

Οι μεγαλύτερες φούσκες στη χρηματοοικονομική

Σωτηρία Δ. Δήμα

Πτυχίο Οργάνωσης και Διοίκησης επιχειρήσεων
Πανεπιστημίου Πειραιώς

Διπλωματική Εργασία Υποβληθείσα για το Μεταπτυχιακό Δίπλωμα στη Διοίκηση
Επιχειρήσεων για Στελέχη

Επιβλέπων Καθηγητής Νικόλαος Δ. Φίλιππας

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

2013

Αφιερώνεται στην οικογένειά μου και σε όλους όσους
με έχουν στηρίξει στα δύσκολα.

*“Αν η ιστορία επαναλαμβάνεται και το απροσδόκητο πάντα συμβαίνει, πόσο ανεπίδεκτος
μαθήσεως από την εμπειρία είναι ο άνθρωπος”*

Τζώρτζ Μπερνάρντ Σω

Οι μεγαλύτερες φούσκες στη χρηματοοικονομική

Σωτηρία Δ. Δήμα

Σημαντικοί Όροι: ΑΕΠ(Ακαθάριστο Εθνικό Προϊόν), Τιμή μετοχής, Δημόσιο Χρέος, μόχλευση – απομόχλευση, ρευστοποίηση, πληθωρισμός, ομόλογα, φούσκα, κεφαλαιοποίηση, πιστοληπτική αξιολόγηση, τιτλοποίηση, hedge funds, παράγωγα προϊόντα (Swaps).

Περίληψη

Αυτή η εργασία παρέχει μια «πανοραμική» ανάλυση της ιστορίας των οικονομικών κρίσεων που χρονολογούνται από την Ολλανδία το δέκατο έβδομο αιώνα μέχρι την τρέχουσα οικονομική κρίση στις Ηνωμένες Πολιτείες αλλά και στην Ελλάδα. Η μελέτη ενσωματώνει μια σειρά σημαντικών πιστωτικών επεισοδίων που καλύπτονται από τη βιβλιογραφία. Στόχος είναι να παρουσιάσει μερικές από τις γενικές γνώσεις που μπορούν να αντληθούν από μια ιστορική βάση. Διαπιστώνεται ότι η οικονομική κρίση είναι ένα σχεδόν παγκόσμιο φαινόμενο, καθώς οι χώρες αγωνίζονται να μετατραπούν από αναδυόμενες αγορές σε προηγμένες οικονομίες. Σημαντικά επεισόδια πτωχεύσεων μπορεί να απέχουν μερικά χρόνια (ή δεκαετίες), δημιουργώντας την ψευδαίσθηση ότι «αυτή τη φορά είναι διαφορετικά». Ένα πρόσφατο παράδειγμα αυτής της ψευδαίσθησης είναι η εσφαλμένη πεποίθηση ότι το εγχώριο χρέος είναι ένα νέο χαρακτηριστικό του σύγχρονου χρηματοπιστωτικού τοπίου. Η πρόσφατη οικονομική κρίση όπως θα διαπιστώσουμε δεν είναι κάτι μοναδικό.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

1	Εισαγωγή	7
2	Είδη χρηματοοικονομικών κρίσεων	9
2.1	Κρίση που προκαλείται από τη Μακροοικονομική πολιτική	9
2.2	Χρηματοοικονομικός πανικός.....	9
2.3	Χρηματοοικονομική Φούσκα.....	10
2.4	Ηθικός Κίνδυνος.....	12
3	Οι μεγαλύτερες χρηματοοικονομικές κρίσεις	13
3.1	Τουλιπομανία (1630-1640).....	13
3.2	Η φούσκα της νότιας θάλασσας (1719-1720).....	17
3.3	Η φούσκα του Μισισιπή 1718-1720.....	23
3.4	Ο πανικός του 1837	30
3.5	Η μανία των σιδηροδρόμων 1845-1846.....	35
3.6	Η κρίση του 1929.....	38
3.7	Η πρώτη φούσκα χρυσού	44
3.8	Ιαπωνική φούσκα της ακίνητης περιουσίας.....	45
3.9	Dot Com	48
4	Χρηματοπιστωτική κρίση 2007 - ?	50
4.1	Πώς ξεκίνησε η χρηματοοικονομική κρίση	50
4.2	Αιτίες.....	57
4.3	Ελληνική χρηματοοικονομική κρίση	61
5	Πολιτικές για την έξοδο από την κρίση	72
5.1	Πολιτικές Χρηματοπιστωτικού τομέα	74
5.2	Νομισματική Πολιτική	79

5.3	Δημοσιονομική Πολιτική	83
6	Συμπεράσματα.....	86
	Βιβλιογραφία.....	94

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 1: Προσφορά χρήματος, εισόδημα και επιτόκια την περίοδο 1929 – 1933.....	41
Πίνακας 2: Στοιχεία ΕΚΤ, Ομοσπονδιακής τράπεζας Η.Π.Α και τράπεζα της Αγγλίας.....	55

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

Διάγραμμα 1: Τιμή τουλίπας 1636-1637.....	15
Διάγραμμα 2: Τιμή Μετοχών της Νότιας Θάλασσας.....	21
Διάγραμμα 3: Τιμή μετοχής εταιρίας του Μισισιπή.....	27
Διάγραμμα 4: Τιμή μετοχών σιδηροδρομικών εταιριών.....	35
Διάγραμμα 5: Η πορεία της τιμής του χρυσού από το 1970 έως σήμερα.....	42
Διάγραμμα 6: Τιμές των κατοικιών στις Η.Π.Α.....	49
Διάγραμμα 7: Χρέος της Γενικής Κυβέρνησης (%ΑΕΠ μεταβολή 2007-2011).....	60
Διάγραμμα 8: Έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών.....	62

1 Εισαγωγή

Όλες οι Οικονομικές Κρίσεις δεν είναι όμοιες, ακόμα κι αν οι επιπτώσεις εμφανίσουν
μπορούν να εξαπατήσουν. Μόνο μια στενή ιστορική ανάλυση, με οδηγό τη θεωρία,
μπορεί να εξηγήσει τα κύρια χαρακτηριστικά και την ιδιαιτερότητα μιας οικονομικής
κρίσης (Radelet και Sachs 1998).

Σύμφωνα με τον γνωστό θεωρητικό της Νομισματικής, καθηγητή του
Πανεπιστημίου του Σικάγου, Milton Friedman, οι καταναλωτές θεωρούνται
ορθολογικά όντα, έχουν την ικανότητα να εκτιμήσουν την πραγματική αξία ενός
αγαθού και λαμβάνουν υπόψη τον πληθωρισμό όταν καταναλώνουν. Εδώ και
δεκαετίες όμως αυτό αμφισβητείται μεταξύ των οικονομολόγων καθώς η ιστορία
έχει αποδείξει ότι οι καταναλωτές δεν ακολουθούν ορθολογική συμπεριφορά αλλά
υποκινούνται από μια ψευδαίσθηση του χρήματος και γενικότερα μια μη
ορθολογική συμπεριφορά η οποία τελικά επηρεάζει τις οικονομικές συναλλαγές.

Βρισκόμαστε εν μέσω της χειρότερης χρηματοοικονομικής κρίσης από τη δεκαετία
του 1930. Σε γενικές γραμμές, η σημερινή κρίση μοιάζει με άλλες κρίσεις που
συνέβησαν τα τελευταία χρόνια, αν και υπάρχουν βαθιές διαφορές.

Σκοπός αυτής της εργασίας είναι να κατανοήσουμε τη φύση μιας οικονομικής

κρίσης, μέσα από μια ιστορική αναδρομή, και να καταλήξουμε στην σημερινή χρηματοπιστωτική κρίση και στις αιτίες που την προκάλεσαν.

Στην αρχή της εργασίας, γίνεται μια διαφοροποίηση στις αιτίες που μπορούν να προκαλέσουν μια χρηματοοικονομική κρίση. Στο δεύτερο κεφάλαιο, γίνεται μια εκτενής παρουσίαση των μεγαλύτερων χρηματοοικονομικών κρίσεων στη διάρκεια της ιστορίας. Τα παραδείγματα «τραγικών» εκτιμήσεων οικονομολόγων, επενδυτών και κυβερνήσεων, από αιώνα σε αιώνα έως τις μέρες είναι πολλά. Επιγραμματικά, αναφέρουμε την τουλιπομανία στην Ολλανδία, τη φούσκα της Νότιας Θάλασσας, του Μισσισιπή, των σιδηροδρόμων στην Αγγλία, την κρίση του 1837 στις Η.Π.Α, το κραχ του 1929 κ.α. Στο τρίτο κεφάλαιο, παρουσιάζεται η σημερινή χρηματοοικονομική κρίση του 2007 σε παγκόσμιο επίπεδο, εστιάζοντας στην κρίση χρέους της Ελλάδας. Χρησιμοποιώντας, στοιχεία από την ανάλυση του καθηγητή Ρογκόφ για την κρίση χρέους, και για την πραγματική σημασία του Διεθνές Νομισματικού Ταμείου, καταλήγουμε στο τέταρτο κεφάλαιο στις πολιτικές που χρησιμοποιούνται και στις πολιτικές που ίσως έπρεπε να χρησιμοποιηθούν, με στόχο την έξοδο από την κρίση. Τέλος, αναλύοντας την περίφημη «στιγμή του Minsky», στο τελευταίο κεφάλαιο της εργασίας, κάνουμε κάποιες διαπιστώσεις και εξάγουμε κάποια συμπεράσματα αναφορικά με τις αιτίες για τις οποίες οι χρηματοοικονομικές φούσκες, σε οποιαδήποτε μορφή και ένταση, επαναλαμβάνονται.

2 Είδη χρηματοοικονομικών κρίσεων

2.1 Κρίση που προκαλείται από τη Μακροοικονομική πολιτική

Μια κρίση ισοζυγίου πληρωμών (υποτίμηση νομίσματος, απώλεια συναλλαγματικών αποθεμάτων, κατάρρευση μιας σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας) εμφανίζεται όταν η εγχώρια πιστωτική επέκταση (credit expansion) από την κεντρική τράπεζα είναι ανακόλουθη με τη σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία. Συχνά, η πιστωτική επέκταση προκύπτει από τη νομισματοποίηση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων. Τα συναλλαγματικά αποθεματικά πέφτουν σταδιακά μέχρι η κεντρική τράπεζα να είναι σε ετοιμότητα να αντιμετωπίσει μια ξαφνική ζήτηση, που εξαντλεί τα υπόλοιπα αποθεματικά και ωθεί την οικονομία σε κυμαινόμενα επιτόκια.

2.2 Χρηματοοικονομικός πανικός

Σύμφωνα με το μοντέλο των Diamond - Dybvig (1983) ο πανικός είναι μια περίπτωση πολλαπλών ισορροπιών στις χρηματοοικονομικές αγορές. Ένας πανικός είναι μια αρνητική έκβαση ισορροπίας, στην οποία βραχυπρόθεσμα οι πιστωτές αποσύρουν ξαφνικά τα δάνειά τους από έναν φερέγγυο οφειλέτη. Γενικά, ένας πανικός μπορεί να εμφανιστεί, όταν συνυπάρχουν τρεις όροι: οι βραχυπρόθεσμες οφειλές υπερβαίνουν τα βραχυπρόθεσμα

περιουσιακά στοιχεία, κανένας ιδιωτικός πιστωτής δεν είναι τόσο ισχυρός, ώστε να παρέχει όλες τις αναγκαίες πιστώσεις για την αποπληρωμή υφισταμένων οφειλών, και δεν υπάρχει ασφαλής δανεισμός.

2.3 Χρηματοοικονομική Φούσκα

Η χρηματιστηριακή φούσκα μπορεί να περιγραφεί ως μια κατάσταση στην οποία οι τιμές των μετοχών ή άλλων εμπορεύσιμων αξιών αυξάνονται πάρα πολύ αγγίζοντας υπερβολικά υψηλά επίπεδα, σε σχέση με τη θεμελιώδη αξία τους, και φτάνουν σε κάποιο σημείο όπου «σπάνε» και οδηγούνται σε απότομη και μεγάλη πτώση τιμών.

(Flood και Hodrick 1990, Diba και Grossman 1988, Camerer 1989, Caginal, Porter, Smith 2001).

Οι φούσκες είναι αυτοαναπτυσσόμενες και αυτοεκπληρούμενες διαφοροποιήσεις της τιμής μίας μετοχής από τη θεμελιώδη αξία της, που όταν για κάποιο λόγο σταματήσει η αυτοανάπτυξη, σπάνε και ακολουθεί βίαιη προσαρμογή. Τέτοιες συμπεριφορές τιμών δεν προβλέπονται σε μία αποτελεσματική αγορά με ορθολογικούς επενδυτές.

Μία χρηματιστηριακή φούσκα σκάει, όταν οι κερδοσκόποι αγοράζουν ένα χρηματοοικονομικό περιουσιακό στοιχείο σε μια τιμή πάνω από

τη θεμελιώδη του, στην προσδοκία μιας μεταγενέστερης υπεραξίας (ψευδαίσθηση του χρήματος).

Τότε θα νιώσουν ότι αυτή η φούσκα πιθανότατα κάποτε θα “σπάσει”. Μόλις αυτή η πιθανότητα γίνει αντιληπτή από πολλούς επενδυτές τότε η χρηματιστηριακή φούσκα πράγματι θα “σπάσει” (Αλεξάκης, Ξανθάκης 2008).

Θα μπορούσαμε λοιπόν να πούμε ότι η οικονομική φούσκα αποτελεί ένα φαινόμενο, το οποίο αποδεικνύει την αδυναμία των ανθρωπίνων συναισθημάτων, προκαλείται από τον ενθουσιασμό των επενδυτών που αυξάνουν υπερβολικά τη ζήτηση στα εμπορεύσιμα αγαθά και έχει ως αποτέλεσμα να αυξηθούν σημαντικά οι όγκοι των συναλλαγών και να εκτοξευθεί η τιμή διαπραγμάτευσης πέρα από οποιαδήποτε λογική αντανάκλαση της πραγματικής τους αξίας και απόδοσης. Όταν παρατηρηθεί το φαινόμενο της «φούσκας» οι τιμές των αξιών ανεβαίνουν απότομα, καθιστώντας τις σημαντικά υπερεκτιμημένες, με αποτέλεσμα όταν η φούσκα σκάσει οι τιμές να αρχίζουν να παρουσιάζουν πτώση. Έτσι, η πλειοψηφία των επενδυτών προσπαθεί να απαλλαγεί από τα αγαθά που κατέχει προκαλώντας κατακόρυφη πτώση των τιμών. Στην προσπάθειά τους, οι επενδυτές να αποφύγουν μεγαλύτερες ζημιές, προβαίνουν σε πωλήσεις πανικού, με αποτέλεσμα η αγορά να καταρρεύσει.

Οι φούσκες στις τιμές, σύμφωνα με την ιστορία, μπορούν να συμβούν σε κάθε είδος περιουσιακού στοιχείου, όπως μετοχές, νομίσματα, ομόλογα,

εμπορεύματα, παράγωγα, ακίνητα, κ.α. Το φαινόμενο έχει προκύψει πολλές φορές ξεκινώντας από το 1630, όταν και πρωτοεμφανίστηκε, ως και στις μέρες μας, σε ιστορικές συγκυρίες κατά τις οποίες υπάρχει ένα γενικό κλίμα αισιοδοξίας, μεγάλο ποσοστό αποταμιεύσεων και μηχανισμοί πίστωσης με ευνοϊκούς όρους που αυξάνουν το δανεισμό.

2.4 Ηθικός Κίνδυνος

Μία κρίση ηθικού κινδύνου προκύπτει, επειδή οι τράπεζες είναι σε θέση να δανειστούν κεφάλαια βάσει δημοσίων εγγυήσεων των υποχρεώσεων (liabilities) των τραπεζών. Εάν οι τράπεζες είναι υπό-κεφαλαιοποιημένες ή μη ελεγχόμενες μπορούν να επενδύσουν αυτά τα κεφάλαια σε υπερβολικά επικίνδυνες επιχειρήσεις. Οι Akerlof και Romer υποστηρίζουν ότι η "οικονομία της λεηλασίας», κατά την οποία οι τράπεζες χρησιμοποιούν την κρατική στήριξη για να υπεξαιρούν τις καταθέσεις, είναι πιο συνήθης από ότι γενικά είναι αντιληπτό.

3 Οι μεγαλύτερες χρηματοοικονομικές κρίσεις

3.1 Τουλιπομανία (1630-1640)

Στην ολλανδική ατμομηχανή της καπιταλιστικής ανάπτυξης, κατά το 17ο αιώνα θα σημειωθεί η πρώτη χρηματιστηριακή έκρηξη. Με τον όρο «τουλιπομανία» καταγράφεται στα χρονικά ως η πρώτη «φούσκα».

Στην Ολλανδία η τουλίπα αποτελούσε σύμβολο ομορφιάς και εξουσίας της νέας αστικής τάξης. Η σπανιότητα και η μαζική ζήτησή της εκτόξευσαν τις τιμές στα ύψη. Χαρακτηριστικό παράδειγμα το 1624, σε έναν Ολλανδό που κατοικούσε στο Άμστερνταμ, πρόσφεραν 3.000 φιορίνια για έναν βολβό. Αν και δεν υπάρχει ακριβής τρόπος υπολογισμού του ποσού σε σημερινά χαρτονομίσματα, το ποσό αυτό ήταν περίπου ίσο με το ετήσιο εισόδημα ενός πλουσίου εμπόρου (λίγα χρόνια αργότερα, ο Rembrandt έλαβε περίπου το μισό του ποσού αυτού για να ζωγραφίσει «τη νυχτερινή περιπολία»). Ωστόσο, ο ιδιοκτήτης του βολβού, του οποίου το όνομα έχει χαθεί στην ιστορία, αρνήθηκε την προσφορά. Ποιος ήταν ο πιο τρελός, ο εραστής της τουλίπας που αρνήθηκε να πουλήσει για μια μικρή περιουσία ή αυτός που ήταν πρόθυμος να δώσει τόσα χρήματα για μια φιγούρα; Περί το 1630, ωστόσο, ένα νέο είδος τουλίπας εμφανίστηκε, και έτσι οι επαγγελματίες έμποροι τουλίπας άρχισαν να αναζητούν τους λάτρεις των λουλουδιών από τη μια, αλλά και τους κερδοσκόπους από την άλλη. Αλλά, αν και η ζήτηση τουλίπας αυξήθηκε γρήγορα, η προσφορά βολβών δεν ακολούθησε την

ίδια πορεία. Η τουλίπα ήταν ένας συνωμότης στην συμπίεση της προσφοράς: Χρειάζεται επτά χρόνια για να αναπτυχθεί από ένα σπόρο. Και ενώ οι βολβοί μπορούν να παράγουν δύο ή τρεις κλώνους κάθε χρόνο, ο μητρικός βολβός διαρκεί μόνο λίγα χρόνια. Ένας ιός από τον οποίο προσβάλλονταν οι τουλίπες είχε σαν αποτέλεσμα να δημιουργούνται τουλίπες με εξαιρετικά σχέδια. Έτσι η δημιουργία ενός βολβού με ιό αποτελούσε ένα είδος ευρεσιτεχνίας.

Το λουλούδι γρήγορα έγινε ένα σύμβολο κύρους και πολυτέλειας. Στην αρχή, η καλλιέργεια τουλίπας, αναπτυσσόταν με αργά βήματα και σε μικρά χωράφια, γι' αυτό και ήταν προνόμιο μόνο των πλουσίων, μόνο αυτοί μπορούσαν να τον αγοράσουν. Καθ' όλη τη διάρκεια του 1630 οι τιμές των βολβών αυξάνονταν σταθερά. Υφαντές και αγρότες υποθήκευαν ό,τι μπορούσαν για να αυξήσουν τα μετρητά, ώστε να αρχίσει διαπραγματεύση. Οι διαπραγματεύσεις είχαν μετατραπεί από ατομικές σε ομαδικές. Δημιουργήθηκαν «σύλλογοι», όπου έμποροι και αγοραστές που αγόραζαν για να πουλήσουν με κέρδος και κερδοσκόποι συναλλάσσονταν σε ειδικούς χώρους (δωμάτια» πανδοχείων).

Από τα δωμάτια αυτά θα ξεπηδήσει η προθεσμιακή αγορά τουλίπας. Στο windhandel (εμπόριο του αέρα) πωλούνταν και αγοράζονταν καθ' όλη τη διάρκεια του χρόνου βολβοί, που θα φύτρωναν την άνοιξη. Έτσι, η αγορά γίνεται σύνθετη. Μεταξύ αγοράς και παράδοσης προκύπτανε διαφορές ως προς τις τιμές της αγοράς που διακανονίζονταν με μετρητά, πιστωτικά γραμμάτια κ.λ.π.

Υπήρχαν πωλητές, που δεν μπορούσαν, για διάφορους λόγους να παραδώσουν τις ποσότητες και την ποιότητα, που είχαν υποσχεθεί. Επίσης, αγοραστές, που δεν μπορούσαν να πληρώσουν τους βολβούς στην προσυμφωνημένη τιμή, λόγω των συνεχών ανατιμήσεων. Στη διαδικασία αυτών των συναλλαγών έμπαιναν γη, ζώα, σπίτια και διάφορα άλλα αγαθά.

Στη δεκαετία του 1630 οι τιμές έδειχναν να μην έχουν όρια, και όλοι όσοι μπορούσαν, έσπευδαν να αγοράσουν για να πλουτίσουν, πουλώντας αργότερα.

«Τρέλα του πλήθους»

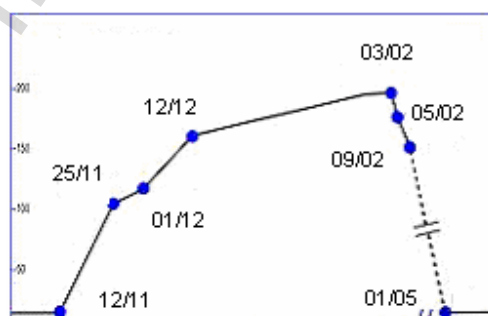
Η υπόθεση της ολλανδικής τουλιπομανίας διασώθηκε κι έγινε γνωστή από τον Άγγλο δημοσιογράφο και λογοτέχνη Τσαρλς Μακεί. Σε πόνημά του για την «τρέλα του πλήθους» («Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds»), που είδε το φως το 1841, περιγράφει τη «φούσκα» της τουλίπας. Σύμφωνα με τον Μακεί, η τουλιπομανία εξαπλώνεται σε όλα τα στρώματα. Πολλοί πουλούν τα υπάρχοντά τους για να επενδύσουν. «Όλοι φαντάζονταν, γράφει, ότι το πάθος για τουλίπες θα διαρκέσει για πάντα.... Ο πλούτος της Ευρώπης θα συγκεντρωθεί στην Ολλανδία... Η φτώχεια θα εξαφανιστεί ...». Όλοι τσίμπησαν το «χρυσό δόλωμα».

Αλλά μέσα σε λίγα εικοσιτετράωρα του Φεβρουαρίου του 1637 «σημαντικοί έμποροι μετατράπηκαν σε ζητιάνους και πολλοί ευγενείς είδαν τις περιουσίες τους να χάνονται».

Λίγο αργότερα, η αγορά τουλίπας κατέρρευσε θεαματικά. Ξεκίνησε στο Χάρλεμ, σε μια δημοπρασία ρουτίνας, όταν για πρώτη φορά, ο μεγαλύτερος παίχτης αρνήθηκε να εμφανιστεί και να πληρώσει. Μέσα σε λίγες μέρες, ο πανικός είχε εξαπλωθεί σε όλη τη χώρα. Για δυσεξήγητους λόγους ουδείς ήθελε ν' αγοράσει κι όλοι πουλούσαν. Οι τιμές έπεσαν κατακόρυφα. Όσοι είχαν επενδύσει σε προαγορές της παραγωγής βολβών έχασαν τα λεφτά τους. Όσοι είχαν αγοράσει βολβούς, με ενέχυρο περιουσιακά στοιχεία, όπως συνηθιζόταν, χρεοκόπησαν.

Η κυβέρνηση των Ηνωμένων Επαρχιών σύστησε ειδική επιτροπή για να ασχοληθεί με το θέμα. Μέσα στο χάος, που είχε δημιουργηθεί, αποφάσισε την ακύρωση όλων των συμβολαίων αγοραπωλησίας τουλίπας και όρισε ότι θα καταβάλλονταν μόνο το 3,5% της συμφωνημένης τιμής

Δυο χρόνια μετά το κραχ οι τιμές είχαν μειωθεί στο ένα διακοσιοστό! Οι χρεοκοπίες των εμπλεκομένων και η κατάρρευση της τιμής της τουλίπας «πάγωσε» την ολλανδική αγορά. Με άλλα λόγια, ενέκυψε ύφεση.



Διάγραμμα 1: Τιμή τουλίπας 1636-1637

«Η τουλίπα έγινε σύμβολο της αφροσύνης, καθώς η εφήμερη ομορφιά της θεωρήθηκε ότι αποτελεί μια γοητευτική αυταπάτη για τον απρόσεκτο επενδυτή.

Τα πέταλά της ανοίγουν ξαφνικά, επιδεικνύοντας εξάισια χρώματα και σχέδια και στη συνέχεια μαραίνονται. Λειτουργεί δηλαδή όπως μια φούσκα, η οποία μεγαλώνει γρήγορα, γοητεύοντας τους θεατές, αλλά και εξαφανίζεται σε μια στιγμή»...(Χρ. Αλεξάκης - Μ. Ξανθάκης – Χρηματοοικονομική Συμπεριφορική)

3.2 Η φούσκα της νότιας θάλασσας (1719-1720)

Η ιστορία της Εταιρείας Νοτίων Θαλασσών (South Sea Company) αποτελεί την πρώτη περίπτωση εταιρικής απάτης μεγάλου μεγέθους στην ιστορία. Ο τρόπος με τον οποίο εξελίχθηκε η εταιρεία και κινήθηκαν τα στελέχη της κάνει τους σημερινούς «συναδέλφους» τους στην Enron και τη Lehman Brothers να μοιάζουν ερασιτέχνες.

Η εταιρεία ιδρύθηκε το 1711 από μια ομάδα επιχειρηματιών με ηγέτη τον John Blunt, με τη μορφή της ανώνυμης εισηγμένης στο χρηματιστήριο εταιρείας με βασιλικό διάταγμα. Η πρόθεση των ιδρυτών της εταιρείας ήταν να ιδρύσουν μια τράπεζα, επειδή όμως αυτό δεν ήταν εφικτό λόγω του κανονισμού της τράπεζας της Αγγλίας, κατέφυγαν στη λύση μιας εμπορικής εταιρείας, η οποία όμως στην πραγματικότητα ήταν μια βιτρίνα για τραπεζικές εργασίες.

Η εταιρεία προσέφερε έναν τρόπο χρηματοδότησης του δημοσίου χρέους, το οποίο θα προέκυπτε εξ' αιτίας του πολέμου της ισπανικής διαδοχής, στον οποίο είχε εμπλακεί και η Αγγλία. Ο αρχικός διακανονισμός ήταν σχετικά απλός. Η εταιρεία σε συνεργασία με την κυβέρνηση κατάφεραν να πείσουν κατόχους κρατικού χρέους περίπου £10.000.000 να το ανταλλάξουν με νέες μετοχές της εταιρείας. Σε αντάλλαγμα η κυβέρνηση θα έκανε πληρωμές αξίας £576.534 ετησίως προς την εταιρεία. Αυτό αντιστοιχούσε σε ένα επιτόκιο της τάξης του 6% για το δάνειο των £10.000.000. Η κυβέρνηση ήλπιζε να χρηματοδοτήσει το επιτόκιο από δασμούς που θα επέβαλε στα προϊόντα που θα προερχόταν από τη νότιο Αμερική.

Επιπλέον, η κυβέρνηση παρείχε στην εταιρεία το αποκλειστικό προνόμιο εμπορίου με τις ισπανικές αποικίες της Νοτίου Αμερικής. Αυτό ανέβασε τις προσδοκίες κερδοφορίας της εταιρείας κατακόρυφα. Όλοι είχαν ακούσει για τα χρυσωρυχεία και τα αργυρωρυχεία του Περού και του Μεξικό, τα οποία θεωρούνταν ανεξάντλητα. Υπήρχε η προσδοκία ότι αν τα βρετανικά βιομηχανικά προϊόντα έφταναν στις ακτές της Νοτίου Αμερικής, οι ντόπιοι θα συνωστίζονταν για να αποκτήσουν μάλλινα προϊόντα πληρώνοντας εκατοντάδες φορές το βάρος τους σε χρυσάφι. Διαδιδόταν η φήμη ότι η Ισπανία θα έδινε στην Αγγλία ελεύθερη πρόσβαση στα λιμάνια του Περού και της Χιλής με αντάλλαγμα ένα μερίδιο από τα κέρδη του εμπορίου στο νότιο Ατλαντικό.

Η πραγματικότητα όμως ήταν ότι η νότιος Αμερική δεν ήταν βρετανική αποικία. Ήταν ισπανική. Κατά την ίδρυση της εταιρείας δεν ήταν εξασφαλισμένο ότι η

ισπανική κυβέρνηση θα έδινε το δικαίωμα σε αγγλικά πλοία να προσεγγίσουν τα λιμάνια της. Ο ίδιος ο Φίλιππος ο Ε΄ της Ισπανίας δεν είχε καμία πρόθεση να δώσει ελεύθερα εμπορικά δικαιώματα σε βρετανικά πλοία για τη Ν. Αμερική. Κάποιες διαπραγματεύσεις έλαβαν χώρα και με τη συνθήκη της Ουτρέχτης του 1713 δόθηκε στη Βρετανία το δικαίωμα να προμηθεύει τις ισπανικές αποικίες με σκλάβους για 30 έτη, και το δικαίωμα αποστολής ενός πλοίου ετησίως, περιορισμένης χωρητικότητας και αξίας φορτίου στο Μεξικό, το Περού ή τη Χιλή. Ακόμα και τότε όμως ο Φίλιππος θα μπορούσε να φορολογήσει το φορτίο με 5% και να οικειοποιηθεί ένα επιπρόσθετο 25% των κερδών. Το πρώτο πλοίο σάλπαρε το 1717. Το εμπόριο σκλάβων επιβαρυνόταν με τόσο μεγάλους δασμούς που δεν μπορούσε να καταστεί κερδοφόρο.

Παρά τις δυσχέρειες, η εταιρεία ανέλαβε ένα επί πλέον ποσό £2.000.000 από το κρατικό χρέος το 1717. Η λογική της βρετανικής κυβέρνησης εκείνη την εποχή ήταν να πετύχει μικρότερο επιτόκιο. Το 1719 η εταιρεία πρότεινε την ανάληψη από μέρος της του μισού συνολικού χρέους της βρετανικής κυβέρνησης, ύψους £30.981.712, πάλι με την έκδοση νέων μετοχών και την υπόσχεση προς την κυβέρνηση ότι το επιτόκιο θα μειωνόταν στο 5% μέχρι το 1727 και στο 4% κατά τα υπόλοιπα έτη. Έως εκείνη την εποχή το κρατικό χρέος της μεγάλης Βρετανίας ήταν δομημένο ως εξής:

- £3.400.000 στην Τράπεζα της Αγγλίας
- £3.200.000 στην Εταιρεία Ανατολικών Ινδιών
- £11.700.000 στην Εταιρεία Νοτίων Θαλασσών

- £16.500.000 σε άμεσα εξαγοράσιμες υποχρεώσεις σε ιδιώτες
- £15.000.000 σε μη άμεσα εξαγοράσιμες υποχρεώσεις σε ιδιώτες (τύπου ομολόγων) με περίοδο ωρίμανσης από 22 έως 87 έτη. Τις δύο τελευταίες κατηγορίες χρέους πρότεινε να αναλάβει η εταιρεία.

Η τράπεζα της Αγγλίας πρότεινε ένα ανταγωνιστικό σχέδιο, το οποίο όμως δεν προχώρησε. Εκτιμήσεις της εποχής κάνουν λόγο για διανομή £1.300.000 σε παράπλευρες πληρωμές για να εξασφαλίσουν την επικράτηση της εταιρείας έναντι της τράπεζας της Αγγλίας. Το νομοσχέδιο πέρασε στις 07 Απριλίου 1720.

Εν τω μεταξύ διάφοροι «παπαγάλοι» της εποχής διέδιδαν ότι οι Ισπανοί θα αντάλλασσαν το Γιβραλτάρ και το Port Mahon με κάποιες τοποθεσίες στο Περού για τη διευκόλυνση του εμπορίου. Επιπρόσθετα, θα δινόταν δικαίωμα στην εταιρεία να ναυπηγήσει και να μισθώσει όσα πλοία ήθελε για τη Ν. Αμερική χωρίς να πληρώνει φόρο στο βασιλιά της Ισπανίας. Η ζήτηση για μετοχές της εταιρείας εκτοξεύθηκε στα ύψη. Η πλειοψηφία του πολιτικού κόσμου της Αγγλίας επένδυε στην εταιρεία δίνοντας μεγαλύτερη αίγλη στο όλο εγχείρημα. Ακόμα και ο Νεύτωνα, ο οποίος είχε πουλήσει τις μετοχές του προβλέποντας την οικονομική καταστροφή της εταιρείας, τις ξανά αγόρασε, βλέποντας τις συνεχείς ανατιμήσεις της αξίας τους. Στο τέλος σύμφωνα με μαρτυρία της ανιψιάς του έχασε £20.000 (περίπου £3.000.000 σε σημερινές τιμές).

Μια επίσης έξυπνη τακτική της εταιρείας ήταν να δίνει τη δυνατότητα σε πολιτικούς να αποκτούν μετοχές της σε αγοραία αξία με πίστωση, έτσι ώστε να έχουν

συμφέρον να προβούν σε ενέργειες που θα αύξαναν την αξία της μετοχής για να μπορέσουν να τις πουλήσουν, να ξεπληρώσουν το δάνειο και να αποκομίσουν και όφελος.

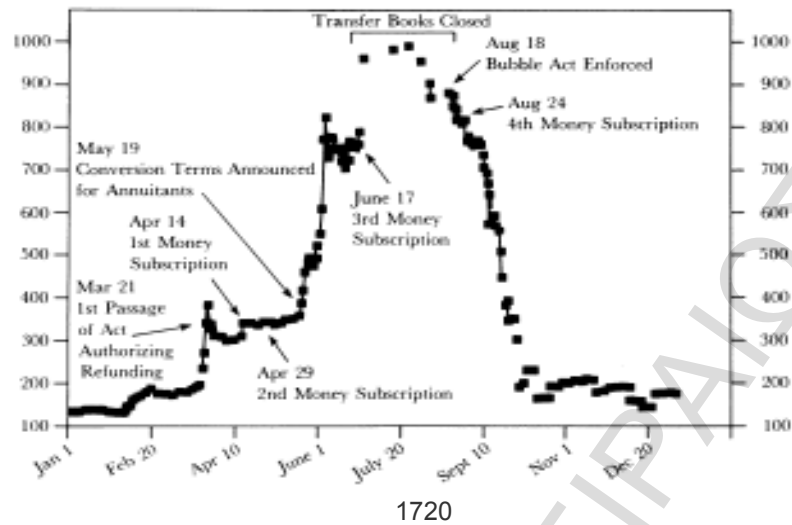
Στις 12 Απριλίου η εταιρεία προέβηκε σε νέα αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. Εκδόθηκαν 1.000.000 μετοχές ονομαστικής τιμής £100 έκαστη, οι οποίες όμως πουλήθηκαν προς £300. Η τιμή της μετοχής ακολούθησε την εξής πορεία £128 τον Ιανουάριο, £175 το Φεβρουάριο, £330 το Μάρτιο, £550 το Μάιο. Τον Ιούνιο για να αποτραπεί η δημιουργία φούσκας στο χρηματιστήριο προωθήθηκε νόμος που απαγόρευε μετοχές εταιρειών που δεν είχαν αναγνωριστεί με βασιλικό διάταγμα, ή από τη βουλή, να διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο. Αυτό έδωσε νέα ώθηση στη μετοχή της εταιρείας νοτίων θαλασσών. Τον Ιούνιο έφτασε τις £890, τον Αύγουστο τις £1.000. Η ονομαστική τιμή της μετοχής εξακολουθούσε να είναι £100 και σε αυτό το ποσό αντιστοιχούσε το κρατικό χρέος που αγοραζόταν και απέδιδε τόκο. Η απόδοση λοιπόν ήταν 0,6%. Οι προσδοκίες όμως της εκμετάλλευσης του πιο επικερδούς, όπως τουλάχιστον διατείνονταν τα στελέχη της εταιρείας, μονοπωλίου του πλανήτη είχαν εξυψωθεί.

Το καλοκαίρι του 1720 όμως τα στελέχη της εταιρείας συνειδητοποίησαν ότι η εταιρεία δεν είχε τόσο μεγάλες προοπτικές που να δικαιολογούν την τιμή της μετοχής, και άρχισαν σιγά σιγά να πουλάνε τις μετοχές τους, ελπίζοντας ότι το νέο δε θα διαδιδόταν. Τελικά όμως, τα άσχημα νέα διέρρευσε, και η μετοχή κατέρρευσε. Χιλιάδες επενδυτές, οι οποίοι είχαν δανειστεί ή είχαν πουλήσει τις

περιουσίες τους, καταστράφηκαν, πολλοί από αυτούς ήταν μέλη της αριστοκρατίας της εποχής.

Τι δημιούργησε όμως τις προϋποθέσεις για τη δημιουργία αυτής της φούσκας; Τον 18ο αιώνα η βρετανική αυτοκρατορία ήταν η υπερδύναμη της εποχής. Ήταν μια εποχή πλούτου και αφθονίας για τους Βρετανούς. Ο πλούτος που προερχόταν από το εμπόριο με τις αποικίες έπρεπε κάπου να επενδυθεί. Οι επιλογές επένδυσης ήταν πολύ περιορισμένες εκείνη την εποχή. Η πιο επιτυχημένη εταιρεία της εποχής, η Εταιρεία Ανατολικών Ινδιών απέδιδε σημαντικά μερίσματα στους 499 μετόχους τους, οι οποίοι μεταβίβαζαν εύκολα τις μετοχές τους. Λίγες πετυχημένες εταιρείες ήταν εισηγμένες στο χρηματιστήριο. Η Εταιρεία των νοτίων Θαλασσών έδωσε τη δυνατότητα σε ένα ευρύ τμήμα της βρετανικής άρχουσας τάξης να επενδύσει τα διαθέσιμά της. Οι επενδυτές δεν ήθελαν να δουν τα σημάδια της φούσκας που δημιουργούνταν, και μοιραία έφτασε η κατάρρευση.

Η μεγάλη ζήτηση για επενδύσεις δημιούργησε και άλλες φούσκες εκείνη την εποχή. Εταιρείες ιδρύονταν από το πουθενά υποσχόμενες από ανάκτηση της λιακάδας



Διάγραμμα 2: Τιμή Μετοχών της Νότιας Θάλασσας

από τα λαχανικά, μέχρι το χτίσιμο αιωρούμενων κατοικιών για την αύξηση του εδάφους της Βρετανίας. Όλες πουλούσαν σαν τρελές για ένα μικρό χρονικό διάστημα η κάθε μία, το οποίο κυμαινόταν από μερικές μέρες ως μερικές βδομάδες. Η Εταιρεία Νοτίων θαλασσών ήταν η μεγαλύτερη φούσκα από όλες. Μετά την κατάρρευση της μετοχής η εταιρεία συνέχισε τη λειτουργία της μέχρι το 1838, κυρίως λόγω της ισχύος του βρετανικού κράτους, που έσπευσε να στηρίξει το τραπεζικό σύστημα της εποχής.

3.3 Η φούσκα του Μισισιπή 1718-1720

Η φούσκα του Μισισιπή εμφανίστηκε στη Γαλλία στις αρχές του 1700, και αναπτύχθηκε παράλληλα με την καταστροφική φούσκα της Νότιας Θάλασσας της Βρετανίας. Ο ιθύνων νους, πίσω από τη φούσκα του Μισισιπή, ήταν ο John Law,

ένας Σκοτσέζος χρηματοδότης, τζογαδόρος, που ανέβηκε στα ανώτερα κλιμάκια της γαλλικής δημόσιας οικονομίας, μέσω της φιλίας του με τον Δούκα της Ορλεάνης. Ο Law έγινε ο κύριος οικονομικός σύμβουλος της γαλλικής κυβέρνησης, και χρησιμοποίησε αυτήν την εξουσία, για να ιδρύσει τη “Banque Generale” μια τράπεζα που είχε την εξουσία να εκδίδει χαρτονομίσματα, καθώς επίσης και την εταιρεία Μισισιπή (αργότερα ονομάστηκε «Compagnie des Indes»), η οποία έγινε το μονοπώλιο στην ανάπτυξη της γαλλικής επικράτειας στη Βόρεια Αμερική. Η Αμερικανική γη ήταν πολύ μεγαλύτερη από τη γαλλική, και οι Γάλλοι γνώριζαν ελάχιστα για αυτήν. Όταν οι επενδυτές άρχισαν να δελεάζονται από τη δήθεν τεράστια γενναιοδωρία των πόρων στην Επικράτεια του Μισισιπή, συμπεριλαμβανομένου του χρυσού και αργύρου, εκτόξευσαν τις μετοχές της εταιρείας του Μισισιπή στα ύψη. Δυστυχώς οι προοπτικές της εταιρείας κατέληξαν να είναι κάτι περισσότερο από κενές υποσχέσεις και οι τιμές των μετοχών κατέρρευσαν, συμπαρασύροντας τη χρηματιστηριακή αγορά της Γαλλίας και των δημοσίων οικονομικών της.

Γεγονότα που οδήγησαν στη δημιουργία της φούσκας του Μισισιπή

Η μεγάλη περιπέτεια της φούσκας του Μισισιπή ξεκίνησε το 1715, όταν η γαλλική κυβέρνηση παραπαίει στα πρόθυρα της πτώχευσης υπό το βάρος των χρεών που δημιουργήθηκαν κατά τη διάρκεια του πολέμου για την Ισπανική διαδοχή. Άμεσα, η κυβέρνηση αθέτησε να πληρώσει μέρος του χρέους της, μείωσε τις πληρωμές τόκων, και αύξησε τους φόρους σε πολύ υψηλά επίπεδα, κινήσεις οι οποίες

συνέβαλλαν στην εξασθένηση της γαλλικής οικονομίας και προκάλεσαν μεγάλες διακυμάνσεις στην αξία του νομίσματος. Η γαλλική κυβέρνηση με επικεφαλής μια ομάδα αντιβασιλείς, αφού ο Βασιλιάς Λουδοβίκος XV ήταν μόλις πέντε ετών, απεγνωσμένα προσπαθούσαν να βρουν μια λύση για τα οικονομικά προβλήματα της χώρας. Ο Δούκας της Ορλεάνης, αρχηγός της ομάδας αντιβασιλέων, αποφάσισε να ζητήσει βοήθεια από τον φίλο του John Law, για την εξυγίανση του οικονομικού χάους της χώρας που είχε προκληθεί από τις αλόγιστες δαπάνες του Λουδοβίκου XIV. Ο John Law, ήταν θεωρητικός της νομισματικής οικονομίας και θεωρείται ο προάγγελος της κευνσιανής θεωρίας. Όταν ο Δούκας της Ορλεάνης ζήτησε την βοήθεια από τον Law, ο δεύτερος θεώρησε ότι ήταν ευκαιρία να θέσει τη νομισματική θεωρία του σε πράξη.

Το 1716, ο Law πήρε άδεια από τη γαλλική κυβέρνηση να δημιουργήσει μια εθνική τράπεζα, την Banque Generale, η οποία αντάλλαζε κοινά χρυσού και αργύρου με χαρτονομίσματα. Τα τραπεζογραμμάτια που εξέδιδε η συγκεκριμένη τράπεζα δεν ήταν νόμιμα, αλλά έγιναν δεκτά από το γαλλικό κοινό, επειδή ήταν εξοφλητέα σε επίσημο γαλλικό νόμισμα. Η banque Generale δημιούργησε τα διαθέσιμά της μέσω εκδόσεως μετοχών, και από τα κέρδη που δημιουργούσε μέσω της διαχείρισης των οικονομικών της γαλλικής κυβέρνησης. Ο Law, πίστευε ότι μέσω της κυκλοφορίας χαρτονομισμάτων θα διευρυνθεί η εμπορική δραστηριότητα, και αυτό με τη σειρά του θα συμβάλλει στην αναζωογόνηση και την αποκατάσταση των οικονομικών της γαλλικής κυβέρνησης. Τον Αύγουστο του 1717, ο Law οργάνωσε την εταιρεία της Δύσης στην οποία η γαλλική κυβέρνηση

έδωσε τον έλεγχο του εμπορίου μεταξύ της Γαλλίας και των αποικιών της Λουϊζιάνας και του Καναδά.

Η εταιρεία αυτή είχε αποκλειστικά προνόμια στην περιοχή για 25 χρόνια. Μπορούσε να διορίσει δικό της κυβερνήτη και αξιωματικούς και είχε την δυνατότητα να δίνει επιχορηγήσεις γης σε πιθανούς επενδυτές. Με τη σειρά της η εταιρεία είχε την ευθύνη μεταφοράς σκλάβων στην περιοχή.

Το σχέδιο για την χρηματοδότηση των εργασιών της εταιρείας του Μισισιπή ήταν απλό. Ο Law, θα συγκέντρωνε χρήματα εκδίδοντας και διαθέτοντας στο κοινό νέες μετοχές της εταιρείας και αγοράζοντας κρατικά ομόλογα αποδεχόμενος ένα χαμηλό επιτόκιο για αυτά, εξασφαλίζοντας έτσι την ρευστότητα. Βρέθηκε έτσι ένας πολύ «εύκολος» τρόπος να χρηματοδοτηθεί αυτό το μεγάλο επιχειρηματικό πλάνο, μιας και το δέλεαρ του χρυσού και αργύρου έφερε πολλούς πρόθυμους επενδυτές στην εταιρεία του Μισισιπή. Αργότερα, ο Law θα μπορούσε να χρηματοδοτήσει την εταιρεία και από άλλες οικονομικές δραστηριότητες, αφού η εταιρεία του Μισισιπή είναι μόνο ένα μικρό μέρος της αυτοκρατορίας που είχε σκοπό να δημιουργήσει. Τον Σεπτέμβριο του 1718, η εταιρεία απέκτησε το μονοπώλιο στην εμπορία του καπνού με την Αφρική. Το 1719, η τράπεζα Generale κρατικοποιήθηκε και μετονομάστηκε σε τράπεζα Royale. Ο Law όμως παρέμεινε επικεφαλής και νόμιμος εκπρόσωπος της τράπεζας. Τον Μάιο της ίδιας χρονιάς απέκτησε τον έλεγχο όλων των εταιρειών που συναλλάσσονταν με την Κίνα και την Ινδία. Στην πραγματικότητα ο Law έλεγχε όλες τις εμπορικές δραστηριότητες της Γαλλίας με

τον υπόλοιπο κόσμο. Η εταιρεία αγόρασε το δικαίωμα να εκδίδει νομίσματα για την Γαλλία και αποτελούσε επίσης τον μεγαλύτερο εισπρακτικό μηχανισμό φόρων. Το 1720, ο Law γίνεται Γενικός Ελεγκτής Οικονομικών έχοντας έτσι τον πλήρη έλεγχο των οικονομικών της χώρας. Επιπλέον, έχοντας αγοράσει ένα μεγάλο τμήμα του γαλλικού χρέους μέσω της αγοράς κρατικών ομολόγων είχε δημιουργήσει μια σταθερή πηγή εισοδήματος για τις μελλοντικές επιχειρηματικές του δραστηριότητες. Είχε δημιουργηθεί έτσι ένας από τους πιο πετυχημένους επιχειρηματικούς ομίλους της Ευρώπης.

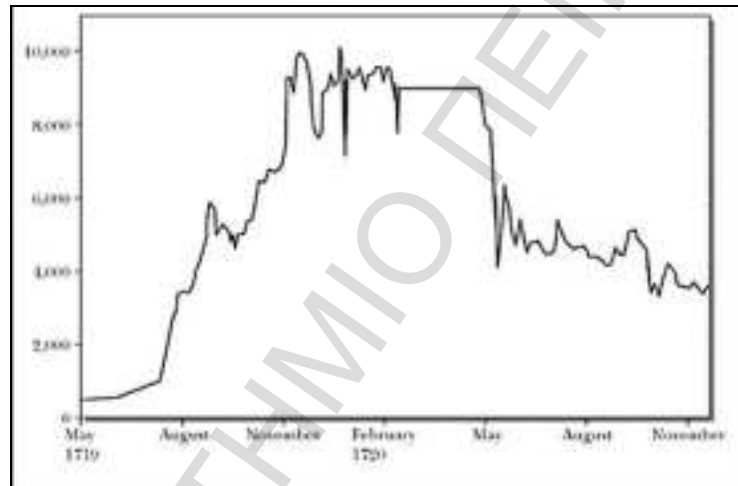
Η αξία των μετοχών της εταιρίας του Μισισιπή εκτοξευόταν καθώς η αυτοκρατορία επεκτάθηκε. Επενδυτές από όλη την Ευρώπη έπαιζαν με ανυπομονησία σε αυτήν την νέα αγορά. Οι μετοχές της εταιρείας ξεκίνησαν με τιμή 500 livres tournois ανά μετοχή τον Ιανουάριο του 1719. Μέχρι τον Δεκέμβριο της ίδιας χρονιάς η αξία της μετοχής έφτασε τις 10.000 livres tournois, αυξήθηκε δηλαδή 1900% σε λιγότερο από ένα έτος! Η αγορά έγινε τόσο δელεαστική ώστε άνθρωποι από την εργατική τάξη άρχισαν να επενδύουν ότι μικροποσά είχαν αποταμιεύσει από την καθημερινή τους εργασία. Έτσι σύντομα η Γαλλία έγινε μια χώρα Νέων Εκατομμυριούχων.

Το αδύνατο σημείο στο σχέδιο του Law, ήταν η θέλησή του να εκδώσει περισσότερα τραπεζογραμμάτια με στόχο να χρηματοδοτήσει την αγορά μετοχών της εταιρείας.

Για να σταματήσει το μαζικό ξεπούλημα, ο Law περιόρισε οποιαδήποτε ρευστοποίηση σε χρυσό που ήταν πάνω από 100 λίβρες. Τα χαρτονομίσματα της τράπεζας Royal είχαν τη θέση νόμιμου χρήματος, και μπορούσαν να πληρωθούν με αυτά οι φόροι και οι δασμοί. Η εταιρεία προσπάθησε να πείσει το κοινό να αποδεχτούν τα χαρτονομίσματα ευκολότερα από τον χρυσό. Στη συνέχεια η τράπεζα υποσχέθηκε να ανταλλάξει τα χαρτονομίσματα της για μετοχές της εταιρείας στην τιμή αγοράς τους (10.000 livres). Η προσπάθεια αυτή να μετατρέψουν τις μετοχές σε χρήματα οδήγησε σε απότομο διπλασιασμό της ποσότητας του κυκλοφορούντος χρήματος στην Γαλλία, με αποτέλεσμα την κατακόρυφη αύξηση του πληθωρισμού (έφτασε το 23% τον Ιανουάριο 1720).

Ο Law υποτίμησε την αξία των μετοχών της εταιρείας σε διάφορα στάδια κατά τη διάρκεια του 1720 και η αξία των χαρτονομισμάτων μειώθηκε στο 50% της ονομαστικής αξίας τους. Μέχρι τον Σεπτέμβριο του 1720 η τιμή των μετοχών της εταιρείας είχε μειωθεί σε 2.000 livres και σε 1.000 μέχρι τον Δεκέμβριο. Η πτώση των τιμών των μετοχών επέτρεψε στους εχθρούς του Law να αναλάβουν τον έλεγχο της εταιρείας προβαίνοντας σε κατάσχεση των μετοχών των επενδυτών οι οποίοι δεν μπορούσαν να αποδείξουν ότι είχαν πληρώσει για τις μετοχές τους και ότι δεν τους είχαν δοθεί με πίστωση. Το γεγονός αυτό μείωσε τις μετοχές σε κυκλοφορία κατά δύο τρίτα. Τον Σεπτέμβρη του 1721, οι τιμές των μετοχών είχαν μειωθεί σε 500 livres, δηλαδή στην αρχική τους τιμή.

Οι οικονομολόγοι είναι διχασμένοι ως προς την ερμηνεία του σχεδίου του Law. Ο Charles Kindleberger, οικονομικός ιστορικός του πανεπιστημίου του Yale, θεωρεί ότι οι προθέσεις του Law ήταν νόμιμες και ότι η εταιρεία του Μισισιπή επρόκειτο για μια πραγματική επιχείρηση. Οι δημοσιονομικές ρυθμίσεις ήταν λανθασμένες. Άλλοι οικονομολόγοι ισχυρίζονται ότι ο Law, βοήθησε σημαντικά στην απλοποίηση του φορολογικού συστήματος της Γαλλίας.



Διάγραμμα 3: Τιμή μετοχής εταιρίας του Μισισιπή

Συμπερασματικά, παρά το γεγονός ότι παραδοσιακά η εταιρεία του Μισισιπή θεωρείται μια φούσκα, στην πραγματικότητα δεν ήταν, με την τεχνική έννοια του όρου. Μια φούσκα κατά κύριο λόγο προκαλείται από την εκτεταμένη κερδοσκοπία που ακολουθείται από μια βίαιη κατάρρευση των τιμών. Σε αντίθεση η φούσκα του Μισισιπή ήταν αποτέλεσμα αποτυχημένης νομισματικής πολιτικής που προκάλεσε υπερβολική αύξηση της προσφοράς του χρήματος και κατ' επέκταση εκτόξευση του πληθωρισμού.

3.4 Ο πανικός του 1837

Ο πανικός του 1837 ήταν μια οικονομική κρίση στις Ηνωμένες Πολιτείες, που πυροδότησε μια σημαντική ύφεση, η οποία διήρκεσε μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του 1840. Τα κέρδη, οι τιμές και οι μισθοί μειώθηκαν, ενώ η ανεργία αυξήθηκε. Η απαισιοδοξία αφθονούσε κατά τη διάρκεια του χρόνου. Κερδοσκοπικές πρακτικές δανεισμού στις δυτικές χώρες, μια απότομη πτώση των τιμών βάμβακος, μια φούσκα στην αγορά γης και οι περιοριστικές πολιτικές δανεισμού στη Μεγάλη Βρετανία ήταν όσα ευθύνονται για τον «πανικό του '37». Στις 10 Μαΐου 1837, οι τράπεζες στην Νέα Υόρκη ανέστειλαν τις πληρωμές σε είδος, πράγμα που σήμαινε ότι δεν θα ήταν πλέον εφικτή η αγορά χαρτονομισμάτων στην πλήρη ονομαστική τους αξία. Παρά τη σύντομη ανάκαμψη το 1838, η ύφεση συνεχίστηκε για περίπου επτά χρόνια. Οι τράπεζες κατέρρευσαν, οι επιχειρήσεις απέτυχαν, οι τιμές μειώθηκαν, και χιλιάδες εργαζόμενοι έχασαν τη δουλειά τους. Η ανεργία σε ορισμένες περιοχές άγγιζε το 25%. Τα έτη 1837-1844 ήταν ουσιαστικά τα έτη αποπληθωρισμού μισθών και τιμών.

Στην οικονομική αυτή κρίση είχε προηγηθεί μια οικονομική άνθιση από τα μέσα του 1834 έως τα μέσα του 1836. Οι τιμές της γης αυξήθηκαν απότομα αυτήν την περίοδο. Η προέλευση αυτής της άνθησης είχε πολλές αιτίες τόσο ενδογενείς όσο και εξωγενείς. Λόγω των ιδιαίτερων συνθηκών του διεθνούς εμπορίου, άφθονη ποσότητα αργύρου εισέρεε στις Η.Π.Α από το Μεξικό και την Κίνα. Οι πωλήσεις

γης και οι δασμοί επί των εισαγωγών συνέβαλαν στην σημαντική αύξηση των εσόδων. Μέσω της προσοδοφόρας εξαγωγής βαμβακιού και του εμπορίου κρατικών ομολόγων που υποστηριζόταν από τις βρετανικές αγορές χρήματος, οι ΗΠΑ απέκτησαν σημαντικές επενδύσεις κεφαλαίων από τη Μεγάλη Βρετανία. Τα κεφάλαια αυτά χρηματοδότησαν τα έργα μεταφορών στις Η.Π.Α. Το άνοιγμα πιστώσεων των Βρετανών μέσω της δημιουργίας αγγλο-αμερικάνικων τραπεζικών οίκων όπως οι Baring Brothers, τροφοδότησε ένα μεγάλο μέρος της δυτικής επέκτασης των Η.Π.Α, τις εσωτερικές βελτιώσεις και την τεχνολογική ανάπτυξη στην προπολεμική εποχή. Το 1836, οι διευθυντές της τράπεζας της Αγγλίας παρατήρησαν ότι τα ταμειακά αποθέματα μειώνονταν απότομα τα τελευταία χρόνια, πιθανότατα λόγω της κακής συγκομιδής σιταριού, που ανάγκασε τη Μεγάλη Βρετανία να εισάγει μεγάλο μέρος από τα σιτηρά που χρειαζόταν. Για να αντισταθμιστεί αυτή η μείωση, οι διευθυντές των τραπεζών ανακοίνωσαν αύξηση επιτοκίων από 3 σε 5 τοις εκατό. Σύμφωνα με την κλασική οικονομική θεωρία, οι τράπεζες θα πρέπει να αυξάνουν τα επιτόκια δανεισμού όταν αντιμετωπίζουν μείωση στα ταμειακά διαθέσιμα.

Σε μια ανοιχτή οικονομία με ελεύθερο εμπόριο και με σχετικά αδύναμους εμπορικούς φραγμούς, οι εμπορικές πολιτικές της Μεγάλης Βρετανίας ήταν εύκολο να μεταδοθούν και στον υπόλοιπο κόσμο. Αυτό πρακτικά σήμαινε ότι την πορεία της Μεγάλης Βρετανίας ακολούθησαν και οι Η.Π.Α. Όταν οι τράπεζες της Νέας Υόρκης αύξησαν τα επιτόκια και αποκλιμάκωσαν τον δανεισμό, το αποτέλεσμα ήταν να ζημιωθούν. Δεδομένου ότι η τιμή του ομολόγου βρίσκεται σε αντίστροφη

σχέση με το επιτόκιο, η αύξηση των επιτοκίων θα οδηγούσε σε μείωση της αξίας των ομολόγων.

Η ζήτηση για το βαμβάκι έπεσε κατακόρυφα. Η τιμή του βαμβακιού μειώθηκε κατά 25% το Φεβρουάριο και το Μάρτιο του 1837. Η οικονομία των Η.Π.Α και κυρίως οι νότιες πολιτείες βασίζονταν κυρίως στο εμπόριο βάμβακος. Συγκεκριμένα, τα έσοδα από τις πωλήσεις βάμβακος αποτελούσαν χρηματοδότηση για την παιδεία, εξισορροπούσαν το έλλειμμα του εμπορικού ισοζυγίου και ενίσχυαν το τοπικό νόμισμα – δολάριο. Δεδομένου λοιπόν ότι οι Η.Π.Α ήταν ακόμα μια κυρίως αγροτική οικονομία, με επίκεντρο την εξαγωγή βασικών καλλιεργειών και τον ανερχόμενο κλάδο μεταποίησης, η κατάρρευση των τιμών του βαμβακιού προκάλεσε τεράστιες αντηχήσεις.

Δύο εσωτερικές πολιτικές κυρίως επιδείνωσαν την ήδη ασταθή κατάσταση. Η πρώτη πολιτική αφορά την εγκύκλιο που εκδόθηκε το 1836 και προέβλεπε την δυνατότητα αγοράς των δυτικών εδαφών μόνο με ασημένιο ή χρυσό νόμισμα. Η εγκύκλιος ήταν ένα εκτελεστικό διάταγμα που εκδόθηκε από τον τότε πρόεδρο, Andrew Jackson. Η πρόθεσή του ήταν ο περιορισμός του πληθωρισμού, όμως η εγκύκλιος είχε και αρνητικές συνέπειες. Δεύτερη πολιτική που ακολουθήθηκε, είναι ο νόμος περί καταθέσεων του 1836, ο οποίος συνέβαλε στην αναδιανομή των καταθέσεων σε διάφορες τράπεζες σε ολόκληρη τη χώρα. Το αποτέλεσμα αυτών των πολιτικών, ήταν η μεταφορά των χρημάτων μακριά από το εμπορικό κέντρο της χώρας - την Ανατολική ακτή. Με χαμηλότερα νομισματικά διαθέσιμα στο

θησαυροφυλάκιο τους, οι μεγαλύτερες τράπεζες και τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα στην Ανατολική Ακτή αναγκάστηκαν να κλείσουν την στρόφιγγα δανεισμού γεγονός που αποτέλεσε την βασικότερη αιτία δημιουργίας του πανικού.

Τα οικονομικά προβλήματα έφεραν και πολιτική αναταραχή. Στα χρόνια που ακολούθησαν η αποχή έφτασε στα υψηλότερα της επίπεδα στην ιστορία των Ηνωμένων Πολιτειών καθώς οι εκλογείς αρνούνταν να ψηφίσουν κάθε πολιτικό σε διαδοχικές εκλογικές αναμετρήσεις. Η κάμψη στα ομοσπονδιακά έσοδα άνοιξε ξανά τις σκληρές διαμάχες μεταξύ του Βορρά, του Νότου και της Δύσης επειδή οι συμφωνίες για τις ρυθμίσεις επί των δασμών και της οικονομικής βοήθειας προς τις πολιτειακές κυβερνήσεις πρακτικά ακυρώθηκαν. Αναλόγως ξέφτισαν και οι παλιές κομματικές συμμαχίες. Υπό πίεση βρέθηκε και η εξωτερική πολιτική επειδή ο κύριος ανταγωνιστής της χώρας για αγορές και εδάφη ήταν η Μεγάλη Βρετανία, που ήταν και ο μεγάλος πιστωτής.

Κάποιοι κατηγόρησαν τον πρόεδρο Andrew Jackson, ο οποίος αρνήθηκε να ανανεώσει τη στήριξη προς τη δεύτερη τράπεζα τον Η.Π.Α με αποτέλεσμα την απόσυρση των κρατικών κονδυλίων. Στη συνέχεια ο Martin Van Buren ο οποίος έγινε πρόεδρος το 1837, θεωρήθηκε υπεύθυνος σε μεγάλο βαθμό για την κατάσταση. Η άρνηση του να παρέμβει για να αντιμετωπίσει την κρίση, προκάλεσε μεγαλύτερη ζημιά σύμφωνα με τους αντιπάλους του. Από την άλλη μεριά οι Δημοκρατικοί, κατηγορούσαν την εθνική τράπεζα τόσο για την ενίσχυση της

κερδοσκοπίας όσο και την αύξηση του πληθωρισμού μέσω της υπερβολικής έκδοσης χαρτονομισμάτων.

Ο πανικός του 1837 οδήγησε την Αμερική σε μια από τις μεγαλύτερες υφέσεις της ιστορίας της. Η ανάπτυξη στη Δύση σταμάτησε. Το ίδιο και η μετανάστευση προς τη Δύση που λειτουργούσε ως βαλβίδα ασφαλείας και βοηθούσε στη διατήρηση της ειρήνης στις μεγάλες αμερικανικές πόλεις. Σύντομα στις πόλεις των βορειοανατολικών Πολιτειών ξέσπασαν συγκρούσεις μεταξύ των ανέργων Αμερικανών και των νεοεισερχόμενων μεταναστών. “Οι καιροί είναι εκτός ελέγχου” έγραφε ο δήμαρχος της Νέας Υόρκης Φίλιπ Χόουν. “Οι συγκρούσεις και η βία μαίνονται ανεξέλεγκτα στους δρόμους”. Εντός δύο μηνών οι απώλειες των τραπεζών έφθασαν τα 100 εκατομμύρια δολάρια. Από τις 850 τράπεζες στις Η.Π.Α, οι 343 έκλεισαν εξ ολοκλήρου, και 62 απέτυχαν εν μέρει. Για κάποιο σύντομο χρονικό διάστημα οι Η.Π.Α αποσύρθηκαν από τις διεθνείς αγορές χρήματος. Ακόμα και η ομοσπονδιακή κυβέρνηση των ΗΠΑ, που είχε άψογο πιστωτικό ιστορικό, δεν μπορούσε να πουλήσει ομόλογα στην Ευρώπη.

Μόνο στα τέλη της δεκαετίας του 1840 κατάφεραν οι Η.Π.Α να εισέλθουν εκ νέου στις αγορές αυτές. Η οικονομική κρίση του 1837 ήταν ένα άλλο ένα αναπάντεχο αποτέλεσμα της απέραντης κερδοσκοπίας.

3.5 Η μανία των σιδηροδρόμων 1845-1846

Η βρετανική μανία των σιδηροδρόμων θεωρείται η μεγαλύτερη τεχνολογική μανία και η κατάρρευσή της ήταν μια από τις μεγαλύτερες χρηματοοικονομικές φούσκες της ιστορίας. Η αρχή αυτής της κερδοσκοπικής φρενίτιδας που πραγματοποιήθηκε στο Ηνωμένο Βασίλειο κατά τη διάρκεια του 1840, ξεκίνησε όταν κατασκευάστηκε η πρώτη σύγχρονη σιδηροδρομική γραμμή που συνδέει τις πόλεις Λίβερπουλ-Μάντσεστερ. Η οικονομία του Ηνωμένου Βασιλείου την ίδια περίοδο άρχισε να επιβραδύνεται. Αυτό οδήγησε στην προσαύξηση των επιτοκίων με αποτέλεσμα η επένδυση σε κρατικά ομόλογα να είναι πιο ελκυστική για τους επενδυτές. Μέχρι τότε, τα κρατικά ομόλογα ήταν η κύρια πηγή των επενδύσεων. Χάρη στην πολιτική και κοινωνική αναταραχή που παρουσιάστηκε εκείνη την περίοδο, οι τράπεζες και οι επιχειρήσεις αποτρέπονταν να επενδύσουν τα μεγάλα χρηματικά ποσά που απαιτούνται για την κατασκευή των σιδηροδρόμων.

Αυτό άρχισε να αλλάζει από τα μέσα της δεκαετίας του 1840 όταν η οικονομία άρχισε να βελτιώνεται και οι μεταποιητικές βιομηχανίες γνώρισαν μεγάλη ανάπτυξη. Σύντομα, τα επιτόκια μειώθηκαν από την τράπεζα της Αγγλίας, γεγονός που έκανε τα κρατικά ομόλογα λιγότερο ελκυστικά για τους επενδυτές. Έτσι οι τιμές των μετοχών για τις ήδη υπάρχουσες σιδηροδρομικές επιχειρήσεις άρχισαν να αυξάνονται σημαντικά.

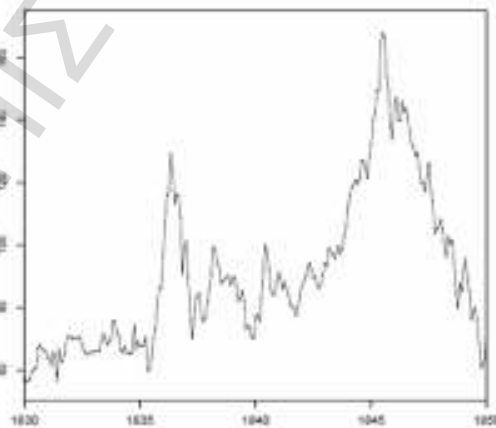
Η Βρετανική κυβέρνηση μέχρι το 1830 είχε θεσπίσει ένα νόμο, που υποκινήθηκε από τη φούσκα της εταιρείας της Νότιας Θάλασσας του 1720, ο οποίος περιόριζε το σχηματισμό νέων επιχειρήσεων καθώς και τις επενδύσεις σε ανώνυμες εταιρείες με πέντε μόνο επενδυτές. Ο λόγος της θέσπισης αυτού του νόμου ήταν η αποφυγή δημιουργίας μιας νέας φούσκας.

Με την εξάλειψη αυτών των ορίων, η κυβέρνηση επέτρεψε στον καθένα να επενδύσει τα χρήματα του και κατ' επέκταση να αποκομίσει κέρδη από τις επενδύσεις στις νέες σιδηροδρομικές εταιρίες οι οποίες είχαν προωθηθεί ως οι πλέον ακίνδυνες επιχειρήσεις. Πολλές οικογένειες της μεσαίας τάξης επένδυσαν όλες τους τις οικονομίες τους σε υποψήφιες εταιρείες ελπίζοντας για μεγάλη επιστροφή αποδόσεων.

Μέσα σε μικρό χρονικό διάστημα δεκάδες επιχειρήσεις συστάθηκαν, όμως δεν ήταν όλες κερδοφόρες. Η βρετανική κυβέρνηση ακολούθησε μία εντελώς φιλελεύθερη πολιτική από την πλευρά της όχι μόνο επειδή δεν έθετε όρια στον αριθμό των επιχειρήσεων που συστήνονταν αλλά δεν παρείχε ουσιαστικό έλεγχο αναφορικά με την βιωσιμότητα των συγκεκριμένων σιδηροδρομικών γραμμών. Αν και υπήρχαν αξιόπιστες ποσοτικές μετρήσεις που έδειχναν στους επενδυτές ότι δεν θα υπήρχε επαρκής ζήτηση, για τις σιδηροδρομικές μεταφορές ώστε να παρέχει τα αναμενόμενα έσοδα και κέρδη, η δύναμη της επαναστατικής νέας τεχνολογίας επιβοηθούμενη από την περίτεχνη χειραγώγηση της κοινής γνώμης προκάλεσε μια συλλογική ψευδαίσθηση στους επενδυτές. Οι επενδυτές ίσως επέμεναν να

αγνοούν αυτές τις δυσοίωνες μετρήσεις για χρόνια μέχρι που χρειάστηκε να επισκευαστούν οι γραμμές και η αναπόφευκτη καταστροφή χτύπησε. Η διαπίστωση αυτή σε συνδυασμό με το γεγονός ότι κοντά στο τέλος του 1845, η τράπεζα της Αγγλίας αύξησε τα επιτόκια, ώθησε τους επενδυτές να αρχίσουν να επενδύουν εκ νέου σε ομόλογα αποσύροντας έτσι τα χρήματά τους από την κατασκευή των σιδηροδρόμων. Οι τιμές των μετοχών για τους σιδηροδρόμους έπαψαν να αυξάνονται και τελικά εξομαλύνθηκαν. Αυτό οδήγησε σε διακοπή των επενδύσεων σε μια νύχτα, γεγονός που σήμαινε ότι πολλές εταιρείες αντιμετώπισαν πρόβλημα χρηματοδότησης.

Σαν αποτέλεσμα της φούσκας που δημιουργήθηκε, οικογένειες της μεσαίας τάξης που είχαν προηγουμένως ζήσει με μικρά αλλά άνετα εισοδήματα χρεοκόπησαν αφού είχαν επενδύσει όλες τις αποταμιεύσεις τους στις νέες σιδηροδρομικές επιχειρήσεις.



Διάγραμμα 4: Τιμή μετοχών σιδηροδρομικών εταιριών

Σε αντίθεση με πολλές άλλες φυσαλίδες, η βρετανική μανία των σιδηροδρόμων είχε πολλούς ισχυρούς κριτικούς. Οι προειδοποιήσεις τους όχι μόνο δεν ήταν πειστικές, αλλά και αντιπαραγωγικές καθώς είχαν τονώσει τις αυξημένες επενδύσεις στις σιδηροδρομικές επιχειρήσεις.

Παρότι η φούσκα τελικά έσκασε, κατασκευάστηκαν αρκετές σιδηροδρομικές γραμμές χάρη στην ανάπτυξη αυτού του διαστήματος. Συνολικά, κατά τα έτη μεταξύ 1844 και 1846, έξι χιλιάδες διακόσια είκοσι μίλια των σιδηροδρόμων χτίστηκε, το οποίο παραμένει ένα μεγάλο μέρος του συνόλου των έντεκα χιλιάδων μιλίων που υπάρχουν σήμερα στο Ηνωμένο Βασίλειο.

3.6 Η κρίση του 1929

Η παγκόσμια οικονομική ύφεση του 1929 ήταν μια κατάσταση διεθνούς οικονομικής ύφεσης που διήρκησε μέχρι και δέκα χρόνια σε διάφορες χώρες ανά τον κόσμο. Επρόκειτο για τη μεγαλύτερη οικονομική ύφεση της σύγχρονης ιστορίας και χρησιμοποιείται τον 21ο αιώνα σαν παράδειγμα για το πόσο οδυνηρή μπορεί να είναι μια οικονομική καταστροφή. Η "Μεγάλη Ύφεση", όπως χαρακτηρίστηκε στις ΗΠΑ, προκλήθηκε μετά από το χρηματιστηριακό κραχ στις 24 Οκτωβρίου του 1929, γνωστό ως η Μαύρη Πέμπτη, όταν η Wall Street έκλεισε με απώλειες της τάξεως 13%, φέρνοντας τις απώλειες της εβδομάδας σε 30 δισ. δολ., δέκα φορές τον ετήσιο προϋπολογισμό της ομοσπονδιακής κυβέρνησης και πολλαπλάσια

χρήματα από όσα είχαν ξοδέψει οι ΗΠΑ στον Α' Παγκόσμιο Πόλεμο. Ενδεικτικό των διαστάσεων του κραχ ήταν πως, μετά τη μεγάλη κατάρρευση του Οκτωβρίου του 1929, τη μεγαλύτερη ημερήσια πτώση στην ιστορία της Wall Street, η αγορά χρειάστηκε λιγότερο από δύο χρόνια, για να ανακτήσει το χαμένο έδαφος και ο Dow Jones δεν ξαναβρήκε το χαμένο μεγαλείο του παρά μόνο έπειτα από 15 χρόνια.

Χιλιάδες είχαν κερδίσει χρήματα την περίοδο της χρηματιστηριακής άνθησης, χωρίς να έχουν την παραμικρή γνώση για τη φύση της εταιρείας όπου τοποθετούσαν τις περιουσίες τους. Μέχρι το 1920 οι αγορές ήταν ένα παιχνίδι για επαγγελματίες. Με το μπουμ του χρηματιστηρίου η βάση των ιδιοκτητών μετοχών διευρύνθηκε σημαντικά. Έως το καλοκαίρι του 1929 περισσότεροι από 1 εκατομμύριο Αμερικανοί δανείζονταν αφειδώς για να αγοράσουν μετοχές, εταιριών των οποίων τα θεμελιώδη οικονομικά στοιχεία αγνοούσαν. Η επένδυση στο χρηματιστήριο έγινε σύντομα το αγαπημένο χόμπι των Αμερικανών. Οι επενδυτές υποθήκευαν τα σπίτια τους ή επένδυαν τις αποταμιεύσεις μιας ζωής σε "καυτές" μετοχές. Για τον μέσο επενδυτή οι μετοχές ήταν σίγουρο χαρτί.

Το δεύτερο μισό της δεκαετίας του 1920 ήταν μια περίοδος εντυπωσιακής οικονομικής άνθησης, με τις Ηνωμένες Πολιτείες να δρέπουν τους καρπούς της μεταπολεμικής ανάκαμψης και της τεχνολογικής ανάπτυξης. Η ανάπτυξη φαινόταν να μη σχετίζεται με τη δημιουργία κάποιας φούσκας. Αντίθετα, μερίδα ιστορικών υποστήριζε ότι οι βιομηχανίες βοηθούσαν η μία την άλλη να δημιουργήσουν

αυθεντική οικονομική ανάπτυξη: οι πωλήσεις αυτοκινήτων ενίσχυσαν τους παραγωγούς ελαστικών, τους κατασκευαστές οδών και τους εργαζόμενους στη μεταλλουργία. Όλα ήταν μια δυνατή αλυσίδα.

Την περίοδο του κραχ η Νέα Υόρκη είχε αναδειχθεί σε σημαντική χρηματοοικονομική μητρόπολη. Το χρηματιστήριό της ήταν το μεγαλύτερο του κόσμου. Η δεκαετία του '20 βρήκε την πόλη να ευημερεί και να διαθέτει ρευστό. Ο κόσμος είχε πειστεί πως η ανοδική πορεία της αγοράς θα διατηρούνταν. Από το 1921 έως το 1929 ο Dow Jones εκτινάχθηκε από τις 60 μονάδες στις 400. Από τη μια στιγμή στην άλλη δημιουργήθηκαν νέοι εκατομμυριούχοι. Ελάχιστοι ήταν εκείνοι που περίμεναν ένα κραχ. Μετά από μια ξέφρενη πενταετία που ο Dow Jones πενταπλασίασε την αξία του, ο δείκτης έφτασε στις 381,17 μονάδες στις 3 Σεπτεμβρίου 1929. Μετά από αυτό και για ένα μήνα η αγορά άρχισε να πέφτει, χάνοντας περίπου το 17% της αξίας της. Στη συνέχεια οι τιμές κάλυψαν περισσότερο από το ήμισυ του χαμένου εδάφους, και συνέχισαν την καθοδική πορεία τους αμέσως μετά. Η πτώση επιταχύνθηκε φτάνοντας στη Μαύρη Πέμπτη 24 Οκτωβρίου 1929. Ο αριθμός ρεκόρ των 12.900.000 μετοχών άλλαξε χέρια εκείνη την ημέρα. Η ευφορία και τα κέρδη της αγοράς κατέρρευσαν στις 24 Οκτωβρίου 1929, όταν οι τιμές των μετοχών στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης άρχισαν να πέφτουν με άνευ προηγουμένου ρυθμό και συνέχισαν την πτωτική πορεία για έναν ολόκληρο μήνα.

Τις ημέρες που οδήγησαν στην Μαύρη Πέμπτη η αγορά ήταν ασταθής. Περίοδοι πωλήσεων πανικού και υψηλών συναλλαγών διαδέχονταν σύντομες περιόδους υψηλότερων τιμών και ανάκαμψης. Την Παρασκευή 25 Οκτωβρίου, τραπεζίτες της Wall Street συναντήθηκαν να βρουν μια λύση για να αντιμετωπισθεί ο πανικός και το χάος που είχε δημιουργηθεί. Εκτός από τους μικροεπενδυτές και οι τράπεζες είχαν εκτεθεί σημαντικά στο χρηματιστήριο. Όταν οι μετοχές ήταν άχρηστα χαρτιά, τα χρήματα των καταθετών τους είχαν εξανεμιστεί. Μαζικές αναλήψεις καταθέσεων έφεραν πανικό, τράπεζες κατέρρευσαν, χρηματιστηριακοί οίκοι πτώχευσαν, άνθρωποι άρχισαν να βάζουν τέλος στη ζωή τους. Εκτιμάται ότι περίπου 140 δισ. δολ. καταθέσεων εξατμίστηκαν και 10.000 τράπεζες έβαλαν λουκέτο. Εκ των υστέρων ξέρουμε για το 1929 ότι κάποιος ήξεραν να συμπεριφερθούν και να αντιδράσουν σαν να είχαν κάποιες χρήσιμες πληροφορίες. Ο Μόργκαν και ο Ροκφέλερ και άλλοι γνωστοί κύριοι του χρήματος είχαν προλάβει να ρευστοποιήσουν τις μετοχές τους από τον Αύγουστο μέχρι τον Σεπτέμβριο του 1929 μετατρέποντας τις σε χρυσό.

Μέχρι να ξεσπάσει η κρίση, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα τροφοδοτούσε την αγορά αφειδώς με ρευστότητα, χαμηλώνοντας τα επιτόκια. Με το ξέσπασμα της κρίσης οι στρόφιγγες της Ομοσπονδιακής Τράπεζας έκλεισαν. Σύμφωνα με την μονεταριστική άποψη των Friedman και Swartz (1982), ο ανθρώπινος παράγοντας και στην περίπτωση των Η.Π.Α η Ομοσπονδιακή Τράπεζα, φέρει την ευθύνη που μια φαινομενικά συνηθισμένη ύφεση όπως αυτή του 1929 δεν εξομαλύνθηκε με μια μικρή αύξηση της προσφοράς του χρήματος. Η

Ομοσπονδιακή Τράπεζα αντιθέτως, περιόρισε την προσφορά του χρήματος την στιγμή που έπρεπε να τονωθεί η ρευστότητα στην αγορά, προκαλώντας έτσι μεγαλύτερη ασφυξία, για να οδηγηθούμε ίσως στην μεγαλύτερη ύφεση στην οικονομική ιστορία του καπιταλισμού.

Οι Milton Friedman & Anna Schwartz, στο σημαντικό βιβλίο τους, “Η Νομισματική Ιστορία των ΗΠΑ”, απέδωσαν την κρίση του '29, 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».

Το 1933 αποφασίστηκε να ακολουθηθεί μια πολιτική από τον νεοεκλεγέντα τότε Φραγκλίνο Ρούσβελτ, με σκοπό να ξεπεραστεί η κρίση. Θα εφαρμοζόταν μια δημοσιονομική πολιτική ενίσχυσης της ενεργού ζήτησης. Ακολουθώντας τις κεϋνσιανές συστάσεις, η αμερικανική κυβέρνηση θα έπρεπε να αυξήσει τις Δημόσιες δαπάνες της και θα δημιουργούσε νέες θέσεις εργασίας.

Η αύξηση της απασχόλησης θα αύξανε τη ζήτηση των καταναλωτικών αγαθών και έτσι οι βιομηχανίες θα μπορούσαν να αυξήσουν την παραγωγή τους και κατ' επέκταση τα κέρδη τους.

Έτος	Προσφορά Χρήματος (δισ)	Εισόδημα (δισ)	Εισόδημα προς Προσφορά Χρήματος	Επιτόκιο (σε Commercial paper)
1929	\$ 46,6	\$ 90,3	1,94	5,78
1930	45,7	76,9	1,68	3,55
1931	42,7	61,7	1,45	2,63
1932	36,1	44,8	1,24	2,72
1933	32,2	42,7	1,32	1,67

Πίνακας 1 Προσφορά χρήματος, εισόδημα και επιτόκια την περίοδο 1929 - 1933

Ο πίνακας προέρχεται από το Friedman and Schwartz (1982, σ. 124).

Από τα αυξημένα κέρδη θα προέκυπταν δημοσιονομικά έσοδα από φόρους. Έτσι ο αρχικά ελλειμματικός προϋπολογισμός θα κάλυπτε σταδιακά τα ελλείμματα του. Η ακριβής ιστορική αλήθεια είναι ότι, υπό τον φόβο των ελλειμμάτων, του πληθωρισμού και του πολιτικού κόστους, αυτή η πολιτική είχε εμπόδια. Το «μεγάλο δημόσιο έργο» θα λεγόταν Δεύτερος Παγκόσμιος Πόλεμος, οπού κατά τη διάρκειά του οι μηχανές της αμερικανικής οικονομίας θα δούλευαν ασταμάτητα για να τροφοδοτήσουν με πολεμικό υλικό την υψηλή ζήτηση. Γι' αυτό άλλωστε το τέρμα της κρίσης στις ΗΠΑ ταυτίστηκε με το έναυσμα του 2ου παγκοσμίου πολέμου, γύρω στο 1939.

Η κρίση είχε καταστροφικές επιπτώσεις τόσο στον ανεπτυγμένο, όσο και στον αναπτυσσόμενο κόσμο. Επηρεάστηκε το διεθνές εμπόριο, καθώς επίσης και τα προσωπικά εισοδήματα, τα έσοδα από φόρους, οι τιμές και τα κέρδη. Η οικονομία πολλών χωρών ανά τον κόσμο επλήγη, ιδίως εκείνων που εξαρτώνταν άμεσα από τη βαριά βιομηχανία.

3.7 Η πρώτη φούσκα χρυσού

Στις αρχές της δεκαετίας του 1980 ο χρυσός εκτοξεύθηκε, από το πουθενά, στα περίπου 1.000 δολάρια ανά ουγκιά, ενώ λίγο αργότερα υποχώρησε σχεδόν ακαριαία και βίαια.

Τα Χριστούγεννα του 1979 οι σοβιετικοί εισέβαλαν στο Αφγανιστάν προκαλώντας ρίγη στους επενδυτές σε όλο τον κόσμο. 700 περίπου σοβιετικοί στρατιώτες και 50 ειδικά εκπαιδευμένα στελέχη της KGB ντυμένοι ως Αφγανοί κατέλαβαν όλα τα κυβερνητικά κτίρια της πρωτεύουσας Καμπούλ και σκότωσαν τον πρόεδρο Αμίν.



Διάγραμμα 5: Η πορεία της τιμής του χρυσού από το 1970 έως σήμερα

Η επιχείρηση ήταν ένα χαστούκι στο πρόσωπο των ΗΠΑ που αντιμετώπιζαν προβλήματα με τον υψηλό πληθωρισμό και την ανεργία, την ασθμαίνουσα οικονομία τους και τις υψηλές τιμές των καυσίμων.

Το μέλλον για την αμερικανική οικονομία δεν φαινόταν τόσο βέβαιο εκείνη τη χρονική στιγμή. Ο χρυσός χρησιμοποιήθηκε ως ασφαλές καταφύγιο από τους επενδυτές και η άνοδος της τιμής του απλά αντανάκλούσε τους φόβους και τις ανησυχίες τους. Όταν όμως οι αγορές «χώνεψαν» τις εξελίξεις, η αγοραστική μανία για χρυσό έδωσε τη θέση της στον πανικό των πωλήσεων και την καταγραφή του ιστορικού υψηλού ακολούθησαν δύο συνεδριάσεις με διαδοχικά limit-down. Το σκάσιμο της φούσκας του χρυσού το 1980 ακολούθησαν 22 χρόνια κατά τα οποία η τιμή του πολύτιμου μετάλλου παρέμενε σε χαμηλά, και αρκετές φορές υποτιμημένα, επίπεδα.

3.8 Ιαπωνική φούσκα της ακίνητης περιουσίας

Στη δεκαετία του 1980 η ιαπωνική αγορά ακινήτων και τα χρηματιστήρια «προσβλήθηκαν από μια χρηματοοικονομική φούσκα». Όπως σε πολλές άλλες περιπτώσεις δημιουργίας φούσκας, έτσι και στην Ιαπωνία όλα ξεκίνησαν στη βάση των εξαιρετικών θεμελιωδών μεγεθών της οικονομίας της. Το ιαπωνικό γιεν κάλπαζε υποβοηθούμενο από εντυπωσιακά εμπορικά πλεονάσματα και το αναδυόμενο τραπεζικό σύστημα της χώρας ήταν πρόθυμο να επεκτείνει τον δανεισμό.

Στις δεκαετίες μετά τον Δεύτερο Παγκόσμιο Πόλεμο, η Ιαπωνία είχε εφαρμόσει πολιτικές ενθάρρυνσης της αποταμίευσης. Με περισσότερα χρήματα στις

τράπεζες, τα δάνεια και πιστωτικές ήταν ευκολότερο να αποκτηθούν και με την ύπαρξη μεγάλων εμπορικών πλεονασμάτων, το γιεν ανατιμήθηκε έναντι των ξένων νομισμάτων. Αυτό επέτρεψε σε τοπικές εταιρείες να επενδύουν σε κεφάλαια ευκολότερα απ' ό,τι οι ανταγωνιστές τους στο εξωτερικό με αποτέλεσμα να μειωθεί η τιμή των Ιαπωνικών προϊόντων και να διευρυνθεί το εμπορικό πλεόνασμα περαιτέρω.

Τόσα πολλά χρήματα άμεσα διαθέσιμα για επενδύσεις, σε συνδυασμό με την οικονομική απορρύθμιση, την άμετρη εμπιστοσύνη και την χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής που εφάρμοσε η τράπεζα της Ιαπωνίας στα τέλη της δεκαετίας του 1980 οδήγησε σε επιθετική κερδοσκοπία.

Η οικονομική φιλελευθεροποίηση σε όλη τη διάρκεια της δεκαετίας του '80 και η ανάγκη ενίσχυσης του δολαρίου στο τέλος της δεκαετίας οδήγησε στην επέκταση της πίστωσης. Κατά το μεγαλύτερο μέρος της δεκαετίας του '80 οι τιμές των ακινήτων αυξήθηκαν σημαντικά φθάνοντας σε πολύ υψηλά επίπεδα. Χαρακτηριστικό είναι ότι ο δείκτης Nikkei 225 στο Τόκυο, το 1985 ήταν στο επίπεδο των 10.000 μονάδων ενώ το 1989 άγγιξε τις 38.900 μονάδες περίπου.

Οι τιμές των ακινήτων είχαν εκτιναχθεί το 1989 στο Τόκυο, κοστίζοντας πάνω από 30 εκατομμύρια γιεν (περίπου 215.000 δολάρια) ανά τετραγωνικό μέτρο. Οι τιμές ήταν οριακά μικρότερες σε άλλες μεγάλες εμπορικές περιοχές του Τόκυο. Μέχρι το 2004, οι τιμές των ακινήτων είχαν καταρρεύσει σε λιγότερο από το ένα τοις εκατό της ακμής τους και τα κατοικημένα σπίτια του Τόκυο ήταν λιγότερο από το ένα

δέκατο της αιχμής τους, αλλά και πάλι καταγραφόταν ως η πιο ακριβή πόλη στον κόσμο μέχρι που ξεπεράστηκε στα τέλη της δεκαετίας του 2000 από τη Μόσχα.

Ένας νέος διοικητής της Τράπεζας της Ιαπωνίας, λιγότερο ενδιαφερόμενος για την υποστήριξη του αμερικανικού δολαρίου και περισσότερο για την καταπολέμηση του πληθωρισμού, εφάρμοσε αυστηρότερη νομισματική πολιτική η οποία οδήγησε σε μια αύξηση των επιτοκίων στις αρχές της δεκαετίας του 1990. Η φούσκα έσκασε. Ο δείκτης Nikkei 225, έπεσε αισθητά κατά τη διάρκεια του πρώτου μέρους του έτους, φτάνοντας στις 20.222 μονάδες την 1 Οκτωβρίου του ίδιου έτους. Οι τιμές των ακινήτων ακολούθησαν την ίδια πορεία.

Η επόμενη περίοδος χαρακτηρίστηκε από αθετήσεις (defaults) και περικοπές στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Τρεις μεγάλες τράπεζες και ένας από τους τέσσερις μεγαλύτερους χρηματιστηριακούς οίκους χρεοκόπησαν.

Η πραγματική οικονομία είχε επηρεαστεί δυσμενώς από την χρηματοοικονομική φούσκα και τα ποσοστά ανάπτυξης ήταν είτε αρνητικά είτε ελαφρώς αρνητικά στη διάρκεια 1990 με 2000 συγκριτικά με την μεταπολεμική περίοδο που ήταν σημαντικά υψηλότερα. Προφανώς, οι τιμές των ακινήτων ανά τετραγωνικό μέτρο ακίνητης περιουσίας ήταν εκτός λογικής και τελικά υποχώρησαν ως και 99% χαμηλότερα από την προηγούμενη κορυφή τους. Σύμφωνα με την Τράπεζα της Ιαπωνίας οι κυριότεροι παράγοντες που ευθύνονται για τη δημιουργία της φούσκας ήταν:

- (α) η επιθετική συμπεριφορά των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων,
 - (β) η απορρύθμιση της αγοράς,
 - (γ) η χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής,
 - (δ) η ευνοϊκή φορολογική πολιτική για την αγορά ακινήτων και
 - (ε) η συγκέντρωση της επιχειρηματικής και οικονομικής δραστηριότητας στο Τόκιο.
- Ο χρόνος μετά την κατάρρευση της φούσκας, η οποία έγινε σταδιακά και όχι καταστροφικά, είναι γνωστός ως «χαμένη δεκαετία».

3.9 Dot Com

Η 10η Μαρτίου του 2000 θεωρείται ως μία ημερομηνία- ορόσημο, καθώς σήμανε το «σπάσιμο της φούσκας» των dotcom επιχειρήσεων.

Η φούσκα των εταιρειών του διαδικτύου ή dot-com όπως συνηθίζονται πλέον να λέγονται, ήταν μια ιστορική κερδοσκοπική φούσκα που διήρκεσε περίπου τρία χρόνια με αποκορύφωμα τις 10 Μαρτίου 2000, ημερομηνία κατά την οποία τα χρηματιστήρια στις βιομηχανικές χώρες είδαν την αξία ιδίων κεφαλαίων να αυξάνεται γρήγορα από την ανάπτυξη του τομέα του Διαδικτύου. Η έκρηξη του Διαδικτύου αποτελεί ουσιαστικά τη σταθερή εμπορική ανάπτυξη του Διαδικτύου με την έλευση του World Wide Web το 1993, και συνεχίζοντας με τη δεκαετία του 1990.

Η περίοδος αυτή χαρακτηρίστηκε από την ίδρυση (και, σε πολλές περιπτώσεις, θεαματική αποτυχία) μιας ομάδας νέων επιχειρήσεων που συνήθως αναφέρονται ως dot-coms. Οι εταιρείες έβλεπαν οι τιμές των μετοχών τους να εκτοξεύονται απλά αν προστεθεί ένα "e-" πρόθεμα στο όνομά τους και / ή ένα " com "στο τέλος.

Ο συνδυασμός της ταχείας αύξησης των τιμών των μετοχών, η εμπιστοσύνη της αγοράς ότι οι εταιρείες θα αποδώσουν μελλοντικά κέρδη, η ατομική κερδοσκοπία σε μετοχές, και τα ευρέως διαθέσιμα κεφάλαια υψηλού επιχειρηματικού κινδύνου δημιούργησαν ένα περιβάλλον στο οποίο πολλοί επενδυτές επέλεξαν να αγνοήσουν τις παραδοσιακές μετρήσεις όπως τις σχέσης τιμής μετοχής με τα κέρδη.

Η κατάρρευση της φούσκας έλαβε χώρα κατά τη διάρκεια του 2000-2001. Ορισμένες εταιρείες, όπως η Pets.com , απέτυχαν εντελώς. Άλλες έχασαν ένα μεγάλο μέρος της κεφαλαιοποίησης τους, και άλλες παρέμειναν σταθερές και κερδοφόρες, όπως η Cisco, της οποίας η μετοχή υποχώρησε κατά 86%. Κάποιοι αργότερα ξεπέρασαν την χρηματοοικονομική κρίση που έπληξε τον κλάδο dot-com όπως η Amazon.com , της οποίας η μετοχή πήγε από τα 107 δολάρια/ μετοχή στα 7 δολάρια ανά μετοχή, αλλά μια δεκαετία αργότερα υπερέβη τα 200 δολάρια ανά μετοχή.

4 Χρηματοπιστωτική κρίση 2007 - ?

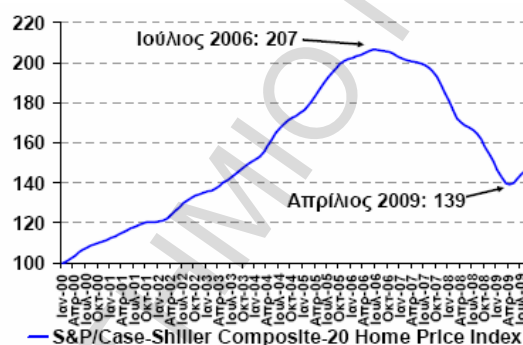
Βρισκόμαστε εν μέσω της μεγαλύτερης χρηματοπιστωτικής κρίσης από τη δεκαετία του 1930. Το κυριότερο χαρακτηριστικό αυτής της κρίσης είναι ότι δημιουργήθηκε από το ίδιο το οικονομικό σύστημα και όχι από κάποιο εξωτερικό σοκ. Το γεγονός αυτό διαψεύδει την ευρέως αποδεκτή θεωρία ότι οι οικονομικές αγορές τείνουν προς την ισορροπία και οι αποκλίσεις από την ισορροπία συμβαίνουν είτε με τυχαίο τρόπο, είτε προκαλούνται από κάποιο αιφνιδιαστικό εξωτερικό γεγονός προς το οποίο οι αγορές δυσκολεύονται να προσαρμοστούν.

4.1 Πώς ξεκίνησε η χρηματοοικονομική κρίση

Η σημερινή οικονομική κρίση γεννήθηκε στην αγορά ενυπόθηκων δανείων μεγάλης μόχλευσης και χαμηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης στις Η.Π.Α. Από το 2004 έως το 2006, το επιτόκιο παρέμβασης στις Η.Π.Α. αυξήθηκε από το 1% στο 5,25%, κάτι που οδήγησε και σε επιβράδυνση στην αγορά κατοικίας. Τα πρώτα σημάδια της κρίσης εμφανίστηκαν το καλοκαίρι του 2006 όταν οι τιμές των κατοικιών στις Η.Π.Α. άρχισαν την πτωτική πορεία, όπως φαίνεται στο παρακάτω σχήμα. Πολλά νοικοκυριά, που προηγουμένως είχαν πάρει στεγαστικά δάνεια χαμηλής πιστοληπτικής αξιολόγησης, άρχισαν να χρεοκοπούν, καθώς τα επιτόκια αυξάνονταν. Το μεγαλύτερο μέρος αυτών των δανείων είχε προηγουμένως

τιτλοποιηθεί και πουληθεί σε αμοιβαία κεφάλαια, σε άλλες τράπεζες και επενδυτές ανά τον κόσμο. Έτσι, οι πρώτες επιπτώσεις των χρεοκοπιών των νοικοκυριών άρχισαν να γίνονται εμφανείς στην αγορά τιτλοποιημένων ομολόγων χαμηλής πιστοληπτικής αξιολόγησης.

Το Δεκέμβριο του 2006 ο οίκος αξιολόγησης Fitch προειδοποιούσε ότι ένας μεγάλος αριθμός οφειλετών με στεγαστικά δάνεια χαμηλής πιστοληπτικής αξιολόγησης θα αντιμετώπιζε προβλήματα την επόμενη χρονιά όταν θα ανανεώνονταν τα συμβόλαια τους με νέα επιτόκια αγοράς.



Πηγή: Bloomberg

Διάγραμμα 6: Τιμές των κατοικιών στις Η.Π.Α

Το 2007, όταν θα ανανεώνονταν τα κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου, πολλά hedge funds υπέστησαν πλήγμα.

Υπήρξε αυξημένη αβεβαιότητα για το πώς οι περαιτέρω αθετήσεις, μπορούσαν να φθείρουν βαθμιαία τις υψηλότερες τάξεις. Οι υψηλότερες τάξεις σε μεγάλο βαθμό χρηματοδοτούνται από Εμπορικούς Τίτλους Δανειακών Εγγυήσεων. Αυτοί οι τίτλοι ελέγχονταν σε μεγάλο βαθμό από διαχειριστές κεφαλαίων οι οποίοι σε μεγάλο

βαθμό αποστρέφονται τον κίνδυνο. Έτσι όταν άρχισε να υπάρχει έλλειψη εμπιστοσύνης σχετικά με τον πιστωτικό κίνδυνο των συγκεκριμένων υποθηκών στις υψηλότερες τάξεις, οι διαχειριστές αρνήθηκαν να επενδύσουν στους προαναφερόμενους τίτλους με αποτέλεσμα να μειώνονται δραματικά.

Τον Ιούλιο του 2007, οι οίκοι αξιολόγησης Standard & Poor's και Moody's έσπειραν φόβο στις αγορές ανακοινώνοντας την πρόθεσή τους να εξετάσουν την προηγούμενη βαθμολόγηση ενός συνόλου δανείων χαμηλής πιστοληπτικής αξιολόγησης ύψους περίπου \$18 δισ. για πιθανή υποβάθμιση. Η Fitch ακολούθησε. Πολλά προϊόντα που βασίζονταν σε τέτοιου είδους δάνεια υποβαθμίστηκαν από AAA σε A+, δηλαδή κατά 4 βαθμίδες, κάτι που μέχρι τότε ήταν εξαιρετικά ασυνήθιστο. Οι οίκοι αξιολόγησης άρχισαν να επανελέγχουν τις διαδικασίες αξιολόγησης που χρησιμοποιούσαν ως τότε, προκαλώντας ακόμα μεγαλύτερη αβεβαιότητα στις αγορές.

Μια σειρά γεγονότων τον Αύγουστο του 2007, που αφορούσαν απώλειες αμοιβαίων κεφαλαίων σε Γαλλικές και Γερμανικές τράπεζες προκάλεσαν μεγαλύτερη ένταση στις αγορές. Χρηματοπιστωτικά ιδρύματα σε όλο τον κόσμο άρχισαν σταδιακά να αντιλαμβάνονται ότι τα περιουσιακά τους στοιχεία που βασίζονταν σε στεγαστικά δάνεια χαμηλής πιστοληπτικής αξιολόγησης δεν άξιζαν όσο πίστευαν, καθώς είχαν αξιολογήσει λάθος τον κίνδυνο που συνδεόταν με αυτά και πλέον ήταν πρακτικά αδύνατο να εκτιμήσουν την αξία τους, καθώς οι σχετικές αγορές κατέρρεαν. Οι τράπεζες, αβέβαιες πλέον για τις ίδιες τις κεφαλαιακές τους

ανάγκες, σταμάτησαν να δανείζουν. Πολλοί χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί άρχισαν να έχουν σοβαρό πρόβλημα να εξασφαλίσουν χρηματοδότηση που τους ήταν απαραίτητη για να συνεχίσουν να λειτουργούν - ιδίως οι οργανισμοί με υψηλή μόχλευση.

Με το ξέσπασμα της κρίσης τον Αύγουστο του 2007, η αγορά των στεγαστικών δανείων πάγωσε. Πολλές εταιρείες αμοιβαίων κεφαλαίων, τράπεζες επενδύσεων και άλλοι, που ήταν επενδυτές στην αγορά των συγκεκριμένων δανείων και είχαν χρηματοδοτήσει την επένδυσή τους με βραχυχρόνιο δανεισμό, βρέθηκαν αντιμέτωπες με πιέσεις για μεγαλύτερες εγγυήσεις από τους δανειστές τους. Για να βρουν τις εγγυήσεις αυτές υποχρεώθηκαν σε πωλήσεις περιουσιακών στοιχείων, με αποτέλεσμα οι τιμές πολλών περιουσιακών στοιχείων να αρχίσουν να πέφτουν. Οι πρώτοι οργανισμοί που χτυπήθηκαν ήταν οργανισμοί στημένοι ως θυγατρικές εταιρείες αμερικανικών τραπεζών για να μπορούν να δανείζονται εύκολα χωρίς υποχρεωτικές κεφαλαιακές απαιτήσεις για το ρίσκο που αναλάμβαναν. Αμέσως, η αγορά αυτών των εταιρειών (Special Investment Vehicles) εξαφανίστηκε. Η αγορά αυτή χρηματοδοτούσε τις επενδύσεις σε στεγαστικά προϊόντα εκδίδοντας βραχυπρόθεσμα εταιρικά ομόλογα, τα λεγόμενα Asset-Backed Commercial Paper (ABCP). Λίγοι επιθυμούσαν πλέον να αγοράσουν τα συγκεκριμένα ομόλογα και έτσι και αυτή η αγορά κατέρρευσε.

Τα διεθνή χρηματιστήρια, αν και αντέδρασαν αρνητικά στην αρχή της κρίσης τον Αύγουστο του 2007, επανήλθαν γρήγορα στα προηγούμενα επίπεδα. Μέχρι τα

μέσα του 2008 και εφαρμόζοντας τα διδάγματα από την κρίση του 1930, οι κεντρικές τράπεζες αντιδρούσαν με τρόπο ώστε η χρηματοοικονομική κρίση να μην οδηγήσει στην κατάρρευση του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος. Προέβησαν σε μειώσεις επιτοκίων και ενέσεις ρευστότητας. Όμως, ο παραδοσιακός μηχανισμός μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής είχε ουσιαστικά παραλύσει αφού δεν δίνονταν δάνεια σε ιδιώτες. Έτσι, οι κεντρικές τράπεζες προχώρησαν σε εκτεταμένες ενέσεις ρευστότητας, χρησιμοποιώντας και νέα εργαλεία. Όμως, παρά τις παρεμβάσεις, οι κεντρικές τράπεζες δεν είχαν καταφέρει να λύσουν το βασικό πρόβλημα της κρίσης. Γίνονταν μέρα με τη μέρα ολοένα και πιο φανερό ότι η έλλειψη ρευστότητας ήταν απλώς σύμπτωμα και όχι η αιτία των γεγονότων. Το πρόβλημα ήταν η έλλειψη φερεγγυότητας.

Αν και η επιδείνωση της κρίσης υπήρξε σταδιακή, αφού οι εποπτικές αρχές αντιδρούσαν με όλο και μεγαλύτερες παρεμβάσεις, ορόσημο του μεγέθους της αποτελούν τα γεγονότα του Σεπτεμβρίου 2008. Τότε η κρίση έλαβε πλέον δραματικές διαστάσεις, καθώς οι εξελίξεις απέδειξαν ότι τα συμβατικά μέσα πολιτικής αδυνατούσαν να αντιμετωπίσουν τα προβλήματα, ενώ εκ των υστέρων αποδείχτηκε λανθασμένη η πολιτική μη διάσωσης της Lehman Brothers. Στις 10 Σεπτεμβρίου η Lehman Brothers ανακοινώνει τεράστιες απώλειες για το τελευταίο τρίμηνο και αναγκάζεται να κηρύξει πτώχευση τη Δευτέρα, 15 Σεπτεμβρίου. Ήταν η πρώτη μεγάλη τράπεζα που χρεοκοπούσε. Την ίδια μέρα, στις 15 Σεπτεμβρίου, η Merrill Lynch ανακοινώνει την εξαγορά της από την Bank of America για \$50 δισ. Μέσα σε ένα Σαββατοκύριακο δύο από τις μεγαλύτερες επενδυτικές τράπεζες

του κόσμου έπαψαν να υπάρχουν. Η χρεοκοπία της Lehman εξαφάνισε το λιγιστό ίχνος εμπιστοσύνης που είχε απομείνει στη διατραπεζική αγορά και τα επιτόκια εκτοξεύτηκαν σε ιστορικά υψηλά επίπεδα. Η αγορά ουσιαστικά ήταν και πάλι κλειστή και θα παρέμενε έτσι για μεγάλο χρονικό διάστημα.

Η απόφαση να αφεθεί η Lehman να καταρρεύσει είχε σκοπό να μειώσει τον ηθικό κίνδυνο (moral hazard), αλλά ξαφνικά δημιουργήθηκε ένα ντόμινο ανησυχιών. Η ανησυχία μεταφέρθηκε κυρίως στους ασφαλιστικούς οργανισμούς που είχαν πουλήσει ασφάλειες έναντι του κινδύνου χρεοκοπίας οργανισμών όπως η Lehman, χρησιμοποιώντας παράγωγα προϊόντα (Credit Default Swaps). Μεγαλύτερος κίνδυνος υπήρχε για την αμερικανική AIG, τη μεγαλύτερη ασφαλιστική εταιρία του κόσμου, της οποίας ο ρόλος απειλούσε να προκαλέσει την πλήρη κατάρρευση του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος. Ο συστημικός κίνδυνος ήταν πλέον τεράστιος, αφού το κόστος της κατάρρευσής της ήταν πολύ μεγαλύτερο από ό,τι της διάσωσής της. Έτσι, την επόμενη μέρα μετά τη χρεοκοπία της Lehman, στις 16 Σεπτεμβρίου 2008, η αμερικανική κυβέρνηση ανακοινώνει ένα πακέτο σωτηρίας \$85 δισ. για την AIG με αντάλλαγμα το 80% της εταιρείας. Η AIG κρατικοποιείται, κάτι πρωτοφανές για την αμερικανική αγορά.

Στις 8 Οκτωβρίου η Fed, η EKT, η Τράπεζα της Αγγλίας και οι κεντρικές τράπεζες του Καναδά, της Σουηδίας και της Ελβετίας μειώνουν εκτάκτως και συντονισμένα σε μία πρωτοφανή κίνηση, τα επιτόκια κατά 0,5%. Είναι η πρώτη μείωση στην οποία προβαίνει η EKT από την αρχή της κρίσης. Οι πτωχεύσεις / διασώσεις

τραπεζών συνεχίζονται σε όλο τον κόσμο το χειμώνα του 2008-2009. Αποδεικνύεται ότι με ελάχιστες εξαιρέσεις, όπως το ελληνικό τραπεζικό σύστημα μέχρι τότε, όλοι κινδυνεύουν.

	Μείωση επιτοκίων παρέμβασης	Αύξηση του ενεργητικού της κεντρικής τράπεζας	Ύψος Ενεργητικού Κεντρικής Τράπεζας
Η.Π.Α.	- 5,00 %	182,9%	\$2,47 τρισ.
Ευρωζώνη	- 3,00 %*	68.6%	€2,01 τρισ.
Ην. Βασίλειο	- 5,25 %	194,6%	£241,1 δισ.

* Ενδιάμεσα το επιτόκιο αυξήθηκε κατά 0,25% το διάστημα 7/2008 – 10/2008

Σημείωση: Τα δεδομένα για τη ζώνη του ευρώ είναι μέχρι τις 4/2/2011, για τις ΗΠΑ μέχρι τις 2/2/2011 και για το Ην. Βασίλειο είναι μέχρι τις 4/2/2011.

Πηγή: ΕΚΤ, Ομοσπονδιακή Τράπεζα των Η.Π.Α., Τράπεζα της Αγγλίας

Από την αρχή της χρηματοοικονομικής κρίσης, άρχισαν να εκφράζονται ανησυχίες για την πιθανή μεταφορά της στην πραγματική οικονομία.

Ήδη το 2009 η παγκόσμια οικονομία βρέθηκε αντιμέτωπη με τη χειρότερη ύφεση της μεταπολεμικής περιόδου, με το ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης να γίνεται αρνητικός, - 1,9%, για πρώτη φορά μετά το πρώτο μισό της δεκαετίας του 1930 και τη Μεγάλη Ύφεση.

Η μεταφορά της κρίσης στην πραγματική οικονομία έγινε μέσω της υπομόχλευσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Τα προβλήματα φερεγγυότητας από τις κεφαλαιακές απώλειες οδήγησαν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα σε προσπάθεια τόνωσης της κεφαλαιακής τους βάσης ή/και μείωσης του μεγέθους του ενεργητικού τους. Όμως, σε αυτές τις περιπτώσεις η μείωση του ενεργητικού είναι

πολλαπλάσια της αρχικής κεφαλαιακής απώλειας. Τράπεζες που στο παρελθόν δάνειζαν 50 φορές τα ίδια κεφάλαιά τους αναγκάστηκαν να περιορίσουν το δανεισμό προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά κατά 50 φορές για να καλύψουν το χάσμα στα κεφάλαιά τους. Έτσι, θέσπισαν αυστηρότερα πιστωτικά κριτήρια και περιόρισαν τις πιστώσεις. Η μείωση στις πιστώσεις οδηγεί στη συνέχεια τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά σε συρρίκνωση των δραστηριοτήτων τους, γεγονός που σημαίνει μείωση του προσωπικού, αύξηση της ανεργίας, λιγότερη παραγωγή, λιγότερο εισόδημα και επιμήκυνση της ύφεσης. Η πολλαπλασιαστική αυτή αρνητική επίδραση από το χάσμα κεφαλαίων στο νέο δανεισμό καθώς και στην ανανέωση των παλαιών δανείων μεταφέρει την κρίση στην πραγματική οικονομία. Ταυτόχρονα, η ύφεση μειώνει τη δυνατότητα επιχειρήσεων και νοικοκυριών να εξυπηρετούν τα δάνειά τους, δημιουργώντας έτσι έναν φαύλο κύκλο.

4.2 Αιτίες

Οι αναλυτές εστιάζοντας στις βαθύτερες αιτίες της σημερινής χρηματοοικονομικής κρίσης καταλήγουν σε τέσσερις κατηγορίες παραγόντων:

A) 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 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 μια, ούτε η Ευρωπαϊκή Ένωση (προβλήματα ανταγωνιστικότητας), ούτε η Ιαπωνία (χαμηλή εγχώρια ζήτηση) μπόρεσαν να παρέμβουν αποτρεπτικά.

Β) 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 την 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.

Γ) Ασύμμετρη πληροφόρηση και Προβλήματα Εντολέα-Εντολοδόχου:

Η ύπαρξη ασύμμετρης πληροφόρησης σχετικά με τα δομημένα προϊόντα, παρείχε την ευκαιρία στους εκδότες τους να αναλαμβάνουν υπερβολικό κίνδυνο με αδιαφανή τρόπο, κίνδυνος ο οποίος ούτε τιμολογούταν σωστά και ούτε αντισταθμιζόταν επαρκώς.

Δ) 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 την SEC) ρυθμιστικών μέτρων αναφορικά με την επικινδυνότητα της ανεξέλεγκτης πιστωτικής επέκτασης και της μόχλευσης. Την ίδια περίοδο, οι χρηματοοικονομικοί νεωτερισμοί, ταχύτατα δημιούργησαν νέες αγορές, χωρίς όμως να συνοδεύονται από τους κατάλληλους κανόνες λογιστικής απεικόνισης και το αντίστοιχο ρυθμιστικό και εποπτικό πλαίσιο.

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. Το γεγονός αυτό οδήγησε με τη σειρά του σε επιταχυνόμενη αύξηση των τιμών των κινητών και των ακινήτων αξιών παγκοσμίως, φαινόμενα που δεν συνάντησαν, όμως, την ανησυχία ή την οργανωμένη αντίδραση των εποπτικών και νομισματικών αρχών. Επιπλέον, τα πολύ χαμηλά πραγματικά αλλά και τα ονομαστικά επιτόκια που έφθασαν κοντά στο 1% το 2006, από 4.5% στις αρχές της τρέχουσας δεκαετίας, είχαν ως αποτέλεσμα οι θεσμικοί και ιδιώτες επενδυτές είτε να επιδιώκουν υψηλότερες αποδόσεις μέσω απόκτησης δομημένων χρηματοοικονομικών προϊόντων υψηλού κινδύνου, είτε να δανείζονται με ευνοϊκούς όρους για ανάπτυξη κινητών και ακινήτων αξιών, τροφοδοτώντας τις τιμές και τον ανοδικό κερδοσκοπικό κύκλο. Παράλληλα, οι διεθνείς χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί για

να για να βελτιώσουν τη κερδοφορία τους και να ικανοποιήσουν τους πελάτες τους, άρχισαν να προσφέρουν πολύπλοκα δομημένα προϊόντα με υποσχόμενες υψηλότερες αποδόσεις, να δημιουργούν νέες αγορές (π.χ. τιτλοποιήσεις στεγαστικών δανείων, over-the counter παράγωγα) για την κάλυψη ή / και μεταφορά σε τρίτους των κινδύνων και να χαλαρώνουν τα κριτήρια τραπεζικών χρηματοδοτήσεων ειδικότερα στις ΗΠΑ στον τομέα των στεγαστικών δανείων. 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.

Άλλη μια αιτία της κρίσης, ίσως 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 τον μετασχηματισμό των τραπεζών διαδραμάτισε η παγκοσμιοποίηση και η απελευθέρωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος, η εντυπωσιακή ανάπτυξη και διεθνοποίηση των νέων αγορών και της θεσμικής διαχείρισης, εξελίξεις που δεν συνοδεύθηκαν από την αναβάθμιση της εποπτείας και των ελέγχων.

Μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers, οι αρχές του ανεπτυγμένου κόσμου εγγυήθηκαν αποτελεσματικά ότι δεν θα επιτρέψουν σε κανέναν άλλο θεσμό να καταρρεύσει. Δεν μπόρεσαν όμως να εγγυηθούν το ίδιο όλες οι χώρες ανά τον κόσμο. Αυτό βοήθησε στην διαφυγή κεφαλαίων από χώρες της Ανατολικής Ευρώπης, της Ασίας και της Λατινικής Αμερικής. Όλα τα νομίσματα άρχισαν να χάνουν έδαφος έναντι του δολαρίου και του γιεν. Τα επιτόκια στις αναδυόμενες αγορές εκτινάχθηκαν στα ύψη. Η ύφεση λοιπόη στις Η.Π.Α όχι μόνο δεν άφησε ανεπηρέαστο τον υπόλοιπο κόσμο, αλλά προκάλεσε βαθύτερη παγκόσμια ύφεση που απειλεί τώρα πολλές υπερχρεωμένες χώρες της Ευρώπης.

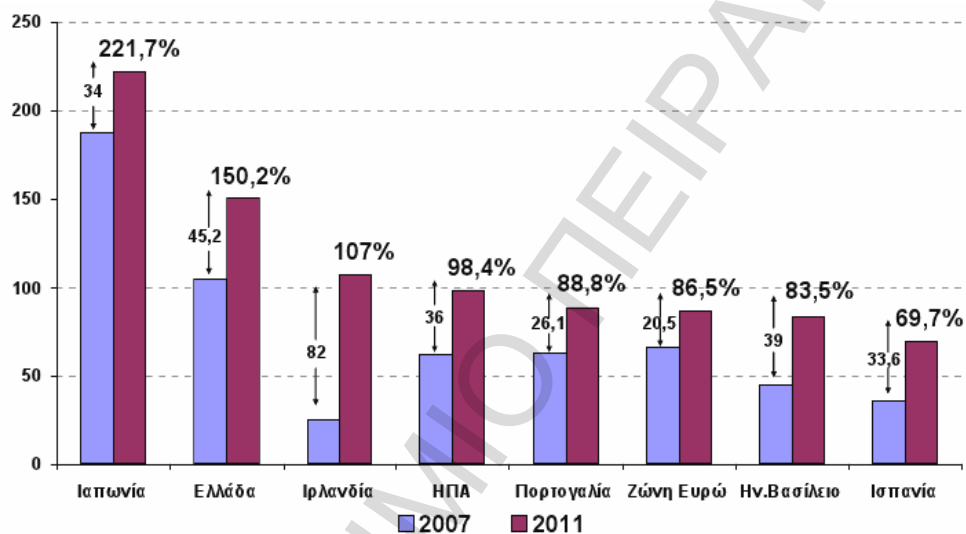
4.3 Ελληνική χρηματοοικονομική κρίση

Η πολιτική της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας να αναστείλει την χορήγηση δανείων προς τα οικονομικά αδύνατα κράτη σε μια τόσο κρίσιμη στιγμή για την παγκόσμια οικονομία αποτέλεσε το έναυσμα για μια κατάσταση που εξαπλώνεται σταδιακά σε όλες τις χώρες του Ευρωπαϊκού νότου. Στην πρώτη γραμμή βρίσκονται η Ελλάδα, η Πορτογαλία, Ιταλία, Ισπανία.

Η ελληνική κρίση ξεκίνησε από την οικονομική δυσπραγία, που εισήχθη στην Ελλάδα λόγω της διεθνούς ύφεσης και η οποία φανέρωσε την υπερχρέωση του ελληνικού Δημοσίου και την πιθανή αδυναμία ελέγχου του χρέους του. Μετατράπηκε σε κρίση της Ευρωζώνης όταν οι αγορές συνειδητοποίησαν ότι το

ελληνικό πρόβλημα αποτελεί την κορυφή του παγόβουνου σε μια νομισματική ένωση η οποία δεν στηρίζεται σε σταθερά δημοσιονομικά θεμέλια.

Το κύριο πρόβλημα είναι το υψηλό δημόσιο χρέος όπως φαίνεται στο παρακάτω διάγραμμα.



Διάγραμμα 7: Χρέος της Γενικής Κυβέρνησης (%ΑΕΠ 7 μεταβολή μεταξύ 2007-2011)

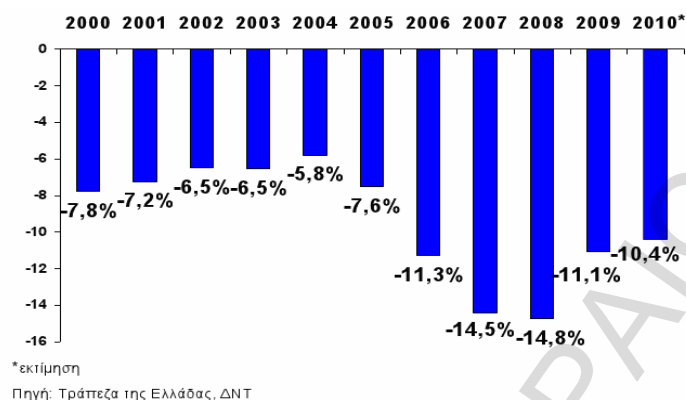
Στην Ευρωζώνη, η αύξηση του χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ δεν είναι συγκριτικά τόσο δραματική. Οι αμφιβολίες των αγορών επικεντρώθηκαν στην εσωτερική λειτουργία της. Η προηγούμενη χρηματοοικονομική κρίση ευαισθητοποίησε τις αγορές σε οτιδήποτε αρνητικό. Έτσι, ενώ έως την έλευση της κρίσης οι αγορές δεν διαφοροποιούσαν σημαντικά τις χώρες της Ευρωζώνης μεταξύ τους, τώρα τις διαφοροποιούν αναφορικά με τον πιστωτικό κίνδυνο της καθεμίας. Ο κίνδυνος χώρας, αφορά τα περιθώρια επιτοκίων δανεισμού κάθε ευρωπαϊκής χώρας σε σχέση με τα αντίστοιχα γερμανικά ή και στα επιτόκια ασφάλισης των δανειστών της χώρας (τα Credit Default Swap rates), και είναι πλέον συνάρτηση του δημόσιου

και ιδιωτικού χρέους της κάθε χώρας, αλλά και άλλων παραγόντων όπως οι πολιτικές εξελίξεις, η σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος, κλπ.

Η διαφοροποίηση ανάμεσα στα επιτόκια δανεισμού των χωρών της Ευρωζώνης θέτει σε κίνδυνο τη σταθερότητα αλλά και την ύπαρξη της Ευρωζώνης, όπως τουλάχιστον την ξέρουμε σήμερα. Πηγάζει από τη βαθύτερη αμφιβολία των αγορών για την επάρκεια των υπάρχοντων δημοσιονομικών κανόνων που συγκροτούν τη λειτουργία της Ευρωζώνης.

Η κρίση έφερε στο φως τις προϋπάρχουσες μεγάλες μακροοικονομικές ανισορροπίες και διαρθρωτικές αδυναμίες της ελληνικής οικονομίας: το έλλειμμα ανταγωνιστικότητας και την ελλιπή οργάνωση του κράτους. Οι δύο αυτές ανισορροπίες γίνονται εμφανείς στο έλλειμμα ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και το δημοσιονομικό έλλειμμα. Γίνονται εμφανείς επίσης και στο υψηλό δημόσιο και εξωτερικό χρέος, που αποτελούν τη διαχρονική συσσώρευση των αντίστοιχων ετήσιων ελλειμμάτων.

Το έλλειμμα ανταγωνιστικότητας είναι το βαθύτερο πρόβλημα. Οι δείκτες της Παγκόσμιας Τράπεζας για την επιχειρηματικότητα δείχνουν συνεχή επιδείνωση τα τελευταία χρόνια ενώ η σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία της χώρας διαρκώς ανατιμάται. Το έλλειμμα ανταγωνιστικότητας αντικατοπτρίζεται τόσο στο τεράστιο έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών όσο και στον υψηλότερο ελληνικό πληθωρισμό σε σχέση με άλλες χώρες της Ευρωζώνης.



Διάγραμμα 8: Έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών

Η ελληνική οικονομία δεν έχει τη δυνατότητα να παράγει ανταγωνιστικά αγαθά και υπηρεσίες. Ως αποτέλεσμα το εξωτερικό χρέος της χώρας είχε αυξηθεί από 94% του ΑΕΠ στο τέλος του 2003 στο 184% στο τρίτο τρίμηνο του 2010.

Το δημοσιονομικό πρόβλημα είναι ακόμα πιο εμφανές. Στο χρονικό διάστημα από την είσοδο της στη ζώνη του ευρώ έως το 2008, και παρά την ισχυρή ανάπτυξη και το ευνοϊκό μακροοικονομικό περιβάλλον, η Ελλάδα δεν κατάφερε ποτέ να περιορίσει το δημοσιονομικό της έλλειμμα κάτω από το όριο του 3% του ΑΕΠ.

Η αποκάλυψη για την ελληνική δημοσιονομική εκτροπή προκάλεσε αλυσιδωτές αντιδράσεις. Οι πρώτοι που αντέδρασαν ήταν οι οίκοι αξιολόγησης, οι οποίοι έχοντας υποστεί κριτική για την ανεπάρκεια των εκτιμήσεών τους πριν από τη διεθνή χρηματοοικονομική κρίση, έσπευσαν να επανεξετάσουν την περίπτωση της Ελλάδας. Οι υποβαθμίσεις της Ελλάδας ήταν διαδοχικές. Η Fitch μάς

υποβάθμισε πρώτη στις 22 Οκτωβρίου, μία μέρα μετά τη γνωστοποίηση του διπλάσιου ελλείμματος για το 2009, κατά μία βαθμίδα σε A- από A. Στις 8 Δεκεμβρίου η Fitch μάς υποβαθμίζει εκ νέου κατά μία βαθμίδα σε BBB+. Η S&P ακολουθεί, υποβαθμίζοντάς μας στις 16 Δεκεμβρίου από A- σε BBB+. Η Moody's επίσης μας υποβαθμίζει στις 22 Δεκεμβρίου σε A2 από A1. Η Ελλάδα συγκέντρωσε τότε το ενδιαφέρον των αγορών. Η αξιοπιστία της κλονίστηκε. Μάλιστα αργότερα οι αγορές άρχισαν να αμφισβητούν την ικανότητα και των υπόλοιπων οικονομιών της ευρωπαϊκής περιφέρειας να αντεπεξέλθουν: της Ιρλανδίας, της Πορτογαλίας και της Ισπανίας. Οι αγορές έβλεπαν μέσω της Ελλάδας και την αρχή μιας πιθανής τελικής διάλυσης της Ευρωζώνης. Η προσπάθεια της κυβέρνησης να ανακτήσει την αξιοπιστία της χώρας στις διεθνείς αγορές και να πετύχει μείωση των επιτοκίων οδήγησε σε λήψη μέτρων μείωσης των δαπανών, τα οποία δεν κατάφεραν να ανατρέψουν το αρνητικό κλίμα. Κατόπιν αυτών η Ελλάδα κατέφυγε στη βοήθεια του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου, της Ευρωπαϊκής Ένωσης και της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, που συγκρότησαν από κοινού μηχανισμό βοήθειας για την Ελλάδα. Η ανακοίνωση της προσφυγής στον μηχανισμό στήριξης έγινε στις 23 Απριλίου 2010 από τον πρωθυπουργό. Η χρηματοδότηση από τον μηχανισμό στήριξης έγινε υπό τους όρους ότι η Ελλάδα θα λάβει μέτρα δημοσιονομικής προσαρμογής και, ειδικότερα, υπό τους όρους ότι θα λάβει μέτρα δημοσιονομικής εξυγίανσης. Με τη χρηματοδότηση από το μηχανισμό αποφεύχθηκε ο άμεσος κίνδυνος χρεοκοπίας της Ελλάδας, που θα είχε πιθανές ανεξέλεγκτες συνέπειες και για όλη τη ζώνη του ευρώ. Η Ελληνική οικονομία συνέχισε να βρίσκεται σε κατάσταση δημοσιονομικής ανισορροπίας

και το επόμενο διάστημα με αποτέλεσμα ένα χρόνο μετά, τον Ιούνιο του 2011, η κυβέρνηση να καταφύγει στην ψήφιση του μεσοπρόθεσμου προγράμματος, που περιλάμβανε νέα μέτρα λιτότητας και περικοπές. Έτσι, στις 3 Μαΐου 2010, η Ελλάδα αιτήθηκε €80δισ από τις υπόλοιπες (15) χώρες του Ευρώ και €30δισ από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ). Την αίτηση συνόδευσαν 3 συνημμένα μνημόνια:

- 1."Μνημόνιο Οικονομικής και Χρηματοπιστωτικής Πολιτικής"
- 2."Τεχνικό Μνημόνιο Συνεννόησης" και
- 3."Μνημόνιο Συνεννόησης στις Συγκεκριμένες Προϋποθέσεις Οικονομικής Πολιτικής"

Υπογράφοντες για την ελληνική πλευρά ήταν ο Υπουργός Οικονομικών Γιώργος Παπακωνσταντίνου και ο Πρόεδρος της Τράπεζας της Ελλάδος Γεώργιος Προβόπουλος. Στις 8 Μαΐου 2010 εγκρίθηκε "Σύμβαση Δανειακής Διευκόλυνσης" με τις χώρες του Ευρώ και "Διακανονισμός Χρηματοδότησης Αμέσου Ετοιμότητας" με το ΔΝΤ. Το σύνολο αυτών των συμφωνιών ονομάζεται συχνά για συντομία "Μνημόνιο".

Στη συνέχεια σχηματίστηκε ομάδα εκπροσώπων της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (ΕΕ), της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) και του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (ΔΝΤ), γνωστή και ως "Τρόικα", η οποία ανά τρίμηνο αξιολογεί την πρόοδο του προγράμματος εφαρμογής των όρων του "Μνημονίου και αποφασίζει για την εκταμίευση της αντίστοιχης δόσης του δανείου. Η απόφαση της

κυβέρνησης να προσφύγει στον μηχανισμό στήριξης είχε πολλούς επικριτές αλλά και υποστηρικτές. Πολλοί σήμερα υποστηρίζουν ότι η μνημονιακή πολιτική έχει αποτύχει. Τα ποσοστά ανεργίας κάθε μήνα φθάνουν σε μεγαλύτερα επίπεδα (τα τελευταία στοιχεία δείχνουν ότι η ανεργία ξεπερνάει το 27%) και η υποσχόμενη ανάπτυξη είναι ανύπαρκτη με αποτέλεσμα η χώρα να βρίσκεται σε βαθύτερη ύφεση και το ΔΝΤ να δέχεται ολοένα και περισσότερες επιθέσεις για το αναποτελεσματικό έργο του. Τι ισχύει όμως τελικά;

Κατά τον καθηγητή Kenneth Rogoff, τα «λαϊκιστικά» επιχειρήματα κατά του ΔΝΤ είναι η αρχή της αξιολόγησης του. Το ΔΝΤ ουσιαστικά αποτελεί μια «γέφυρα» δανειοδότησης, μέχρι η χώρα να μπορέσει να προσφύγει ξανά στις αγορές για δανεισμό. Το χρονικό διάστημα αποπληρωμής του δανείου καθορίζεται από τους κανόνες του ΔΝΤ και αποτελεί μια από τις λεπτές αποφάσεις που το ταμείο καλείται να πάρει. Στο παρελθόν, το ταμείο συνήθως είχε ως στόχο τα δάνεια να αποπληρώνονται μέσα σε δύο ή τρία χρόνια. Μετά την πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση, οι G-20 ηγέτες έχουν αναμφισβήτητα δώσει στο ΔΝΤ το πράσινο φως για να επιμηκύνουν τα δάνεια ελαφρώς (δηλαδή έως πέντε έτη), με την δικαιολογία ότι η συγκεκριμένη κρίση θα έχει πιθανώς μακροχρόνιες συνέπειες και ότι οι αγορές μπορεί να μην έχουν ενισχυθεί αρκετά για να αντικαταστήσουν τη χρηματοδότηση του ΔΝΤ. Φυσικά, υπάρχουν σκληροί και γρήγοροι κανόνες κατά την περίοδο εφαρμογής του προγράμματος. Το ταμείο έχει μάθει όλα αυτά τα χρόνια ότι σε μια χώρα πρέπει να δοθεί ένα σημαντικό χρονικό διάστημα για να προσαρμοστεί, αλλά την ίδια στιγμή πρέπει να υπάρχει κάποια πίεση για συνεχή

προσαρμογή. Ως θέμα πολιτικής σκοπιμότητας, κάθε υπαναχώρηση στην προσαρμογή είναι επικίνδυνη, διότι καθιστά πολύ πιο δύσκολο για μια κυβέρνηση να φθάσει στην γραμμή του τερματισμού ενός προγράμματος. Στην ουσία, ο απώτερος στόχος είναι να καταστούν τα οικονομικά μιας κυβέρνησης υπό επαρκή έλεγχο, ώστε οι ιδιώτες επενδυτές να είναι πρόθυμοι να επανέλθουν.

Σύμφωνα με την ιστορία μια τυπική κάμψη, στον οικονομικό κύκλο, μετά από ένα οικονομικό κραχ, διαρκεί λίγο πάνω από δεκαοχτώ μήνες αλλά μερικές φορές μπορεί να διαρκέσει περισσότερο (Reinhart και Rogoff 2009). Μια χώρα είναι πολύ πιο πιθανό να είναι σε θέση να επιστρέψει σε ιδιωτικές αγορές εφόσον η οικονομία της αρχίζει να αυξάνεται και πάλι, κάνοντας τους υπολογισμούς της βιωσιμότητας του χρέους λιγότερο ζοφερούς. Παρόλα αυτά, η περίοδος και η ταχύτητα προσαρμογής είναι θέμα σχολαστικής ανάλυσης των στοιχείων της κάθε χώρας.

Το ΔΝΤ επίσης καλείται να αποφασίσει το μέγεθος του πακέτου στήριξης που απαιτείται. Αν το ποσό είναι πολύ μεγάλο για το ΔΝΤ και μόνο, όπως είναι στην περίπτωση της Ελλάδας, το ταμείο λειτουργεί συχνά μαζί με μια κοινοπραξία των πλούσιων μεμονωμένων δανειστών της χώρας(ΕΚΤ). Τυπικά, τουλάχιστον μία οικονομικά ισχυρή χώρα έχει έντονο ενδιαφέρον να βοηθήσει τη χώρα οφειλέτη. Αυτό για παράδειγμα συνέβη όταν οι Ηνωμένες Πολιτείες βοήθησαν Μεξικό κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990. Για τον προσδιορισμό του μεγέθους και της διάρκειας του πακέτου δανείου, υπάρχουν δύο κρίσιμα ζητήματα. Πρώτον, σε ποιο βαθμό μπορεί το ταμείο να πείσει τους ιδιώτες πιστωτές να συνεχίσουν την

επέκταση των δανείων, περιορίζοντας έτσι την ανάγκη της χώρας να αποπληρώσει τα δάνεια άμεσα. Το ζήτημα της συμμετοχής του ιδιωτικού τομέα είναι εξαιρετικά επίμαχο. Κατ' αρχήν, το ΔΝΤ θα μπορούσε να φοβερίζει τους δανειστές και να τους εξωθεί σε σημαντικές παραχωρήσεις, επειδή θα μπορούσαν να είναι αναγκασμένοι να επιμηκύνουν το δανεισμό χωρίς τη συμμετοχή του ΔΝΤ. Το ταμείο, όμως, λαμβάνει επίσης υπόψη το δυνητικό κόστος για τη μακροπρόθεσμη πιστοληπτική ικανότητα της χώρας, καθώς και την αναστάτωση στις διεθνείς πιστωτικές αγορές γενικότερα.

Ένα δεύτερο θέμα είναι πόσο μεγάλο έλλειμμα μπορεί να διαχειριστεί η χώρα και για πόσο καιρό. Και πάλι, υπάρχουν πολύ λεπτές αποφάσεις που πρέπει να παρθούν για την οικονομία, την πολιτική, και την ψυχολογία της αγοράς. Αν η προσαρμογή είναι πολύ αργή, θα υπάρξει αξιοπιστία στις αγορές. Το ταμείο γνωρίζει ότι οι κυβερνήσεις πολύ συχνά δεν ακολουθούν στο 100% τα προγράμματα και μερικές φορές αδυνατούν να επιτύχουν τους στόχους του προϋπολογισμού. Εάν η προγραμματισμένη διαδρομή είναι φιλόδοξη για να αρχίσει, τι συμβαίνει όταν η κυβέρνηση υστερεί; Οι επικριτές μπορεί δικαίως να υποστηρίζουν ότι σε ορισμένες περιπτώσεις η τροχιά του ΔΝΤ είναι πολύ σκληρή και ότι μια πιο ήπια, πιο αργή τροχιά θα ήταν εξίσου επιτυχής στην αποκατάσταση της αξιοπιστίας της αγοράς, επειδή ίσως να ήταν πολιτικά πιο εύκολο να εφαρμοσθεί. Αλλά αυτά είναι πάρα πολύ λεπτές αποφάσεις και συχνά είναι πολύ δύσκολο να αξιολογηθούν εν μέσω ύφεσης, όταν οι αποφάσεις πρέπει να είναι γρήγορες.

Εκτός από την ακολουθούμενη πολιτική, το ταμείο συχνά ανησυχεί κατά πόσο τα στοιχεία που συλλέγει είναι αξιόπιστα ή όχι. Στην καθημερινή παρακολούθηση των δραστηριοτήτων του, το ταμείο κάνει μια μεγάλη προσπάθεια για να βοηθήσει τις χώρες, και σε ορισμένες περιπτώσεις να τις πείσει, να παρέχουν αξιόπιστα στοιχεία του προϋπολογισμού σε συγκρίσιμη βάση σε διεθνές επίπεδο. Αυτό είναι ένα εξαιρετικά δύσκολο έργο, ακόμη και στις πλουσιότερες, πιο ανεπτυγμένες χώρες.

Επιπλέον το ΔΝΤ πρέπει να κρίνει και την πολιτική ικανότητα της χώρας να απορροφήσει τα μέτρα λιτότητας. Όταν οι χώρες αντιμετωπίζουν το δημόσιο χρέος και προβλήματα αποπληρωμής, οι κοινωνικές αναταραχές είναι συχνό φαινόμενο. Το ταμείο πρέπει να υιοθετήσει ένα πρόγραμμα που θα είναι αξιόπιστο στις αγορές. Κάποιο πρόγραμμα που είναι προφανώς πολιτικά μη βιώσιμο δεν θα είναι αξιόπιστο. Συνήθως, το ΔΝΤ καλείται να πείσει τις αγορές ότι τα οικονομικά μιας χώρας είναι βιώσιμα αποδεικνύοντας ότι ο λόγος του χρέους προς το εισόδημα, είναι συνήθως στα ύψη σαν αποτέλεσμα της χρηματοπιστωτικής κρίσης, αλλά τελικά θα αρχίσει να μειώνεται. Η ανάλυση βιωσιμότητας του χρέους είναι εξαιρετικά δύσκολο κομμάτι σε προγράμματα του ΔΝΤ, δεδομένου ότι, κατά κανόνα, τα προγράμματα απαιτούν την αναλογία χρέους προς το εισόδημα να αυξάνεται κατά τα πρώτα χρόνια. Αρχικά, η ανάπτυξη είναι συνήθως αργή ή αρνητική και το ταμείο επιτρέπει η χώρα να εμφανίζει ελλείμματα, ακόμα και πρωτογενή, δηλαδή ελλείμματα εξαιρουμένων των πληρωμών των τόκων για το

χρέος. Όπως έγινε και στην Ελλάδα, στο σχεδιασμένο πρόγραμμα λιτότητας, το χρέος ήταν αρχικά σε επίπεδο 120 τοις εκατό του ΑΕΠ και αναμένεται να αυξηθεί σε 150 τοις εκατό του ΑΕΠ. Το γεγονός ότι τέτοια προγράμματα είναι δύσκολο να διατηρηθούν δεν είναι έκπληξη για τους καθηγητές Reinhart, Rogoff, και Savastano (2003). Παρ' όλα αυτά, η κεντρική σημασία του χρέους προς το εισόδημα μιας χώρας έχει την ανάπτυξη ως κεντρικό στόχο των προγραμμάτων του ταμείου. Η λιτότητα βοηθά τον αριθμητή στο λόγο του χρέους προς το εισόδημα μιας χώρας, αλλά μπορεί να εμποδίσει την ανάπτυξη του παρονομαστή (εισόδημα). Και πάλι, όμως εδώ πρόκειται για πολύπλοκες αποφάσεις. Είναι σαφές ότι, στο βαθμό που το Ταμείο μπορεί να βοηθήσει την χώρα οφειλέτη από την πλευρά της προσφοράς (π.χ. δημιουργία αποτελεσματικότερου φορολογικού συστήματος και συνταξιοδοτικών συστημάτων, μειώνοντας το μονοπώλιο και τη διαφθορά), είναι πιο πιθανό να επιτύχει τη δημιουργία ενός αξιόπιστου προγράμματος.

Το ΔΝΤ μπορεί να προσφέρει στη χώρα τη δυνατότητα και τα κίνητρα για την αποπληρωμή των δανείων της, αλλά αυτό σε καμία περίπτωση δεν σημαίνει ότι πάντα θα γίνεται με επιτυχία. Υπάρχουν άλλωστε πολλά παραδείγματα στην ιστορία με πιο πρόσφατη περίπτωση την Αργεντινή, όπου κάποια χώρα μπορεί να εισέλθει στον μηχανισμό στήριξης αλλά τελικά να μην αποφύγει την πτώχευση.

Αν υπάρχει ένα συστηματικό ελάττωμα στα προγράμματα του ΔΝΤ, αυτό δεν είναι απαραίτητα οι πολιτικές λιτότητας προς τους οφειλέτες, αλλά η γενναιοδωρία του προς τους πιστωτές. Αναμφισβήτητα υπερεκτιμά το κόστος για μια χώρα και ίσως το πιο σημαντικό είναι ότι υποτιμά τα μακροπρόθεσμα προβλήματα ηθικού

κινδύνου που δημιουργούνται από τις επαναλαμβανόμενες διασώσεις. Αν το διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα του 21ου αιώνα πρέπει να είναι λιγότερο επιρρεπείς σε κρίσεις, ένα καλό σημείο εκκίνησης θα ήταν να εργαστούν όλες οι χώρες προς την κατεύθυνση θεσμικών αλλαγών για να ανακατευθύνουν τις χρηματοοικονομικές ροές προς τα ίδια κεφάλαια και τις άμεσες ξένες επενδύσεις, και να κρατηθούν μακριά από χρεωστικούς τίτλους.

5 Πολιτικές για την έξοδο από την κρίση

Η δύσκολη και ιδιαίτερα αβέβαιη βραχυπρόθεσμη προοπτική υπογραμμίζει την ανάγκη για τους σχεδιαστές πολιτικής να ενεργήσουν αποφασιστικά για να αντιμετωπίσουν την αυστηρή παγκόσμια ύφεση που έχει πάρει επικίνδυνες διαστάσεις παρά τις εκτεταμένες προσπάθειες. Επιτακτική ανάγκη είναι να κινηθεί η χώρα έχοντας αξιόπιστα σχέδια, ώστε να αντιμετωπιστεί η χρηματοπιστωτική κρίση που βρίσκεται στον πυρήνα της παγκόσμιας ύφεσης.

Οι προηγούμενες περιπτώσεις των χρηματοοικονομικών κρίσεων έχουν δείξει ότι αναβολές που υπήρξαν στην αντιμετώπιση των προβλημάτων οδήγησαν σε μια παρατεταμένη οικονομική ύφεση και τελικά επιβάρυναν περισσότερο την οικονομία. Συγχρόνως, οι μακροοικονομικές πολιτικές πρέπει να συνεχίσουν να είναι προσανατολισμένες, στο μέτρο του δυνατού, στην υποστήριξη της ζήτησης

ώστε να ελαχιστοποιηθούν περαιτέρω οι διαβρωτικές ανατροφοδοτήσεις από την αποδυνάμωση της δραστηριότητας στον χρηματοοικονομικό τομέα. Οι σχεδιαστές πολιτικής πρέπει να έχουν επίγνωση των διασυννοριακών επιπτώσεων των πολιτικών επιλογών. Πρωτοβουλίες που υποστηρίζουν τις εμπορικές και χρηματοοικονομικές συνεργασίες -συμπεριλαμβανομένων των φορολογικών κινήτρων και της επίσημης υποστήριξης για τη διεθνή χρηματοδότηση ροών - συμβάλει στην ενίσχυση της παγκόσμιας ζήτησης με κοινά οφέλη. Αντιθέτως, μια στροφή προς το εμπορικό και χρηματοπιστωτικό προστατευτισμό είναι εξαιρετικά επιζήμια για όλους. Οι πολιτικές πρέπει επίσης να διέπονται από έναν μεσοπρόθεσμο προσανατολισμό. Θα πρέπει να βρεθούν οικονομικές λύσεις που ενθαρρύνουν ένα υγιές χρηματοπιστωτικό σύστημα, το οποίο είναι λιγότερο επιρρεπές σε κύκλους ανάπτυξης-και-αποτυχιών (boom-and-bust) αλλά ακόμα ικανό του αρχικού στόχου αποδοτικής μεσολάβησης στην αποταμίευση και την επένδυση. Οι στρατηγικές εξόδου θα χρειαστούν να μεταστρέψουν τις δημοσιονομικές και νομισματικές πολιτικές από την βραχυπρόθεσμη υποστήριξη σε βιώσιμα μεσοπρόθεσμα πλαίσια.

Σύμφωνα με τον Kenneth Rogoff υπάρχουν ουσιαστικά 5 τρόποι για να μειωθεί το χρέος σε σχέση με το ΑΕΠ:

- A) Οικονομική ανάπτυξη
- B) Εφαρμογή πολιτικής λιτότητας
- Γ) Αναδιάρθρωση του χρέους
- Δ) Μια ξαφνική εκτόξευση του πληθωρισμού
- ΣΤ) Εξισορρόπηση της οικονομικής καταστολής και του πληθωρισμού.

5.1 Πολιτικές Χρηματοπιστωτικού τομέα

Για να υπάρξει πρόοδος αποκατάστασης της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού τομέα και της εμπιστοσύνης της αγοράς κρίσιμη προϋπόθεση είναι για να περιοριστεί η πτωτική ορμή της παγκόσμιας οικονομίας και για να προετοιμασθεί το έδαφος για μια διαρκή ανάκαμψη. Συστηματικές και δυναμικές προσεγγίσεις έχουν αρχίσει να υποσκελίζουν ειδικές παρεμβάσεις, αλλά οι αγορές παραμένουν αμετάπειστες ότι οι πολιτικές του χρηματοπιστωτικού τομέα θα είναι αποτελεσματικές, πράγμα που υπονομεύει τον αντίκτυπο των κινήτρων της νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής. Επιπλέον, στο βαθμό που οι πιέσεις των χρηματοοικονομικών αγορών είναι παγκόσμιες και οι πολιτικές ενέργειες έχουν διασυνοριακές επιπτώσεις, η διεθνής πολιτική συνεργασία είναι ζωτικής σημασίας για την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης της αγοράς. Η αβεβαιότητα για την αποτίμηση των προβληματικών περιουσιακών στοιχείων συνεχίζει να προκαλεί ανησυχίες για τη βιωσιμότητα των χρηματοπιστωτικών οργανισμών, συμπεριλαμβανομένων κι εκείνων που έχουν λάβει κρατική υποστήριξη. Οι σχεδιαστές πολιτικής πρέπει να απαιτήσουν ότι τα περιουσιακά στοιχεία θα αποτιμούνται διαφανώς και με συνέπεια σε όλους τους οργανισμούς. Αν η έλλειψη ρευστότητας και η σύνθετη δομή τους, δημιουργεί δυσκολίες στην ακριβή αποτίμηση πολλών επισφαλών περιουσιακών στοιχείων, οι κυβερνήσεις χρειάζεται να καθιερώσουν μεθοδολογίες για μια ρεαλιστική αποτίμηση των μη ρευστοποιήσιμων και τιλοποιήσιμων πιστωτικών πράξεων, που θα είναι

βασισμένες σε ρεαλιστικές προσδοκίες μελλοντικών εισοδηματικών ροών. Σύμφωνα με το ΔΝΤ (Διεθνές Νομισματικό ταμείο), η εν λόγω αποτίμηση, πρέπει στην ιδανική περίπτωση να εφαρμοστεί με συνέπεια στις χώρες, για να αποφευχθεί ρυθμιστικό αρμπιτράζ (regulatory arbitrage) ή ανταγωνιστικές στρεβλώσεις (competitive distortions).

Ο περιορισμός των απωλειών από τα προβληματικά περιουσιακά στοιχεία μπορεί να επιτευχθεί με διαφορετικούς τρόπους, αλλά είναι πιθανό να απαιτήσει ουσιαστική δημόσια υποστήριξη η οποία πρέπει να είναι διαφανής, για να είναι πειστική. Ο διαχωρισμός των προβληματικών περιουσιακών στοιχείων στους ισολογισμούς και η παροχή επί μέρους δημόσιων εγγυήσεων μπορούν να γίνουν γρήγορα με ελάχιστες δημοσιονομικές δαπάνες, αλλά οι προσπάθειες τους που έγιναν ως τώρα δεν βελτίωσαν την εμπιστοσύνη στην αγορά, και αυτή η προσέγγιση είναι απίθανο να άρει την ευρύτερη αβεβαιότητα που καλύπτει τα χαρτοφυλάκια των τραπεζών.

Μια εναλλακτική λύση είναι να αφαιρεθούν τα επισφαλή περιουσιακά στοιχεία από τους ισολογισμούς του χρηματοπιστωτικού τομέα, μετακινώντας τα σε δημόσιες επιχειρήσεις διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων (επίσης γνωστές ως «κακές τράπεζες»). Γενικά, διαφορετικές προσεγγίσεις μπορούν να λειτουργήσουν, ανάλογα με τις περιστάσεις των χωρών, και η προτεραιότητα είναι να επιλεγεί μια προσέγγιση η οποία να εξασφαλίζει την επαρκή χρηματοδότηση με τρόπο διαφανή και συνεπή.

Οι προσπάθειες επανακεφαλαιοποίησης (recapitalization) πρέπει να βασιστούν σε μια προσεκτική αξιολόγηση της μακροπρόθεσμης βιωσιμότητας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, λαμβάνοντας υπόψη μια ρεαλιστική εκτίμηση των πιθανών απωλειών στα προβληματικά περιουσιακά στοιχεία, την ποιότητα του κεφαλαίου, της διαχείρισης και τις επιχειρησιακές προοπτικές. Λαμβάνοντας υπόψη την εμβάθυνση της κρίσης, οι κυβερνήσεις, πρέπει να είναι έτοιμες για την παροχή κεφαλαίων, με τη μορφή κοινών μετοχών, ως το αποτελεσματικότερο μέσο, για να βελτιωθεί η εμπιστοσύνη και οι προοπτικές χρηματοδότησης, ακόμα κι αν αυτό απαιτεί μερικές φορές την προσωρινή ιδιοκτησιακή πλειοψηφία του δημοσίου. Αν και η μόνιμη κρατική ιδιοκτησία βασικών τραπεζικών ιδρυμάτων είναι ανεπιθύμητη γενικά, υπήρξαν πολλές σχετικές προτάσεις για μια περίοδο δημόσιας ιδιοκτησίας που θα χρησιμοποιηθεί για να «καθαρίσει» τους ισολογισμούς και να αποτελέσει την αφετηρία για την μεταπώληση αυτών των τραπεζών στον ιδιωτικό τομέα. Μη βιώσιμοι οργανισμοί θα μπορούσαν να οδηγούνται σε ομαλή επίλυση μέσω διακοπής εργασιών ή συγχώνευσης. Οι οργανισμοί που λειτουργούν με δημόσια κεφάλαια πρέπει να είναι αυστηρά ελεγχόμενοι, με περιορισμούς στις πληρωμές μερισμάτων και γενικότερο έλεγχο των πολιτικών που εφαρμόζονται. Το ποσό της δημόσιας χρηματοδότησης που απαιτείται, πιθανό να είναι αρκετά μεγάλο, αλλά οι απαιτήσεις για τη δημόσια υποστήριξη είναι πιθανό να συνεχίσουν να αυξάνονται όσο περισσότερο η λύση αυτή καθυστερεί.

Είναι σημαντικό να απαιτηθεί μεγαλύτερη συνέπεια στους κανόνες που εφαρμόζονται για την αποτίμηση των προβληματικών περιουσιακών στοιχείων, των εγγυήσεων και της επανακεφαλαιοποίησης προκειμένου να αποφευχθούν ανεπιθύμητες συνέπειες και ανταγωνιστικές στρεβλώσεις, με τις οποίες τα εγχώρια ιδρύματα ή η τοπική παροχή πιστώσεων ευνοηθούν εις βάρος άλλων.

Η ανάγκη για μια ευρύτερη διεθνή προσέγγιση έχει ιδιαίτερη σημασία για τις αναπτυσσόμενες οικονομίες. Οι αναπτυσσόμενες ευρωπαϊκές οικονομίες είναι ιδιαίτερα τρωτές σε διαταραχές στις πιστωτικές ροές εξαιτίας των μεγάλων αναγκών εξωτερικής χρηματοδότησής τους. Έτσι μπορεί να επηρεαστούν αρνητικά από τα μέτρα οικονομικής ενίσχυσης στη δυτική Ευρώπη που στοχεύουν στην προστασία της θέσης των εγχώριων τραπεζών.

Εκεί είναι επείγουσα η ανάγκη να καθοριστούν σαφείς οδηγίες για τη διακρατική διαχείριση των κρίσεων και τον επιμερισμό των βαρών, για να διασφαλιστεί η συνεχής διαθεσιμότητα των πιστώσεων και για να παρασχεθεί η αναγκαία εξωτερική χρηματοδότηση έκτακτης ανάγκης. Οι τρέχουσες ενέργειες πρέπει να είναι σύμφωνες με ένα μακροπρόθεσμο όραμα ενός υγιούς, αποδοτικού και δυναμικού οικονομικού συστήματος. Η επίτευξη αυτών των στόχων απαιτεί συγκεκριμένες κινήσεις για να περιοριστεί ο ηθικός κίνδυνος και για να αναπτυχθούν στρατηγικές εξόδου από τις δημόσιες παρεμβάσεις, που περιλαμβάνουν την εξασφάλιση μιας ομαλής μετάβασης προς την ιδιωτική τώρα μεσολάβηση στις εξαρθρωμένες αγορές. Η χαμηλότερη μόχλευση και ένας

μικρότερου μεγέθους χρηματοπιστωτικός τομέας ίσως είναι αναπόφευκτοι και οι τρέχουσες ενέργειες δεν πρέπει να εμποδίσουν τις απαραίτητες αναδιαρθρώσεις του συστήματος στο σύνολό του. Τα ρυθμιστικά πρότυπα πρέπει να είναι ενισχυμένα, αλλά οι αλλαγές πρέπει να εισαχθούν βαθμιαία, αφότου η ανάκαμψη εξασφαλίσει την αποφυγή της επιδείνωσης των δυσμενών ανατροφοδοτήσεων με την πραγματική οικονομία.

Το δύσκολο έργο αποκατάστασης του οικονομικού συστήματος, πρέπει να υποστηριχθεί από ενέργειες, που θα διευκολύνουν την «αναδόμηση» των οφειλετών, ώστε να μετριαστεί η καταστροφή της αξίας που συνδέεται με τις άτακτες εκκαθαρίσεις. Μια βασική πρόκληση ήταν να βρεθούν τρόποι, ώστε να διευκολυνθούν οι τροποποιήσεις υποθηκών στις Ηνωμένες Πολιτείες, από όπου ξεκίνησε η κρίση, για να περιορίσουν το επιβλαβές κύμα των κατασχέσεων, που έχει προστεθεί στην προς τα κάτω δυναμική, στην αμερικανική στεγαστική αγορά. Πρόσφατες πρωτοβουλίες, που δεσμεύουν δημόσια κονδύλια, για να βελτιώσουν τα κίνητρα και για τους οφειλέτες και για τους δανειστές, ώστε να συμμετέχουν και να διευκολύνουν τις απαξιώσεις των κεφαλαίων των δανείων μέσω των «προσωπικών» διαδικασιών πτώχευσης, θα πρέπει να βοηθήσουν να αντιμετωπιστεί αυτό το πρόβλημα, και παρόμοιες προσεγγίσεις ενδέχεται να απαιτούνται και σε άλλες χώρες.

Ένας άλλος τομέας της πίεσης είναι το κύμα των πιθανών εταιρικών αποτυχιών κατά την προσεχή περίοδο, ειδικά στις αναπτυσσόμενες οικονομίες, όπου οι

επιχειρήσεις εκτίθενται στους υψηλούς κινδύνους εξωτερικής χρηματοδότησης (rollover risks), έχουν περιορισμένες εγχώριες εναλλακτικές λύσεις και η ικανότητα για αναδιάρθρωση μπορεί να είναι περιορισμένη. Οι Αρχές σε ορισμένες χώρες έχουν λάβει ήδη μέτρα για την υποστήριξη των ροών μέσω πιστωτικών εγγυήσεων και χρηματοδοτικών διευκολύνσεων (Back Stop Facilities) και η άμεση κυβερνητική υποστήριξη για τον εταιρικό δανεισμό μπορεί να επιτραπεί. Επιπλέον, τα σχέδια θα πρέπει να είναι έτοιμα για μεγάλης κλίμακας αναδιάρθρωση σε περίπτωση που οι περιστάσεις επιδεινωθούν περαιτέρω.

5.2 Νομισματική Πολιτική

Στις ανεπτυγμένες οικονομίες, ο στόχος για την στήριξη της ζήτησης ενισχύεται υπό την αυξανόμενη απειλή του αποπληθωρισμού (deflation) και τον περιορισμό των μηδενικών επιτοκίων. Υπό αυτές τις συνθήκες, είναι ζωτικής σημασίας για την πράξη, να αντιμετωπιστούν επιθετικά οι κίνδυνοι αποπληθωρισμού. Αν και τα επίσημα επιτόκια είναι ήδη κοντά σε μηδενικά επίπεδα σε πολλές χώρες, τα περιθώρια της άσκησης νομισματικής πολιτικής υπάρχουν ακόμα (όπως στη ζώνη του ευρώ) και πρέπει να αξιοποιηθούν άμεσα.

Η ικανότητα που έχουν τα συμβατικά μέσα της πολιτικής είναι δύσκολο να είναι επαρκή. Τα επιτόκια μηδενικού επιπέδου περιορίζουν τα περιθώρια για περαιτέρω

μείωση, και ο αντίκτυπος των χαμηλότερων επιτοκίων μειώνεται από τις διαταραχές στην πιστωτική αγορά. Σε αυτές τις περιστάσεις, η μείωση των επιτοκίων θα πρέπει να υποστηρίζεται από την αυξανόμενη προσφυγή σε λιγότερο συμβατικές προσεγγίσεις, χρησιμοποιώντας και το μέγεθος και τη σύνθεση των ισολογισμών της κεντρικής τράπεζας, για τη στήριξη της πιστωτικής διαμεσολάβησης. Πολλές κεντρικές τράπεζες έχουν ήδη εισάγει μια σειρά νέων μέτρων, συμπεριλαμβανομένων της αγοράς μακροπρόθεσμων δημόσιων τίτλων, και αμεσότερα μέτρα για να υποστηριχθεί η διαμεσολάβηση.

Στις τρέχουσες περιστάσεις, τέτοιες προσεγγίσεις μπορούν να είναι ιδιαίτερα αποτελεσματικές εάν βοηθούν να «κινητοποιηθούν» οι μη ρευστές ή οι αποδιοργανωμένες αγορές. Μια τέτοια στρατηγική επεκτείνει την «ποσοτική διευκόλυνση» που χρησιμοποιήθηκε από τη Τράπεζα της Ιαπωνίας το 2001-06, όπου δόθηκε έμφαση στην ενίσχυση των αποθεμάτων των Εμπορικών Τραπεζών μέσω της αγοράς κρατικών ομολόγων. Για την επιδίωξη της «πιστωτικής διευκόλυνσης», οι κεντρικές τράπεζες πρέπει να συγκροτήσουν τις δραστηριότητές τους με τέτοιο τρόπο ώστε να μεγιστοποιεί την ανακούφιση στις εξαρθρωμένες αγορές (π.χ. αυξάνοντας την πιστωτική διαθεσιμότητα και χαμηλώνοντας τα spread) ελαχιστοποιώντας την πιθανή πιο μακροπρόθεσμη ζημιά των εξασφαλίσεων. Στο μέτρο του δυνατού, οι αποφάσεις κατανομής των πιστώσεων πρέπει να αφεθούν στους ιδιωτικούς χρηματοπιστωτικούς διαμεσολαβητές, παρά να αναληφθεί από την κεντρική τράπεζα. Επιπλέον ο πιστωτικός κίνδυνος, που δεν άπτεται στον ιδιωτικό τομέα πρέπει να καλυφθεί από τα εθνικά Υπουργεία

Οικονομικών παρά να διακινδυνευτούν οι ισολογισμοί των κεντρικών τραπεζών. Θα πρέπει επίσης να δοθεί προσοχή στο πώς οι έκτακτες πιστωτικές διαδικασίες θα εξελιχθούν. Η στήριξη που παρέχεται υπό μορφή βραχυπρόθεσμων ταμειακών διευκολύνσεων μπορεί να αντιστραφεί γρήγορα όταν ομαλοποιηθούν τελικά οι συνθήκες στην αγορά, αλλά οι διαδικασίες που περιλαμβάνουν πιο μακροπρόθεσμα περιουσιακά στοιχεία θα μπορούσε να είναι πιο δύσκολο να εξελιχθούν.

Αυτά τα σημεία αφορούν επίσης τις κεντρικές τράπεζες στις αναπτυσσόμενες οικονομίες. Ωστόσο, σε πολλές από αυτές τις οικονομίες, ο στόχος της κεντρικής τράπεζας περιπλέκεται περαιτέρω από την ανάγκη να στηριχτεί η εξωτερική σταθερότητα παρά τις ιδιαίτερα εύθραυστες ροές χρηματοδότησης. Σε πολύ μεγαλύτερο βαθμό, σε σχέση με τις ανεπτυγμένες οικονομίες, η χρηματοδότηση των αναπτυσσόμενων αγορών υπόκειται σε δραματικές αναταραχές -ξαφνικό σταμάτημα- εν μέρει λόγω των μεγαλύτερων ανησυχιών για τη πιστοληπτική ικανότητα του δημοσίου. Οι αναπτυσσόμενες οικονομίες επίσης τείνουν να δανείζονται σε μμεγαλύτερο βαθμό σε ξένο νόμισμα, έτσι η πτώση της αξίας της συναλλαγματικής ισοτιμίας μπορεί να προκαλέσει μεγάλες ζημιές στα ισοζύγιά τους.

Κατά συνέπεια, αν και οι περισσότερες κεντρικές τράπεζες σε αυτές τις οικονομίες έχουν χαμηλώσει τα επιτόκια ενώπιον της παγκόσμιας ύφεσης, ήταν προσεκτικές με αυτό τον τρόπο προκειμένου να διατηρηθούν τα κίνητρα για τις εισροές

κεφαλαίων και να αποφεύγονται οι άτακτες κινήσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Μέχρι ενός ορισμένου βαθμού, η διαμάχη των διεθνών αποθεμάτων έχει παράσχει τα «εφόδια» για να αντιμετωπιστούν οι άστατες μετακινήσεις της συναλλαγματικής ισοτιμίας και να στηρίξουν τη διαθεσιμότητα της χρηματοδότησης ξένου νομίσματος. Αλλά, δεδομένου ότι ο χρόνος έχει περάσει, τα αποθέματα έχουν μειωθεί αφήνοντας λιγότερα περιθώρια για να χρησιμοποιηθούν αποτελεσματικά. Οι χώρες που αντιμετωπίζουν ιδιαίτερα δύσκολες εξωτερικές συνθήκες -συμπεριλαμβανομένων των μεγάλων δημοσιονομικών ελλειμμάτων, για να είναι χρηματοδοτημένες - ίσως πρέπει να διατηρήσουν μια «σφιχτή» νομισματική πολιτική, για να διατηρήσουν την εξωτερική σταθερότητα παρά τις δυσμενείς συνέπειες για την εγχώρια δραστηριότητα. Η πρόσβαση στην επίσημη χρηματοδότηση μπορεί να διαδραματίσει ένα σημαντικό ρόλο στη μείωση τέτοιων επώδυνων αντισταθμίσεων ή να επιλύσουν αυτό το πρόβλημα της επιλογής.

Όσον αφορά τον μετά την περίοδο της κρίσης, μια βασική πρόκληση θα είναι να βαθμολογηθεί ο ρυθμός στον οποίο θα αποσύρεται η έκτακτη νομισματική βοήθεια που παρέχεται τώρα. Ενεργώντας πάρα πολύ γρήγορα θα διακινδυνευόταν να υποσκαφθεί αυτό που είναι επίφοβο, μια εύθραυστη ανάκαμψη, αντίθετα ενεργώντας πάρα πολύ αργά θα μπορούσε να διακυβευτεί μια επιστροφή στην «υπερθέρμανση» και σε νέες φούσκες των τιμών των περιουσιακών στοιχείων. Σε μερικές περιπτώσεις, η επίτευξη μιας ομαλής μετάβασης μπορεί να απαιτήσει νέα μέσα, όπως το να επιτραπεί οι κεντρικές τράπεζες να εκδίδουν δικά τους αξιόγραφα ώστε να απορροφούν την πλεονάζουσα ρευστότητα. Αυτές οι

επιλογές θα προκύψουν στα πλαίσια του ευρύτερου ζητήματος, εάν η προσέγγιση στη νομισματική πολιτική πρέπει να επεκταθεί, ώστε να καλύψει πιο ρητά τη μακροοικονομική σταθερότητα, καθώς επίσης και τη σταθερότητα τιμών, και σε αυτή την περίπτωση, πώς αυτό θα πρέπει να γίνει. Είναι πλέον οδυνηρά σαφές ότι οι ραγδαίες αυξήσεις στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων τροφοδοτήθηκαν από μια μοχλευμένη χρηματοδότηση, και η συμμετοχή χρηματοπιστωτικών διαμεσολαβητών πρέπει να εξεταστεί δυναμικά. Η νομισματική πολιτική δεν μπορεί να παραμελεί τις ραγδαίες αυξήσεις στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων και την πίστωση και πρέπει να ανταποκρίνεται στις ασυνήθιστα γρήγορες μεταβολές των τιμών ή σε σημάδια υπέρβασης της αγοράς περιουσιακών στοιχείων ιδιαίτερα στα πλαίσια των απότομων αυξήσεων των πιστώσεων. Μέτρα προληπτικής εποπτείας που παρέχουν μια πιο στοχευμένη και λιγότερο δαπανηρή πολιτική λύση από τις αλλαγές του επιτοκίου θα πρέπει να είναι ένα κεντρικό στοιχείο της πολιτικής απάντησης.

5.3 Δημοσιονομική Πολιτική

Λαμβάνοντας υπόψη την έκταση της ύφεσης και τα όρια για την αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής, η δημοσιονομική πολιτική πρέπει να διαδραματίσει ζωτικό ρόλο στην παροχή βραχυπρόθεσμης στήριξης για την παγκόσμια οικονομία. Πράγματι, ένα βασικό συμπέρασμα του ΔΝΤ είναι ότι στο

πλαίσιο της οικονομικής κρίσης, η δημοσιονομική πολιτική μπορεί να είναι ιδιαίτερα αποτελεσματική στη μείωση της διάρκειας της ύφεσης, ενώ ο αντίκτυπος της νομισματικής πολιτικής μειώνεται. Εντούτοις, τα περιθώρια που παρέχει μια τέτοια δημοσιονομική υποστήριξη θα περιοριστεί εάν τέτοιες προσπάθειες «διαβρώσουν» την αξιοπιστία, ελλείψει ενός μεσοπρόθεσμου πλαισίου. Κατά συνέπεια, οι κυβερνήσεις αντιμετωπίζουν μια δύσκολη εξισορρόπηση, παράδοσης βραχυπρόθεσμων επεκτατικών πολιτικών, αλλά και διαβεβαίωσης για τις μεσοπρόθεσμες προοπτικές.

Αυτό το έργο γίνεται περισσότερο δύσκολο, καθώς η ύφεση επεκτείνεται σε βάθος και διάρκεια. Αν και οι κυβερνήσεις έχουν ενεργήσει, ώστε να παρέχουν σημαντικά κίνητρα, είναι τώρα προφανές ότι η προσπάθεια θα πρέπει τουλάχιστον να συνεχιστεί, εάν όχι να αυξηθεί τον επόμενο χρόνο, και οι χώρες με δημοσιονομικά περιθώρια πρέπει να σταθούν έτοιμες να θεσπίσουν νέα μέτρα κινήτρων, όπως απαιτούνται για να υποστηρίξουν την ανάκαμψη. Στο μέτρο του δυνατού, αυτό θα πρέπει να είναι κοινή προσπάθεια, δεδομένου ότι μέρος του αντίκτυπου των μέτρων μιας μεμονωμένης χώρας θα διαρρεύσει από τα σύνορα, αλλά φέρνει οφέλη στην παγκόσμια οικονομία.

Ο στόχος, για τη διατήρηση των κινήτρων γίνεται περισσότερο δύσκολος για μερικές χώρες, που αντιμετωπίζουν αυξανόμενους περιορισμούς στα δημοσιονομικά τους περιθώρια από τις ανησυχίες της αγοράς σχετικά με την βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών τους.

Αυτό ισχύει ιδιαίτερα για τις αναπτυσσόμενες οικονομίες με τα λιγότερο ανεπτυγμένα δημοσιονομικά όργανα, την λιγότερο εξασφαλισμένη χρηματοδότηση και τις υποβιβασμένες μεσοπρόθεσμες προοπτικές ανάπτυξης. Αλλά ισχύει επίσης και για ένα αυξανόμενο εύρος ανεπτυγμένων οικονομιών, όπου οι τροχιές για τους δημόσιους απολογισμούς παρουσιάζουν σημαντική συσσώρευση του χρέους, ιδιαίτερα εκείνες που αντιμετωπίζουν επίσης βαριούς λογαριασμούς για την εξυγίανση των οικονομικών τομέων.

Τα σωστά ερεθίσματα μπορούν να συνδυαστούν με τη βιωσιμότητα. Χαρακτηριστικά, στην Έκθεση του το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο προτείνει μέτρα που αυξάνουν τις δαπάνες σε συγκεκριμένα έργα και χρονικά προσδιορισμένες φορολογικές περικοπές που εστιάζουν στη βελτίωση των ταμειακών ροών των πιστωτικά δεσμευμένων νοικοκυριών. Είναι επίσης επιθυμητό να στοχευθούν μέτρα που φέρνουν μακροπρόθεσμα οφέλη στην παραγωγική δυνατότητα μιας οικονομίας (και ως εκ τούτου την αύξηση της φόρο-εισπρακτικής ικανότητας). Για τους δύο αυτούς λόγους, οι πρωτοβουλίες για την ενίσχυση των δαπανών για έργα υποδομής είναι ιδιαίτερα χρήσιμες στην παρούσα συγκυρία. Σε γενικές γραμμές, αυτό μπορεί να γίνει με την προώθηση των ήδη καταρτισμένων προγραμμάτων, αφήνοντας κατά συνέπεια την καθαρή παρούσα αξία των εξόδων αμετάβλητη.

Επιπρόσθετα, οι κυβερνήσεις πρέπει να ολοκληρώσουν πρωτοβουλίες για την παροχή βραχυπρόθεσμων κινήτρων με μεταρρυθμίσεις που ενισχύσουν τα

μεσοπρόθεσμα δημοσιονομικά πλαίσια. Οι σχετικές περιοχές περιλαμβάνουν τη φορολογική μεταρρύθμιση για να μειώσουν την εξάρτηση των φορολογικών εσόδων που είναι συνδεδεμένα με τις τιμές των περιουσιακών στοιχείων, μέτρα για να βελτιωθεί η διαφάνεια και η εποπτεία των δημόσιων δαπανών και βήματα για να παρέχουν γερά μεσοπρόθεσμα δημοσιονομικά πλαίσια για να παραδώσουν τη σταθεροποίηση σε περιόδους ισχυρής ανάπτυξης, καθώς επίσης και περιθώρια διευκολύνσεων κατά τη διάρκεια των υφέσεων. Οι μεταρρυθμίσεις σε αυτούς τους τομείς θα ήταν πολύτιμες στις προηγμένες οικονομίες αλλά είναι ακόμα πιο σημαντικές στις αναπτυσσόμενες οικονομίες, όπου τα συστήματα δημοσιονομικής διαχείρισης είναι κατά πολύ λιγότερο ανεπτυγμένα.

6 Συμπεράσματα

Οι κρίσεις όπως είδαμε, είναι παλιές και διαδεδομένες, όσο και ο ίδιος ο καπιταλισμός. Εμφανίστηκαν μαζί με τον καπιταλισμό στις αρχές του 17^{ου} αιώνα και έχουν παραμείνει κοντά μας έκτοτε σε μεγάλο βαθμό με την ίδια μορφή. Όλες σχεδόν οι κρίσεις ξεκινούν με τον ίδιο τρόπο: ήπια και αθόρυβα. Ανεπαίσθητες εξελίξεις στήνουν το σκηνικό για το πραγματικό δράμα. Αυτό το στήσιμο του σκηνικού μπορεί να πάρει χρόνια, ακόμα και δεκαετίες, καθώς μια σειρά από δυνάμεις δημιουργούν συνθήκες ευνοϊκές για έναν οικονομικό κύκλο ραγδαίας ανόδου και πτώσης.

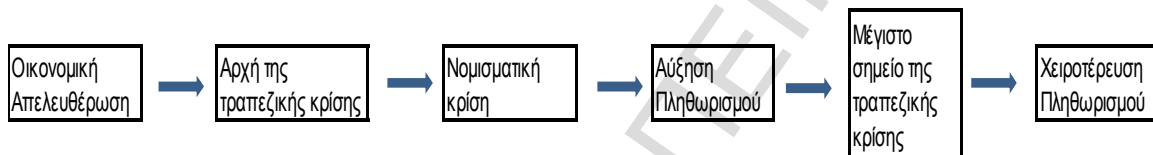
Οι αγορές έχουν αποκλειστεί από τον φόβο και την απληστία, λένε, αλλά αυτά τα δύο συστατικά δεν είναι ολόκληρη η συνταγή: οι ιδέες παίζουν πάρα πολύ μεγάλο ρόλο. Η σημερινή μεγάλη ιδέα είναι η “στιγμή Minsky” ή Minsky Moment όπως είναι ευρέως γνωστή. Το όνομά αυτό προέρχεται από τον οικονομολόγο Hyman Minsky. Η φράση περιγράφει μια κατάσταση κατά την οποία οι επενδυτές που έχουν δανειστεί πάρα πολύ αναγκάζονται να πουλήσουν ακόμα και τα καλά περιουσιακά στοιχεία για να αποπληρώσουν τα δάνειά τους.

Οι συναλλαγές με χρήματα γίνονται με όλο και πιο σύνθετο και πολύπλοκο τρόπο στον καπιταλισμό δημιουργώντας γενικευμένη οικονομική αστάθεια. Κατά τη διάρκεια ήρεμων περιόδων που δεν επικρατεί οικονομική σύγχυση, οι επιχειρήσεις προσπαθούν να βελτιώσουν τη θέση τους στην αγορά – άλλωστε πάντα υπάρχουν «καλές εποχές» στην οικονομία, με ότι συνεπάγεται αυτό. Το ζήτημα είναι γιατί οι επιχειρήσεις αλλάζουν τρόπο που συμπεριφέρονται. Οι επιχειρήσεις που βρίσκονται σε σχετική ανισορροπία, θα έπρεπε να προχωρούν σε οριακές προσαρμογές στα αποτελέσματά τους ώστε να προσεγγίζουν τους στόχους που θέτουν. Αυτό όμως δεν είναι εφικτό όταν υπάρχει οικονομική αστάθεια, καθώς η εμφάνιση κερδών ενθαρρύνει τις επιχειρήσεις να κάνουν μεγάλα άλματα και επενδύσεις αναλαμβάνοντας μεγαλύτερα ρίσκα αφού αισιοδοξούν για το μέλλον. Αυτό αποτελεί θα λέγαμε την “προ Minsky εποχή”. Η οικονομική ευημερία δεν επιβεβαιώνει αλλά αυξάνει την αισιοδοξία και ενθαρρύνει τους οφειλέτες υψηλού κινδύνου (hedge debtors) να ασχοληθούν με την κερδοσκοπία. Οι φάσεις

χρηματοδότησης γενικά έχουν την τάση να γίνονται όλο και πιο επιθετικές, επικίνδυνες και εύθραυστες. Έτσι η ισορροπία μετατρέπεται σε αστάθεια σε παγκόσμιο επίπεδο. Η υπόθεση της οικονομικής αστάθειας υποστηρίζει ότι οι καλές εποχές που χαρακτηρίζονται από οικονομική ανάπτυξη ενθαρρύνουν μια επιθετική ανάληψη κινδύνου και κατ' επέκταση μια ακούσια συστημική αστάθεια.

Η Διαδοχή των κρίσεων - Η μεγάλη εικόνα Reinhart και Rogoff

"Αντίο οικονομική καταστολή, καλοσούριες οικονομική κρίση"



Η κρίση που ξέσπασε πρόσφατα δεν αποτελούσε εξαίρεση. Ο φονταμενταλισμός της ελεύθερης αγοράς που δέσποζε επί δεκαετίες έθεσε τα θεμέλια για την καταστροφή, καθώς οι λεγόμενοι μεταρρυθμιστές, εξουδετέρωναν τις τραπεζικές ρυθμίσεις που είχαν θεσμοθετηθεί στη Μεγάλη Ύφεση, και οι εταιρείες της Γουόλ Στριτ έβρισκαν τρόπους να αποφεύγουν όσους κανόνες απέμεναν. Στην πορεία αναπτύχθηκε ένα γιγαντιώδες τραπεζικό σύστημα, εκτός ρυθμιστικής εποπτείας. Την ίδια περίοδο, οι τράπεζες υιοθετούσαν, ολοένα και συχνότερα προγράμματα ανταμοιβών, τα οποία ενθάρρυναν την εξαιρετικά ριψοκίνδυνη, βραχυπρόθεσμη τοποθέτηση στοιχημάτων, παρότι τέτοια στοιχήματα υπονόμευαν τη μακροπρόθεσμη σταθερότητα μιας χρηματοοικονομικής εταιρείας. Στην ουσία

μετέθεταν τις αρνητικές συνέπειες από τις αποφάσεις των τρέιντερ και των τραπεζιτών στις πλάτες των μετόχων της εταιρείας και άλλων πιστωτών. Τέτοια προβλήματα που αποτελούσαν μέρος της ευρύτερης επιδημίας ηθικού κινδύνου, διαπότιζαν το αμερικάνικο χρηματοοικονομικό σύστημα πολύ προτού ξεσπάσει τελικά η κρίση. Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα έπαιξε οργανικό ρόλο προσπαθώντας να διασώσει το χρηματοοικονομικό σύστημα. Διαφορετικό είναι όμως το στήσιμο κάποιου σκηνοικού και διαφορετικό η δημιουργία μιας φούσκας. Η φούσκα όπως είδαμε απαιτεί κάποιον καταλύτη, όπως είναι πχ η έλλειψη σε κάποιο περιζήτητο αγαθό, το άνοιγμα μιας νέας αγοράς στο εξωτερικό ή μια τεχνολογική καινοτομία η οποία ωθούσε τους επενδυτές να πιστεύουν ότι οι παλιοί κανόνες αξιολόγησης δεν ισχύουν πια. Επίσης μπορούσαν να εφευρεθούν και νέοι τρόποι για να γίνονται οι δουλειές στους κόλπους του ίδιου του χρηματοοικονομικού συστήματος: ένας νέος τρόπος δημιουργίας επενδυτικών πακέτων ή ένας νέος τρόπος διαχείρισης κινδύνου. Δυστυχώς, η πρόσφατη χρηματοοικονομική κρίση ανήκε σε αυτήν την τελευταία κατηγορία, καθώς τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα υιοθέτησαν την πρακτική της τιτλοποίησης σε εντυπωσιακή κλίμακα δημιουργώντας ολοένα και πιο περίεργα χρηματοοικονομικά προϊόντα.

Ένα άλλο αξίωμα των οικονομικών της κρίσης είναι η ειλικρινής παρατήρηση ότι μια φούσκα μπορεί να διογκωθεί μόνο αν οι επενδυτές έχουν μια πηγή εύκολης πίστωσης. Αυτό μπορεί να γίνει με μια χορηγία της κεντρικής τράπεζας ή από ιδιώτες πιστωτές ή και από τους δύο. Η εύκολη πίστωση μπορεί να έρθει ακόμα και από εξωτερική πηγή πλεονασματικού ρευστού η οποία ψάχνει για επενδύσεις.

Όλες οι φούσκες όμως κάποια στιγμή σταματάνε να μεγαλώνουν. Όταν η δραματική φάση μιας κρίσης φτάσει στο τέλος της, πάντα ξεκινούν άλλα προβλήματα, καθώς οι συνέπειες της χρηματοοικονομικής καταστροφής αντανακλώνται στην υπόλοιπη οικονομία. Η ζημιά φτάνει στο βάθος και οι πληγές απαιτούν πολύ χρόνο για να επουλωθούν. Ο δρόμος προς την ανόρθωση είναι πάντα δύσβατος καθώς πολλά νοικοκυριά, επιχειρήσεις και χρηματοοικονομικά ιδρύματα χρειάζονται απομόχλευση.

Όπως και να 'χει ο «κερδοσκοπικός πυρετός» αποτελεί χαρακτηριστικό μιας κοινωνίας που τα θεμέλια της είναι προβληματικά. Ειδικότερα τα κέρδη που μπορεί να αποκομίσει ο επενδυτής αγοράζοντας κεφαλαιουχικά αγαθά αναμένονται μακροχρόνια μεγαλύτερα ,συγκριτικά με αυτά που ο ίδιος ο επενδυτής προσδοκά να αποκομίζει αγοράζοντας τίτλους. Όμως οι τίτλοι αποφέρουν τάχιστα πολύ μεγαλύτερο εισόδημα. Ο Κέυνς επεσήμανε τη διαφορά μεταξύ της κερδοσκοπικής επένδυσης (speculative investment) και της επιχειρηματικής επένδυσης. Η κερδοσκοπική επένδυση αφορά την πρόβλεψη της μελλοντικής ψυχολογίας της αγοράς, ενώ η επιχειρηματική επένδυση, την οποία ο Κέυνς αποκαλεί «enterprise», είναι η δραστηριότητα κατά την οποία ο επενδυτής καταβάλει κόπο και αναλαμβάνοντας ρίσκο, εκτιμά την αναμενόμενη απόδοση ενός περιουσιακού στοιχείου για ολόκληρη τη διάρκεια χρήσης του. Ο Κέυνς επεσήμανε ότι οι επενδυτές-κερδοσκόποι έχουν βραχυχρόνιο ορίζοντα και αποβλέπουν στα κέρδη που προκύπτουν από την αύξηση της τιμής. Η επιχειρηματικότητα της μορφής

αυτής είναι η επικρατούσα σε όλες τις περιπτώσεις που μελετήσαμε, γεγονός που ο Κέυνς το θεώρησε προβληματικό. Όσο αυτή η τάση ενισχύεται, τόσο περισσότερο θα αναδεικνύονται τα προβληματικά θεμελιώδη της οικονομίας, η οποία διαρκώς θα οδηγείται προς την κρίση.

Είναι αλήθεια τελικά ότι οι πολιτικοί πρέπει να διαχειριστούν τις προσδοκίες του κοινού. Ωστόσο, αν επιμένουν να επιλέγουν να διορθώσουν την κατάσταση με μέσα που βασίζονται σε υπερβολικά αισιόδοξα μεσοπρόθεσμα σενάρια, κινδυνεύουν τελικά να χάσουν την αξιοπιστία τους. Τίποτα δεν μπορεί να κάνει το πρόβλημα οξύτερο εκτός από τη συλλογική αμνησία στις προηγούμενες εμπειρίες, καθώς μπορεί τα κράτη να οδηγηθούν σε πολιτικές κινδύνου που σε ορισμένες περιπτώσεις επιτείνουν τις τελικές δαπάνες απομόχλευσης.

Ένα ακόμα στοιχείο που οι διαμορφωτές της αρχιτεκτονικής του σύγχρονου χρηματοπιστωτικού συστήματος πρέπει να λάβουν υπ' όψιν είναι η ανάγκη ελέγχου των ζωωδών ενστίκτων των συμμετεχόντων στις αγορές και η αλλαγή των προτύπων της κοινωνίας. Ερευνώντας σε βάθος όλες τις χρηματοπιστωτικές κρίσεις καταλήγουμε ότι ένα από τα σημαντικότερα σφάλματα των επενδυτών είναι τα σφάλματα συμπεριφοράς που παρουσιάζονται όταν επικρατούν ακραίες καταστάσεις στις αγορές. Η αλαζονεία, η απληστία, η διαφθορά, η άγνοια, ο φόβος, η συμπεριφορά της αγέλης, ο πανικός και οι μανίες είναι αρχέγονα ένστικτα και συχνά υπεύθυνα για μια σειρά οικονομικών καταστροφών. Η συμπεριφορά της αγέλης (herding), η οποία σύμφωνα με κοινά αποδεκτό ορισμό αποτελεί την

αμοιβαία μίμηση των επενδυτικών επιλογών, οδηγεί τελικά σε σύγκλιση δράσεων (Welch, 2000, Hirshleifer & Teoh, 2003).

Από τα πιο ενδιαφέροντα θέματα που έχουν θίξει πρόσφατα ορισμένοι ερευνητές της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής, αλλά και νευροεπιστήμονες, είναι το γεγονός ότι ορισμένες από τις αποφάσεις επενδυτών και καταναλωτών λαμβάνονται από τους μετωπιαίους λοβούς του εγκεφάλου και στηρίζονται σε αρχέγονα ένστικτα. Σύμφωνα με τους ερευνητές, ένα σημείο στον προμετωπιαίο φλοιό ευθύνεται σε μεγάλο βαθμό για την πρόσφατη παγκόσμια οικονομική κατάρρευση, αφού το σημείο αυτό είναι υπεύθυνο για το φαινόμενο της ψευδαίσθησης του χρήματος ή όπως αναφέρεται στη διεθνή αρθρογραφία «money illusion».

Η ψευδαίσθηση αυτή παρουσιάζεται όταν τα άτομα αγνοούν προφανείς πληροφορίες σχετικά με τις αρνητικές επιπτώσεις του πληθωρισμού και της πραγματικής αξίας του χρήματος. Ως αποτέλεσμα δρουν μη ορθολογικά και συνήθως υπερεκτιμούν την αξία των επενδύσεών τους (N. Φίλιππας, Μια διαφορετική ερμηνεία της χρηματοπιστωτικής κρίσης, Καθημερινή 18/10/2010).

Παρ' όλα αυτά οι κρίσεις δεν μπορούν να καταργηθούν. Μπορούν όμως να αποτελέσουν στόχο αποτελεσματικής διαχείρισης και άμβλυνσης. Τίποτα δεν διαρκεί για πάντα, και οι κρίσεις πάντα θα επιστρέφουν. Δεν είναι ανάγκη όμως να έχουν αυτήν την ένταση και να επισκιάζουν την οικονομική ζωή σε τόσο μεγάλο βαθμό. Αν ενισχύσουμε τα αναχώματα που περιβάλλουν το χρηματοοικονομικό

μας σύστημα ίσως αντιμετωπιστούν πιο αποτελεσματικά οι κρίσεις που θα έρθουν στο μέλλον.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Βιβλιογραφία

Ελληνική Βιβλιογραφία - Αρθρογραφία

1. Καραμούζης, Νικόλαος Β: «Από τη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση στην ελληνική δημοσιονομική εκτροπή και την κρίση της Ευρωζώνης: οι προκλήσεις για το ελληνικό τραπεζικό σύστημα», Επίλογος, Από τη διεθνή κρίση στην κρίση της Ευρωζώνης και της Ελλάδας: Τι μας επιφυλάσσει το μέλλον; Επιμέλεια Νικόλαος Β. Καραμούζης και Γκίκας Α. Χαρδούβελης, Εκδόσεις Λιβάνη, Αθήνα (2011)
2. Ξανθάκης – Αλεξάκης, Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική, Εκδόσεις Σταμούλη Α.Ε (2008)
3. Φίλιππας Ν: «Η κρίση και η αγέλη των... PIGS», Οικονομική ιστοσελίδα Euro2day (9/11/2011)
4. Φίλιππας Ν: «Ζωώδη ένστικτα και οικονομικές καταστροφές», Οικονομική ιστοσελίδα Euro2day (18/01/11)
5. Φίλιππας Ν: «Μια διαφορετική ερμηνεία της χρηματοπιστωτικής κρίσης», Καθημερινή 18/10/2010).

Ξένη Βιβλιογραφία – Αρθρογραφία

1. Bancroft Hubert H.: «The financial panic of 1837», The Great Republic By the Master Historians (1902)

2. Barker B, Boden R: «Railway Mania», London, Longman
3. Bryant Joyce: «The great depression and new deal», Yale Institute press, (2013)
4. Buckingham Smith, Walter: «Economic Aspects of the Second Bank of the United States», Harvard University Press (1953)
5. Campbell, G. and Turner, J. : «The Greatest Bubble in History»: Stock Prices during the British Railway Mania”, SSRN Working Paper (2010)
6. Colombo Jesse: «The Mississippi Bubble of 1718-1720», The bubblebubble (2009)
7. Dash Mike: «When the Tulip Bubble Burst \The Story of the World's Most Coveted Flower», Bloomberg Business week April 24 /2000
8. Friedman M. και Schwartz A: «Monetary Trends in the United States and the United Kingdom», Chicago: Chicago University Press(1982)
9. Galbraith James & Travis Hale: «Income distribution and the Information Technology bubble», University of Texas Inequality Project Working Paper (2004)
10. Goldgar, Anne: «Tulipomania: Money, Honor and Knowledge in the Dutch Golden Age», Chicago press (2008)
11. Jagganathan R., Kapoor M. and Schaumberg E: «Why are we in a recession? The financial crisis is the symptom not the disease!», Finance Bag Lunch Series, Northwestern University, Kellogg School of Management, (2009)
12. Krugman, P. «The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008», Allen Lane/Penguin Press (2009)
13. Lahart Justin: «In Time of Tumult, Obscure Economist Gains Currency», The Wall Street Journal (2007-08-18)
14. Landow, G: «Railway mania», The Victorian web: an overview (2005)

15. Leader: «In praise of...Human Minsky», the Guardian, (Wednesday 22 August 2007)
16. Mc Cartney S & Arnold A: The railway mania of 1845-1847: Market irrationality or collusive swindle based on accounting distortions, Accounting & Accountability Journal, 821-852 (2003)
17. Moen Jon: «Future story- John Law and the Mississippi», Mississippi History now (October 2001)
18. Odlyzko Andrew: «The British Railway Mania of the 1840s» - Preliminary version, January 15, 2010 - School of Mathematics and Digital Technology Center University of Minnesota (2010)
19. Paul, Helen Julia: «The South Sea Bubble: an economic history of its origins and consequences», Routledge Explorations in Economic History, Routledge, London (2010)
20. Peter M. Garber: The Journal of Economic Perspectives, Vol. 4, No. 2. (Spring, 1990), pp. 35-54
21. Peter M. Garber: «Famous first bubbles», The journal of economic perspectives, (1990)
22. Prychitko David L: Competing explanations of the Minsky moment: The financial instability hypothesis in light of Austrian theory (2009)
23. Reinhart M. and Kenneth S. Rogoff : Harvard University Financial and Sovereign Debt Crises: Some Lessons Learned and Those Forgotten (2012)
24. Rogoff Kenneth: Austerity and the IMF –The fifth annual Richard H. Sabot Lecture, The Center for Global Development (2010)

25. Roubini, N : The Risk of a Double-Dip Recession is Rising, Financial Times, 23.8.2009
26. Roubini, N & Stephen Mihm: Crisis Economics: A Crash Course in the Future of Finance – Η οικονομία της κρίσης, εκδόσεις Πατάκη (2010)
27. Saxonhouse, Gary & Stern, Robert: «Japan's Lost decade: Origins ,Consequences and Prospects for Recovery», World Economy special issues (2004)
28. Timberlake, Jr., Richard H: "Panic of 1837". In Glasner, David; Cooley, Thomas Feds. Business cycles and depressions: an encyclopedia. New York: Garland Publishing. pp. 514–16 (1997).

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ