θέσεις κατατέθηκαν, συγκρίσεις έγιναν. Ο προβληματισμός πολιτικών, οικονομολόγων, τραπεζιτών και πολιτών κοινός. Υπάρχουν κοινά χαρακτηριστικά της κρίσης του 1929 και της σημερινής κρίσης; Μπορούμε να διδαχθούμε από τα λάθη που έγιναν τότε και να αποφύγουμε τις συνέπειες της κρίσης του 1929; Μπορεί σήμερα, οργανωμένα, με στρατηγική και σχέδιο όλοι μαζί να περιορίσουμε τις συνέπειες της κρίσης, αλλά και να χαράξουμε ένα νέο μοντέλο που θα οδηγήσει την παγκόσμια κοινότητα και πάλι στη λεωφόρο της ανάπτυξης και της ευημερίας;

Τα γεγονότα που οδήγησαν στην οικονομική κρίση μετά τη χρηματιστηριακή κατάρρευση που ξεκίνησε τη «Μαύρη Τρίτη» στις 29 Οκτωβρίου του 1929 στις

ΗΠΑ, επεκτάθηκε το 1930 σε όλο τον πλανήτη και ουσιαστικά κάλυψε όλη τη δεκαετία μέχρι την έναρξη του Β΄ Παγκοσμίου Πολέμου είναι γνωστά και καταγεγραμμένα στην οικονομική βιβλιογραφία. Όπως έγινε και στις ημέρες μας, η οικονομική κρίση ήταν το αποτέλεσμα της υπερχρέωσης των κρατών, των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών. Αλλά και μιας χρηματιστηριακής ευφορίας και κερδοσκοπίας που οδήγησε στον υπερπλουτισμό των λίγων και στην οικονομική καταστροφή των πολλών.

Βεβαίως, η παγκόσμια κοινότητα βρήκε και πάλι τον τρόπο για να αντιμετωπιστεί η κρίση αυτή. Διδάχτηκε πολλά από την κρίση αυτή, αλλά και από τις τραγικές συνέπειες του Β΄ Παγκοσμίου Πολέμου και αυτά οδήγησαν στην ίδρυση του ΟΗΕ, του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου, της Παγκόσμιας Τράπεζας, του ΟΟΣΑ και κυρίως της ΕΟΚ, που εξελίχτηκε στην Ευρωπαϊκή Ένωση των 500 εκατομμυρίων πολιτών, τα οποία συνθέτουν ένα διαφορετικό τοπίο. Υπάρχουν πλέον οι μηχανισμοί για να αντιμετωπίσουμε τις κρίσεις. Οι δεκαετίες που ακολούθησαν μετά τη λήξη του Β΄ Παγκόσμιου Πολέμου χαρακτηρίστηκαν για το μεγαλύτερο μέρος του πλανήτη μας, από ισχυρούς αναπτυξιακούς ρυθμούς, υψηλό επίπεδο απασχόλησης, αύξηση του βιοτικού επιπέδου, αλλά και σχετικά δικαιότερη κατανομή του πλούτου. Επάνω στις επιδόσεις αυτές, στήθηκε το κοινωνικό κράτος στις ανεπτυγμένες χώρες.

Τα διδάγματα από την κρίση του 1929 είναι πολλά και χρήσιμα σε όλους. Ειδικά σε εμάς που έχουμε αυξημένη ευθύνη απέναντι στην κοινωνία. Εύχομαι κάθε επιτυχία στις εργασίες της ημερίδας. Είμαι βέβαιος ότι οι σκέψεις, οι απόψεις και οι προτάσεις που θα καταθέσουν οι εκλεκτοί και διακεκριμένοι ομιλητές, ακαδημαϊκοί και τραπεζίτες θα είναι χρήσιμες σε όλους μας.

Η κρίση του 1929 στην Ελλάδα

Θα ήθελα να ευχαριστήσω και από τη θέση αυτή το Ίδρυμα της Βουλής των Ελλήνων για την πρόσκληση να μιλήσω στην αποψινή εκδήλωσή του.

Πρόθεσή μου είναι να σας παρουσιάσω την κρίση του 1929 στην ελληνική οικονομία. Δεδομένου όμως ότι το ζητούμενο της βραδιάς είναι να συγκρίνουμε τη Μεγάλη Ύφεση με τη σημερινή πραγματικότητα, σπεύδω να διευκρινίσω από την αρχή ότι κατά τη γνώμη μου δεν υπάρχει καμιά ομοιότητα στην πραγματικότητα έχουμε να κάνουμε με δύο φαινόμενα εντελώς διαφορετικά μεταξύ τους. Κάτι τέτοιο ισχύει βέβαια αν φυσικά θέλουμε να ξεφύγουμε από τις κοινοτοπίες στις οποίες θα μας οδηγούσε μία προσέγγιση αποκλειστικά σε όρους οικονομικών διακυμάνσεων.

Πιστεύω ότι κάθε κρίση χρωματίζεται, αποκτά την προσωπικότητά της, αν θέλετε, από το θεσμικό και ιστορικό πλαίσιο μέσα στο οποίο εκδηλώνεται. Και το πλαίσιο αυτό δεν είναι ποτέ το ίδιο. Αυτό ισχύει ακόμη και αν συγκρίνουμε την κρίση του 1920-1921 με εκείνη του 1929, δηλαδή δύο κρίσεις που απείχαν χρονικά πολύ λίγο μεταξύ τους. Η πρώτη υπήρξε πολύ πιο έντονη από τη δεύτερη, αλλά ήταν πολύ μικρότερης διάρκειας, με αποτέλεσμα σήμερα κανείς να μην αναφέρεται σε αυτήν. Κατά μείζονα λόγο νομίζω ότι ο ισχυρισμός μου ενισχύεται, αν η σύγκρισή μας επικεντρωθεί στην κρίση του 2008, μια κρίση της οποίας αγνοούμε, ακόμη, τη διάρκεια και τις συνέπειες.

Σε γενικές γραμμές η ελληνική οικονομία ανταποκρίθηκε πολύ ικανοποιητικά στις συνθήκες της κρίσης. Οι επιδόσεις της, συγκρινόμενες με εκείνες άλλων χωρών, ήταν καλύτερες και μπόρεσε να ανακάμψει πολύ πιο γρήγορα από τις υπόλοιπες ευρωπαϊκές οικονομίες. Ωστόσο, αυτό συνέβη, ως ένα βαθμό, γιατί το ελληνικό κράτος το 1932 κήρυξε πτώχευση και επομένως δεν εξυπηρετούσε το δυσβάσταχτο εξωτερικό δημόσιο χρέος.

Η Ελλάδα το μεσοπόλεμο εξακολουθεί και είναι μία αγροτική χώρα. Το 70% του πληθυσμού της ζει από τις αγροτικές δραστηριότητες, δραστηριότητες πολύ χαμηλής παραγωγικότητας. Η πτώση λοιπόν των τιμών των γεωργικών προϊόντων, ένα από τα θεμελιώδη διεθνή συμπτώματα της κρίσης του 1929, θίγει τον αγροτικό τομέα και η κατάσταση γίνεται ακόμη χειρότερη εξαιτίας τριών διαδοχικών κακών

εσοδειών, του 1929, 1930 και 1931. Οι πληθυσμοί, ιδίως των ορεινών περιοχών, αντιμετωπίζουν το φάσμα της πείνας, ενώ η χρέωση των αγροτικών νοικοκυριών κινδυνεύει να οδηγήσει σε αδιέξοδο όλη την οικονομία. Ειδικά δε οι προσφυγικοί πληθυσμοί, των οποίων η αποκατάσταση δεν είχε ολοκληρωθεί, βρέθηκαν σε δεινή θέση. Το 1929 ο δείκτης αγροτικής παραγωγής σημείωσε μια μείωση της τάξης του 25% σε σχέση με το προηγούμενο έτος και θα παραμείνει στο επίπεδο αυτό για τα επόμενα δύο έτη.

Η βιομηχανία, αντίθετα, παρουσίασε τις καλύτερες επιδόσεις στα χρόνια αυτά. Ο δείκτης της βιομηχανικής παραγωγής γνωρίζει μια μικρή μείωση μόνο το 1932, αλλά και τότε η Ελλάδα είναι η μόνη χώρα που διατηρεί το επίπεδο της βιομηχανικής παραγωγής της υψηλότερα από το αντίστοιχο του 1928. Αυτό οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στις δασμολογικές πολιτικές που επιτρέπουν στην ελληνική βιομηχανία να αποσπά ένα διαρκώς μεγαλύτερο μέρος της εγχώριας αγοράς βιομηχανικών προϊόντων.

Δεν θα αναφερθώ στα ζητήματα της ανεργίας και της απασχόλησης, επειδή τα στατιστικά δεδομένα που έχουμε είναι μάλλον εντελώς αφερέγγυα, αλλά δεν θα πρέπει να έχουμε την ελάχιστη αμφιβολία για την εκρηκτική αύξηση του αριθμού των ανέργων.

Τα πράγματα αποδείχθηκαν πολύ πιο δύσκολα στον τομέα των εξωτερικών συναλλαγών της χώρας. Το εμπορικό έλλειμμα παρουσίασε μικρή μείωση στη διάρκεια της κρίσης, κυρίως λόγω της μεγαλύτερης μείωσης των εισαγωγών σε σχέση με τις εξαγωγές, αλλά οι άδηλοι πόροι της χώρας δημιούργησαν μία εντονότατη ανισορροπία. Τα μεταναστευτικά εμβάσματα περιορίζονται δραματικά, τα έσοδα από τη ναυτιλία συρρικνώνονται και τέλος τα έσοδα από την ελληνική περιουσία στο εξωτερικό μειώνονται επίσης για να εξαλειφθούν μετά την πτώχευση του 1932.

Οι ανισορροπίες αυτές μεταφέρθηκαν άμεσα στην ελληνική οικονομία μέσω του νομισματικού συστήματος που είχε επιβληθεί στην Ελλάδα από το 1928. Η πολιτική ηγεσία της χώρας θεωρούσε μάλλον άστοχη την υιοθέτησή του, ωστόσο η άποψή της λίγο μέτρησε.

Όταν στα τέλη του 1926 εκπρόσωποι της Οικουμενικής κυβέρνησης απευθύνθηκαν στην ΚτΕ, προκειμένου να εξασφαλίσουν ένα δάνειο που θα επέτρεπε την ολοκλήρωση του έργου της αποκατάστασης των προσφύγων, η απάντηση που τους δόθηκε ήταν πως κάτι τέτοιο θα μπορούσε να γίνει μόνο εάν αποκαθίστατο στην Ελλάδα η δημοσιονομική και νομισματική ισορροπία.

Σε όρους της εποχής αυτό σήμαινε τη σύνδεση της δραχμής με την αγγλική λίρα στο πλαίσιο ενός συστήματος χρυσού συναλλάγματος που θα ενίσχυε την προσπάθεια της Αγγλίας να αποκαταστήσει το χαμένο κύρος και την πληγωμένη ισχύ της λίρας και του Σίτυ.

Η υιοθέτηση ενός αυτόματου, θεωρητικά, συστήματος είχε ως αποτέλεσμα η ελληνική οικονομία να αντιμετωπίσει σύντομα προβλήματα ρευστότητας, που υπό διαφορετικές συνθήκες θα μπορούσε να είχε αντιμετωπίσει μάλλον εύκολα. Στο σημείο αυτό θα επανέλθω στη συνέχεια.

Το τραπεζικό σύστημα επέδειξε συγκριτικά με το τι συνέβαινε διεθνώς, μία αξιοσημείωτη σταθερότητα. Βεβαίως δεκαεπτά τράπεζες πτώχευσαν, αλλά δεν αντιπροσώπευαν ούτε το 10% του συνολικού ενεργητικού των ελληνικών τραπεζών. Συγκριτικά με άλλες χώρες το ποσοστό αυτό είναι ασήμαντο. Βεβαίως και στα χρόνια της κρίσης ακούστηκαν επικρίσεις για τις τράπεζες, όπως αυτές που ακούμε σήμερα, και που ως ένα βαθμό εξέφραζαν προσπάθειες αναδιαμόρφωσης των ισορροπιών στην κατανομή του εγχώριου προϊόντος. Ωστόσο δεν μπορεί κανείς παρά να επισημάνει ότι ο υψηλός βαθμός συγκέντρωσης του ελληνικού τραπεζικού συστήματος έδρασε σταθεροποιητικά στις περιπτώσεις πανικού ή προβλημάτων ρευστότητας.

Το σημείο στο οποίο αναμφίβολα υστέρησε ο τραπεζικός τομέας ήταν η κεντρική του τράπεζα. Η δημιουργία της θεωρήθηκε ένα αναγκαίο κακό και πραγματοποιήθηκε απρόθυμα εκ μέρους των ελληνικών αρχών, προκειμένου να ικανοποιηθούν οι απαιτήσεις των διεθνών οργανισμών και αγορών. Και παρά το γεγονός ότι στη διεθνή βιβλιογραφία της εποχής η Τράπεζα της Ελλάδος θεωρείται ως υπόδειγμα οργάνωσης μιας κεντρικής τράπεζας, η έναρξη λειτουργίας της θα δείξει ότι δεν ήταν σε θέση να επηρεάσει την αγορά χρήματος, αφού δεν είχε καμία επαφή μαζί της. Στην πραγματικότητα μέχρι το 1932, η Τράπεζα της Ελλάδος το μόνο που μπορούσε να κάνει ήταν αγοραπωλησίες συναλλάγματος και να παρακολουθεί το κάλυμμα της κυκλοφορίας να μειώνεται σταθερά. Δεν είναι τυχαίο ότι ακόμη και το ρόλο του δανειστή τελευταίας προσφυγής δεν μπόρεσε να παίξει, καθώς οι εμπορικές τράπεζες προτιμούσαν σε περίπτωση ανάγκης να προσφεύγουν στην Εθνική Τράπεζα.

Για να αποκτήσουν όμως όλα αυτά νόημα θα πρέπει να λάβουμε υπόψη μας το διεθνές πλαίσιο. Οποιαδήποτε προσπάθεια να κατανοήσουμε τις επιλογές του ελληνικού κράτους αλλά και να συλλάβουμε την ένταση και τη διάρκεια της κρίσης παραγνωρίζοντας τις διεθνείς οικονομικές σχέσεις της εποχής είναι μάταιη. Ολόκληρο το σύστημα κίνησης κεφαλαίων της εποχής στηρίζεται σε τρεις άξονες:

πρώτα, στην ανάπτυξη της γερμανικής οικονομίας έτσι ώστε· δεύτερον, να είναι σε θέση να καταβάλλει επανορθώσεις στους νικητές. Σημειώνω ότι η χρηματοδότηση της γερμανικής οικονομίας στηρίζεται σε βραχυπρόθεσμα ως επί το πλείστον κεφάλαια αμερικανικής προέλευσης. Και τρίτον, στη ρύθμιση των διασυμμαχικών χρεών, που είχαν συναφθεί μεταξύ των νικητών συμμάχων κατά τη διάρκεια του πρώτου παγκοσμίου πολέμου.

Αν ένας από τους άξονες αυτούς παρουσίαζε προβλήματα αστάθειας, τότε όλο το σύστημα κινδύνευε να καταρρεύσει, πράγμα που άλλωστε συνέβη από τη στιγμή που τα αμερικανικά κεφάλαια άρχισαν, μέσα στο 1929, να στρέφονται με επιταχυνόμενους ρυθμούς προς τη Wall street.

Η Ελλάδα προφανώς εμπλέκεται σε αυτό το σχήμα. Δικαιούται επανορθώσεων, χρωστάει όμως και σημαντικά ποσά στους συμμάχους της, ενώ χρειάζεται δάνεια από τις διεθνείς κεφαλαιαγορές, που θα τις επέτρεπαν να επιβιώσει στις συνθήκες που είχαν δημιουργηθεί ύστερα από τη Μικρασιατική καταστροφή.

Η Ελλάδα επέλυσε το ζήτημα των πολεμικών χρεών το 1927, από τις επανορθώσεις όμως λίγα προσδοκούσε με βάση το αρχικό σχέδιο. Η επιστροφή του Βενιζέλου στην εξουσία το 1928, άλλαξε τα δεδομένα καθώς το 1929 πέτυχε στη Διεθνή Διάσκεψη της Χάγης να καρπωθεί για λογαριασμό της Ελλάδας το συντριπτικά μεγαλύτερο μέρος των ανατολικών επανορθώσεων και να καλύπτει τις υποχρεώσεις της χώρας προς τους συμμάχους της, να μένει δε και ένα αδιάθετο πλεόνασμα. Δυστυχώς, το χρεωστάσιο Χούβερ του 1931 δεν επέτρεψε στην Ελλάδα να επωφεληθεί επί μακρόν από τις ρυθμίσεις αυτές.

Μέσα σε ένα τέτοιο πλαίσιο εγγράφονται και οι οικονομικές πολιτικές του ελληνικού κράτους, πολιτικές που δεν αμφισβητούνται από καμία πολιτική παράταξη. Η Ελλάδα πρέπει να βελτιώσει τις επιδόσεις της στον αγροτικό τομέα, μεγάλα δημόσια έργα έχουν σχεδιαστεί και ξεκινήσει και μόνο αυτά θα δώσουν στην ελληνική οικονομία την επιθυμητή ισορροπία του εμπορικού ισοζυγίου. Τα έργα αυτά όμως χρειάζονται κεφάλαια και τα κεφάλαια αυτά μόνο από το εξωτερικό μπορούν να προέλθουν. Έτσι, από το 1927 έχει εγκαινιαστεί μία πολιτική συνεχούς δανεισμού, με την προοπτική ότι μετά από λίγα χρόνια και όταν θα έχουν ολοκληρωθεί τα μεγάλα έργα, η Ελλάδα δεν θα έχει να αντιμετωπίσει δομικές ανισορροπίες στις εξωτερικές συναλλαγές της. Προκειμένου όμως να διατηρηθεί αυτή η πολιτική θα πρέπει η δραχμή να αποφύγει κάθε υποτίμηση. Στην αντίθετη περίπτωση, η ισορροπία του προϋπολογισμού θα καταρρεύσει. Έτσι, λοιπόν, εξηγείται η εμμονή στη σταθεροποίηση –η οποία ας μην το ξεχνάμε κόστισε ακριβά

στο ελληνικό κράτος– ακόμη και τη στιγμή που η Αγγλία εγκατέλειπε το 1931 τη χρυσή βάση.

Η εμμονή αυτή θα οδηγήσει, ακόμη και τη στιγμή που η κρίση βρισκόταν στο χειρότερο σημείο της, σε αντιπληθωριστικές πολιτικές, επιδεινώνοντας την κατάσταση. Είναι χαρακτηριστικό ότι ο Βενιζέλος ακόμη και το 1932 προσπαθούσε να καθησυχάσει τους Έλληνες βιομηχάνους υποστηρίζοντας ότι θα καταπολεμήσει με κάθε τρόπο τον πληθωρισμό!

Όπως σε όλες τις χώρες στη διάρκεια της κρίσης του 1929 ο κρατικός παρεμβατισμός αυξάνεται. Μηχανισμοί συγκέντρωσης και στήριξης των τιμών των αγροτικών προϊόντων δημιουργούνται, η ΑΤΕ που ιδρύθηκε το 1929, μέσα στις συνθήκες της κρίσης, διευρύνει τις αρμοδιότητές της, το Ταχυδρομικό Ταμειυτήριο και το Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων (ΤΠΔ) μετατρέπονται σε μηχανισμούς άντλησης κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση δημοσίων έργων, ενώ και η Τράπεζα της Ελλάδος, υπό την πίεση των διεθνών οργανισμών, γίνεται αποδεκτή και στην Ελλάδα και αναλαμβάνει ρόλους πιο συμβατούς με τους σκοπούς για τους οποίους ιδρύθηκε.

Το ελληνικό κράτος δεν θα αποφύγει, παρ' όλο τον ορμητισμό, την αισιοδοξία και το βολонταρισμό του Βενιζέλου μία ακόμη πτώχευση. Και δεν θα την αποφύγει παρ' όλες τις προσπάθειες που έγιναν και τα τεχνάσματα που επινοήθηκαν. Οι μισθοί, για παράδειγμα, των δημοσίων υπαλλήλων μειώθηκαν, προκειμένου να φανεί ότι η Ελλάδα προσαρμόζεται στα κελεύσματα όχι των Βρυξελλών, αλλά της Γενεύης, όπου έδρευε η εποπτεύουσα αρχή, η Δημοσιονομική Επιτροπή της ΚτΕ, αλλά όλα αποδείχθηκαν μάταια.

Οι δείκτες μας δείχνουν ότι μετά την κρίση η ελληνική οικονομία περνάει σε μία φάση σταθερής ανάπτυξης που θα διαρκέσει μέχρι τον πόλεμο. Πρόκειται για μία ανάπτυξη που στηρίζεται στην εσωστρέφεια και ιδανικό της είναι η οικονομική αυτάρκεια. Το φαινόμενο, άλλωστε, δεν είναι μόνο ελληνικό, είναι διεθνές.

Στα τέλη όμως του μεσοπολέμου, το μοντέλο που αναγκαστικά υιοθετήθηκε δείχνει να έχει φτάσει στα όριά του. Δεν είναι συμπτωματικό ότι οι συζητήσεις για την ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας σε μία διαφορετική βάση από εκείνη που ίσχυε μέχρι τότε –αυτές, δηλαδή, που γνωρίζουμε από την περίοδο της ανασυγκρότησης– κάνουν την εμφάνισή τους στα χρόνια αυτά. Αλλά με την Ελλάδα αποκλεισμένη από τις διεθνείς κεφαλαιαγορές και σε ένα διεθνές περιβάλλον που το χαρακτηρίζουμε συνήθως με την έκφραση «*beggar thy neighbour*», τα περιθώρια για αλλαγή είναι μηδαμικά. Η σύμβαση Κούπερ, που συνάφθηκε από τη δικτατορία του Μεταξά, για την εκμετάλλευση των υδροηλεκτρικών δυνατοτήτων του Αχελώου

και τη δημιουργία ηλεκτροχημικών και ηλεκτρομεταλλουργικών βιομηχανιών δείχνει αυτή την ανάγκη για μίαν αλλαγή πολιτικής και στροφή προς την αξιοποίηση των εγχωρίων πόρων, αλλά συνάμα οι βαρύτεροι όροι της δείχνουν και τα στενά περιθώρια ελιγμών του ελληνικού κράτους.

Τελειώνοντας, δεν νομίζω ότι είναι άσκοπο να θυμίσω ότι η κρίση, αλλά και η περίοδος που την ακολούθησε, χαρακτηρίζεται από εξαιρετικές κοινωνικές εντάσεις, και από απαξίωση του κοινοβουλευτισμού. Πρόκειται, ασφαλώς, για φαινόμενα που δεν είναι αποκλειστικά ελληνικά και ούτε συνδέονται ευθύγραμμα με την κρίση, αλλά πάλι δύσκολα θα μπορούσαμε και να τα απομονώσουμε από αυτήν. Γιατί στο κάτω κάτω κάθε κρίση είναι πολιτική.

Η κρίση του 1929. Το άγιο δισκοπότηρο της οικονομικής επιστήμης.

Ο τίτλος της ομιλίας μου είναι μία φράση που έχει χρησιμοποιήσει ο οικονομολόγος και σημερινός κεντρικός τραπεζίτης των ΗΠΑ, ο καθηγητής Bernanke, ο οποίος ένα σημαντικό, αν όχι το πιο αναφέρεται στην κρίση του 1929. Έτσι γράφει: «Το να κατανοήσει κάποιος τη Μεγάλη Ύφεση είναι το άγιο δισκοπότηρο των μακροοικονομικών. Όχι μόνο η Μεγάλη Ύφεση δημιούργησε τη μακροοικονομική, ως διακριτό επιστημονικό κλάδο, αλλά επίσης –και εδώ αυτό δεν αναγνωρίζεται όσο πρέπει– η εμπειρία της δεκαετίας του 1930 συνεχίζει να επηρεάζει τις πεποιθήσεις των μακροοικονομολόγων, τις πολιτικές που προτείνονται και φυσικά την ίδια την έρευνα».

Όλες οι βασικές σχολές των οικονομικών έχουν προσπαθήσει να διατυπώσουν ερμηνείες για την κρίση του 1929. Ο βασικός λόγος είναι ότι η κρίση του 1929 οριοθετεί τη μεγαλύτερη ιστορική τομή που καταγράφηκε στον 20 αιώνα αναφορικά με τη δομή και τον τρόπο λειτουργίας των οικονομιών. Με μια λέξη ένα νέο οικονομικό υποκείμενο, το κράτος, αναδείχθηκε ως σημαντικός οικονομικός παράγοντας στη ρύθμιση των οικονομιών. Αυτή η μετατόπιση από το *laissez-faire* του 19ου αιώνα στις μεικτές οικονομίες της μεταπολεμικής περιόδου, ξεκίνησε στη δεκαετία του 1930 με το Νιου Ντηλ (New Deal), κλιμακώθηκε με την πολεμική οικονομία του Β΄ Παγκοσμίου Πολέμου και αναπτύχθηκε στη χρυσή εικοσαετία 1950-1970. Αυτός ο ενεργός ρόλος του κράτους ταυτίστηκε με τη νομισματική και δημοσιονομική πολιτική, το κράτος πρόνοιας, και την αναπτυξιακή πολιτική της μεταπολεμικής περιόδου.

Ένας δείκτης είναι αρκετός για να καταδείξει την έκταση αυτής της τομής. Το 1929 ο ομοσπονδιακός προϋπολογισμός των ΗΠΑ ήταν μόλις 3% του ΑΕΠ. Με μια λέξη, το κράτος ήταν ανύπαρκτο. Η αμερικανική οικονομία προσέγγιζε το απόλυτο θεωρητικό μοντέλο της ελεύθερης αγοράς. Στο Νιου Ντηλ (New Deal) ο προϋπολογισμός έγινε 9% και μετά τον πόλεμο σταδιακά, όπως και σε όλες τις δυτικές χώρες έφθασε στο 40-50%. Αυτή η μετατόπιση φαντάζει εξαιρετικά ανθεκτική, ακόμα και σήμερα, μιας και παρά την κυριαρχία του νεο-

φιλελευθερισμού από το 1980 μέχρι σήμερα, πουθενά δεν μειώθηκαν οι δημόσιες δαπάνες ως ποσοστό του ΑΕΠ.

Κένυς

Αυτή η ιστορική μετατόπιση είναι φυσικά ταυτισμένη με το όνομα ενός οικονομολόγου του Κένυς. Ο Κένυς έφερε πολλές τομές στην οικονομική επιστήμη, αλλά επιτρέψτε μου να περιοριστώ σε τρεις που αφορούν την κρίση του 1929.

Η *πρώτη* σημαντική παρέμβαση του Κένυς έγινε το 1919 με το περίφημο βιβλίο του *Οι οικονομικές συνέπειες της ειρήνης*. Αναφερόταν στους διακανονισμούς που είχαν γίνει στο Συνέδριο για την Ειρήνη στο Παρίσι, το οποίο κατέληξε να επιβάλλει τις «πολεμικές αποζημιώσεις» στη Γερμανία. Η συνθήκη ανάγκαζε τη Γερμανία να εξάγει βιομηχανικά προϊόντα και τα συναλλαγματικά κέρδη να τα παραδίδει στους «νικητές» (την Αγγλία, τη Γαλλία και την Ιταλία). Οι ΗΠΑ είχαν ορθώς αποποιηθεί τις αποζημιώσεις. Ο Κένυς, θεώρησε ότι ο εθνικισμός και κυρίως ο υπερεθνικισμός που πρυτάνευσε στις συζητήσεις, δεν έχει θέση στις σύγχρονες κοινωνίες. Καμία χώρα δεν μπορεί να αναπτυχθεί σε βάρος της άλλης. Και ουσιαστικά πρότεινε μια ιδέα που ανέτρεπε τις καθιερωμένες πρακτικές αιώνων. Υποστήριξε ότι, σε αντίθεση με το ιστορικό παρελθόν της ανθρωπότητας – το αγροτικό εννοούσε– από τούδε και στο εξής στο βιομηχανικό σύστημα, δεν θα έπρεπε ο ηττημένος ενός πολέμου να πληρώνει τον νικητή, αλλά ο νικητής τον ηττημένο. Αυτό φάνταζε προκλητικό, άδικο, ηθικά αδιανόητο. Η ιδέα αυτή του Κένυς φυσικά πρυτάνευσε μετά τον Β΄ Παγκόσμιο Πόλεμο, όταν οι νικητές, εν προκειμένω οι ΗΠΑ, χρηματοδότησαν μαζικά την ανασυγκρότηση των οικονομιών των ηττημένων, της Γερμανίας, της Ιαπωνίας και της Ιταλίας, και απομάκρυναν κάθε ιδέα περί αποζημίωσης των χωρών οι οποίες όντως είχαν διαλυθεί από τη γερμανική κατοχή, όπως είχε γίνει και με την Ελλάδα.

Η *δεύτερη* ιδέα του Κένυς, αναφέρεται στην επαναφορά της πολιτικής του χρυσού. Τα κείμενά του για την πολιτική του χρυσού, που περιλαμβάνονται στα *Δοκίμια της Πειθούς*, αφορούν στις παρεμβάσεις του Κένυς από το 1919 μέχρι το 1931. Όπως σωστά επισημαίνει ο Κένυς στον πρόλογο, θα έπρεπε να ονομαστούν ως κείμενα της προφητείας, ως κείμενα της Κασσάνδρας, μιας και προέβλεψαν την καταστροφική πορεία των επιλογών που έγιναν, αλλά στην ώρα τους δεν είχαν πείσει κανένα.

Μέχρι πριν από τον Α΄ Παγκόσμιο Πόλεμο, το διεθνές σύστημα εδραζόταν στον «κανόνα του χρυσού». Το 1925 η Βρετανία επανέφερε το μέτρο και επεδίωξε

να το συνδέσει με μια υπερτιμημένη λίρα, που θα διασφάλιζε τον διεθνή ρόλο της βρετανικής λίρας ως αποθεματικό νόμισμα. Μαζί και η ιδέα της αποκατάστασης των προπολεμικών ισοτιμιών. Στην αναβίωση του μέτρου συμμετείχαν 59 χώρες, μαζί και η Ελλάδα, που καθυστερημένα εγκατέλειψε το μέτρο το 1932 (βιβλίο Μαζάουερ).

Ο κρίσιμος κρίκος ήταν οι ΗΠΑ. Οι ΗΠΑ θα έπρεπε να δανείζουν πρώτα απ' όλα τη Γερμανία και να διατηρούν τη σχέση του χρυσού με το δολάριο, και τη σχέση βρετανικών και αμερικάνικων επιτοκίων σε επίπεδα που δεν θα οδηγούσαν στη φυγή του χρυσού από την Ευρώπη στις ΗΠΑ. Επιπρόσθετα, οι ΗΠΑ συνέχιζαν να δανείζουν τη Γαλλία και την Αγγλία, μιας και είχαν αρνηθεί να διαγράψουν τα προπολεμικά τους χρέη (άλλο σημείο κριτικής του Κένυς, που επίσης εφαρμόστηκε μετά το Β΄ Παγκόσμιο Πόλεμο). Ο δανεισμός αυτός γινόταν από τις ιδιωτικές αμερικανικές τράπεζες και είχε οδηγήσει στη συσσώρευση τίτλων στο αμερικανικό τραπεζικό σύστημα, τίτλων αμφιβόλου αξίας και υπόστασης. Όσο ανέβαινε το χρηματιστήριο και η οικονομία, το πρόβλημα καλυπτόταν. Όταν όμως οι τίτλοι άρχισαν να προσαρμόζονται στα πραγματικά δεδομένα, η κατάσταση έγινε μη διαχειρίσιμη. Η αμερικανική κρίση του 1929 φαίνεται ότι συνδεόταν άμεσα –ή και είχε τις ρίζες της– στο «ευρωπαϊκό πρόβλημα».

Συνεπώς, το διεθνές σύστημα ήταν εξαιρετικά εύθραυστο. Η επιστροφή του «χρυσού κανόνα» έγινε σε μια περίοδο όπου το δίκτυο των εμπορικών συναλλαγών και το αντίστοιχο δίκτυο των χρηματικών ροών δεν μπορούσαν να ισορροπήσουν. Πολλές ρυθμίσεις, όπως αυτές για τις γερμανικές αποζημιώσεις, γρήγορα εγκαταλείφθηκαν, ενώ συχνές ήταν οι σπασμωδικές αντιδράσεις ορισμένων χωρών, όπως η Γαλλία, που επέλεξε να αποθεματοποιεί χρυσό, αντί για στερλίνες, ή η Αγγλία, που αντιμετώπιζε διαρκώς πιέσεις στην υπερτιμημένη λίρα της, ή τέλος οι ΗΠΑ, που έπρεπε να χρηματοδοτούν τα ευρωπαϊκά χρέη.

Ο Κένυς θεωρεί τον χρυσό ως ένα κατάλοιπο του ιστορικού παρελθόντος, χωρίς καμία απολύτως αξία για τα σύγχρονα νομισματικά συστήματα, μια ιδεοληψία του 19ου αιώνα, που γοήτευσε τις συντηρητικές ηγεμονικές ομάδες και που είναι ταυτισμένο στην Αγγλία του μεσοπολέμου αποκλειστικά με τα συμφέροντα μιας μικρής οικονομικής ομάδας, των εισοδηματιών. Για δε την Αμερική, που ήταν ακόμα στο στάδιο της άμεσης μετατρεψιμότητας των δολαρίων σε χρυσό στην τράπεζα σήμαινε την απόλυτη καταστροφή. Εν προκειμένω η επιστροφή στο χρυσό σήμαινε μία λέξη για τον Κένυς: «Αποπληθωρισμός». Μετατροπή τελικά της διεθνούς αστάθειας σε μείωση των τιμών, των μισθών, αποεπένδυση και τελικά συρρίκνωση της παραγωγής, ύφεση. Ο κανόνας αυτός

δέσμευε τη νομισματική πολιτική σε αντιπληθωριστική κατεύθυνση, ενώ ταυτόχρονα θεωρούσε τους ισοσκελισμένους προϋπολογισμούς ως θέσφατο. Όταν χρειάστηκε να αλλάξει η εν λόγω πολιτική, λόγω των οικονομικών διακυμάνσεων και της κατάρρευσης του χρηματιστηρίου του 1929 αυτό ήταν αδύνατο. Το σύστημα κατέρρευσε, οι ΗΠΑ παρέτειναν λανθασμένα τη ζωή του χρυσού και μεταπολεμικά ξεχάστηκε.

Η τρίτη ιδέα του Κένυς αφορούσε το κείμενό του με τίτλο «Το τέλος του *Laissez-Faire*». Γραμμένο το 1926, με ιδέες που εμφανίστηκαν πιο επεξεργασμένες αργότερα στα δύο βιβλία που έγραψε για το χρήμα και φυσικά στη *Γενική θεωρία* (1935-1936). Εδώ ο Κένυς ασκεί κριτική στην ιδέα ότι οι αγορές αυτορρυθμίζονται και οδηγούν μεσοπρόθεσμα από το ένα σημείο ισορροπίας στο άλλο. Ως φιλελεύθερος οικονομολόγος που υποστήριζε προφανώς το ελεύθερο εμπόριο και τους μηχανισμούς της αγοράς, η κριτική του μετατοπίστηκε σε δύο επίπεδα, στα οποία εξαιρούνται εξ ορισμού αυτού του πεδίου. Τους μισθούς (η αγορά εργασίας δεν είναι τυπική αγορά αγαθών) και το πεδίο του χρήματος (η αγορά του χρήματος δεν είναι μια τυπική αγορά αγαθών).

Όπως όλες οι σύγχρονες νομισματικές θεωρίες ως αφετηρία έχουν τον Βίκσελ και δεν θα σας κουράσω με τις περίπλοκες θεωρίες του χρήματος, αλλά επιτρέψτε μου να αποκωδικοποιήσω σε τρεις προτάσεις την κεντρική ιδέα, καθώς αφορά και τη σημερινή κρίση ως προτάσεις πολιτικής. Ο Βίκσελ ακολουθεί την ποσοτική θεωρία του χρήματος –άρα μακροπρόθεσμα οι τιμές εξαρτώνται από την ποσότητα του χρήματος– θεωρεί το χρήμα ουδέτερο, όπως και οι σύγχρονοι μονεταριστές, και αντιπαθεί τον πληθωρισμό για τις παρενέργειες του στο σύστημα των τιμών. Θεωρεί πως υπάρχει ένα φυσικό ποσοστό επιτοκίου, το οποίο θεωρητικά εξισορροπεί τις αποταμιεύσεις και τις επενδύσεις και την προσφορά και ζήτηση πίστης. Το πραγματικό επιτόκιο αποκλίνει από το φυσικό, επειδή οι τράπεζες δημιουργούν χρήμα. Αυτή είναι η βάση του «σεναρίου του πληθωρισμού» στον Βίκσελ.

Οι νεοαυστριακοί πήραν αυτή την ιδέα και θεώρησαν ότι προκειμένου να αποφύγουμε διαδοχικούς κύκλους υπερεπένδυσης από τις επιχειρήσεις –άρα διαδοχικές «φούσκες», που προκύπτουν από τη μέριμνα του κράτους για χαμηλά επιτόκια– πρέπει να αφήσουμε το τραπεζικό σύστημα πλήρως ελεύθερο, και πλήρως αυτορρυθμιζόμενο, να φέρει φυσικά το ίδιο και τον κίνδυνο της χρεωκοπίας του. Αυτή η σχολή σήμερα προτείνει να αφηθεί να καταρρεύσει το τραπεζικό σύστημα και είναι πολέμια των μέτρων διάσωσης. (Ο Ρόθμπαρντ έχει γράψει και ένα εξαιρετικό βιβλίο για το 1929.)

Ο Φρήντμαν και οι μονεταριστές μετέφεραν τη βικσελιανή ιδέα στο βραχυχρόνιο επίπεδο, προτείνοντας η σύγκλιση αυτή να γίνεται μέσα από την «ορθή» κάθε φορά πολιτική της κεντρικής τράπεζας, του επιτοκίου, την αποσυμφόρηση της νομισματικής πολιτικής από τους πολλαπλούς στόχους –έναν μπορεί να υπηρετεί (τον πληθωρισμό)– και την αποδυνάμωση κάθε πολιτικής που επεμβαίνει στις υπόλοιπες αγορές (άρα συρρίκνωση του κρατικού παρεμβατισμού).

Ο Κένυς αντίθετα μετατόπισε τη βικσελιανή ιδέα προς άλλη κατεύθυνση. Εάν έχουμε ανισορροπία ανάμεσα σε αποταμιεύσεις και επενδύσεις, το πλεόνασμα χρήματος αποσύρεται από τους κατόχους χρήματος και τους κερδοσκόπους. Το επιτόκιο δεν μειώνεται, ούτε η ποσότητα του χρήματος, αλλά ο ρυθμός της κυκλοφορίας του. Αυτή την πρώτη σκέψη στο σχήμα του Βίκσελ, τη μεταβάλλει στη συνέχεια στη *Γενική θεωρία*, όπου κάνει μια ακόμα μεγαλύτερη τομή. Εν αρχή είναι οι επενδύσεις και οι προσδοκίες. Αυτές είναι μεταβαλλόμενες (όχι σταθερές όπως στους νεοαυστριακούς ή σχετικά σταθερές στους μονεταριστές χωρίς την αυταπάτη του χρήματος). Εάν έχουμε μειωμένες προσδοκίες, θεωρητικά ο μηχανισμός των τιμών θα φέρει τις αναγκαίες προσαρμογές. Στην πραγματικότητα όμως οι ποσότητες θα μεταβληθούν γρηγορότερα από τις τιμές. Ούτε η μείωση των τιμών θα γίνει γρηγορότερα από το μέγεθος της παραγωγής, ούτε οι μισθοί θα πέσουν γρηγορότερα από την ίδια την απασχόληση. Με μια λέξη, η μείωση των μισθών δεν αυξάνει την απασχόληση. Η ανεργία αυξάνει ανεξάρτητα από τη μείωση των μισθών. Ο αποπληθωρισμός είναι σε πλήρη δράση. Τα οικονομικά της αγοράς δεν απαντούν στο ερώτημα της μακροοικονομικής ισορροπίας. Η νομισματική και η δημοσιονομική πολιτική πρέπει να υπηρετήσουν την αποκατάσταση της ισορροπίας κάνοντας ακριβώς τα αντίθετα από ότι πρότεινε το ορθόδοξο δόγμα της εποχής, παρόμοιο εν πολλοίς με το σημερινό: ισοσκελισμένοι προϋπολογισμοί, ελάχιστη παρέμβαση στην αγορά, πλήρης ελευθερία των χρηματαγορών και αποκλειστική παρέμβαση μέσω του επιτοκίου.

Οι ιδέες του Κένυς ταυτίστηκαν με την προεδρία Ρούσβελτ στην Αμερική και το Νιου Ντηλ (New Deal). Αυτό άλλαξε το πρόσωπο της Αμερικής σε ελάχιστα χρόνια. Οι επιστολές του Κένυς με τον Ρούσβελτ είναι εξαιρετικές.

Πρώτη κενυσιανή πρόταση: εν μέσω της κρίσης δεν μειώνουμε τους μισθούς, τους κρατάμε πάση θυσία «υψηλούς». Ο Ρούσβελτ έδωσε μάχες επί μαχών με τις μεγάλες εταιρείες για να διατηρήσει τους μισθούς υψηλούς.

Δεύτερη πρόταση: αύξηση της δημόσιας απασχόλησης και των επιδομάτων ανεργίας ή υποστήριξης ανενεργών μερίδων του πληθυσμού. Οι πιο ενδιαφέρουσες πρωτοβουλίες ήταν η απασχόληση των καλλιτεχνών και οι συνταξιούχοι ανάπηροι

του πολέμου. Οι καλλιτέχνες που φυσικά ήταν άεργοι εν μέσω της κρίσης, προσλήφθηκαν μαζικά από την κυβέρνηση, έναντι μισθού, με χρέος να παράγουν καλλιτεχνικά έργα για την κυβέρνηση, πίνακες, διηγήματα και μυθιστορήματα, ταινίες κινηματογραφικές κ.ο.κ. Αρκετοί φυσικά έγιναν αργότερα διάσημοι και εκατομμυριούχοι, αλλά η τέχνη του Νιου Ντηλ (New Deal), ήταν τομή στην καλλιτεχνική εξέλιξη της Αμερικής.

Τρίτη και καταλυτική πρόταση: οι δημόσιες επενδύσεις. Αυτοκινητόδρομοι, μεγάλα περιφερειακά προγράμματα, εκπαίδευση κ.λπ. Μαζί με τη δημιουργία εσόδων δηλαδή φόρο εισοδήματος και αναδιανομή του εισοδήματος. Δεν θα σταθώ παρά σε μία από τις επιπτώσεις από την άλλη αυτή. Στο Νιου Ντηλ (New Deal) η Αμερική απέκτησε θεσμούς, δημόσια διοίκηση, εφορίες, τους αδιάφθορους, φορολογικό σύστημα κ.ο.κ, οτιδήποτε αποτελεί το αξιοθαύμαστο της Αμερικής, την εξαιρετική ποιότητα της δημόσιας διοίκησης.

Φρήντμαν

Η κρίση του 1929 αφορά φυσικά την περίφημη «Μαύρη Τρίτη», την 29η Οκτωβρίου, όταν το Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης κατέρρευσε. Μέσα σε μία εβδομάδα χάθηκαν 30 δισεκατομμύρια δολάρια, ποσό που τότε ήταν κατά δέκα φορές μεγαλύτερο από τον ασθενικό ομοσπονδιακό προϋπολογισμό των ΗΠΑ, ενώ σε πραγματικά μεγέθη αντιπροσώπευε σχεδόν το ένα τρίτο του Ακαθάριστου Εθνικού Προϊόντος των ΗΠΑ.

Το 1930, και αφού προηγουμένως το χρηματιστήριο είχε ανακάμψει στα επίπεδα των αρχών του 1929, επακολούθησε μέχρι το 1933 η μεγαλύτερη οικονομική κρίση, καθώς οι ΗΠΑ απώλεσαν το 30% του ΑΕΠ, η ανεργία εκτοξεύτηκε στο 25% και το χρηματιστήριο συνέχισε να πέφτει (έχασε το 89% της αξίας που είχε στα μέσα του 1929). Μάλιστα, το χρηματιστήριο χρειάστηκε είκοσι χρόνια για να ανακάμψει στα επίπεδα αυτά, μόλις το 1954. Η σύνδεση των δύο φαινομένων, της κατάρρευσης δηλαδή του χρηματιστηρίου το 1929 και της οικονομικής κρίσης που επακολούθησε το 1930-1933. Και είναι επίμαχο, διότι απότομες πτώσεις στο χρηματιστήριο είχαν σημειωθεί και άλλες φορές, χωρίς να οδηγήσει σε ύφεση.

Το 1930-1933, αυτό που χαρακτήριζε τη διαδικασία επιδείνωσης της κρίσης ήταν η κατάρρευση του τραπεζικού συστήματος των ΗΠΑ. Περίπου 5.000 τράπεζες χρεωκόπησαν, κάτι που αντιστοιχεί στα δύο τρίτα των τραπεζών. Αυτό είναι το θέμα στο οποίο επικεντρώνεται ο Φρήντμαν. Είχε ήδη διατυπώσει την ποσοστική θεωρία

το 1956 και λίγο αργότερα προχώρησε στη συγγραφή ενός βιβλίου με τη σύζυγό του, τη Σβαρτς, που κυκλοφόρησε το 1963, τη *Νομισματική ιστορία της Αμερικής*, ένα καταπληκτικό βιβλίο. Εδώ η αιχμή του δόρατος είναι κατά της κεϋνσιανής ερμηνείας της κρίσης του 1929. Η θέση του είναι απλή και έχει όρο, που είναι «η συρρίκνωση του χρήματος». Η μεγάλη ύφεση ήταν το αποτέλεσμα του περιορισμού της ποιότητας του χρήματος. Η κατάρρευση του χρηματιστηρίου του 1929 δεν θα είχε μετατραπεί σε ύφεση, εάν οι νομισματικές αρχές της εποχής είχαν κάνει το σωστό.

Για να θεμελιωθεί αυτή η ερμηνεία είναι απαραίτητο να απομονωθούν συγκεκριμένες «στιγμές», συγκεκριμένα γεγονότα, που να θεωρηθούν ως εξωγενείς παράγοντες που προκάλεσαν συγκεκριμένα αποτελέσματα στην πραγματική οικονομία. Αυτό είναι το πρόβλημα της ταυτοποίησης αυτών των «στιγμών» και του τρόπου που επέδρασαν στην πραγματική οικονομία. Ο Φρήντμαν και η Σβαρτς, εντοπίζουν τέσσερα τέτοια σημεία, «στιγμές»:

1. άνοιξη του 1928 μέχρι το κραχ του 1929. Οι νομισματικές αρχές επιδίωξαν να ελέγξουν τη «φούσκα» του χρηματιστηρίου μέσω της αύξησης του επιτοκίου, ενώ θα έπρεπε να χρησιμοποιήσουν άλλα μέτρα. Η νομισματική πολιτική είπαμε μπορεί να έχει ένα στόχο, τον πληθωρισμό, όχι πολλούς. Η κυβέρνηση ακολούθησε τη λανθασμένη επιλογή του Νομισματικού Συμβουλίου και όχι της Κεντρικής Τράπεζας της Νέας Υόρκης·

2. Σεπτέμβρης του 1931, όταν η στερλίνα εγκαταλείπει το χρυσό, ο χρυσός αρχίζει να φεύγει από τις ΗΠΑ, όλοι φοβούνται ότι το ίδιο θα συμβεί και στις ΗΠΑ, και γίνεται ο περίφημος πανικός των αμερικανικών τραπεζών με την ανάληψη των καταθέσεων. Η αύξηση του επιτοκίου ήταν σωστή για το θέμα των εξωτερικών πιέσεων, αλλά άσχετο με το εσωτερικό πρόβλημα. Διοικητικά μέτρα, το πάγωμα των καταθέσεων, ήταν το επιβεβλημένο κατά Φρήντμαν μέτρο, για να αποτραπεί η κατάρρευση των τραπεζών·

3. Απρίλιος 1931, η οικονομία ανέβαινε, καθώς λάμβαναν μέτρα ενίσχυσης της ρευστότητας, με πτώση των επιτοκίων, αλλά την πολιτική αυτή την ανέστειλε το Κογκρέσο τον Ιούνιο και η οικονομία ξαναβούλιαξε·

4. η μεταβατική περίοδος μέχρι να αναλάβει ο Ρούσβελτ, από τα τέλη του 1931 μέχρι την άνοιξη του 1932 που ήταν ασαφές τι θα κάνει η νέα προεδρία, και που οδήγησε σε νέο κύκλο πανικού και τις περίφημες «Μπανκ Χόλινταιης», όταν έκλεισαν οι τράπεζες μέχρι νεωτέρας για την κάθε μία.

Η κατάρρευση των τραπεζών αποτελεί τον κυριότερο, τον πιο βασικό, σχεδόν τον πιο σημαντικό παράγοντα για τη Μεγάλη Ύφεση. Και για αυτό

ευθύνονται οι κυβερνήσεις της εποχής. Εάν είχαν πάρει τα σωστά διοικητικά μέτρα, όπως το 1907, και τα απαραίτητα νομισματικά μέτρα, τότε η ύφεση θα είχε αποφευχθεί. Με μια λέξη, για τη Μεγάλη Ύφεση δεν ευθύνονται οι αγορές ή η αστάθειά τους, αλλά ο περιορισμός της ποσότητας του χρήματος. Η πραγματική οικονομία, ακολούθησε την πορεία του χρήματος και όχι το ανάποδο. Ένα μεμονωμένο επεισόδιο, όσο σημαντικό και να ήταν η κατάρρευση του χρηματιστηρίου μετατράπηκε σε απόλυτη καταστροφή. Ο διεθνής παράγοντας, ο κανόνας του χρυσού, οι αστάθειες στο διεθνές σύστημα μπορεί να ήταν σημαντικές αλλά δεν ερμηνεύουν την αμερικανική κρίση.

Για κάθε ένα από τα σημεία-στιγμές, γίνεται μια στατιστική ανάλυση προκειμένου να θεμελιωθούν οι βασικές προτάσεις, αλλά δεν θα μπω στο θέμα αυτό. Αυτό αποτέλεσε και την πρώτη αντίδραση από τον Τέμιν, έναν εξαιρετικό οικονομολόγο που απάντησε στον Φρήντμαν με το βιβλίο του *Είναι νομισματικοί οι λόγοι της Μεγάλης Ύφεσης* και 20 χρόνια αργότερα απάντησε και στον Μπερνάνκε με ένα δεύτερο βιβλίο στο ίδιο θέμα.

Μπερνάνκε

Η δουλειά του Μπερνάνκε δεν ασκεί κριτική στη βασική ιδέα του Φρήντμαν, αλλά δεν μετατοπίζει αρκετά την οπτική του. Στην αρχή μετατοπίζει τα αίτια της κρίσης σε μη νομισματικούς λόγους, όπως είναι οι επιπτώσεις που έχει στις επιχειρήσεις – όχι οι μεταβολές στα επιτόκια ή το κόστος του χρήματος– όσο οι μεταβολές στην ομαλή ροή του τραπεζικού συστήματος, τα «κόστη των συναλλαγών». Επιπρόσθετα αναβιώνει τις ιδέες του Φίσερ για τον υπερδανεισμό των επιχειρήσεων και τους ανελαστικούς μισθούς. Τέλος, ενώ ο Φρήντμαν ερμηνεύει την αμερικανική κρίση ως αυτόνομο δεδομένο. Ο Μπερνάνκε εξετάζει πώς η αμερικανική κρίση έγινε παγκόσμια ύφεση. Και η απάντηση είναι στον κανόνα του χρυσού. Εδώ ο Μπερνάνκε δανείζεται μία ακόμα εξαιρετική δουλειά του Άιχενγκριν, για τη σχέση της πολιτικής του χρυσού και της Μεγάλης Ύφεσης. Άρα ο μηχανισμός διάχυσης της κρίσης ήταν η πολιτική του χρυσού, και παρά τις διαφορετικές αφετηρίες υπάρχει μια πρώτη σύγκλιση με την κεϋνσιανή ερμηνεία.

Αλλά η σύγκλιση τελειώνει εδώ. Όπως δείχνει ο Τέμιν επί μακρόν και στα δύο βιβλία του το εάν η ύφεση ερμηνεύεται μόνο από την νομισματική πλευρά και όχι από την πλευρά της δημιουργίας του εισοδήματος, την κλασική κεϋνσιανή οπτική, τότε κάθε ερμηνεία και κυρίως κάθε μέτρο πολιτικής φαντάζει ημιτελής. Τα στατιστικά παραδείγματα του Φρήντμαν που δείχνουν όλους τους δείκτες να

πέφτουν παράλληλα δεν μας αποκαλύπτει την αιτία, εάν είναι η ποσότητα του χρήματος ή η μείωση του εισοδήματος που την προκαλεί. Και οι συγκρίσεις του Μπερνάνκε ανάμεσα σε χώρες εντός ή εκτός του κανόνα του χρυσού δύσκολα οδηγούν σε αποφαντικά συμπεράσματα. Το ίδιο και το «κόστος συναλλαγών» που αναμενόταν να έχει διαφορετικά αποτελέσματα σε μικρές και μεγάλες επιχειρήσεις, αλλά δεν είχε.

Εν κατακλείδει, η διάσωση των τραπεζών και η δημιουργία ρευστότητας στην οικονομία, παραμένει ημιτελής, μπορεί να μετατρέπεται στην κλασική παγίδα ρευστότητας του Κένυς, για όσο διάστημα η ζήτηση δανείων για επενδύσεις δεν αυξάνει. Είναι τα μέτρα που επιδρούν στο πραγματικό εισόδημα αυτά που αποτρέπουν την ύφεση ή την έξοδο από αυτήν.

Πόσο επίκαιρη φαντάζει η διαμάχη αυτή, και με αυτή να τελειώσω, αφήνοντας δυστυχώς στην άκρη τις πιο αγαπημένες μου θεωρίες για την κρίση του 1929, του Κίντλεμπεργκερ, η οποία ανήκει μεν στο κεϋνσιανό στρατόπεδο, αλλά θέτει με πιο ολοκληρωμένο τρόπο το πρόβλημα. Οι κρίσεις είναι πάντα διεθνείς και αφορούν τον τρόπο συγκρότησης του διεθνούς συστήματος, και την ικανότητα του να εξισορροπεί την επιβεβλημένη αντίστροφη ροή εμπορευμάτων και χρήματος. Ο δανειστής της ύστατης στιγμής, είναι ο ρυθμιστής και αυτός που εξισορροπεί αυτές τις κινήσεις. Το 1929 η Αγγλία δεν μπορούσε και οι ΗΠΑ δεν ήθελαν. Το 2008, αυτός δεν υπάρχει διότι η μοναδική χώρα που διεκδικεί τον τίτλο οι ΗΠΑ έχουν από καιρό μετατραπεί σε μια ελλειμματική εμπορικά οικονομία, που χρηματοδοτείται από τη ροή χρημάτων από τον υπόλοιπο κόσμο, είτε μέσω των κρατικών ομολόγων είτε μέσω των νεόκοπων προϊόντων της Γουόλ Στρητ. Μέχρις ότου ρυθμιστεί αυτή η δομική αδυναμία κάθε σκέψη για εύκολη διέξοδο είναι προβληματική.

Σας ευχαριστώ.

Βιβλιογραφία

- Bernanke, B. (2000), *Essays on the Great Depression*, Princeton: Princeton UP.
- Bernstein, M. (1987), *The Great Depression. Delayed Recovery and Economic Change in America, 1929-1939*, Cambridge: Cambridge UP.
- Eichengreen, B. (1995), *Golden Fetters. The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939*, Oxford: Oxford UP.
- Fisher, I. (1932), *Booms and Depressions. Some First Principles*, New York: Adelphi.

- Friedman, M. and A. Schwartz (2008, 1963), *The Great Contraction 1929-1933*, Princeton: Princeton UP.
- Galbraith, J. (1997, 1954), *The Great Crash 1929*, Boston: Houghton Milfin.
- Kindleberger, C. (1986, 1973), *The World in Depression 1929-1939*, Berkeley: University of California Press.
- Kindleberger, C. and R. Aliber (2005), *Maniacs, Panics and Crashes*, Hoboken: Wiley.
- Leijonhufvud, A. (1981). "The Wicksell connection", in: Leijonhufvud, *Information and Coordination*, New York: Oxford UP.
- Minsky, H. (1982), "The Financial Instability Hypothesis: Capitalistic Processes and the Behaviour of the Economy", in: C. Kindleberger and J-P Laffargue, eds, *Financial Crises: Theory, History and Policy*, Cambridge: Cambridge UP.
- Polanyi, K., (2001, 1944), *The Great Transformation*, Boston: Beacon Press.
- Robin, L. (1934), *The Great Depression*, London: Macmillan.
- Rothbard, M. (2000, 5th edition), *America's Great Depression*, Auburn, Ala.: Mises Institute.
- Rothbard, M. (2000, 5th edition), *A History of Money and Banking in the United States*, Auburn, Ala.: Mises Institute.
- Sweezy, P. (1970, 1942), *The Theory of Capitalist Development*, New York: Modern Reader Paperbacks.
- Temin, P. (1976), *Did Monetary Forces Cause the Great Depression?*, New York: W.W. Norton.
- Temin, P. (1989), *Lessons from the Great Depression*, Cambridge, Mass.: MIT Press.

Οι κρίσεις του 1929 και του 2008 και οι πολιτικές αντιμετώπισής τους

Θα προσπαθούμε να απαντήσουμε σε τρία ερωτήματα που θεωρούμε ενδιαφέροντα, αναφορικά με τη χρηματοοικονομική κρίση του 2008. Τα ερωτήματα αυτά είναι τα εξής:

1. γνωρίζουμε τα αίτια της χρηματοοικονομικής κρίσης του 2008;
2. σε τι διαφέρει η κρίση του 2008 από άλλες κρίσεις και ιδιαίτερα αυτή του 1929;
3. είναι αποτελεσματικά τα μέτρα οικονομικής πολιτικής που υιοθετήθηκαν;

1. Τα αίτια της χρηματοοικονομικής κρίσης του 2008

Υπάρχει γενικά συμφωνία των αναλυτών ότι τέσσερις είναι οι βασικές κατηγορίες παραγόντων που θεωρούνται ότι συνέτειναν στη δημιουργία της χρηματοοικονομικής κρίσης του 2008:

1. *οι παγκόσμιες μακροοικονομικές ανισορροπίες*: τα τελευταία τριάντα χρόνια η Κίνα πέτυχε μια εξαιρετική οικονομική ανάπτυξη μέσω των εξαγωγών βιομηχανικών αγαθών στις ΗΠΑ. Οι εξαγωγές αυτές οδήγησαν σε τεράστια πλεονάσματα το εμπορικό ισοζύγιο της Κίνας, τα οποία όμως δεν τροφοδότησαν την εγχώρια ζήτηση, αλλά τοποθετήθηκαν σε ομόλογα των ΗΠΑ και άλλα δολαριακά αξιόγραφα που κράτησαν το δολάριο σε σχετικά υψηλά επίπεδα και αντίθετα τα επιτόκια δανεισμού στις ΗΠΑ, σε σχετικά χαμηλά επίπεδα. Η εξέλιξη αυτή οδήγησε σε ενίσχυση της ρευστότητας και του δανεισμού στις ΗΠΑ, αλλά και στη συγκράτηση του πληθωρισμού. Για τους δικούς τους λόγους η κάθε μία, η Ευρωπαϊκή Ένωση (προβλήματα ανταγωνιστικότητας), και η Ιαπωνία (χαμηλή εγχώρια ζήτηση) δεν μπόρεσαν να παρέμβουν αποτρεπτικά.

Έλλειμμα/Πλεόνασμα Λογαριασμού Τρεχουσών Συναλλαγών, % του ΑΕΠ					
	2007	2008	2009	2010	2014
Ανεπτυγμένες Οικονομίες	-0,90%	-1,30%	-0,70%	-0,40%	-0,30%
ΗΠΑ	-5,20%	-4,90%	-2,60%	-2,20%	-2,70%
Ευρωζώνη	0,30%	-0,70%	-0,70%	-0,30%	0,50%
ΕΕ	-0,50%	-1,10%	-0,80%	-0,50%	n.a
Βραζιλία	0,10%	-1,80%	-1,30%	-1,90%	-0,80%
Ρωσία	5,90%	6,10%	3,60%	4,50%	2,90%
Ινδία	-1,00%	-2,20%	-2,20%	-2,50%	-1,80%
Κίνα	1,00%	9,80%	7,80%	8,60%	8,40%
Ιαπωνία	4,80%	3,20%	1,90%	2,00%	1,50%
Ελλάδα	-14,20%	-14,40%	-10,00%	-9,00%	-6,80%
Πηγές: ΔΝΤ, World Economic Outlook, Οκτ. 09. Στοιχεία για την ΕΕ: European Commission: European Economic Forecast, Νοέμ. 09					

2. *υπερβολική πιστωτική επέκταση και μόχλευση*: τα τελευταία δεκαπέντε χρόνια η πιστωτική επέκταση στις ΗΠΑ και στις περισσότερες ανεπτυγμένες οικονομίες υπήρξε εντυπωσιακή, προερχόμενη όχι μόνο από τη σχετικά μεγάλη αύξηση της νομισματικής βάσης, αλλά και από την απίστευτη μόχλευση εντός και εκτός των ισολογισμών των πιστωτικών ιδρυμάτων και κυρίως των επενδυτικών τραπεζών και των *hedge funds*. Η μόχλευση αυτή, όπως και σε άλλες χρηματοοικονομικές κρίσεις, υποθήκευσε τη χρηματοοικονομική σταθερότητα και άφησε το σύστημα εκτεθειμένο σε συστημικούς κινδύνους.

3. *ασυμμετρική πληροφόρηση και προβλήματα εντολέα-εντολοδόχου*: η ύπαρξη ασυμμετρικής πληροφόρησης σχετικά με τα δομημένα προϊόντα (CDOs [Collateralized Debt Obligations], CDSs [Credit Default Swaps] κ.ά.), παρείχε την ευκαιρία στους εκδότες τους να αναλαμβάνουν υπερβολικό κίνδυνο με αδιαφανή τρόπο, κίνδυνος ο οποίος ούτε τιμολογούνταν σωστά και ούτε αντισταθμιζόταν επαρκώς. Ταυτόχρονα, τα συστήματα αμοιβών των εμπορικών τραπεζών, των

επενδυτικών τραπεζών, των ασφαλιστικών εταιρειών και των **hedge funds** δεν χαρακτηρίζονταν από την συμβατότητα κινήτρων ανάμεσα στα στελέχη και τους μετόχους των εταιρειών τους, με αποτέλεσμα επιπλέον να αναλαμβάνονται υπερβολικοί κίνδυνοι από άτομα τα οποία δεν θα υφίσταντο το κόστος των αποτυχημένων επιλογών τους.

4. *ρυθμιστικά κενά και ελλιπής εποπτεία*: από το 1999 και μετά, τόσο στις ΗΠΑ όσο και σε άλλες χώρες υπήρξε μια αποστροφή, η οποία είχε πολιτικό-ιδεολογικό υπόβαθρο, στην εφαρμογή (κυρίως από τη Fed και τη SEC) ρυθμιστικών μέτρων αναφορικά με την επικινδυνότητα της ανεξέλεγκτης πιστωτικής επέκτασης και της μόχλευσης. Την ίδια περίοδο, οι χρηματοοικονομικοί νεωτερισμοί, μεταξύ των οποίων και αυτοί που αναφέρθηκαν παραπάνω, ταχύτατα δημιούργησαν νέες αγορές, χωρίς όμως να συνοδεύονται από τους κατάλληλους κανόνες λογιστικής απεικόνισης και το αντίστοιχο ρυθμιστικό και εποπτικό πλαίσιο.

Τώρα ξέρουμε ότι η συνύπαρξη των τεσσάρων αυτών αιτιών ήταν κάτι σαν την ιστορία του γνωστού έργου «Η Τέλεια Καταιγίδα». Δίχως αμφιβολία, οι συνέπειες της συνύπαρξης αυτής είχαν υπερπολλαπλάσιες επιπτώσεις από αυτές που θα είχε κάθε αίτιο μεμονωμένα, έχοντας ως αποτέλεσμα μία σειρά από τεράστιες «φούσκες» σε διάφορες αγορές φυσικού και χρηματοοικονομικού κεφαλαίου (ακίνητα, εμπορεύματα, μετοχές, παράγωγα).

«Φούσκα» στην αγορά ενός πραγματικού η χρηματοοικονομικού κεφαλαιακού αγαθού είναι μία κατάσταση όπου η τιμή του αγαθού αυτού δεν εξηγείται από ορθολογικές οικονομικές δυνάμεις. Αν και οι οικονομολόγοι δεν μπορούν να προβλέψουν πότε σπάει μια «φούσκα», είναι νομοτελειακό ότι όλες οι φούσκες κάποτε σπάνε.

2. Σε τι διαφέρει η οικονομική κρίση του 2008 από άλλες κρίσεις;

Είναι προφανές ότι η απάντηση στο ερώτημα αυτό έχει μεγάλη σημασία προκειμένου να κατανοήσουμε τη φύση της κρίσης που βιώνουμε ακόμη και σήμερα.

Η πρώτη «φούσκα» έσπασε στην αγορά κατοικιών στις ΗΠΑ το καλοκαίρι του 2007. Σε μεγάλο βαθμό, οι κατοικίες αυτές είχαν αγοραστεί με ενυπόθηκα δάνεια μεγάλης μόχλευσης και χαμηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης. Στη συνέχεια, ακολούθησαν οι αγορές όπου διαπραγματεύονταν προϊόντα τα οποία προέρχονταν από τιτλοποιήσεις στεγαστικών δανείων. Αργότερα ακολούθησαν φούσκες σε αγορές πιο σύνθετων προϊόντων, όπως τα CDOs και τα CDSs.

Καθώς η ικανότητα των τραπεζών να απορροφήσουν κινδύνους βρέθηκε σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα, όχι μόνο λόγω ανεπαρκούς κεφαλαιακής βάσης, αλλά και λόγω του τεράστιου βραχυπρόθεσμου δανεισμού, οι «φούσκες» στις αγορές φυσικού και χρηματοοικονομικού κεφαλαίου συνέχισαν να σπάνε με σημείο κορύφωσης την πτώχευση της Lehman Brothers και την κατάρρευση μεγάλων τραπεζικών και ασφαλιστικών οργανισμών το φθινόπωρο του 2008.

Ο άνευ προηγουμένου κλονισμός του διεθνούς χρηματοοικονομικού συστήματος οδήγησε σε κρίση εμπιστοσύνης, κυρίως μεταξύ πιστωτικών οργανισμών που ως κύρια πηγή χρηματοδότησης, όπως ελέχθη, είχαν το βραχυπρόθεσμο δανεισμό, η οποία στη συνέχεια εκδηλώθηκε ως κρίση ρευστότητας.

Ιδίως κατά το τελευταίο τρίμηνο του 2008 παρατηρήθηκε κατακόρυφη αύξηση του κόστους χρήματος για τις παρατηρήσεις της πραγματικής οικονομίας, ενώ σε ορισμένες περιπτώσεις το περιθώριο του επιτοκίου δανεισμού των πιστωτικών ιδρυμάτων πάνω από το βραχυπρόθεσμο επιτόκιο δανεισμού του αντίστοιχου Δημοσίου επταπλασιάστηκε.

Η χρηματοοικονομική κρίση πέρασε στην πραγματική οικονομία με δύο τρόπους: πρώτον, μέσω της απροθυμίας των πιστωτικών ιδρυμάτων να χορηγήσουν δάνεια και δεύτερον, μέσω της καταστροφής του πλούτου νοικοκυριών και επιχειρήσεων από το σπάσιμο στις φούσκες. Το εξωτερικό εμπόριο κατέρρευσε και το σημαντικότερο, λόγω του σχετικού της μεγέθους, για πρώτη φορά στα τελευταία τριάντα χρόνια, μειώθηκε η κατανάλωση. Ως συνέπεια αυτών είχαμε την εντυπωσιακή μείωση του ΑΕΠ παγκοσμίως, την μείωση της απασχόλησης και την αύξηση της ανεργίας.

	Ρυθμός ανάπτυξης				
	2007	2008	2009	2010	2014
Παγκόσμια Οικονομία	5,20%	3,00%	-1,10%	3,10%	4,50%
Ανεπτυγμένες Οικονομίες	2,70%	0,60%	-3,40%	1,30%	2,40%
ΗΠΑ	2,10%	0,40%	-2,70%	1,50%	2,10%
Ευρωζώνη	2,70%	0,70%	-4,20%	0,30%	2,10%
ΕΕ	3,10%	1,00%	-4,20%	0,50%	n.a

Βραζιλία	5,70%	5,10%	-0,70%	3,50%	3,70%
Ρωσία	8,10%	5,60%	-7,50%	1,50%	5,00%
Ινδία	9,40%	7,30%	5,40%	6,40%	8,10%
Κίνα	13,00%	9,00%	8,50%	9,00%	9,50%
Ιαπωνία	2,30%	-0,70%	-5,40%	1,70%	1,80%
Ελλάδα	4,00%	2,90%	-0,80%	-1,00%	1,90%
Πηγή: ΔΝΤ, World Economic Outlook, Οκτ. 2009.					

Ποσοστό ανεργίας, % του εργατικού δυναμικού				
	2007	2008	2009	2010
ΗΠΑ	4,60%	5,80%	9,30%	10,10%
Ευρωζώνη	7,40%	7,50%	10,00%	12,00%
ΕΕ	7,50%	7,50%	9,50%	10,70%
Ρωσία	5,60%	5,60%	7,20%	6,80%
Κίνα	4,00%	4,20%		
Ιαπωνία	3,90%	4,00%	5,20%	5,70%
Ελλάδα	8,30%	7,70%	9,50%	10,30%
Πηγές: OECD Economic Outlook, no 85. Στοιχεία για την Κίνα και την Ρωσία: European Commission, European Economic Forecast, Νοέμ. 2009.				

Όλες σχεδόν οι χώρες αντέδρασαν με μείωση των επιτοκίων και με σημαντικές πολιτικές για την ενίσχυση της ρευστότητας, κυρίως: α) μέσω εγγυήσεων που δόθηκαν στις εμπορικές τράπεζες· β) μέσω της ενίσχυσης της κεφαλαιακής τους βάσης καθώς και γ) μέσω της απομάκρυνσης των απαξιωμένων στοιχείων του ενεργητικού τους (toxic papers). Από την άλλη πλευρά εφάρμοσαν μέτρα ελεγκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής με στόχο την ενίσχυση των

επιχειρήσεων και των νοικοκυριών που πλήττονται από την κρίση. Αυτό που προκαλεί εντύπωση είναι ότι οι πολιτικές αυτές εφαρμόστηκαν τάχιστα και με συντονισμένο τρόπο σε ολόκληρο σχεδόν τον κόσμο.

Θεωρούμε ότι έχουμε ήδη δει αρκετά στοιχεία, ώστε να μπορούμε να συμπεράνουμε με βεβαιότητα ότι η κρίση του 2008 είναι διαφορετική από άλλες. Αυτό όμως δεν σημαίνει ότι δεν διαθέτει το βασικό χαρακτηριστικό των περισσότερων χρηματοοικονομικών κρίσεων, δηλαδή, το ότι η ύφεση που ακολουθεί έχει μεγαλύτερη ένταση και διάρκεια από εκείνες που προκαλούνται από άλλες διαταραχές.

Η κρίση του 2008 δεν μοιάζει με τις νομισματικές κρίσεις των χωρών της Λατινικής Αμερικής των τελευταίων 50 ετών. Οι κρίσεις αυτές χαρακτηρίζονταν από τη μεγάλη πιστωτική επέκταση, υψηλό πληθωρισμό και τη μικρή αξιοπιστία των τοπικών νομισματικών αρχών. Συνήθως, αν μετά το ξέσπασμα της κρίσης ερχόταν στην εξουσία μια κυβέρνηση που θεωρείτο αξιόπιστη, η οικονομία επανερχόταν σχετικά γρήγορα στα προ της κρίσης επίπεδα.

Επίσης, η κρίση του 2008 δεν μοιάζει με τις χρηματοοικονομικές κρίσεις στα τέλη της δεκαετίας του '90 στη νοτιοανατολική Ασία και τη Ρωσία. Οι κρίσεις αυτές είχαν τοπικό χαρακτήρα, ήταν πολύ λιγότερο συστημικές και ως τέτοιες, αρκετά καλύτερα διαχειρίσιμες.

Η κρίση του hedge fund LTCM το 1998, ήταν ίσως προφητική για τους κινδύνους του arbitrage (αρμπιτράζ) με υπερβολική μόχλευση στην πράξη. Επειδή όμως ήταν ένα μεμονωμένο περιστατικό, δεν είχε σοβαρά επακόλουθα για την πραγματική οικονομία.

Η κρίση του 1929 ίσως έχει περισσότερες ομοιότητες με την κρίση του 2008, αν και έχει μεγάλες διαφορές από αυτή. Και στις δύο περιπτώσεις της περιόδου της κρίσης προηγήθηκε μία μακροχρόνια φάση πιστωτικής επέκτασης, μόχλευσης και οικονομικής άνθισης. Και στις δύο περιπτώσεις δημιουργήθηκαν «φούσκες» στις αγορές φυσικού και χρηματοοικονομικού κεφαλαίου που εγκυμονούσαν συστημικό κίνδυνο. Όταν οι φούσκες έσπασαν, πολλές και μεγάλες τράπεζες πτώχευσαν, το διεθνές εμπόριο συρρικνώθηκε, η κατανάλωση και το Ακαθάριστο Εθνικό Προϊόν (ΑΕΠ) μειώθηκαν και η ανεργία αυξήθηκε.

Οι μεγάλες διαφορές με το 1929 είναι τρεις. Πρώτον, το 1929 η μείωση του ΑΕΠ και του επιπέδου των τιμών ήταν ασύγκριτα μεγαλύτερη και κατά πάσα πιθανότητα είχε πολύ μεγαλύτερη εμμονή. Η καταστροφή του πλούτου των νοικοκυριών ήταν σχετικά πολύ μεγαλύτερη και διαχύθηκε πολύ περισσότερο το 1929, λόγω του αποπληθωρισμού και της συσσώρευσης χρέους στα νοικοκυριά και

τις επιχειρήσεις, που ήταν αδύνατον να αποπληρωθεί. Αντίθετα στην κρίση του 2008, η καταστροφή του πλούτου επικεντρώθηκε στις απώλειες των χαρτοφυλακίων επενδυτών υψηλής εισοδηματικής στάθμης. Επίσης, η έλλειψη εγγύησης των καταθέσεων το 1929 οδήγησε σε ακόμη μεγαλύτερη οικονομική δυσπραγία των νοικοκυριών. Δεύτερον, η νομισματική και δημοσιονομική πολιτική το 2008 κινήθηκαν αντίθετα από τις αντίστοιχες πολιτικές του 1929. Δηλαδή, το 1929 ήταν αμφότερες περιοριστικές, ενώ το 2008 ήταν αμφότερες επεκτατικές. Η αποτελεσματικότητα των σταθεροποιητικών πολιτικών του 2009 θα είναι το αντικείμενο της επόμενης παραγράφου. Για την περίπτωση του 1929, δεν υπάρχει αμφιβολία όμως ότι επιδείνωσαν την κατάσταση περαιτέρω. Τρίτον, το 1929 η κρίση εξαπλώθηκε παγκόσμια με σημαντικές χρονικές υστερήσεις και το όλο πολιτικό-οικονομικό κλίμα της εποχής δεν επέτρεψε τη γρήγορη ανάκαμψη από την ύφεση. Αντίθετα το 2008, παρατηρήθηκε αστραπιαία διάδοση της αρχικής διαταραχής, λόγω της παγκοσμιοποίησης, αλλά από την άλλη πλευρά υπάρχουν ενδείξεις ότι η έξοδος από την κρίση θα είναι μεσοπρόθεσμα εφικτή. Όπως ήδη αναφέρθη, σε αυτό μάλλον συνέβαλε η γρήγορη και συντονισμένη νομισματική και δημοσιονομική παρέμβαση.

3. Είναι αποτελεσματικά τα μέτρα οικονομικής πολιτικής που υιοθετήθηκαν;

Το ερώτημα αυτό έχει βασικά δύο πτυχές. Η μία αφορά την έξοδο από την κρίση αυτή καθαυτή, η δε δεύτερη αφορά τη μείωση της πιθανότητας επανάληψης μιας παρόμοιας κρίσης στο μέλλον.

Αναφορικά με το πρώτο, όλα δείχνουν ότι οι περισσότερες οικονομίες θα ξεφύγουν από την ύφεση εντός του 2010 το αργότερο. Εκ του αποτελέσματος λοιπόν θα μπορούσε να πει κανείς ότι τόσο η νομισματική όσο και η δημοσιονομική πολιτική είναι επιτυχείς ως προς την έξοδο από την κρίση. Αυτό που παραμένει άγνωστο είναι το αν οι πολιτικές αυτές εγκυμονούν κινδύνους για τη μετά κρίση εποχή.

Προηγουμένως τονίστηκε ότι η κρίση του 2008 ήταν συστημική και δημιουργήθηκε από το χρηματοοικονομικό σύστημα και κυρίως το τραπεζικό σύστημα, το οποίο και βασικά έπληξε.

Η ενίσχυση της ρευστότητας των τραπεζών, σε συνδυασμό με την απομόχλευση της οικονομίας και την ενίσχυση των εποπτικών κεφαλαίων τους, αποτελεί βασική προϋπόθεση για την αποκατάσταση της ομαλής λειτουργίας του τραπεζικού συστήματος. Για την ώρα, οι πολιτικές αυτές που σε μεγάλο βαθμό

έχουν αποκαταστήσει την ισορροπία στους ισολογισμούς των τραπεζών, δεν έχουν οδηγήσει σε αύξηση της πιστωτικής επέκτασης και χρηματοδότηση της πραγματικής οικονομίας. Αυτό συμβαίνει διότι η ύφεση δημιουργεί μείωση της ζήτησης για τραπεζικά προϊόντα, αυξάνει τους κινδύνους δανειοδότησης, τις καθυστερήσεις των δανείων, τον αριθμό των μη εξυπηρετούμενων δανείων και αυξάνει τις προβλέψεις με αποτέλεσμα να επηρεάζεται αρνητικά η κερδοφορία των τραπεζών. Επομένως τα επιτόκια χορηγήσεων παραμένουν σχετικά υψηλά παρά την εξαιρετικά χαλαρή νομισματική πολιτική (πρακτικά πολιτική μηδενικών επιτοκίων).

Αργά ή γρήγορα όμως η χρηματοδότηση της πραγματικής οικονομίας θα προχωρήσει και τότε οι κεντρικές τράπεζες θα κληθούν να ελέγξουν τη δυνητικά εκρηκτική αύξηση των βασικών νομισματικών μεγεθών. Η εξέλιξη αυτή ενέχει φυσικά τον κίνδυνο του πληθωρισμού και της αποσταθεροποίησης.

Μολονότι, από ό,τι διαφαίνεται, οι κεντρικές τράπεζες έχουν τη δυνατότητα περιορισμού τόσο των μη συμβατικών όσο και των συμβατικών μέτρων ενίσχυσης της ρευστότητας (π.χ. αύξηση των επιτοκίων) είναι αμφίβολο το αν κάποιες από αυτές θα το επιδιώξουν πραγματικά.¹ Για παράδειγμα, το κίνητρο για απομόχλευση και μείωση των πραγματικών δανειακών υποχρεώσεων των ΗΠΑ εξυπηρετείται μέσω του πληθωρισμού. Αυτό βέβαια θα ισχύσει στο βαθμό που το δολάριο εξακολουθήσει να παραμένει το βασικό νόμισμα αποθησαύρισης.

Όπως φαίνεται και στους παρακάτω πίνακες, η αντίδραση σχεδόν όλων των κυβερνήσεων στην κρίση ήταν η επεκτατική δημοσιονομική πολιτική, η δημιουργία σημαντικών ελλειμμάτων και η αύξηση του χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ.

	Έλλειμμα ως % του ΑΕΠ				
	2007	2008	2009	2010	2014
ΗΠΑ	-2,80%	-5,90%	-12,50%	-10,00%	-6,70%
Ευρωζώνη	-0,60%	-1,80%	-6,20%	-6,60%	-3,50%
ΕΕ	-0,90%	-2,30%	-6,90%	-7,50%	n.a
Ιαπωνία	-2,50%	-5,80%	-10,50%	-10,20%	-8,00%
Ελλάδα	-3,70%	-7,70%	-12,70%	-12,20%	n.a
Πηγές: ΔΝΤ, World Economic Outlook, Regional Outlooks, Οκτ. 09. Στοιχεία για την ΕΕ και την Ελλάδα: European Commission: European Economic Forecast, Νοέμ. 2009.					

	Δημόσιο Χρέος ως % του ΑΕΠ				
	2007	2008	2009	2010	2014
ΗΠΑ	61,90%	70,40%	84,80%	93,60%	108,20%
Ευρωζώνη	65,70%	69,20%	80,00%	86,30%	95,60%
ΕΕ	66,00%	69,30%	78,20%	84,00%	n.a
Ιαπωνία	187,70%	196,60%	218,60%	227,00%	245,60%
Ελλάδα	95,60%	99,20%	112,60%	124,90%	n.a
Πηγές: ΔΝΤ, World Economic Outlook, Οκτ. 09. Στοιχεία για την ΕΕ και την Ελλάδα: European Commission: European Economic Forecast, Nov. 2009.					

Αν και τα ελλείμματα θεωρούνται γενικά αποτελεσματικά στην τόνωση της συνολικής ζήτησης, βραχυχρόνια, είτε προέρχονται από δημόσιες δαπάνες ή περικοπή φόρων, λειτουργούν μάλλον αρνητικά μεσοπρόθεσμα. Αυτό συμβαίνει διότι, πέρα από τα γνωστά αποτελέσματα τύπου πολλαπλασιαστή, ενεργοποιούνται το αποτέλεσμα εκτόπισης (crowding out) και οι δυνάμεις της Αρχής της Ρικαρδιανής Ισοδυναμίας (Ricardian Equivalence Principle). Το μεν πρώτο υποκαθιστά εν δυνάμει ιδιωτικές επενδύσεις που προάγουν την έξοδο από την ύφεση και την ανάπτυξη σε μονιμότερη βάση, οι δε δυνάμεις της Ρικαρδιανής Ισοδυναμίας τείνουν να αυξάνουν την αποταμίευση εν αναμονή υψηλότερων φόρων για την αποπληρωμή του χρέους σε βάθος χρόνου. Τα φαινόμενα αυτά θα είναι εντονότερα σε χώρες, όπως η Ελλάδα, όπου υπήρχαν διαρθρωτικά ελλείμματα και υψηλό χρέος και πριν από την κρίση. Επίσης, στην περίπτωση των χωρών αυτών, είναι αμφίβολο, αν τα ελλείμματα μπορούν να λειτουργήσουν σταθεροποιητικά, έστω και βραχυπρόθεσμα.

Ίσως, η επανάληψη της αναγκαιότητας εφαρμογής μακρόπνοων διαρθρωτικών αλλαγών στη χώρα μας (π.χ. μεταρρύθμιση του ασφαλιστικού συστήματος, ενίσχυση της απόδοσης του φοροεισπρακτικού μηχανισμού) καταλήγει κουραστική, αλλά γεγονός παραμένει, ότι αυτή η επιλογή αποτελεί αδήριτη ανάγκη.

Αναφορικά με τη μείωση της πιθανότητας επανάληψης μιας παρόμοιας κρίσης στο μέλλον, θα πρέπει να εκλείψουν ή τουλάχιστον να περιοριστούν οι αιτίες που αναφέρθηκαν στην απάντησή μας στο πρώτο ερώτημα.

Όσον αφορά το θέμα των παγκόσμιων μακροοικονομικών ανισορροπιών είναι προφανές ότι η Κίνα αλλά και άλλες ασιατικές χώρες πρέπει να βρουν τρόπους να περιορίσουν τα γιγαντιαία πλεονάσματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών.

Για παράδειγμα, η Κίνα θα μπορούσε να υπερτιμήσει το γουάν έναντι του δολαρίου και να ενισχύσει με δημοσιονομικά αλλά και διαρθρωτικά μέτρα (κοινωνική προστασία και ασφάλιση) την εγχώρια ζήτηση.

Το ζήτημα της στρατηγικής εξόδου για τις κεντρικές τράπεζες αναφέρθηκε παραπάνω. Το ζήτημα της μόχλευσης αντιμετωπίζεται σωστά κατά τη γνώμη μας από τις κεντρικές τράπεζες, τόσο με την αύξηση της κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών και άλλων επενδυτικών φορέων, όσο και με την πίεση για τη μείωση των βραχυχρονίων χρηματοδοτικών κεφαλαίων των φορέων αυτών. Στα μέτρα αυτά, μάλλον, αφού οι πραγματικές οικονομίες βγουν από την ύφεση, θα δούμε και μέτρα για την ενίσχυση των δεικτών ρευστότητας των τραπεζών και μέτρα για αντικυκλικές προβλέψεις για τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια (μακροπροληπτικές πολιτικές).

Στη μετά κρίση εποχή πολλοί οικονομολόγοι έχουν αναγνωρίσει ότι στην προ κρίσης εποχή ο όρος «ελεύθερη αγορά» λανθασμένα ταυτιζόταν με τον όρο «απορρυθμισμένη αγορά». Οι νέες ρυθμίσεις που κατά τα φαινόμενα θα ισχύσουν βρίσκονται σε μεγάλο βαθμό ακόμη στο στάδιο του σχεδιασμού.

Στο εξαιρετικά πρόσφατο κεντρικό άρθρο της εφημερίδας *International Herald Tribune* με τίτλο «The State of Financial Reform», ο συντάκτης καταλήγει στο συμπέρασμα ότι δεν έχουν τεθεί ουσιαστικοί περιορισμοί στα παράγωγα, και στα hedge funds στις ΗΠΑ αλλά έχουν ληφθεί ικανοποιητικά μέτρα για την προστασία των καταναλωτών από καταχρηστικές πρακτικές των τραπεζών.

Τα θέματα εταιρικής διακυβέρνησης και διαφάνειας, επίσης, είναι αντικείμενο συζήτησης, αλλά πέρα από τους εκπροσώπους του δημοσίου στα διοικητικά συμβούλια των τραπεζών που ενισχύθηκαν κεφαλαιακά από το κράτος δεν φαίνεται να υπάρχουν μέχρι σήμερα σημαντικές νέες πολιτικές.

Σε πάρα πολλές χώρες έχουν ήδη τεθεί περιορισμοί στα bonuses τόσο ως προς το ύψος τους όσο και ως προς τη σύνδεσή τους με βραχυπρόθεσμους στόχους. Επίσης, η Fed έχει προτείνει τη σύνδεση του ύψους των bonuses με τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο. Επιπλέον, σε ορισμένες ευρωπαϊκές χώρες, ο χρονικός ορίζοντας για την καταβολή των bonuses έχει διευρυνθεί.

Στην Ευρωπαϊκή Ένωση καταβάλλεται μία σοβαρή προσπάθεια να ενισχυθεί το εποπτικό πλαίσιο του χρηματοπιστωτικού συστήματος με τη δημιουργία ενός μακροπροληπτικού και ενός μικροπροληπτικού εποπτικού συστήματος.

Το πρώτο θα παρακολουθεί και θα εκτιμά τις πιθανές απειλές της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας που απορρέουν από μακροοικονομικές εξελίξεις

και συστημικούς κινδύνους. Στο σύστημα αυτό βασικό ρόλο θα έχουν οι κεντρικές τράπεζες.

Το δεύτερο θα αποτελείται ένα δίκτυο εθνικών εποπτικών αρχών που θα λειτουργεί παράλληλα με τις άλλες εποπτικές αρχές στο επίπεδο των μεμονωμένων χρηματοπιστωτικών οργανισμών και της προστασίας των καταναλωτών.

Με τον τρόπο αυτό πρόκειται να στηθεί ένας μηχανισμός παραγωγής νομοκανονιστικών διατάξεων για την συντονισμένη εποπτεία του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Σημείωση

1. Βλέπε για παράδειγμα, ΔΝΤ: «Global Economic Prospects and Principles for Policy Exit», έκθεση που υποβλήθηκε στα πλαίσια της Συνόδου Κορυφής των υπουργών Οικονομικών και των διοικητών των Κεντρικών Τραπεζών του G20 (6-7 Νοεμβρίου 2009, St. Andrews, Μ. Βρετανία).

Τα αίτια της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης και ο ρόλος του ελληνικού τραπεζικού συστήματος

Αξιότιμε Κύριε Πρόεδρε της Βουλής, Κυρίες και Κύριοι,
θα ήθελα να ευχαριστήσω το Ίδρυμα της Βουλής των Ελλήνων για τον Κοινοβουλευτισμό και τη Δημοκρατία, για την τιμή που μου έκανε να είμαι σήμερα ομιλητής σε αυτή τη σημαντική ημερίδα ανάμεσα σε διακεκριμένους συναδέλφους και εκλεκτούς προσκεκλημένους.

Στις αρχές του φθινοπώρου του 2008, το διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα έφθασε ένα βήμα πριν από την πλήρη κατάρρευσή του, εξέλιξη που αν δεν είχε αποφευχθεί, θα δημιουργούσε ανυπολόγιστες αρνητικές συνέπειες για την παγκόσμια οικονομία και την ευημερία των πολιτών. Απεφεύχθη, χάριν της μαζικής παρέμβασης στον χρηματοπιστωτικό τομέα, Κυβερνήσεων, Κεντρικών Τραπεζών και Διεθνών Οργανισμών, μια σημαντική καταστροφή πλούτου και παραγωγικού δυναμικού, μια οπισθοδρόμηση του κόσμου δεκαετίες πίσω, στη λίθινη εποχή όπως αναφέρουν κάποιοι με δόση, ίσως, υπερβολής.

Σε αντίθεση με την κρίση του 1929-1933, όπου οι αρχές στις ΗΠΑ δεν έκαναν σχεδόν τίποτα για να αποτρέψουν την πτώχευση εκατοντάδων τραπεζών, που επιτάχυνε σημαντικά την κρίση και την ύφεση, στην πρόσφατη εμπειρία, η παρέμβαση των αρχών στον τραπεζικό τομέα παγκοσμίως ήταν, τελικά, μαζική, με κρατικές εγγυήσεις καταθέσεων, κρατικοποιήσεις τραπεζών, συμμετοχή σε αυξήσεις κεφαλαίου και εντυπωσιακή παροχή ρευστότητας από τις νομισματικές αρχές. Μία από τις αιτίες της διαφορετικής προσέγγισης ήταν το γεγονός ότι ο αρχικός πειραματισμός των ΗΠΑ με την πτώχευση της *Lehman Brothers*, προκάλεσε πρωτοφανή παγκόσμιο πανικό και φόβο στις αγορές καθώς και εκρηκτικές αλυσιδωτές αρνητικές επιπτώσεις, που αφύπνισαν και θορύβησαν τις κυβερνήσεις του κόσμου, κυρίως τις ευρωπαϊκές.

Τίθενται, λοιπόν, ουσιαστικά ερωτήματα τώρα που αποκαθίσταται σταδιακά η ομαλότητα: Πώς φθάσαμε στο χείλος της απόλυτης καταστροφής; Πώς σε τόσο σύντομο χρονικό διάστημα η παγκόσμια οικονομία και οι διεθνείς κεφαλαιαγορές

μετακινήθηκαν από ένα περιβάλλον απόλυτης και απεριόριστης αισιοδοξίας για τις προοπτικές των οικονομιών και των κεφαλαιαγορών, που τη συμεριζόταν η συντριπτική πλειοψηφία των Κεντρικών Τραπεζών, διεθνών Οργανισμών και των αγορών –π.χ. το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ) μόνο τον Απρίλιο του 2009 άρχισε να προβλέπει σημαντική ύφεση στον κόσμο και η ECB αύξησε το βασικό επιτόκιο το καλοκαίρι του 2007 γιατί φοβόταν πληθωριστικές πιέσεις– στο άλλο άκρο, στην απαισιοδοξία και τον πανικό, την καταστροφή πάνω από \$ 25 τρισεκ. πλούτου σε λίγους μόνο μήνες, την κατάρρευση μεγάλων, διεθνών τραπεζών, την εκτιμώμενη –σύμφωνα με το ΔΝΤ– ζημιά ύψους \$ 3-4 τρισεκ. στο διεθνή τραπεζικό κλάδο, την πρωτοφανή δυσλειτουργία των διεθνών κεφαλαιαγορών, την παγκόσμια έκρηξη των δημοσιονομικών ελλειμμάτων και του χρέους, την πιστωτική ασφυξία, την ύφεση, και την ανεργία; Πώς φθάσαμε μία κρίση σε έναν τομέα στεγαστικών δανείων των ΗΠΑ (subprime mortgages) να μετεξελιχθεί σε παγκόσμια κρίση πελώριων διαστάσεων;

Το βέβαιον είναι ότι το φαινόμενο της πρόσφατης παγκόσμιας κρίσης είναι πολύπλοκο· είναι προϊόν πολύχρονων διεργασιών. Δεν εξηγείται από σύνθετα και εντυπωσιακά μαθηματικά και συστήματα εξισώσεων και δεν υπάρχει μια αιτία, αλλά επέδρασαν διαχρονικά, σωρευτικά και συνδυαστικά –με διαφορετική ένταση– πολλαπλοί ρυθμιστικοί, εποπτικοί, χρηματοοικονομικοί, ψυχολογικοί και πολιτικοί παράγοντες. Το βέβαιον είναι, επίσης, ότι η παγκοσμιοποίηση του χρηματοπιστωτικού συστήματος έχει δημιουργήσει σημαντικές αλληλεξαρτήσεις αγορών, οικονομιών και χωρών σε τέτοιο βαθμό, που τοπικές χρηματοοικονομικές κρίσεις μεταφέρονται με μεγάλη ταχύτητα και ένταση στο υπόλοιπο διεθνές χρηματοπιστωτικό χώρο, ενώ ακόμα εντυπωσιακότερη είναι η ταχύτητα μεταφοράς της χρηματοπιστωτικής κρίσης στην πραγματική οικονομία σε τοπικό και παγκόσμιο επίπεδο.

Ο πανικός, που προκλήθηκε από την πτώχευση της Lehman Brothers, οδήγησε αμέσως το παγκόσμιο τραπεζικό σύστημα σε τεράστια κρίση ρευστότητας, με φυγή καταθέσεων προς ασφαλέστερες εναλλακτικές επενδύσεις (Κυβερνητικά Ομόλογα) και μετρητά και πάγωμα των διατραπεζικών αγορών και των αγορών χρήματος και κεφαλαίου. Ταυτόχρονα, παρατηρήθηκε κάθετη μείωση των χρηματοδοτήσεων της οικονομίας και του παγκόσμιου εμπορίου στην προσπάθεια αντιμετώπισης της κρίσης ρευστότητας. Οι επιχειρήσεις, ταυτόχρονα, υπό το βάρος των αρνητικών προσδοκιών και της ψυχολογίας και εκτιμώντας, παράλληλα, ότι η ζήτηση θα μειωθεί αισθητά και ότι η ρευστότητα θα περιοριστεί σημαντικά, προχώρησαν σε απότομη και δραστική μείωση των αποθεμάτων, απολύσεις

προσωπικού και μειώσεις κόστους και παραγωγής με αποτέλεσμα η ανεργία να καλπάζει σε σύντομο χρονικό διάστημα. Έτσι, η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση, μετατράπηκε ταχύτατα σε παγκόσμια ύφεση.

Να θυμίσω ότι στο οικονομικό Κραχ του 1929-1933, ο μηχανισμός εξάπλωσης της κρίσης από τις Ηνωμένες Πολιτείες στον υπόλοιπο κόσμο ήταν, κυρίως, μέσω του μηχανισμού του Κανόνα Χρυσού με τις σταθερές έναντι του χρυσού συναλλαγματικές ισοτιμίες, όπου οι νομισματικές αρχές των υπόλοιπων χωρών αύξησαν τα επιτόκια για να αποτρέψουν την υποτίμηση των νομισμάτων τους και την εκροή χρυσού. Στην πρόσφατη διεθνή κρίση, τα προβλήματα ξεκίνησαν και πάλι από τις ΗΠΑ, από ένα τμήμα της αγοράς στεγαστικών δανείων, αλλά μεταφέρθηκαν στον υπόλοιπο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό χώρο, κυρίως μέσω των σημαντικών διασυννοριακών αλληλεξαρτήσεων και αλληλοσυνδέσεων των χρηματοπιστωτικών αγορών, που δημιούργησε η παγκοσμιοποίηση. Μπορούμε να πούμε ότι η κατάρρευση του 1929 ξεκίνησε ως ήπια οικονομική ύφεση, μετεξελίχθηκε σε σημαντική χρηματιστηριακή κρίση, κατέληξε και σε τραπεζική και, τελικά, οδηγηθήκαμε συνολικά στη μεγάλη οικονομική καταστροφή. Η κρίση του 2007 ξεκίνησε από το χρηματοπιστωτικό τομέα των ΗΠΑ, μετατράπηκε ταχύτατα σε διεθνή κρίση κεφαλαιαγορών, για να καταλήξει σε σημαντική παγκόσμια οικονομική ύφεση.

Αυτό που προκύπτει αβίαστα από την παρουσίασή μου, ως πρώτο κεντρικό συμπέρασμα για τα κύρια αίτια της πρόσφατης κρίσης, είναι ότι: Η παγκοσμιοποίηση των οικονομιών και των αγορών χρήματος και κεφαλαίου και η διεθνοποίηση των οικονομικών και των χρηματοπιστωτικών δραστηριοτήτων τις τελευταίες δύο δεκαετίες δεν συνοδεύθηκαν από την αντίστοιχη απαιτούμενη παράλληλη αναβάθμιση και διεθνοποίηση και τον κατάλληλο συντονισμό των μακροοικονομικών πολιτικών, της εποπτείας και του ρυθμιστικού πλαισίου λειτουργίας του διεθνούς χρηματοπιστωτικού χώρου. Παράλληλα, υποβαθμίστηκε η σημασία δυναμικών και πολύπλοκων φαινομένων, που βρίσκονταν σε πλήρη εξέλιξη στο χρηματοπιστωτικό χώρο. Κυρίως δεν έγιναν αντιληπτοί από τις αρχές, οι συστημικοί κίνδυνοι, που προέκυπταν από την αλόγιστη, υπερτροφική ανάπτυξη του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού χώρου, με αποτέλεσμα οι σημαντικές ζημιές του κλάδου, που προέκυψαν, να επιβαρύνουν, τελικά, τους φορολογούμενους πολίτες για τις επόμενες δεκαετίες.

Θα επικεντρώσω την ομιλία μου σε τρεις ενότητες παραγόντων, που κατά τη γνώμη μου, συνδυαστικά προσφέρουν μια πρώτη προσέγγιση στο ερώτημα του πώς οδηγηθήκαμε στην πρόσφατη κρίση και οι οποίες αναδεικνύουν ταυτόχρονα και

τους τομείς στους οποίους απαιτούνται σοβαρές μεταρρυθμίσεις και παρεμβάσεις πολιτικής.

Πρώτον, επικράτησαν, σταδιακά, τις τελευταίες δεκαετίες οι νεοκλασικές αντιλήψεις για τη λειτουργία της οικονομίας και της αγοράς στη διεθνή οικονομική, επιστημονική και πολιτική ζωή. Αυτή η ιδεολογική κυριαρχία οδήγησε σε γενικευμένη υιοθέτηση ορισμένων βασικών αρχών λειτουργίας της διεθνούς οικονομίας, όπως:

1. η αποδοχή της έμφυτης σταθερότητας και αρμονίας της οικονομίας της αγοράς, με το αόρατο χέρι του **Adam Smith** να κάνει πάντα σωστά τη δουλειά του·
2. η αποτελεσματικότητα των ελεύθερων αγορών χρήματος και κεφαλαίου να προσδιορίζουν πάντα τις σωστές τιμές (**E. Fama**)·
3. η ικανότητα των αγορών να αυτορρυθμίζονται και σε κάποιο βαθμό να αυτοεποπτεύονται, με τη συνακόλουθη εφαρμογή της αρχής της ελάχιστης εποπτείας και παρέμβασης·
4. η πεποίθηση ότι οι οικονομικές μονάδες ενεργούν πάντα ορθολογικά στη λήψη αποφάσεων και ότι η αθροιστική τους συμπεριφορά οδηγεί αυτομάτως και σε αρμονική λειτουργία της οικονομίας της αγοράς (**R. Lucas**)·
5. η πεποίθηση ότι η κερδοσκοπία αποτελεί πάντα σταθεροποιητικό παράγοντα στις αγορές και στοιχείο πειθαρχίας·
6. η υιοθέτηση του δόγματος: «Η καλύτερη μακροοικονομική πολιτική είναι η μη πολιτική», η επικράτηση της άποψης ότι επαρκεί μόνο η θέσπιση «σταθερών κανόνων», ενώ η νομισματική πολιτική εγκλωβίστηκε σε μονοδιάστατη στόχευση, στη διατήρηση, δηλαδή, χαμηλού πληθωρισμού, υποτιμώντας τον αποσταθεροποιητικό ρόλο, την πολυπλοκότητα και τις επιπτώσεις των χρηματοοικονομικών υπερβολών (π.χ. τις «φούσκες» των τιμών), και·
7. η άποψη ότι οι μέτοχοι των εταιρειών και των τραπεζών έχουν τα μέσα να επιβάλουν ορθολογισμό και έλεγχο στη διοίκηση των εταιρειών, έτσι ώστε να ταυτίζονται τα συμφέροντα μετόχων - διοικούντων, ενώ παράλληλα οι εταιρικές επιδιώξεις να οδηγούν συλλογικά το οικονομικό σύστημα σε σταθερή λειτουργία. Επικράτησε λίγο η λογική του «ό,τι είναι καλό για τη Citibank & την General Motors είναι καλό για την Αμερική» ή ακόμα χειρότερα «ό,τι είναι καλό για τις Διοικήσεις της Citibank & της General Motors είναι καλό για την Αμερική».

Η κυριαρχία των νεοκλασικών απόψεων οδήγησε σε ερμηνεία των μετέπειτα κρίσεων αλλά και αυτής του 1929, κυρίως σαν λάθη της νομισματικής πολιτικής. Οι **Milton Friedman & Anna Schwartz**, στο σημαντικό βιβλίο τους *Η Νομισματική Ιστορία των ΗΠΑ*, απέδωσαν την κρίση του 1929, κυρίως, στη λανθασμένη

περιοριστική νομισματική πολιτική που εφαρμόστηκε εκείνη την περίοδο. Αλλά και ο σημερινός Πρόεδρος του Federal Reserve System, Ben Bernanke έλεγε στις 8 Νοεμβρίου του 2002, απευθυνόμενος στους Friedman & Schwartz τα ακόλουθα: «Θα ήθελα να πω στον Milton και την Anna, αναφορικά με την κρίση του 1929, ότι έχετε δίκιο· εμείς (δηλαδή η Fed) τη δημιουργήσαμε, λυπούμεθα για αυτό και δεν θα το ξανακάνουμε».

Παράλληλα, υποβαθμίστηκαν οι κεϋνσιανές και νεο-κεϋνσιανές αναλύσεις, καθώς και οι προσεγγίσεις άλλων επιστημών, αναφορικά με τα όρια του ανθρώπινου ορθολογισμού και το ρόλο της ψυχολογίας και της αβεβαιότητας στην οικονομική και την επενδυτική δραστηριότητα. Οι παραπάνω τόνιζαν τις ατέλειες και τις αστάθειες που ενίοτε αναπτύσσονται στην οικονομία της αγοράς, οι οποίες καθιστούν απαραίτητες την ενεργή, μακροοικονομική πολιτική και την αποτελεσματική εποπτεία και ρύθμιση του χρηματοπιστωτικού χώρου. Υποβαθμίστηκε η σημασία φαινομένων, όπως η ψυχολογία κοπαδιού στους επενδυτές, οι αποφάσεις επενδυτών με βάση τι πράττουν οι άλλοι και όχι ποιες είναι οι σωστές τιμές, οι επενδυτικές αποφάσεις βάσει γραμμικών προβολών του παρόντος στο μέλλον και όχι βάσει θεωρητικών υποδειγμάτων, η παράλογη ευφορία και «φούσκες» τιμών, που καταρρέουν από τυχαία ή μικρά γεγονότα, οι ατέλειες στο χρηματοπιστωτικό χώρο, που τείνουν να επιταχύνουν και να επιδεινώνουν μια κρίση, ο ρόλος της αβεβαιότητας και της ψυχολογίας στις επενδυτικές και καταναλωτικές αποφάσεις. Έτσι, φτάσαμε σήμερα στο σημείο, λίγοι οικονομολόγοι και αναλυτές να έχουν προβλέψει την καταστροφή που ερχόταν και η πλειοψηφία των διαμορφωτών της οικονομικής επιστήμης και πολιτικής να κλείνουν τα μάτια στην πιθανότητα καταστροφικής αποτυχίας της οικονομίας της αγοράς.

Είναι, επίσης, ενδιαφέρον να τονιστεί ότι και της κρίσης του 1929 προηγήθηκε μια κυριαρχία των φιλελεύθερων νεοκλασικών απόψεων. Μεταξύ 1920 και 1933, τρεις Ρεπουμπλικανοί πρόεδροι εφάρμοσαν με συνέπεια ένα αρκετά φιλελεύθερο πρότυπο λειτουργίας της οικονομίας. Φόροι μειώθηκαν, ρυθμίσεις και παρεμβάσεις στην αγορά ελαχιστοποιήθηκαν, η συγκέντρωση κεφαλαίου γιγαντώθηκε, η κερδοσκοπία πολλαπλασιάστηκε, η ανισοκατανομή πλούτου και εισοδήματος διευρύνθηκαν, η συμμετοχή στα συνδικάτα μειώθηκε, οι επενδύσεις σε ακίνητα και το Χρηματιστήριο γνώρισαν πρωτοφανή για την εποχή άνθιση. Αλλά η ιδεολογική κυριαρχία των νεοκλασικών αντιλήψεων, ίσως, ήταν η αναγκαία αλλά σίγουρα όχι και η ικανή συνθήκη για να δημιουργήσει τη σημερινή κρίση. Ήταν, κυρίως, η επίδραση των δύο παραγόντων, που θα αναλύσω παρακάτω, που λειτούργησαν καταλυτικά προς την κατεύθυνση αυτή.

Η δεύτερη σημαντική αιτία της τρέχουσας διεθνούς χρηματοοικονομικής κρίσης, ήταν οι μεγάλες παγκόσμιες μακροοικονομικές ανισορροπίες, που δεν αντιμετωπίστηκαν επί μακρόν την τελευταία δεκαετία και που συνδέονταν:

1. με τα πολύ χαμηλά επιτόκια που διατηρήθηκαν επί μακρόν κυρίως στις ΗΠΑ·
2. με τη διατήρηση συνθηκών σημαντικής παγκόσμιας ρευστότητας·
3. με την αυξανόμενη ανισορροπία αποταμίευσης - επένδυσης στις ΗΠΑ, που οδήγησε, τελικά, σε διεύρυνση του ελλείμματος στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και σε αντίστοιχα πλεονάσματα στις χώρες της Άπω Ανατολής και των πετρελαιοπαραγωγών χωρών·
4. με την πολιτική σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών και τη συνακόλουθη ραγδαία αύξηση των εθνικών συναλλαγματικών αποθεματικών σε δολάρια χωρών της Άπω Ανατολής.

Τα χαμηλά επιτόκια, η μεγάλη ρευστότητα και τα χαλαρά κριτήρια χρηματοδότησης των τραπεζών στις αρχές της δεκαετίας, οδήγησαν σε μια εκρηκτική αύξηση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης νοικοκυριών, θεσμικών, χρηματοπιστωτικών οργανισμών και εταιρειών και τη ραγδαία διάδοση των δομημένων προϊόντων, κυρίως στις Ηνωμένες Πολιτείες, τη Μεγάλη Βρετανία και την Ευρώπη, που οδήγησαν σε επιταχυνόμενη αύξηση των τιμών των κινητών και των ακινήτων παγκοσμίως· φαινόμενα που δεν συνάντησαν, όμως, την ανησυχία ή την οργανωμένη αντίδραση των εποπτικών και νομοσυντακτικών αρχών. Επιπλέον, σε αυτό το περιβάλλον, αναπτύχθηκαν ταχύτατα νέοι κερδοσκοπικοί οργανισμοί, χαλαρά εποπτευόμενοι (π.χ. hedge funds, SIVs), ενώ οι διεθνείς τράπεζες άρχισαν να κερδοσκοπούν για δικό τους λογαριασμό, επιτείνοντας την ένταση της παγκόσμιας κερδοσκοπίας. Να αναφερθώ επιγραμματικά σε ορισμένα στοιχεία:

1. η αποταμίευση των νοικοκυριών στις ΗΠΑ μειώθηκε από 7% στις αρχές της δεκαετίας του 1990 στο μηδέν την περίοδο 2005-2007, ενώ παράλληλα η σχέση συνολικού χρέους αμερικανικών νοικοκυριών προς διαθέσιμο εισόδημα αυξήθηκε από 85% το 1995 σε 135% το 2007·
2. το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών των ΗΠΑ αυξήθηκε από \$ 180 δισεκ. το 1997 σε σχεδόν \$ 800 δισεκ. το 2007, ενώ παράλληλα τα δολαριακά συναλλαγματικά αποθέματα των χωρών της Άπω Ανατολής και των πετρελαιοπαραγωγών χωρών προσέγγισαν τα \$ 6,5 τρισεκ. το 2008, έναντι \$ 2 τρισεκ. το 2000. Έτσι, φθάσαμε στο σημείο το 60% του συνολικού Δημοσίου Χρέους των ΗΠΑ να ελέγχεται σήμερα από ξένους επενδυτές·

3. στη Μεγάλη Βρετανία, το συνολικό χρέος τραπεζών, νοικοκυριών και επιχειρήσεων έφθασε από 260 % του ΑΕΠ το 2001 στο 460% το 2007.

4. επιπλέον, η ονομαστική αξία των παραγώγων προϊόντων, που διαπραγματεύονται σε διεθνείς οργανωμένες αγορές ξεπέρασε τα \$ 500 τρισεκ. το 2007, και, σε μη οργανωμένες αγορές, *over-the-counter*, τα \$ 540 τρισεκ. (στοιχεία Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών), αυξανόμενες 6 φορές σε 10 χρόνια, οι χρηματοπιστωτικές *τιτλοποιήσεις* έφθασαν τα \$ 16 τρισεκ. μέσα σε λίγα χρόνια και τα CDOs τα \$ 60 τρισεκ. από \$ 3 τρισεκ. μέσα σε 5 χρόνια.

Η τρίτη αιτία της κρίσης, ίσως και η σημαντικότερη, συνδέεται με τη σταδιακή μετατόπιση των στόχων των τραπεζών από τη χρηματοδότηση της πραγματικής οικονομίας, του εμπορίου και των παραγωγικών επενδύσεων, στην κερδοσκοπία, τα χρηματοοικονομικά στοιχήματα και τη χρηματοπιστωτική καινοτομία χωρίς οικονομική χρησιμότητα, που έγιναν, σε σημαντικό βαθμό, βασικές δραστηριότητες, ίσως και αυτοσκοπός για ορισμένες μεγάλες διεθνείς τράπεζες. Καθοριστικό ρόλο για αυτό το μετασχηματισμό των τραπεζών διαδραμάτισαν:

1. η παγκοσμιοποίηση και η απελευθέρωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος, η εφαρμογή στο χρηματοπιστωτικό χώρο των επιτευγμάτων της νέας τεχνολογίας, η εκρηκτική ανάπτυξη των χρηματοοικονομικών καινοτομιών, η εντυπωσιακή ανάπτυξη και διεθνοποίηση των νέων αγορών και της θεσμικής διαχείρισης – εξελίξεις που δεν συνοδεύθηκαν, όπως τονίσαμε, από την αναβάθμιση και διεθνοποίηση της εποπτείας και των ελέγχων.

2. οι κερδοσκοπικές συμπεριφορές, ενίοτε, απληστίας και μεγαλομανίας ορισμένων Διοικήσεων διεθνών τραπεζών, που δεν προάσπισαν τα συμφέροντα των μετόχων αλλά τα βραχυχρόνια δικά τους και ενεπλάκησαν:

α. σε σημαντικές και πανάκριβες εξαγορές και συγχωνεύσεις υψηλού κινδύνου (π.χ. η RBS αποκτά τμήμα της ABN AMRO σε απίστευτα υψηλή τιμή).

β. σε αλόγιστη αύξηση του ενεργητικού τους (π.χ. η UBS απέκτησε δεκάδες δισεκ. τιτλοποιημένων αμερικανικών ομολόγων).

γ. σε χρηματοδότηση της ταχείας αύξησης του ενεργητικού από πηγές ρευστότητας υψηλού κινδύνου, όπως οι χρηματαγορές και η διατραπεζική αγορά (βρετανικές τράπεζες).

3. η συστηματική υποτίμηση από τις διοικήσεις των διεθνών τραπεζών, αλλά και από τις εποπτικές αρχές του μεγέθους της πολυπλοκότητας των κινδύνων που αναλάμβαναν σταδιακά οι τράπεζες. Κυρίως, δεν έγιναν κατανοητοί οι κίνδυνοι από την εκρηκτική ανάπτυξη των τιτλοποιήσεων, των παραγώγων, της

χρηματοοικονομικής μόχλευσης, και της χρηματοδότησης των τραπεζών από τις κεφαλαιαγορές και τη διατραπεζική αγορά·

4. η διαμόρφωση επί μακρόν, με την ανοχή των μετόχων, λανθασμένης δομής και ύψους κινήτρων αναφορικά με τις μεταβλητές αμοιβές των στελεχών στον διεθνή τραπεζικό χώρο (*bonuses*). Το τελευταίο ευνοούσε τις βραχυχρόνιες κερδοσκοπικές δραστηριότητες και την ανάληψη υπερβολικών κινδύνων, με σημαντική ευνοϊκή ασυμμετρία ωφέλειας - ζημίας υπέρ των στελεχών και εις βάρος των μετόχων και τελικά της κοινωνίας (απόλυση αποτυχημένων διοικήσεων ζημιογόνων τραπεζών με αποζημιώσεις δεκάδων εκατ.). Δεν είναι τυχαίο ότι φθάσαμε σήμερα, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των Ηνωμένων Πολιτειών να παρεμβαίνει θεσμικά στη διαδικασία καθορισμού των έκτακτων αμοιβών των στελεχών μεγάλων ιδιωτικών τραπεζών·

5. η ανεπάρκεια των διεθνών λογιστικών προτύπων (*IFRS*), ιδιαίτερα αναφορικά με τις μεθόδους αποτίμησης σε τρέχουσες τιμές επενδυτικών στοιχείων του ενεργητικού των τραπεζών, καθώς και των στοιχείων εκτός ισολογισμού·

6. η σύγκρουση συμφερόντων και οι ανεπαρκείς αναλύσεις και μεθοδολογίες, που εφήρμοσαν οι διεθνείς εταιρείες αξιολόγησης κινδύνων (*Moody's, S&P, Fitch*). Αποτέλεσμα, είχαν αξιολογήσει τα τελευταία χρόνια 70.000(!) διεθνείς εκδόσεις στη βαθμίδα AAA, δηλαδή ελάχιστου κινδύνου, εν μέρει, διότι το σύστημα μεροληπτούσε υπέρ των εκδοτών, που κάλυπταν τα έξοδα αξιολόγησης, ενώ τα τελευταία θα έπρεπε να πληρώνουν για την προστασία τους οι αγοραστές.

Χιλιάδες, όμως, τράπεζες και επενδυτές, τα τελευταία χρόνια, στηρίχθηκαν στην αξιοπιστία των αξιολογήσεων των παραπάνω οίκων για να τοποθετήσουν τρισεκ. σε κινήτες αξίες, που νόμιζαν ότι ήταν πολύ χαμηλού κινδύνου, αλλά αποδείχτηκαν τοξικά προϊόντα. Παραθέτω στη συνέχεια μερικά ενδιαφέροντα στοιχεία για να σας δείξω ότι, κατά τη γνώμη μου, χάθηκαν ύστερα από ένα σημείο το μέτρο και ο έλεγχος στην ανάπτυξη και τη μόχλευση του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος:

1. τα αμοιβαία κεφάλαια έφθαναν τα \$ 30 τρισεκ. το 2007, διπλασιάστηκαν σε έξι χρόνια·

2. τα *hedge funds* έφθασαν τα \$ 2 τρισεκ. μέσα σε λίγα χρόνια με δυνατότητες μόχλευσης και 10-15 φορές των ιδίων κεφαλαίων τους·

3. τα *private equity funds* ξεπέρασαν τα \$ 1,5 τρισεκ. με δυνατότητες μόχλευσης των κεφαλαίων τους 3-4 φορές·

4. η σχέση αξίας ενεργητικού προς ίδια κεφάλαια για ορισμένες διεθνείς επενδυτικές τράπεζες έφθασε τις 60 φορές·

5. είχαμε εμπορικές ευρωπαϊκές τράπεζες με δάνεια προς καταθέσεις πελατών και πάνω από το 200%.
6. οι εκτός ισολογισμού θυγατρικές κερδοσκοπικές εταιρείες διεθνών τραπεζών (SIVs) είχαν μακροχρόνιες επενδύσεις, κυρίως σε τιτλοποιήσεις, αξίας \$ 300 δισεκ., χρηματοδοτούμενες από βραχυχρόνιες πηγές.
7. η AIG, η μεγαλύτερη, ίσως, αμερικάνικη ασφαλιστική εταιρεία στον κόσμο, να τρέχει βιβλίο παραγώνων \$ 2 τρισεκ., κυρίως CDOs, και.
8. η Ισλανδία είχε τράπεζες με ενεργητικό 10 φορές το ΑΕΠ της χώρας.

Έτσι φαίνεται να μην έχουμε διδαχθεί από την ιστορία! Στην κρίση του 1929, η χρηματοοικονομική κερδοσκοπία με μόχλευση, μέσω της εκτεταμένης χρήσης τραπεζικών δανείων για αγορά μετοχών, διαδραμάτισε καθοριστικό ρόλο, αφενός για τον τετραπλασιασμό των χρηματιστηριακών δεικτών στις ΗΠΑ την δεκαετία του 1920 και αφετέρου για την κατάρρευσή τους, με το ξέσπασμα της κρίσης, οδηγώντας στο κραχ του Οκτώβρη του 1929 και ταυτόχρονα σε πτώχευση πολλές τράπεζες-χρηματοδότες των κερδοσκοπικών θέσεων. Συμπέρασμα:

1. οι παγκόσμιες κεφαλαιαγορές και το διεθνές τραπεζικό σύστημα έτρεχαν και διεθνοποιούνταν ταχύτερα από τις εμπορικές – ρυθμιστικές αρχές.
2. οι παγκόσμιες κεφαλαιαγορές και το διεθνές τραπεζικό σύστημα έτρεχαν ταχύτερα από την κατανόηση των κινδύνων από τις διοικήσεις των τραπεζών.
3. οι παγκόσμιες κεφαλαιαγορές και το διεθνές τραπεζικό σύστημα έτρεχαν ταχύτερα της αναβάθμισης των εσωτερικών τραπεζικών συστημάτων εποπτείας, ελέγχου και διαχείρισης κινδύνων.
4. οι παγκόσμιες κεφαλαιαγορές και το διεθνές τραπεζικό σύστημα έτρεχαν ταχύτερα από το βαθμό κατανόησης των συστημικών κινδύνων από τους ασκούντες μακροοικονομική πολιτική.

Στο πλαίσιο αυτό, οι Αρχές των Ηνωμένων Πολιτειών, αφού διέσωσαν πρώτα ορισμένες τράπεζες, μετά έκριναν σκόπιμο, κυρίως με ιδεολογικά κριτήρια, ότι δεν θα ήταν πρόβλημα να αφήσουν την Lehman Brothers να καταρρεύσει για παραδειγματισμό πειθαρχίας και ευθύνης των μετόχων και πιστωτών. Η τέταρτη, όμως τράπεζα, σε μέγεθος των ΗΠΑ είχε \$ 600 δισεκ. υποχρεώσεις στις κεφαλαιαγορές σε χιλιάδες επενδυτές σε όλο τον κόσμο, συμμετείχε ως μέλος σε 30 διεθνή συστήματα πληρωμών, διακανονισμού και φύλαξης τίτλων και είχε συνάψει 900.000 συμβάσεις παραγώνων με τρίτους, αξίας τρισεκατ. δολαρίων, κυρίως με διεθνείς τράπεζες και θεσμικούς επενδυτές. Αποτέλεσμα, η πτώχευσή της δημιούργησε αμέσως παγκόσμιο χάος, με την επικράτηση της ψυχολογίας του ποιά

θα είναι η επόμενη τράπεζα στη λίστα της κατάρρευσης, εξέλιξη που μετέφερε με ταχύτητα φωτός την κρίση σε όλες τις κεφαλαιαγορές παγκοσμίως.

Κυρίες και Κύριοι, ένα κρίσιμο δίλημμα πολιτικής, σήμερα, είναι η διαμόρφωση του άριστου βαθμού παρέμβασης στο χρηματοπιστωτικό χώρο. Μια γραφειοκρατική υπερρύθμιση του χρηματοπιστωτικού χώρου θα υπονόμευε την αναπτυξιακή του συμβολή. Μια γενικότερη εφαρμογή του «too big to fail» θα απομείωνε τις ευθύνες των μετόχων και των πιστωτών και θα νόθευε τον ανταγωνισμό και την πειθαρχία. Μια νέα ανεξέλεγκτη υπερτροφία του χρηματοπιστωτικού χώρου, χωρίς να προηγηθούν σοβαρές μεταρρυθμίσεις, θα δημιουργούσε νέους σοβαρούς συστημικούς κινδύνους.

Θα ήθελα, κλείνοντας να κάνω ορισμένες αναφορές στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα, που παρά τη σκληρή και έντονη κριτική που έχει δεχθεί το τελευταίο καιρό, δεν είχε επενδύσει σε τοξικά και άλλα υψηλού κινδύνου προϊόντα, ούτε είχε ενεργή παρουσία στη διεθνή κερδοσκοπία τα τελευταία χρόνια. Επέδειξε, κατά τη γνώμη μου, είτε από τύχη είτε από προνοητικότητα, έναν επενδυτικό συντηρητισμό για την εποχή και το περιβάλλον που ζούσαμε πριν τη διεθνή κρίση. Επικέντρωσε την προσοχή του, κυρίως, στην ταχύτερη ανάπτυξη των παραδοσιακών τραπεζικών εργασιών, στη χρηματοδότηση της οικονομίας και των υποδομών και την εξωστρεφή ανάπτυξή του στη Νοτιοανατολική Ευρώπη. Έτσι, το ελληνικό τραπεζικό σύστημα:

1. διατήρησε από τους χαμηλότερους βαθμούς μόχλευσης στην Ευρώπη με σχέση αξίας ενεργητικού προς ίδια κεφάλαια γύρω στις 15-16 φορές, έναντι 35 φορές σε ευρωπαϊκά τραπεζικά ιδρύματα·
2. διατήρησε χαμηλό βαθμό εξάρτησης από τις κεφαλαιαγορές για άντληση ρευστότητας με σχέση δανείων προς καταθέσεις κοντά στο 115%, ενώ, για παράδειγμα, στα τραπεζικά συστήματα της Μεγάλης Βρετανίας, της Ιρλανδίας και της Ισπανίας η σχέση κυμαινόταν μεταξύ 170-200%·
3. διατήρησε ισχυρή κεφαλαιακή επάρκεια με τα βασικά ίδια τους κεφάλαια (Core Tier I) να κυμαίνονται πάνω από το 8% σε σχέση με το σταθμισμένο ενεργητικό τους, ποσοστό σημαντικά υψηλότερο σε σχέση με την πλειοψηφία των ευρωπαϊκών τραπεζών·
4. έκανε μόνο περιορισμένη χρήση έναντι χρεώσεων αγοράς του κυβερνητικού πακέτου στήριξης των € 28 δισεκ., που ήταν εξαρχής ένα από τα μικρότερα της Ευρώπης, κυρίως για να αντιμετωπίσει ζητήματα στενότητας ρευστότητας, που προέκυψαν με την κρίση.

Τα σημερινά προβλήματα των τραπεζών συνδέονται, κυρίως, με την οικονομική ύφεση, που προκλήθηκε στην Ελλάδα και στη γεωγραφική περιοχή μας, με αποτέλεσμα τη χειροτέρευση της ποιότητας του δανειακού χαρτοφυλακίου και τις υψηλές προβλέψεις. Παράλληλα, όμως, η τεράστια δημοσιονομική κρίση στην Ελλάδα, το σημαντικό έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, οι μεγάλες χρηματοδοτικές ανάγκες του Δημόσιου Τομέα και η συνεχιζόμενη κρίση στη Νοτιοανατολική Ευρώπη, έχουν ως αποτέλεσμα τη στενότητα ρευστότητας στην ιδιωτική οικονομία και το υψηλό κόστος άντλησής της, τόσο για το Δημόσιο όσο και για τις ελληνικές τράπεζες, εξέλιξη που δεν συμβάλλει στην ανάκαμψη της οικονομίας.

Για παράδειγμα, οι ελληνικές τράπεζες πληρώνουν σήμερα στις προθεσμιακές καταθέσεις πελατών, στην Ελλάδα και στη Νοτιοανατολική Ευρώπη, πολύ υψηλά επιτόκια, από τα υψηλότερα στην Ευρώπη, με σημαντικό premium πάνω από τα διατραπεζικά επιτόκια. Παράλληλα, το κόστος δανεισμού των ελληνικών τραπεζών από τις διεθνείς κεφαλαιαγορές (spread) έχει, σχεδόν, δεκαπλασιαστεί σε δύο χρόνια, ενώ ο δανεισμός από την ECB, παρά την πρόσφατη μείωσή του, διατηρείται σε σχετικά υψηλά επίπεδα. Είναι γεγονός ότι το ελληνικό τραπεζικό σύστημα γνώρισε μία σημαντική άνθηση και διεθνοποίηση τα τελευταία 15 χρόνια. Χρηματοδότησε, έστω και με κάποιες υπερβολές, τα ελληνικά νοικοκυριά, τις επιχειρήσεις και τις παραγωγικές επενδύσεις με ρυθμούς αύξησης μεγαλύτερους του 20% ετησίως. Ακόμη και σήμερα και παρά τη διεθνή κρίση, ο ρυθμός αύξησης των χρηματοδοτήσεων παραμένει θετικός στην Ελλάδα (4% ετησίως), ενώ είναι αρνητικός στην υπόλοιπη Ευρώπη.

Παράλληλα, ύστερα από δεκαετίες εσωστρέφειας και προστατευτισμού, το ελληνικό τραπεζικό σύστημα ακολούθησε τη διεθνοποίηση της ελληνικής επιχειρηματικότητας. Αναπτύχθηκε στην ευρύτερη περιοχή της Νοτιοανατολικής Ευρώπης, όπου έχει διαμορφώσει σήμερα μια σημαντική και αξιόλογη παρουσία σε δέκα χώρες, με 3.800 υποκαταστήματα, 45.000 περίπου εργαζομένους, με υπόλοιπα δανείων κοντά στα € 55 δισεκ. και συνολικές επενδύσεις σε κεφάλαια και ρευστότητα στην περιοχή κοντά στα € 45 δισεκ. Αυτή η σημαντική προσπάθεια διεθνοποίησης του ελληνικού τραπεζικού συστήματος στη Νοτιοανατολική Ευρώπη αποτελεί μία εθνική επένδυση για όλους μας που δεν πρέπει να πάει χαμένη. Συνδέεται άρρηκτα με την υλοποίηση από την χώρα μας ενός νέου εξωστρεφούς αναπτυξιακού προσανατολισμού, με επιτυχή πρόσβαση σε νέες δυναμικές αγορές, που σε συνδυασμό με μία νέα απαιτούμενη άνθιση της επιχειρηματικότητας, των ιδιωτικών επενδύσεων, των επενδύσεων στις υποδομές και της προσέλκυσης ξένων

παραγωγικών κεφαλαίων, μπορούν και πρέπει να αποτελέσουν τους βασικούς πυλώνες για την έξοδο από την κρίση και την επίτευξη υψηλών και διατηρήσιμων ρυθμών οικονομικής ανάπτυξης.

Όλοι γνωρίζουμε ότι η χώρα μας βρίσκεται αντιμέτωπη με μια σοβαρή οικονομική δυσπραγία, μια σημαντική απώλεια ανταγωνιστικότητας και μια πρωτοφανή δημοσιονομική εκτροπή. Η διεθνής κρίση ανέδειξε τα χρόνια διαρθρωτικά προβλήματα της ελληνικής οικονομίας και τις αδυναμίες του τρέχοντος αναπτυξιακού προτύπου, που στηρίχθηκε κυρίως στην τόνωση της εγχώριας ιδιωτικής και δημόσιας κατανάλωσης και των κατοικιών, στην πλούσια τραπεζική χρηματοδότηση και στις αυξήσεις των πραγματικών μισθών, χωρίς αντίκρισμα στην παραγωγικότητα. Για πολλά χρόνια δεν τολμήσαμε να αντιμετωπίσουμε την πραγματικότητα με ειλικρίνεια και τολμηρές πρωτοβουλίες, με δραστικές μεταρρυθμίσεις, με βαθιές διαρθρωτικές αλλαγές στο κράτος, την οικονομία και την κοινωνική πολιτική. Καλούμαστε να το πράξουμε σήμερα, αμέσως, γιατί τα περιθώρια και οι βαθμοί ελευθερίας έχουν εξαντληθεί, γιατί τελικά οι αγορές θα το επιβάλουν βιαίως, γιατί το κόστος της καθυστέρησης και ο διεθνής διασυρμός θα είναι δυσβάστακτοι για όλους μας.

Το ελληνικό τραπεζικό σύστημα έχει, νομίζω, λάβει τα μηνύματα των καιρών, έχει συνειδητοποιήσει την ευθύνη του απέναντι στην κοινωνία και την οικονομία, την ανάγκη χρηματοδότησης της πραγματικής οικονομίας, την απαίτηση για μεγαλύτερη διαφάνεια, εταιρική και κοινωνική ευθύνη και αποτελεσματική εποπτεία, παρότι αποτέλεσε την εξαίρεση του κανόνα στην Ευρώπη και δεν είχε έκθεση σε τοξικά προϊόντα και κερδοσκοπικές δραστηριότητες.

Η διεθνής εμπειρία έχει δείξει ότι η διατήρηση ενός υγιούς, ισχυρού, ανταγωνιστικού, κερδοφόρου, ακηδεμόνευτου, διεθνοποιημένου και αποτελεσματικά εποπτευόμενου τραπεζικού συστήματος, με περαιτέρω ενίσχυση της διαφάνειας και της αξιοπιστίας του, αποτελεί ουσιαστική προϋπόθεση, την ατμομηχανή για την επίτευξη διατηρήσιμης οικονομικής ανάπτυξης.

Οι τράπεζες, παρά τα λεγόμενα, τολμώ να πω ότι επιδεικνύουμε καθημερινά, στο σημερινό δύσκολο περιβάλλον όλο και περισσότερο ευελιξία, προσαρμοστικότητα, κατανόηση και κοινωνική ευθύνη στις δυσκολίες των πελατών μας. Αποτελεί για κάθε τράπεζα έσχατο μέσο το κλείσιμο μιας επιχείρησης, ο πλειστηριασμός ενός σπιτιού, η κατάσχεση ενός αυτοκινήτου γιατί είναι μια στενάχωρη διαδικασία για όλους, γιατί, έτσι, μεγιστοποιείται και οριστικοποιείται η ζημιά μας, γιατί, έτσι, χάνεται πολύτιμο παραγωγικό κεφάλαιο. Αυτή, όμως, η προσέγγιση δεν πρέπει να παρερμηνευτεί ως γενικευμένη απαλλαγή των

δανειζομένων από τις υποχρεώσεις τους, ούτε ως υποχρέωση συντήρησης στο διηνεκές υπερχρεωμένων και θνησιγενών επιχειρήσεων, ούτε ως αφορμή για γενικότερη καθιέρωση χρηματοδοτήσεων με μη τραπεζικά κριτήρια. Μια τέτοια προσέγγιση δεν υπονομεύει μόνο τις τράπεζες, αλλά, τελικά, και την εύρυθμη λειτουργία του τραπεζικού συστήματος και της οικονομίας ευρύτερα.

Κυρίες και Κύριοι, στη σύγχρονη κοινωνία μία τράπεζα, ένα τραπεζικό σύστημα, είναι ένας σημαντικός οικονομικός οργανισμός, που λειτουργεί, όμως, μέσα στην κοινωνία και στηρίζεται και εξαρτάται απόλυτα από την εμπιστοσύνη και τη συνεργασία των πελατών και των πολιτών. Για αυτό μία τράπεζα με μόνο ευτυχείς τους μετόχους και τα στελέχη της, αλλά με τους εργαζόμενους, τους πελάτες και την κοινωνία απέναντί της, δεν έχει τελικά προοπτική, γιατί μία τέτοια στρατηγική είναι μεσοπρόθεσμα επιχειρηματικά αδιέξοδη και αναποτελεσματική για την κερδοφορία της.

Σας ευχαριστώ πολύ.

Οι δύο παγκόσμιες κρίσεις (του 1929 και η σημερινή) και η ελληνική οικονομία: μερικές κρίσιμες –και χρήσιμες– συγκρίσεις

Η Μεγάλη Ύφεση του 1929 και η σημερινή παγκόσμια χρηματοπιστωτική και οικονομική κρίση έχουν σημαντικές ομοιότητες αλλά και καίριες διαφορές, που αφορούν τόσο στα βασικά τους χαρακτηριστικά όσο και στις πολιτικές για την αντιμετώπισή τους.

1. Η παγκόσμια κρίση του 1929: χαρακτηριστικά, αντιδράσεις πολιτικής, συνέπειες
Το 1929 η κρίση ξεκίνησε με την απότομη κατάρρευση των τιμών των μετοχών στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης. Από πολλούς θεωρείται ότι το αρχικό αίτιο της κρίσης ήταν η περιοριστική νομισματική πολιτική, που είχε ασκηθεί κατά το προηγούμενο έτος προκειμένου να αντιμετωπιστεί η χρηματιστηριακή κερδοσκοπία.¹ Η κρίση όμως επιτάθηκε κυρίως λόγω της αδόκιμης οικονομικής πολιτικής με την οποία αντιμετωπίστηκε, αλλά και του ανεπαρκούς θεσμικού πλαισίου λειτουργίας των αγορών.

Η κρίση του 1929 χαρακτηρίστηκε από τον πανικό των καταθετών, που οδήγησε σε μαζική απόσυρση καταθέσεων και σε πτωχεύσεις τραπεζών (στις ΗΠΑ καταγράφηκαν τέσσερα «κύματα» πανικού και τραπεζικών πτωχεύσεων μεταξύ του 1930 και του 1933) και τη δραστική υποχώρηση της ιδιωτικής κατανάλωσης (λόγω και της αυξημένης αβεβαιότητας για τις προοπτικές της παραγωγής και των εισοδημάτων). Η κατακρήμνιση της ζήτησης οδήγησε σε μεγάλη και απότομη πτώση του γενικού επιπέδου των τιμών και του προϊόντος, καθώς και σε δραματική αύξηση της ανεργίας. Είναι χαρακτηριστικό ότι στις ΗΠΑ την τετραετία 1930-1933 το προϊόν μειώθηκε σωρευτικά κατά 31% και οι τιμές υποχώρησαν κατά 33%, ενώ την περίοδο 1930-1938 το μέσο ποσοστό ανεργίας έφθασε στο 26%. Ταυτόχρονα, παρατηρήθηκαν φαινόμενα «αρνητικής ανατροφοδότησης» μεταξύ του χρηματοπιστωτικού τομέα και της πραγματικής οικονομίας. Συγκεκριμένα, η πτώση των τιμών είχε αποτέλεσμα να αυξηθεί το πραγματικό βάρος του χρέους των

επιχειρήσεων και των νοικοκυριών και να μειωθεί η πιστοληπτική τους ικανότητα, να αυξηθεί δηλαδή ο πιστωτικός κίνδυνος για τις τράπεζες και, τελικά, να υποχωρήσουν ακόμη περισσότερο η ζήτηση και το γενικό επίπεδο των τιμών.

Βασικοί «δίαυλοι» μετάδοσης της κρίσης από τις ΗΠΑ στον υπόλοιπο κόσμο ήταν η μείωση των εκροών κεφαλαίων από τη χώρα αυτή. Λόγω του κανόνα χρυσού που ίσχυε τότε, η αυξημένη ζήτηση χρήματος και οι επακόλουθες σημαντικές εισροές χρυσού στις ΗΠΑ οδήγησαν, σχεδόν αυτόματα, σε περιοριστικές νομισματικές συνθήκες στις άλλες χώρες. Θα θυμίσω επίσης ότι στην περίοδο αυτή εντάθηκε το φαινόμενο του προστατευτισμού και των ανταγωνιστικών υποτιμήσεων με σκοπό την στήριξη των εθνικών οικονομιών. Όμως τα φαινόμενα αυτά οδήγησαν σε συρρίκνωση του παγκόσμιου εμπορίου και σε περαιτέρω υποχώρηση της διεθνούς οικονομικής δραστηριότητας.

Οι προσπάθειες αντιμετώπισης της κρίσης του 1929 έφεραν πάντως μείζονες ανατροπές στην οικονομική πολιτική και στο θεσμικό πλαίσιο των αγορών. Μερικές από αυτές πραγματοποιήθηκαν ήδη στη διάρκεια της κρίσης, ενώ άλλες ολοκληρώθηκαν μετά τον Β΄ Παγκόσμιο Πόλεμο. Άλλοτε με την απευθείας άρση της μετατρεψιμότητας των νομισμάτων σε χρυσό και άλλοτε με ενδιάμεσο στάδιο τη μεταβολή των ισοτιμιών τους σε χρυσό, πολλές χώρες εγκατέλειψαν τον κανόνα χρυσού (η Μεγάλη Βρετανία το Σεπτέμβριο του 1931 και οι ΗΠΑ τον Απρίλιο του 1933). Πολιτικές ενεργού διαχείρισης της ζήτησης άρχισαν να εφαρμόζονται από τις αρχές του 1933 –κυρίως με το Νιου Ντηλ (New Deal) του Προέδρου Ρούσβελτ. Οι πολιτικές αυτές θεμελιώθηκαν θεωρητικά από τον Κέννεντυ το 1936. Αλλά το σημαντικότερο είναι ότι άλλαξαν οι αντιλήψεις για τις δυνατότητες, τους περιορισμούς και τον ενδεδειγμένο προσανατολισμό της νομισματικής πολιτικής και αναμορφώθηκε το πλαίσιο εποπτείας και λειτουργίας των τραπεζών. Στις ΗΠΑ η αναμόρφωση αυτή έγινε το 1933 με το νόμο Glass-Steagall και με την ίδρυση του Οργανισμού Εγγύησης Καταθέσεων (Federal Deposit Insurance Corporation). Η νομοθεσία αυτή διέκρινε τις τράπεζες σε εμπορικές-καταθετικές και σε επενδυτικές (μη καταθετικές). Για τις πρώτες προβλεπόταν ένα αυστηρό κανονιστικό πλαίσιο λειτουργίας, που περιλάμβανε τον περιορισμό των κινδύνων τους οποίους μπορούσαν να αναλάβουν, με αντάλλαγμα την άμεση πιστωτική διευκόλυνσή τους από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ στην περίπτωση που θα αντιμετώπιζαν προβλήματα ρευστότητας. Παράλληλα, οι καταθέσεις των αποταμιευτών σε εμπορικές τράπεζες θα ήταν εφεξής εγγυημένες από το κράτος, κάτι που δεν ίσχυε όταν ξέσπασε η κρίση. Αντίθετα, οι επενδυτικές τράπεζες υπόκειντο σε λιγότερο αυστηρό ρυθμιστικό πλαίσιο, αφού από τη φύση τους δεν κινδύνευαν από πανικό

καταθετών. Τέλος, τον Ιούλιο του 1944, διαρκούντος ακόμη του πολέμου, οι 44 συμμαχικές χώρες που αποτελούσαν τότε τα Ηνωμένα Έθνη υπέγραψαν τις συμφωνίες του Bretton Woods και έθεσαν τις βάσεις για το μεταπολεμικό διεθνές νομισματικό σύστημα. (Οι κανόνες του Bretton Woods για τις συναλλαγματικές ισοτιμίες ίσχυσαν μέχρι την κατάργησή τους το 1971.)

2. Η σημερινή παγκόσμια κρίση

Η σημερινή κρίση ουσιαστικά πρωτοεκδηλώθηκε ως «διεθνής χρηματοπιστωτική αναταραχή», που πυροδοτήθηκε στα μέσα του 2007 με τη μεγάλη διόγκωση των επισφαλών στην αγορά στεγαστικών δανείων προς νοικοκυριά χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας στις ΗΠΑ. Στην εκδήλωση της αναταραχής αυτής συνέβαλλαν αρκετοί παράγοντες όπως το επί σειρά ετών υψηλό επίπεδο ρευστότητας διεθνώς (μεταξύ άλλων, λόγω της υπερπροσφοράς αποταμιεύσεων από τις μεγάλες αναδυόμενες ασιατικές οικονομίες), σε συνδυασμό με την αναζήτηση υψηλών αποδόσεων και την αυξημένη διάθεση ανάληψης κινδύνων από τους επενδυτές, καθώς και με την ανάπτυξη σύνθετων –και σε σημαντικό βαθμό αδιαφανών– χρηματοοικονομικών προϊόντων υψηλού κινδύνου. Στην περίπτωση των ΗΠΑ, οι εξελίξεις αυτές διευκολύνθηκαν από το γεγονός ότι στα τέλη του 1999 είχε καταργηθεί (με το νόμο Gramm-Leach-Bliley) η από το 1933 διάκριση μεταξύ εμπορικών και επενδυτικών τραπεζών, αλλά και από την απουσία αυστηρής εποπτείας του χρηματοπιστωτικού τομέα.

Η αρχική χρηματοπιστωτική αναταραχή εξαπλώθηκε γρήγορα και άρχισαν να καταγράφονται μεγάλες ζημιές αλλά και χρεωκοπίες χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων παγκόσμιας εμβέλειας. Όπως είχε συμβεί και το 1929, οι αρνητικές εξελίξεις στο χρηματοπιστωτικό και τον πραγματικό τομέα της οικονομίας αλληλοτροφοδοτούνταν, αν και αυτή τη φορά δεν υπήρξαν γενικευμένα φαινόμενα πανικού των καταθετών. Και αυτό χάρη στη θεσμοθετημένη εγγύηση των καταθέσεων, η οποία μάλιστα σε πολλές χώρες, συμπεριλαμβανομένης της Ελλάδος, διευρύνθηκε αμέσως μόλις κορυφώθηκε η κρίση. Πάντως, η δυσλειτουργία των χρηματοπιστωτικών αγορών συμπιέζε την οικονομική δραστηριότητα, ενώ, με τη σειρά της, η εξασθένηση της οικονομικής δραστηριότητας υπονόμει περαιτέρω την κεφαλαιακή θέση των τραπεζών και την ικανότητά τους να χρηματοδοτούν τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά. Σύμφωνα με τις τελευταίες προβλέψεις του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου, στις προηγμένες οικονομίες το ΑΕΠ θα μειωθεί περίπου κατά 3,5% εφέτος και ο πληθωρισμός θα είναι σχεδόν μηδενικός, ενώ το

ποσοστό ανεργίας έφθασε ήδη το 10,2% στις ΗΠΑ τον Οκτώβριο και το 9,7% στη ζώνη του ευρώ το Σεπτέμβριο. Έτσι η τελευταία αναταραχή μετεξελιχθηκε σε παγκόσμια χρηματοπιστωτική και οικονομική κρίση, τη μεγαλύτερη από τη δεκαετία του 1930.

Η συγκριτική ανάλυση των κρίσεων των τελευταίων ογδόντα ετών² οδηγεί στη διαπίστωση ότι όταν η οικονομική κρίση συνδέεται με χρηματοπιστωτική κρίση, όπως συνέβη το 1929 και, όπως συμβαίνει και σήμερα, η υποχώρηση της οικονομικής δραστηριότητας είναι πιο έντονη και παρατεταμένη, ενώ η ανάκαμψη εν συνεχεία είναι ασθενέστερη και βραδύτερη. Το ίδιο ισχύει και όταν υπάρχει σημαντικός συγχρονισμός της υποχώρησης της οικονομικής δραστηριότητας παγκοσμίως. Παράλληλα, όταν η οικονομία των ΗΠΑ –με το μεγάλο μέγεθος και τις πολλαπλές διεθνείς διασυνδέσεις της– βρίσκεται στο επίκεντρο της κρίσης (όπως τόσο το 1929 όσο και σήμερα), ο συγχρονισμός αυτός είναι σχεδόν αναπόφευκτος.

3. Η σημερινή παγκόσμια αντίδραση

Είναι ευτύχημα ότι το παγκόσμιο εύρος και το βάθος των προβλημάτων του χρηματοπιστωτικού τομέα καθώς και η στενή διασύνδεση και αλληλεξάρτηση των εθνικών οικονομιών οδήγησαν πρόσφατα τη διεθνή κοινότητα (κυβερνήσεις, κεντρικές τράπεζες, φορείς εποπτείας και διεθνείς οικονομικούς οργανισμούς) σε συντονισμένες και τολμηρές παρεμβάσεις, που δεν έχουν ιστορικό προηγούμενο. Οι παρεμβάσεις αυτές επιδίωκαν και επιδιώκουν να αμβλύνουν τους χρηματοπιστωτικούς κραδασμούς και να περιορίσουν τις δυσμενείς επιπτώσεις τους στον πραγματικό τομέα της οικονομίας. Επίσης, οι παρεμβάσεις αποβλέπουν να ενισχύσουν την ανθεκτικότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος στους κινδύνους που συνεπάγεται η επιδείνωση των μακροοικονομικών μεγεθών. Παράλληλα, εντάθηκαν και σημείωσαν αξιόλογη πρόοδο οι διεθνείς διαβουλεύσεις για μια μεταρρύθμιση του χρηματοπιστωτικού συστήματος, που θα διορθώσει τις αδυναμίες και θα ελαχιστοποιήσει την πιθανότητα παρόμοια φαινόμενα γενικευμένης αστάθειας να εμφανιστούν και πάλι στο μέλλον.

Η άμεση, εκτεταμένη και συχνά συντονισμένη εφαρμογή σειράς συμβατικών και μη συμβατικών μέτρων νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής απέτρεψε αφενός την κατάρρευση του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος, κατά την έξαρση της κρίσης στα τέλη του 2008, και αφετέρου μια ακόμη μεγαλύτερη υποχώρηση του ΑΕΠ το 2009. Ήδη υπάρχουν σημεία ανάκαμψης της οικονομικής δραστηριότητας από το τρίτο τρίμηνο εφέτος. Επίσης, είναι σημαντικό ότι

ορισμένες αναδυόμενες οικονομίες (κυρίως της Κίνας και της Ινδίας) επηρεάστηκαν μεν δυσμενώς από την κρίση, αντέδρασαν όμως αποφασιστικά και διατήρησαν σχετικά υψηλούς, αν και επιβραδυνόμενους, ρυθμούς ανάπτυξης. Έτσι, όπως εκτιμά το ΔΝΤ, η μείωση του παγκόσμιου ΑΕΠ θα περιοριστεί περίπου στο 1% εφέτος.

Αυτοί οι δύο παράγοντες, δηλαδή η συντονισμένη αντίδραση της διεθνούς κοινότητας και η ύπαρξη αναδυόμενων οικονομιών με μεγάλο βάρος και δυναμισμό δεν υπήρχαν το 1929. Ειδικότερα, το ότι η αντίδραση πολιτικής ήταν αποτελεσματική αυτή τη φορά αντανακλά το γεγονός ότι από τη δεκαετία του 1930 μέχρι τις παραμονές της σημερινής κρίσης τόσο οι οικονομολόγοι όσο και οι υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής διδάχτηκαν από τα λάθη του παρελθόντος. Παρά τις αδυναμίες που και τώρα ανεφάνησαν τόσο στην οικονομική επιστήμη –καθώς τα περισσότερα υποδείγματα δεν μπόρεσαν να προβλέψουν το εύρος και το βάθος της κρίσης– όσο και στη λειτουργία και το ρυθμιστικό πλαίσιο των χρηματοπιστωτικών αγορών, θα πρέπει να παραδεχθούμε τα εξής:

1. πρώτον, ότι η μακροοικονομική πολιτική είχε (και έχει) πλέον στη διάθεσή της σημαντικά εργαλεία για την αντιμετώπιση των οικονομικών διακυμάνσεων·

2. δεύτερον, ότι οι σύγχρονες αντιλήψεις για το ρόλο της δημοσιονομικής πολιτικής (όπως π.χ. αποτυπώνονται στο Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης της ΕΕ) και για τα καθήκοντα της νομισματικής πολιτικής (όπως αυτά ασκούνται από ανεξάρτητες κεντρικές τράπεζες και με βασικό σκοπό τη σταθερότητα των τιμών) εφαρμόστηκαν χωρίς δογματισμό, με εντυπωσιακή ευελιξία και ταχύτητα·

3. τρίτον, ότι η θεσμοθετημένη εγγύηση των καταθέσεων ουσιαστικά απέτρεψε φαινόμενα πανικού των καταθετών, ενώ το διεθνές νομισματικό σύστημα δεν αποτέλεσε εμπόδιο για αποτελεσματικές αντιδράσεις πολιτικής (αντίθετα από ό,τι είχε συμβεί με τον κανόνα χρυσού κατά την κρίση του 1929).

4. Οι κίνδυνοι παραμένουν – κατευθύνσεις για τη στρατηγική εξόδου

Η ανάκαμψη ωστόσο παραμένει μέχρι στιγμής βραδεία και εύθραυστη, καθώς η ανεργία συνεχίζει να αυξάνεται, η εξυγίανση των ισολογισμών των τραπεζών από προβληματικά στοιχεία του ενεργητικού τους δεν έχει ολοκληρωθεί και οι οικονομικές προοπτικές εξακολουθούν να περιβάλλονται από σημαντική αβεβαιότητα. Η διάρκεια και η σταθερότητα αυτής της ανάκαμψης δεν είναι δεδομένες. Άλλωστε, η εν εξελίξει τεράστια διόγκωση του δημόσιου χρέους των ανεπτυγμένων χωρών θα καταστήσει αναγκαίο να αρχίσει, εντός της επόμενης διετίας, να ασκείται πολιτική δημοσιονομικής σταθεροποίησης, η οποία θα

διαρκέσει αρκετά χρόνια. Είναι χαρακτηριστικό ότι τόσο στην Ευρωπαϊκή Ένωση όσο και στη ζώνη του ευρώ το ακαθάριστο δημόσιο χρέος θα αυξηθεί κατά 20 εκατοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ μέσα σε τρία χρόνια, δηλαδή μεταξύ του τέλους του 2007 και του 2010. Επίσης, με βάση τις παρούσες τάσεις (δηλαδή χωρίς αλλαγή πολιτικής) το ακαθάριστο δημόσιο χρέος θα προσεγγίσει το 100% του ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ έως το 2014, δηλαδή θα αυξηθεί περίπου κατά 30 εκατοστιαίες μονάδες σε σύγκριση με το τέλος του 2007.

Καθώς λοιπόν τα μέτρα πολιτικής έχουν οδηγήσει σε πρωτοφανή αύξηση της ρευστότητας και των δημοσιονομικών ελλειμμάτων, έχει ευρέως αναγνωριστεί η ανάγκη έγκαιρης εφαρμογής μιας στρατηγικής εξόδου από τα έκτακτα μέτρα. Αυτό όμως θα γίνει μόλις υπάρξει διατηρήσιμη βελτίωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών και του μακροοικονομικού περιβάλλοντος, προκειμένου να αποφευχθούν οι κίνδυνοι για τη μακροοικονομική και χρηματοπιστωτική σταθερότητα.

Ειδικότερα:

1. το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο (18-19 Ιουνίου 2009) αποφάσισε ότι –όσον αφορά τη δημοσιονομική πολιτική– απαραίτητο στοιχείο μιας στρατηγικής εξόδου από τις παρούσες συνθήκες υψηλών ελλειμμάτων και υψηλού δημόσιου χρέους είναι η υιοθέτηση αξιόπιστων μεσοπρόθεσμων σχεδίων δημοσιονομικής εξυγίανσης, τα οποία θα περιλαμβάνουν, όπου αυτό είναι αναγκαίο, και μεταρρυθμίσεις των συνταξιοδοτικών συστημάτων. Ο χρονικός ορίζοντας και ο ρυθμός της δημοσιονομικής εξυγίανσης πρέπει να λαμβάνουν υπόψη τις οικονομικές συνθήκες σε κάθε κράτος-μέλος και το ύψος του διαρθρωτικού ελλείμματος και του χρέους·
2. η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα έχει επεξεργαστεί ένα πλαίσιο αρχών και συγκεκριμένα κριτήρια για την απόσυρση των μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής, στο βαθμό που θα βελτιώνεται το μακροοικονομικό περιβάλλον και θα ομαλοποιούνται οι συνθήκες στις αγορές. Τα βασικά χαρακτηριστικά και ο χρόνος εφαρμογής της στρατηγικής εξόδου θα προσδιοριστούν κυρίως από την ανάγκη αφενός να διασφαλιστεί η σταθερότητα των τιμών σε μεσοπρόθεσμη βάση και αφετέρου να μειωθεί προοδευτικά η εξάρτηση του χρηματοπιστωτικού συστήματος από τα έκτακτα μέτρα, καθώς θα βελτιώνονται οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες·
3. επίσης, σύμφωνα με τους προβληματισμούς που συζητήθηκαν στην ετήσια σύνοδο του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (6-7 Οκτωβρίου), η προσπάθεια αντιμετώπισης των διαρθρωτικών προβλημάτων του χρηματοπιστωτικού τομέα διεθνώς πρέπει να παραμείνει κορυφαία προτεραιότητα. Παράλληλα, καθώς θα αυξάνεται η ροπή προς αποταμίευση στις ΗΠΑ, απαιτείται να δοθεί έμφαση, από τις χώρες που σήμερα έχουν μεγάλα πλεονάσματα του ισοζυγίου τρεχουσών

συναλλαγών, στην αύξηση της σχετικής βαρύτητας της εγχώριας ζήτησης. Επίσης, είναι ανάγκη η προσπάθεια αναμόρφωσης της παγκόσμιας οικονομίας μετά την κρίση να στηριχθεί στη συνέχιση της διευρυμένης διεθνούς οικονομικής συνεργασίας που αναπτύχθηκε τον τελευταίο καιρό, στην ενίσχυση του πλαισίου κανόνων και εποπτείας του χρηματοπιστωτικού τομέα και στην ενδυνάμωση του διεθνούς νομισματικού συστήματος.

5. Είναι αναγκαία μια νέα αρχιτεκτονική του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος

Όσον αφορά τη δημιουργία μιας καινούργιας αρχιτεκτονικής για το διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα, οι βασικοί στόχοι αφορούν στα εξής: ενίσχυση της διαφάνειας και της λογοδοσίας, πιο αποτελεσματική εποπτεία, προώθηση της χρηστής λειτουργίας των αγορών και της προστασίας των συμφερόντων των επενδυτών και των καταναλωτών, διεύρυνση της διεθνούς συνεργασίας, μεταρρύθμιση των διεθνών χρηματοπιστωτικών οργανισμών (όπως το ΔΝΤ και η Παγκόσμια Τράπεζα). Ιδιαίτερη σημασία έχει, επίσης, η αντιμετώπιση τριών σοβαρών προβλημάτων, που συνετέλεσαν στην εκδήλωση ή την εξάπλωση της σημερινής κρίσης:

1. πρώτον, χρειάζεται τιθάσευση της μυωπικής συμπεριφοράς των χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και των επενδυτών. Πρέπει δηλαδή να εξουδετερωθούν τα κίνητρα που οδηγούν σε υπερβολική προσήλωση στις βραχυπρόθεσμες αποδόσεις και ανταμοιβές και σε αδιαφορία για τις πιο μακρόπνοες στοχεύσεις, από τις οποίες όμως εξαρτώνται η σταθερότητα του συστήματος και η κοινωνική ευημερία. Η μυωπική νοοτροπία οδηγεί σε στρεβλή εκτίμηση των κινδύνων ή των ζημιών που θα προκύψουν, εάν οι κίνδυνοι επαληθευθούν.
2. δεύτερον, χρειάζεται να ελαττωθεί η λεγόμενη υπερκυκλικότητα του πιστωτικού συστήματος, δηλαδή η εν δυνάμει ικανότητά του να μεγεθύνει τις διακυμάνσεις του μακροοικονομικού κύκλου, οι οποίες ανατροφοδοτούν τη χρηματοπιστωτική αστάθεια.
3. τρίτον, χρειάζεται ουσιαστική ενίσχυση της διαφάνειας. Αυτό ισχύει για όλα τα τμήματα και τις πτυχές της λειτουργίας του πιστωτικού συστήματος, από τα χρηματοπιστωτικά προϊόντα και τους ισολογισμούς των τραπεζών έως τους οίκους αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας, τα πρότυπα ελέγχου και αξιολόγησης, τους κανόνες και τις μεθόδους εποπτείας. Η διαφάνεια αποτελεί βασικό

προαπαιτούμενο για την αποτελεσματική λειτουργία των αγορών και μπορεί να τις προφυλάξει από υπερβολές, όταν οι αγορές κινούνται ανοδικά, ή από πιστωτική ασφυξία, όταν οι αγορές υποχωρούν. Ακόμη, η διαφάνεια περιορίζει τη λεγόμενη «συμπεριφορά αγέλης». Για την ενίσχυση της διαφάνειας απαιτούνται αυστηρότεροι και πιο αποτελεσματικοί κανόνες κοινοποίησης των πληροφοριών για τα σύνθετα πιστωτικά προϊόντα, καθώς και μεγαλύτερη δημοσιότητα των στοιχείων και των πληροφοριών για οργανισμούς με συστημική σημασία, οι οποίοι δεν εντάσσονται σε πλαίσιο κανονιστικής εποπτείας (όπως είναι τα hedge funds).

Σε αρμονία με αυτές τις γενικές κατευθύνσεις, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο υιοθέτησε τον Ιούνιο τις βασικές εισηγήσεις της υπό τον Jacques de Larosière Επιτροπής και αποφάσισε να δημιουργηθούν νέοι εποπτικοί φορείς. Συγκεκριμένα, στο πλαίσιο της *μακροπροληπτικής εποπτείας* δημιουργείται το *Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου*, στο οποίο τον κύριο λόγο θα έχουν η ΕΚΤ και οι εθνικές κεντρικές τράπεζες. Το Συμβούλιο αυτό θα αξιολογεί δυνητικές απειλές κατά της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και οσάκις χρειάζεται θα προειδοποιεί και θα εκδίδει συστάσεις για δράση.

Στο πλαίσιο εξάλλου της *μικροπροληπτικής εποπτείας* συγκροτείται το *Ευρωπαϊκό Σύστημα Χρηματοπιστωτικής Εποπτείας*, το οποίο θα περιλαμβάνει τρεις νέες ευρωπαϊκές εποπτικές αρχές: την Ευρωπαϊκή Τραπεζική Αρχή, την Ευρωπαϊκή Αρχή Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων και την Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών. Κύριος στόχος είναι η αναβάθμιση της ποιότητας και της συνοχής της εποπτείας σε εθνικό επίπεδο, η καλύτερη επιτήρηση των διασυννοριακών ομίλων μέσω της ολοκλήρωσης της σύστασης σωμάτων εποπτών, καθώς και η εκπόνηση κοινού ευρωπαϊκού εγχειριδίου κανόνων, που θα εφαρμόζεται σε όλα τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα της Ενιαίας Αγοράς. Οι νέοι θεσμοί, που επιδιώκεται να λειτουργήσουν εντός του 2010, θα αποτελέσουν ένα σημαντικό βήμα προς το «ενιαίο» της εποπτείας του χρηματοπιστωτικού τομέα.

6. Η ελληνική οικονομία στην κρίση του 1929

Η ελληνική οικονομία δεν βρέθηκε βεβαίως στο επίκεντρο της παγκόσμιας κρίσης – ούτε το 1929 ούτε σήμερα. Ωστόσο, και τότε και τώρα αποτέλεσε αντικείμενο της διεθνούς προσοχής λόγω των δημοσιονομικών της προβλημάτων.

Το 1929 η Ελλάδα είχε μια οικονομία κυρίως αγροτική, με βασικά εξαγωγίμα προϊόντα τη σταφίδα και τον καπνό, ενώ έφερνε ακόμη το βάρος της ενσωμάτωσης των προσφύγων. Ωστόσο, είχε αρχίσει να μπαίνει σε μια διαδικασία

εκσυγχρονισμού, χάρη και στο σχετικά υψηλό επίπεδο επαγγελματικής ειδίκευσης αλλά και επιχειρηματικότητας που χαρακτήριζε τους πρόσφυγες. Ταυτόχρονα, τη διετία 1927-1928 είχε εφαρμοστεί ένα πρόγραμμα δημοσιονομικής και νομισματικής εξυγίανσης, υπό το άγρυπνο μάτι της Κοινωνίας των Εθνών, που είχε οδηγήσει σε μείωση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων, του πληθωρισμού και της διακύμανσης της συναλλαγματικής ισοτιμίας της δραχμής έναντι της στερλίνας. Το 1928 ιδρύθηκε –όπως είχε ζητήσει η Κοινωνία των Εθνών– η Τράπεζα της Ελλάδος ως κεντρική-εκδοτική τράπεζα, ενώ η δραχμή επανήλθε στον κανόνα χρυσού-συναλλάγματος, με *de jure* σταθεροποίηση της ισοτιμίας έναντι της στερλίνας κοντά στην ισοτιμία της αγοράς.

Η παγκόσμια κρίση γρήγορα οδήγησε σε μείωση της οικονομικής δραστηριότητας, των εξαγωγών και της απασχόλησης, καθώς και σε σημαντικές πιέσεις στο δημόσιο έλλειμμα. Παράλληλα, μεταξύ του 1931 και του 1936 μεταβλήθηκε επανειλημμένα η πολιτική συναλλαγματικής ισοτιμίας, ενώ από τις αρχές του 1932 έως και τις αρχές του 1940 η ελληνική κυβέρνηση αντιμετώπιζε σταθερά το πρόβλημα της εξυπηρέτησης του εξωτερικού δημόσιου χρέους, με διαδοχικές διαπραγματεύσεις με τους δανειστές της χώρας στο Λονδίνο και με την Κοινωνία των Εθνών, προκειμένου να επιτύχει αναστολή της πληρωμής των τόκων.

Οι συνέπειες της κρίσης άρχισαν να μετριαζονται από το 1933. Η κρίση επιτάχυνε τις διαδικασίες αναμόρφωσης του ελληνικού τραπεζικού συστήματος, καθώς επιβίωσαν οι πιο εύρωστες τράπεζες. Η κρίση του τραπεζικού συστήματος δυνάμωσε τη θέση της Τράπεζας της Ελλάδος ως «τράπεζας των τραπεζών», ενώ επέβαλε τη διαμόρφωση, το 1931, ενός αυστηρού εποπτικού πλαισίου.

7. Η ελληνική οικονομία στη σημερινή κρίση: διαφορές και ομοιότητες

Η ελληνική οικονομία του 2009 είναι κυρίως μια οικονομία υπηρεσιών, τόσο παραδοσιακών, όπως ο τουρισμός και η ναυτιλία, όσο και πιο σύγχρονων, όπως οι τηλεπικοινωνίες και οι χρηματοοικονομικές υπηρεσίες. Με την υιοθέτηση του ευρώ, δεν υπάρχει πια εθνική πολιτική συναλλαγματικής ισοτιμίας. Η εισροή κεφαλαίων υποστηρίζεται και από τους πόρους των Διαρθρωτικών Ταμείων της ΕΕ, ενώ ο γεωργικός τομέας ενισχύεται από την Κοινή Αγροτική Πολιτική. Ωστόσο, το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών παραμένει –όπως και στη δεκαετία του 1930– βασικό πρόβλημα, που δεν είναι πια δυνατό να αντιμετωπιστεί με υποτίμηση της δραχμής ή με συμφωνίες «εμπορικών συμψηφισμών» (*clearing*). Αντιθέτως, το πρόβλημα αυτό απαιτεί πολιτική διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, που

θα διευρύνουν την παραγωγική βάση και θα προωθήσουν την εξωστρέφεια της οικονομίας. Το δημόσιο έλλειμμα και χρέος δεν αποτελούν πια αντικείμενο διαπραγματεύσεων με τους ξένους «ομολογιούχους» και με την Κοινωνία των Εθνών. Γίνονται όμως αντικείμενο διαβούλευσης με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή βάσει των κανόνων του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης και απαιτούν αξιόπιστη δημοσιονομική πολιτική. Οι δημοσιονομικές εξελίξεις κρίνονται επίσης καθημερινά στις διεθνείς αγορές, οι οποίες διαμορφώνουν τη διαφορά αποδόσεων μεταξύ των κρατικών ομολόγων της Ελλάδος και εκείνων των άλλων χωρών και τελικά καθορίζουν το κόστος δανεισμού του Δημοσίου.

Σε αυτές τις συνθήκες βρήκε η σημερινή παγκόσμια κρίση την ελληνική οικονομία. Οι επιπτώσεις στην οικονομική δραστηριότητα και την απασχόληση είναι σημαντικές, αλλά –όπως και το 1929– όχι τόσο μεγάλες όσο σε άλλες χώρες. Οι επιπτώσεις στα δημόσια οικονομικά είναι πολύ μεγαλύτερες, αλλά στην πραγματικότητα μόνο κατά ένα μέρος είναι γνήσιες επιπτώσεις της κρίσης, καθώς κατά τα άλλα αντανακλούν χρόνιες παθολογίες στο σύστημα κατάρτισης του κρατικού προϋπολογισμού και στους μηχανισμούς ελέγχου των δαπανών και είσπραξης των φόρων.

8. Απάντηση στα δίδυμα ελλείμματα και τα δίδυμα χρέη: «φρένο στα ελλείμματα – επιτάχυνση στις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις»

Όπως τόνισε και πρόσφατα η Τράπεζα της Ελλάδος, η κρίση έχει αναδείξει τις χρόνιες μακροοικονομικές ανισορροπίες και τις διαρθρωτικές αδυναμίες της ελληνικής οικονομίας, κορυφαία εκδήλωση των οποίων είναι τα μεγάλα «δίδυμα» ελλείμματα (το δημοσιονομικό και το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών) και χρέη (το δημόσιο και το εξωτερικό). Όσες μάλιστα χώρες χαρακτηρίζονται από «δίδυμα» ελλείμματα και χρέη αντιμετωπίζουν σοβαρό κίνδυνο να είναι πολύ δυσχερέστερη και πιο αργή η έξοδος από την κρίση και να υπάρξει έτσι μια παρατεταμένη περίοδος χαμηλών ρυθμών ανάπτυξης. Για αυτό επείγει η εφαρμογή ενός συγκροτημένου μεσοπρόθεσμου σχεδίου, που θα περιλαμβάνει τολμηρές αλλά αναγκαίες μεταρρυθμίσεις.

Έχω υποστηρίξει ότι βασικός άξονας του προγράμματος πρέπει να είναι: «φρένο στα ελλείμματα – επιτάχυνση στις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις». Με την επιλογή αυτή πιστεύω ότι μπορεί να επιτευχθεί η δημοσιονομική εξυγίανση με τρόπο που δεν θα παραβλάπτει, αλλά αντίθετα θα τονώνει την αναπτυξιακή προοπτική της οικονομίας.

9. Πώς να αντιμετωπίσουμε το ελληνικό δημοσιονομικό πρόβλημα

Ειδικά όσον αφορά το δημοσιονομικό έλλειμμα και το χρέος, που αποτελούσαν σημαντικά προβλήματα τη δεκαετία του 1930 και που έχουν φθάσει σε πολύ υψηλά επίπεδα σήμερα, η δημοσιονομική προσαρμογή θα πρέπει να έχει στόχο από το 2010 τη μείωση του «διαρθρωτικού» δημοσιονομικού ελλείμματος (δηλαδή του ελλείμματος όπως εκτιμάται αφού αφαιρεθούν οι επιδράσεις του οικονομικού κύκλου αλλά και προσωρινών μέτρων ή παραγόντων) κατά 1,5-2% του ΑΕΠ ετησίως. Μάλιστα, για να υπάρξει αξιόπιστη, αισθητή και γρήγορη βελτίωση και να αντιστραφεί το αρνητικό κλίμα, θα απαιτηθεί εντονότερη προσπάθεια κατά τη διετία 2010-2011. Θα απαιτηθεί δηλαδή σωρευτική μείωση του διαρθρωτικού ελλείμματος κατά 5 εκατοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ. Επιπλέον, χρειάζεται να επιτευχθούν μεγάλα πρωτογενή πλεονάσματα για να μειωθεί ουσιαστικά το δημόσιο χρέος σε λογικό βάθος χρόνου. Όπως κατά προσέγγιση υπολογίζεται, εάν επιτευχθεί εξάλειψη της σπατάλης και της φοροδιαφυγής σταδιακά εντός δέκα ετών, το δημοσιονομικό όφελος θα μπορούσε να είναι της τάξεως των 3-5 δισεκ. ευρώ ή 1,2-2,2% του ΑΕΠ ετησίως.

Σύμφωνα με τη διεθνή εμπειρία, η δημοσιονομική προσαρμογή που βασίζεται κατά κύριο λόγο στον περιορισμό και εξορθολογισμό των δαπανών συνεπάγεται αποτελεσματικότερη αξιοποίηση των δημόσιων πόρων, επιτρέπει χαμηλότερη φορολογική επιβάρυνση που ενθαρρύνει την επιχειρηματικότητα και την προσφορά εργασίας και ενισχύει συνολικά την αξιοπιστία των μεσοπρόθεσμων δημοσιονομικών στοχεύσεων. Στην Ελλάδα η *διαρθρωτική* δημοσιονομική προσαρμογή θα ήταν επομένως σκόπιμο να προέλθει περίπου κατά τα δύο τρίτα από την πλευρά των δαπανών και κατά το ένα τρίτο από την πλευρά των εσόδων, δηλαδή από την αντιμετώπιση της φοροδιαφυγής και τη διεύρυνση της φορολογικής βάσης. Ταυτόχρονα, επιβάλλεται και η αναδιάρθρωση των δημόσιων δαπανών υπέρ των κατηγοριών εκείνων που προάγουν την οικονομική ανάπτυξη, όπως είναι οι δαπάνες για την παιδεία, την έρευνα και ανάπτυξη και τις υποδομές. Η αναμόρφωση του ασφαλιστικού συστήματος πρέπει επίσης να προχωρήσει με τολμηρά βήματα, καθώς μακροπρόθεσμα οι δημοσιονομικές επιπτώσεις από τη γήρανση του πληθυσμού αποτελούν οξύτατο πρόβλημα.

Για να συνοψίσω: η δημοσιονομική εξυγίανση, αν είναι κατάλληλα ισορροπημένη και προωθηθεί με σθένος, θα ενισχύσει την εμπιστοσύνη στις μεσοπρόθεσμες προοπτικές της οικονομίας. Έτσι θα περιοριστούν το κόστος

δανεισμού του Δημοσίου (αλλά και των επιχειρήσεων) και οι εκταμιεύσεις για την εξυπηρέτηση του χρέους, με αποτέλεσμα να εξοικονομηθούν πόροι για τη στήριξη της κοινωνικής συνοχής και την προώθηση των δημόσιων επενδύσεων. Παράλληλα, οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις ταχείας απόδοσης, που βελτιώνουν τη συνολική παραγωγικότητα της οικονομίας, θα αμβλύνουν τις επιπτώσεις της κρίσης και θα ενισχύσουν την ανάκαμψη. Αν αποσοβηθεί το δημοσιονομικό αδιέξοδο και ταυτόχρονα «πυροδοτηθεί» ο διαρθρωτικός αναπροσανατολισμός, θα δρομολογηθεί με σιγουριά το πολυετές σχέδιο προσαρμογής που χρειάζεται η ελληνική οικονομία.

Σημειώσεις

1. Οι σχετικές αναλύσεις έχουν συνοψιστεί πρόσφατα από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο. Βλ. IMF, *World Economic Outlook – October 2009*, Box 4.1 «A Historical Perspective on International Financial Crises», σ. 128-130. Επίσης: IMF, *World Economic Outlook – April 2009*, Chapter 3 «From Recession to Recovery: How Soon and How Strong?» και ιδίως Box 3.1 «How Similar is the Current Crisis to the Great Depression?», σ. 97-132.
2. Βλ. IMF, IMF, *World Economic Outlook – April 2009*, Chapter 3 «From Recession to Recovery: How Soon and How Strong?», σ. 97-132 και ιδίως σ. 106.