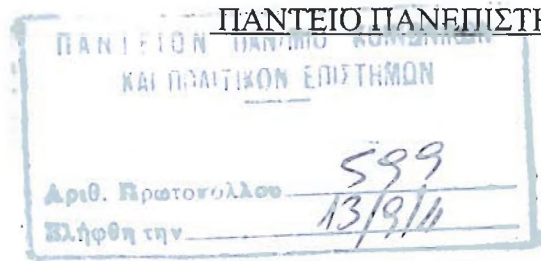


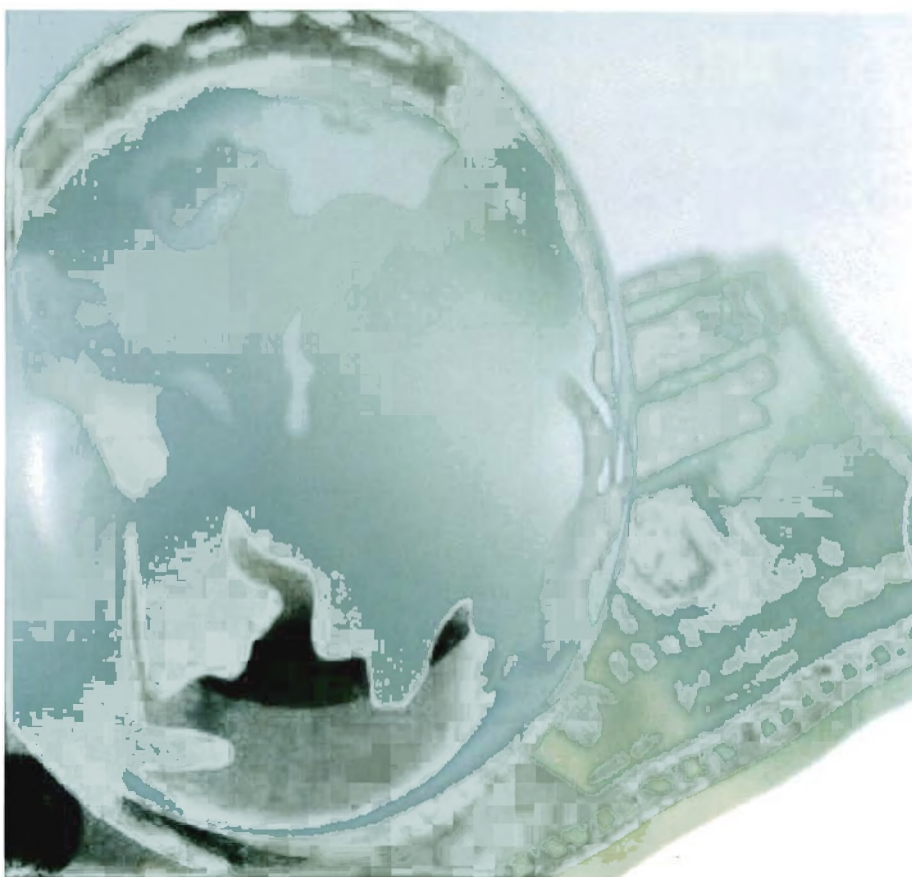
ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ



Π.Μ.Σ. ΔΙΕΘΝΩΝ & ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΚΑΤΕΥΘΥΝΣΗ: ΔΙΕΘΝΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ:

**«Η ΦΥΣΗ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΚΡΙΣΕΩΝ ΚΑΙ ΟΙ
ΔΥΝΑΤΟΤΗΤΕΣ ΠΡΟΛΗΨΗΣ ΚΑΙ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗΣ ΤΟΥΣ»**



ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: ΑΝΤΩΝΙΑΔΗΣ ΑΝΔΡΕΑΣ

ΦΟΙΤΗΤΗΣ: ΔΙΑΚΑΝΤΩΝΗΣ ΜΙΧΑΗΛ-ΕΞΑΡΧΟΣ (Α.Μ. 1209Μ066)

ΑΘΗΝΑ 2011

MET
ΔΙΑ

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΔΗΜΟΚΡΑΤΙΑ	
ΥΠΟΥΡΓΕΙΟ ΠΑΙΔΕΙΑΣ, ΕΡΕΥΝΑΣ ΚΑΙ ΘΡΗΣΚΕΥΜΑΤΩΝ	
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ	ΕΚΠΑΙΔΕΥΣΗ ΔΙΑ ΒΙΟΥΣ ΜΑΘΗΣΗΣ
ΜΕΤΑΒΙΒΑΣΤΕΑ	ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΑ ΧΡΗΜΑΤΑ
ΠΡΟΤΥΠΟ	ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΑ ΧΡΗΜΑΤΑ



ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον καθηγητή του τμήματος Διεθνών και Ευρωπαϊκών Σπουδών του Παντείου Πανεπιστημίου, κ. Ανδρέα Αντωνιάδη, για την άψογη συνεργασία και την διδασκαλική του καθοδήγηση καθ' όλη την διάρκεια εκπόνησης της διπλωματικής εργασίας. Η συχνή επικοινωνία μας, οι χρήσιμες συμβουλές και παρατηρήσεις του, καθώς και η ελευθερία δράσης που μου εμπιστεύτηκε, συνέβαλλαν σημαντικά ώστε να προκύψει ένα καλύτερο τελικό αποτέλεσμα. Φυσικά, κάθε σφάλμα ή παράλειψη βαρύνει αποκλειστικά και μόνον τον γράφοντα.

Η εργασία αυτή αφιερώνεται στους γονείς μου, που αμέριστα μου συμπαραστήκονται υλικά, ηθικά και ψυχικά καθ' όλη την διάρκεια της ζωής μου. Γι' αυτό τους ευγνωμονώ απεριόριστα και ευελπιστώ να τους το ανταποδώσω κατά το ελάχιστο στο μέλλον...

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ	6
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΤΥΜΟΛΟΓΙΑ ΚΑΙ ΕΝΝΟΙΑ ΤΩΝ ΚΡΙΣΕΩΝ	8
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Ο «ΠΑΡΑΛΟΓΟΣ» ΟΡΘΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΩΝ ΑΓΟΡΩΝ	11
2.1 Ορθολογικοί Δρώντες και Αποτελεσματικές Αγορές: Θεωρία και Πραγματικότητα	11
2.2 Νέες Επιστημονικές Προσεγγίσεις στην Ερμηνεία της Λειτουργίας Ατόμων και Αγορών	17
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΚΡΙΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟΙ ΚΥΚΛΟΙ.....	21
3.1 Ορισμός και Χαρακτηριστικά των Οικονομικών Κύκλων.....	21
3.2 Οι Ερμηνείες των Οικονομικών Κύκλων	23
3.3 Ιδιαίτεροι Τύποι Οικονομικών Κύκλων	28
3.4 Προβλεπτικότητα των Οικονομικών Κύκλων	32
3.5 Σύνδεση Οικονομικών Κύκλων και Χρηματοπιστωτικών Κρίσεων	34
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΙΣΤΟΡΙΑ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΚΡΙΣΕΩΝ	37
4.1 Η Κρίση της Τουλίζας	37
4.2 Η Banque Royale και η Απάτη της Εταιρείας του Mississippi.....	38
4.3 Η «Φούσκα» των Νοτίων Θαλασσών	39
4.4 Οι Κρίσεις της Αμερικής και η Πρώτη Ύφεση	40
4.5 Το Κραχ του 1929 και η Μεγάλη Ύφεση.....	42
4.6 Η Κρίση των Αναπτυσσόμενων Χωρών και η Κρίση-«Τεκίλα» του Μεξικού	49
4.7 Η Κατάρρευση της Αργεντινής	52
4.8 Αργεντινή: Η Κρίση της Barings σε Αντιδιαστολή με την Κρίση-«Τεκίλα».....	53
4.9 Το Χρηματιστηριακό Κραχ του 1987	56

4.10 Η Κρίση του 1997 στην Νοτιοανατολική Ασία και οι Διεθνείς της Συνέπειες.....	59
4.11 Η Κατάρρευση των Subprimes και το Ξέσπασμα της Παγκόσμιας Χρηματοπιστωτικής Κρίσης του 2007	66
4.12 Βασικά Χαρακτηριστικά των Χρηματοπιστωτικών Κρίσεων	75

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΟΙ ΤΥΠΟΙ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΚΡΙΣΕΩΝ ΚΑΙ Η ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ ΤΟΥΣ 80

5.1 Οι Εναλλακτικές Ερμηνείες.....	80
5.2 Χρηματοπιστωτική Κρίση λόγω Ασύμμετρης Πληροφόρησης και Μονεταριστικές Προσεγγίσεις.....	85
5.3 Η Θεωρία της «Χρηματοπιστωτικής Αστάθειας» του Minsky	87
5.4 Η Οικονομικο-Κοινωνιολογική Προσέγγιση του Galbraith.....	90
5.5 Χρηματοπιστωτικές Κρίσεις των Αναδυόμενων Χωρών.....	91
5.6 Οι Μαρξιστικές- Κριτικές Ερμηνείες των Χρηματοπιστωτικών Κρίσεων.....	95
5.7 Μαρξιστικές Ερμηνείες της Παγκόσμιας Χρηματοπιστωτικής Κρίσης του 2007	101
5.8 Το Ζήτημα των Παγκόσμιων Ανισορροπιών	108

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: Η «ΕΞΟΔΟΣ» ΑΠΟ ΤΗΝ ΠΑΡΟΥΣΑ ΚΡΙΣΗ ΚΑΙ Η ΑΝΑΜΟΡΦΩΣΗ ΤΟΥ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΚΑΙ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ 114

6.1 Οι Προτάσεις για την Ρύθμιση του Χρηματοπιστωτικού Συστήματος.....	116
6.2 Ποιός θα Πληρώσει για την Κρίση;	123
6.3 Η Μετά-Κεϋνσιανή Σχολή Σκέψης.....	125
6.4 «Ισλαμική» Χρηματοοικονομική: Μια Εναλλακτική Προσέγγιση	127
6.5 Η Μαρξιστική «Διέξοδος»	129
6.6 Ποια θα είναι η Επόμενη «Φούσκα»;	133
6.7 Οι Προοπτικές για το Διεθνές Χρηματοπιστωτικό και Νομισματικό Σύστημα	136
6.8 Πόλεμος και Ειρήνη.....	142

Αντί Επιλόγου: Συμπεράσματα και Αδυναμίες..... 147

ΑΛΦΑΒΗΤΙΚΗ ΛΙΣΤΑ ΠΗΓΩΝ..... 152

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Το παρόν πόνημα σκοπό έχει να διερευνήσει την φύση των χρηματοπιστωτικών κρίσεων και τις δυνατότητες που υπάρχουν για την αποτελεσματική πρόληψη και αντιμετώπισή τους. Στο πλαίσιο αυτό, μέσα από την ανάλυση των χρηματοπιστωτικών κρίσεων, θα εξεταστεί η λειτουργία των καπιταλιστικών αγορών, καθώς και η συμπεριφορά των ατομικών οικονομικών δρώντων. Θα διερευνηθούν οι αδυναμίες της καπιταλιστικής οικονομίας και θα εξεταστεί αν αυτές αποτελούν εγγενή χαρακτηριστικά του συστήματος ή οφείλονται σε εξωγενείς και τυχαίους παράγοντες. Η προσέγγιση θα βασιστεί τόσο στην νεοκλασική και νεοκεϋνσιανή σχολή όσο και στην κριτική/μαρξιστική παράδοση, προκειμένου να υπάρξει μια σφαιρική και ολοκληρωμένη αντιμετώπιση του θέματος.

Στο πρώτο κεφάλαιο, θα οριστεί συντόμως η έννοια της χρηματοπιστωτικής κρίσης, σε εγχώριο και διεθνές επίπεδο.

Στο δεύτερο κεφάλαιο θα εξεταστεί η αποτελεσματικότητα των καπιταλιστικών αγορών και η ορθολογικότητα των ατομικών οικονομικών δρώντων. Πώς αυτές οι καταστάσεις επηρεάζουν τις χρηματοπιστωτικές κρίσεις και πώς διαφορετικές επιστημονικές προσεγγίσεις ερμηνεύουν την λειτουργία των αγορών;

Στο τρίτο κεφάλαιο θα οριστεί η έννοια του επιχειρηματικού/οικονομικού κύκλου. Θα εξεταστούν οι διαφορετικές ερμηνείες του φαινομένου αυτού και ο βαθμός επαναληπτικότητας του. Μπορούν τελικά οι θεωρίες των οικονομικών κύκλων να προβλέψουν τις χρηματοπιστωτικές κρίσεις και τι υποδηλώνουν για την φύση τους;

Στο τέταρτο κεφάλαιο παρουσιάζεται μια ευρεία ιστορική αναφορά στα γεγονότα, τα αίτια και τις ερμηνείες των χρηματοπιστωτικών κρίσεων του παρελθόντος. Μέσα από την ανάλυση αυτή, θα προκύψει ο ρόλος που διαδραματίζουν τόσο οι ατομικοί δρώντες όσο και οι πολιτικοί και οικονομικοί θεσμοί στην εξέλιξη των χρηματοπιστωτικών κρίσεων, καθώς και η σημασία που έχουν οι διεθνείς συσχετισμοί ισχύος στην διαμόρφωση των οικονομικών γεγονότων. Ποια είναι τελικά τα βασικά χαρακτηριστικά μιας χρηματοπιστωτικής κρίσης;

Στο πέμπτο κεφάλαιο θα επιχειρηθεί μια «κατηγοριοποίηση» των τύπων των χρηματοπιστωτικών κρίσεων, όπως αυτές ερμηνεύονται απ' την νεοκλασική, την νεοκεϋνσιανή αλλά και την κριτική σχολή σκέψης. Τι υποδεικνύει τελικά καθεμιά απ' αυτές τις προσεγγίσεις για την λειτουργία της καπιταλιστικής οικονομίας αλλά και ποιες οι λύσεις που προτείνονται σε κάθε περίπτωση; Παράλληλα, θα διερευνηθεί το ζήτημα των παγκόσμιων οικονομικών ανισορροπιών ως παράγοντας γέννησης μελλοντικών κρίσεων.

Το έκτο και τελευταίο κεφάλαιο θα αφιερωθεί στις προτάσεις για την αντιμετώπιση της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2007. Είναι δυνατόν να ξεπεραστεί το πρόβλημα με την παρούσα μορφή του καπιταλιστικού συστήματος ή χρειάζονται αλλαγές σε διεθνές επίπεδο; Ποιοι οι κίνδυνοι για την επανάληψη δυσάρεστων ιστορικών γεγονότων; Ποιες λύσεις προτείνονται για το πρόβλημα των παγκόσμιων ανισορροπιών και ποιες είναι οι προοπτικές για την αναμόρφωση του διεθνούς χρηματοπιστωτικού και νομισματικού συστήματος; Μπορεί τελικά η κρίση να αντιμετωπιστεί ή θα ξεπεράσει η ίδια το υπάρχον καπιταλιστικό οικονομικό σύστημα;

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΕΤΥΜΟΛΟΓΙΑ ΚΑΙ ΕΝΝΟΙΑ ΤΩΝ ΚΡΙΣΕΩΝ

«Μια θεωρία των κρίσεων δεν μπορεί ποτέ να είναι μια έρευνα ενός ξεχωριστού μέρους των κοινωνικο-οικονομικών φαινομένων αλλά είναι πάντα το τελευταίο ή το προτελευταίο κεφάλαιο ενός γραπτού ή άγραφου κοινωνικο-οικονομικού συστήματος, το ώριμο φρούτο της αντίληψης ολόκληρων των κοινωνικο-οικονομικών φαινομένων και της αλληλεξάρτησής τους»¹

Eugen von Böhm-Bawerk

Ορισμός των Κρίσεων

Η λέξη «κρίση» συνδύαζε από την αρχαιότητα τις έννοιες «απόφαση-εκλογή», «καταδίκη» και «δυσμενής έκβαση»². Ο όρος «κρίση» χρησιμοποιείται κυρίως για να εκφράσει μια μορφή δυσλειτουργίας, είτε αυτή αφορά έναν φυσικό οργανισμό (ιατρική επιστήμη), είτε έναν κρατικό οργανισμό (πολιτική επιστήμη) είτε έναν οικονομικό οργανισμό ή θεσμό (οικονομική επιστήμη).

Ο οικονομικός ιστορικός Charles Kindleberger που αφιέρωσε μεγάλο μέρος της ερευνητικής του ζωής στην μελέτη των οικονομικών κρίσεων, είπε ότι «μια χρηματοπιστωτική κρίση είναι σαν μια όμορφη γυναίκα: δύσκολο να την ορίσεις, αλλά αναγνωρίσιμη όταν την συναντήσεις»³. Ο Raymond Goldsmith την όρισε σαν μια «απότομη, σύντομη, υπερκυκλική επιδείνωση όλων ή των περισσότερων οικονομικών δεικτών-βραχυπρόθεσμων επιτοκίων, τιμών των περιουσιακών στοιχείων, εμπορικών πτωχεύσεων και αποτυχιών των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων»⁴. Δεν θεωρούσε, ωστόσο, ως αναγκαίο στοιχείο των κρίσεων τον περιορισμό των συναλλαγματικών αποθεμάτων. Ο Michael Bordo, μονεταριστής⁵ οικονομολόγος, ορίζει την χρηματοπιστωτική κρίση με βάση στοιχεία όπως

¹ Böhm-Bawerk, E., "Review of Eugen von Bergmann 'Die Wirtschaftskrisen Geschichte der Nationalökonomischen Krisentheorie', Stuttgart 1895:W. Kojlhammer", *Zeitschrift für Volkswirtschaft, Sozialpolitik und Verwaltung*, 7, 1898. σελ. 132-133.

² Μπαμπινιώτης, Γ., *Ετυμολογικό Λεξικό της Νέας Ελληνικής Γλώσσας*, Κέντρο Λεξικολογίας, Αθήνα, 2009. σελ. 733.

³ Kindleberger, C.P., *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, John Wiley&Sons, New York, 1996 (3rd edition). σελ. 3.

⁴ Goldsmith, R.W., " 'Comment' on Hyman P. Minsky's the Financial Instability Hypothesis: Capitalist Processes and the Behavior of the Economy" στο C.P. Kindleberger και J.P. Laffargue (eds.), *Financial Crises: Theory, History, and Policy*, Cambridge University Press, Cambridge, 1982. σελ. 42.

⁵ Με τον όρο «μονεταρισμός» εννοούμε την οικονομική κατεύθυνση της νεοκλασσικής σχολής σκέψης, η οποία προσβέυει ότι η προσφορά χρήματος πρέπει να διατηρείται σταθερή σε μια οικονομία (ή να προσαρμόζεται μ' έναν σταθερό ρυθμό αύξησης).

είναι η αλλαγή στις προσδοκίες, ο φόβος αφερεγγυότητας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, η μείωση της προσφοράς χρήματος, οι απόπειρες ρευστοποίησης των πραγματικών ή δύσκολα ρευστοποιήσιμων περιουσιακών στοιχείων, η απειλή της πτώχευσης εμπορικών τραπεζών και άλλων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και οι τραπεζικοί πανικοί⁶ (με την έννοια της μαζικής προσφυγής των καταθετών στις τράπεζες για την άμεση απόσυρση των καταθέσεών τους). Ο Bordo⁷ όπως και η Schwartz⁸ κάνουν την διάκριση ανάμεσα σε πραγματικές και «ψεύδο»-χρηματοπιστωτικές κρίσεις. Οι πρώτες χαρακτηρίζονται από σημαντική μείωση της προσφοράς χρήματος και συνεπώς συνοδεύονται από έλλειψη χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και θεσμών ικανών να εξασφαλίσουν την απρόσκοπτη ροή χρήματος στην οικονομία, ενώ στις δεύτερες δεν υπάρχει σημαντική μεταβολή της προσφοράς χρήματος. Ο Kindleberger διαφωνεί με μια τέτοια διάκριση, καθώς είναι σαν ένας ιατρός να χαρακτηρίζει έναν ασθενή με καρκίνο σαν «ψεύδο»-άρρωστο⁹. Ο Lawrence Summers, πρώην επικεφαλής του Εθνικού Οικονομικού Συμβουλίου της κυβέρνησης Obama και πρώην πρόεδρος του πανεπιστημίου του Harvard, υποστηρίζει ότι «κάθε κρίση είναι διαφορετική και έχει τα δικά της διακριτικά χαρακτηριστικά»¹⁰, χωρίς φυσικά να απουσιάζουν τα κοινά στοιχεία. Ορίζει μια διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση ως «μια κατάσταση όπου η διεθνής διάσταση σταδιακά επιτείνει την κρίση μέσα από διόδους που δεν θα επηρέαζαν μια κλειστή οικονομία»¹¹. Δεν αμφισβητεί τον ρόλο που παίζουν στις κρίσεις αυτές οι εγχώριες αδυναμίες¹² αλλά εξαιρεί απ'τον ορισμό του τις κρίσεις που οφείλονται στις εγχώριες οικονομικές δυσκολίες που οδηγούν σε προβλήματα εξυπηρέτησης χρέους, καθώς και τις συναλλαγματικές κρίσεις¹³.

⁶ Bordo, M. D., *Financial Crises: Lessons from History*, paper from "Fifth Garderen Conference on International Finance", Erasmus Universiteit, Rotterdam, April 9-11, 1987, αναφορά στο Kindleberger, C.P., *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*. σελ. 3.

⁷ Bordo, M. D., "Financial Crises, Banking Crises, Stock Market Crashes and the Money Supply: Some International Evidence" στο F. Capie and G.E.G.E. Wood (eds) *Financial Crises and the World Banking System*, Macmillan, London, 1986. σελ. 190-248.

⁸ Schwartz, A.J., "Real and Pseudo Financial Crises," στο F. Capie and G.E.G.E. Wood (eds) *Financial Crises and the World Banking System*, Macmillan, London, 1986. σελ. 2-3.

⁹ Kindleberger, C.P., *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*. σελ. 3.

¹⁰ Summers, L. H., "International Financial Crises: Causes, Prevention, and Cures", *The American Economic Review*, Vol. 90, No. 2, Papers and Proceedings of the 'One Hundred Twelfth Annual Meeting of the American Economic Association', May, 2000. σελ. 3

¹¹ Ό.π. σελ. 4

¹² Ο Summers αναφέρει ως παράδειγμα τις κρίσεις της δεκαετίας του 1980 (αναφερόμενος προφανώς σε κάποιες από τις χώρες της Λατινικής Αμερικής, που οδηγήθηκαν σε αδυναμία αποπληρωμής των δανείων που είχαν λάβει κυρίως από «δυτικές» τράπεζες). Ως παραδείγματα εγχώριων οικονομικών αδυναμιών αναφέρονται τα μεγάλα δημοσιονομικά ελλείμματα, ο υψηλός πληθωρισμός που προέκυψε από «χαλαρές» νομισματικές πολιτικές που εφαρμόστηκαν για την κάλυψη αυτών των ελλειμμάτων, οι επίμονες ανισορροπίες στο ισοζύγιο πληρωμών και οι στρεβλώσεις στις αγορές αγαθών, υπηρεσιών και κεφαλαίων. ό.π. σελ. 4-5.

Συνεπώς, απ'τον ορισμό αυτό του Summers, συμπερασματικά προκύπτει, ότι οι διεθνείς κρίσεις οφείλονται τόσο στην δομή του σύγχρονου παγκόσμιου οικονομικού συστήματος (διεθνοποίηση των κεφαλαιαγορών και των χρηματαγορών, χρήση νέων τεχνολογιών και νέων χρηματοοικονομικών εργαλείων, βαρύνοντας ρόλος πολυεθνικών εταιρειών και χρηματοοικονομικών παικτών, όπως τα hedge funds) όσο και σε κοινούς μηχανισμούς μετάδοσης που θα εξεταστούν αναλυτικά στην συνέχεια της εργασίας.

Όπως προαναφέρθηκε όμως, η λέξη «κρίση» εμπεριέχει και τις σημασίες της απόφασης και της καταδίκης. Οι δύο αυτές έννοιες βρίσκονται σε άμεση συνάρτηση με την τρίτη έννοια της δυσμενούς έκβασης. Αυτό σημαίνει, ότι κάθε χρηματοπιστωτική κρίση είναι αποτέλεσμα λανθασμένων ή ελλιπών επιλογών των πολιτικών και οικονομικών δρώντων (πέραν των τυχαίων γεγονότων) και καθιστά αναγκαία την λήψη ορθών πολιτικών και οικονομικών αποφάσεων προκειμένου να αντιμετωπιστεί. Επιπροσθέτως, κάθε κρίση απαιτεί την «καταδίκη» των στρεβλών πολιτικών και οικονομικών δράσεων του παρελθόντος προκειμένου η οικονομία να επιστρέψει σε υψηλά επίπεδα ευημερίας. Συνεπώς, μέσα στο εννοιολογικό αυτό τρίπτυχο της λέξης «κρίση», συμπεριλαμβάνονται τόσο οι αδυναμίες του πολιτικο-οικονομικού συστήματος που προκαλούν τις κρίσεις, όσο και οι «συνταγές» που προτείνονται για την θεραπεία τους. Μέσα από ένα τέτοιο πλαίσιο ανάλυσης θα γίνει προσπάθεια σε ολόκληρο το «σώμα» της εργασίας, να εντοπιστούν τόσο οι αιτίες και τα χαρακτηριστικά των χρηματοπιστωτικών κρίσεων, όσο και οι δυνατότητες πρόληψης και αντιμετώπισης τους.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

Ο «ΠΑΡΑΛΟΓΟΣ» ΟΡΘΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΩΝ ΑΓΟΡΩΝ

«Μπορώ να μετρήσω τις κινήσεις των σωμάτων αλλά δεν μπορώ να μετρήσω την απερισκεψία των ανθρώπων»¹⁴

Sir Isaac Newton

«Η μόνη αξία των οικονομικών προβλέψεων είναι ότι κάνουν την αστρολογία να φαίνεται αξιόπιστη»¹⁵

John Kenneth Galbraith

Στόχος του παρόντος κεφαλαίου είναι να διερευνήσει τον τρόπο λειτουργίας των καπιταλιστικών αγορών και μέσω αυτού να αξιολογήσει την συμπεριφορά των ατομικών δρώντων. Ισχύουν ή όχι οι νεοκλασικές παραδοχές περί υπάρξεως αποτελεσματικών αγορών και ορθολογικών δρώντων και σε τι βαθμό; Είναι ικανά τα ευρέως χρησιμοποιούμενα οικονομικά μοντέλα να προβλέψουν τις δραστηριότητες των συμμετεχόντων στην αγορά ή αντανακλούν περιοριστικές εκτιμήσεις της πραγματικότητας; Τελικά, τι συνέπειες έχουν οι αποκλίσεις απ' το ορθολογικό μοντέλο συμπεριφοράς για την γέννηση και την εξέλιξη χρηματοπιστωτικών κρίσεων και ποιος ο ρόλος των άλλων επιστημών για την υιοθέτηση νέων ερμηνειών λειτουργίας της αγοράς;

2.1 Ορθολογικοί Δρώντες και Αποτελεσματικές Αγορές: Θεωρία και Πραγματικότητα

Ολόκληρο το οικοδόμημα της οικονομικής θεωρίας περί αποτελεσματικής λειτουργίας των αγορών, βασίζεται στην παραδοχή της ύπαρξης του “homo economicus” ή αλλιώς του «ορθολογικού οικονομικού δρώντος» που υποτίθεται ότι αναπαριστά πιστά τις συμπεριφορές των ατομικών δρώντων μέσα σε μια οικονομία. Ως ορθολογικός οικονομικός δρων, χαρακτηρίζεται αυτός που επιδιώκει την ικανοποίηση των προσωπικών του επιθυμιών στο μέγιστο βαθμό, με βάση τα δεδομένα μέσα και περιορισμούς που αντιμετωπίζει κάθε φορά (οι περιορισμοί αυτοί μπορεί να αφορούν το εισόδημα, αγαθά, παραγωγικούς συντελεστές, χρόνο και πληροφόρηση). Η επιστημονική διατύπωση αυτής της παραδοχής, εκφράζεται ακριβέστερα, με τον ισχυρισμό ότι κάθε επιθυμία του homo economicus

¹⁴ Galbraith, J.K., *Μία Συνοπτική Ιστορία της Οικονομικής Ευφορίας*, Νέα Σύνορα-Α.Α. Λιβάνης, Αθήνα, 1993. σελ. 50. Αξίζει να σημειωθεί ότι ο ίδιος ο Newton έπεσε θύμα της κερδοσκοπικής μανίας που επικρατούσε στην εποχή του, χάνοντας μεγάλο μέρος της περιουσίας του από επενδύσεις σε μετοχές-φούσκες της εταιρείας South Sea (για την περίπτωση της South Sea, βλέπε κεφάλαιο 4).

¹⁵ Galbraith, J.K., *U.S. News & World Report*, 7 March 1988. σελ. 64.

αντιστοιχεί σε ένα ορισμένο επίπεδο προσδοκώμενης ωφέλειας, που αναπαρίσταται από μια δεδομένη μαθηματική συνάρτηση¹⁶. Συνεπώς, ένας ορθολογικός δρων θα αξιοποιεί τα υπάρχοντα μέσα (ενσυνείδητα ή ασυνείδητα) ωσάν να προσπαθούσε να «μεγιστοποιήσει» αυτή την συνάρτηση ωφέλειας που τον χαρακτηρίζει.¹⁷ Ο ορισμός αυτός δημιουργεί επικρίσεις, δεδομένου ότι παρουσιάζει τον *homo economicus* σαν έναν «ορθολογικό εγωιστή» που κοιτάει μόνο το δικό του συμφέρον, αδιαφορώντας για τα συναισθήματα και την ευημερία των συνανθρώπων του. Αυτή η κριτική δεν ευσταθεί, καθώς ο *homo economicus* μπορεί να «μεγιστοποιεί» την δική του συνάρτηση ωφέλειας μέσω πράξεων αλληλεγγύης, όπως είναι π.χ. η προσφορά φιλανθρωπικού έργου. Το μόνο που υποδηλώνει η θεωρία αυτή είναι, ότι ο *homo economicus* «ταυτίζει την προσωπικότητα του με τις προτιμήσεις του και ταυτόχρονα τον ορθολογισμό του με το πόσο αποτελεσματικά ικανοποιεί αυτές τις προτιμήσεις»¹⁸.

Ας κάνουμε στο σημείο αυτό μια υπόθεση εργασίας: Αν σ' έναν οικονομολόγο προτεινόταν να συνδέσει τον εγκέφαλο του μέσω ηλεκτροδίων μ' έναν υπολογιστή τελευταίας τεχνολογίας, που διαβάξει κάθε επιθυμία του και την ικανοποιεί στο έπακρο, θα δεχόταν να παραμείνει σ' αυτή την κατάσταση «εικονικής πραγματικότητας» για όλη του την ζωή; Προσέξτε, ότι τυχόν άρνηση αυτής της πρότασης ισοδυναμεί με αποδοχή του γεγονότος ότι ο οικονομολόγος θα ενεργούσε «ανορθολογικά», δεδομένου ότι το μηχάνημα θα μεγιστοποιούσε την ωφέλεια του δια βίου, κάτι που αποτελεί και τον ύψιστο στόχο του *homo economicus*. Η απάντηση στο ερώτημα αυτό είναι ότι ο οικονομολόγος (όπως και κάθε σοφός άνθρωπος άλλωστε) δεν θα δεχόταν μια τέτοια πρόταση, καθώς το χαρακτηριστικό που διακρίνει τους ανθρώπους απ' τα ζώα είναι η δυνατότητα να αντιμετωπίζουν με σκεπτικισμό τις επιθυμίες και τις προτιμήσεις τους. Ενώ λοιπόν ο *homo economicus* «κάνει ότι του αρέσει και του αρέσει ότι κάνει», ο καθημερινός ατομικός δρώντας μπορεί να κρίνει και να αναθεωρεί τις επιθυμίες του¹⁹. Επιπλέον, οι προτιμήσεις κάθε ανθρώπου δεν είναι ενσταλαγμένες στον εγκέφαλό του, αλλά αποτελούν αποτέλεσμα

¹⁶ Για την μαθηματική θεμελίωση της Θεωρίας της Αναμενόμενης Χρησιμότητας βλέπε Neuman. J.V., και Morgenstein, O., *Theory of Games and Economic Behavior*, Princeton University Press, 1944.

¹⁷ Συχνά στην οικονομική θεωρία η συνάρτηση ωφέλειας αναφέρεται και ως συνάρτηση χρησιμότητας. Θεωρούμε τον όρο «ωφέλεια» πιο σωστό, δεδομένου ότι ένα άτομο μπορεί να αντλεί ικανοποίηση μέσω ενεργειών που εκπληρώνουν τις επιθυμίες του αλλά δεν είναι χρήσιμες γι' αυτό. Π.χ. το κάπνισμα, ο αλκοολισμός, η χρήση ναρκωτικών και άλλες δραστηριότητες ικανοποιούν προσωρινά τον εκάστοτε καταναλωτή αλλά βλάπτουν την υγεία του. Αν και ετυμολογικά η λέξη «χρησιμότητα» (utility) είναι ορθότερη, εδώ θα της αποδώσουμε έναν αξιολογικό χαρακτήρα, προτιμώντας τον όρο «ωφέλεια».

¹⁸ Βαρουφάκης, Γ., και Θεοχαράκης, Ν., *Μικροοικονομικά Υποδείγματα Μερικής και Γενικής Ισορροπίας*, Ν.Ο.Π.Ε., Πανεπιστήμιο Αθηνών, Άνοιξη 2000-Φθινόπωρο 2001, πρόλογος Π.10.

¹⁹ Π.χ. ο *homo economicus* μπορεί να αντλεί «ωφέλεια» απ' την προτίμηση του να χτυπάει με δύναμη το κεφάλι του στον τοίχο, κάτι που προφανώς ένας φυσιολογικός άνθρωπος θα ήταν σε θέση να κρίνει ότι είναι παράλογο και σίγουρα δεν του προσφέρει καμία ευχαρίστηση...

ευρύτερων κοινωνικών, οικονομικών διεργασιών και αλληλεπιδράσεων που συμβαίνουν στο περιβάλλον του, αλλά και προϊόν της γενικότερης αίσθησης του για τις έννοιες της ηθικής, της δικαιοσύνης και του κοινωνικού συμφέροντος. Για όλους αυτούς τους λόγους το (νεοκλασικό) θεωρητικό κατασκεύασμα του homo economicus χαρακτηρίζεται από τον Amartya Sen ως ο «ορθολογικός ηλίθιος» (rational fool) των κοινωνικών επιστημών.²⁰

Ας περάσουμε τώρα στο επίπεδο των αγορών. Λειτουργούν οι τιμές σαν ικανοποιητικοί «σηματοδότες» μέσα σε μια οικονομία ώστε να επιτυγχάνεται τελικά μια ισορροπία μεταξύ της συνολικής ζήτησης και προσφοράς; Η «Υπόθεση των Αποτελεσματικών Αγορών» (Efficient Market Hypothesis-E.M.H.) όπως αναπτύχθηκε από τους Paul Samuelson και Eugene Fama²¹ κάνει δεκτό ότι δεν μπορούν να προκύψουν συστηματικά κέρδη για τους επενδυτές από τις τοποθετήσεις τους σε κάποιο περουνιακό στοιχείο (η έρευνα τους αφορούσε μετοχές), λόγω γνώσεων που αυτοί αποκομίζουν από τις τρέχουσες τιμές των περιουσιακών στοιχείων, είτε από γνώση άλλων δημόσιων ή ιδιωτικών πληροφοριών²². Αυτό συμβαίνει γιατί σε κάθε χρονική στιγμή, οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων συσχετίζονται άμεσα με τις πληροφορίες ή ειδήσεις που έχουν στην διάθεση τους οι επενδυτές. Καθώς όμως συνεχώς προκύπτουν νέες ειδήσεις, συνεχώς θα μεταβάλλονται και οι αξίες των περιουσιακών στοιχείων. Στην περίπτωση αυτή έχει σημασία, ότι οι νέες ειδήσεις (θετικές ή αρνητικές) διαχρονικά προκύπτουν με έναν απρόβλεπτο και τυχαίο τρόπο, άρα και οι αξίες ακολουθούν ένα «τυχαίο περίπατο» (random walk)²³ που δεν επιτρέπει στους επενδυτές να αποκομίζουν συστηματικά κέρδη πέρα από αυτά που προκύπτουν απ' τις αξίες/τιμές ισορροπίας.²⁴

Είναι όμως στην πραγματικότητα τόσο αποτελεσματικές οι αγορές; Όπως προκύπτει από μια σειρά επιστημονικών ερευνών, δυστυχώς όχι. Μερικά παραδείγματα απόκλισης των τιμών

²⁰ Βαρουφάκης, Γ., και Θεοχαράκης, Ν., *Μικροοικονομικά Υποδείγματα Μερικής και Γενικής Ισορροπίας*, πρόλογος Π.10-13 και κεφάλαιο 4 σελ. 4.54-5.

²¹ Samuelson, P., "Proof that Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly", *Industrial Management Review*, 6, 1965. σελ. 41-49 και Fama, E., "The Behavior of Stock Market Prices." *Journal of Business*, 38, 1965, σελ. 34-105 κ' "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", *Journal of Finance*, 25, 1970, σελ. 383-417.

²² Η Ε.Μ.Η. σε επίπεδο χαμηλής ισχύος δέχεται ότι οι πραγματοποιηθείσες τιμές δεν περιέχουν καμία ένδειξη ή πληροφορία για την κίνηση των μελλοντικών τιμών, που να επιτρέπουν στους επενδυτές να αποκομίσουν κέρδη που υπερβαίνουν τις αποδόσεις από απλή διακράτηση των αξιογράφων. Σε επίπεδο μέσης ισχύος γίνεται δεκτό ότι τέτοια κέρδη αποκλείονται για τους επενδυτές από την γνώση δημοσιευμένων πληροφοριών για τις μετοχές, καθώς αυτές ενσωματώνονται άμεσα στις τιμές τους. Σε επίπεδο υψηλής ισχύος, γίνεται δεκτό ότι οι χρηματιστηριακές τιμές σε κάθε δεδομένη χρονική στιγμή αντανακλούν ακόμα και τις ιδιωτικές πληροφορίες που τις αφορούν. Βλέπε Θωμαδάκης, Σ., και Ξανθάκης Μ., *Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου*, Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, Σάκκουλας, Αθήνα 1990. σελ. 133,136,141.

²³ Για την υπόθεση του «τυχαίου περιπάτου» στις αξίες των μετοχών βλέπε: Fama, E., "Random Walks In Stock Market Prices", *Financial Analysts Journal* 21,5, September/October 1965. σελ. 55-59.

²⁴ Θωμαδάκης, Σ., και Ξανθάκης Μ., *Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου*, ό.π. σελ. 131-146.

από τα επίπεδα που ορίζει η Ε.Μ.Η. είναι τα φαινόμενα του Σαββατοκύριακου²⁵, του Ιανουαρίου²⁶, της Αλλαγής του Μήνα²⁷, των Διακοπών²⁸, της Υπερβολικής Μεταβλητότητας²⁹, της Πρωινής Ηλιοφάνειας³⁰, του Μεγέθους³¹, της Ορμής³², καθώς και οι γρίφοι των Μερισμάτων³³ και του Πριμ Μετοχών³⁴. Στις προαναφερθείσες περιπτώσεις διακρίνουμε την επίδραση ψυχολογικών, κοινωνικών, ακόμη και κλιματολογικών παραγόντων στην συμπεριφορά των ατομικών δρώντων. Συνεχίζοντας το επιχείρημα, η ίδια η ύπαρξη «φουσκών» στις αγορές αποτελεί παράδειγμα της ατελούς λειτουργίας τους. «Φούσκα» σ' ένα περιουσιακό στοιχείο, αποκαλούμε την απόκλιση της αγοραίας τιμής του

²⁵ Weekend Effect: Οι χρηματιστηριακές αξίες τείνουν να είναι υψηλότερες την Παρασκευή και χαμηλότερες την Δευτέρα μετά το Σαββατοκύριακο, ενώ σύμφωνα με την Ε.Μ.Η. θα έπρεπε να είναι οι ίδιες ή περίπου οι ίδιες για όλες τις ημέρες. Βλέπε French, K. "Stock Returns and the Weekend Effect", *Journal of Financial Economics*, vol.8, 1980. σελ. 55-69 και Lakonishok, J., Levi, M. "Weekend Effects on Stock Returns: A Note", *Journal of Finance*, vol.37, 1982. σελ. 883-889.

²⁶ The January Effect: Οι τιμές τον Ιανουάριο κάθε νέου έτους τείνουν να είναι υψηλότερες σε σχέση με τα επίπεδα του Δεκεμβρίου του προηγούμενου έτους, ενώ θεωρητικά θα έπρεπε να είναι περίπου οι ίδιες για όλους τους μήνες. Βλέπε Dyl, E., "Capital Gains, Taxation and Year-End Stock Market Behavior", *Journal of Finance*, vol.32, 1977. σελ.165-175.

²⁷ The Turn of the Month Effect: Οι τιμές των μετοχών τείνουν να έχουν υψηλότερες αποδόσεις τις τελευταίες ημέρες ενός μήνα και τις πρώτες ημέρες του επόμενου μήνα. Βλέπε Ziemba, W., "Japanese Security Market Regulations: Monthly, Turn-of-the Month and Year, Holiday and Golden Week effects", *Japan and the World Economy*, vol.3, 2, 1991. σελ.119-146 και Ariel, R., "The Monthly Effect in Stock Returns," *Journal of Financial Economics*, 18, 1987, σελ. 161-174.

²⁸ The Pre-Holiday Effect: Τα χρηματιστηριακά κέρδη των ημερών προ των διακοπών είναι περίπου 9 έως 14 φορές μεγαλύτερα σε σχέση με τα κέρδη των ημερών που ακολουθούν. Βλέπε Ariel, R.A., "High Stock Returns Before Holidays: Existence and Evidence on Possible Causes", *Journal of Finance*, 1990, vol. 45, issue 5, σελ. 1611-26.

²⁹ Excessive Volatility: Η μεταβλητότητα των χρηματιστηριακών τιμών είναι μεγαλύτερη από αυτή που δικαιολογείται απ' την παρούσα αξία των μελλοντικών μερισμάτων. Βλέπε Shiller, R.J., *Do Stock Prices Move Too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends?*, NBER Working Papers 0456, National Bureau of Economic Research, 1981.

³⁰ The Morning Sunshine Effect: Θετική συσχέτιση μεταξύ ηλιοφάνειας και αξίας χρηματιστηριακών τιμών, με δείγμα από 26 διεθνείς κεφαλαιαγορές για την περίοδο 1982-1997. Βλέπε Hirshleifer, D. και Shumway, T., "Good Day Sunshine: Stock Returns and the Weather", *Journal of Finance*, vol.58, 2003. σελ. 1009-1032.

³¹ The Size Effect: Οι εταιρείες μικρής κεφαλαιοποίησης του χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης επιτυγχάνουν καλύτερες αποδόσεις απ' αυτές της μεγάλης κεφαλαιοποίησης (δείγμα 1936-1975). Βλέπε Banz, R.W. "The Relationship Between Return and Market Value of Common Stocks", *Journal of Financial Economics*, vol. 9, 1981, σελ. 3-18. και Reinganum, M.R. "The Anomalous Stock Market Behavior of Small Firms in January", *Journal of Financial Economics*, vol.12, 1983, σελ.89-104.

³² The Momentum Effect: Χαρτοφυλάκια μετοχών που κατά το τελευταίο 12 μήνο έχουν παρουσιάσει ακραίες θετικές ή αρνητικές μεταβολές των τιμών τους, έχουν ισχυρή πιθανότητα να συνεχίσουν με την ίδια τάση στο μέλλον. Βλέπε Jegadeesh, N. και Titman, S. "Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency", *Journal of Finance*, vol.28,1, 1993. σελ. 65-91.

³³ The Dividend Puzzle: Η μερισματική απόδοση δεν επηρεάζει την αξία της επιχείρησης. Υπό ορισμένες προϋποθέσεις, η αξία της επιχείρησης είναι ανεξάρτητη του τρόπου χρηματοδότησης της και συνεπώς δεν υπάρχει λόγος διανομής μερισμάτων απ' τις εταιρείες. Βλέπε Modigliani, F. και Miller, M. "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economy Review*, vol.48, 1958. σελ. 261-297.

³⁴ The Equity Premium Puzzle: Οι αποδόσεις των μετοχών ιστορικά είναι πολύ υψηλότερες σε σχέση με αυτές των ομολόγων, σε επίπεδα που δεν μπορούν να εξηγηθούν λογικά από τα υποδείγματα αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων. Το ερώτημα που τίθεται είναι γιατί δεν βρίσκονται περισσότεροι επενδυτές να τοποθετηθούν σε μετοχές. (Πιθανότατα, αυτό φανερώνει μια υπερβολικά μεγάλη αποστροφή των επενδυτών προς τον κίνδυνο). Βλέπε Mehra, R. και Prescott, E.C., "The Equity Premium: A Puzzle", *Journal of Monetary Economics*, vol.15, 1985. σελ.145-161.

από την τιμή που θα έπρεπε να είχε κανονικά βάσει της θεμελιώδους αξίας του³⁵. Οι φούσκες αποτελούν φαινόμενα αυτοενισχυόμενα που όταν φθάσουν σ' ένα δεδομένο ύψος «σπάνε», προκαλώντας την κατάρρευση των τιμών. Σύμφωνα με την θεωρία των αποτελεσματικών αγορών, η ύπαρξη τέτοιων φαινομένων δεν είναι δυνατή, καθώς κάθε απόπειρα κερδοσκοπίας θα αναιρείται μέσα από την διαδικασία του arbitrage³⁶. Στην πραγματική ζωή όμως, οι φούσκες αποτελούν μέρος της οικονομικής ιστορίας και συνυπάρχουν συνήθως με σοβαρές χρηματοπιστωτικές κρίσεις.

Στο σημείο αυτό θα πρέπει να γίνει αναφορά στον ρόλο που διαδραματίζει η πληροφόρηση στην διαμόρφωση των τιμών. Η αποτελεσματική λειτουργία των ανταγωνιστικών αγορών βασίζεται στην ύπαρξη τέλει και συμμετρικής πληροφόρησης μεταξύ των επενδυτών. Φυσικά αυτή είναι μια ουτοπική παραδοχή που έχει επικριθεί από πολλούς ερευνητές, καθώς ούτε όλοι οι δρώντες της αγοράς διαθέτουν την ίδια πληροφόρηση αλλά ούτε και την ερμηνεύουν με τον ίδιο τρόπο. Σχετικά με την ασύμμετρη πληροφόρηση είναι τα προβλήματα του ηθικού κινδύνου (moral hazard) και της δυσμενούς επιλογής (adverse selection). Το πρώτο αναφέρεται στην δυνατότητα που δίνεται σε κάποιον που διαθέτει καλύτερη πληροφόρηση να την αξιοποιήσει κατά την διάρκεια (ή μετά το πέρας) μιας συναλλαγής, ενώ το δεύτερο αφορά την δυνατότητα επικράτησης τιμών που «απομακρύνουν» από την αγορά πωλητές (ή αγοραστές) υψηλής ποιότητας αγαθών, παρόλο που αυτοί θα ήταν πρόθυμοι να συμμετέχουν αν είχαν συμμετρική πληροφόρηση³⁷. Η πληροφορία λοιπόν αποτελεί καθοριστικό παράγοντα διαμόρφωσης τιμών και αποτελεσματικότητας στην αγορά. Ο Fisher Black μάλιστα, έχει ονομάσει το μέρος της

³⁵ Η θεμελιώδης αξία ενός εμπορεύσιμου στοιχείου προκύπτει απ' τον υπολογισμό της παρούσας (σημερινής) — αξίας όλων των προσδοκώμενων μελλοντικών κερδών και ανατιμήσεων του στοιχείου αυτού (αφαιρουμένου τυχόν κόστους), που προκύπτει με βάση την υπάρχουσα και μη πληροφόρηση που έχει στην διάθεση του ο επενδυτής.

³⁶ Ως arbitrage αναφέρεται η διαδικασία μέσα από την οποία οι επενδυτές προσπαθούν να αποκομίσουν κέρδη από την αγοραπωλησία ενός προϊόντος που τιμολογείται διαφορετικά μεταξύ δύο αγορών. Τελικά, η συντονισμένη αυτή προσπάθεια των επενδυτών καταλήγει στην εξισορρόπηση των τιμών ανάμεσα στις διαφορετικές αγορές. Π.χ. αν ένας επενδυτής βλέπει ότι το προϊόν x είναι φθηνότερο στην αγορά Α απ' ότι στην αγορά Β, τότε θα αποκομίσει κέρδη αν αγοράσει το προϊόν αυτό στην αγορά Α και το πωλήσει στην Β. Αν όλοι οι επενδυτές κάνουν το ίδιο, τότε η άνοδος της ζήτησης στην αγορά Α θα αυξήσει την τιμή του, ενώ η αύξηση της προσφοράς στην αγορά Β θα μειώσει την τιμή του, επιφέροντας τελικά την εξίσωση των τιμών ανάμεσα στις δύο αγορές.

³⁷ Για τους ορισμούς βλέπε Βαρουφάκης, Γ., και Θεοχαράκης, Ν., *Μικροοικονομικά Υποδείγματα Μερικής και Γενικής Ισορροπίας*, κεφάλαιο 5, 5.41-5.44. Παράδειγμα ηθικού κινδύνου: Η αγορά ψωμιού απ' τον φούρνο της γειτονιάς μας, που μόνο μετά την κατανάλωση του μπορούμε να διαπιστώσουμε αν είναι φρέσκο ή όχι (σε αντίθεση με τον αρτοποιό που το γνωρίζει από πριν) καθώς και ο κλάδος των ασφαλειών (κίνητρο στους ασφαλισμένους να υιοθετούν «επικίνδυνες» συμπεριφορές γνωρίζοντας ότι θα τους καλύψει η ασφάλεια τους). Παράδειγμα δυσμενούς επιλογής αποτελεί η αγορά μεταχειρισμένων αυτοκινήτων, όπου η ασύμμετρη πληροφόρηση για την ποιότητα των αυτοκινήτων, οδηγεί στην πώληση μόνο «κακών» (ελαττωματικών) αυτοκινήτων «διώχνοντας» τα καλής ποιότητας απ' την αγορά. Βλέπε το γνωστό άρθρο Akerlof, G.A., "The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism", *The Quarterly Journal of Economics*, vol.84, no.3, August 1970, σελ. 488-500.

αγοραίας τιμής που δεν μπορεί να εξηγηθεί με βάση την θεμελιώδη πληροφόρηση ως «θόρυβο» (noise)³⁸, και δείχνει ότι μπορεί να διαμορφώσει την αγοραία τιμή ενός επενδυτικού αγαθού απ' το μισό έως και το διπλάσιο της θεμελιώδους αξίας του. Η ερμηνεία της πληροφορίας είναι επίσης σημαντική για την λειτουργία της αγοράς. Ο Kenneth Arrow³⁹ έχει δείξει ότι οι επενδυτές τείνουν να δίνουν μεγαλύτερη έμφαση στις πρόσφατες πληροφορίες παρά στις παλαιότερες, ενώ ο Welch⁴⁰ θεωρεί ότι οι «πρόσφατα» εισερχόμενοι επενδυτές σε μια αγορά ακολουθούν τις στρατηγικές παλιότερων επενδυτών βασιζόμενοι στις δικές τους πληροφορίες (των τρίτων δηλαδή) και όχι στην προσωπική τους πληροφόρηση. Στο βαθμό μάλιστα που οι επενδυτικές πληροφορίες προέρχονται απ' την ίδια πηγή, είναι δύσκολος ο διαχωρισμός και η αξιοποίηση τους, οδηγώντας σε συμπεριφορές αγέλης.

Η αγελαία συμπεριφορά είναι το πλέον κλασικό παράδειγμα ανορθολογικής συμπεριφοράς των οικονομικών δρώντων και προκύπτει απ' την τάση των επενδυτών να μιμούνται τους άλλους επενδυτές (παθητικά ή εν γνώσει τους) οδηγώντας σε φαινόμενα «φούσκας» τις αγορές. Οι αγελαίες επενδύσεις έχουν τις ρίζες τους κυρίως σε ψυχολογικά και κοινωνικά κίνητρα. Όπως κατέδειξε ο Gustave Le Bon στο κλασικό έργο του «Ψυχολογία των Μαζών» οι συμμετέχοντες σε μια «μάζα» ανεξαρτήτως διαφοροποιήσεων του χαρακτήρα τους, τείνουν να ωθούνται μέσα από την λειτουργία της, σε κοινές συμπεριφορές, αισθήματα και προτιμήσεις. Αυτό συμβαίνει γιατί εντός της μάζας το άτομο αποκτά την αίσθηση της ισχύος, υπάγεται σε μια διανοητική μεταδοτικότητα και είναι επιρρεπές στην υποβολή.⁴¹ Σε μια πιο σύγχρονη εκδοχή ο Robert Shiller⁴² θεωρεί ότι οι επενδύσεις, όπως όλα τα είδη κοινωνικής συμπεριφοράς, επηρεάζονται σε σημαντικό βαθμό από τις υπάρχουσες κοινωνικές τάσεις και μόδες (fads). Ακόμα μάλιστα, και αυτό που κρίνεται ως ορθολογική συμπεριφορά για ένα μεμονωμένο άτομο, μπορεί να μην αποτελεί την άριστη επιλογή για το σύνολο των δρώντων: Αν π.χ. σε ένα κατάμεστο θέατρο ξεσπάσει πυρκαϊά, η καλύτερη επιλογή για κάθε άτομο μεμονωμένα, είναι να τρέξει προς την έξοδο για να σωθεί. Αν όμως πράξουν το ίδιο ταυτόχρονα όλοι οι υπόλοιποι παρευρισκόμενοι, τότε

³⁸ Black, F., "Noise", *Journal of Finance* 41, no. 3, July 1986. σελ. 529-543. αναφορά στο Jacobs B.I., *Capital Ideas and Market Realities*, Blackwell, Massachusetts, 1999. σελ.86-7.

³⁹ Arrow, K.J., "Risk Perception in Psychology and Economics", *Economic Inquiry*, 20, 1, σελ.1-8. αναφορά στο Jacobs B.I., *Capital Ideas and Market Realities*, σελ.87.

⁴⁰ Welch, I., "Sequential Sales, Learning and Cascades", *Journal of Finance* 47, 2, 695-732. αναφορά στο Jacobs B.I., *Capital Ideas and Market Realities*, σελ.99.

⁴¹ Bon G.L., "Ψυχολογία των Μαζών", *Βήμα* (ειδική έκδοση), 2010 (πρώτη έκδοση 1895).Βλέπε ιδιαίτερα το πρώτο κεφάλαιο.

⁴² Shiller, R., "Stock Prices and Social Dynamics", *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 1984, σελ.457-510 αναφορά στο Jacobs B.I., *Capital Ideas and Market Realities*, σελ.87.

ο θάνατος είναι πιθανότερο να προέλθει απ' τον ομαδικό «πανικό» που θα ακολουθήσει παρά απ' την φωτιά. Βάσει μιας παρόμοιας λογικής, η κερδοσκοπική συμπεριφορά ενός ατόμου μπορεί να είναι επωφελής για το ίδιο, αλλά αν ακολουθηθεί μαζικά από τους επενδυτές δύναται να οδηγήσει σε «φούσκα» που ενδεχομένως να εξελιχθεί σε σοβαρή χρηματοπιστωτική κρίση.

2.2 Νέες Επιστημονικές Προσεγγίσεις στην Ερμηνεία της Λειτουργίας Ατόμων και Αγορών

Έχοντας υπ' όψιν μας αυτές τις αδυναμίες που εντοπίστηκαν στις θεωρίες του «ορθολογικού δρώντος» και της «αποτελεσματικής αγοράς» είναι εύκολο να κατανοήσουμε πως είναι δυνατόν να προκύψουν επενδυτικές φούσκες, λανθασμένες ή παρορμητικές ατομικές και επιχειρηματικές δράσεις και τελικά χρηματοπιστωτικές κρίσεις μέσα από την στρεβλή λειτουργία του συστήματος της αγοράς. Για τους λόγους αυτούς, έχει αρχίσει να υιοθετείται από κάποιους επιστήμονες μια περισσότερο «ολιστική προσέγγιση» στην οικονομική επιστήμη, μέσω συμπερασμάτων που χρησιμοποιούν τα ευρήματα άλλων κοινωνικών και φυσικών επιστημών, όπως είναι η ψυχολογία, η κοινωνιολογία, η φυσική, η βιολογία και η ιατρική.

Μια πρώτη τέτοια απόπειρα αποτελεί η δημιουργία του κλάδου της συμπεριφορικής οικονομικής (behavioral economics) και της συγγενούς με αυτήν συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής (behavioral finance). Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική θεωρεί ότι οι δρώντες δεν είναι πλήρως ορθολογικοί και στηρίζεται σε δύο βασικούς πυλώνες: τους περιορισμούς στο arbitrage και τα πορίσματα της γνωστικής ψυχολογίας⁴³. Οι περιορισμοί που μπορούν να αποτελέσουν εμπόδιο για την εξισορροποιητική διαδικασία του arbitrage, είναι η ύπαρξη θεμελιώδους κινδύνου (fundamental risk), η ύπαρξη κινδύνου από την παρουσία μη-ορθολογικών επενδυτών (noise trader risk) και η ύπαρξη κόστους εφαρμογής⁴⁴. Παραδείγματα γνωστικών ψυχολογικών

⁴³ Ritter, R.J., "Behavioral Finance", *Pacific-Basin Finance Journal*, vol.11, 4, 2002. σελ. 430.

⁴⁴ Ο θεμελιώδης κίνδυνος αναφέρεται στην δυσκολία εξεύρεσης περιουσιακών στοιχείων που έχουν πανομοιότυπη θεμελιώδη αξία μεταξύ τους (π.χ. μετοχές). Ο κίνδυνος από την ύπαρξη μη-ορθολογικών επενδυτών, προκύπτει απ' την πιθανότητα που υπάρχει βραχυπρόθεσμα μη-ορθολογικοί επενδυτές να συνεχίζουν να αποτιμούν ένα περιουσιακό στοιχείο σε διαφορετική τιμή απ' την θεμελιώδη του αξία. Αυτό σημαίνει ότι η «ανωμαλία» αυτή στην ισορροπία των τιμών συνεχίζεται για ικανό διάστημα, προκαλώντας ζημιές και πρόωρες ρευστοποιήσεις σ' αυτούς που θα ήθελαν να διενεργήσουν arbitrage. Τα κόστη εφαρμογής, αναφέρονται στα κόστη συναλλαγών που προκύπτουν στην προσπάθεια διενέργειας του arbitrage, στα πληροφοριακά κόστη, καθώς και σε κανονιστικές περιοριστικές ρυθμίσεις (π.χ. απαγόρευση ακάλυπτης πώλησης σε κάποιες αγορές). Βλέπε Barberis, N. και Thaler, R. "A Survey of Behavioral Finance", 2003. σελ.

προκαταλήψεων είναι οι «ευρετικές» συμπεριφορές (heuristics)⁴⁵, τα φαινόμενα της υπερβολικής αυτοπεποίθησης (overconfidence)⁴⁶, της «νοητικής» λογιστικής (mental accounting)⁴⁷, της διατύπωσης (framing)⁴⁸, της αντιπροσωπευτικότητας (representativeness)⁴⁹, του συντηρητισμού (conservatism)⁵⁰ και της προδιάθεσης (disposition effect)⁵¹.⁵² Οι Akerlof και Shiller θεωρούν ότι η ψυχολογία και τα «ζωώδη ένστικτα» (κατά την ρήση του Keynes) αποτελούν βασικό παράγοντα στην λήψη των οικονομικών αποφάσεων και εστιάζουν στον ρόλο που διαδραματίζουν η εμπιστοσύνη, η δικαιοσύνη, η διαφθορά και η κακή πίστη, η ψευδαίσθηση του χρήματος (money illusion) και οι ιστορίες του παρελθόντος στην οικονομική δράση. Π.χ. το μέγεθος των επένδυσων που διενεργούν οι επιχειρηματίες είναι συχνά θέμα «εμπιστοσύνης» που τρέφουν για την μελλοντική εξέλιξη της αγοράς, ενώ η εργατικότητα των υπαλλήλων εξαρτάται πολλές φορές απ' το πόσο «δίκαιο» θεωρούν τον μισθό τους. Η σύγκυση ανάμεσα σε ονομαστικές και πραγματικές τιμές ή αλλιώς η ψευδαίσθηση του χρήματος, μας κάνει να πιστεύουμε ότι οι επενδυτικές μας αποφάσεις είναι πάντα ορθές π.χ. η αγορά ακινήτων θεωρείται διαχρονικά μια προσοδοφόρα επένδυση, χωρίς να εξετάζεται προσεκτικά η εξέλιξη του πληθωρισμού. Παρόμοιες διαδικασίες λήψεως αποφάσεων έλαβαν χώρα και έπαιξαν σημαντικό ρόλο στο ξέσπασμα της παγκόσμιας κρίσης των subprimes το 2007.⁵³

Ένας σχετικά πρόσφατος κλάδος της οικονομικής επιστήμης είναι και η Νευροοικονομική (Neuroeconomics), η οποία και συνδυάζει τα πορίσματα της νευροβιολογίας, της ψυχολογίας και των οικονομικών προκειμένου να καταλήξει σε νέα μοντέλα ερμηνείας της οικονομικής δράσης. Μέσω μαγνητικής «χαρτογράφησης» του ανθρώπινου εγκεφάλου, οι επιστήμονες προσπαθούν να καταγράψουν ποια σημεία του και σε τι βαθμό ενεργοποιούνται σε κάθε οικονομική απόφαση των δρώντων, καθώς και πως διαμορφώνονται οι προσωπικές

1053-1059 στο Constantinides, G.M., Harris, M., και Stulz, R. (eds.), *Handbook of Economics of Finance*, vol.1 part 2, Elsevier Science B.V. 2003. σελ.1053-1128 και Ritter, R.J., "Behavioral Finance", *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol.21, 2003. σελ. 429-437.

⁴⁵ Επενδυτικές συμπεριφορές που βασίζονται στην παρελθοντική εμπειρία και σε σταθερούς πρακτικούς «κανόνες» αλλά δεν οδηγούν σε άριστα αποτελέσματα.

⁴⁶ Η ύπαρξη υπερβολικής αυτοπεποίθησης σ' ένα άτομο σχετικά με τις επενδυτικές του ικανότητες.

⁴⁷ Η τάση των ατόμων να διαχωρίζουν «νοητικά» αποφάσεις που κανονικά θα έπρεπε να είναι συνδυασμένες μεταξύ τους.

⁴⁸ Ο τρόπος με τον οποίο η περιγραφή ή η διατύπωση ενός προβλήματος επηρεάζει τις αποφάσεις των ατόμων.

⁴⁹ Η τάση των ατόμων να υπερεκτιμούν τις πρόσφατες εμπειρίες και να υποτιμούν τα μακροπρόθεσμα οφέλη.

⁵⁰ Η τάση των ατόμων να προσαρμόζουν αργά ή με δυσκολία τις προτιμήσεις τους.

⁵¹ Η τάση των ατόμων να αποστρέφονται περισσότερο την πραγματοποίηση ζημιών απ' ότι την πραγματοποίηση κερδών. Παρατηρείται συχνά στις χρηματιστηριακές συναλλαγές, όταν ο επενδυτής αρνείται να πουλήσει μια μετοχή που πέφτει, ενώ ρευστοποιεί με μεγαλύτερη ευκολία μια μετοχή που ανεβαίνει.

⁵² Ritter, R.J., "Behavioral Finance". Ο.π. σελ. 431-3.

⁵³ Akerlof, G., και Shiller R.J., *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why it Matters for Global Capitalism*, Princeton University Press, Princeton and Oxford, 2009.

αποφάσεις και προτιμήσεις τους. π.χ. η αποστροφή των ατόμων προς τις ζημιές έχει συσχετιστεί με το μέρος του εγκεφάλου που ονομάζεται «αμυγδαλή» ενώ το αίσθημα της εμπιστοσύνης και της αξιοπιστίας συνδέεται με την ποσότητα της χημικής ουσίας οξυτοσίνης στον εγκέφαλο⁵⁴.

Σημαντική όμως είναι και η επίδραση των εξελίξεων της φυσικής και των μαθηματικών στην οικονομική επιστήμη. Οικονομολόγοι όπως ο Paul Ormerod πιστεύουν στην εφαρμογή της «θεωρίας της πολυπλοκότητας» (complexity theory), πιο γνωστής ως «θεωρία του χάους» (chaos theory), στα οικονομικά. Σύμφωνα, με την θεωρία αυτή που βασίζεται στο «φαινόμενο της πεταλούδας»⁵⁵, μικρές αλλαγές στο οικονομικό περιβάλλον μπορούν να προκαλέσουν απρόβλεπτες (βραχυπρόθεσμα τουλάχιστον) εξελίξεις στο σύστημα, καθώς οι αναδράσεις είναι πολύπλοκες και δυσερμήνευτες. Συνεπώς, λέει ο Ormerod, τα παραδοσιακά μοντέλα πρόβλεψης που βασίζονται στην κανονική κατανομή του Gauss, αποτυγχάνουν να προβλέψουν τις εξελίξεις των τιμών και να αποτιμήσουν σωστά τον κίνδυνο.⁵⁶ Το ίδιο ισχυρίζεται και ο Nassim Nickolas Taleb, ο οποίος δίνει μεγάλη σημασία στην ύπαρξη «Μαύρων Κύκνων». Οι μαύροι κύκνοι είναι φαινόμενα τα οποία θεωρούνται σχεδόν απίθανο να συμβούν, έχουν καταλυτικές επιδράσεις όταν πραγματοποιηθούν και τείνουν να «εκλογικεύονται» από τα άτομα αφού λάβουν χώρα π.χ. η τρομοκρατική επίθεση της 11^{ης} Σεπτεμβρίου 2001 στις ΗΠΑ ή η παγκόσμια οικονομική κρίση του 2007. Ο Taleb ισχυρίζεται ότι η μέθοδος αποτίμησης value-at-risk που χρησιμοποιείται για την αξιολόγηση των χρηματοπιστωτικών κινδύνων υποεκτιμά την πιθανότητα έλευσης τέτοιων ακραίων γεγονότων και συνεπώς είναι περιοριστική και επικίνδυνη για την οικονομία. Το μόνο τελικά για το οποίο πρέπει να είμαστε σίγουροι είναι η άγνοια μας και η περιορισμένη δυνατότητα μας για μελλοντικές προβλέψεις.⁵⁷ Ο Benoit Mandelbrot με την σειρά του είναι ίσως ο πρώτος ο οποίος αποπειράθηκε να δώσει μια εναλλακτική ερμηνεία στην «χαοτική» διάσταση των οικονομικών, εφαρμόζοντας την ανάλυση των fractals για να προβλέψει τις κινήσεις των τιμών των μετοχών. Όπως οι φρακταλικές δομές είναι γεωμετρικά σχήματα που επαναλαμβάνονται σε διάφορες κλίμακες, έτσι και οι διακυμάνσεις των τιμών ακολουθούν

⁵⁴ Για τα παραπάνω πειράματα βλέπε: De Martino B., Camerer C.F., Adolphs R., "Amygdala Damage Eliminates Monetary Loss Aversion", *Proceedings of the National Academy of Sciences of the United States of America*, 107, 8, February 2010.σελ. 3788-92 και Zak P.J., Kurzban R., Matzner W.T., "Oxytocin is Associated with Human Trustworthiness", *Hormones and Behavior*, vol. 48, 5, December 2005.σελ. 522-527.

⁵⁵ Η σχηματική θεωρία ότι το φτερούγισμα μιας πεταλούδας σε μια περιοχή του κόσμου, μπορεί να προκαλέσει τυφώνα σε μια άλλη περιοχή του κόσμου, υπονοώντας ότι μικρές αλλαγές στις αρχικές συνθήκες μπορούν να επιφέρουν δυσανάλογα μεγάλα αποτελέσματα.

⁵⁶ Παπαδημητρίου, Κ., «Η "Θεωρία του Χάους" Αλλάζει και την Οικονομική Επιστήμη», *Καθημερινή*, 19/01/2008. Διαθέσιμο στο http://news.kathimerini.gr/4dcgi/_w_articles_economy_2_19/01/2008_256064 (τελευταία πρόσβαση στις 5/7/2011).

⁵⁷ Taleb, N.N., *Ο Μαύρος Κύκνος*, Φερενίκη, Αθήνα, 2010.

μια μορφή «ακανόνιστης κανονικότητας» και ενέχουν μεγαλύτερο ρίσκο απ' αυτό που προβλέπεται με τα κλασικά μοντέλα αποτίμησης.⁵⁸

Συμπερασματικά, μέσα από την ανάλυση των διαφορετικών ερμηνειών για τη δράση των οικονομούντων ατόμων και των αγορών, προκύπτει ότι οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις είναι δυνατόν να προκύψουν ως αποτέλεσμα περιοριστικών ή λανθασμένων θεωρητικών προσεγγίσεων. Θα πρέπει να επισημάνουμε ωστόσο, ότι το υπόδειγμα του ορθολογικού δρώντος και των αποτελεσματικών αγορών δεν αποτυγχάνει πλήρως να ερμηνεύσει τις οικονομικές διαδικασίες, αλλά χρειάζεται εμπλουτισμό μέσα από μια πιο ευρεία και διεπιστημονική προσέγγιση της οικονομικής θεωρίας. Ιδιαίτερα στο κομμάτι της αποτίμησης κινδύνων, όπως κατέδειξε και η πρόσφατη παγκόσμια κρίση, τα υπάρχοντα μοντέλα απέτυχαν παταγωδώς να προβλέψουν την πιθανότητα και τις συνέπειες μιας χρηματοπιστωτικής κατάρρευσης. Το πρόβλημα αυτό, έχει να κάνει ως ένα βαθμό και με ένα ζήτημα ηθικής τάξεως. Θέτει δηλαδή το ερώτημα, του κατά πόσο οι υπάρχουσες μέθοδοι αποτίμησης είναι έτσι δομημένες, ώστε να ευνοούν την ανάπτυξη και την επέκταση της κερδοφορίας του χρηματοοικονομικού κλάδου. Το ερώτημα αυτό θα μας απασχολήσει και στην συνέχεια της εργασίας. Θα πρέπει ωστόσο, κινούμενοι στο πνεύμα του κεφαλαίου, να παρατηρήσουμε ότι η έννοια του κέρδους και ο τρόπος επιδίωξης του δεν είναι μόνο θέμα δόμησης και λειτουργίας του καπιταλιστικού συστήματος, αλλά και θέμα ατομικής ψυχολογικής και νοητικής προσέγγισης. Τα οικονομικά κίνητρα και οι ορμέφυτες συμπεριφορές που βρίσκονται κάποιες φορές πίσω από αυτά, είναι κομμάτι της ανθρώπινης φύσης και δεν μπορούν να αποδοθούν σ' ένα συγκεκριμένο μοντέλο αγοράς. Αυτό φυσικά το γεγονός δεν πρέπει να αποτελεί άλλοθι για παράνομες ή ανήθικες οικονομικές δραστηριότητες που παρατηρούνται συχνά μέσα στο καπιταλιστικό σύστημα. Ωστόσο, το σύστημα δεν είναι κάτι απρόσωπο, και γι' αυτό τα όρια και οι κανόνες θεσπίζονται και παραβιάζονται μόνον απ' τα ίδια τα άτομα...

⁵⁸ Ψαραδέλλης, Δ., «Η Θεωρία του Χάους στις Χρηματιστηριακές Αγορές», *Καθημερινή*, 19-04-08. Διαθέσιμο στο http://portal.kathimerini.gr/4dcgi/_w_articles_kathextra_1_19/04/2008_230045 (τελευταία πρόσβαση στις 5/7/2011).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΚΡΙΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟΙ ΚΥΚΛΟΙ

«Οι κρίσεις δεν αντιμετωπίζονται πλέον σαν ξαφνικές καταστροφές που διακόπτουν την ομαλή πορεία των επιχειρήσεων, σαν επεισόδια που μπορούν να κατανοηθούν χωρίς την διερεύνηση των ενδιάμεσων ετών. Αντιθέτως, η κρίση θεωρείται σαν η πιο δραματική και σύντομη απ' τις τρεις φάσεις ενός επιχειρηματικού κύκλου-ενημερία, κρίση και ύφεση...Με μία λέξη, η θεωρία των κρίσεων έχει εξελιχθεί σε μια θεωρία των επιχειρηματικών κύκλων»

*Wesley Clair Mitchell*⁵⁹

3.1 Ορισμός και Χαρακτηριστικά των Οικονομικών Κύκλων

Οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις συνδέονται άμεσα με την έννοια του επιχειρηματικού ή οικονομικού κύκλου (business cycle). Αυτό δεν σημαίνει βεβαίως ότι κάθε επιχειρηματικός κύκλος συνοδεύεται από μια χρηματοπιστωτική κρίση, ούτε ότι τα ακραία σημεία του επιχειρηματικού κύκλου (κορυφή, πυθμένας) αποτελούν πάντα σημεία έναρξης ή λήξης μιας χρηματοπιστωτικής κρίσης. Στο παρόν κεφάλαιο, θα ερμηνευθεί το φαινόμενο των οικονομικών κύκλων και η προέλευσή του, αλλά και θα παρουσιαστούν τα διαφορετικά είδη κύκλων με βάση τις εναλλακτικές θεωρητικές προσεγγίσεις. Θα εκτιμηθεί επίσης ο βαθμός επαναληπτικότητας και προβλεπτικότητας των επιχειρηματικών κύκλων, καθώς και η σύνδεση τους με τις χρηματοπιστωτικές κρίσεις και την γενικότερη λειτουργία του καπιταλιστικού συστήματος. Προτού όμως οδηγηθούμε σε περαιτέρω συμπεράσματα, θα πρέπει να ορίσουμε τον επιχειρηματικό κύκλο και να εξετάσουμε κάποια βασικά χαρακτηριστικά της δομής του.

Ο Mitchell που ασχολήθηκε εκτενώς με την έννοια και τα χαρακτηριστικά του επιχειρηματικού κύκλου, τον ορίζει ως εξής: «Ένας κύκλος αποτελείται από διαστολές, που συντελούνται ταυτόχρονα περίπου σε πολλές οικονομικές δραστηριότητες, ακολουθούμενες από ομοίως γενικές υφέσεις, συστολές και ανακάμψεις, οι οποίες συνεννοούνται στη φάση της διαστολής του επόμενου κύκλου: η ακολουθία αυτή των μεταβολών είναι επαναλαμβανόμενη αλλά όχι περιοδική»⁶⁰ ενώ ο Gordon αναφέρει ότι «κύκλοι είναι επαναλαμβανόμενες εναλλαγές διαστολής και συστολής της συνολικής οικονομικής δραστηριότητας, οι δε εναλλασσόμενες κινήσεις σε κάθε κατεύθυνση είναι

⁵⁹ Mitchell, W.C., *Business Cycles*, University of California Press, Berkeley, 1913, σελ. 5.

⁶⁰ Mitchell, W.C., *Business Cycles: The Problem and its Setting*, N.B.E.R., New York, 1927. σελ. 468.

αυτοενδυναμούμενες και διαχέονται ευρέως σ' όλα τα τμήματα της οικονομίας»⁶¹. Με βάση αυτούς τους ορισμούς παρατηρεί κανείς ότι κατά την διάρκεια των επιχειρηματικών κύκλων έχουμε διακυμάνσεις οικονομικών μεγεθών (παραγωγή, εισόδημα, τιμές, επενδύσεις, απασχόληση κλπ.), γεγονός που λαμβάνει χώρα και κατά την διάρκεια των χρηματοπιστωτικών κρίσεων. Η διαφορά έγκειται στο ότι στην περίπτωση των χρηματοπιστωτικών κρίσεων οι μεταβολές αυτές είναι σφοδρές και απότομες, συχνά πρωτόγνωρες για το δεδομένο ιστορικό πλαίσιο.

Ας εξετάσουμε τώρα ορισμένα εμπειρικά δεδομένα. Το Εθνικό Γραφείο Οικονομικής Έρευνας (N.B.E.R.) στην Νέα Υόρκη ανέλυσε την κυκλική συμπεριφορά στις ΗΠΑ και στην Ευρώπη για μια περίοδο περίπου πενήντα ετών. Στις ΗΠΑ αναγνωρίστηκαν 25 επιχειρηματικοί κύκλοι μεταξύ 1857 και 1960, με διάρκεια από 28 έως 99 μήνες και μέσο όρο τους 49 μήνες. Για τις ευρωπαϊκές χώρες βρέθηκε ότι αντιμετωπίζουν μεγαλύτερης χρονικής διάρκειας επιχειρηματικούς κύκλους (π.χ. στην Βρετανία ο μέσος κύκλος είχε διάρκεια 64 μήνες)⁶². Διαφορές εντοπίζονται όμως και μεταξύ των διαφορετικών φάσεων των κύκλων, π.χ. ο Burns εντοπίζει στις ΗΠΑ μεταξύ 1919 και 1960 δέκα κύκλους όπου η αύξηση της βιομηχανικής παραγωγής κατά την διάρκεια των διαστολών κυμαινόταν μεταξύ 18% και 93% ενώ η μείωση κατά την διάρκεια των συστολών μεταξύ 7% και 66% (για το διάστημα 1929-1933)⁶³.

Αν και η γενική μορφή όλων των επιχειρηματικών κύκλων ομοιάζει, θα ήταν λάθος να υποστηρίξει κανείς ότι ο ένας επιχειρηματικός κύκλος αποτελεί επανάληψη των προηγούμενων. Αν και ισχύει ότι οι οικονομικές διαστολές (ή ανθήσεις) διαρκούν περισσότερο των οικονομικών συστολών (ή υφέσεων), η ύφεση του 1873-1879 διήρκησε περισσότερο από κάθε άνθηση προ του 1960. Αν και τα επιτόκια συνήθως αυξάνονται κατά την περίοδο της άνθησης, τα επιτόκια μειώθηκαν την περίοδο του 1933-7⁶⁴. Αυτό δείχνει ότι η φύση των οικονομικών κύκλων είναι σύνθετη και εκτός απ' τους μηχανισμούς της αγοράς, σημαντικό ρόλο στην εξέλιξη των οικονομικών κύκλων παίζουν οι πολιτικές αποφάσεις. Αυτό είναι ένα συμπέρασμα που προκύπτει και απ' την πρόσφατη παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση (2007), οι μηχανισμοί εξέλιξης της οποίας θα εξεταστούν σε επόμενο κεφάλαιο. Ακολούθως, θα εξεταστούν οι διαφορετικές προσεγγίσεις που προσπαθούν να ερμηνεύσουν την προέλευση των επιχειρηματικών κύκλων καθώς και η

⁶¹ Gordon, R.A., *Business Fluctuations*, Harper&Row (2nd edition), New York, 1961. σελ. 249.

⁶² Rau, N., *Οικονομικοί Κύκλοι : Θεωρία και Εμπειρικές Ενδείξεις*, Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα, 1974. σελ.19.

⁶³ Ο.π. σελ.19.

⁶⁴ Ο.π. σελ.21.

δυνατότητα αυτών των οικονομικών μοντέλων να προβλέψουν τις μελλοντικές διακυμάνσεις της οικονομικής δραστηριότητας.

3.2 Οι Ερμηνείες των Οικονομικών Κύκλων

Οι πρώιμες μελέτες με αντικείμενο την ερμηνεία των επιχειρηματικών κύκλων ανάγονται στον 19^ο αιώνα. Πρώτος ο Βρετανός οικονομολόγος William Stanley Jevons (γνωστός για την ανάπτυξη της θεωρίας της οριακής χρησιμότητας στην οικονομική επιστήμη) προσπάθησε να συσχετίσει τα κυκλικά φαινόμενα στις φυσικές επιστήμες, με τις κυκλικές διακυμάνσεις στην οικονομία. Στο σημείο αυτό, πρέπει να επισημανθεί ότι σ' όλες σχεδόν τις επιστήμες (φυσική, αστρονομία, ιατρική, μετεωρολογία, γεωλογία) έχει αποδειχθεί η ύπαρξη κυκλικών φαινομένων. Ο Jevons προσπάθησε να συσχετίσει της ηλιακές κηλίδες (sunspots) με το μέγεθος της οικονομικής δραστηριότητας. Οι ηλιακές κηλίδες είναι «κηλίδες» που δημιουργούνται στην επιφάνεια του Ήλιου εξαιτίας μαγνητικών φαινομένων και τείνουν να αυξάνουν την ηλιακή ακτινοβολία. Το φαινόμενο αυτό είναι κυκλικό και λαμβάνει χώρα κάθε 11 περίπου έτη. Ο Jevons θεώρησε ότι τα αυξημένα επίπεδα ακτινοβολίας, οδηγούσαν σε μεγαλύτερη παραγωγή αγροτικών προϊόντων και επηρέαζαν έτσι τις τιμές τους, προκαλώντας ανθήσεις και υφέσεις στην οικονομία⁶⁵. Αν και η θεωρία του Jevons δεν στάθηκε ικανό να επαληθευτεί επιστημονικά, δεν θα πρέπει να παραβλεφθεί η επίδραση που ασκούν τα φυσικά φαινόμενα τόσο στην διαδικασία της φυσικής παραγωγής όσο και στην ανθρώπινη συμπεριφορά και ψυχολογία. Σε μια παραλλαγή αυτής της θεωρίας κατέληξε και ο οικονομολόγος Henry Ludwell Moore, που εντόπισε επιχειρηματικούς κύκλους επαναληπτικότητας 8 και 33 ετών. Οι κύκλοι αυτοί προκαλούνταν από κυκλικές διακυμάνσεις των βροχοπτώσεων, οι οποίες με την σειρά τους επηρέαζαν τις τιμές των αγροτικών αγαθών, του χυτοσιδήρου και άλλων προϊόντων, καταλήγοντας τελικά σε διακυμάνσεις του γενικού επιπέδου τιμών και της οικονομικής δραστηριότητας⁶⁶.

Στον παράγοντα ψυχολογία εστίασε την προσοχή του ο Arthur Cecil Pigou⁶⁷, ο οποίος πίστευε ότι κύματα αισιοδοξίας και απαισιοδοξίας «καταλαμβάνουν» περιοδικά τους

⁶⁵ Οι θέσεις του W.S. Jevons είναι κυρίως γνωστές από δημοσιεύσεις του υιού του H.S. Jevons, βλέπε Jevons, H.S., *The Sun's Heat and Trade Activity*, King and Son, London, 1910.

⁶⁶ Wright, P.G., "Moore's Economic Cycles", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 29, No. 3, May 1915. σελ. 631-641.

⁶⁷ Garcia-Mata, C., and F.I. Shaffner, "Solar and Economic Relationships: A Preliminary Report", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 49, No. 1, Nov.1934, σελ. 1-51.

επιχειρηματίες και προκαλούν τις μεταβολές των επενδύσεων και της οικονομικής δραστηριότητας. Η άποψη αυτή, αν και φαντάζει απλοϊκή, συμπίπτει σε μεγάλο βαθμό με την άποψη του John Maynard Keynes, ο οποίος πίστευε ότι οι επενδύσεις επηρεάζονται σημαντικά από τα «ζώωδη πνεύματα» (animal spirits) των επιχειρηματιών⁶⁸, εκπορεύονται δηλαδή από εσωτερικές ψυχολογικές και εγκεφαλικές διεργασίες οι οποίες δεν είναι πλήρως γνωστές ακόμη και σήμερα σε ψυχολόγους, βιολόγους, ιατρούς και οικονομολόγους.

Μεταγενέστεροι ερευνητές ανέπτυξαν πιο μονεταριστικές θεωρίες. Ο Wicksell θεωρεί αιτία των οικονομικών διακυμάνσεων την διαφορά μεταξύ φυσικού (με την έννοια της αποδοτικότητας των επενδεδυμένων κεφαλαίων) και χρηματικού επιτοκίου, που οδηγεί σε υπερ-αναλήψεις επενδύσεων, διαταράσσοντας την παραγωγική ικανότητα και το γενικό επίπεδο των τιμών⁶⁹. Την θεωρία αυτή εξελίσσουν αργότερα ο Mises και ο Hayek⁷⁰. Ο Hawtrey απ' την πλευρά του, τονίζει τον ρόλο της πιστωτικής επέκτασης των τραπεζών στην δημιουργία οικονομικών διακυμάνσεων, που συνοδεύονται από αυξημένες συναλλαγές μετοχών, επέκταση των εισοδημάτων και ανανεούμενες πιστώσεις που τελικά εξαντλούνται και οδηγούν σε αύξηση των επιτοκίων⁷¹. Ο Irving Fisher που ανέπτυξε την ποσοτική θεωρία του χρήματος (σύμφωνα με την οποία οι αυξήσεις της προσφοράς χρήματος οδηγούν σε ανάλογες αυξήσεις του επιπέδου τιμών) καταλήγει τελικά στην θεωρία του Χρέους-Αποπληθωρισμού (Debt-Deflation theory) σύμφωνα με την οποία η υπερβολική επέκταση του δανεισμού προκαλεί αυξημένες επενδύσεις, κερδοσκοπία και τελικά καταλήγει σε ύφεση και αποπληθωρισμό⁷². Χαρακτηριστικά των δύο τελευταίων θεωριών, παρατηρούνται στις σύγχρονες χρηματοπιστωτικές κρίσεις όπου η υπερεπέκταση των πιστώσεων προκάλεσε διαταραχές στην οικονομική δραστηριότητα, η οποία όμως επηρεάζεται και από άλλους οικονομικούς και θεσμικούς παράγοντες που θα αναλυθούν στην συνέχεια της εργασίας.

Πέρα από τις νομισματικές εξηγήσεις των οικονομικών κύκλων ξεχωρίζουν ερμηνείες όπως αυτή του Keynes⁷³, που απ' την πλευρά του τόνισε την ανεπάρκεια της

⁶⁸ Keynes, J.M., *Η Γενική Θεωρία της Απασχόλησης, του Τόκου και του Χρήματος*, Παπαζήσης, Αθήνα, 2001 (πρώτη έκδοση 1936).

⁶⁹ Το γεγονός αυτό της «διατάραξης» της ισορροπίας μεταξύ των δύο μορφών επιτοκίων ο Wicksell το απέδιδε στις επενδυτικές ευκαιρίες που παρουσιάζονταν λόγω τεχνολογικών μεταβολών, θέση παρόμοια με αυτή του Schumpeter. Ωστόσο ο ρόλος της πίστωσης ερμηνεύεται διαφορετικά απ' τους δύο οικονομολόγους. Βλέπε Legrand, M.D.P. και Hagemann, H., *Business Cycles in Juglar and Schumpeter*, σελ. 19, version from earlier paper in the session "From Crisis Theory to Business-Cycle Theory. The Contribution of Clement Juglar (1819-1905)", 9th Annual Conference of the European Society for the History of Economic Thought, University of Stirling, 9-12 June 2005.

⁷⁰ Schumpeter, J.A., *History of Economic Analysis*, Routledge, London, 1994 (Πρώτη έκδοση: Allen & Unwin, 1954). σελ. 1117-1120.

⁷¹ Ο.π. σελ. 1121.

⁷² Fisher, I., "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions", *Econometrica*, October 1933.

⁷³ Keynes, J.M., *Η Γενική Θεωρία της Απασχόλησης, του Τόκου και του Χρήματος*.

συνολικής ζήτησης ως αιτία των οικονομικών διαταραχών, γεγονός που επιβάλλει την κρατική παρέμβαση για την ενίσχυση της οικονομίας. Ο Marx θεωρεί ότι η συσσώρευση κεφαλαίου σταδιακά προκαλεί υπερ-συσσώρευση και τελικά πτώση των ποσοστών κέρδους που οδηγούν σε αλληπάλληλες καπιταλιστικές κρίσεις⁷⁴. Ο μεγάλος θεωρητικός των οικονομικών κύκλων, Joseph Schumpeter αποδίδει την ύπαρξη τους στην διαδικασία της «δημιουργικής καταστροφής» που λαμβάνει χώρα κατά την εξέλιξη της καπιταλιστικής παραγωγής. Αυτό που δίνει ώθηση στην οικονομία είναι οι τεχνολογικές καινοτομίες, που δημιουργούν νέες προοπτικές κερδοφορίας για τους πρωτοπόρους επιχειρηματίες. Κατά την διαδικασία αυτή (που υποβοηθάται απ' την ύπαρξη τραπεζικών πιστώσεων) προκύπτουν «νέες μέθοδοι παραγωγής, νέα προϊόντα, νέες αγορές, νέες πηγές πρώτων υλών και νέες μορφές οργάνωσης της παραγωγικής διαδικασίας»⁷⁵. Η πίστωση όμως για τον Schumpeter δεν διαδραματίζει ενεργητικό ρόλο στην εξέλιξη των κυκλικών οικονομικών φαινομένων: «το πιστωτικό σύστημα δεν είναι ιδιαίτερα ενεργός παράγοντας στον μηχανισμό των κύκλων. Προσαρμόζεται στην ζήτηση που προέρχεται από τους επιχειρηματίες και υποβάλλεται σε περιορισμό κατά την αποπληρωμή των δανείων. Και στις δύο περιπτώσεις ο ρόλος του είναι κυρίως παθητικός⁷⁶». Τελικά, τρεις παράγοντες προκαλούν την απαρχή της οικονομικής κάμψης⁷⁷: α) ο ανταγωνισμός για τους σπάνιους πόρους, που προκαλεί άνοδο των τιμών των επενδυτικών αγαθών και μειώνει τις προσδοκίες για κερδοφορία β) η μείωση των τιμών των προϊόντων λόγω αύξησης του όγκου παραγωγής γ) η αποπληρωμή των δανείων από τα κέρδη των επιχειρηματιών που προκαλεί έναν «πιστωτικό αποπληθωρισμό». Ο συνάδελφος του Schumpeter στο πανεπιστήμιο της Βόννης, Arthur Spiethoff, ανέπτυξε μια περισσότερο ολιστική προσέγγιση, λαμβάνοντας υπ' όψιν τον ρόλο των τεχνολογικών καινοτομιών, των νέων αγορών αλλά και των ξεχωριστών ιστορικών δεδομένων κάθε οικονομικού κύκλου. Τόνιζε όμως το γεγονός ότι «κάθε κρίση είναι και πιστωτική κρίση⁷⁸» ενώ θεωρούσε (όπως και ο Marx) τον επιχειρηματικό κύκλο ως εγγενές στοιχείο του καπιταλιστικού συστήματος⁷⁹. Τέλος, οι Mikhail Tugan-Baranovsky και Alvin Hansen, εστιάζουν στην σημασία που έχουν οι μεταβολές του επιπέδου του σταθερού κεφαλαίου (κτίρια, μηχανήματα κλπ.) στην

⁷⁴ Marx, K., *Capital : A Critique of Political Economy*, Penguin , Middlesex, 1976-1978.

⁷⁵ Schumpeter, J.A., "The Theory of Economic Development, An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest, and the Business Cycle", Harvard University Press, Cambridge, 1934 αναφορά στο Legrand, M.D.P. και Hagemann, H., *Business Cycles in Juglar and Schumpeter*, σελ. 18.

⁷⁶ Schumpeter, J.A., "The Theory of Business Cycles", *Keizaigagu Ronshu (The Journal of Economics)*, 4, 1931. σελ. 1-18.

⁷⁷ Legrand, M.D.P. και Hagemann, H., *Business Cycles in Juglar and Schumpeter*, σελ. 20.

⁷⁸ Ο.π. σελ. 23.

⁷⁹ Schumpeter, J.A., *History of Economic Analysis*, σελ. 1126-7.

δημιουργία του οικονομικού κύκλου, θεωρώντας τις μεταβολές των τιμών ως εξαρτημένο παράγοντα των διακυμάνσεων⁸⁰.

Ερχόμενοι σε πιο σύγχρονες προσεγγίσεις, μπορούμε να διακρίνουμε δύο ξεχωριστές σχολές σκέψης. Η πρώτη από αυτές, ταυτίζεται με την νεοκλασική σχολή της οικονομικής επιστήμης, η οποία θεωρεί ότι οι αγορές λειτουργούν καλύτερα χωρίς την κρατική παρέμβαση και η άμεση προσαρμογή μισθών και τιμών οδηγεί σε καταστάσεις ισορροπίας την αγορά. Συνεπώς, το πρόβλημα των οικονομικών διακυμάνσεων στην περίπτωση αυτή προκύπτει από υποδείγματα που ερευνούν⁸¹ : α) *Οικονομικο-πολιτικές στρατηγικές* (π.χ. εκλογικοί κύκλοι) β) *Λάθη της οικονομικής πολιτικής*, ιδιαίτερα λόγω διαφόρων μορφών υστερήσεων γ) *Λάθη των οικονομούντων ατόμων*.

Τα υποδείγματα που ερμηνεύουν τους οικονομικούς κύκλους σαν αποτέλεσμα οικονομικο-πολιτικών στρατηγικών, εστιάζουν κυρίως το ενδιαφέρον τους στο φαινόμενο του πολιτικού οικονομικού κύκλου (political business cycle). Σε αυτή την περίπτωση οι οικονομικές διακυμάνσεις προκύπτουν ως αποτέλεσμα πολιτικών σκοπιμοτήτων. Η εκάστοτε κυβέρνηση επιθυμεί πολιτικές οι οποίες θα εξασφαλίζουν την καλύτερη οικονομική κατάσταση μιας χώρας κατά την περίοδο διεξαγωγής των εκλογών. Για παράδειγμα, μια κυβέρνηση μπορεί να εφαρμόσει συσταλτικές δημοσιονομικές και νομισματικές πολιτικές για να μειώσει τον πληθωρισμό και τα δημοσιονομικά ελλείμματα μετά την εκλογή της και επεκτατικές πολιτικές για να αυξήσει την απασχόληση και να τονώσει την ζήτηση την χρονική περίοδο που προηγείται των εκλογών, έτσι ώστε να ενισχύσει την εκλογική πελατειακή της βάση⁸². Άλλες θεωρίες πάλι τονίζουν τον ρόλο των διαπραγματεύσεων μεταξύ επιχειρηματιών και συνδικάτων, που μπορεί να οδηγήσουν σε υψηλούς μισθούς, υποαπασχόληση και χαμηλές επενδύσεις προκαλώντας υφεσιακά φαινόμενα στην οικονομία⁸³.

Τα υποδείγματα που δίνουν βάρος στον ρόλο των λαθών της οικονομικής πολιτικής, τονίζουν το γεγονός ότι ενώ πολλές κυβερνητικές πολιτικές έχουν στόχο την επίτευξη αντικυκλικών αποτελεσμάτων, στην πραγματικότητα οδηγούν σε προκυκλικά φαινόμενα⁸⁴.

⁸⁰ Legrand, M.D.P. και Hagemann, H., *Business Cycles in Juglar and Schumpeter*, σελ. 24-5.

⁸¹ Μαριόλης, Θ., *Εισαγωγή στη Θεωρία των Ενδογενών Οικονομικών Διακυμάνσεων : Γραμμικοί και μη Γραμμικοί Οικονομικοί Ταλαντωτές*, Τυπωθήτω, Αθήνα, 2006. σελ. 4

⁸² Για μια ανάλυση του θέματος βλέπε Nordhaus, W.D., "The Political Business Cycle", *Review of Economic Studies*, 42, 1975. σελ 169-190.

⁸³ Μαριόλης, Θ., *Εισαγωγή στη Θεωρία των Ενδογενών Οικονομικών Διακυμάνσεων : Γραμμικοί και μη Γραμμικοί Οικονομικοί Ταλαντωτές*. σελ.9-10.

⁸⁴ Σαν προκυκλικά μέτρα πολιτικής θεωρούνται αυτά που διερνούν ή ενισχύουν την υπάρχουσα τάση σε μια οικονομία, ενώ ως αντικυκλικά χαρακτηρίζονται αυτά που περιορίζουν ή είναι αντίθετα με την υπάρχουσα τάση. Π.χ. μια πολιτική αύξησης των δημοσίων δαπανών (ή μείωσης των φόρων) σε περίοδο υψηλής οικονομικής

Αυτό συμβαίνει κυρίως λόγω των χρονικών υστερήσεων (lags) της οικονομικής πολιτικής⁸⁵. Οι χρονικές υστερήσεις μπορούν να λάβουν δύο μορφές: α) *Εσωτερική χρονική υστέρηση* (inside lag), δηλαδή το διάστημα που μεσολαβεί μεταξύ της εκδήλωσης μιας διαταραχής στην οικονομία και της λήψης οικονομικών μέτρων για την αντιμετώπισή της και β) *Εξωτερική χρονική υστέρηση* (outside lag), που δηλώνει το χρόνο που μεσολαβεί μεταξύ της εφαρμογής μιας οικονομικής πολιτικής και της επίδρασής της στην οικονομία⁸⁶.

Τα υποδείγματα που εξηγούν τις κυκλικές διακυμάνσεις σαν απόρροια των λαθών των οικονομούντων ατόμων, χωρίζονται σε αυτές που θεωρούν ότι τα άτομα συγχέουν τις μεταβολές σε σχετικές και απόλυτες τιμές εξαιτίας των νομισματικών σοκ⁸⁷ και στις θεωρίες των *πραγματικών οικονομικών κύκλων* όπου το χρήμα είναι «ουδέτερο» και οι μεταβολές της οικονομίας προέρχονται από πραγματικά σοκ (π.χ. τεχνολογικά σοκ και μεταβολές της παραγωγικότητας όπως νέες εφευρέσεις, κακοκαιρίες, άνοδος τιμής πετρελαίου κλπ.)⁸⁸. Στην περίπτωση αυτή, τυχόν παρεμβατικές κυβερνητικές πολιτικές δυσχεραίνουν την οικονομική κατάσταση και προκαλούν στρεβλώσεις στα οικονομικά κίνητρα των ατόμων.

Η δεύτερη σχολή ερμηνείας των οικονομικών κύκλων, βασίζεται στην κεϋνσιανή και νέο-κεϋνσιανή προσέγγιση, η οποία διατείνεται ότι η ελεύθερη λειτουργία της αγοράς δεν οδηγεί αναγκαστικά σε καταστάσεις ισορροπίας πλήρους απασχόλησης και συνεπώς η κρατική παρέμβαση είναι επιβεβλημένη προκειμένου να ενισχυθεί η οικονομική δραστηριότητα, ιδιαίτερα απ' την πλευρά της συνολικής ζήτησης. Στην κατηγορία αυτή εντάσσονται υποδείγματα που δίνουν βάση⁸⁹: α) στην πλευρά της *ζήτησης*, όπου κυριαρχεί ο ρόλος του πολλαπλασιαστή-επιταχυντή β) στην πλευρά της *διανομής* γ) στην πλευρά της *διάρθρωσης της οικονομίας* δ) στην πλευρά της *συνολικής προσφοράς*, η λογική των οποίων δεν εντάσσεται αυστηρά στη κεϋνσιανή λογική, αλλά δέχεται τις εγγενείς αδυναμίες της ελεύθερης αγοράς.

δραστηριότητας και υψηλού πληθωρισμού είναι προκυκλική, ενώ μια μείωση των δημοσίων δαπανών (ή αύξησης των φόρων) δρα αντικυκλικά.

⁸⁵ Ο.π. σελ.10.

⁸⁶ Mankiw, G.N., *Μακροοικονομική Θεωρία*, Gutenberg, Αθήνα, Ιανουάριος 2002 (4^η έκδοση). σελ. 568

⁸⁷ Lucas, R.E., "An Equilibrium Model of Business Cycle", *Journal of Political Economy*, vol.83, 1975 σελ. 1113-144 αναφορά στο Μαριόλης, Θ., *Εισαγωγή στη Θεωρία των Ενδογενών Οικονομικών Διακυμάνσεων : Γραμμικοί και μη Γραμμικοί Οικονομικοί Ταλαντωτές*. σελ. 11.

⁸⁸ Kydland, F. E., Prescott, E.C., "Time to Build and Aggregate Fluctuations", *Econometrica*, vol. 50, No. 6, November 1982, σελ. 1345-1370 αναφορά στο Μαριόλης, Θ., *Εισαγωγή στη Θεωρία των Ενδογενών Οικονομικών Διακυμάνσεων : Γραμμικοί και μη Γραμμικοί Οικονομικοί Ταλαντωτές*. σελ. 12.

⁸⁹ Μαριόλης, Θ., *Εισαγωγή στη Θεωρία των Ενδογενών Οικονομικών Διακυμάνσεων : Γραμμικοί και μη Γραμμικοί Οικονομικοί Ταλαντωτές*. σελ. 4.

Τα υποδείγματα του πολλαπλασιαστή-επιταχυντή τονίζουν κυρίως την αδράνεια της παραγωγής και της επένδυσης ως αίτιο των οικονομικών διακυμάνσεων⁹⁰. Τα υποδείγματα της διανομής εστιάζουν στην υστέρηση των αμοιβών σε σχέση με το μέγεθος της παραγωγής, ενώ τα διαρθρωτικά υποδείγματα (πέραν των θεωριών των Marx, Schumpeter, Wicksell, Hayek) επικεντρώνονται τόσο σε μη προβλεπόμενα γεγονότα (π.χ. αύξηση τιμής πετρελαίου, πόλεμοι, κλπ.) όσο και σε αλλαγές του συστήματος που προκαλούνται από την ύπαρξη σταθεροποιητικών πολιτικών (για την ενίσχυση της απασχόλησης και των ιδιωτικών επιχειρήσεων)⁹¹. Τέλος, τα υποδείγματα της προσφοράς βασίζονται στις συστατικές επιδράσεις των φόρων, στις ασυνέχειες που παρουσιάζουν οικονομικές μεταβλητές όπως οι επενδύσεις καθώς και στην μη γραμμικότητα των αποταμιεύσεων και τις χρονικές υστερήσεις της παραγωγής⁹².

3.3 Ιδιαίτεροι Τύποι Οικονομικών Κύκλων

Το κεφάλαιο για τους οικονομικούς κύκλους θα κλείσει με την παράθεση ορισμένων «γνωστών τύπων» οικονομικών κύκλων. Θα εξεταστούν τόσο η προέλευση και τα χαρακτηριστικά τους όσο και η δυνατότητα τους να λειτουργήσουν ως προβλεπτικά μοντέλα των μελλοντικών οικονομικών εξελίξεων.

Η ανάλυση μας θα αρχίσει απ' τον «πατέρα» των οικονομικών κύκλων, Clément Juglar, ο οποίος πρώτος παρατήρησε την κυκλική και επαναλαμβανόμενη φύση των οικονομικών διακυμάνσεων και προσέδωσε μια ερμηνεία που όπως θα διαπιστώσουμε μπορεί να εξηγήσει ως ένα βαθμό και τις σύγχρονες χρηματοπιστωτικές κρίσεις. Ο Juglar έχοντας σπουδάσει ιατρική και στατιστική, προσέγγισε το φαινόμενο των κύκλων τόσο θεωρητικά, όσο και ιστορικά, δίνοντας όμως ιδιαίτερη βαρύτητα στην στατιστική μέθοδο. Για τον ίδιο, «ο μοναδικός λόγος της ύφεσης είναι η ευημερία» (the only cause of depression is prosperity)⁹³. Πίστευε, δηλαδή, ότι σε περιόδους υψηλής ευημερίας, δημιουργούνται τάσεις κερδοσκοπίας οι οποίες ευνοούνται απ' την ύπαρξη αυξημένων πιστώσεων απ' τις τράπεζες⁹⁴. Στην μελέτη του για την εξήγηση των εμπορικών κρίσεων σε Γαλλία, Βρετανία και ΗΠΑ⁹⁵ διαπίστωσε την συσχέτιση ανάμεσα στους πιστωτικούς και τους επιχειρηματικούς

⁹⁰ Ο.π. σελ. 13-4.

⁹¹ Ο.π. σελ. 15-6.

⁹² Ο.π. σελ. 16-8.

⁹³ Schumpeter, J.A., *History of Economic Analysis*, σελ. 1124.

⁹⁴ Legrand, M.D.P. και Hagemann, H., *Business Cycles in Juglar and Schumpeter*

⁹⁵ Juglar, C., "Des Crises Commerciales et Monétaires de 1800 a 1857", *Journal des Economistes*, 1861.

κύκλους, την οποία απέδωσε στον «συλλογικό ενθουσιασμό»⁹⁶. Διέκρινε μάλιστα τρεις φάσεις στον οικονομικό κύκλο: ευημερία (άνθηση), κρίση και ρευστοποίηση (prosperity, crisis, liquidation). Κατά την τελευταία φάση επικρατούσαν απολύσεις, αποπληθωρισμός, πτωχεύσεις και έλλειψη εμπιστοσύνης⁹⁷. Ο μηχανισμός της κρίσης δεν είναι όμως νομισματικός. Δεν φταίνε οι τράπεζες για την παροχή των πιστώσεων, αλλά η «κατάχρηση της πίστωσης» απ' τους δανειζόμενους που οδηγεί σε υπερβολική αισιοδοξία και στρεβλή κατανομή επενδυτικών πόρων⁹⁸. Όταν οι τιμές αυξηθούν πάρα πολύ, το όλο οικοδόμημα καταρρέει και η οικονομία εισέρχεται στην φάση της ρευστοποίησης. Συνεπώς, (σε μια εποχή που δεν υπήρχαν κεντρικές τράπεζες, αλλά ούτε και διεθνείς τράπεζες και χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί με την σημερινή δυναμική) η ευθύνη των οικονομικών διακυμάνσεων οφειλόταν περισσότερο στους «ενθουσιώδεις» δανειζόμενους παρά στους «άπληστους» δανειστές (κάτι που ισχύει σε μεγαλύτερο βαθμό στις μέρες μας). Ο Juglar, λοιπόν, σαν άλλη Κασσάνδρα κρούει τον κώδωνα του κινδύνου απέναντι σε κερδοσκοπικές συμπεριφορές, ενώ ταυτόχρονα θεωρεί τις οικονομικές διακυμάνσεις εγγενές χαρακτηριστικό του καπιταλισμού, όπως άλλωστε και ο Schumpeter⁹⁹.

Η περίοδος των κύκλων Juglar (όπως ονομάστηκαν χάριν του Γάλλου οικονομολόγου) κυμαίνεται μεταξύ 7 και 11 ετών και σύμφωνα με πιο σύγχρονες ερμηνείες, οφείλονται στην διαδικασία «ανανέωσης» και εξέλιξης του σταθερού κεφαλαίου κατά την διάρκεια του κύκλου παραγωγής¹⁰⁰. Αυτό σημαίνει ότι οι επιχειρήσεις καθώς παρατηρούν την ζήτηση να αυξάνεται και την οικονομία να εισέρχεται σε φάση ανόδου, αποφασίζουν να επενδύσουν σε σταθερό κεφάλαιο (μηχανολογικό εξοπλισμό και κτιριακές εγκαταστάσεις) προκειμένου να ανταποκριθούν στις μελλοντικές ανάγκες της παραγωγής. Η διαδικασία αυτή ξεκινάει να φθίνει όταν η προσφορά αρχίζει να υπερκαλύπτει την ζήτηση και οι τιμές μειώνονται, με αποτέλεσμα τα κέρδη να περιορίζονται και η οικονομία να περνάει σε φάση κάμψης. Φυσικά, η διαδικασία αυτή είναι χρονοβόρα, καθώς οι επενδύσεις σε σταθερό κεφάλαιο λαμβάνουν χώρα σε μεσο-μακροπρόθεσμη βάση και δεν είναι εύκολο να ακυρωθούν ή να ανακληθούν (όπως γίνεται με τις παραγγελίες προϊόντων).

Σχετικός με τον κύκλο Juglar είναι και ο πιο βραχυχρόνιος κύκλος Kitchin (απ' το όνομα του Βρετανού επιχειρηματία και στατιστικολόγου Joseph Kitchin) ο οποίος έχει

⁹⁶ Legrand, M.D.P. και Hagemann, H., *Business Cycles in Juglar and Schumpeter* σελ. 10,15.

⁹⁷ Ο.π. σελ. 13.

⁹⁸ Ο.π. σελ. 14.

⁹⁹ Ο.π. σελ. 6.

¹⁰⁰ Korotayev A. και Tsirel, S., "A Spectral Analysis of World GDP Dynamics: Kondratieff Waves, Kuznets Swings, Juglar and Kitchin Cycles in Global Economic Development, and the 2008–2009 Economic Crisis", *Structure and Dynamics*, vol. 4, No.1, UC Irvine, 2010. σελ. 11.

περίοδο 40-59 μήνες και οφείλεται κυρίως σε ασυμμετρίες πληροφόρησης κατά την διάρκεια της παραγωγικής διαδικασίας. Σε περιόδους αυξημένης συνολικής ζήτησης οι επιχειρήσεις (βραχυχρόνια τουλάχιστον) προσλαμβάνουν επιπλέον προσωπικό ή το απασχολούν υπερωριακά για να αυξήσουν το μέγεθος της παραγωγής τους ενώ η ποσότητα των αποθεμάτων τους μειώνεται. Όταν οι τιμές φτάσουν σε υψηλά επίπεδα και η ζήτηση μειωθεί, οι επιχειρήσεις σταδιακά προσαρμόζουν την παραγωγή τους μέσω μειώσεων στην απασχόληση και συγκέντρωσης αποθεμάτων. Η όλη διαδικασία χαρακτηρίζεται από υστερήσεις, καθώς περνάει χρόνος μέχρι να λάβει ο επιχειρηματίας τα «σήματα» της αγοράς για να προσαρμόσει το επίπεδο παραγωγής της επιχείρησής του, αλλά και χρόνος μέχρι να εφαρμοστούν και να επιδράσουν τα νέα μέτρα στην παραγωγική διαδικασία¹⁰¹. Ο Kitchin εντόπισε¹⁰², μελετώντας τα επίπεδα παραγωγής σε Βρετανία και ΗΠΑ, βραχυχρόνιους κύκλους (με περίοδο 40 περίπου μηνών) και πιο μακροχρόνιους κύκλους (περιοδικότητας 7-10 ετών) οι οποίοι αποτελούνταν από 2 ή 3 επιμέρους βραχυχρόνιους κύκλους. Η παρατήρηση αυτή, ουσιαστικά επιβεβαιώνει την ύπαρξη των κύκλων Juglar στην οικονομία, που συμπίπτουν με τους μακροχρόνιους κύκλους που προέκυψαν απ' την έρευνα του Kitchin. Επιπλέον, ο Kitchin παρατήρησε ότι η οικονομία μεγενθύνεται γραμμικά, και συνεπώς οι οικονομικοί κύκλοι αποτελούν προσωρινές αναταράξεις μιας ολοένα αναπτυσσόμενης οικονομίας.

Το τρίτο γνωστό είδος κύκλων, είναι οι ταλαντώσεις Kuznets (Kuznets swings), που πήραν το όνομα τους απ' τον νομπελίστα οικονομολόγο Simon Kuznets. Οι κύκλοι/ταλαντώσεις του Kuznets έχουν περίοδο 15-25 έτη και έλκουν την προέλευση τους από μεταβολές στην ένταση του κατασκευαστικού τομέα της οικονομίας, τις οποίες και συνέδεσε άμεσα με μεταναστευτικές εισροές και εκροές¹⁰³. Κάποιοι ερευνητές έχουν αποδώσει την ύπαρξη των Kuznets swings σε στατιστικά λάθη¹⁰⁴, ενώ άλλοι θεωρούν ότι οφείλονται στις διακυμάνσεις των επενδύσεων σε σταθερό κεφάλαιο ή στις επενδύσεις στις υποδομές¹⁰⁵.

¹⁰¹ Ό.π. σελ. 10.

¹⁰² Kitchin, J., "Cycles and Trends in Economic Factors", *The Review of Economics and Statistics*, vol. 5, No.1, The MIT Press, σελ. 10-16.

¹⁰³ Kuznets S., *Secular Movements in Production and Prices. Their Nature and their Bearing upon Cyclical Fluctuations*, Houghton Mifflin, Boston, 1930. αναφορά στο Korotayev A. και Tsirel, S., "A Spectral Analysis of World GDP Dynamics: Kondratieff Waves, Kuznets Swings, Juglar and Kitchin Cycles in Global Economic Development, and the 2008-2009 Economic Crisis" σελ. 11.

¹⁰⁴ Howrey, E. "A Spectrum Analysis of the Long Swing Hypothesis", *International Economic Review*, vol.9, No. 2, 1968, σελ.228-252.

¹⁰⁵ Korotayev A. και Tsirel, S., "A Spectral Analysis of World GDP Dynamics: Kondratieff Waves, Kuznets Swings, Juglar and Kitchin Cycles in Global Economic Development, and the 2008-2009 Economic Crisis" σελ. 11-2.

Ο τέταρτος τύπος κύκλων είναι οι κύκλοι (ή ορθότερα τα «κύματα») του Kondratieff (Kondratieff waves). Ο Ρώσος οικονομολόγος Nikolai Kondratieff μελετώντας οικονομικά και βιομηχανικά δεδομένα από Γαλλία, Βρετανία, Γερμανία και ΗΠΑ εντόπισε οικονομικά κυκλικά φαινόμενα περιοδικότητας 50 περίπου ετών. Τα «μακρά» αυτά κύματα έχουν δύο φάσεις μια ανοδική (upswing) και μια καθοδική (downswing) που οφείλονται κυρίως σε τεχνολογικές καινοτομίες. Ο Kondratieff διέκρινε τα εξής κύματα και τις φάσεις τους:

Πίνακας 1: «Μακρά» κύματα και οι φάσεις τους κατά Kondratieff

Αριθμός «μακρού» κύματος	Φάση «μακρού» κύματος	Ημερομηνία έναρξης	Ημερομηνία λήξης
Πρώτο	άνοδος	Τέλη της δεκαετίας 1780, αρχές της δεκαετίας του 1790	1810-1817
	κάθοδος	1810-1817	1844-1851
Δεύτερο	άνοδος	1844-1851	1870-1875
	κάθοδος	1870-1875	1890-1896
Τρίτο	άνοδος	1890-1896	1814-1920
	κάθοδος	1814-1920	1920 έως ...

Πηγή: Korotayev A. και Tsirel, S., “A Spectral Analysis of World GDP Dynamics: Kondratieff Waves, Kuznets Swings, Juglar and Kitchin Cycles in Global Economic Development, and the 2008–2009 Economic Crisis”. σελ. 2.

Οι συνεχιστές της έρευνας του Kondratieff μετά τον Πρώτο Παγκόσμιο Πόλεμο διέκριναν τα εξής κύματα και φάσεις:

Πίνακας 2: Post- Kondratieff «μακρά» κύματα και οι φάσεις τους

Αριθμός «μακρού» κύματος	Φάση «μακρού» κύματος	Ημερομηνία έναρξης	Ημερομηνία λήξης
Τρίτο	άνοδος	1890–1896	1914–1920
	κάθοδος	1914 έως 1928-9	1939–1950
Τέταρτο	άνοδος	1939–1950	1968–1974
	κάθοδος	1968–1974	1984–1991
Πέμπτο	άνοδος	1984–1991	2008–2010?
	κάθοδος	2008–2010?	?

Πηγή: Korotayev A. και Tsirel, S., “A Spectral Analysis of World GDP Dynamics: Kondratieff Waves, Kuznets Swings, Juglar and Kitchin Cycles in Global Economic Development, and the 2008–2009 Economic Crisis”. σελ. 2.

Παρατηρώντας κανείς τους δύο πίνακες διαπιστώνει ότι ως ένα βαθμό οι καθοδικές φάσεις των κυμάτων Kondratieff συμπίπτουν με χρονικές περιόδους κατά τις οποίες πράγματι υπήρξαν χρηματοπιστωτικές κρίσεις και γενικότερες υφέσεις στο οικονομικό σύστημα, π.χ. οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις στην Αγγλία και τις ΗΠΑ το 1890 και το 1893 αντίστοιχα, η μεγάλη ύφεση που ξεκίνησε στις ΗΠΑ το 1929, η μεγάλη πτώση του χρηματιστηρίου στις ΗΠΑ το 1987 καθώς και η πρόσφατη παγκόσμια κρίση που ξέσπασε μέσα στο 2007 και δεν έχει ακόμα παρέλθει ολοκληρωτικά. Ο Kondratieff υποστήριξε μάλιστα ότι κατά την διάρκεια των καθοδικών κυμάτων αναπτύσσονται νέες τεχνολογίες παραγωγής καθώς και οι επικοινωνίες, αλλά η θετική επίδραση και η εφαρμογή τους λαμβάνει χώρα στα αρχικά στάδια των ανοδικών κυμάτων. Έτσι, οι ερευνητές των κυμάτων Kondratieff έχουν αποδώσει το τρίτο ανοδικό κύμα στην χρήση του χάλυβα, του ηλεκτρικού ρεύματος και των μηχανολογικών εξελίξεων που προέκυψαν απ' την δεύτερη βιομηχανική επανάσταση, το τέταρτο ανοδικό κύμα στο πετρέλαιο, το αυτοκίνητο και την μαζική παραγωγή, το πέμπτο στην πληροφορική και τις τηλεπικοινωνίες, ενώ το επερχόμενο έκτο κύμα πιθανόν να προέλθει από τις εξελίξεις στις νανο- και βιοτεχνολογίες.¹⁰⁶

3.4 Προβλεπτικότητα των Οικονομικών Κύκλων

Δεδομένου ότι αντικείμενο της παρούσας εργασίας είναι μεταξύ άλλων και η δυνατότητα πρόληψης των χρηματοπιστωτικών κρίσεων, θα είχε ενδιαφέρον να διαπιστωθεί κατά πόσο οι τύποι επιχειρηματικών κύκλων που αναλύθηκαν παραπάνω παρουσιάζουν πράγματι κάποια κανονικότητα ή περιοδικότητα και κατά πόσο είναι ικανοί να «προβλέψουν» πιθανές μελλοντικές οικονομικές κρίσεις. Καταρχάς, θα πρέπει να παρατηρήσουμε ότι οι 4 τύποι κύκλων που παρουσιάστηκαν ανωτέρω έχουν ένα είδος εσωτερικής συνέπειας, με άλλα λόγια, ο ένας τύπος κύκλου εμπεριέχεται χρονικά μέσα στον άλλον. Δυόμιση έως τρεις κύκλοι Kitchin ισοδυναμούν περίπου με έναν κύκλο Juglar, δυόμιση με τρεις κύκλοι Juglar αποτελούν έναν κύκλο Kuznets και δυόμιση με τρεις κύκλοι Kuznets ολοκληρώνουν έναν κύκλο Kondratieff. Αν και η ανάλυση αυτή φαίνεται γενικευμένη, είχε επισημανθεί τόσο από τον Kitchin (όπως αναφέρθηκε παραπάνω) όσο και από άλλους μελετητές, μεταξύ των οποίων και ο Schumpeter ο οποίος και κατέληξε σε

¹⁰⁶ Korotayev A. και Tsirel, S., “A Spectral Analysis of World GDP Dynamics: Kondratieff Waves, Kuznets Swings, Juglar and Kitchin Cycles in Global Economic Development, and the 2008–2009 Economic Crisis”. σελ. 3.

αντίστοιχα συμπεράσματα, προσπαθώντας να αναπτύξει μια «ολιστική» θεωρία των κύκλων¹⁰⁷. Άλλωστε, μια τέτοια ανάλυση φαίνεται να συμπίπτει και με τις χρονικές μεταβολές στην παραγωγική διαδικασία μιας οικονομίας. Στον κύκλο Kitchin έχουμε μεταβολές στην ποσότητα του μεταβλητού κεφαλαίου (απασχόληση, πρώτες ύλες, αποθέματα) που είναι σχετικά ευπροσάρμοστο βραχυχρονίως, στον κύκλο Juglar μεταβάλλεται το σταθερό κεφάλαιο (μηχανήματα, κτίρια, εργαλεία), μεταβολή που όπως είναι γνωστό μπορεί να λάβει χώρα μόνο μεσο-μακροπρόθεσμα, ο κύκλος Kuznets (η ύπαρξη του οποίου φαίνεται να αμφισβητείται περισσότερο) συνδέεται με μεταβολές στον κατασκευαστικό κλάδο και στις υποδομές, κάτι που απαιτεί μακρά χρονικά διαστήματα, και τέλος ο κύκλος Kondratieff συνδέεται με ευρύτερες τεχνολογικές καινοτομίες και ανακαλύψεις που συνήθως για να εξελιχθούν και να εισαχθούν στην παραγωγή απαιτούν μερικές δεκαετίες.

Μπορεί όμως η ύπαρξη των επιχειρηματικών κύκλων να διαπιστωθεί στατιστικά; Αν και οι περισσότερες έρευνες πράγματι δείχνουν έναν είδος κυκλικότητας της οικονομικής δραστηριότητας, δεν λείπουν και οι αντίθετες απόψεις π.χ. ο McCulloch διατύπωσε την άποψη ότι οι «οι οικονομικές διακυμάνσεις υπάρχουν μόνο στην φαντασία αυτών που θέλουν να τις δουν»¹⁰⁸, θέση μάλλον ακραία αν σκεφτεί κανείς τα ιστορικά και οικονομικά δεδομένα τουλάχιστον των τριών τελευταίων αιώνων. Μια πολύ ενδιαφέρουσα πρόσφατη μελέτη που στόχο είχε να διερευνήσει την ύπαρξη επιχειρηματικών κύκλων (εξετάζοντας ως κύριο στοιχείο την διακύμανση του παγκόσμιου ΑΕΠ) καθώς και την πιθανότητα να ενσωματωθεί η παρούσα παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση σε μια θεωρία των κύκλων, κατέληξε στα ακόλουθα συμπεράσματα¹⁰⁹: α) μέσω της φασματικής ανάλυσης διαπιστώθηκε η ύπαρξη του κύματος Kondratieff (με περίοδο 52-53 ετών) η οποία είναι και σύμφωνη με την διακύμανση του παγκόσμιου ΑΕΠ για την περίοδο 1870 έως 2007 β) για την ίδια χρονική περίοδο εντοπίστηκε η παρουσία των κύκλων Juglar (με περίοδο 7-9 ετών) και Kitchin (με περίοδο 3-4 ετών) ενώ ο κύκλος Kuznets μάλλον πρέπει να θεωρείται μέρος ενός κύματος Kondratieff παρά ένας αυτόνομος κύκλος. Τα αποτελέσματα αυτά συμφωνούν με την εξέλιξη του παγκόσμιου ΑΕΠ για την εξετασθείσα περίοδο γ) η παρούσα παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση μπορεί να εξηγηθεί είτε ως μια ύφεση ανάμεσα σε δύο κορυφές της ανοδικής φάσης του 5^{ου} κύματος Kondratieff, με την προοπτική μάλιστα η παγκόσμια

¹⁰⁷ Legrand, M.D.P. και Hagemann, H., *Business Cycles in Juglar and Schumpeter*, σελ. 20.

Ο Schumpeter διατύπωσε αρχικά σε μια θεωρία κυκλικών διακυμάνσεων με 3 τύπους κύκλων και αργότερα προσπάθησε να καταλήξει σε μια θεωρία με 4 τύπων κύκλων, ενσωματώνοντας και τον κύκλο Kuznets στην ανάλυση του.

¹⁰⁸ McCulloch J.H., "The Monte Carlo Cycle in Business Activity", *Economic Inquiry*, XIII, 1975, σελ. 320.

¹⁰⁹ Legrand, M.D.P. και Hagemann, H., *Business Cycles in Juglar and Schumpeter*, σελ. 28-30.

ανάκαμψη να ξεκινήσει το 2011-2012 και να φθάσει στο τέρμα της το 2018-2020 (ξεπερνώντας μάλιστα την προηγούμενη κορυφή) είτε ως η απαρχή της καθοδικής φάσης του 5^{ου} κύματος Kondratieff με την προοπτική μάλιστα να είναι αρκετά έντονη και ανάλογη με τις υφέσεις του 1929-1933, 1973-1974 και αυτές των μέσων του 1870 και 1820 δ) για την περίοδο προ του 1870, δεν διαφαίνεται η ύπαρξη κυμάτων Kondratieff με βάση το παγκόσμιο ΑΕΠ, παρά μόνο στις οικονομίες της Δύσης. Αυτό είναι πιθανό να συνέβη διότι στην προ του 1870 εποχή, ο βαθμός ολοκλήρωσης της παγκόσμιας οικονομίας ήταν περιορισμένος σε σχέση με την μετέπειτα περίοδο.

3.5 Σύνδεση Οικονομικών Κύκλων και Χρηματοπιστωτικών Κρίσεων

Διαπιστώνει κανείς απ' την προηγηθείσα ανάλυση ότι η θεωρία των οικονομικών κύκλων είναι ικανή όχι μόνο να ερμηνεύσει τις διακυμάνσεις της οικονομικής δραστηριότητας αλλά και να προσφέρει ως ένα βαθμό χρονικούς ορίζοντες μέσα στους οποίους αυτή μπορεί να λάβει χώρα. Αυτό φυσικά δεν σημαίνει ότι τα συμπεράσματα αυτά ερμηνεύονται ως θέσφατα, ούτε αποσκοπούν στην υιοθέτηση «μοιρολατρικών» προβλέψεων. Απλώς, αποτελούν ένα πρώτο βήμα για την αναγνώριση της μεταβλητότητας που χαρακτηρίζει το καπιταλιστικό οικονομικό σύστημα απ' τις απαρχές σχεδόν της λειτουργίας του. Φυσικά, στην μεταβλητότητα αυτή παίζουν ρόλο και ιστορικοί, θεσμικοί και πολιτικοί παράγοντες, η σημασία των οποίων θα αναλυθεί στην συνέχεια της εργασίας.

Πώς συνδέονται όμως οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις με τους οικονομικούς κύκλους; Καταρχάς, είδαμε ότι η νεοκλασική σχολή συνδέει την ύπαρξη των οικονομικών κύκλων με φαινόμενα εκλογικών σκοπιμοτήτων και πολιτικών «υστερήσεων». Εφόσον κανείς αναγνωρίζει ότι τα χαρακτηριστικά αυτά είναι εγγενή στα σύγχρονα πολιτικά συστήματα, τότε και οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις μπορούν να προκύψουν ως αποτέλεσμα τους, και μάλιστα με περιοδικό χαρακτήρα. Επίσης, η νεοκλασική παράδοση τονίζει τον ρόλο των λαθών των ατομικών οικονομικών δράσεων στην πρόκληση επιχειρηματικών κύκλων, που προκύπτουν τόσο από «νομισματικά σοκ» -που δημιουργούν «αυταπάτη» του χρήματος- όσο και από την έλλειψη συντονισμού μεταξύ τους (εξαιτίας ασυμμετριών στην πληροφόρηση και εξωτερικότητων, οι οποίες υποτίθεται ότι απουσιάζουν απ' το μοντέλο του τέλει ανταγωνισμού). Αυτό αποτελεί μια έμμεση παραδοχή του γεγονότος, ότι οι οικονομικοί δράστες δεν είναι εντελώς ορθολογικοί και υπόκεινται στις αδυναμίες που υπάρχουν στο καπιταλιστικό σύστημα διαμόρφωσης τιμών και κινήτρων. Η κεϋνσιανή προσέγγιση απ' την μεριά της δέχεται ότι η ανισορροπία είναι εγγενής στο σύστημα και μόνον η κρατική

παρέμβαση μπορεί να βελτιώσει την κατάσταση της οικονομίας. Αυτό από μόνο του δείχνει ότι οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις είναι σύμφυτες στην καπιταλιστική οικονομία, και η διάρκεια και η οξύτητα τους καθορίζεται απ' το μέγεθος και την επιτυχία της κρατικής δράσης. Η μαρξιστική θεωρία προχωράει ένα βήμα παραπέρα, καθώς ισχυρίζεται όχι μόνο ότι οι κρίσεις είναι συνεχείς, επαναλαμβανόμενες και βαθύτερες όσο περνάει ο χρόνος, αλλά και ότι δεν δύναται να θεραπευθούν μέσω της επιχειρηματικής και κρατικής δραστηριότητας. Η μοναδική λύση στην περίπτωση αυτή είναι η υιοθέτηση ενός νέου τύπου οικονομικού συστήματος.

Ιδιαίτερη αξία στην θεωρία των οικονομικών κύκλων, έχει η παρατήρηση ότι αυτοί συνδέονται συχνά με τις μεταβολές στην έκταση και τον προγραμματισμό της παραγωγικής διαδικασίας, τόσο σε βραχυπρόθεσμο όσο και μακροπρόθεσμο επίπεδο. Αυτό μας οδηγεί στο συμπέρασμα, ότι μια χρηματοπιστωτική κρίση είναι πολύ πιθανό να προέλθει μέσα απ' τις ίδιες τις διακυμάνσεις της οικονομικής δραστηριότητας και δεν πρέπει να αποδίδεται πάντα σε ένα ιδιαίτερα σπάνιο γεγονός. Ακόμη και ένας νεωτερισμός ή μια τεχνολογική καινοτομία μπορούν να ενταχθούν μέσα στα φυσιολογικά «κυκλικά» στάδια της καπιταλιστικής ανάπτυξης, ως αποτέλεσμα μιας εξελικτικής παραγωγικής διαδικασίας. Το γεγονός επίσης, ότι θεωρητικοί διαφορετικών σχολών (Schumpeter, Marx, Juglar, Kondratieff, Spiethoff κ.α.) δέχονται ότι οι επιχειρηματικοί κύκλοι είναι εγγενείς στο καπιταλιστικό σύστημα, μας οδηγεί στην σκέψη ότι και οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις (ως ακραία φαινόμενα αυτών των διακυμάνσεων) αποτελούν καταστάσεις «ενταγμένες» στον καπιταλισμό. Αυτό σε καμία περίπτωση, δεν «αυτοκαταδικάζει» το ίδιο το καπιταλιστικό σύστημα, απλώς δείχνει τα όρια και τις αδυναμίες του. Άλλωστε, δεν πρέπει να ξεχνάμε την ευθύνη και τον ρόλο των ατομικών δράντων, στον τρόπο αξιοποίησης και εκμετάλλευσης των μέσων (παραγωγικών και χρηματοπιστωτικών) που παρέχει το παρόν οικονομικό σύστημα. Το αν η ατομική δράση διαμορφώνεται και καλλιεργείται απ' τις ίδιες τις αρχές ενός οικονομικού συστήματος ή εδράζεται σε βιολογικές και ψυχολογικές ορμές που πάντα ενυπάρχουν στην ανθρώπινη φύση, είναι ζήτημα φιλοσοφικής προσέγγισης και δεν είναι δυνατό να αναλυθεί στα πλαίσια αυτής της εργασίας. Η «τυποποίηση» πάντως, των ειδών και της διάρκειας των οικονομικών κύκλων προσφέρει (εν μέρει τουλάχιστον), έναν οδηγό πρόληψης και εστίασης σε πιθανούς παράγοντες γέννησης οικονομικών ανωμαλιών, και συνεπώς και χρηματοπιστωτικών κρίσεων. Η προσπάθεια αυτή βρίσκεται εν εξελίξει, αν και πάντα θα περιορίζεται από τυχαίους, φυσικούς και ανθρώπινους παράγοντες.

Για όποιον ακόμα όμως αμφιβάλει για την αναγκαιότητα της μακροσκελούς αυτής ανάλυσης των οικονομικών κύκλων και δεν έχει πειστεί για την σχέση οικονομικού κύκλου

και κρίσης, κλείνουμε το κεφάλαιο αυτό παραθέτοντας τα λόγια του σπουδαίου οικονομολόγου Joseph Schumpeter: «Ο “κύκλος” αντικατέστησε στη σκέψη των οικονομολόγων την “κρίση” και το έδαφος προλειάνθηκε για την ανάπτυξη της σύγχρονης ανάλυσης του επιχειρηματικού κύκλου, αν και πρακτικά όλοι οι οικονομικοί ερευνητές συνεχίζουν να χρησιμοποιούν την παλιά φράση»...¹¹⁰

¹¹⁰ Schumpeter, J.A., *History of Economic Analysis*, σελ. 1123.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΙΣΤΟΡΙΑ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΚΡΙΣΕΩΝ

«Η αποσταθεροποιητική κερδοσκοπία είναι μια θεωρητική πιθανότητα, αλλά δεν γνωρίζω καμιά εμπειρική ένδειξη που να δείχνει ότι συνέβη ως μεμονομένη περίπτωση, πολύ περισσότερο δε ως γενικευμένος κανόνας»¹¹¹

Milton Friedman

«Ισχυρίζομαι ότι οι αγορές λειτουργούν καλά σε γενικές γραμμές...περιστασιακά όμως οι αγορές υπερβάλλουν και χρειάζονται βοήθεια»¹¹²

Charles P. Kindleberger

Σκοπός του παρόντος κεφαλαίου είναι να παρουσιάσει μια ανασκόπηση των σημαντικότερων χρηματοπιστωτικών κρίσεων που έλαβαν χώρα απ' τα μέσα του 17ου αιώνα έως και τις μέρες μας. Άποψη του γράφοντος είναι, ότι η παράθεση των κρίσεων δεν εφοδιάζει τον αναγνώστη μόνο με ιστορική γνώση, αλλά αποκαλύπτει εγγενείς αδυναμίες και χαρακτηριστικά του καπιταλιστικού συστήματος, ενώ ταυτόχρονα καταδεικνύει την συμπεριφορά των οικονομικών δρώντων, είτε πρόκειται για απλούς επενδυτές, είτε για μεγάλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και επίσημους οικονομικούς θεσμικούς φορείς. Ταυτόχρονα, θα δοθεί βάση και στην πολιτική ερμηνεία των κρίσεων (όπου αυτό είναι εφικτό), με την έννοια των πολιτικών αποφάσεων τόσο σε επίπεδο οικονομικής πολιτικής, όσο και σε επίπεδο διεθνών πολιτικών συσχετισμών μεταξύ των κρατών. Το εκτεταμένο μέγεθος του κεφαλαίου αυτού είναι απαραίτητο, προκειμένου να επιχειρηθεί μια «ενδοσκοπική» ματιά στην λειτουργία των αγορών και του καπιταλιστικού συστήματος, ενώ παράλληλα θα εξετασθεί η διαδικασία εξέλιξης και μετάδοσης των κρίσεων καθώς και η επαναληπτικότητα της συμπεριφοράς των ατομικών οικονομικών δρώντων.

4.1 Η Κρίση της Τουλίπας¹¹³

Η τουλίπα λέγεται ότι έφτασε στην Δυτική Ευρώπη απ' τις χώρες της ανατολικής Μεσογείου γύρω στα μέσα του 16^{ου} αιώνα. Η αρχική σπανιότητα της την μετέτρεψε σε

¹¹¹ Friedman, M., "Discussion" of C.P. Kindleberger, "The Case for Fixed Exchange Rates", στο Federal Reserve Bank of Boston, *The International Adjustment Mechanism*, Boston, 1979. σελ. 114-5 αναφορά στο Kindleberger, C.P., *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*. σελ. 21.

¹¹² Kindleberger, C.P., *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, σελ. xvii.

¹¹³ Galbraith, J.K., *Μία Συνοπτική Ιστορία της Οικονομικής Ευφορίας*. σελ. 33-40.

σύμβολο πλουτισμού και δύναμης στην ολλανδική κοινωνία. Το γεγονός ότι υπάρχουν περίπου 160 διαφορετικές ποικιλίες τουλίπας σε συνδυασμό με την αυξανόμενη ζήτησή της, την κατέστησε γρήγορα αντικείμενο κερδοσκοπίας. Το 1636 ένας βολβός τουλίπας άξιζε «όσο μια καινούργια άμαξα, δύο γκρίζα άλογα και μια πλήρη εξάρτυση αλόγων».¹¹⁴ Οι τουλίπες άλλαζαν χέρια σε ολοένα και αυξανόμενες τιμές και στο τέλος έφτασαν να αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης ακόμη και στα χρηματιστήρια του Άμστερνταμ, του Ρότερνταμ και του Άλκμααρ. Πλούσιοι ευγενείς αλλά και φτωχοί εργάτες πουλούσαν τις περιουσίες τους ή υποθήκευαν τα σπίτια τους προκειμένου να αγοράσουν βολβούς τουλίπας ή να αφοσιωθούν στην εντατική καλλιέργειά της. Και όταν δεν υπήρχαν πια άλλοι αγοραστές πρόθυμοι να πληρώσουν υπέρογκα ποσά για να αγοράσουν τουλίπες, η κερδοσκοπία έφτασε στο τέλος της. Αυτό συνέβη το 1637, όταν τα ολλανδικά χρηματιστήρια κατέρρευσαν και πολλοί μέχρι τότε πλούσιοι επενδυτές μετατράπηκαν σε ζητιάνους. Η μόνη θετική κληρονομιά αυτής της κρίσης είναι η παράδοση της καλλιέργειας της τουλίπας, που ακμάζει ακόμη και σήμερα στην Ολλανδία¹¹⁵.

4.2 Η Banque Royale και η Απάτη της Εταιρείας του Mississippi¹¹⁶

Το 1716 ο John Law, ένας Σκωτσέζος τυχοδιώκτης, τζογαδόρος και φυγόδικος φονιάς, καταφέρνει να πείσει τον αντιβασιλέα της Γαλλίας, Φίλιππο Β', να του επιτρέψει την ίδρυση μιας τράπεζας, της Banque Royale. Η συμφωνία προέβλεπε ότι η νέα τράπεζα θα αναλάμβανε το βασιλικό χρέος που είχε δημιουργηθεί απ' τις πολεμικές επιχειρήσεις και την χλιδάτη ζωή του αποθανόντα βασιλιά Λουδοβίκου του 14^{ου} και ότι θα μπορούσε να εκδίδει τραπεζογραμμάτια έναντι αυτού. Τα τραπεζογραμμάτια αυτά όμως θα έπρεπε να καλύπτονται από αντίστοιχες ποσότητες σκληρού νομίσματος. Για να επιτευχθεί αυτός ο σκοπός, ο Law προχώρησε στην ίδρυση της εταιρίας του Mississippi (Compagnie d'Occident)-απ' την οποία προέκυψε αργότερα η Εταιρεία των Ινδιών- που είχε ως αντικείμενο εργασιών της την εκμετάλλευση κοιτασμάτων χρυσού στην Λουιζιάνα της Βόρειας Αμερικής. Όμως, όχι μόνο δεν υπήρχαν ορυχεία της εταιρείας στην περιοχή αυτή, αλλά ούτε είχαν καν ανακαλυφθεί κοιτάσματα του πολύτιμου μετάλλου στην τότε γαλλική αποικία.

¹¹⁴ Posthumus, N.W., "The Tulip Mania in Holland in the Years 1636 and 1637, *Journal of Economic and Business History*, vol. I, 1928-1929. αναφορά στο Galbraith, J.K., *Μία Συνοπτική Ιστορία της Οικονομικής Ευφορίας*. σελ. 35.

¹¹⁵ Galbraith, J.K., *A Short History of Financial Euphoria*, Penguin Books, New York, 1994. σελ. 34.

¹¹⁶ Galbraith, J.K., *Μία Συνοπτική Ιστορία της Οικονομικής Ευφορίας*. σελ. 40-47.

Οι μετοχές της νέας εταιρείας παρόλα αυτά έγιναν αποδεκτές με ενθουσιασμό απ' το επενδυτικό κοινό και η αξία τους γρήγορα πολλαπλασιάστηκε. Και όσο ανερχόταν η αξία της μετοχής, τόσο περισσότερα τραπεζογραμμάτια εκδίδονταν απ' την Banque Royale. Το 1720 όμως, ο πρίγκιπας ντε Κοντί, δυσανεσποιημένος απ' την αδυναμία του να αγοράσει μετοχές της εταιρείας του Mississippi (τόσο περιζήτητες είχαν γίνει...) αποφάσισε να ανταλλάξει τα τραπεζογραμμάτια που διέθετε με αποθέματα χρυσού. Με παρέμβαση του αντιβασιλέα η παράδοση του χρυσού δεν πραγματοποιήθηκε γεγονός που έβαλε σε σκέψεις κάποιους επενδυτές. Τον Ιούλιο του 1720, όταν πολλοί επενδυτές προσέτρεξαν στην τράπεζα για να ανταλλάξουν τα τραπεζογραμμάτια τους, βρήκαν άδεια τα θησαυροφυλάκια και αντιλήφθηκαν το μέγεθος της απάτης. Ακολούθησαν κοινωνικές ταραχές, πτωχεύσεις και η εκδίωξη του John Law απ' την Γαλλία. Έτσι, για μία ακόμη φορά το επενδυτικό κοινό είχε πέσει θύμα ενός απατεώνα αλλά και της ίδιας του της κερδοσκοπικής απληστίας...

4.3 Η «Φούσκα» των Νοτίων Θαλασσών¹¹⁷

Στην άλλη πλευρά της Μάγχης, στην Βρετανία, την ίδια περίπου εποχή έλαβε χώρα μια άλλη κερδοσκοπική «φούσκα». Το 1711 ιδρύεται από τον Robert Harley (κόμη της Οξφόρδης) και τον John Blunt η εταιρεία South Sea η οποία αναλαμβάνει να καλύψει τα κυβερνητικά χρέη που είχαν προκύψει απ' την συμμετοχή της χώρας στον πολυετή πόλεμο για την Ισπανική Διαδοχή. Ως αντάλλαγμα η εταιρεία παίρνει το δικαίωμα να εκδίδει μετοχές, ισχυριζόμενη ότι πρόκειται να εξασφαλίσει τον μονοπωλιακό έλεγχο στο εμπόριο, τις μεταφορές και το δουλεμπόριο για ένα μεγάλο κομμάτι της Λατινικής Αμερικής. Οι επενδυτές όμως δεν γνωρίζουν ότι τον έλεγχο της ίδιας περιοχής διεκδικεί και η Ισπανία, η οποία τελικά επιτρέπει στην εταιρεία να πραγματοποιεί μονάχα ένα ταξίδι τον χρόνο και να παρακρατεί ένα ποσοστό επί των κερδών.

Ο ενθουσιασμός όμως των επενδυτών ήταν τόσο μεγάλος για το νέο επιχειρηματικό εγχείρημα που όλα αυτά φαίνονταν λεπτομέρειες. Όταν μάλιστα την αγορά των μετοχών της εταιρείας υποστηρίζουν και μερικοί υπουργοί της κυβέρνησης (με το αζημίωτο φυσικά...) κάθε ανησυχία καταλαγιάζει. Η αξία της μετοχής της εταιρείας από 128 στερλίνες τον Ιανουάριο του 1720, φθάνει στις 1000 στερλίνες το καλοκαίρι του ίδιου έτους¹¹⁸. Ταυτόχρονα, κάνουν την εμφάνιση τους νέες εταιρείες-«φαντάσματα» που ευελπιστούν να αξιοποιήσουν την άγνοια και την μανία του επενδυτικού κοινού, όπως εταιρείες ασφάλισης

¹¹⁷ Ο.π. σελ. 49-57.

¹¹⁸ Ο.π. σελ. 54.

αλόγων, κατασκευής νοσοκομείων για νόθα παιδιά καθώς και η περίφημη επιχείρηση «που έκανε κάποια σημαντική και προσοδοφόρα δουλειά που κανείς δεν ήξερε ποια ήταν». Τον Ιούλιο του 1720 ψηφίζεται ο Bubble Law ο οποίος απαγορεύει τις δραστηριότητες αυτών των επιχειρήσεων, όχι τόσο για να προστατεύσει τους επενδυτές όσο για να εξασφαλίσει το κερδοσκοπικό μονοπώλιο της South Sea. Παρόλες όμως τις προσπάθειες, η απάτη έχει αρχίσει πλέον να γίνεται αντιληπτή. Η αξία της μετοχής κατακρημνίζεται και οι επικεφαλής της εταιρείας φυλακίζονται ή διώκονται από τη χώρα. Η ιστορία επαναλαμβάνεται ως φάρσα για μία ακόμη φορά...

4.4 Οι Κρίσεις της Αμερικής και η Πρώτη Ύφεση ¹¹⁹

Ο κατάλογος με τις χρηματοπιστωτικές κρίσεις που έλαβαν χώρα στις πολιτείες της Αμερικής (ακόμη και πριν την συγκρότηση τους ως ενιαίο ομοσπονδιακό κράτος) είναι μεγάλος. Εδώ θα αναφερθούμε περιληπτικά μόνο σε αυτές που σηματοδότησαν κάποια σημαντικά γεγονότα. Πριν την πρώτη σημαντική ύφεση που συνέβη το 1893, είχαν προηγηθεί μικρότερες κρίσεις και τραπεζικοί πανικοί το 1837, το 1857, το 1873 και το 1884.

Της ύφεσης του 1893 προηγήθηκε ένα σημαντικό «χρηματιστηριακό ράλι» που τροφοδοτήθηκε κυρίως από τις επενδύσεις στους σιδηροδρόμους. Επιπλέον, απ' την δεκαετία του 1870 ο αγροτικός τομέας είχε «γιγαντωθεί», με τις φάρμες να έχουν αυξηθεί σε ποσοστό 80%, ενώ και ο μεταποιητικός τομέας είχε αναπτυχθεί σημαντικά. Τα σημάδια κόπωσης, όμως, της αμερικανικής οικονομίας είχαν αρχίσει σιγά σιγά να διαφαίνονται. Οι αγρότες που πλήρωναν υψηλά δάνεια για τα υποθηκευμένα κτήματα τους, είδαν τα κέρδη τους να μειώνονται λόγω κακοκαιριών που κατέστρεψαν τις σοδειές, αλλά και λόγω της αύξησης του ανταγωνισμού απ' την Αίγυπτο και την Ινδία, που προκάλεσε την υπερπροσφορά αγροτικών προϊόντων και την μείωση των τιμών τους. Ο κατασκευαστικός κλάδος καθώς και ο κλάδος των μεταφορών άρχισαν να παρουσιάζουν κάμψη καθώς είχαν καλυφθεί πλήρως οι ανάγκες στις μέχρι τότε γνωστές περιοχές και εξέλειπαν νέα επενδυτικά κίνητρα. Σε διεθνές επίπεδο, η κρίση της τράπεζας Barings είχε «παγώσει» την βρετανική οικονομία, προκαλώντας κάμψη της ζήτησης και μείωση του εμπορίου σ' ολόκληρη την Ευρώπη.

¹¹⁹ Whitten, D.O., "The Depression of 1893", *EH.Net Encyclopedia*, edited by Robert Whaples. August 14, 2001. Διαθέσιμο στο <http://eh.net/encyclopedia/article/whitten.panic.1893> (τελευταία πρόσβαση 13/5/2011).

Την κατάσταση ήρθε να επιδεινώσει η ψήφιση της Sherman Silver Purchase Act το 1890, με την οποία αυξήθηκε η προσφορά χρήματος προκειμένου ο «προκαλούμενος» πληθωρισμός να μειώσει τα χρέη των αγροτών¹²⁰. Οι τράπεζες εκείνη την εποχή μπορούσαν να καλύπτουν το χρήμα που τύπωναν, τόσο με χρυσό όσο και με ασήμι. Οι αρνητικές όμως οικονομικές συγκυρίες, καθώς και οι προηγούμενοι τραπεζικοί πανικοί (1873 και 1884), έκαναν το επενδυτικό κοινό να εμπιστεύεται μόνο τον χρυσό. Έτσι όταν όλοι έσπευσαν στις τράπεζες να ανταλλάξουν τα τραπεζογραμμάτια τους με χρυσό, τα αποθεματικά στέρευσαν και δημιουργήθηκε ένας νέος τραπεζικός πανικός. Η ύφεση που ακολούθησε ήταν σοβαρή καθώς το πραγματικό ΑΕΠ μειώθηκε και η ανεργία έφτασε στο 18,4% το 1894 και έπεσε κάτω από το 10% μόνο μετά το 1899¹²¹.

Κατά την διάρκεια της κρίσης του 1893, σημαντική υπήρξε η συμβολή του επιχειρηματία και μεγαλοτραπεζίτη J.P. Morgan, που σε άμεση συνεννόηση με τον τότε πρόεδρο Grover Cleveland και με την αρωγή του οίκου των Rothschild, συμφώνησε να στηρίζει τα κρατικά αποθέματα χρυσού κατά 3,5 εκατομ. ουγγιές (με αντάλλαγμα 30ετη κρατικά ομόλογα χρυσού), δρώντας ουσιαστικά σαν δανειστής ύστατης προσφυγής σε μία περίοδο που δεν υπήρχε κεντρική τράπεζα¹²². Ο ρόλος του Morgan όμως υπήρξε για δεύτερη φορά καθοριστικός για την αμερικανική οικονομία όταν ξέσπασε ο πανικός του 1907¹²³.

Σε μια εποχή όπου τα μεγάλα trust κυριαρχούσαν στην αγορά (εξαιτίας και του ότι υπέκειντο σε λιγότερες ρυθμίσεις σε σχέση με τις εθνικές τράπεζες¹²⁴), ένα από αυτά, η United Copper Company προσπάθησε να «κατευθύνει» τις τιμές στην αγορά χαλκού. Όταν απέτυχε να το κάνει, ο πανικός εξαπλώθηκε σ' άλλες τράπεζες και trust που στήριζαν την «θεάρεστη» αυτή ενέργεια. Οι μαζικές αναλήψεις στις τράπεζες της Νέας Υόρκης, προκάλεσαν προβλήματα και στις περιφερειακές τράπεζες που διέθεταν καταθέσεις στις πρώτες, ενώ η Knickerbocker Trust Company, το τρίτο μεγαλύτερο trust στην χώρα κινδύνευσε με άμεση πτώχευση. Στο σημείο αυτό αναλαμβάνει δράση ο Morgan που με τη

¹²⁰ Akerlof, G., και Shiller R.J., *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why it Matters for Global Capitalism*. σελ. 60.

¹²¹ Romer, Christina. "Spurious Volatility in Historical Unemployment Data.", *Journal of Political Economy* 94, no. 1, 1986 σελ. 1-37.

¹²² Gordon, J.S., "The Golden Touch", *American Heritage*, volume 59, Issue 4, Winter 2010. Διαθέσιμο στο <http://50.56.66.97/content/golden-touch> (τελευταία πρόσβαση στις 13/5/2011).

¹²³ Για μια πιο αναλυτική επισκόπηση του πανικού του 1907 βλέπε: Moen, J., "Panic of 1907", *EH.Net Encyclopedia*, edited by Robert Whaples. August 14, 2001. Διαθέσιμο στο <http://eh.net/encyclopedia/article/moen.panic.1907> (τελευταία πρόσβαση 13/5/2011).

¹²⁴ Krugman, P., *Η Κρίση του 2008 και η Επιστροφή των Οικονομικών της Ύφεσης*, Καστανιώτης, Αθήνα, 2009. σελ. 188. Όπως αναφέρει ο Krugman, τα trust (ή «κατατιστεύματα») αρχικά δέχονταν καταθέσεις και διαχειρίζονταν κληρονομίες και ακίνητα πλουσίων πελατών τους, εργασίες που εμπειρείχαν σχετικά μικρό ρίσκο. Γι' αυτό το λόγο υπάγονταν σε λιγότερες ρυθμίσεις και είχαν την δυνατότητα να πληρώνουν υψηλότερες αποδόσεις στους καταθέτες τους, γεγονός που τους επέτρεψε σταδιακά να αναπτυχθούν και να κερδοσκοπούν στο χρηματιστήριο και στις αγορές ακινήτων.

συνεργασία και άλλων μεγαλοτραπεζιτών, αποφασίζει να διοχετεύσει ρευστό στην αγορά και να διασώσει τα μεγαλύτερα επιχειρηματικά σχήματα της εποχής. Έφτασε μάλιστα στο σημείο να ζητήσει από τον νεοϋρκέζικο κλήρο να κάνει κηρύγματα ενθάρρυνσης προς το ποίμνιο ώστε οι επενδυτές να μην αποσύρουν τις καταθέσεις τους. Τελικά, ο πανικός αντιμετωπίζεται αλλά η ανάγκη ύπαρξης ενός δανειστή ύστατης προσφυγής είναι έκδηλη. Έτσι, το 1910 ο γερουσιαστής Nelson Aldrich εισάγει την νομοθεσία για την δημιουργία μιας κεντρικής τράπεζας, διαδικασία που ολοκληρώνεται τελικά το 1913 με την Federal Reserve Act και την ίδρυση της Fed.

4.5 Το Κραχ του 1929 και η Μεγάλη Ύφεση

Για το κραχ του 1929 έχουν γραφτεί σχεδόν τα πάντα. Οι βασικές αιτίες όμως της σοβαρότερης μέχρι τότε χρηματοπιστωτικής κρίσης στην ιστορία της ανθρωπότητας, δεν διαφέρουν από αυτές μιας οποιασδήποτε άλλης κρίσης.

Η δεκαετία του 1920 υπήρξε εποχή αυξανόμενων εταιρικών κερδών και ευημερίας των μεγάλων επενδυτικών trust για τις ΗΠΑ. Οι επενδυτές του χρηματιστηρίου θεωρούσαν ότι συμμετείχαν σε μια «νέα εποχή» που υποσχόταν πλούτη και μία άνετη ζωή. Ταυτόχρονα, πίστευαν ότι διέθεταν ξεχωριστές επενδυτικές ικανότητες που «δικαίως» ανταμείβονταν απ' την άνοδο των τιμών των μετοχών.¹²⁵ Η διεθνής συγκυρία ευνοούσε επίσης την επενδυτική δραστηριότητα. Η Βρετανία το 1925 αποφασίζει να επιστρέψει στο σύστημα του Χρυσού Κανόνα σε μια προσπάθεια να αντιμετωπίσει τις πληθωριστικές πιέσεις που είχαν προκύψει απ' τον Α Παγκόσμιο Πόλεμο. Λανθασμένα όμως οι κυβερνώντες της καθορίζουν μια υπερτιμημένη ισοτιμία της στερλίνας έναντι του χρυσού, γεγονός που κατέστησε τα προϊόντα της Βρετανίας ακριβά και συνεπώς λιγότερο ανταγωνιστικά έναντι των κύριων εμπορικών της αντιπάλων (ΗΠΑ, Γερμανία, Γαλλία). Ακολουθεί μείωση των εταιρικών κερδών και εκτεταμένη ανεργία, ώσπου το 1927 οι κεντρικοί τραπεζίτες της Γερμανίας, της Βρετανίας, και της Γαλλίας πείθουν την Fed να μειώσει τα επιτόκια της, ενέργεια που θα προκαλέσει αύξηση της προσφοράς χρήματος και πληθωρισμό για τις ΗΠΑ, ενώ ταυτόχρονα καθιστά πιο ανταγωνιστικά τα βρετανικά προϊόντα. Το «ευκολότερο» χρήμα όμως επενδύεται απ' τους Αμερικανούς σε κερδοσκοπικές και όχι παραγωγικές δραστηριότητες.¹²⁶

Τα επενδυτικά trust (εταιρείες που αγόραζαν μετοχές άλλων εταιρειών, που και αυτές με την σειρά τους επένδυναν σε άλλες εταιρείες κ.ο.κ.) άρχισαν να πολλαπλασιάζονται

¹²⁵ Akerlof, G., και Shiller R.J., *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why it Matters for Global Capitalism* σελ. 68.

¹²⁶ Galbraith, J.K., *Η Εποχή της Αβεβαιότητας*, Παπαζήσης, Αθήνα, 1980. σελ. 249-254.

ραγδαία (160 ως το 1926, 320 περίπου το 1927 και 506 το 1928¹²⁷), το περιθώριο μόχλευσης ήταν συνήθως 10%¹²⁸ (δηλαδή για κάθε αγορά μετοχών αξίας 100 δολαρίων ένας επενδυτής έπρεπε να διαθέτει ως ρευστό μόνο 10 δολάρια), ενώ το επιτόκιο του χρηματιστικού κεφαλαίου (το επιτόκιο με το οποίο οι τράπεζες δάνειζαν κεφάλαια για χρηματιστηριακές επενδύσεις) ήταν αρκετά υψηλό ώστε να εξασφαλίζει στους δανειστές σημαντικά κέρδη. Οι συνθήκες ήταν λοιπόν ευνοϊκές για την ανάληψη κερδοσκοπικών δραστηριοτήτων και έτσι το 1927 ο βιομηχανικός δείκτης Dow Jones ανέρχεται κατά 28% ενώ από τον Μάρτιο του 1928 έως τις αρχές Σεπτεμβρίου του 1929 είχε διπλασιάσει την αξία του. Τον Μάρτιο του 1929 αρχίζουν να εκφράζονται κάποιες ανησυχίες από μέλη της εξερχόμενης κυβέρνησης Coolidge και το συμβούλιο της Fed για την έκταση της κερδοσκοπίας αλλά οι δηλώσεις του Charles E. Mitchell, προέδρου της National City Bank και διοικητή της Fed στην Νέα Υόρκη, καθησυχάζουν το επενδυτικό κοινό. Στις 9 Αυγούστου η Fed αυξάνει τα επιτόκια από 5 σε 6% αλλά η ανοδική πορεία του χρηματιστηρίου συνεχίζεται ακάθεκτη, φθάνοντας σε ιστορικά υψηλά στις 3 Σεπτεμβρίου. Δύο μέρες αργότερα, ο Roger Babson προειδοποιεί για την επερχόμενη πτώση και προβλέπει εκτεταμένη ανεργία και ύφεση αλλά όχι μόνο δεν εισακούεται αλλά επικρίνεται δημοσίως ως μάντης κακών. Στις 15 Οκτωβρίου, λίγες μέρες πριν την μεγάλη κατάρρευση ο διάσημος οικονομολόγος Irving Fisher δηλώνει ότι : «οι τιμές των μετοχών έφτασαν σε ένα τόσο υψηλό επίπεδο που φαίνεται ότι θα διαρκέσει για πάντα»¹²⁹. Ο ίδιος λίγο καιρό αργότερα θα χάσει στο χρηματιστήριο 8 με 10 εκατομ. δολάρια¹³⁰, μια όχι ιδιαίτερα καλή επίδοση για καθηγητή οικονομικών του Yale.

Το μεγάλο κραχ ξεκινάει τελικά στις 24 Οκτωβρίου 1929, την επόνομαζόμενη και «Μαύρη Πέμπτη» όπου παρατηρείται σημαντική πτώση των τιμών των μετοχών, ο όγκος των συναλλαγών ξεπερνάει τα 12 εκατομ. μετοχές¹³¹ και επικρατεί επενδυτικός πανικός πωλήσεων. Οι μεγαλύτεροι τραπεζίτες της πόλης συνεδριάζουν στα γραφεία του J.P. Morgan και αποφασίζουν να στηρίξουν την αγορά, κίνηση που έχει μόνο παροδικά αποτελέσματα καθώς στις 28 («Μαύρη Δευτέρα») και 29 Οκτωβρίου («Μαύρη Τρίτη») ο γενικός δείκτης υποχωρεί κατά 12,82% και 11,73% αντίστοιχα¹³². Η καθοδική πορεία του Dow συνεχίζεται και φθάνει στα χαμηλά του στις 8 Ιουλίου του 1932, έχοντας καταγράψει συνολικές

¹²⁷ Galbraith, J.K., *The Great Crash: 1929*, Avon Books, New York, 1979. σελ. 44.

¹²⁸ Beckman, R., *Crashes, Why They Happen-What to Do*, Sidgwick and Jackson, London, 1988. σελ. 128.

¹²⁹ Galbraith, J.K., *The Great Crash: 1929*. σελ. 82.

¹³⁰ Galbraith, J.K., *Η Εποχή της Αβεβαιότητας*. σελ. 236.

¹³¹ NYSE History Timeline, www.nyse.com. Διαθέσιμο στο

http://www.nyse.com/about/history/timeline_trading.html (τελευταία πρόσβαση στις 14/5/2011).

¹³² Γερμίδης, Δ.Α., *Θέλλα στην Παγκόσμια Οικονομία*, Λιβάνης, 2005. σελ. 18, πρωτότυπη αναφορά στην *Ελευθεροτυπία*, 23/10/1999.

απώλειες 89% από την κορυφή της 3 Σεπτεμβρίου του 1929. Θα χρειαστεί μια ολόκληρη γενιά-Νοέμβριος 1954-προκειμένου να ξεπεράσει ξανά ο δείκτης τα επίπεδα αυτά.

Την χρηματιστηριακή κατάρρευση του 1929 ακολούθησε μια μακρά περίοδος μείωσης της παραγωγής και των επενδύσεων, επιχειρηματικής αβεβαιότητας, αποπληθωρισμού και εκτεταμένης ανεργίας, γνωστής ως η «Μεγάλη Ύφεση (Great Depression). Η ύφεση αυτή πήρε την μορφή χιονοστιβάδας όχι μόνο στην Αμερική αλλά και σ' ολόκληρο τον κόσμο, οδηγώντας σε αύξηση του προστατευτισμού ανάμεσα στους κύριους εμπορικούς δρώντες της εποχής. Η Μεγάλη Ύφεση διήρκεσε στις περισσότερες χώρες μέχρι τα τέλη της δεκαετίας του 1930, ενώ η έναρξη του ΄Β Παγκοσμίου Πολέμου, παρόλα τα δεινά που επέφερε για την ανθρωπότητα, λειτούργησε ως ένας παράγοντας ενίσχυσης της ζήτησης και συνεπώς αποτέλεσε σημαντικό στοιχείο της οικονομικής ανάκαμψης.

Οι συνέπειες της Μεγάλης Ύφεσης υπήρξαν οδυνηρές για την παγκόσμια οικονομία. Χαρακτηριστικά αναφέρεται ότι η ανεργία στις ΗΠΑ απ' τα τέλη του 1930 υπερέβαινε το 10% ενώ κορυφώθηκε, φθάνοντας το 25,6%, τον Μάιο του 1933. Στην Βρετανία έφθασε μέχρι και 26,6% στις αρχές του 1931 ενώ έπεσε κάτω από 10% μετά τον Απρίλιο του 1937. Στην Γερμανία διατηρήθηκε στο 10% ως τον Ιούνιο του 1935, αλλά είχε ανέλθει έως και 33,7% τον Οκτώβριο του 1929.¹³³ Για τα έτη 1929-1932 η βιομηχανική παραγωγή υποχώρησε 46% στις ΗΠΑ, 41% στην Γερμανία και περίπου 24% σε Βρετανία και Γαλλία. Για την ίδια περίοδο, υπήρξε αποπληθωρισμός πλησίον ή ανώτερος του 30% σε όλες τις προαναφερθείσες χώρες ενώ το διεθνές εμπόριο μειώθηκε 70% στις ΗΠΑ, 60% σε Γερμανία και Βρετανία, και 54% στην Γαλλία.¹³⁴

Αν και το χρηματιστηριακό κραχ του 1929 ήταν ένας βασικός παράγοντας της βαθιάς ύφεσης που ακολούθησε, οι οικονομολόγοι ερίζουν για τις πραγματικές αιτίες αυτής της ραγδαίας οικονομικής επιδείνωσης. Η Κεϊνσιανή σχολή εστιάζει κυρίως στην υπόθεση της μείωσης της δαπάνης. Η μείωση αυτή ως ένα βαθμό προήλθε από την χρηματιστηριακή κρίση του 1929, που προκάλεσε αβεβαιότητα, πτωχεύσεις επιχειρήσεων και μείωση των καταναλωτικών και επενδυτικών δαπανών. Άλλοι οικονομολόγοι τονίζουν τον ρόλο της μείωσης των επενδύσεων σε κατοικίες, που προήλθε τόσο από υπερεπέκταση του κατασκευαστικού κλάδου κατά την δεκαετία του 1920 όσο και από την μείωση του μεταναστευτικού ρεύματος μετά το 1930. Επιπλέον, οι τραπεζικές πτωχεύσεις συνέβαλαν

¹³³ Akerlof, G., και Shiller R.J., *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why it Matters for Global Capitalism*. σελ. 67.

¹³⁴ Blum, J., Cameron, R. και Barnes, T.G., *The European World: A History*, Little, Brown, Boston, 1970 (2nd ed), σελ. 885.

στην μείωση των παρεχόμενων δανείων και συνεπώς περιόρισαν τα διαθέσιμα κεφάλαια για κατανάλωση και επένδυση. Τέλος, οι δημοσιονομικές πολιτικές της κυβέρνησεως Hoover στις ΗΠΑ, που στόχευαν στην διατήρηση ισοσκελισμένου προϋπολογισμού, υπήρξαν ελλιπείς, καθώς δεν προώθησαν την αύξηση της συνολικής ζήτησης.¹³⁵ Σε αυτό το σημείο εστίασε την κριτική του και ο John Maynard Keynes, τονίζοντας την ανάγκη κατάρτισης ελλειμματικών κρατικών προϋπολογισμών προκειμένου να ενισχυθεί η συνολική ζήτηση και να αυξηθεί το επίπεδο της απασχόλησης.

Η μονεταριστική σχολή σκέψης, απ' την πλευρά της, εκφρασμένη κυρίως μέσα από τους Milton Friedman και Anna Schwartz¹³⁶, τονίζει την σημασία που έπαιξαν οι συστατικές νομισματικές πολιτικές στην μετατροπή μιας απλής χρηματιστηριακής κρίσης σε παρατεταμένη ύφεση. Με την άποψη ότι ο περιορισμός της προσφοράς χρήματος υπήρξε η βασική αιτία της Μεγάλης Ύφεσης, φαίνεται να είναι σύμφωνος και ο σημερινός πρόεδρος της Fed, Ben Bernanke¹³⁷. Όπως όμως παρατηρεί ο Mankiw¹³⁸, παρότι η προσφορά χρήματος μειώθηκε, τα πραγματικά χρηματικά διαθέσιμα αυξήθηκαν μεταξύ 1929-1931 εξαιτίας της αναλογικά μεγαλύτερης πτώσης των τιμών, και συνεπώς η θεωρία αυτή δεν μπορεί να εξηγήσει την αύξηση της ανεργίας για την εν λόγω περίοδο. Αντιθέτως, η θεωρία αυτή φαίνεται ικανή να εξηγήσει την αύξηση της ανεργίας κατά τα έτη 1931-1933, όταν τα πραγματικά χρηματικά διαθέσιμα μειώθηκαν. Κατά δεύτερον, όταν έχουμε μείωση της προσφοράς χρήματος τα επιτόκια θα πρέπει να αυξάνονται, ενώ αντιθέτως στην πραγματικότητα τα ονομαστικά επιτόκια μειώνονταν συνεχώς από το 1929 έως το 1933. Βεβαίως, εαν δεχθούμε ότι η μείωση των τιμών οδηγεί σε μείωση των εισοδημάτων και όχι σε αύξηση (μέσω ανακατανομής του πλούτου μεταξύ δανειστών και οφειλετών αλλά και μέσω της μείωσης της επενδυτικής ζήτησης των επιχειρήσεων) τότε η θεωρία των μονεταριστών φαίνεται να εξηγεί επαρκώς το μέγεθος και το βάθος της ύφεσης¹³⁹.

Η Αυστριακή σχολή σκέψης με την σειρά της επιρρίπτει και αυτή ευθύνες στις επεμβάσεις του Fed στην αγορά, αλλά εστιάζει στην περίοδο που προηγήθηκε του κραχ του 1929. Ο Murray Rothbard¹⁴⁰ υποστήριξε ότι η ανεξέλεγκτη επέκταση της προσφοράς

¹³⁵ Mankiw, G.N., *Μακροοικονομική Θεωρία*. σελ. 451-2.

¹³⁶ Friedman, M., και Schwartz, A.J., *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton University Press, Princeton, 1963.

¹³⁷ Kupelian, D., "Bernanke: Federal Reserve Caused Great Depression", World Net Daily, Posted: March 19, 2008. στο <http://www.wnd.com/index.php?fa=PAGE.view&pageId=59405> (τελευταία πρόσβαση στις 15/5/2011).

¹³⁸ Mankiw, G.N., *Μακροοικονομική Θεωρία*. σελ. 453-4.

¹³⁹ Για μια εκτενέστερη ανάλυση του θέματος βλέπε Mankiw, G.N., *Μακροοικονομική Θεωρία*. σελ. 455-57.

¹⁴⁰ Rothbard, M.N., *America's Great Depression*, The Ludwig von Mises Institute, Auburn, 2000 (5th eds).

χρήματος και της πίστωσης οδήγησαν σε υπερθέρμανση τις αγορές περιουσιακών στοιχείων (ακίνητα, μετοχές) αλλά και κεφαλαίου. Όταν το Fed προσπάθησε να περιορίσει την προσφορά χρήματος το 1928, ήταν ήδη αργά και όλες οι μετέπειτα προσπάθειες σταθεροποίησης της οικονομίας ήταν περισσότερο επιβλαβείς παρά ωφέλιμες. Συνεπώς, η καλύτερη επιλογή θα ήταν η λειτουργία της οικονομίας να αφεθεί ελεύθερη στις δυνάμεις της αγοράς.

Ο Irving Fisher βάσισε την ερμηνεία της ύφεσης στον ρόλο που διαδραμάτισε το «εύκολο» χρήμα στην εξέλιξη της οικονομικής δραστηριότητας. Η θέση αυτή, που ονομάστηκε θεωρία Χρέους-Αποπληθωρισμού¹⁴¹, υποστηρίζει ότι ο υπερβολικός δανεισμός οδήγησε διαδοχικά σε κερδοσκοπικά φαινόμενα, σε αδυναμία αποπληρωμών και πτωχεύσεις, που ακολούθηθηκαν με την σειρά τους από αβεβαιότητα, αρνητικό επενδυτικό κλίμα και τελικά από αποπληθωρισμό. Όλοι αυτοί οι αρνητικοί παράγοντες αλληλεπιδρούν μεταξύ τους και δεν έχουν πάντα καθορισμένη σειρά, αλλά προϋποθέτουν την ύπαρξη της υπερπίστωσης και του αποπληθωρισμού προκειμένου να εξελιχθούν σε μείζονες κρίσεις.

Άλλοι οικονομολόγοι πάλι, όπως ο Barry Eichengreen¹⁴², ο Jeffrey Sachs¹⁴³ και ο Ben Bernanke¹⁴⁴, υποστηρίζουν ότι η στάση των κρατών απέναντι στον Κανόνα του Χρυσού, ήταν αυτή που καθόρισε το μέγεθος και την διάρκεια της ύφεσης για κάθε μία απ' αυτές. Οι χώρες που αποφάσισαν να εγκαταλείψουν γρήγορα τον Κανόνα όπως π.χ. έκανε η Βρετανία το 1931, κατάφεραν να έχουν χαμηλότερα επιτόκια (και συνεπώς ευκολότερες πιστώσεις προς τις επιχειρήσεις) αλλά και χαμηλότερες διεθνείς τιμές για τα προϊόντα τους, γεγονός που τους επέτρεψε να αυξήσουν το εξαγωγικό τους εμπόριο και να ανακάμψουν ευκολότερα. Αντιθέτως, χώρες όπως η Γαλλία που επέμειναν στο σύστημα του Χρυσού γνώρισαν πιο βαθιά και μακρόχρονη ύφεση¹⁴⁵.

¹⁴¹ Fisher, I., "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions".

¹⁴² Eichengreen, B., *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939*, Oxford University Press, New York, 1992 αναφορά στο Akerlof, G., και Shiller R.J., *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why it Matters for Global Capitalism*. σελ. 67

¹⁴³ Eichengreen, B., και Sachs, J., "Exchange Rates and Economic Recovery in the 1930s", *Journal of Economic History*, 45, 1985. σελ. 925-946, αναφορά στο Akerlof, G., και Shiller R.J., *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why it Matters for Global Capitalism*. σελ. 67.

¹⁴⁴ Bernanke, B., *Remarks by Governor Ben S. Bernanke: Money, Gold and the Great Depression*, H. Parker Willis Lecture in Economic Policy, Washington and Lee University, Lexington, Virginia, March 2, 2004. Διαθέσιμο στο <http://www.wnd.com/index.php?fa=PAGE.view&pageId=59405> (τελευταία πρόσβαση στις 15/5/2011).

¹⁴⁵ Akerlof, G., και Shiller R.J., *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why it Matters for Global Capitalism*. σελ. 67-68.

Μια νεοκλασική προσέγγιση του θέματος επιχειρείται από τους Prescott και Kehoe¹⁴⁶ οι οποίοι εξετάζοντας μια σειρά υφέσεων καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι αυτές οφείλονται σε μεγάλο βαθμό σε κρατικές πολιτικές που επηρεάζουν τον συνολικό συντελεστή παραγωγικότητας (την αποτελεσματικότητα δηλαδή με την οποία συνδυάζονται στην παραγωγική διαδικασία ο συντελεστής κεφάλαιο και ο συντελεστής εργασία) καθώς και τις ώρες εργασίας που προσφέρονται ανά ηλικιακή κατηγορία εργαζόμενου. Παραδείγματα τέτοιων πολιτικών είναι, η φορολογία που μπορεί να επιβληθεί σε επιχειρήσεις ή εισοδήματα καθώς και παρεμβάσεις στην αγορά εργασίας, όπως επιδόματα ανεργίας ή ύψος κατώτατου μισθού. Η λύση που προτείνεται είναι η απαγκίστρωση της λειτουργίας των αγορών από κρατικές παρεμβάσεις και η εναντίωση σε κάθε είδους διάσωση προβληματικών επιχειρήσεων που οδηγεί σε στρεβλή κατανομή πόρων στην οικονομία.

Μια διαφορετική ερμηνεία, που θυμίζει σε κάποια σημεία την μαρξιστική σχολή σκέψης, αποδίδει το ξέσπασμα της Μεγάλης Ύφεσης στην υποκατανάλωση, με την έννοια της έλλειψης επαρκών εισοδημάτων για αγορά καταναλωτικών αγαθών. Οι υποστηρικτές αυτής της άποψης τονίζουν έως ένα βαθμό τον ρόλο της υπερεπένδυσης και της αποταμίευσης στην δημιουργία πλεονάζουσας παραγωγής, αλλά το κύριο στοιχείο είναι η έλλειψη αγοραστικής δύναμης, κατάσταση που μπορεί να βελτιωθεί με μεταφορά εισοδημάτων προς τους καταναλωτές μέσω αύξησης των δημοσίων έργων και περικοπής των φόρων. Οικονομολόγοι όπως ο Waddill Catchings και ο William Trufant Foster επηρέασαν την πολιτική σκέψη των αμερικανων προέδρων Hoover και Roosevelt, οι οποίοι αύξησαν ως ένα βαθμό τις δημόσιες δαπάνες, αλλά όχι σε τόσο ικανοποιητικό επίπεδο ώστε να επιτευχθεί η πλήρης ανασύνταξη της αμερικανικής οικονομίας. Από αυτή την άποψη η θεωρία αυτή παρουσιάζει κοινά στοιχεία με την κεϋνσιανή πρόταση, χωρίς όμως να ταυτίζεται μαζί της ως προς την ερμηνεία λειτουργίας της οικονομίας.¹⁴⁷

Δύο πιο σύνθετες ερμηνείες είναι αυτές που προτείνονται από τον Ben Bernanke¹⁴⁸ και τον Fredric Mishkin¹⁴⁹. Ο πρώτος δεν παραβλέπει τα αρνητικά αποτελέσματα της συσταλτικής νομισματικής πολιτικής, αλλά εστιάζει την προσοχή του στον ρόλο που έπαιξε η κατακερμάτιση του χρηματοπιστωτικού τομέα. Οι πτωχεύσεις των τραπεζών έβλαψαν την

¹⁴⁶ Kehoe, T.J., και Prescott, E.C., *Great Depressions of the Twentieth Century*, Federal Reserve Bank of Minneapolis, March 2007.

¹⁴⁷ Για μια εκτενή αναφορά στις διαφορετικές προσεγγίσεις της θεωρητικής αυτής θέσης βλέπε Allgoewer, E., *Underconsumption Theories and Keynesian Economics. Interpretations of the Great Depression*, Discussion paper no. 2002-14, May 2002. ιδιαίτερα τις σελ. 20-36.

¹⁴⁸ Bernanke B.S., "Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression", *The American Economic Review*, Vol. 73, No. 3, June 1983, σελ. 257-276.

¹⁴⁹ Mishkin, F.S., "The Household Balance Sheet and the Great Depression", *The Journal of Economic History*, Vol. 38, No. 4, December., 1978, σελ. 918-937.

λειτουργία της «διαμεσολάβησης» που επιτελούν οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί. Η διάκριση μεταξύ «καλών» και «κακών» δανειοληπτών έγινε δυσκολότερη (αυξημένο λογιστικό κόστος, δυσκολότερη συγκέντρωση και διάχυση πληροφοριών). Επιπλέον, το τότε υπάρχον τραπεζικό κανονιστικό πλαίσιο και οι αυστηρότερες ρυθμιστικές πολιτικές (π.χ. αύξηση ελάχιστων ρευστών διαθεσίμων) σε συνδυασμό με την μείωση του αριθμού των υποθηκών λόγω πτωχεύσεων, δημιούργησαν υψηλότερους κινδύνους και υποχρεώσεις στους δανειστές. Για να αντιπαρέλθουν τον κίνδυνο της στρεβλής κατανομής των πόρων, οι τράπεζες άρχισαν να χρεώνουν υψηλότερα επιτόκια, προκαλώντας έτσι προβλήματα δανεισμού για επιχειρήσεις και καταναλωτές, επιτείνοντας έτσι το βάθος και την διάρκεια της ύφεσης. Ο Mishkin απ' την πλευρά του τονίζει την σημασία που διαδραμάτισε ο υψηλός δανεισμός των νοικοκυριών στην έξαρση της κρίσης. Ο αποπληθωρισμός του 1929-1933 μεγένθυσε την πραγματική αξία του χρέους των νοικοκυριών ενώ το χρηματιστηριακό κραχ ελάττωσε την αξία της περιουσίας τους και προκάλεσε κλίμα αβεβαιότητας. Σε όλα αυτά πρέπει να προστεθεί η αρνητική επίδραση της περιοριστικής νομισματικής πολιτικής, που επέδρασε σωρευτικά με τους προαναφερθέντες παράγοντες ώστε να προκληθεί τελικά μείωση της παραγωγής. Πρόκειται για μια σύνδυαστική ερμηνεία, που βασίζεται όμως σε μεγάλο βαθμό στην θεωρία Χρέους-Αποπληθωρισμού του Irving Fisher.

Απ' την μαρξιστική οπτική, οι αιτίες μια τέτοιας ύφεσης μπορεί να είναι είτε η μείωση της κερδοφορίας των επιχειρήσεων που οφείλεται στην υπερσυσσώρευση του κεφαλαίου, είτε στην υποκατανάλωση που δρα σε αντιδιαστολή με την υπερπαραγωγή που προκαλείται πάλι απ' την συσσώρευση του συντελεστή κεφάλαιο. Αν και οι δύο αυτές προσεγγίσεις παρουσιάζουν κοινά σημεία, διαφοροποιούνται ως προς την αιτιακή σχέση. Περαιτέρω ανάλυση της μαρξιστικής προσέγγισης θα ακολουθήσει σε επόμενο κεφάλαιο, καθώς οι μαρξιστικές ερμηνείες των κρίσεων δεν διαφοροποιούνται έντονα από περίπτωση σε περίπτωση αλλά ακολουθούν μια κοινή λογική πορεία που οφείλεται στις εγγενείς δομές του καπιταλιστικού συστήματος.

Ανεξάρτητα με τις ερμηνείες που δόθηκαν για την Μεγάλη Ύφεση, σημαντικός υπήρξε ο ρόλος των πολιτικών αποφάσεων, πριν αυτή ξεσπάσει αλλά και κατά την διάρκειά της ¹⁵⁰. Η αύξηση των επιτοκίων πριν το κραχ του 1929, επιβράδυνε την βιομηχανική ανάπτυξη. Οι συσταλτικές νομισματικές πολιτικές που ακολούθησαν «στέγνωσαν» την αγορά απ' το χρήμα, ενώ ο νόμος Smoot-Hawley του 1930 που αύξησε τους δασμούς για να εμποδίσει τις εισαγωγές, οδήγησε σε έναν γενικότερο προστατευτισμό σ' όλα τα κράτη,

¹⁵⁰ "A Refresher on the 1930s", *The Economist*, September 17th 1998, from the print edition. Διαθέσιμο στο http://www.economist.com/node/165701?story_id=E1_TGVSDT (τελευταία πρόσβαση στις 18/5/2011).

ζημιώνοντας σοβαρά το παγκόσμιο εμπόριο. Το Fed ελάχιστα πράγματα έκανε για να διασώσει τις τράπεζες απ' τις πτωχεύσεις (11.000 περίπου πτωχεύσεις μέχρι το 1933¹⁵¹). Οι πολιτικές των προέδρων Hoover και Roosevelt αποσκοπούσαν σε μεγάλο βαθμό να διατηρήσουν ισοσκελισμένο προϋπολογισμό και επέβαλλαν υψηλή φορολογία στις επιχειρήσεις. Βεβαίως, ο Roosevelt υπήρξε πιο τολμηρός προωθώντας το πρόγραμμα αύξησης των δημοσιονομικών δαπανών μέσω του New Deal (1933-36), αλλά τα αποτελέσματα δεν ήταν τα επιθυμητά. Πολλοί είναι αυτοί που πιστεύουν ότι το New Deal ευνόησε την δημιουργία καρτέλ και μονοπωλίων στην αγορά που οδήγησαν σε αύξηση τις τιμές¹⁵², αλλά και ενίσχυσε την διαπραγματευτική θέση των συνδικάτων δημιουργώντας αγκυλώσεις στην αγορά εργασίας. Αν και υπάρχουν και αντίθετες απόψεις για την αποτελεσματικότητα αυτών των προγραμμάτων¹⁵³, σε κάθε περίπτωση γίνεται δεκτό, ότι οι αλλαγές δεν προχώρησαν όσο έπρεπε.

Την λύση στο πρόβλημα της ανεπαρκούς ζήτησης και της υψηλής ανεργίας ήρθε τελικά να δώσει η έναρξη του ΄Β Παγκοσμίου Πολέμου. Μπορεί τελικά μια λανθασμένη πολιτικά απόφαση, με οδυνηρά για την ανθρωπότητα αποτελέσματα, να αποδειχθεί οικονομικά ευεργετική; Αυτό είναι μάλλον ένα ανησυχητικό συμπέρασμα, τόσο για πολιτικούς όσο και για οικονομολόγους. Οι προεκτάσεις αυτού του ζητήματος θα αναλυθούν σε επόμενο κεφάλαιο, καθώς είναι επίκαιρες λόγω της πρόσφατης παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης και των γενικότερων γεωπολιτικών εξελίξεων που οδηγούν σε μεταβολές του διεθνούς καταμερισμού ισχύος μεταξύ των κρατών. Η προηγηθείσα ανάλυση της Μεγάλης Ύφεσης υπήρξε εκτεταμένη, καθώς ο γράφων θεωρεί ότι ερμηνείες και στοιχεία της μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την εξήγηση και την αντιμετώπιση των προβλημάτων που προκάλεσε η κρίση του 2007. Άλλωστε, η μελέτη της ιστορίας δεν πρέπει να είναι μονάχα μια επιμορφωτική ενασχόληση αλλά και μια διδακτική εμπειρία για τα μελλούμενα...

4.6 Η Κρίση των Αναπτυσσόμενων Χωρών και η Κρίση-«Τεκίλα» του Μεξικού

Μετά το τέλος της μεξικανικής επανάστασης (1910-1929) την διακυβέρνηση στο Μεξικό, ανέλαβε το Θεσμικό Επαναστατικό Κόμμα, το οποίο προσπάθησε να αναπτύξει την

¹⁵¹ Ο.π.

¹⁵² Hannon, M., *Clarence Darrow and the National Recovery Review Board*, University of Minnesota (Law Library), χωρίς ημερομηνία. Διαθέσιμο στο http://darrow.law.umn.edu/trialpdfs/National_Recovery_Review_Board.pdf (τελευταία πρόσβαση στις 26/5/2011).

¹⁵³ Eggertsson, G.B., *Was the New Deal Contractionary?*, Federal Reserve Bank of New York, June 2008.

οικονομία δίνοντας βάρος στην δημιουργία βιομηχανίας υποκατάστασης των εισαγωγών, ελέγχοντας ταυτόχρονα την εισροή ξένων κεφαλαίων στην χώρα. Παράλληλα, λειτουργούσαν τα «μακιλαδόρας», εργοστάσια που παρήγαγαν αποκλειστικά εξαγωγίμα προϊόντα, με κυριότερο προορισμό την αγορά των ΗΠΑ. Η πολιτική ισχύς ήταν συγκεντρωμένη στην ολιγαρχία των μεγαλοβιομηχάνων, στους πολιτικούς που διατηρούσαν σχέσεις εξάρτησης με την βιομηχανία και στα εργατικά συνδικάτα¹⁵⁴.

Κατά την δεκαετία του 1970, η πετρελαϊκή κρίση (1973) και η συνεπακόλουθη συσσώρευση υψηλών συναλλαγματικών αποθεμάτων από τις πετρελαιοπαραγωγές χώρες, καθώς και η ανακάλυψη κοιτασμάτων πετρελαίου στο Μεξικό, άλλαξαν τα δεδομένα και δημιούργησαν ένα κλίμα υπεραισιοδοξίας στην χώρα. Ο δανεισμός από το εξωτερικό έλαβε μεγάλα μεγέθη, συνεπικουρούμενος και από τα χαμηλά επιτόκια που επικρατούσαν μέχρι τα τέλη της δεκαετίας του 1970. Το ίδιο συνέβη και με δεκάδες άλλες χώρες της Λατινικής Αμερικής, της Αφρικής και της Νότιας Ασίας οι οποίες στράφηκαν στον εξωτερικό δανεισμό. Η ανάδειξη όμως στην εξουσία της Margaret Thatcher αλλά και του Ronald Reagan οδήγησε στην επικράτηση του νεοφιλελεύθερου δόγματος στην οικονομία (γνωστού και ως η «Συναίνεση της Ουάσιγκτον») το οποίο και υποστήριζε την απελευθέρωση αγορών, επενδύσεων και εμπορίου, δημοσιονομική πειθαρχία, και αύξηση των ιδιωτικοποιήσεων με ταυτόχρονο περιορισμό του ρόλου του κράτους. Η προσπάθεια των ΗΠΑ να μειώσουν τα δημοσιονομικά και εξωτερικά τους ελλείμματα μέσω προσέλκυσης κεφαλαίων προκάλεσε θεαματική αύξηση των επιτοκίων και έτσι πολλές αναπτυσσόμενες χώρες, μεταξύ των οποίων και το Μεξικό, είδαν τις δανειακές τους υποχρεώσεις να εκτοξεύονται στα ύψη. Έτσι, στις 18 Αυγούστου του 1982 ο υπουργός οικονομικών του Μεξικού, Jesus Silva Herzog, δήλωσε αδυναμία αποπληρωμής των τοκοχρεωλυσίων που είχε αναλάβει η χώρα, γεγονός που οδήγησε σε φυγή κεφαλαίων και υποτίμηση του πέσο κατά 30%¹⁵⁵. Με επέμβαση του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (IMF) και της Παγκόσμιας Τράπεζας (World Bank) συμφωνήθηκε η παράταση της αποπληρωμής καθώς και η χορήγηση νέων δανείων στις αναπτυσσόμενες χώρες που αντιμετώπιζαν προβλήματα, με αντάλλαγμα όμως την εφαρμογή πολιτικών διαρθρωτικής προσαρμογής στις οικονομίες τους.

Στο Μεξικό ήδη από την δεκαετία του 1970 είχε εμφανιστεί μια νέα κάστα πολιτικών και οικονομολόγων που εμφορούνταν απ' το νεοφιλελεύθερο οικονομικό δόγμα και είχαν φοιτήσει σε δυτικά πανεπιστήμια. Το 1985 ο πρόεδρος Miguel de la Madrid άρχισε να εφαρμόζει τις νέες πολιτικές προχωρώντας σε μειώσεις δασμών και ιδιωτικοποιήσεις

¹⁵⁴ Krugman, P., *Η Κρίση του 2008 και η Επιστροφή των Οικονομικών της Υφεσης*, σελ. 63.

¹⁵⁵ Ρουμελιώτης, Π., *Προς έναν Πολυπολικό Κόσμο*, Αθήνα, Εκδοτικός Οίκος Λιβάνη, 2009. σελ. 539.

επιχειρήσεων¹⁵⁶. Τον Madrid διαδέχθηκε ο Carlos Salinas, ο οποίος με πρωτοβουλία των ΗΠΑ συνέβαλλε στην λύση του προβλήματος του χρέους μέσω του σχεδίου Brady (το όνομα του τότε υπουργού Οικονομικών των ΗΠΑ) με το οποίο αποφασίστηκε ελάφρυνση των χρεών των αναπτυσσόμενων χωρών και μετατροπή τους στα ονομαζόμενα «ομόλογα Brady» που ήταν αποτιμημένα σε δολάρια. Αν και η πολιτική αυτή δεν επέφερε θεαματικά αποτελέσματα για την τύχη των αναπτυσσόμενων χωρών, ωστόσο απέτρεψε την επιδείνωση μιας διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης, που είχε ήδη αρχίσει να διαφαίνεται. Το δεύτερο θετικό βήμα απ' τον Salinas ήταν η πρόταση για την δημιουργία της NAFTA (Βορειοαμερικανική Συμφωνία Ελεύθερων Συναλλαγών), μιας εμπορικής ζώνης ελεύθερων συναλλαγών με την συμμετοχή ΗΠΑ, Μεξικού και Καναδά. Αν και η συμφωνία τέθηκε σε ισχύ τον Ιανουάριο του 1994 επί αμερικανικής προεδρίας Bill Clinton, η πρωτοβουλία δημιούργησε εν τω μεταξύ ενθουσιασμό στο Μεξικό, προκαλώντας νέα απελευθέρωση των αγορών και αυξανόμενες εισροές κεφαλαίων.

Το πρόβλημα όμως που αντιμετώπιζε το Μεξικό ήταν η «υπερτιμημένη» συναλλαγματική ισοτιμία του πέσο έναντι του δολαρίου. Αυτό που ουσιαστικά υπήρχε ήταν μια καθορισμένη ζώνη διακύμανσης, με ισοτιμία 1 δολαρίο έναντι 3.0512 πέσο, όπου η ημερήσια διακύμανση δεν έπρεπε να ξεπερνά τα 0.0004 πέσο. Όπως αποδείχτηκε στην πράξη, το πέσο ήταν υπερτιμημένο, με αποτέλεσμα οι εξαγωγές του να δυσχεραίνονται και να δημιουργούνται σημαντικά ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (8% του ΑΕΠ το 1993)¹⁵⁷. Το γεγονός αυτό είχε επισημανθεί απ' τον οικονομολόγο Rüdiger Dornbusch, ο οποίος και πρότεινε την υποτίμηση του πέσο προκειμένου το Μεξικό να βελτιώσει τους ρυθμούς ανάπτυξης του, που ήταν ιδιαίτερα χαμηλοί σε σχέση με το δυναμική της χώρας. Οι προτάσεις αυτές απορρίφθηκαν, αλλά το 1994 η κατάσταση επιδεινώθηκε εξαιτίας μιας εξέγερσης στην πολιτεία Τσιάπας τον Ιανουάριο και της δολοφονίας του υποψηφίου προέδρου Donald Colossio τον Μάρτιο. Η πολιτική αστάθεια δημιούργησε αβεβαιότητα στις αγορές, και τα κεφάλαια άρχισαν να αποσύρονται απ' το Μεξικό. Όταν τα συναλλαγματικά αποθέματα της χώρας εξαντλήθηκαν, τότε υπήρχαν δύο επιλογές: ή υποτίμηση του νομίσματος ή άνοδος των επιτοκίων. Τελικά, επιλέχθηκε η πρώτη λύση, αλλά η αρχική υποτίμηση του 15% δεν φάνηκε ικανή να εκτονώσει το αρνητικό κλίμα στις διεθνείς αγορές¹⁵⁸, που άρχισαν παράλληλα να αμφιβάλλουν για την δημοσιονομική κατάσταση της χώρας. Για να αποφύγει περαιτέρω υποτίμηση το Μεξικό μετέτρεψε τα

¹⁵⁶ Krugman, P., *Η Κρίση του 2008 και η Επιστροφή των Οικονομικών της Υφεσης*, σελ. 63-5.

¹⁵⁷ Ο.π. σελ. 73.

¹⁵⁸ Ο.π. σελ. 78.

βραχυπρόθεσμα χρέη του σε ομόλογα αποτιμημένα σε δολάρια, τα ονομαζόμενα tesobonos. Τελικά, το πέσο υποτιμήθηκε, η κρίση μεταδόθηκε στον ιδιωτικό τομέα και χιλιάδες επιχειρήσεις έκλεισαν, αυξάνοντας το επίπεδο ανεργίας στην χώρα. Η διάσωση τελικά προήλθε από την επέμβαση των ΗΠΑ, του ΔΝΤ και της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών (BIS) που συνεισέφεραν ένα ποσό \$50 δισ. περίπου στο Μεξικό. Η διάσωση (bail out) επικρίθηκε έντονα στις ΗΠΑ, δεδομένου ότι ο τότε αμερικανός υπουργός Οικονομικών Robert Rubin ήταν πρώην μεγαλοστέλεχος της Goldman Sachs, και συνεπώς υπήρχαν υπόνοιες ότι τα λεφτά των αμερικανών φορολογουμένων κατέληξαν στον περιορισμό της ζημιάς αμερικανικών χρηματοπιστωτικών κολοσσών που ήταν έκθετοι στα μεξικανικά ομόλογα¹⁵⁹. Ανεξαρτήτως προθέσεων, η κρίση δημιούργησε αβεβαιότητα και για την τύχη των υπόλοιπων Λατινοαμερικάνικων χωρών, και ιδιαίτερα της Αργεντινής.

4.7 Η Κατάρρευση της Αργεντινής¹⁶⁰

Η Αργεντινή παραδοσιακά αποτελούσε μια χώρα πλούσια σε φυσικούς πόρους, με ισχυρή αγροτική και κτηνοτροφική οικονομία. Πριν τον Πρώτο Παγκόσμιο Πόλεμο διέθετε ήδη ένα αναπτυγμένο σιδηροδρομικό δίκτυο και προσέλκυε μετανάστες αλλά και χρηματικά κεφάλαια απ' την ευρωπαϊκή ήπειρο. Οι οικονομικές πολιτικές όμως που επικράτησαν για δεκαετίες μετά την Μεγάλη Ύφεση (1929-1933) ήταν παρόμοιες με αυτές που εφάρμοζε το Θεσμικό Επαναστατικό Κόμμα στο Μεξικό, δηλαδή έλεγχοι στα ξένα κεφάλαια, εθνικοποιημένες αντιπαραγωγικές επιχειρήσεις και ελλειμματικοί δημοσιονομικοί προϋπολογισμοί. Την δεκαετία του 1980 η κατάσταση επιδεινώθηκε μετά την ήττα της Αργεντινής στον πόλεμο των Φόκλαντς και την κρίση χρέους του αναπτυσσόμενου κόσμου που ευνόησε την έξαρση υπερπληθωρισμού στην χώρα. Μετά όμως την εκλογή στην προεδρία του Carlos Menem (1989) το κλίμα άρχισε να αντιστρέφεται και έγινε προσπάθεια εφαρμογής νεοφιλελεύθερων πολιτικών, με μειώσεις των εμπορικών δασμών και ιδιωτικοποιήσεις κρατικών επιχειρήσεων. Ταυτόχρονα, προωθήθηκε μια νομισματική μετρρύθμιση, με την δημιουργία Νομισματικού Συμβουλίου, σκοπός του οποίου ήταν η διατήρηση της ισοτιμίας του πέσο με σχέση ένα προς ένα με το δολάριο. Η κίνηση αυτή

¹⁵⁹ Buchanan, P., "Mexico: Who Was Right?", *The New York Times*, August 25, 1995. Διαθέσιμο στο <http://www.nytimes.com/1995/08/25/opinion/mexico-who-was-right.html?pagewanted=1> (τελευταία πρόσβαση στις 10/5/2011).

¹⁶⁰ Βασισμένο στο Krugman, P., *Η Κρίση του 2008 και η Επιστροφή των Οικονομικών της Ύφεσης* σελ.69-72,79-83.

οδήγησε στην μείωση του πληθωρισμού, στην προσέλκυση ξένων κεφαλαίων (μετά και την συμφωνία Brady) και προκάλεσε θεαματική άνοδο του εγχώριου ΑΕΠ.

Μετά το ξέσπασμα της κρίσης στο Μεξικό το 1994, η θετική πορεία της Αργεντινής αντιστράφηκε. Οι διεθνείς επενδυτές κυριεύτηκαν από φόβο για την κατάσταση όλων των λατινοαμερικάνικων οικονομιών και σταμάτησαν να ανανεώνουν τις πιστώσεις τους προς την Αργεντινή. Το Νομισματικό Συμβούλιο, έχοντας απωλέσει την δυνατότητα να ασκεί αυτόνομη νομισματική πολιτική και αδυνατώντας να τυπώσει νέο χρήμα, είδε τα αποθεματικά του να εξαντλούνται. Ο πιστωτικός τομέας περιέπεσε σε «στενότητα», υπήρξαν μαζικές αναλήψεις απ'τους καταθέτες και οι επιχειρήσεις δεν μπορούσαν πλέον να αντλήσουν κεφάλαια για επενδυτικά σχέδια. Τελικά μετά το Μεξικό, διασώθηκε και η Αργεντινή μέσω δανείου ύψους \$12 δισ. απ' την Παγκόσμια Τράπεζα.

Η κρίση «τεκίλα» του Μεξικού ήταν ένα χαρακτηριστικό παράδειγμα της μεταβλητότητας που διέπει τις διεθνείς αγορές και του κομβικού ρόλου που παίζουν οι κινήσεις των διεθνών κεφαλαίων στην ισορροπία των εγχώριων οικονομιών. Ένας τραπεζικός πανικός, μια πολιτική κρίση ή μια προσωρινή δημοσιονομική αδυναμία είναι ικανές πλέον να πλήξουν όχι μόνο μια χώρα αλλά και μια ολόκληρη ήπειρο.

4.8 Αργεντινή: Η Κρίση της Barings σε Αντιδιαστολή με την Κρίση-«Τεκίλα»

Το 1995 ο τότε πρόεδρος του ΔΝΤ Michael Camdessus, χαρακτήρισε την κρίση-«τεκίλα» του Μεξικού ως «την πρώτη χρηματοπιστωτική κρίση του 21^{ου} αιώνα»¹⁶¹. Ο Barry Eichengreen είπε ότι θα μπορούσε να κατανοηθεί καλύτερα και ως «η τελευταία κρίση του 19^{ου} αιώνα»¹⁶², αν προσέξουμε τις ομοιότητες που παρουσιάζει με την κρίση της αγγλικής τράπεζας Barings το 1890. Ας μεταφερθούμε πάλι στην Αργεντινή, έναν αιώνα σχεδόν πριν απ' την κρίση του 1994-95. Γύρω στο 1880 η Αργεντινή άρχισε να γνώριζε σημαντικές αλλαγές στην οικονομία της. Οι εύφορες πεδιάδες της (pampas) ξεκίνησαν να καλλιεργούνται εντατικά μετά την απομάκρυνση από το κράτος των ιθαγενών πληθυσμών, υιοθετήθηκε η έκδοση κοινού νομίσματος και η πτώση των ναύλων στις μεταφορές διευκόλυνε το διεθνές εμπόριο και ενίσχυσε τις αργεντίνικες εξαγωγές. Η χώρα προσέλκυε επίσης μεγάλο αριθμό ξένων κεφαλαίων (όσα το Μεξικό, η Βραζιλία και η Ουρουγουάη

¹⁶¹ Camdessus, M., "Drawing Lessons from the Mexican Crisis: Preventing and Resolving Financial Crisis-The Role of the IMF", Address at the 25th Washington Conference of the Council of the Americas on 'Staying the Course: Forging a Free Trade Area in the Americas', Washington, D.C., May 22, 1995.

¹⁶² Eichengreen, B.J., *Capital Flows and Crises*, MIT Press, Massachusetts, 2004. σελ.187.

μαζί¹⁶³), κυρίως από την Βρετανία, που αξιοποιούνταν σε μεγάλο βαθμό στην ανάπτυξη του σιδηροδρομικού δικτύου της χώρας. Οι επενδύσεις αυτές εγγυώταν κατ' ένα ποσοστό απ' το ίδιο το κράτος, γεγονός που οδηγούσε συχνά στην ανάληψη υψηλού ρίσκου επενδύσεων με αβέβαια αποτελέσματα, δημιουργώντας ένα πρόβλημα ηθικού κινδύνου. Ο μεγαλύτερος πιστωτής της Αργεντινής εκείνο τον καιρό ήταν η βρετανική τράπεζα Barings, η οποία κατά το παρελθόν είχε παράσχει πολλές φορές δάνεια στην χώρα.

Ας εξετάσουμε τώρα τις ομοιότητες με την περίπτωση του Μεξικού. Και εκεί συναντήσαμε μεγάλη εισροή ξένων κεφαλαίων και επέκταση των πιστώσεων, καθώς και ευνοϊκές προοπτικές για το εμπόριο εν όψει της επικείμενης τότε συμφωνίας για την NAFTA. Ένα άλλο κοινό στοιχείο, ήταν τα εξαιρετικά χαμηλά επιτόκια που επικρατούσαν στις αγορές και στις δύο περιπτώσεις. Στις αρχές του 1990 η FED διατηρούσε χαμηλά επιτόκια για να δώσει ώθηση στις επενδύσεις και την αμερικανική οικονομία προκειμένου να ξεπεράσει την κάμψη που αντιμετώπιζε τότε (απόρροια σε μεγάλο βαθμό της κατάρρευσης των οργανισμών αποταμίευσης και δανείων κατά την διάρκεια της δεκατίας του '80) και συνεπώς τα ξένα κεφάλαια αναζητούσαν συμφερότερες επενδύσεις σε αναδυόμενες χώρες όπως ήταν το Μεξικό. Στα 1880 τα επιτόκια επίσης ήταν χαμηλά εξαιτίας της χαμηλής ζήτησης (που οφειλόταν στους αυξημένους εμπορικούς δασμούς και στην μείωση της παραγωγής χρυσού).¹⁶⁴ Στην Αργεντινή για την διευκόλυνση των πιστώσεων χρησιμοποιήθηκαν τα *cedulas*, ομόλογα με εγγύηση υποθηκευμένη γη, τα οποία κάποια στιγμή άρχισαν να αποτιμώνται σε ξένο νόμισμα. Δεν μας θυμίζουν λίγο τα *tesobonos* σε δολάρια του Μεξικού; Μια ακόμη ομοιότητα ήταν ότι και στις δύο χώρες οι ρυθμοί αποταμίευσης ήταν χαμηλοί και τα έσοδα από εξαγωγές και δανεισμό στρέφονταν σε μεγάλο βαθμό στην κατανάλωση¹⁶⁵. Φυσικά υπήρχαν και διαφορές. Η Αργεντινή εφάρμοζε τότε ένα σύστημα διμεταλικού κανόνα (χρυσός-ασήμι) αλλά η εκτεταμένη έκδοση τραπεζογραμματίων απ' την τράπεζα του Buenos Aires, οδήγησε σε νομισματική αστάθεια και πληθωριστική έκρηξη. Επιπλέον, η χώρα υπέφερε από υψηλά δημοσιονομικά ελλείμματα, αποτέλεσμα των κακών οικονομικών πολιτικών που εφάρμοζε. Το Μεξικό απ' την πλευρά του είχε προσδέσει το πέσο σε μια σχετικά σταθερή ισοτιμία έναντι του δολαρίου, ενώ τηρούσε και πιο αυστηρές δημοσιονομικές πολιτικές (αν και πολλοί υποστηρίζουν ότι διέθετε κρυφά ελλείμματα¹⁶⁶).

¹⁶³ Ο.π. σελ. 191.

¹⁶⁴ Ο.π. σελ. 191-2.

¹⁶⁵ Ο.π. σελ. 199-200.

¹⁶⁶ Ο.π. σελ. 195-6.

Τι ήταν αυτό που πυροδότησε την κρίση στην περίπτωση της Barings; Όλα ξεκίνησαν απ' την αδυναμία αποπληρωμής του δανείου της εταιρείας Ύδρευσης και Αποχέτευσης του Buenos Aires προς την τράπεζα Barings, ωστόσο υπήρχαν έντονες ενδείξεις απ' τα προηγούμενα χρόνια, ότι ο δανεισμός της βρετανικής τράπεζας προς την Αργεντινή αποσκοπούσε κυρίως στην μάταιη προσπάθεια διατήρησης της αγοράς χρεογράφων της χώρας. Η Banco National της Αργεντινής προσπάθησε να χρησιμοποιήσει τα αποθεματικά της για να κατευνάσει τον πανικό, όπως είχε κάνει και η κεντρική τράπεζα του Μεξικού, αλλά δεν τα κατάφερε. Το σημαντικό στην περίπτωση αυτή ήταν ότι δεν είχε γίνει δημοσίως γνωστό ότι η Barings κινδύνευε με χρεοκοπία. Η διάσωση επήλθε τελικά με την παροχή δανείου ύψους £4 εκατομ. με την μεσολάβηση της Τράπεζας της Αγγλίας και άλλων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων μέσα από μια διαδικασία μυστικών διαπραγματεύσεων στις οποίες πρωτοστάτησε ο μεγαλοτραπεζίτης Nathan Rothschild.

Η διαδικασία διάσωσης επικρίθηκε ως εξαιρετικά «γενναιόδωρη» ως προς την Αργεντινή και θεωρήθηκε ότι λειτούργησε σαν μέτρο αποφυγής πτωχεύσεων για τα βρετανικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Αυτό μας θυμίζει κάτι από τις κατηγορίες που εκτοξεύτηκαν κατά του υπουργού Rubin στην περίπτωση του Μεξικού. Ωστόσο, η κρίση υπήρξε πιο βαθιά στην περίπτωση της Αργεντινής απ' ότι στο Μεξικό, εξαιτίας κακών οικονομικών πολιτικών και μικρότερης στήριξης από κυβερνήσεις άλλων χωρών, γεγονός που οδήγησε στην μετάδοση της κρίσης στην Λατινική Αμερική αλλά και στην Τουρκία. Η σημαντική διαφορά ωστόσο ήταν ότι στην κρίση της Barings υπήρξε απόλυτη εχεμύθεια στις διαπραγματεύσεις και ο πρωταρχικός σκοπός ήταν να προστατευθεί η κυριαρχούσα τότε χρηματοπιστωτική ελίτ του Λονδίνου και λιγότερο η αργεντινική κυβέρνηση. Αντιθέτως στο Μεξικό, η διάσωση υπήρξε αποτέλεσμα δημόσιων πολιτικών ζυμώσεων μεταξύ ΔΝΤ-ΗΠΑ και άλλων κρατών με σκοπό να διασωθεί ο ευαίσθητος «γείτονας» της Ουάσιγκτον.¹⁶⁷ Το γεγονός αυτό φανερώνει ότι στις μέρες μας όπου η παγκόσμια οικονομία είναι περισσότερο αποκεντρωμένη και διαφοροποιημένη απ' ότι 100 χρόνια πριν, η πρόληψη και αντιμετώπιση των κρίσεων απαιτεί μεγαλύτερο βαθμό διαβούλευσης και συνεπώς μεγαλύτερο βαθμό συνεργασίας μεταξύ των κρατών.

¹⁶⁷ Ο.π. σελ. 209-210.

4.9 Το Χρηματιστηριακό Κραχ του 1987

Μέχρι τον Οκτώβριο του 1987 η αμερικανική οικονομία επεκτεινόταν για 59 συνεχείς μήνες, με τον βιομηχανικό δείκτη Dow Jones να φθάνει από τις 777 μονάδες τον Αύγουστο του 1982 στις 2722 μονάδες στις 25 Αυγούστου του 1987. Ο ίδιος δείκτης απ' τις αρχές του 1987 μέχρι τα υψηλά της 25^{ης} Αυγούστου είχε ανέλθει κατά 43,6%.¹⁶⁸ Στις αρχές Οκτωβρίου όμως το χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης εμφανίζει σημάδια κόπωσης με συνεχείς πτωτικές συνεδριάσεις και μείωση του όγκου συναλλαγών. Τελικά, στις 19 Οκτωβρίου επέρχεται η «Μαύρη Δευτέρα» με τον Dow Jones να σημειώνει πτώση-ρεκόρ της τάξης του 22,6%, μείωση μεγαλύτερη και από αυτή του κραχ του 1929¹⁶⁹.

Οι συνέπειες αυτής της πτώσης είναι οδυνηρές για την αμερικανική και την παγκόσμια οικονομία. Τα αμερικανικά κρατικά συνταξιοδοτικά ταμεία χάνουν το 32% της αξίας των χαρτοφυλακίων τους. Ο δείκτης S&P 500 futures υποχωρεί κατά 28,6%¹⁷⁰ ενώ οι συνολικές απώλειες που θα προέλθουν από την συνέχιση της πτώσης τους επόμενους μήνες θα προσεγγίσουν τα \$2 τρις¹⁷¹. Η κρίση μεταδίδεται στα υπόλοιπα χρηματιστήρια του κόσμου με το Παρίσι, την Φρανκφούρτη, το Μιλάνο, το Άμστερνταμ και το Χονγκ-Κονγκ να κλείνουν με σημαντικές απώλειες το έτος, ενώ το Λονδίνο και το Τόκιο δείχνουν να ξεπερνούν τις προσωρινές καθοδικές τάσεις¹⁷².

Τι ήταν όμως αυτό που προκάλεσε την ραγδαία υποχώρηση του αμερικανικού χρηματιστηρίου; Μεγάλο μερίδιο της πτώσης αποδόθηκε στην επιδείνωση των θεμελιωδών μεγεθών της αμερικανικής οικονομίας καθώς και σε μία σειρά πολιτικών γεγονότων. Πρώτον, παρά την συμφωνία του Λούβρου τον Φεβρουάριο του 1987 με την οποία οι οικονομικά ισχυροί του κόσμου (ΗΠΑ, Βρετανία, Καναδάς, Δυτική Γερμανία, Ιταλία και Ιαπωνία) αποφάσισαν να υποστηρίξουν τις ισοτιμίες των νομισμάτων που είχαν διαμορφωθεί, η Bundesbank και η κεντρική τράπεζα του Τόκιο αύξησαν τα επιτόκια, προκαλώντας την οργίλη αντίδραση του υπουργού Οικονομικών των ΗΠΑ, James Baker. Ο Baker απείλησε ότι θα αφήσει το δολάριο να υποτιμηθεί, με συνέπεια την έξαρση του πληθωρισμού, γεγονός που θα πυροδοτούσε μια παγκόσμια οικονομική κάμψη και την διάλυση του ευρωπαϊκού νομισματικού συστήματος¹⁷³. Για να διατηρηθούν στο ίδιο επίπεδο

¹⁶⁸ Jacobs B.I., *Capital Ideas and Market Realities*, σελ.68.

¹⁶⁹ Ο.π. σελ. 68.

¹⁷⁰ Ο.π. σελ. 71.

¹⁷¹ Γερμίδης, Δ.Α., *Θέλλα στην Παγκόσμια Οικονομία: Από το Κραχ του 1987 στην Υπερχρέωση του Τρίτου Κόσμου και την Εξαθλίωση της Παγκοσμιοποίησης*, Λιβάνης, 2005. σελ. 28.

¹⁷² Ο.π. σελ. 29.

¹⁷³ Ο.π. σελ. 24.

οι ισοτιμίες, η Fed θα έπρεπε να ανεβάσει τα επιτόκια της, κίνηση που θα έστρεφε τα λεφτά των επενδυτών μακριά από το χρηματιστήριο και προς πιο σταθερές τοποθετήσεις, ενώ ταυτόχρονα θα αύξανε το κόστος δανεισμού, μειώνοντας το ποσοστό της μόχλευσης¹⁷⁴. Δεύτερον, υπήρχε συζήτηση στο Κογκρέσσο για την ψήφιση ενός νόμου που θα μείωνε τις φοροαπαλλαγές στα επιτόκια δανείων που χρησιμοποιούνταν για εξαγορές επιχειρήσεων. Τρίτον, η κατάσταση της αμερικανικής οικονομίας δεν ήταν ιδιαίτερα καλή καθώς το έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών αν και είχε μειωθεί ήταν εξαιρετικά υψηλό (\$15,8 δισ.) ενώ το δημοσιονομικό έλλειμμα έφθανε περίπου τα \$160 δισ. Τέταρτον, ο φόβος υποτίμησης του δολαρίου αλλά και οι ιρανικές απειλές για την διατάραξη της ομαλής ναυσιπλοΐας στον Περσικό Κόλπο, που θα αύξαναν τις τιμές του πετρελαίου, τροφοδοτούσαν πληθωριστικές ανησυχίες. Τέταρτον, ο Robert Prechter ένας τεχνικός αναλυτής και «ισχυρός παίκτης» του χρηματιστηρίου που είχε προβεί σε μαζικές αγορές μετοχών, άρχισε να τις πουλάει στις αρχές Οκτωβρίου, προκαλώντας αρνητικό επενδυτικό κλίμα (ο μεγαλοεπενδυτής George Soros απέδωσε στην συμπεριφορά του Prechter τις προσωπικές του απώλειες ύψους \$800 εκατομ.).¹⁷⁵

Αν και είναι σίγουρο ότι τα θεμελιώδη μεγέθη έπαιξαν κάποιο ρόλο στην κρίση, οι τόσο απότομες και διαφοροποιημένες κινήσεις του χρηματιστηριακού δείκτη δεν μπορούν να εξηγηθούν μόνο από αυτά, χωρίς να συνυπολογιστούν οι κερδοσκοπικές και αγελαίες συμπεριφορές, η υπερασπισδοξία και τα «λανθασμένα» μηνύματα που εισέπραξαν οι επενδυτές από τις αγορές και τις κινήσεις των υπόλοιπων οικονομικών δρώντων.¹⁷⁶

Οι επιτροπές που δημιουργήθηκαν για να ερμηνεύσουν το κραχ του 1987, η επιτροπή Brady και η Securities and Exchange Commission έδωσαν έμφαση στον ρόλο που έπαιξαν οι αγορές παραγώγων (futures, options) καθώς και τα αυτόματα προγράμματα συναλλαγών (trading programmes) στην εξάπλωση της κρίσης, χωρίς να παραβλέπουν την σημασία των θεμελιωδών μεγεθών της οικονομίας. Πολλά αμοιβαία κεφάλαια και άλλοι επενδυτικοί οργανισμοί, ακολουθώντας πολιτικές ασφάλισης χαρτοφυλακίου (portfolio insurance strategies) προέβησαν σε αθρόες πωλήσεις και λειτούργησαν σαν «μηχανισμοί μετάδοσης» του επενδυτικού πανικού, παρά το μικρό αναλογικά τους μερίδιο στην αγορά¹⁷⁷. Ο Bruce Jacobs, καθηγητής οικονομικών και στέλεχος επενδυτικών εταιρειών, προέβλεψε ότι η χρήση «συνθετικών» δικαιωμάτων (synthetic options) και οι επενδύσεις ασφάλισης

¹⁷⁴ Jacobs, B.I., *Capital Ideas and Market Realities*, σελ. 78.

¹⁷⁵ Ο.π. σελ. 78-9.

¹⁷⁶ Για μια εκτενή ανάλυση του θέματος βλέπε Jacobs, B.I., *Capital Ideas and Market Realities*, κεφάλαια 5, 6, 7 στις σελ. 79-104.

¹⁷⁷ Ο.π. σελ. 157-8.

χαρτοφυλακίου, δεν προσέφεραν εξασφάλιση απ' τον κίνδυνο της αγοράς ενώ ταυτόχρονα αύξαναν την μεταβλητότητα των τιμών. Αυτό συμβαίνει διότι τα επενδυτικά αυτά σχήματα προβαίνουν «αυτοματοποιημένα» σε αγορές όταν η αγορά ανεβαίνει και σε πωλήσεις όταν η αγορά πέφτει, ενισχύοντας την υπάρχουσα κάθε φορά τάση. Με την χρήση μάλιστα της αγοράς παραγώγων και των συναλλαγών over-the-counter (συναλλαγές που δεν είναι τυποποιημένες αλλά έχουν ιδιαίτερα κάθε φορά χαρακτηριστικά) η μετάδοση των επενδυτικών πανικών διευκολύνεται, ακόμα και όταν το μέγεθος των συναλλαγών που πραγματοποιείται με τα παραπάνω χρηματοοικονομικά «εργαλεία» είναι σχετικά μικρό σε σχέση με το σύνολο της αγοράς.¹⁷⁸

Υπό αυτή την έννοια, η κρίση του 1987 αποτελεί την πρώτη κρίση στην οποία διαδραμάτισαν σημαντικό ρόλο τα σχετικά νέα τότε χρηματοοικονομικά εργαλεία και προϊόντα, αποτέλεσμα της εξέλιξης της χρηματοοικονομικής μηχανικής (financial engineering) που άρχισε να αναπτύσσεται κυρίως κατά την δεκαετία του 1970. Αν και τέθηκαν περιορισμοί μετά το κραχ του 1987 σε μερικές από αυτές τις συναλλαγές, η πρόσφατη παγκόσμια κρίση κατέδειξε, ότι η εφευρετικότητα των στελεχών των τραπεζικών και επενδυτικών ιδρυμάτων δεν σταματάει ποτέ, αντιθέτως δημιουργεί τόσο σύνθετα χρηματοοικονομικά προϊόντα (π.χ. CDOs, CDS) που δύσκολα γίνονται κατανοητά στο ευρύ επενδυτικό κοινό και διαχέουν τους κινδύνους σε όλο το φάσμα της οικονομίας. Όταν μάλιστα τα «εργαλεία» αυτά συνδυάζονται με ανήθικες ή και παράνομες επενδυτικές και εταιρικές στρατηγικές, τότε τα τελικά αποτελέσματα είναι καταστροφικά.

Σε μια πιο ολιστική προσέγγιση, ο Γερμίδης εύστοχα παρατηρεί, ότι η κρίση του 1987 αντακλά τις θεμελιώδεις παγκόσμιες ανισορροπίες μεταξύ των κρατών. Η αύξηση του καταναλωτισμού και η μείωση της αποταμίευσης στις ΗΠΑ, η αύξηση του εσωτερικού και εξωτερικού δανεισμού τους, η σχετική βιομηχανική και τεχνολογική υστέρηση της βιομηχανίας των ΗΠΑ και η ανάδειξη νέων εμπορικών δυνάμεων (Δυτ. Γερμανία και Ιαπωνία), οι εξελίξεις στην αγορά παραγώγων, η συσσώρευση χρεών στον αναπτυσσόμενο κόσμο και η έλλειψη συναινετικών πολιτικών τόσο στην εσωτερική αμερικανική πολιτική σκηνή όσο και σε επίπεδο διεθνών οργανισμών, συνέθεσαν το σκηνικό της καταστροφής, ενώ δημιουργούν και προϋποθέσεις για ανάλογες μελλοντικές εξελίξεις στην παγκόσμια οικονομία.¹⁷⁹ Πραγματικά, αν στην ενοποιημένη πλέον Γερμανία προσθέσουμε την ραγδαία αναπτυσσόμενη Κίνα (που έχει υπερφαλαγγίσει πλέον την Ιαπωνία στον οικονομικό τομέα)

¹⁷⁸ Ο.π. σελ. 3-18 και 295-300.

¹⁷⁹ Γερμίδης, Δ.Α., *Θύελλα στην Παγκόσμια Οικονομία: Από το Κραχ του 1987 στην Υπερχρέωση του Τρίτου Κόσμου και την Εξαθλίωση της Παγκοσμιοποίησης*, σελ. 45-66.

το σημερινό σκηνικό δεν φαίνεται να έχει διαφοροποιηθεί έντονα από τότε. Αντιθέτως μάλλον, τα προβλήματα της «υπερδυνάμεως» φαίνεται να έχουν οξυνθεί, ενώ παράλληλα αναδύονται νέοι πόλοι οικονομικής ισχύος, που σε συνδυασμό με το σύγχρονο κοινωνικό-πολιτικό περιβάλλον, φαίνεται να δημιουργούν αβεβαιότητα και πολυπλοκότητα στις διεθνείς οικονομικές σχέσεις.

4.10 Η Κρίση του 1997 στην Νοτιοανατολική Ασία και οι Διεθνείς της Συνέπειες

Η χρηματοπιστωτική κρίση του 1997 αποτέλεσε την μεγαλύτερη διεθνή οικονομική κρίση απ' την εποχή της Μεγάλης Ύφεσης, επιφέροντας δυσμενή αποτελέσματα όχι μόνο στην περιφέρεια της Ασίας, αλλά και σε περιοχές όπως η Ρωσία και η Λατινική Αμερική. Ποιοι ήταν όμως οι παράγοντες που οδήγησαν στο ξέσπασμα της κρίσης; Καταρχάς, υπήρχαν κάποιες αρνητικές διεθνείς συγκυρίες που επιτάχυναν τις αρνητικές εξελίξεις. Οι ΗΠΑ είχαν ανατιμήσει το δολάριο έναντι του γιεν κατά 50% από το 1995, προκαλώντας μείωση του εξαγωγικού εμπορίου των χωρών της Ν.Α. Ασίας, οι οποίες είχαν προσδέσει τα εθνικά τους νομίσματα στο δολάριο. Ταυτόχρονα, η Κίνα είχε υποτιμήσει σημαντικά το γουάν (υπολογίζεται περίπου στο 35%), ενέργεια που σε συνδυασμό με τον χαμηλό πληθωρισμό, την υψηλή παραγωγικότητα και τις χαμηλές αμοιβές, της έδιναν πλεονέκτημα στον εξαγωγικό τομέα έναντι των άλλων εμπορικών ανταγωνιστών της. Οι χώρες της Ν.Α. Ασίας είχαν επίσης ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών που κυμαίνονταν το 1996 μεταξύ 4 έως 8%, με την Ταϊλάνδη να αντιμετωπίζει το μεγαλύτερο πρόβλημα.¹⁸⁰ Επιπλέον, η ζήτηση για μια σειρά προϊόντων που παρήγαγαν οι χώρες αυτές, όπως ο χάλυβας, τα αυτοκίνητα και τα τσιπ για υπολογιστές, είχε παρουσιάσει κάμψη, δημιουργώντας ανησυχία στις διεθνείς αγορές, τάση που ενισχύθηκε και από την απόφαση της Ιαπωνίας να επιβάλλει αύξηση 2% στον φόρο επί των πωλήσεων.¹⁸¹

Η κρίση ξεκίνησε από την Ταϊλάνδη τον Ιούλιο του 1997 όταν το εθνικό νόμισμα (μπατ) δέχθηκε κερδοσκοπική επίθεση προκαλώντας την απόφαση της κυβέρνησης να εγκαταλείψει την σταθερή ισοτιμία, καθώς τα συναλλαγματικά της αποθέματα δεν επαρκούσαν πλέον για να στηρίξουν το νόμισμα. Στην Ταϊλάνδη το προηγούμενο διάστημα είχαν δημιουργηθεί φούσκες στους τομείς των μετοχών και των ακινήτων, απόρροια του ανεξέλεγκτου δανεισμού από το εξωτερικό που είχε οδηγήσει και σε υψηλά βραχυπρόθεσμα

¹⁸⁰ Wade, R., "The Asian Debt-and-Development Crisis of 1997-?: Causes and Consequences", *World Development*, vol.26, No 8, August 1998. σελ.1541.

¹⁸¹ Gilpin R., *Η Πρόκληση του Παγκόσμιου Καπιταλισμού: Η Παγκόσμια Οικονομία τον 21^ο Αιώνα*, Αθήνα, Εκδόσεις Ποιότητα, 2007. σελ. 179.

χρέη τις επιχειρήσεις, δημιουργώντας απαισιοδοξία και ανησυχία στα διεθνή κερδοσκοπικά κεφάλαια. Η κρίση μεταδόθηκε ταχύτατα και σε άλλες περιοχές της Ν.Α. Ασίας, όπως στη Μαλαισία και στην Ινδονησία, και αργότερα στην Ταϊβάν, στο Χονγκ Κόνγκ και στη Νότιο Κορέα. Αν και οι χώρες αυτές διέφεραν σε χαρακτηριστικά (π.χ. η Ν. Κορέα ήταν πολύ πλουσιότερη και με υψηλότερης τεχνολογίας εξαγωγές σε σχέση με την Ταϊλάνδη) η εξάπλωση της κρίσης επιταχύνθηκε όχι μόνο διότι οι αγορές τους ήταν συνδεδεμένες, αλλά κυρίως επειδή στο μυαλό των επενδυτών οι χώρες αυτές αποτελούσαν μια ενιαία περιοχή με κοινά πολιτικο-οικονομικά χαρακτηριστικά¹⁸². Τελικά, το ΔΝΤ σε συνεργασία με τις G-7 παρενέβει προκειμένου να εμποδίσει την περαιτέρω επέκταση της κρίσης, όμως τελικά οι πολιτικές του μάλλον επιδείνωσαν παρά βελτίωσαν την κατάσταση¹⁸³.

Αποτελεί γεγονός πάντως, ότι οι χώρες της Ν.Α. Ασίας ακολούθησαν ένα ιδιότυπο μοντέλο οικονομικής ανάπτυξης στο οποίο συνυπήρχαν η καπιταλιστική αγορά, η κρατική παρεμβατικότητα και η προστασία των εθνικών επιχειρήσεων απ' τον εξωτερικό ανταγωνισμό, καθώς και οι έλεγχοι στην κίνηση κεφαλαίων. Οι πολιτικές αυτές που ονομάστηκαν από μερίδα δυτικών οικονομολόγων ως «καπιταλισμός της ευνοιοκρατίας», θεωρήθηκαν υπεύθυνες για την κρίση, καθώς ενίσχυαν τις σχέσεις πολιτικής και οικονομικής εξουσίας και εναντιώνονταν στην απρόσκοπτη λειτουργία της ελεύθερης αγοράς. Είναι αλήθεια ότι στις χώρες αυτές, επιχειρήσεις που άνηκαν σε φίλους ή συγγενείς πολιτικών έτυχαν ευνοϊκής μεταχείρισης, καθώς επιχορηγούνταν ή δανείζονταν χωρίς να διαθέτουν πάντα τα ανάλογα εγγύητα, γεγονός που δημιούργησε ένα πρόβλημα ηθικού κινδύνου και οδήγησε σε ανεξέλεγκτο δανεισμό. Είναι όμως επίσης αλήθεια, όπως επισημαίνει ο νομπελίστας οικονομολόγος Joseph Stiglitz, ότι το μοντέλο αυτό λειτούργησε με επιτυχία για σχεδόν τριάντα χρόνια, οδηγώντας σε υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης και μείωση της φτώχειας και της ανισότητας στις χώρες αυτές¹⁸⁴. Για τον Stiglitz όπως και για άλλους οικονομολόγους¹⁸⁵, αιτία του κακού υπήρξε η γρήγορη απελευθέρωση των αγορών κεφαλαίου που ακολουθήθηκε από μια αύξηση του δανεισμού σε βραχυπρόθεσμα κεφάλαια

¹⁸² Krugman, P., *Η Κρίση του 2008 και η Επιστροφή των Οικονομικών της Ύφεσης*, Καστανιώτης, Αθήνα, 2009. σελ. 125-126.

¹⁸³ Στην Ν. Κορέα δόθηκαν 55 δισ., στην Ινδονησία 33 δισ. και στην Ταϊλάνδη 17 δισ., ενώ η Μαλαισία και η Κίνα δεν εντάχθηκαν σε κάποιο πρόγραμμα του ΔΝΤ. Επίσης, το Χονγκ Κονγκ αν και δέχθηκε σφοδρή κερδοσκοπική επίθεση στο νόμισμα του, κατόρθωσε να αποφύγει μια ισχυρή υποτίμηση χάρη στα τεράστια αποθεματικά που διέθετε η κεντρική τράπεζα του.

¹⁸⁴ Stiglitz, J.E., *Η Μεγάλη Αυταπάτη*, Λιβάνης, Αθήνα, 2003. σελ. 194-196.

¹⁸⁵ Οι Chang, R., & Velasco, A., *The Asian Liquidity Crisis*, Federal Reserve Bank of Atlanta, Working Paper 98-11 July 1998, υποστηρίζουν ότι η κρίση της Ν.Α. Ασίας έχει παρόμοια χαρακτηριστικά με την κρίση της Χιλής το 1982 και αυτήν του Μεξικό το 1994. Η έλλειψη ρευστότητας προέρχεται από την αδυναμία εξόφλησης ξένων βραχυπρόθεσμων δανείων και ακολουθείται από την κατάρρευση των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών. Η σύναψη των βραχυπρόθεσμων δανείων είχε «ευνοηθεί» προηγουμένως από την απελευθέρωση της αγοράς κεφαλαίων.

αποτιμημένα σε ξένο νόμισμα¹⁸⁶. Ο δανεισμός σε ξένο νόμισμα διευκόλυνε τα κερδοσκοπικά παιχνίδια και οδήγησε σε υποτιμήσεις τα νομίσματα των περισσότερων χωρών. Ο έτερος νομπελίστας Paul Krugman φαίνεται να τονίζει τον ρόλο που έπαιξε η διαδικασία της «αυτοεκπληρούμενης προφητείας». Οι χώρες αυτές έπεσαν σε μια τριπλή παγίδα, καθώς η αβεβαιότητα που προκλήθηκε από θεμελιώδεις αδυναμίες και διεθνείς συγκυρίες συνοδεύτηκε από προβλήματα νομισματικών υποτιμήσεων, υψηλών επιτοκίων και εταιρικών και τραπεζικών πτωχεύσεων. Αν οι χώρες άφηναν το νόμισμα τους να υποτιμηθεί θα προκαλούσαν φυγή κεφαλαίων, ενώ αν αύξαναν τα επιτόκια για να εμποδίσουν την έξοδο των ξένων κεφαλαίων θα προκαλούσαν την πτωχέυση των ήδη υπερχρεωμένων νοικοκυριών και επιχειρήσεων. Η διαδικασία ανάδρασης μεταξύ αυτών των παραγόντων θα μπορούσε να έχει οποιαδήποτε σειρά καταλήγοντας στα ίδια όμως αρνητικά αποτελέσματα.¹⁸⁷

Οι Corsetti, Pesenti, και Roubini (ο τελευταίος ήταν αυτός που προέβλεψε την πρόσφατη παγκόσμια κρίση) αποδίδουν την χρηματοπιστωτική κρίση της Ν.Α. Ασίας στην ύπαρξη ενός φαινομένου ηθικού κινδύνου που ευνοήθηκε από τις θεμελιώδεις αδυναμίες των ασιατικών χωρών τόσο στο οικονομικό όσο και στο πολιτικό πεδίο¹⁸⁸. Λόγω αυτών των δυσχερειών, το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου επεκτάθηκε σε τρεις διαστάσεις: α) στην επιχειρηματική, όπου το κράτος είτε παρείχε εγγυήσεις για την διασφάλιση της λειτουργίας και διάσωσης των επιχειρήσεων ή ευνοούσε μέσω προστατευτισμού και επιδοτήσεων κάποιες από αυτές (π.χ. τα chaebol-οικογενειακές μετοχικές επιχειρήσεις που εξελίχθηκαν σε ομίλους εταιρειών- στην Νότιο Κορέα, οι εταιρείες των συγγενών του προέδρου Suharto στην Ινδονησία και οι χρηματοπιστωτικές εταιρείες των «ημετέρων» στην Ταϊλάνδη) β) στην χρηματοπιστωτική, όπου υπήρξε εκτεταμένος εξωτερικός δανεισμός απ' τις εθνικές τράπεζες των χωρών, χωρίς να υπάρχει αυστηρό νομοθετικό πλαίσιο αλλά ούτε και επαρκής επιτήρηση που να διασφαλίζει τη διοχέτευση των κεφαλαίων αυτών σε αποδοτικές επενδύσεις γ) στην διεθνή διάσταση, όπου ήταν εμφανής η διάθεση των διεθνών τραπεζών να παρέχουν «απλόχερα» βραχυπρόθεσμα δάνεια στις χώρες αυτές, πιστεύοντας ότι θα

¹⁸⁶ Ό.π. Κεφάλαιο 4.

¹⁸⁷ Krugman, P., *Η Κρίση του 2008 και η Επιστροφή των Οικονομικών της Υφεσης*, σελ. 120-123. Σε παλαιότερη δημοσίευση του ο Krugman αναφέρει ότι η πρόκληση της κρίσης ήταν αποτέλεσμα της ύπαρξης ενός φαινομένου «ηθικού κινδύνου» στον χρηματοπιστωτικό τομέα (λόγω της υποτιθέμενης κρατικής «εγγύησης» των κατατεθειμένων κεφαλαίων και της αποκανονικοποίησης) που οδήγησε στην αύξηση της πίστωσης και ακολούθως προκάλεσε μια «φούσκα» στον τομέα των ακινήτων. βλέπε Krugman, P., "What Happened to Asia?", MIT, mimeographed, January 1998. Διαθέσιμο στο <http://web.mit.edu/krugman/www/DISINTER.html> (τελευταία πρόσβαση στις 10/6/2011).

¹⁸⁸ Corsetti, G. & Pesenti, P. & Roubini, N., "What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?", *Japan and the World Economy*, 11(3), 1999b. σελ. 305-373.

διασωθούν είτε από τις κυβερνήσεις είτε από το ΔΝΤ σε περίπτωση που υπάρξουν προβλήματα.¹⁸⁹

Οι Steven Radelet και Jeffrey Sachs απ' την πλευρά τους τονίζουν ότι η κρίση αυτή δεν έχει κάποια ιδιαίτερα χαρακτηριστικά που να την διαφοροποιούν από άλλες του παρελθόντος αλλά αποτελεί μια κλασική καπιταλιστική κρίση, όπου κυρίαρχο ρόλο έπαιξε ο χρηματοπιστωτικός πανικός που οδήγησε στην αθρόα έξοδο των κεφαλαίων απ' τις χώρες της Ν.Α. Ασίας. Τον πανικό αυτό επέτειναν οι κακές πολιτικές του ΔΝΤ και των εγχώριων πολιτικών δρώντων, έτσι ώστε όλη η διαδικασία να λειτουργήσει σαν μια αυτο-ενισχυόμενη διαδικασία που προκάλεσε την συνολική κατάρρευση της οικονομίας.¹⁹⁰ Σφοδρός πολέμιος των πολιτικών του ΔΝΤ υπήρξε και ο Stiglitz ο οποίος υποστήριξε ότι τα χρήματα που δαπανήθηκαν για να στηριχθούν οι συναλλαγματικές ισοτιμίες των χωρών, ουσιαστικά έδωσαν επιπλέον χρόνο σε μεγαλοεπιχειρηματίες και διεθνείς τράπεζες για να φυγαδεύσουν τα κεφάλαια τους στο εξωτερικό χωρίς να υποστούν απώλειες. Επιπλέον, τα υψηλά επιτόκια που επιβλήθηκαν επιτάχυναν τις πτωχεύσεις των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών ενώ το άμεσο κλείσιμο κάποιων τραπεζών «πάγωσε» την χρηματοπιστωτική αγορά και οδήγησε σε έλλειψη επενδυτικών κεφαλαίων. Οι συσταλτικές δημοσιονομικές πολιτικές προκάλεσαν ύφεση στις οικονομίες των χωρών αυτών, αυξάνοντας παράλληλα τα ποσοστά φτώχειας, ανεργίας και ανισότητας, γεγονός που οδήγησε και σε ξέσπασμα κοινωνικών αναταραχών (π.χ. η παραίτηση του Suharto στην Ινδονησία). Αντιθέτως, χώρες που δεν ακολούθησαν την συνταγή του ΔΝΤ, όπως η Μαλαισία και η Κίνα ξεπέρασαν γρηγορότερα τα προβλήματα. Συνεπώς, αυτό που απαιτείτο στην συγκεκριμένη περίπτωση, ήταν κεϋνσιανές (επεκτατικές) πολιτικές, ένα καλά ρυθμισμένο πτωχευτικό δίκαιο και η διατήρηση της απασχόλησης και της ροής του χρήματος στην οικονομία.¹⁹¹

Τέλος, μια διαφορετική προσέγγιση είναι αυτή που επιρρίπτει τις ευθύνες για το ξέσπασμα της κρίσης στις πολιτικές του συμπλέγματος «Wall Street -ΔΝΤ- Υπουργείου Οικονομικών των ΗΠΑ». Κατά την άποψη οικονομολόγων όπως ο Bhagwati και ο Wade¹⁹², οι πολιτικές που προωθούνται απ' το «σύμπλεγμα» έχουν σκοπό να προκαλέσουν το άνοιγμα των αγορών κεφαλαίου των αναδυόμενων και αναπτυσσόμενων χωρών, ώστε να

¹⁸⁹ Corsetti, G., & Pesenti, P., & Roubini, N., "Paper tigers?: A Model of the Asian Crisis", *European Economic Review*, 43 (7), 1999a. σελ. 1211-1236.

¹⁹⁰ Radelet, S., Sachs, J.D., Cooper, R.N., Bosworth, B.P., "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects", *Brookings Papers on Economic Activity*, The Brookings Institution, Vol. 1998, No. 1, Washington D.C., 1998. σελ. 1-90.

¹⁹¹ Stiglitz, J.E., *Η Μεγάλη Αυστασία*, σελ. 191-267.

¹⁹² Bhagwati, J., "The Capital Myth: The Difference between Trade in Widgets and Dollars", *Foreign Affairs*, vol.77, No 3, May/June 1998. σελ. 7-12 και Wade, R., "The Asian Debt-and-Development Crisis of 1997-?: Causes and Consequences", *World Development*, vol. 26, No 8, August 1998. σελ. 1535-53.

μεγιστοποιήσουν τα κέρδη των πολυεθνικών επιχειρήσεων και των μεγάλων χρηματοπιστωτικών εταιρειών και τραπεζών. Χρησιμοποιούν μάλιστα το επιχείρημα, ότι στην κορυφή της διοίκησης των οργανισμών αυτών βρίσκονται πρώην μεγαλοστελέχη της χρηματοπιστωτικής αγοράς (π.χ. ο τότε υπουργός Οικονομικών των ΗΠΑ Robert Rubin δούλεψε 26 χρόνια για την Goldman Sachs και είχε φθάσει μέχρι την θέση του αντιπροέδρου, ενώ ο Stanley Fischer τότε αναπληρωτής εκτελεστικός διευθυντής του ΔΝΤ μετά την αποχώρηση του ανέλαβε αντιπρόεδρος στην Citigroup). Ο Stiglitz με την σειρά του, αν και δεν πιστεύει στην ύπαρξη οργανωμένου σχεδίου μεταξύ αυτών των οργανισμών, αποδέχεται ότι πολλά από τα επιφανή στελέχη των ιδρυμάτων αυτών προέρχονται από μεγάλους χρηματοοικονομικούς κολοσσούς της Wallstreet και διακατέχονται από μια αίσθηση αυθεντίας που τους οδηγεί συχνά σε λανθασμένες οικονομικές πρακτικές. Επιπλέον, θεωρεί ότι τόσο στην Παγκόσμια Τράπεζα, όσο και στο ΔΝΤ και στον ΠΟΕ, υπάρχει πρόβλημα δημοκρατικής συμμετοχής και διαφάνειας στην λήψη αποφάσεων που αποβαίνει εις βάρος των οικονομικά ασθενέστερων χωρών.¹⁹³

Οι συνέπειες της χρηματοπιστωτικής κρίσης στην Ν.Α. Ασία έγιναν γρήγορα αισθητές και σε άλλες περιοχές του κόσμου. Η Ρωσία, η οποία είχε τα προηγούμενα χρόνια διέλθει από μια αποτυχημένη διαδικασία μετάβασης απ' το σοσιαλιστικό προς το καπιταλιστικό μοντέλο αγοράς, βρέθηκε να αντιμετωπίζει ένα υψηλό χρέος και αυξανόμενα επιτόκια λόγω της κρίσης. Το σημαντικότερο πλήγμα όμως υπήρξε η μείωση της τιμής του πετρελαίου¹⁹⁴ λόγω της κάμψης της παγκόσμιας ζήτησης και της επιβράδυνσης των ασιατικών οικονομιών. Με την κύρια πηγή εσόδων της να δέχεται ισχυρό χτύπημα, η ρωσική κυβέρνηση έφθασε να πληρώνει επιτόκια μέχρι και 150% προκειμένου να δανειστεί μέσω των εντόκων γραμματίων της (ΓΚΟ)¹⁹⁵, ενώ το ρούβλι που ήταν φανερά υπερτιμημένο άρχισε να δέχεται έντονες πιέσεις απ' τους διεθνείς κερδοσκόπους. Τελικά, τον Ιούλιο του 1998 εγκρίθηκε ένα σχέδιο διάσωσης ύψους \$22,6 δισ. από το ΔΝΤ και την Παγκόσμια Τράπεζα. Τα χρήματα αυτά όμως κατέληξαν κυρίως σε τσέπες και off-shore λογαριασμούς διεφθαρμένων Ρώσων αξιωματούχων και ολιγαρχών, ενώ βοήθησαν και κάποια επενδυτικά ιδρύματα της Wall Street να κερδίσουν χρόνο ώστε να απομακρύνουν τα κεφάλαια τους με τις μικρότερες δυνατές απώλειες¹⁹⁶. Έτσι, στις 17 Αυγούστου του 1998 η ρωσική κυβέρνηση

¹⁹³ Stiglitz, J.E., *Η Μεγάλη Αυταπάτη*, σελ. 333-344 και 407-433.

¹⁹⁴ Η τιμή του πετρελαίου μειώθηκε περίπου 40% το 1^ο εξάμηνο του 1998 σε σχέση με τα επίπεδα του 1997.

Ο.π. σελ. 289.

¹⁹⁵ Ο.π. 291.

¹⁹⁶ Ο.π. σελ. 296-99.

αποφάσισε να υποτιμήσει το ρούβλι¹⁹⁷, ενώ προέβει και σε παύση πληρωμών για τις πιστωτικές και ασφαλιστικές της υποχρεώσεις σε ξένο νόμισμα, καθώς και σε ελέγχους στην κίνηση κεφαλαίων¹⁹⁸.

Αν και η σημαντική υποτίμηση του ρουβλίου βοήθησε μακροχρόνια αρκετούς βιομηχανικούς κλάδους της Ρωσίας να γίνουν περισσότερο ανταγωνιστικοί σε διεθνές επίπεδο, βραχυπρόθεσμα προκάλεσε αναταραχή στις παγκόσμιες αγορές. Χαρακτηριστικό παράδειγμα ήταν η κατάρρευση του αμερικανικού hedge fund, Long-Term Capital Management (LTCM). Συνεργάτες αυτού του hedge fund υπήρξαν και οι Myron Scholes και Robert C. Merton, στους οποίους είχε απονεμηθεί από κοινού το Νόμπελ Οικονομίας για το μοντέλο αποτίμησης παραγώγων που είχαν δημιουργήσει. Η επενδυτική στρατηγική του εν λόγω fund ήταν να διατηρεί θέσεις αγοράς (long position) σε περιουσιακά στοιχεία που ενείχαν κάποιο βαθμό ρίσκου (π.χ. δανέζικα χρεόγραφα βασισμένα σε υποθήκες, ρωσικά και ιταλικά ομόλογα) και θέσεις πώλησης (short position) σε στοιχεία μικρότερου ρίσκου (π.χ. αμερικανικά, γερμανικά και βρετανικά ομόλογα). Μέσω της διαδικασίας του arbitrage και της διαφοροποίησης στις επενδύσεις, το LTCM μπορούσε να αποκομίζει κέρδη από τις διαφορές στα επιτόκια και τις τιμές των χρεογράφων, καθώς τα spreads (το «άνοιγμα» των τιμών ή των επιτοκίων) έτειναν με το πέρασμα του χρόνου να συγκλίνουν.¹⁹⁹

Οι επενδύσεις αυτές απέφεραν σημαντικά κέρδη στο fund²⁰⁰ και προσέλκυσαν κεφάλαια όχι μόνο αμερικανικών, αλλά και ευρωπαϊκών και ασιατικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Προκειμένου να μεγιστοποιηθούν αυτά τα κέρδη, το LTCM χρησιμοποίησε υψηλά περιθώρια μόχλευσης που έφθαναν σε αναλογία 25 προς 1, (με ύψος κεφαλαίων \$4,7 δισ. και συνολικές επενδύσεις \$125 δισ. το 1997) αλλά και την αγορά παραγώγων²⁰¹. Όταν όμως ξέσπασε η κρίση στην Ρωσία το καλοκαίρι του 1998, ο επενδυτικός πανικός ώθησε τα spreads στα ύψη. Το LTCM δεν έβρισκε πλέον πρόθυμους επενδυτές να συναλλαγεί και προκειμένου να καλύψει τις «ανοικτές» θέσεις του στην αγορά, προέβει σε μαζικές πωλήσεις των χρεογράφων και των μετοχών του. Ακολούθως, αυτό συμπιέσθηκε τις τιμές στην αγορά σε καθοδική τάση, με αποτέλεσμα να ακολουθήσει μαζικό κύμα ρευστοποιήσεων και από άλλους έκθετους επενδυτές και χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς. Οι απώλειες ήταν

¹⁹⁷ Η υποτίμηση έναντι του δολαρίου ήταν της τάξης του 1,9%, φθάνοντας στο 11% στα τέλη της ίδιας εβδομάδας, ενώ η υποτίμηση της 17ης Αυγούστου του 1998 στην ανεπίσημη διατραπεζική αγορά ήταν 26%. Ό.π. σελ.485-6.

¹⁹⁸ Ό.π. σελ. 485.

¹⁹⁹ Jacobs, B.I., *Capital Ideas and Market Realities*, σελ. 280.

²⁰⁰ 20% το 1994, άνω του 40% το 1995 και το 1996 και 17% το 1997. Ό.π. σελ. 282.

²⁰¹ Το ονομαστικό ύψος της αγοράς παραγώγων του LTCM υπολογιζόταν περίπου στο \$1.25 τρισ.

τεράστιες²⁰² και μέσω της αγοράς παραγώγων το μέγεθος της ζημιάς πολλαπλασιαζόταν και ήταν δύσκολο να εκτιμηθεί συνολικά. Τελικά, προκειμένου να αποφευχθούν τα χειρότερα, η Federal Reserve Bank of New York προέβει σε μια επιχείρηση διάσωσης του LTCM, ύψους \$3.6 δισ., με την συμμετοχή 14 επενδυτικών ιδρυμάτων που οδήγησε στην εκποίηση του 90% της εταιρείας. Η κατάρρευση αυτή επηρέασε πολλούς επενδυτικούς κολοσσούς της Wall Street, οδηγώντας σε κεφαλαιακές απώλειες, απολύσεις και παραιτήσεις διευθυντικών στελεχών²⁰³.

Οι κρίσεις σε Ν.Α. Ασία και Ρωσία προκάλεσαν με την σειρά τους αναταραχή και στην Λατινική Αμερική. Η οικονομία της Βραζιλίας που τα προηγούμενα χρόνια γνώριζε υψηλό πληθωρισμό, βρισκόταν τώρα σε επιβράδυνση, με την ανεργία να γνωρίζει αύξηση και τις τιμές να έχουν σταθεροποιηθεί. Τα ξένα κεφάλαια όμως είχαν αρχίσει να γίνονται δύσπιστα σε οποιαδήποτε «αναδυόμενη αγορά» εξαιτίας των προηγηθέντων γεγονότων, και σταδιακά άρχισαν να αποσύρονται απ' την χώρα. Ο κίνδυνος υποτίμησης του ρεάλ ήταν έντονος, γεγονός που θα οδηγούσε ξανά σε πληθωρισμό και πτωχεύσεις τις βραζιλιάνικες επιχειρήσεις. Έτσι, καθώς τα συναλλαγματικά της αποθέματα μειώνονταν, η Βραζιλία αναγκάστηκε να στραφεί προς το ΔΝΤ, με το οποίο σύναψε δάνειο ύψους περίπου \$40 δισ. τον Οκτώβριο του 1998, και δεσμεύτηκε να προχωρήσει σε σημαντικές αλλαγές στην οικονομία της. Τα μέτρα που επιβλήθηκαν όμως απ' το ΔΝΤ προκάλεσαν την αύξηση επιτοκίων και φόρων καθώς και την περικοπή των δημοσίων δαπανών, δηλαδή μια καθαρά συσταλτική δημοσιονομική και νομισματική πολιτική, που σε συνθήκες ύφεσης επέτεινε ακόμη περισσότερο τα πράγματα. Όπως αναφέρει ο Krugman, οι πολιτικές αυτές δεν αποφασίζονταν με βάση το τι αποτελούσε ορθή επιλογή για την οικονομία της Βραζιλίας, αλλά με το τι προσδοκώταν ότι θα λειτουργούσε ως μέσο «αποκατάστασης» της φήμης της χώρας στις διεθνείς αγορές²⁰⁴. Έτσι, καθώς αυτό που μετρούσε περισσότερο ήταν οι προσδοκίες και όχι ο ορθολογισμός, η προσοχή άρχισε να εστιάζεται στα κυβερνητικά ελλείμματα της Βραζιλίας. Τα ελλείμματα αυτά ήταν μέτρια σε σχέση με εκείνα άλλων χωρών, αλλά οι συσταλτικές πολιτικές του ΔΝΤ τα επιδείνωσαν, προκαλώντας περαιτέρω απαισιοδοξία στους κερδοσκόπους και ενέπλεξαν την χώρα σε μια διαδικασία

²⁰² Μόνο τον Αύγουστο οι απώλειες για το LTCM υπολογίζονταν σε \$1.8 δισ., ενώ οι συνολικές απώλειες ήταν περίπου \$4.6 δισ. Lowenstein, R., *When Genius Failed: The Rise and Fall of Long-Term Capital Management*, Random House, 2000.

²⁰³ Ενδεικτικά αναφέρεται ότι η Merrill Lynch απέλυσε 3.400 υπαλλήλους της και τον επικεφαλής του risk management department, ο πρόεδρος και άλλα διεθυντικά στελέχη της UBS παραιτήθηκαν, ενώ η Nomura Securities και η Bank of America κατέγραψαν απώλειες \$1.7 δισ. και \$370 εκατομ. αντίστοιχα. Jacobs, B.I., *Capital Ideas and Market Realities*. σελ. 290.

²⁰⁴ Krugman, P., *Η Κρίση του 2008 και η Επιστροφή των Οικονομικών της Υφεσης*. σελ. 143-150.

αυτοεκπληρούμενης κατάρρευσης, όπως και στην περίπτωση της Ασίας. Τελικά, τον Ιανουάριο του 1999 το ρεάλ δεν άντεξε άλλο στις επιθέσεις των διεθνών κερδοσκόπων, υποτιμήθηκε κατά 35% και τα ξένα κεφάλαια εγκατέλειψαν μαζικά την Βραζιλία²⁰⁵. Οι συνέπειες αυτών των γεγονότων ήταν τραγικές για την χώρα, καθώς οδήγησαν σε εκτεταμένη φτώχεια, εισοδηματική ανισότητα και αύξηση της βίας και της εγκληματικότητας στις πόλεις. Η κατάσταση αυτή άρχισε να αντιστρέφεται μόνο μετά την εκλογή του Lula da Silva στην προεδρία της χώρας το 2002 και τις νέες πιο φιλολαϊκές πολιτικές που αυτός άρχισε να εφαρμόζει.

Η «πολύπαθη» Αργεντινή πλήγηκε και αυτή από τα γεγονότα του τέλους της δεκαετίας του 1990. Η υποτίμηση του ευρώ έναντι του δολαρίου (στο οποίο η Αργεντινή είχε προσδέσει το πέσο) αλλά και η υποτίμηση του ρεάλ, μείωσαν την ανταγωνιστικότητα των αργεντίνικων εξαγωγών και επιδείνωσαν το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της χώρας. Η μείωση των εσόδων προκάλεσε ανησυχία στους διεθνείς επενδυτές που άρχισαν να αποσύρουν τα κεφάλαια τους απ' την χώρα. Ακολούθησε τραπεζική κρίση, την οποία η κυβέρνηση προσπάθησε να αντιμετωπίσει με περιορισμό των αναλήψεων και μείωση των δαπανών, κινήσεις που προκάλεσαν σφοδρές κοινωνικές αναταραχές. Τελικά, η υποτίμηση του πέσο δεν αποφεύχθηκε και έλαβε χώρα τον Ιανουάριο του 2002 (η αξία του έφθασε τα τριάντα σέντς ανά δολάριο), οδηγώντας σε χρεοκοπίες τις αργεντίνικες επιχειρήσεις που είχαν δανειστεί σε ξένο νόμισμα αλλά και σε μια θεαματική μείωση του ΑΕΠ κατά 11% το 2002 (18% για το διάστημα 1998-2002)²⁰⁶. Αν και ο πρόεδρος Nestor Kirchner κατάφερε να διαγράψει ένα σημαντικό μέρος του χρέους το 2005, αποπληρώνοντας το υπόλοιπο, η χώρα εξακολουθεί και σήμερα να βρίσκεται σε διαδικασία ανάκαμψης που βασίζεται στην αύξηση των εξαγωγών της, αλλά αδυνατεί παράλληλα να προσφύγει στις διεθνείς κεφαλαιαγορές για δανεισμό.

4.11 Η Κατάρρευση των Subprimes και το

Ξέσπασμα της Παγκόσμιας Χρηματοπιστωτικής Κρίσης του 2007

Τα πρώτα σημάδια της πρόσφατης παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης άρχισαν να γίνονται εμφανή μέσα στο 2007, αλλά τα βαθύτερα αίτια της φαίνεται να προϋπάρχουν στις οικονομικές και πολιτικές δομές των αρχών της νέας χιλιετίας.

Ολόκληρη την δεκατία του 1990, οι εξελίξεις στις νέες τεχνολογίες και τους υπολογιστές, δημιούργησαν ένα κλίμα υπεραισιοδοξίας στο αμερικανικό χρηματιστήριο για

²⁰⁵ Gilpin R., *Η Πρόκληση του Παγκόσμιου Καπιταλισμού: Η Παγκόσμια Οικονομία τον 21^ο Αιώνα*. σελ.181.

²⁰⁶ Krugman, P., *Η Κρίση του 2008 και η Επιστροφή των Οικονομικών της Υφέσης*. σελ. 131-2.

τα δυνητικά κέρδη των εταιρειών που ασχολούνταν με τον κλάδο της πληροφορικής. Η κερδοσκοπία στις μετοχές των εταιρειών αυτών αυξανόταν συνεχώς και ενισχυόταν απ' την θετική πορεία του γενικού δείκτη και την πεποίθηση ότι οι δύσκολες εποχές έχουν πια παρέλθει για την αμερικανική οικονομία. Η «φούσκα» των εταιρειών πληροφορικής έσκασε τελικά στα μέσα περίπου του 2000, με τις μετοχές να χάνουν το 40% της αξίας τους τα επόμενα δύο χρόνια²⁰⁷. Ακολούθησαν οι πτωχεύσεις των εταιρειών Enron (2001) και WorldCom (2002) που εφάρμοζαν παράνομες λογιστικές πρακτικές προκειμένου να καλύπτουν τις ζημιές τους, να «φουσκώνουν» τα κέρδη τους και να αυξάνουν την χρηματιστηριακή τους αξία. Ένα επιπλέον δραματικό γεγονός ήρθε να επιδεινώσει την γενικότερη κατάσταση: το τρομοκρατικό χτύπημα της Al-Qaeda (11 Σεπτεμβρίου 2001) στους δίδυμους πύργους της Νέας Υόρκης, έπληξε τόσο την οικονομία όσο και την ψυχολογία των ΗΠΑ.

Ο τότε πρόεδρος της Fed, Alan Greenspan, φοβούμενος ότι η αμερικανική οικονομία θα περιέλθει σε μία κατάσταση βαθιάς ύφεσης, ανάλογης με αυτήν της Ιαπωνίας την δεκαετία του 1990, αποφάσισε να προβεί σε μείωση των επιτοκίων. Στο σημείο αυτό, θα πρέπει να τονιστεί ότι ο Greenspan καθ' όλη την διάρκεια της θητείας του εφάρμοζε «χαλαρές» νομισματικές πολιτικές προκειμένου να ενισχύει μέσω της πίστωσης την οικονομική δραστηριότητα και την απασχόληση, τακτική που ευνόησε και την χρηματιστηριακή φούσκα του 2000. Οι πολιτικές αυτές εφαρμόστηκαν χάρη και στον χαμηλό πληθωρισμό που αντιμετώπιζαν οι ΗΠΑ, απόρροια των συσταλτικών νομισματικών πολιτικών του προκατόχου του Greenspan, Paul Vocker, ο οποίος είχε κατηγορηθεί συχνά γι' αυτή του την πολιτική που αποτελούσε εμπόδιο για την άνθηση της πίστωσης και των αγορών. Τα επιτόκια ήταν χαμηλά όμως και για έναν άλλο λόγο. Κάποιες από τις αναδυόμενες χώρες και ιδιαίτερα η Κίνα, οι οποίες γνώριζαν μεγάλους ρυθμούς ανάπτυξης και είχαν υψηλή αποταμίευση, μετέτρεψαν σημαντικό μέρος των πλεονασμάτων τους σε επενδύσεις στις ΗΠΑ (κρατικά ομόλογα αλλά και Residential Mortgage-Backed Securities²⁰⁸). Αυτή η μεταφορά πόρων εξυπηρετούσε δύο σκοπούς: αφενός βοηθούσε τις ΗΠΑ να «καλύπτουν» τα δημοσιονομικά και εμπορικά τους ελλείμματα (που ήταν αποτέλεσμα της χαμηλής αποταμίευσης και της υψηλής κατανάλωσης των αμερικανών πολιτών) αλλά βοηθούσε και τις αναδυόμενες χώρες να διατηρούν υψηλό το επίπεδο των εξαγωγών τους, «τροφοδοτώντας» την κατανάλωση των ΗΠΑ και άλλων αναπτυγμένων

²⁰⁷ Ο.π. σελ. 181.

²⁰⁸ Τα Residential Mortgage-Backed Securities (RBMS) είναι τιτλοποιημένες ομολογίες ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων που χρησιμοποιούν ως «εγγύηση» τα ακίνητα των δανειοληπτών.

χωρών. Η παγκοσμιοποίηση των αγορών κεφαλαίου και η αύξηση της προσφοράς χρήματος προς τις ΗΠΑ, άσκησε πτωτικές πιέσεις στα αμερικανικά επιτόκια και οδήγησε σε απώλεια, κατά τον Greenspan, της δυνατότητας του Fed να ελέγχει το ύψος των μακροχρόνιων επιτοκίων²⁰⁹.

Οι εξελίξεις αυτές συνέτειναν ώστε να αντικατασταθεί η φούσκα του χρηματιστηρίου από μία φούσκα στον τομέα των ακινήτων²¹⁰. Η μεγέθυνση του στεγαστικού τομέα ευνοήθηκε πέραν της εύκολης πίστωσης και από τις πρακτικές των δανειστών, καθώς σε πολλές περιπτώσεις παρέχονταν δάνεια τα οποία οι δανειολήπτες αντικειμενικά βάσει των εισοδημάτων τους δεν θα μπορούσαν να αποπληρώσουν. Αυτό συνέβη διότι τόσο οι δανειστές όσο και οι δανειζόμενοι γνώριζαν ότι σε περίπτωση αδυναμίας αποπληρωμής του δανείου, το ίδιο το ακίνητο είτε θα χρησίμευε ως υποθήκη για ένα νέο δάνειο απ' την πλευρά του οφειλέτη, είτε θα μπορούσε να εκποιηθεί για να καλυφθεί το μέρος του απλήρωτου δανείου. Η τακτική αυτή απέδιδε όσο η αγορά στέγης άνθιζε και οι τιμές των ακινήτων έβαιναν ολοένα και αυξανόμενες. Επιπλέον, οι δανειστές, μέσω της διαδικασίας της τιτλοποίησης μπορούσαν να μεταβιβάσουν τους κινδύνους στο επενδυτικό κοινό, «ελαφραίνοντας» έτσι τους ισολογισμούς των εταιρειών τους. Ας δούμε εν συντομία πως λειτουργεί αυτή η διαδικασία: Μια επενδυτική τράπεζα προβαίνει σε μαζικές αγορές στεγαστικών δανείων. Τα δάνεια αυτά ομαδοποιούνται σε pools (χαρτοφυλάκια) και μετατρέπονται σε τίτλους (ομόλογα) τους οποίους οι τράπεζες διαθέτουν στα ονομαζόμενα «οχήματα ειδικού σκοπού» (special purpose vehicles-SPV), προκειμένου να μεταφερθεί ο πιστωτικός κίνδυνος απ' τον ισολογισμό των τραπεζών στα SPV's. Κατόπιν, οι τίτλοι αυτοί διατίθενται στο επενδυτικό κοινό με την μορφή των Τίτλων Εγγυημένων Δανειακών Υποχρεώσεων (Collateralized Debt Obligation-CDO). Τα pools των δανείων μετατρέπονται σε ομόλογα με βάση μια ιεράρχια που αντικατοπτρίζει τον κίνδυνο και συνεπώς την απόδοση αυτών των δανείων, ενώ οι εταιρείες αξιολόγησης αναλαμβάνουν να βαθμολογήσουν τα ομόλογα αυτά καθορίζοντας με τον τρόπο αυτό την σχέση κινδύνου-απόδοσης για τους ενδιαφερόμενους επενδυτές.²¹¹ Η αξιολόγηση αυτή εκτείνεται από τα χαμηλού ρίσκου δάνεια (AAA) έως και τα υψηλού ρίσκου (subprimes) που ενσωματώνουν όμως δυνητικά μεγάλες αποδόσεις.

²⁰⁹ Ρουμελιώτης Π., *Προς έναν Πολυπολικό Κόσμο*. σελ. 315. και Aglietta, M., *Η Οικονομική Κρίση*, Αθήνα, Πόλις, Μάρτιος 2009 (2^η έκδοση). σελ. 36-8.

²¹⁰ Krugman, P., *Η Κρίση του 2008 και η Επιστροφή των Οικονομικών της Υφεσης*. σελ. 185.

²¹¹ Ρουμελιώτης Π., *Προς έναν Πολυπολικό Κόσμο*. σελ. 320. και Aglietta, M., *Η Οικονομική Κρίση*. σελ. 328-30.

Η αγορά παραγώγων με την σειρά της ευνόησε την επέκταση των πιστώσεων μέσω των ασφαλιστρών κινδύνου (Credit Default Swaps-CDS). Ουσιαστικά πρόκειται για μια διαδικασία αγοραπωλησίας κάλυψης έναντι ενός πιστωτικού κινδύνου. Ο πρώτος συμβαλλόμενος «μεταβιβάζει» σε κάποιον άλλο αντισυμβαλλόμενο (έναντι μίας ορισμένης αμοιβής) τον κίνδυνο μίας πίστωσης. Ο δεύτερος αντισυμβαλλόμενος, χωρίς να χρειάζεται να διατηρεί εγγυητικά κεφάλαια έναντι του κινδύνου αυτού, εισπράττει την αμοιβή του, αλλά δυνητικά μπορεί να καταλήξει με μεγάλο χρέος αν ο αρχικός οφειλέτης δεν ανταποκριθεί στις συμβατικές του υποχρεώσεις. Το σημαντικό στην περίπτωση αυτή, είναι ότι ο αγοραστής της κάλυψης (ο πωλητής του CDS) δεν υποχρεούται να διαθέτει αποθεματικά κεφάλαια έναντι των πιστώσεων που έχει παράσχει. Συνεπώς, η τακτική αυτή, όπως και τα CDO's, επιτρέπουν στον αρχικό δανειστή μια μεταβίβαση του κινδύνου, γεγονός που οδηγεί σε μεγαλύτερη μόχλευση και πολλαπλασιάζει τον όγκο των πιστώσεων στην αγορά.²¹²

Μέσα από τέτοιες επενδυτικές διαδικασίες και με την χρησιμοποίηση των νέων χρηματοοικονομικών εργαλείων, η αγορά ακινήτων και στεγαστικών δανείων «γιγαντώθηκαν»²¹³. Η τάση αυτή ενισχύθηκε και από κανονιστικές ρυθμίσεις όπως ήταν η ανάκληση του νόμου Glass-Steagall το 1999²¹⁴ που επέτρεψε στις εμπορικές τράπεζες να αναλάβουν επενδυτικές δραστηριότητες που ενείχαν μεγάλο ρίσκο, ενώ η αμερικανική Δεξιά επιρρίπτει ευθύνες στην Community Reinvestment Act, με την οποία ενθαρρύνθηκε ο δανεισμός προς ασθενέστερες οικονομικά ομάδες, που σε κάποιες περιπτώσεις αποδείχθηκαν αφερέγγυες. Αν και είναι αλήθεια, ότι οι πολιτικές αυτές αποφάσεις έπαιξαν τον ρόλο τους, ο Krugman υποστηρίζει ότι δεν αποτέλεσαν την βασική αιτία της κρίσης²¹⁵. Επιπλέον, απορρίπτει τις ευθύνες που έχουν αποδοθεί στην Fannie Mae και την Freddie Mac, οι οποίες συμμετείχαν στην τιτλοποίηση στεγαστικών δανείων αντικαθιστώντας ουσιαστικά τους οργανισμούς αποταμιεύσεων και δανείων που είχαν πτωχεύσει στα τέλη της δεκαετίας του 1980. Πράγματι, σε κάποιες περιπτώσεις οι δύο αυτοί οργανισμοί παρείχαν ανεξέλεγκτα πιστώσεις και ακολούθησαν αμφίβολες λογιστικές πρακτικές, αλλά ήδη απ' το 2004 η

²¹² Aglietta, M., *Η Οικονομική Κρίση*. σελ. 23-4.

²¹³ Ενδεικτικά αναφέρουμε ότι η αγορά στεγαστικής τιτλοποίησης έφτασε τα \$5.200 δισ. το 2007, έναντι των \$4.900 δισ. που αφιερώνονταν στα κρατικά ομόλογα των ΗΠΑ. Το μερίδιο των τραπεζών σε αυτά τα δάνεια έφτασε στο 57% το 2006 από 25% το 2003. Ρουμελιώτης Π., *Προς έναν Πολυπολικό Κόσμο*. σελ. 321.

²¹⁴ Ο νόμος αυτός τέθηκε σε εφαρμογή το 1933, την περίοδο της Μεγάλης Ύφεσης στις ΗΠΑ, προκειμένου να διαχωριστούν οι δραστηριότητες επενδυτικών και εμπορικών τραπεζών και να υπάρξει μεγαλύτερη ρύθμιση του χρηματοπιστωτικού τομέα, ώστε να αποφευχθούν οικονομικές πρακτικές ανάλογες με εκείνες που οδήγησαν στο κραχ του 1929.

²¹⁵ Krugman, P., *Η Κρίση του 2008 και η Επιστροφή των Οικονομικών της Υφεσης*. σελ. 196-7. Ο συγγραφέας αναφέρει ότι η Community Reinvestment Act είχε ψηφιστεί από το 1977 και συνεπώς είναι απορίας άξιο πως για τριάντα χρόνια δεν δημιούργησε πρόβλημα στην οικονομία.

αμερικανική κυβέρνηση είχε περιορίσει το ποσό με το οποίο μπορούσαν να χρηματοδοτούν τα στεγαστικά δάνεια²¹⁶.

Η κύρια ευθύνη κατά τον Krugman για το ξέσπασμα της κρίσης ανήκει στο λεγόμενο «σκιώδες τραπεζικό σύστημα» που αποτελείται από χρηματοοικονομικές υπηρεσίες, κερδοσκοπικά επενδυτικά ταμεία (hedge funds) και επενδυτικές τράπεζες. Το μέγεθος του συστήματος αυτού έφτασε τα 12,7 τρισ. το 2007 έναντι 13,5 τρισ. που αντιστοιχούσαν στις καταθέσεις των κανονικών τραπεζών²¹⁷, αποδεικνύοντας τον βαρύνοντα ρόλο που διαδραματίζει πλέον στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό «γίγνεσθαι». Αυτό που έχει μεγάλη σημασία είναι, ότι οι οργανισμοί που αποτελούν αυτό το «σκιώδες τραπεζικό σύστημα» υπάγονται σε λιγότερες κανονιστικές ρυθμίσεις απ' ότι τα ιδρύματα του κυρίως τραπεζικού τομέα, με αποτέλεσμα να αναλαμβάνουν περισσότερες και υψηλότερου ρίσκου χρηματοοικονομικές δραστηριότητες. Μέσω της τακτικής αυτής πολλαπλασιάζεται η πίστωση αλλά και ο κίνδυνος στο οικονομικό σύστημα, ενώ συχνά χρησιμοποιούνται πρακτικές που αγγίζουν ή και εμπίπτουν στα όρια της παρανομίας. Χαρακτηριστικό παράδειγμα, αποτελούν οι εταιρείες αξιολόγησης ρίσκου (Standard and Poor's, Moody's, Fitch) οι οποίες αναλάμβαναν να αξιολογήσουν τα δομημένα ομόλογα στεγαστικών δανείων καθώς και άλλα χρηματοοικονομικά προϊόντα που εξέδιδαν οι επενδυτικές τράπεζες. Στην περίπτωση αυτή, προέκυπτε μια ξεκάθαρη περίπτωση σύγκρουσης συμφερόντων, αφού η αμοιβή των εταιρειών αξιολόγησης ρίσκου προερχόταν απ' τις ίδιες τις επενδυτικές τράπεζες (Goldman Sachs, Merrill Lynch, Lehman Brothers κλπ.) που εξέδιδαν τα χρηματοοικονομικά προϊόντα και ενδιαφέρονταν φυσικά να τα διαθέσουν στο επενδυτικό κοινό. Συνεπώς, συχνά τα προϊόντα αυτά αξιολογούνταν εσκεμμένα ως ασφαλέστερα απ' ότι ήταν στην πραγματικότητα, προκειμένου να είναι αρεστά στην επενδυτική αγορά, με τον κίνδυνο να μεταφέρεται στις πλάτες των ανυποψίαστων επενδυτών που πίστευαν ότι είχαν στην κατοχή τους ομόλογα υψηλής αξιοπιστίας. Σε άλλες περιπτώσεις πάλι, οι επενδυτικές τράπεζες διέθεταν επενδυτικά προϊόντα τα οποία γνώριζαν ότι είχαν ελάχιστη αξία και πολύ υψηλό ρίσκο χωρίς να ενημερώνουν γι' αυτό τους πελάτες τους, ενώ ταυτόχρονα λάμβαναν επενδυτικές θέσεις στις αγορές αντίθετες με αυτές των πελατών τους, κερδοσκοπώντας με έναν τρόπο που ήταν παράνομος ως προς την θεσμική τους λειτουργία²¹⁸.

²¹⁶ Ο.π. σελ. 196. Όπως αναφέρεται στο Ρουμελιώτης Π., *Προς έναν Πολυπολικό Κόσμο*. σελ. 324 οι Fannie Mae και Freddie Mac κατείχαν το 2003 το 76% της αγοράς των τιτλοποιημένων στεγαστικών δανείων, ενώ το 2006 μόνο το 43%, με το υπόλοιπο 57% να έχει αναληφθεί πλέον από επενδυτικά τραπεζικά ιδρύματα.

²¹⁷ CEPII, *L'Economie Mondiale 2009*, σειρά "Repères", Παρίσι, La Decouverte, 2008 αναφέρεται στο Ρουμελιώτης Π., *Προς έναν Πολυπολικό Κόσμο*. σελ. 321.

²¹⁸ Ενδεικτική είναι η συμπεριφορά των Goldman Sachs και Deutsche Bank οι οποίες αφού πωλούσαν CDO's υψηλού κινδύνου στους πελάτες τους, έπαιρναν θέσεις πώλησης έναντι των ίδιων CDO's γνωρίζοντας ότι οι

Ας δούμε τώρα εν συντομία ποια ήταν η χρονική εξέλιξη αυτής της χρηματοπιστωτικής κρίσης. Η Fed μετά τον Μάιο του 2004 άρχισε να αλλάζει την νομισματική της πολιτική, αυξάνοντας τα επιτόκια της, που από το 1% έφθασαν την άνοιξη του 2007 στο 5,25%²¹⁹. Δεδομένης όμως όπως προαναφέρθηκε, της αδυναμίας της Fed να ελέγξει τα μακροχρόνια επιτόκια, η αλλαγή αυτή πολιτικής δεν έγινε άμεσα αισθητή στη αγορά στέγης που συνέχισε την ανοδική της πορεία. Το ίδιο συνέβαινε και σε αρκετές ευρωπαϊκές χώρες, όπως η Ισπανία, η Γαλλία και η Μεγ. Βρετανία²²⁰. Το τρίτο τρίμηνο του 2006 όμως η αγορά ακινήτων άρχισε να υποχωρεί. Πολλοί επενδυτές αδυνατούσαν πια να αποποληρώσουν τα δάνεια τους, ενώ η αξία των υποθηκών δεν επαρκούσε πλέον να καλύψει το κόστος αγοράς των ακινήτων. Οι εταιρείες αξιολόγησης άρχισαν να υποβαθμίζουν την βαθμολόγηση αρκετών ομολόγων και ο πανικός άρχισε να διαχέεται σε ολόκληρη την χρηματοπιστωτική αγορά. Στις 9 Αυγούστου 2007 η γαλλική τράπεζα BNP Paribas ανέστειλε τις αναλήψεις από τρία επενδυτικά της ταμεία. Η αγορά των subprimes άρχισε να υποφέρει από έλλειψη αγοραστών και οι ρευστοποιήσεις ομολόγων απ'τους επενδυτές ανάγκασαν τις τράπεζες να εγγράψουν σημαντικές απώλειες στους ισολογισμούς τους. Τον Σεπτέμβριο του 2007 η βρετανική τράπεζα Northern Rock απειλείται με πτώχευση και η κυβέρνηση αποφασίζει να την διασώσει μέσω της κρατικοποίησής της. Τον Μάρτιο του 2008 η πέμπτη μεγαλύτερη αμερικανική επενδυτική τράπεζα Bear Sterns, εξαγοράζεται από την JPMorgan Chase προκειμένου να διασωθεί, έναντι \$236 εκατομ. και ύστερα από δάνειο που της παρέχεται από την Fed. Η διάχυτη αμφιβολία για την ρευστότητα των τραπεζών προκαλεί την απότομη άνοδο των διατραπεζικών επιτοκίων. Πολλές αμερικανικές και ευρωπαϊκές τράπεζες καθώς και επενδυτικοί οργανισμοί βλέπουν τις αξίες των μετοχών τους να καταβαρυνώνονται, ενώ καταγράφουν σημαντικές ζημιές στους ισολογισμούς τους²²¹. Τόσο η Fed όσο και η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα προσπαθούν να ενισχύσουν την

τιμές τους θα καταρρεύσουν μελλοντικά, λόγω της αδυναμίας αποπληρωμής των δανείων εκ μέρους των αρχικών δανειστών. Με τον τρόπο αυτό αποκόμιζαν κέρδη τόσο από τις πωλήσεις των ομολόγων όσο και από τον «στοιχηματισμό» στην μελλοντική πτώση των τιμών τους, επιβαρύνοντας δυτλά τους πελάτες τους. βλ. *United States Senate: Permanent Subcommittee on Investigations, Committee on Homeland Security and Governmental Affairs*, "Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse", Majority and Minority Report, Washington D.C, 13 April 2011. σελ. 7-11. Διαθέσιμο στο http://hsgac.senate.gov/public/_files/Financial_Crisis/FinancialCrisisReport.pdf

(τελευταία πρόσβαση στις 18/7/2011)

²¹⁹ Aglietta, M., *Η Οικονομική Κρίση*. σελ. 37.

²²⁰ Στην Μεγ. Βρετανία και την Ισπανία οι τιμές των ακινήτων διπλασιάστηκαν μέσα σε μια δεκαετία ενώ στην Γαλλία υπήρξαν αυξήσεις 60-80% απ' το 1998. Ό.π. σελ. 39.

²²¹ Μέχρι τον Αύγουστο του 2008 η μετοχική αξία των αμερικανικών τραπεζών είχε μειωθεί κατά 45%, ενώ των ευρωπαϊκών κατά 40% σε σχέση με τον Ιανουάριο του 2007. Οι ζημιές μέχρι τον Φεβρουάριο του 2008 ήταν (ενδεικτικά): \$24.5 δισ. για την Merrill Lynch, \$22.1 δισ. για την Citigroup, \$14.4 δισ. για την UBS, \$10.7 δισ για την HSBC, \$9.4 δισ. για την Morgan Stanley και \$7.9 δισ. για την Bank of America. Ρουμελιώτης Π., *Προς έναν Πολυπολικό Κόσμο*. σελ. 318 και 328.

ρευστότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος με «ενέσεις» δισεκατομμυρίων δολαρίων και ευρώ, ενώ κάποιες τράπεζες ενισχύουν τα κεφάλαια τους πουλώντας μέρος των μετοχών τους στα κυρίαρχα επενδυτικά ταμεία (sovereign funds) των αναδυόμενων χωρών.

Αν και η Fed μειώνει σταδιακά τα επιτόκια της (από 5,25% τον Αύγουστο του 2007 σε 2% τον Μάιο του 2008 και σε 0-0,25% ως τον Δεκέμβριο του ίδιου έτους²²²) η κρίση συνεχίζεται και πλήττει τις Fannie Mae και Freddie Mac, οι οποίες στις 30 Ιουλίου του 2008 περνάνε υπό κρατικό έλεγχο προκειμένου να διασωθούν από την πτώχευση. Στις 15 Σεπτεμβρίου η Merrill Lynch εξαγοράζεται από την Bank of America έναντι \$44 δισ. λόγω έλλειψης ρευστότητας, ενώ η Washington Mutual Fund, το μεγαλύτερο thrift²²³ στις ΗΠΑ, εξαγοράζεται έναντι \$1,9 δισ. από την JPMorgan Chase²²⁴. Την ίδια μέρα, η αμερικανική κυβέρνηση αποφασίζει να αφήσει την τέταρτη μεγαλύτερη επενδυτική τράπεζα της χώρας, Lehman Brothers, να χρεοκοπήσει, αρνούμενη να την χρηματοδοτήσει και να μετακυλίσει το κόστος της διάσωσής της στους αμερικάνους φορολογούμενους. Το γεγονός αυτό όμως προκαλεί ακόμα μεγαλύτερη αναταραχή στις αγορές, καθώς οι αντισυμβαλλόμενοι της Lehman Brothers μέσω των παραγώγων επενδυτικών προϊόντων ήταν πολύ περισσότεροι απ' ό,τι είχε αρχικά εκτιμηθεί και έτσι οι ζημιές διαχέονται σ' ολόκληρο το χρηματοπιστωτικό σύστημα. Οι πτωχεύσεις έχουν μεταφερθεί πλέον και στον ασφαλιστικό κλάδο, και η AIG, η μεγαλύτερη αμερικανική ασφαλιστική εταιρεία απειλείται με χρεοκοπία. Η κυβέρνηση δεν μπορεί να ρισκάρει μια τέτοια πτώχευση και αποφασίζει να της παραχωρήσει δάνειο ύψους \$95 δισ. με κάλυψη από τις μετοχές της και αποπληρωμή μέσω της μελλοντικής ρευστοποίησης των περιουσιακών της στοιχείων²²⁵.

Τον Οκτώβριο του 2008 ο υπουργός Οικονομικών Henry Paulson ανακοινώνει τον σχεδιασμό μιας νομοθετικής διάταξης για την διάσωση της αμερικανικής οικονομίας (Emergency Economic Stabilization Act of 2008) η οποία προβλέπει την διάθεση ενός ποσού \$700 περίπου δισ. μέσω του προγράμματος Troubled Asset Relief Program (TARP). Το πρόγραμμα αυτό αποσκοπεί στην εξαγορά των «τοξικών» ομολόγων των τραπεζών και άλλων οργανισμών και την παροχή ρευστότητας σε αυτούς, με αντάλλαγμα την κυριότητα των μετοχών τους. Η κυβέρνηση Obama μέσω του διαδόχου του Paulson, Timothy Geithner, εκπόνησε ένα πλάνο συνεργασίας δημόσιου-ιδιωτικού τομέα για την εξαγορά τοξικών ομολόγων, αρχικού ύψους \$500 δισ. καθώς και την διάθεση \$75 δισ. για την αποφυγή των

²²² Ο.π. σελ. 318.

²²³ Οργανισμός δηλαδή που δέχεται καταθέσεις, κατά το πρότυπο των Savings and Loan Associations.

²²⁴ *United States Senate: Permanent Subcommittee on Investigations, Committee on Homeland Security and Governmental Affairs*, "Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse", Majority and Minority Report, σελ. 2.

²²⁵ Ρουμελιώτης Π., *Προς έναν Πολυπολικό Κόσμο*. σελ. 330.

πλειστηριασμών κατοικιών των ασθενέστερων εισοδηματικών τάξεων²²⁶. Το πρόγραμμα αυτό διάσωσης της αμερικανικής οικονομίας ενδέχεται να επεκταθεί, ξεπερνώντας το \$1 τρισ. αλλά έχει επικριθεί από σημαντικούς οικονομολόγους διότι επιβαρύνει άνισα τους φορολογούμενους και τον ιδιωτικό τομέα²²⁷. Η αμερικανική κυβέρνηση έχει δεσμευθεί επίσης και για άλλα προγράμματα αγοράς τιτλοποιημένων καταναλωτικών δανείων (Term Asset-backed securities Loan Facility-TALF) αλλά και ενίσχυσης της ρευστότητας και της χρηματοδότησης των τραπεζών και των επιχειρήσεων. Επιπλέον, έχει αυξήσει το ποσό των εγγυημένων καταθέσεων στις τράπεζες ενώ προέβει και στην φορολόγηση των bonus των στελεχών των χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων. Το ποσό το οποίο έχει δεσμευθεί για την συνολική διάσωση και ενίσχυση της οικονομίας των ΗΠΑ φθάνει στα \$11 τρισ. με το ποσό που είχε ήδη επενδυθεί μέχρι τον Νοέμβριο του 2009 να αγγίζει περίπου τα \$3 τρισ²²⁸.

Στο ίδιο μήκος κύματος ήταν και οι ενέργειες των μεγάλων ευρωπαϊκών χωρών, οι οποίες δαπάνησαν εκατοντάδες εκατομμύρια ευρώ προκειμένου να στηρίξουν το τραπεζικό τους σύστημα και να ενισχύσουν την ρευστότητα των αγορών τους. Η Μεγάλη Βρετανία πρωτοστάτησε σ' αυτήν την προσπάθεια, κρατικοποιώντας ουσιαστικά (για ορισμένο χρόνο) ένα μέρος του τραπεζικού της συστήματος. Η κρίση επηρέασε όμως δυσμενώς, τόσο τις χώρες που είχαν έντονη δραστηριοποίηση στις χρηματοπιστωτικές αγορές όσο και τις χώρες που διέθεταν υψηλά δημοσιονομικά και εμπορικά ελλείμματα. Στην πρώτη κατηγορία ανήκει η Ισλανδία, που μετά την κατάρρευση του χρηματοπιστωτικού της τομέα λόγω της παγκόσμιας κρίσης αναγκάστηκε να προσφύγει στο ΔΝΤ (Οκτώβριος 2008)²²⁹, αλλά και η

²²⁶ Ο.π. σελ. 332-3.

²²⁷ Για τις απόψεις των Stiglitz και Krugman βλέπε: Stiglitz, J.E., "Obama's Ersatz Capitalism", *New York Times*, March 31, 2009. Διαθέσιμο στο <http://www.nytimes.com/2009/04/01/opinion/01stiglitz.html> (τελευταία πρόσβαση στις 5/6/2011) και Corbett, B.D., "Nobel Laureate Krugman Slams Geithner Bailout Plan", *Reuters*, March 23, 2009. Διαθέσιμο στο <http://www.reuters.com/article/2009/03/23/us-usa-financial-krugman-sb-idUSTRE52M4SS20090323> (τελευταία πρόσβαση στις 5/6/2011).

²²⁸ Για μια αναλυτική παρουσίαση του συνολικού προγράμματος διάσωσης βλέπε Goldman D., "CNNMoney.com's Bailout Tracker", *CNN*. Διαθέσιμο στο <http://money.cnn.com/news/storysupplement/economy/bailouttracker/index.html> (τελευταία πρόσβαση στις 5/6/2011).

²²⁹ Η αρχική συμφωνία προέβλεπε δανεισμό ύψους 2.17 δισ., μετά το δημοψήφισμα όμως με το οποίο απορρίφθηκε η πρόταση εξόφλησης των ξένων δανειστών και η διάσωση των τραπεζών οι καταβολές από το ΔΝΤ «πάγωσαν» προσωρινά. Ωστόσο, σήμερα η χώρα βρίσκεται σε φάση ανάκαμψης έχοντας επιστρέψει σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης και οι καταβολές του δανείου συνεχίζονται κανονικά. Βλέπε: «Αποδέσμευσε την 6η Δόση του Δανείου προς την Ισλανδία το ΔΝΤ», *Καθημερινή*, 03-06-11. Διαθέσιμο στο http://www.kathimerini.gr/4dcgi/_w_articles_kathremote_1_03/06/2011_393565 (τελευταία πρόσβαση στις 5/6/2011).

και «Ισλανδία: Ανώφελη Τυχόν Προσφυγή στη Δικαιοσύνη από Βρετανία και Ολλανδία», *Καθημερινή*, 12-04-11. Διαθέσιμο στο http://portal.kathimerini.gr/4dcgi/_w_articles_kathbreak_1_12/04/2011_387364 (τελευταία πρόσβαση στις 5/6/2011).

Ιρλανδία που χρειάστηκε τον μηχανισμό στήριξης ΔΝΤ-Ε.Ε.-ΕΚΤ προκειμένου να ανταποκριθεί στις οικονομικές της υποχρεώσεις (Νοέμβριος 2010)²³⁰.

Ο κοινός αυτός μηχανισμός στήριξης δημιουργήθηκε με αφορμή την προσφυγή της Ελλάδας σε δανεισμό ύψους €110 δισ. τον Μάιο του 2010 και συνοδεύτηκε από την σύσταση του European Financial Stability Facility (EFSF). Το EFSF αποτελεί ένα «όχημα ειδικού σκοπού» το οποίο στοχεύει στην χρηματοοικονομική σταθερότητα των μελών της ευρωζώνης. Προς τούτο, διαθέτει μέσω κοινών συνεισφορών των μελών του, κεφάλαια ύψους περίπου €440 δισ., ποσό όμως που δεν φαίνεται ικανό να δημιουργήσει ένα δίκτυο ασφάλειας στην ευρωζώνη, μετά και την προσφυγή της Πορτογαλίας στον μηχανισμό ΔΝΤ-Ε.Ε. για την λήψη δανείου €78 δισ. (Μάιος 2011). Οι φόβοι τώρα εστιάζονται στην Ισπανία, που αντιμετώπισε πρόσφατα μια ισχυρή «φούσκα» στην αγορά ακινήτων και διαθέτει υψηλά ελλείμματα (όπως η Ελλάδα και η Πορτογαλία) αλλά και ένα ποσοστό ανεργίας που ξεπερνάει το 20%²³¹.

Την στιγμή που γράφονται αυτές οι γραμμές, η κατάσταση είναι ακόμα ρευστή, ενώ κυκλοφορούν σενάρια είτε αποπομπής των οικονομικά ασθενέστερων χωρών από την ευρωζώνη, είτε αποχώρησης του ισχυρότερου μέλους της, της Γερμανίας, εξέλιξη που θα σηματοδοτήσει και την οριστική κατάρρευση του ευρωνομίσματος²³². Επιπλέον, προτείνεται η λύση έκδοσης ευρωομολόγου το οποίο θα στηρίζει τις αδύναμες οικονομικά χώρες του ευρώ, επιτρέποντας τους φθηνότερο δανεισμό αλλά και απορρόφηση των τοξικών ομολόγων των ευρωπαϊκών τραπεζών. Αν και επί του παρόντος δεν προβλέπονται νομικά και θεσμικά τέτοιου είδους ενέργειες, δεν παύει ωστόσο να προκαλεί ανησυχία η ολοένα εντεινόμενη κρίση στην ευρωζώνη που φαίνεται ότι μπορεί να επιλυθεί μόνο σε πολιτικό και όχι σε οικονομικό επίπεδο²³³. Στο ζήτημα αυτό θα επανέλθουμε αργότερα, καθώς σχετίζεται άμεσα

²³⁰ Η Ιρλανδία ενδέχεται μάλιστα να ζητήσει και νέο δάνειο, δεδομένης της αδυναμίας της να επιστρέψει στις αγορές στο άμεσα ορατό μέλλον. Λίτσης, Μ., «Δεύτερο Δάνειο Σκέφτεται η Ιρλανδία πριν Πάρει το Πρώτο», *Ελευθεροτυπία*, 30 Μαΐου 2011. Διαθέσιμο στο <http://www.enet.gr/?i=news.el.oikonomia&id=279754> (τελευταία πρόσβαση στις 5/6/2011).

²³¹ «Ευρωζώνη - Στο 9,9% η Ανεργία τον Φεβρουάριο: Ελλάδα και Ισπανία Κατέχουν Αρνητικό Ρεκόρ και στους Νέους έως 25 ετών», *Βήμα*, 01/04/2011. Διαθέσιμο στο <http://www.tovima.gr/finance/article/?aid=393222> (τελευταία πρόσβαση στις 5/6/2011).

²³² Για τις εξελίξεις που θα συνεπάγονταν αυτά τα 2 εναλλακτικά σενάρια βλέπε «Η Κούφια Απειλή της Εκδίωξης», Βαρουφάκης, Γ., *www.protagon.gr*, 30/05/2011. Διαθέσιμο στο <http://www.protagon.gr/?i=protagon.el.semata&id=7118> (τελευταία πρόσβαση στις 6/6/2011). Ο Βαρουφάκης ουσιαστικά εξηγεί γιατί είναι πιθανότερη μια αποχώρηση της Γερμανίας απ' την ευρωζώνη παρά η αποπομπή της Ελλάδας από αυτήν. Κατά την άποψη του όμως, καμιά απ' τις δύο αυτές επιλογές δεν αποτελεί την «άριστη» λύση στο πρόβλημα της ευρω-κρίσης.

²³³ Για τα διλήμματα που αντιμετωπίζει η ευρωζώνη καθώς και το ισχυρό πλέον ενδεχόμενο να υπάρξει στάση πληρωμών ή αναδιάρθρωση χρέους μιας χώρας, με καταστροφικά γενικότερα αποτελέσματα βλέπε: Wolf, M., «Intolerable Choices for the Eurozone», *Financial Times*, May 31 2011. Διαθέσιμο στο <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/1a61825a-8bb7-11e0-a725-00144feab49a.html#axzz1NpYBi3oN> (τελευταία πρόσβαση στις 6/6/2011).

με τις παγκόσμιες οικονομικές ανισορροπίες των κρατών καθώς και με θέματα γεωπολιτικού ενδιαφέροντος.

Η κρίση των subprimes επηρέασε όμως και τις χώρες της Ασίας αλλά και της Λατινικής Αμερικής. Η Ιαπωνία αναγκάστηκε να στηρίξει την ρευστότητα του τραπεζικού της συστήματος καθώς οι απώλειες έφθασαν περίπου τα \$25 δισ.²³⁴, η Ρωσία έκανε το ίδιο διοχετεύοντας περίπου \$180 δισ. στις τράπεζες, ενώ η Κίνα είχε απώλειες περίπου \$1,2 τρισ. εξαιτίας των επενδύσεων της σε αμερικανικά κρατικά και στεγαστικά δομημένα ομόλογα²³⁵. Σημαντικές υπήρξαν και οι απώλειες στα διεθνή χρηματιστήρια, με τον δείκτη MSCI BRIC (που δείχνει την συνολική μετοχική επίδοση Βραζιλίας, Κίνας, Ινδίας, Ρωσίας) να υποχωρεί κατα 50% μεταξύ Ιουλίου και Οκτωβρίου του 2008²³⁶. Μεγάλες επίσης υπήρξαν οι χρηματιστηριακές απώλειες για Νότια Κορέα, Νότια Αφρική, Αργεντινή, Μεξικό, Ρουμανία και Βουλγαρία, ενώ Ουκρανία, Ουγγαρία και Πακιστάν αναγκάστηκαν να προσφύγουν στην χρηματοδοτική στήριξη του ΔΝΤ²³⁷. Σε όλες σχεδόν τις αναδυόμενες χώρες, η μείωση της παγκόσμιας ζήτησης προκάλεσε επιβράδυνση του ρυθμού ανάπτυξης τους και μείωση των εξαγωγών τους, που αποτελεί και τον πιο δυναμικό κλάδο της οικονομίας τους. Αντιλαμβάνεται λοιπόν κανείς, ότι η κρίση των subprimes αν και είχε ως σημείο εκκίνησης τον στεγαστικό τομέα των ΗΠΑ, επεκτάθηκε γρήγορα σε όλες τις χρηματοπιστωτικές αγορές του κόσμου, εξαιτίας της διεθνοποίησης του κεφαλαίου, των αυξημένων εμπορικών συναλλαγών μεταξύ των κρατών και των σύνθετων χρηματοοικονομικών εργαλείων που εμπλέκουν ταυτόχρονα πολλούς συναλλασόμενους διαφορετικής εθνικότητας.

4.12 Βασικά Χαρακτηριστικά των Χρηματοπιστωτικών Κρίσεων

Ποια είναι όμως τα συμπεράσματα που προκύπτουν από αυτήν την μακροσκελή ιστορική αναδρομή των χρηματοπιστωτικών κρίσεων απ'τα μέσα του 17^{ου} αιώνα έως τις μέρες μας; *Πρώτον*, ότι σε όλες τις περιπτώσεις μεγάλο μερίδιο ευθύνης φέρουν οι ίδιοι οι επενδυτές, μέσω της ανάπτυξης κερδοσκοπικών συμπεριφορών σε διαφορετικά περιουσιακά στοιχεία (μετοχές, ομόλογα, παράγωγα, ακίνητα). Οι συμπεριφορές αυτές άλλοτε αποτελούν

²³⁴ Sato, T., "Global Financial Crisis– Japan's Experience and Policy Response", *Asia Economic Policy Conference organized by the Federal Reserve Bank of San Francisco*, Santa Barbara, CA, United States, October 20, 2009. Διαθέσιμο στο http://www.frbsf.org/economics/conferences/aepc/2009/09_Sato.pdf (τελευταία πρόσβαση στις 6/6/2011). σελ. 6.

²³⁵ Ρουμελιώτης Π., *Προς έναν Πολυπολικό Κόσμο*. σελ. 337.

²³⁶ Eghbal, M., "BRIC Economies Withstand Global Financial Crisis", *Euromonitor International*, November 2008. Διαθέσιμο στο <http://www.euromonitor.com/bric-economies-withstand-global-financial-crisis/article> (τελευταία πρόσβαση στις 6/6/2011).

²³⁷ Ρουμελιώτης Π., *Προς έναν Πολυπολικό Κόσμο*. σελ. 337-8.

συνειδητή επιλογή και άλλοτε είναι προϊόν αγελαίων επενδυτικών κινήσεων που προκαλούνται από μια κυριαρχούσα οικονομική τάση ή «μόδα», προκειμένου να επιτευχθεί εύκολος πλουτισμός. Κατά συνέπεια, η διερεύνηση των βιολογικών και ψυχολογικών κινήτρων των ατομικών οικονομικών δρώντων αποτελεί σημαντικό στοιχείο ερμηνείας των κρίσεων. *Δεύτερον*, εξίσου μεγάλο μερίδιο ευθύνης φέρουν οι υπεύθυνοι για την λειτουργία των οικονομικών οργανισμών, και ιδιαίτερα των τραπεζών. Η εμφάνιση κερδοσκοπικών «φουσκών» οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στο φαινόμενο της αυξημένης και ανεξέλεγκτης πίστωσης προς το επενδυτικό κοινό. Σε πολλές περιπτώσεις επίσης, εφαρμόστηκαν παράνομες λογιστικές πρακτικές (π.χ. Enron, WorldCom) και ανήθικες εταιρικές συμπεριφορές (π.χ. εταιρίες αξιολόγησης ρίσκου και επενδυτικές τράπεζες) που διευκόλυναν την εξέλιξη των κρίσεων μέσω της παραβίασης των κανόνων της αγοράς. *Τρίτον*, βαρύνουσα θέση κατέχει ο βαθμός της μόχλευσης που χρησιμοποιείται απ' τους πιστωτικούς οργανισμούς έναντι των διαθέσιμων κεφαλαίων. Απ' τις πρώτες αμερικάνικες κρίσεις ως και την κρίση των subprimes, χρησιμοποιήθηκαν τεράστια περιθώρια μόχλευσης που δεν ανταποκρίνονταν στις πραγματικές οικονομικές δυνατότητες των δανειστών αλλά και των δανειζόμενων. *Τέταρτον*, σημαντικός υπήρξε ο ρόλος των νέων χρηματοοικονομικών επενδυτικών εργαλείων που ήταν διαθέσιμα σε κάθε εποχή. Είτε πρόκειται για ομόλογα-«φούσκες» όπως στην περίπτωση της εταιρείας των Νοτίων Θαλασσών, είτε για «συνθετικά παράγωγα» (κραχ του 1987) είτε για δομημένα ομόλογα και CDS, τα εργαλεία αυτά χρησιμοποιήθηκαν συχνά ως μέσο μεγέθυνσης της πίστωσης και εξαπάτησης των επενδυτών, ενώ δεν αποτιμούνταν πάντα σωστά (εσκεμμένα ή μη) ως προς τον επενδυτικό κίνδυνο που εμπεριείχαν. *Πέμπτον*, ιδιαιτέρως κρίσιμης σημασίας είναι η οικονομική πολιτική που εφαρμόζεται τόσο σε επίπεδο Κεντρικών τραπεζών, όσο και σε επίπεδο εθνικών κυβερνήσεων. Πολύ συχνά οι επεκτατικές νομισματικές πολιτικές οδηγούν σε έκρηξη της πίστωσης, της κερδοσκοπίας (κραχ 1929, κρίση των subprimes) και του πληθωρισμού, ενώ η διατήρηση υψηλών δημοσιονομικών και εμπορικών ελλειμμάτων ευνοεί τις κερδοσκοπικές επιθέσεις στις συναλλαγματικές ισοτιμίες και οδηγεί αναπόφευκτα σε εξωτερικό δανεισμό (π.χ. κρίσεις Αργεντινής, Μεξικού, Βραζιλίας). Άλλοτε πάλι, οι συσταλτικές νομισματικές πολιτικές σε περίοδο οικονομικής ύφεσης (π.χ. Μεγάλη Ύφεση, κρίση της Ν.Α. Ασίας), βαθαίνουν την κρίση και δεν παρέχουν την ώθηση που είναι αναγκαία για την ανάπτυξη της οικονομίας. Σημαντική παράμετρο αποτελεί επίσης, ο βαθμός ελέγχου που ασκείται πάνω στους οικονομικούς δρώντες, καθώς και το μέγεθος της κρατικής παρεμβατικότητας στην αγορά, το οποίο και πάντα αποτελεί αιτία πολιτικών διαβουλεύσεων και συγκρούσεων (απ' την εποχή του New Deal έως και την πρόσφατη παγκόσμια κρίση). Οι κυβερνητικές

πολιτικές υπαγορεύονται πολλές φορές από εκλογικούς λόγους ή από τους συσχετισμούς ισχύος που διαμορφώνονται τόσο στο εσωτερικό των χωρών, όσο και σε επίπεδο διεθνούς πολιτικής σκηνής. Έκτον, τα γεωπολιτικά και γεωοικονομικά συμφέροντα αν και εκλείπουν συνήθως απ' τις οικονομικές αναλύσεις των χρηματοπιστωτικών κρίσεων, είναι συχνά κύριοι παράγοντες γέννησης και εξάπλωσης τέτοιων φαινομένων. Ας θυμηθούμε τον ρόλο που έπαιξε η αλλαγή νομισματικής πολιτικής των ΗΠΑ στην κρίση του 1929 (ύστερα από τις πιέσεις των Βρετανών), την σημασία της αναγκαστικής ανατίμησης του γιεν (που επέβαλλαν οι ΗΠΑ) στην ιαπωνική ύφεση της δεκαετίας του 1990, καθώς και τον ρόλο που έπαιξε η πίεση των ΗΠΑ για εφαρμογή νεοφιλελεύθερων πολιτικών και απελευθέρωση των αγορών κεφαλαίου στις κρίσεις της Λατινικής Αμερικής και της Νοτιοανατολικής Ασίας. Ας θυμηθούμε επίσης γιατί σε κάποιες περιπτώσεις κρίσεων η ανάγκη διάσωσης των πτωχευμένων κρατών υπαγορεύθηκε και από πολιτικο-οικονομικά συμφέροντα πέρα από λόγους αλληλεγγύης (η βοήθεια προς την Αργεντινή για να προληφθεί η κατάρρευση του βρετανικού τραπεζικού συστήματος στην κρίση της Barings, η διάσωση του «γείτονα» και συνεργάτη των ΗΠΑ στην NAFTA, Μεξικού το 1994, η στήριξη των χωρών της Ν.Α. Ασίας στις οποίες ήταν έκθετο το αμερικανικό χρηματοπιστωτικό σύστημα το 1997, αλλά και η διάσωση της Ρωσίας το 1998 προκειμένου να αποφευχθεί η κατάρρευση ενός «πυρηνικού γίγαντα» με ότι και αν συνεπαγόταν αυτό για την διεθνή ισορροπία δυνάμεων). Με έναν βαθμό υπερβολής (ίσως), θα μπορούσε να πει κανείς ότι η διεθνής διάσωση αποτελεί προνόμιο αυτών που έχουν να προσφέρουν γεωπολιτικά αλλά και οικονομικά ανταλλάγματα στο μέλλον στον διασώστη ή συνδέονται με αυτόν με πολύ ισχυρούς πολιτικούς και οικονομικούς δεσμούς. Έβδομον, η παγκοσμιοποίηση των αγορών κεφαλαίου και εμπορευμάτων αλλά και οι τεχνολογικές εξελίξεις στις μεταφορές και τις επικοινωνίες συντείνουν ώστε η μετάδοση των κρίσεων από χώρα σε χώρα να είναι ευκολότερη και ταχύτερη. Καθώς, προχωράμε χρονικά στην ιστορία των καπιταλιστικών αγορών, βλέπουμε μια τάση διεθνοποίησης των κρίσεων, που σε άλλες εποχές θα είχαν κυρίως τοπικό χαρακτήρα. Μεγάλο ρόλο ως προς αυτό το χαρακτηριστικό, διαδραματίζουν οι διεθνείς κινήσεις κεφαλαίων μεταξύ των χωρών (άμεσες ξένες επενδύσεις ή πιο βραχυπρόθεσμες κερδοσκοπικές τοποθετήσεις), με αντιπροσωπευτικότερα ιστορικά παραδείγματα τις κρίσεις της Λατινικής Αμερικής και της Ν.Α. Ασίας. Όγδοον, υπάρχει πάντα ο χαρακτήρας του απρόβλεπτου γεγονότος που μπορεί να παίξει ρόλο στην δημιουργία και εξέλιξη μιας χρηματοπιστωτικής κρίσης. Μια φυσική καταστροφή, ένα τρομοκρατικό χτύπημα, μια πολεμική σύγκρουση, μία πολιτική κρίση, ή μία πτώχευση ενός σημαντικού οικονομικού οργανισμού, είναι δυνατόν να «πυροδοτήσουν» μία κρίση. Ένατον, μια αλλαγή που

παρατηρείται στην ιστορική εξέλιξη των κρίσεων είναι η μορφή και η λειτουργία των οργανισμών που καλούνται να παίξουν τον ρόλο του «δανειστή ύστατης προσφυγής». Στα πρώιμα χρόνια του διεθνοποιημένου καπιταλισμού, τον ρόλο αυτό έπαιζαν κυρίως οι κεντρικές τράπεζες των κρατών και κάποιες μεγάλες εμπορικές τράπεζες. Με την εξέλιξη του συστήματος και μετά τον ΄Β Παγκόσμιο Πόλεμο, τον ρόλο αυτό έχουν αναλάβει πέραν των προαναφερθέντων «παικτών», διεθνείς οργανισμοί όπως το ΔΝΤ και η Παγκόσμια Τράπεζα. Επιπλέον, στις διαδικασίες «διασώσης» συμμετέχουν συχνά πολυεθνικές επιχειρήσεις και διεθνείς χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί και επενδυτικά ιδρύματα. Αυτό σημαίνει ότι οι επιλογές πλέον είναι περισσότερες, αλλά απαιτείται και μεγαλύτερος βαθμός διαβούλευσης μεταξύ των μερών, προκειμένου να επιτευχθεί η τελική συμφωνία, καθώς απουσιάζει μια υπερεθνική οικονομική αρχή, ικανή να επιβάλλει με δεσμευτικό τρόπο τις αποφάσεις της. Και σε αυτήν την περίπτωση, οι διεθνείς πολιτικοί και οικονομικοί συχρητισμοί μεταξύ των κρατών διαδραματίζουν πρωτεύοντα ρόλο για την μορφή και τις παραμέτρους των αποφάσεων που θα ληφθούν. Δέκατον, υπάρχει άμεση συσχέτιση μεταξύ πολέμων και χρηματοπιστωτικών κρίσεων. Μερικές οικονομικές κρίσεις προκύπτουν ως αποτέλεσμα ανάγκης κάλυψης πολεμικών δαπανών (η φούσκα του Mississippi ήταν αποτέλεσμα προσπάθειας περιορισμού των ελλειμμάτων που είχαν συσσωρευτεί από τις πολεμικές επιχειρήσεις του Λουδοβίκου 14^{ου}, η φούσκα των Νοτίων Θαλασσών απ' την ανάγκη της Βρετανίας να ανταποκριθεί στις πολεμικές δαπάνες για την Ισπανική Διαδοχή, κάποιες απ' τις πρώτες αμερικανικές κρίσεις υπήρξαν αποτέλεσμα αναζήτησης πόρων για τον αγώνα της Αμερικανικής Ανεξαρτησίας απ' τους Βρετανούς και κατόπιν για την διεξαγωγή του Αμερικανικού Εμφυλίου). Στην περίπτωση των αραβοϊσραηλινών συγκρούσεων (1967 και 1973), η σχέση αυτή λειτούργησε αντίστροφα, καθώς η πετρελαϊκή κρίση ανέβασε τις τιμές, προκαλώντας αφενός δυσχέρειες στην παραγωγική ανάπτυξη της παγκόσμιας οικονομίας, και αφετέρου πολλαπλασίασε τα έσοδα των πετρελαιοπαραγωγών χωρών. Τα κεφάλαια αυτά αναζήτησαν διέξοδο μέσω δανεισμού στις αναπτυσσόμενες χώρες (κυρίως στη Λατινική Αμερική) προκαλώντας αργότερα την κρίση χρέους της δεκαετίας του '80. Κάποιοι μαρξιστές αναλυτές μάλιστα, όπως θα δούμε στο επόμενο κεφάλαιο, θεωρούν ότι η κρίση του 2007 αποτελεί συνέχεια της κρίσης της δεκαετίας του '70. Τέλος, το πιο «δυσάρεστο» συμπέρασμα που συνάγεται απ' αυτήν τη σχέση πολέμου-κρίσεων είναι ότι συχνά ο πόλεμος αποτέλεσε μέσο αντιμετώπισης μιας σοβαρής χρηματοπιστωτικής κρίσης. Κλασικό παράδειγμα είναι η κρίση του 1929 και η Μεγάλη Ύφεση που την ακολούθησε, η οποία όπως γίνεται γενικά αποδεκτό, όχι μόνο οδήγησε στον ΄Β Παγκόσμιο Πόλεμο εξαιτίας του προηγηθέντος εμπορικού ανταγωνισμού και απομονωτισμού των

κρατών, αλλά και βρήκε σε αυτόν παραγωγική διέξοδο για την αύξηση της απασχόλησης και της οικονομικής δραστηριότητας των μεγάλων βιομηχανικών κρατών. Αναλογιζόμενοι μάλιστα, το μέγεθος των πολεμικών βιομηχανιών που διαθέτουν τα ισχυρά οικονομικά κράτη σήμερα, προβληματιζόμαστε για την «ανάγκη» ύπαρξης εμπολέμων εστιών σε παγκόσμιο επίπεδο, προκειμένου να συντηρηθούν αυτά τα γιγαντιαία οικονομικά συμπλέγματα. Η σκέψη αυτή μας γεμίζει με ανησυχία για τα μελλούμενα, πόσω μάλλον αν σκεφτεί κανείς ότι μια παρόμοια επιχειρηματολογία έχει αναπτυχθεί σχετικά με την πρόσφατη παγκόσμια κρίση. Στο θέμα αυτό θα αναφερθούμε αναλυτικότερα στο τελευταίο κεφάλαιο της εργασίας, εξετάζοντας την ως μια αρνητική συνιστώσα αντιμετώπισης του σημερινού παγκόσμιου οικονομικού προβλήματος.

Είναι συνεπώς κατανοητό, ότι οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις είναι σε μεγάλο βαθμό σύμφυτες με την εξέλιξη του καπιταλιστικού συστήματος, παρουσιάζοντας μάλιστα και ορισμένες μορφές κυκλικότητας όπως διαπιστώθηκε στο προηγούμενο κεφάλαιο. Αυτή η παραδοχή, δεν αποσκοπεί στο να ψέξει τις καπιταλιστικές οικονομίες ως συστήματα εγγενώς προβληματικά. Απλώς, η αναγνώριση των αδυναμιών ενός συστήματος, αποτελεί το πρώτο βήμα για την αποτελεσματική αντιμετώπιση και πρόληψή τους. Μέσα, σε αυτό το αναλυτικό πλαίσιο, θα γίνει προσπάθεια στα επόμενα κεφάλαια να διαγνωσθούν οι τύποι των χρηματοπιστωτικών κρίσεων, ο τρόπος λειτουργίας και οι αδυναμίες της καπιταλιστικής αγοράς, καθώς και οι εναλλακτικές προτάσεις που υπάρχουν σε πολιτικό και οικονομικό επίπεδο για την καλύτερη και δικαιότερη λειτουργία του παγκόσμιου οικονομικού συστήματος.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΟΙ ΤΥΠΟΙ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΚΡΙΣΕΩΝ ΚΑΙ Η

ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ ΤΟΥΣ

*«Ο καπιταλισμός έχει ένα μόνιμο ελάττωμα: την άνιση κατανομή του πλούτου.
Ο σοσιαλισμός αντίθετα έχει ένα σταθερό προτέρημα: την ίση κατανομή της φτώχειας»*
Winston Churchill

Σκοπός του κεφαλαίου αυτού είναι να παρουσιάσει μια συνολική προσέγγιση των ερμηνειών που έχουν καταγραφεί για την γέννηση και την εξέλιξη των χρηματοπιστωτικών κρίσεων. Αν και όπως προλέχθηκε, κάθε χρηματοπιστωτική κρίση έχει τα δικά της ιδιαίτερα χαρακτηριστικά, είναι δυνατόν να διακρίνουμε μία είδους «τυποποίηση» των χρηματοπιστωτικών κρίσεων, με βάση κοινά σημεία που αυτές παρουσιάζουν. Αναφορά θα γίνει τόσο στις νεοκλασικές και νεο-κεϋνσιανές ερμηνείες όσο και στην Μαρξιστική/Κριτική σχολή που ακολουθεί την δική της ιδιαίτερη αναλυτική προσέγγιση. Σε κάθε περίπτωση και όπου αυτό είναι δυνατό, παράλληλα με την παρουσίαση της τυπολογίας, θα γίνεται και αναφορά στις οικονομικές πολιτικές που προτείνονται για την πρόληψη και τον περιορισμό των αρνητικών συνεπειών κάθε «είδους» χρηματοπιστωτικής κρίσης. Τέλος, θα διερευνηθεί το φαινόμενο των παγκόσμιων οικονομικών ανισορροπιών ως παράγοντας πρόκλησης χρηματοπιστωτικών κρίσεων, με τις προτάσεις για την επίλυση του προβλήματος αυτού να αφήνονται για το επόμενο κεφάλαιο.

5.1 Οι Εναλλακτικές Ερμηνείες

Η τυπολογία που θα ακολουθήσουμε σε αυτή την περίπτωση βασίζεται στον διαχωρισμό που κάνουν οι Radelet και Sachs²³⁸, πλαισιωμένη όμως και από άλλες θεωρίες. Σύμφωνα με αυτή την κατηγοριοποίηση διακρίνουμε τους εξής τύπους κρίσεων:

α) Κρίση προκληθείσα από Μακροοικονομικές Πολιτικές

Στα λεγόμενα «πρώτης γενιάς» μοντέλα κρίσεων, όπως αυτό του Krugman²³⁹, οι κρίσεις είναι απόρροια των υψηλών δημοσιονομικών ελλειμμάτων. Η κυβέρνηση στην προσπάθεια της να

²³⁸ Radelet, S., Sachs, J.D., "The Onset of the East Asian Financial Crisis", στο (eds.) Krugman, P., *Currency Crises*, National Bureau of Economic Research, University of Chicago Press, Chicago, January 2000. σελ. 105-162.

²³⁹ Krugman, P., "A Model of Balance-of-Payments Crises", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 11, No. 3, August 1979, σελ. 311-325.

χρηματοδοτήσει το έλλειμμα αυτό μέσω της έκδοσης χρήματος²⁴⁰, προκαλεί πληθωρισμό και ασκεί «υποτιμητικές» πιέσεις στην ισοτιμία του εθνικού της νομίσματος. Όταν τα συναλλαγματικά αποθέματα αρχίσουν να εξαντλούνται, λαμβάνει χώρα κερδοσκοπική επίθεση στο νόμισμα έως ότου καταρρεύσει τελικά η τρέχουσα ισοτιμία και επέλθει η υποτίμηση. Πρόκειται ουσιαστικά για μια κλασική συναλλαγματική κρίση που τροφοδοτείται από την ύπαρξη κακών «θεμελιωδών» μεγεθών στην οικονομία. Ένα τέτοιο παράδειγμα, ήταν η κρίση της Ρωσίας το 1998, όπου το υψηλό χρέος της χώρας εκτιμήθηκε ότι θα «καλυφθεί» μέσω της έκδοσης χρήματος. Στα «δεύτερης γενιάς» μοντέλα, όπως αυτό του Obstfeld²⁴¹, υπάρχουν αμφιβολίες για την πρόθεση της κυβέρνησης να διατηρήσει σταθερή την συναλλαγματική ισοτιμία και συνεπώς είναι δυνατόν να υπάρξουν πολλαπλές καταστάσεις ισορροπίας (multiple equilibria). Ωστόσο όταν οι επενδυτές πειστούν ότι η κυβέρνηση δεν έχει συμφέρον να διατηρήσει σταθερή την ισοτιμία (και όχι όταν αρχίσουν να εξαντλούνται τα συναλλαγματικά αποθέματα όπως στην θεωρία του Krugman) ξεκινάει μια διαδικασία «αυτοτεκμηρούμενης προφητείας» με συνεχείς επιθέσεις στο νόμισμα που οδηγούν τελικά στην υποτίμησή του. Για παράδειγμα, η υποτίμηση της βρετανικής στερλίνας το 1992, ήταν αποτέλεσμα της εκτίμησης των αγορών, ότι η Αγγλία θα προτιμούσε να αφήσει ελεύθερη την ισοτιμία του νομίσματος, απ' το να δεχθεί μια επιδείνωση της ανεργίας μέσω της διατήρησης υψηλών επιτοκίων.

β) Χρηματοοικονομικός Πανικός

Η περίπτωση αυτή βασίζεται στο μοντέλο των Dybvig-Diamond²⁴² που αναλύει τις περιπτώσεις των μαζικών τραπεζικών αναλήψεων λόγω πανικού. «Ένας πανικός αποτελεί μία δυσμενής έκβαση ισορροπίας όταν οι βραχυπρόθεσμοι πιστωτές αποσύρουν τα δάνεια τους από έναν φερέγγυο οφειλέτη και είναι δυνατόν να συμβεί όταν συντρέχουν τρεις προϋποθέσεις: 1) οι βραχυπρόθεσμες οφειλές υπερβαίνουν τα βραχυπρόθεσμα περιουσιακά στοιχεία 2) κανένας ιδιώτης πιστωτής της αγοράς δεν είναι αρκετά μεγάλος ώστε να παρέχει όλες τις αναγκαίες πιστώσεις για την αποπληρωμή των υφιστάμενων βραχυπρόθεσμων οφειλών 3) δεν

²⁴⁰ Ουσιαστικά, αναφερόμαστε στην διαδικασία του seigniorage (έσοδα εκδοτικού προνομίου). Στην περίπτωση αυτή λαμβάνει χώρα μια «νομισματοποίηση» των δημοσιονομικών ελλειμμάτων (monetizing budget deficits). Μέσω της έκδοσης νέου χρήματος αγοράζονται ομόλογα Δημοσίου, προκειμένου αυτό να χρηματοδοτήσει τα ελλείμματά του. Η πολιτική αυτή ακολουθείται κυρίως όταν το κράτος δεν δύναται να αυξήσει την φορολογία ή να περικόψει τις δαπάνες του και καταλήγει σε πληθωριστικές εξάρσεις. Για μια ανάλυση του θέματος βλέπε: Σπανος, Λ., «Εσοδα Εκδοτικού Προνομίου (Seigniorage) και Προβλήματα Δημοσιονομικής Διαχείρισης και Πληθωρισμού», στο (eds) Ιωάννης, Μ., *Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών*, Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, Αθήνα, Ιανουάριος-Ιούνιος 2000. σελ. 54-59.

²⁴¹ Obstfeld M., "Models of Currency Crises with Self-Fulfilling Features", *European Economic Review*, Elsevier, vol. 40(3-5), 1996. σελ. 1037-1047.

²⁴² Dybvig, P.H., και Diamond D.W., "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity", *Journal of Political Economy*, vol. 91 (3), 1983. σελ. 401-419.

υπάρχει δανειστής ύστατης προσφυγής».²⁴³ Στην περίπτωση αυτή αποτελεί πιθανή ισορροπία (αν και όχι αποτελεσματική κατά Pareto) μία κατάσταση όπου ένας πιστωτής θα αποσύρει τα κεφάλαια του, αν περιμένει να κάνουν το ίδιο και οι άλλοι πιστωτές, ενώ είναι πρόθυμος να συνεχίσει να δανείζει τον οφειλέτη του, αν και οι άλλοι πιστωτές είναι διατεθειμένοι να πράξουν το ίδιο. Η όλη διαδικασία είναι ανεξάρτητη από την εκτιμώμενη κερδοφορία που δύναται να αποφέρουν τα δάνεια και μπορεί να οδηγήσει σε καταστάσεις «αντοεκπληρούμενης προφητείας», όπου ο φόβος για μαζικές αναλήψεις καταλήγει πραγματικά σε τραπεζικούς πανικούς. Μια τέτοια εξέλιξη έχει δυσμενή αποτελέσματα στην παραγωγική διαδικασία και τις επενδύσεις, προκαλώντας έλλειψη ρευστότητας και τραπεζικές και εταιρικές πτωχεύσεις. Για παράδειγμα και όπως προαναφέρθηκε, οι Radelet-Sachs επεσήμαναν την λειτουργία του χρηματοπιστωτικού πανικού ως πρωτεύοντος στοιχείου στο ξέσπασμα της κρίσης της Ν.Α. Ασίας²⁴⁴.

γ) «Σκάσιμο» της Φούσκας

Μια «φούσκα», όπως προαναφέρθηκε, είναι η τάση που δημιουργείται στις αγορές να αξιολογούν φυσικά ή χρηματοοικονομικά προϊόντα σε διαφορετικές τιμές από αυτές που υπαγορεύονται απ' τις θεμελιώδεις τους αξίες. Μία φούσκα μπορεί να είναι είτε θετική (να οδηγεί δηλαδή στην υπερτιμολόγηση της αξίας ενός προϊόντος) είτε αρνητική (να υποτιμολογεί δηλαδή το προϊόν). Οι φούσκες μπορεί να είναι αποτέλεσμα αγελαίας συμπεριφοράς και «μόδας», έλλειψης πληροφόρησης, αλλά και ενσυνείδητης κερδοσκοπικής συμπεριφοράς. Στην τελευταία περίπτωση, οι επενδυτές γνωρίζουν ότι το εκάστοτε προϊόν είναι υπερτιμολογημένο (στην περίπτωση της θετικής φούσκας) και απλώς αναζητούν τον επόμενο επενδυτή-«θύμα» στον οποίο θα μεταβιβάσουν το περιουσιακό αυτό στοιχείο ώστε να ρευστοποιήσουν τα κέρδη τους. Κάποια μοντέλα ανάλυσης, όπως αυτό των Blanchard-Watson²⁴⁵ δέχονται ότι σε κάθε περίοδο υπάρχει θετική πιθανότητα η «φούσκα» να συνεχίσει να εξαπλώνεται ή να «σκάσει», γεγονός που όπως προαναφέρθηκε είναι απροσδόκητο αλλά όχι εντελώς απρόβλεπτο με βάση την γνώση των επενδυτών. Υπό την έννοια αυτή δύναται να υπάρχουν «ορθολογικές» φούσκες, γεγονός που δεν αποδέχονται οι θιασώτες της θεωρίας των αποτελεσματικών αγορών. Χαρακτηριστικά παραδείγματα «σκασίματος» φούσκας αποτελούν οι κρίσεις της Τουλίπας και του Μισσιισσιππή, τα χρηματιστηριακά κραχ του 1929, 1987 και του κλάδου πληροφορικής στις ΗΠΑ αλλά και η πρόσφατη κρίση των subprimes.

²⁴³ Radelet, S., Sachs, J.D., "The Onset of the East Asian Financial Crisis", στο (eds.) Krugman, P., *Currency Crises*, σελ. 108.

²⁴⁴ Radelet, S., Sachs, J.D., Cooper, R.N., Bosworth, B.P., "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects".

²⁴⁵ Blanchard, O.J., και Watson, M.W., *Bubbles, Rational Expectations and Financial Markets*, National Bureau of Economic Research, Working Paper 945, Cambridge, July 1982.

4) Κρίση Ηθικού Κινδύνου

Στην περίπτωση αυτή με βάση το μοντέλο των Akerlof-Romer-Hall-Mankiw²⁴⁶ οι εγγυήσεις που προσφέρει άμεσα ή έμμεσα το κράτος προς τους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς δημιουργούν ένα πρόβλημα ηθικού κινδύνου, που οδηγεί σε επενδυτικές κινήσεις υψηλού ρίσκου, με σκοπό την μεγιστοποίηση της παρούσας και όχι της μελλοντικής μακροχρόνιας αξίας των εταιρειών. Η συμπεριφορά αυτή διευκολύνεται και από τις ατέλειες των λογιστικών προτύπων, απ' το χαμηλό βαθμό «ρύθμισης» της αγοράς και την ύπαρξη ελαφριών ποινών για οικονομικές παραβάσεις. Με τον τρόπο αυτό, οι εταιρείες μεταφέρουν το κόστος ενδεχόμενης πτώχευσης στο κράτος και κατά συνέπεια στους φορολογούμενους, ενώ όλα τα κέρδη από ριψοκίνδυνες επενδυτικές πολιτικές παραμένουν στον ιδιωτικό τομέα. Η κρίση των οργανισμών αποταμιεύσεων και δανείων στις ΗΠΑ αποτελεί ένα τέτοιο παράδειγμα. Ο Krugman²⁴⁷ αλλά και οι Corsetti-Pesenti-Roubini²⁴⁸, όπως είδαμε στο προηγούμενο κεφάλαιο βασίστηκαν σε μια παρόμοια συλλογιστική προκειμένου να ερμηνεύσουν την κρίση της Ν.Α. Ασίας το 1997.

5) Ακανόνιστη Διευθέτηση Χρέους (Disorderly Workout)

Μια ακανόνιστη διεθέτηση χρέους λαμβάνει χώρα όταν «ένας οφειλέτης που πάσχει από έλλειψη ρευστότητας ή είναι αφερέγγυος, προκαλεί την εσπευσμένη καταφυγή των δανειστών για ρευστοποίηση και εκκαθάριση των περουσιακών στοιχείων του (creditor grab race), έστω και αν ο οφειλέτης αξίζει παραπάνω ως υφιστάμενη επιχείρηση».²⁴⁹ Ουσιαστικά, το πρόβλημα αυτό σχετίζεται με την έλλειψη συντονισμού μεταξύ των πιστωτών λόγω της απουσίας ενός επαρκούς νομοθετικού πλαισίου στις πτωχευτικές διαδικασίες. Με τον τρόπο αυτό, οι πιστωτές αδυνατούν να παράσχουν τα απαραίτητα κεφάλαια προς τους δανειστές που αντιμετωπίζουν έλλειψη ρευστότητας ενώ δυσχεραίνεται ο επαναπροσδιορισμός και η διαγραφή μέρους των «κακών» χρεών του οφειλέτη²⁵⁰. Παραδείγματος χάριν, ο Stiglitz επεσήμανε τις δυσκολίες που προκλήθηκαν στις εταιρείες των χωρών της Ν.Α. Ασίας κατά την κρίση του 1997, λόγω τη απουσίας ενός «ευέλκτου» πτωχευτικού δικαίου²⁵¹.

²⁴⁶ Akerlof, G.A., & Romer, P.M., & Hall, R.E., & Mankiw, N.G., "The Economic Underworld of Bankruptcy for Profit", *Brookings Papers on Economic Activity*, The Brookings Institution, Vol. 1993, No. 2, Washington, DC, 1993. σελ. 1-73.

²⁴⁷ Krugman, P., "What Happened to Asia?", MIT, mimeographed, January 1998.

²⁴⁸ Corsetti, G. & Pesenti, P. & Roubini, N., "What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?"

²⁴⁹ Radelet, S., Sachs, J.D., "The Onset of the East Asian Financial Crisis", στο (eds.) Krugman, P., *Currency Crises*, σελ. 109.

²⁵⁰ Ο.π. σελ. 109.

²⁵¹ Stiglitz, J.E., *Η Μεγάλη Αυταπάτη*. σελ. 241-3

Πίνακας 3: Τύποι και Χαρακτηριστικά Χρηματοοικονομικών Κρίσεων

	<u>Κρίση</u> <u>Μακροοικονομικής</u> <u>Πολιτικής</u>	<u>Χρηματοπιστωτικός</u> <u>Πανικός</u>	<u>«Σκάσιμο» Φούσκας</u>	<u>Κρίση Ηθικού</u> <u>Κινδύνου</u>	<u>Ακανόνιστη</u> <u>Διευθέτηση</u> <u>Χρέους</u>
Βαθμός βλεπτικότητας από «μμετέχοντες στην ώρα και αναλυτές	Υψηλός	Χαμηλός	Συμμετέχοντες και αναλυτές αντιλαμβάνονται την πιθανότητα του «σκασίματος» της φούσκας	Υψηλός. Οι πιστωτές δανείζουν βάσει κρατικών εγγυήσεων που τους παρέχονται και όχι βάσει των θεμελιωδών αξιών	Υψηλός. Οι συμμετέχοντες αντιλαμβάνονται την έλλειψη συντονισμού που υπάρχει μεταξύ των πιστωτών
Καταστροφή πραγματικής οικονομικής δραστηριότητας	Όχι απαραίτητη	Υψηλή	Χαμηλή. Το τέλος της φούσκας δύναται να βελτιώσει την κατανομή των πόρων	Χαμηλή. Το τέλος του ηθικού κινδύνου βελτιώνει την κατανομή των πόρων	Υψηλή. «Αγώνας δρόμου» των δανειστών, έλλειψη ρευστότητας και εκκαθαρίσεις των οφειλετών
Δανεισμός που προκύπτει από μπεριφορές ηθικού κινδύνου	Όχι	Δεν προκύπτει απαραίτητα	Πιθανότατος	Ναι. Οι περισσότεροι ή όλοι οι πιστωτές προστατεύονται από άμεσες ή έμμεσες εγγυήσεις	Δεν προκύπτει απαραίτητα
ως επίσημης έμβασης	Μακροοικονομική προσαρμογή, ιδιαίτερα μείωση δημοσίων δαπανών	Δανειστής Ύστατης Προσφυγής	Δεν πρέπει να υπάρξει διότι η παράταση της φούσκας θα οδηγήσει σε βαθύτερη κρίση	Δεν πρέπει να υπάρξει, η παροχή κρατικών εγγυήσεων θα οδηγήσει σε στρεβλή κατανομή πόρων	Ναι. Οι δημόσιοι οργανισμοί μπορούν να συντονίσουν τις διαδικασίες διευθέτησης του χρέους ανάμεσα στους πιστωτές

Πηγή: Radelet, S., Sachs, J.D., “The Onset of the East Asian Financial Crisis”, στο (eds.) Krugman, P., *Currency Crises*. σελ. 110.

Όπως γίνεται αντιληπτό κάθε τύπος κρίσης παρουσιάζει διαφορές ως προς τα αίτια και τον μηχανισμό εξέλιξης της, καθώς και ως προς τις δυνατότητες πρόβλεψης, πρόληψης και αντιμετώπισής της. Ο παραπάνω πίνακας δείχνει τα κυριότερα χαρακτηριστικά και την αντιμετώπιση που προτείνεται για κάθε είδους κρίση. Ενδιαφέρον, στο σημείο αυτό έχει η διαπίστωση ότι η πρόσφατη παγκόσμια κρίση παρουσιάζει στοιχεία όλων των παραπάνω τύπων κρίσεων: α) ξεκίνησε ως «φούσκα» ακινήτων στις ΗΠΑ β) συνοδευόταν από το μεγάλο δημοσιονομικό και εξωτερικό χρέος της χώρας γ) διευκολύνθηκε από τις κρατικές εγγυήσεις αλλά και την έλλειψη επαρκών ρυθμίσεων στον χρηματοπιστωτικό τομέα δ) επέφερε ένα «είδος» τραπεζικού πανικού με την μορφή της μαζικής ρευστοποίησης των ομολόγων subprimes αλλά και πραγματικές τραπεζικές αναλήψεις πανικού σε κάποιες περιπτώσεις ε) αν και υπάρχει ανεπτυγμένο πτωχευτικό δίκαιο στις ΗΠΑ, οι πρωτοβουλίες που έλαβαν χώρα για την διάσωση των προβληματικών ιδρυμάτων αποτέλεσαν αντικείμενο έντονης διαβούλευσης αλλά και αντιθέσεων μεταξύ πολιτικών και οικονομικών παραγόντων, γεγονός που φανερώνει μια μορφή νομοθετικής ανεπάρκειας ως προς την αντιμετώπιση των οικονομικών θεμάτων. Συνεπώς, ορθά ο Krugman, ονοματίζει αυτή την κρίση ως «το άθροισμα όλων των φόβων (sum of all fears)», δεδομένου ότι παρουσιάζει χαρακτηριστικά από προηγούμενες και διαφορετικές χρηματοπιστωτικές κρίσεις και υφέσεις²⁵². Γι' αυτό τον λόγο, οι ενέργειες που προτείνονται για την επίλυση της κρίσης του 2007, απαιτούν μια πιο σύνθετη ανάλυση που θα παρατεθεί στο τελευταίο κεφάλαιο της εργασίας.

5.2 Χρηματοπιστωτική Κρίση λόγω Ασύμμετρης Πληροφόρησης και Μονεταριστικές Προσεγγίσεις

Μια ενδιαφέρουσα προσέγγιση παρουσιάζεται επίσης από τον Frederic Mishkin²⁵³, ο οποίος τονίζει τον ρόλο που διαδραματίζει η ασύμμετρη πληροφόρηση στο ξέσπασμα μιας χρηματοπιστωτικής κρίσης. Ο Mishkin υποστηρίζει ότι, «μια χρηματοπιστωτική κρίση είναι μια διαταραχή στις χρηματοπιστωτικές αγορές στην οποία τα προβλήματα της δυσμενούς επιλογής²⁵⁴ και του ηθικού κινδύνου²⁵⁵ γίνονται τόσο έντονα, ώστε οι αγορές δυσκολεύονται

²⁵² Krugman, P., *Η Κρίση του 2008 και η Επιστροφή των Οικονομικών της Ύφεσης*.

²⁵³ Mishkin, F.S., "Anatomy of a Financial Crisis", *Journal of Evolutionary Economics* (2), 1992. σελ. 115-130.

²⁵⁴ Η δυσμενής επιλογή σε μια χρηματοπιστωτική αγορά προκύπτει όταν οι δυνητικοί δανειζόμενοι, με τους οποίους είναι περισσότερο πιθανό να συναφθούν «κακά» δάνεια (δάνεια που δεν θα αποπληρωθούν δηλαδή), είναι και αυτοί που επιλέγονται τελικά απ' τους δανειστές, παρότι στην αγορά υπάρχουν πιο αξιόπιστοι υποψήφιοι δανειζόμενοι. ο.π. σελ. 117.

να κατευθύνουν τα κεφάλαια στις πιο αποδοτικές επενδυτικές ευκαιρίες»²⁵⁶. Σύμφωνα με την συγκεκριμένη θεωρία τα προβλήματα αυτά γίνονται εντονότερα όταν συντρέχουν οι εξής προϋποθέσεις: 1) αυξήσεις των επιτοκίων 2) πτώσεις των χρηματιστηριακών τιμών 3) αύξηση της αβεβαιότητας 4) τραπεζικοί πανικοί 5) μη αναμενόμενες πτώσεις στο γενικό επίπεδο τιμών. Η εξέλιξη της κρίσης έχει την ακόλουθη πορεία: Οι αυξήσεις των επιτοκίων, η άνοδος της αβεβαιότητας και η πτώση των τιμών των μετοχών, εντείνουν τα προβλήματα της δυσμενούς επιλογής και του ηθικού κινδύνου, προκαλώντας και μια ταυτόχρονη πτώση της πίστωσης και της οικονομικής δραστηριότητας. Ακολουθούν τραπεζικοί πανικοί που δυσχεραίνουν ακόμα περισσότερο τα προαναφερθέντα προβλήματα, έως ότου τελικά επέλθει «ξεκαθάρισμα» του οικονομικού συστήματος μέσω της πτωχευτικής διαδικασίας ώστε να παραμείνουν σε αυτό μόνο οι υγιείς και φερέγγυες επιχειρήσεις. Τότε, τα επιτόκια πέφτουν, οι τιμές των μετοχών ανέρχονται, η αβεβαιότητα ελαττώνεται και τα προβλήματα δυσμενούς επιλογής και ηθικού κινδύνου περιορίζονται, οδηγώντας σε αύξηση των πιστώσεων και της οικονομικής δραστηριότητας. Σύμφωνα με την θεωρία Χρέους-Αποπληθωρισμού του Fisher²⁵⁷, η ανάκαμψη μπορεί να μην επιτευχθεί τόσο εύκολα αν στο τελευταίο στάδιο της κρίσης υπάρξει παράλληλα και ισχυρός αποπληθωρισμός, που οδηγεί σε περισσότερες πτωχεύσεις εταιρειών λόγω αύξησης των χρεών τους και επιτείνει την διάρκεια της κρίσης (π.χ. η περίπτωση της Μεγάλης Ύφεσης). Οι μονεταριστές με την σειρά τους διατείνονται ότι πραγματικές κρίσεις είναι αυτές που προκαλούνται από τραπεζικούς πανικούς και οδηγούν σε μείωση της προσφοράς χρήματος, ενώ η πτώση των χρηματιστηριακών τιμών και οι εταιρικές πτωχεύσεις -όταν δεν συνοδεύονται από μαζικές τραπεζικές αναλήψεις και ελάττωση της ποσότητας χρήματος- χαρακτηρίζονται ως «ψεύδο»-χρηματοπιστωτικές κρίσεις²⁵⁸. Η λύση που προτείνει ο Mishkin για την αντιμετώπιση των κρίσεων αυτού του τύπου, είναι η ύπαρξη χρηματικής βοήθειας από έναν δανειστή ύστατης προσφυγής (βλέπε Fed) καθώς και η χρήση του βραχυπρόθεσμου δανεισμού (discount window) ώστε να μειωθούν τα προβλήματα ασύμμετρης πληροφόρησης και έλλειψης ρευστότητας, αλλά και η σπατάλη πόρων μέσω διασώσεων (bail-outs) των αντιπαραγωγικών εταιρειών. Αντιθέτως, οι μονεταριστές υποστηρίζουν ότι ο δανειστής ύστατης προσφυγής πρέπει να επεμβαίνει μόνο όταν υπάρχουν τραπεζικοί πανικοί που μειώνουν την προσφορά χρήματος στην οικονομία,

²⁵⁵ Ο ηθικός κίνδυνος προκύπτει για τους δανειστές, κυρίως μετά την σύναψη ενός δανείου, όταν οι οφειλότες καταφεύγουν σε υψηλού ρίσκου ή ανήθικες επενδυτικές στρατηγικές που μπορούν να τους οδηγήσουν σε πτώχευση και συνεπώς σε αθέτηση της αποπληρωμής των δανείων τους. ο.π. σελ. 117.

²⁵⁶ Ο.π. σελ. 117-8.

²⁵⁷ Fisher, I., "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions".

²⁵⁸ Schwartz, A.J., "Real and Pseudo Financial Crises," στο F. Capie and G.E.G.E. Wood (eds) *Financial Crises and the World Banking System*.

ενώ πιο ακραίες μονεταριστικές θέσεις υποστηρίζουν ότι μοναδικός σκοπός της κεντρικής τράπεζας είναι η προσαρμογή της νομισματικής βάσης βάσει ενός «κανόνα», γεγονός που αποκλείει παρεμβάσεις τύπου discount window απ' την πλευρά της Fed.²⁵⁹

5.3 Η Θεωρία της «Χρηματοπιστωτικής Αστάθειας» του Minsky

Μια γενικότερη προσέγγιση στο θέμα της εξέλιξης των χρηματοπιστωτικών κρίσεων είναι αυτή που περιγράφεται από τον Kindleberger, βασισμένη όμως στο ερευνητικό έργο του Hyman Minsky²⁶⁰. Ο Minsky υποστηρίζει ότι οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις είναι εγγενείς στο καπιταλιστικό σύστημα και ακολουθούν μια συγκεκριμένη και ευδιάκριτη πορεία²⁶¹. Όλα αρχίζουν όταν λαμβάνει χώρα μια «μετατόπιση» (displacement) στην οικονομία, μία μορφή δηλαδή εξωτερικού κλονισμού. Ο κλονισμός αυτός μπορεί να είναι το ξέσπασμα ενός πολέμου, μια πλούσια ή φτωχή αγροτική σοδειά, η υιοθέτηση μιας καινοτομίας που προκαλεί νέα αναπτυξιακή δυναμική (π.χ. σιδηρόδρομοι, υπολογιστές, βιο- και νανο-τεχνολογίες), ένα σημαντικό πολιτικό ή οικονομικό γεγονός κ.λ.π. Οι συνθήκες αυτές δημιουργούν νέες επενδυτικές ευκαιρίες σ' έναν τουλάχιστον σημαντικό τομέα της οικονομίας, με αποτέλεσμα πολλές εταιρείες να στρέφουν το ενδιαφέρον τους προς αυτόν, εγκαταλείποντας άλλες λιγότερο προσοδοφόρες «περιοχές». Αν οι επενδυτικές ευκαιρίες αποδειχτούν επαρκώς κερδοφόρες, τότε πυροδοτείται μια επενδυτική έκρηξη που στηρίζεται στην επέκταση των πιστώσεων. Οι πιστώσεις μπορούν να αυξηθούν μέσω του υπάρχοντος τραπεζικού συστήματος, αλλά και με την δημιουργία νέων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και χρηματοοικονομικών εργαλείων (π.χ. futures, options, CDO, CDS κλπ.) καθώς και με την συμβολή ιδιωτικών επιχειρηματικών κεφαλαίων. Η αύξηση της ζήτησης μαζί με τις

²⁵⁹ Mishkin, F.S., "Anatomy of a Financial Crisis. σελ. 126-9.

²⁶⁰ Kindleberger, C.P., *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises* σελ. 11-19 με αναφορές στο έργο του Minsky. Βλέπε χαρακτηριστικά Minsky, H.P., *Can "it" Happen Again? : Essays on Instability and Finance*, M.E.Sharpe, Armonk, N.Y., 1982.

²⁶¹ Gilpin R., *Η Πρόκληση του Παγκόσμιου Καπιταλισμού: Η Παγκόσμια Οικονομία τον 21^ο Αιώνα*.σελ. 172. Ο Minsky θεωρεί ότι η καπιταλιστική οικονομία βασίζεται σε μεγάλο βαθμό στον θεσμό της πίστωσης. Διαχωρίζει τις οικονομικές μονάδες σε «αντισταθμιστικές» (hedge schemes), κερδοσκοπικές (speculative) και μονάδες Πόντζι (Ponzi schemes, απ' το όνομα του γνωστού κερδοσκόπου και απατεώνα Charles Ponzi). Οι «αντισταθμιστικές» μονάδες μπορούν να καλύψουν τις δανειακές τους υποχρεώσεις μέσω των χρηματικών τους εισροών, οι κερδοσκοπικές μπορούν να καλύψουν βραχυπρόθεσμα ένα μόνο μέρος αυτών και συνεπώς χρειάζονται αναχρηματοδότηση, ενώ οι μονάδες Ponzi δεν μπορούν να ανταποκριθούν σε αυτές ούτε μακροπρόθεσμα αν δεν καταφύγουν σε πώληση των περιουσιακών τους στοιχείων. Η υπόθεση της χρηματοπιστωτικής αστάθειας λέει ότι σε περιόδους οικονομικής ευημερίας, οι μονάδες από «αντισταθμιστικές» τείνουν να μετατρέπονται σε κερδοσκοπικές και Ponzi, προκαλώντας εγγενείς κρίσεις στο καπιταλιστικό οικονομικό σύστημα. Βλέπε: Minsky, H.P., *The Financial Instability Hypothesis*, Working papers no. 74, Jerome Levy Economics Institute, May 1992.

επακόλουθες αυξήσεις των τιμών και την επέκταση των επενδύσεων αρχίζουν να δημιουργουν κερδοσκοπικές τάσεις στα προϊόντα και τα περουνσιακά στοιχεία. Βρισκόμαστε πλέον στην φάση της «ευφορίας», που μετατρέπεται σε «μανία» ή «φούσκα» όταν η κερδοσκοπία αρχίζει να λαμβάνει μαζικές διαστάσεις και επικρατούν ανορθολογικές επενδυτικές συμπεριφορές. Σε κάποια χρονική στιγμή, ορισμένοι επενδυτές αποφασίζουν να ρευστοποιήσουν τα κέρδη τους πουλώντας τις μετοχές τους ή στρεφόμενοι σε πιο ασφαλείς επενδύσεις, γνωρίζοντας ότι η κερδοσκοπία έχει φτάσει στο απόγειο της. Οι τιμές αρχίζουν να υποχωρούν, ενώ ολοένα και περισσότεροι επενδυτές εγκαταλείπουν την αγορά προκαλώντας αυτό που ονομάζεται «χρηματοοικονομική εξάντληση» (financial distress) που οδηγεί σε αθετήσεις πληρωμών, ανεξόφλητα δάνεια και εταιρικές και τραπεζικές πτωχεύσεις. Συχνά η κατάσταση αυτή επιταχύνεται και από μία είδους «μεταστροφή» (revulsion), ένα κρίσιμο σημείο καμπής, που μπορεί να είναι η χρεοκοπία μια σημαντικής επιχείρησης ή τράπεζας, η υποχώρηση της τιμής ενός βασικού περιουσιακού στοιχείου (π.χ. μετοχές ή ακίνητα) ή ακόμα και η αποκάλυψη μιας εταιρικής απάτης (βλέπε σκάνδαλα Enron και WorldCom). Σταδιακά, ο πανικός υποχωρεί, οι τιμές αρχίζουν να ανέρχονται ξανά και η όλη διαδικασία επαναλαμβάνεται αφήνοντας όμως πίσω της σοβαρές απώλειες σε οικονομικό και κοινωνικό επίπεδο.

Αν και η προσέγγιση αυτή έχει κατηγορηθεί ως αρκετά γενική, περιγράφει με υψηλή ακρίβεια την εξέλιξη των χρηματοπιστωτικών κρίσεων, τόσο των παλαιότερων (κρίση Τουλίπας, φούσκες εταιρείας του Μισισισιπή και Νοτίων Θαλασσών) όσο και τις πιο πρόσφατες (κραχ του 1893, 1929, 1987, κερδοσκοπία σε μετοχές και ακίνητα στην Ιαπωνία και τις Σκανδιναβικές χώρες κατά την δεκαετία του 1980, καθώς και την πρόσφατη κρίση των subprimes στις ΗΠΑ). Η ερμηνευτική της δυναμική φαίνεται ισχυρή και στις περιπτώσεις των κρίσεων των αναπτυσσόμενων και αναδυόμενων χωρών (π.χ. βλέπε κρίση της Ν.Α.Ασίας) όπου η άνοδος των τιμών, η κερδοσκοπία, η ανεξέλεγκτη πίστωση και ορισμένα καθοριστικά πολιτικά και οικονομικά γεγονότα πυροδότησαν πρώτα την ευημερία και κατόπιν την φυγή των κεφαλαίων. Ο Kindleberger με την σειρά του, αν και δείχνει απρόθυμος να αποδεχτεί ότι ο εγχώριος καπιταλισμός γεννάει χρηματοπιστωτικές κρίσεις, ισχυρίζεται ότι αυτές είναι εγγενείς στο διεθνές καπιταλιστικό σύστημα και ασπάζεται την εφαρμογή του μοντέλου Minsky στην διεθνή χρηματοοικονομική σφαίρα²⁶². Ο Minsky, λοιπόν, αν και επικρινόμενος τον καιρό που διετύπωνε τις απόψεις του, επιστρέφει τώρα ως ένας «προφήτης» της σύγχρονης οικονομικής εποχής, ιδιαίτερα μάλιστα

²⁶² Gilpin R., *Η Πρόκληση του Παγκόσμιου Καπιταλισμού: Η Παγκόσμια Οικονομία τον 21^ο Αιώνα*, σελ. 175.

μετά την πρόσφατη παγκόσμια κρίση που παρουσίασε με ακριβή συνέπεια όλα τα στοιχεία της θεωρίας του.

Ποιες είναι όμως οι προτάσεις κρατικής και οικονομικής πολιτικής που επιβάλλονται κατά τον Minsky; Καταρχάς, ο ίδιος αναγνωρίζει ότι η επέκταση του ρόλου του κράτους άσκησε θετική επίδραση στην καπιταλιστική οικονομία, δεδομένου ότι η κρατική παρεμβατικότητα απέτρεψε την επανάληψη μιας βαθιάς ύφεσης, όπως ήταν αυτή που ακολούθησε το κραχ του 1929. Το αντίτιμο όμως υπήρξε η έξαρση του πληθωρισμού που προκλήθηκε εξαιτίας των επεκτατικών δημοσιονομικών και νομισματικών πολιτικών. Συνεπώς, το ιδανικό μέγεθος του κράτους, είναι αυτό που μπορεί να «αντισταθμίζει» ή και να ξεπερνά το μέγεθος της πτώσης των ιδιωτικών επενδύσεων, ώστε να διατηρείται σταθερή η κερδοφορία και ενδεχόμενες οικονομικές κάμψεις να έχουν ήπια μορφή. Αυτό δεν σημαίνει όμως ότι το κράτος πρέπει να παρεμβαίνει παντού διατηρώντας τεράστια δημοσιονομικά ελλείμματα. Προς τούτο, απαιτείται μείωση των στρατιωτικών δαπανών και αναποτελεσματικών επιδοτήσεων, αλλά και μια έξυπνη φορολογική πολιτική που θα αυξάνει τα κρατικά έσοδα. Επιπλέον, ο στόχος δεν πρέπει να είναι μόνον ο ρυθμός ανάπτυξης, αλλά κυρίως η διατήρηση της πλήρους απασχόλησης και γι' αυτό επιβάλλεται «ελαστικοποίηση» των αγορών εργασίας καθώς και ενίσχυση των επενδύσεων εντάσεως εργασίας.

Όσον αφορά τον τραπεζικό τομέα, ο δανεισμός πρέπει να γίνεται με βάση τα περιουσιακά και κεφαλαιακά στοιχεία των τραπεζών ώστε να αποφεύγονται οι επενδύσεις υψηλού ρίσκου. Η αύξηση του ανταγωνισμού στον τραπεζικό κλάδο είναι αναγκαία, ενώ η διάσωση τραπεζών πρέπει να γίνεται μόνο σε περιπτώσεις που αυτές έχουν μελλοντικά την ικανότητα να επιβιώσουν. Η θέση αυτή συνεπάγεται, ότι η «γιγάντωση» προβληματικών τραπεζικών οργανισμών μέσω της συνεχούς κρατικής χρηματοδότησης και υποστήριξης τους, είναι ανεπιθύμητη. Η κανονικοποίηση οφείλει να ακολουθεί τις εξελίξεις του χρηματοπιστωτικού τομέα, ώστε να εμποδίζονται πρακτικές αφερέγγυου και υψηλού ρίσκου δανεισμού. Στον τομέα των επιχειρήσεων, πρέπει να αποφεύγονται πολιτικές που οδηγούν σε μονοπωλιακές καταστάσεις, ενώ οι μεγάλες προβληματικές επιχειρήσεις πρέπει να διασπώνται και να διασώζονται μόνο οι τομείς τους που είναι βιώσιμοι. Η κεντρική τράπεζα που έχει τον σημαντικό ρόλο του δανειστή ύστατης προσφυγής, χρειάζεται να καταφεύγει περισσότερο στην πρακτική του άμεσου δανεισμού παρά σε συναλλαγές ανοικτής αγοράς, ενώ οφείλει να ασκεί αποτελεσματικό έλεγχο στους ισολογισμούς και τις επενδυτικές κινήσεις των τραπεζών. Η δέσμη πολιτικών προτάσεων του Minsky, έχει σαφώς κεϋνσιανό χαρακτήρα, αλλά αναζητά την χρυσή τομή που οδηγεί στην αποφυγή ενός υπεργιγαντωμένου κράτους, ευνοεί την ύπαρξη μικρών επιχειρήσεων και τραπεζών και δίνει

βάρος στην σημασία της απασχόλησης και της κοινωνικής πρόνοιας. Ωστόσο, ο ίδιος αναγνωρίζει ότι η φύση του καπιταλισμού είναι τέτοια, που ακόμη και αν αυτές οι ρυθμίσεις επιτευχθούν, η τάση του συστήματος να γεννάει κρίσεις θα συνεχιστεί, θέτοντας συνεχώς νέες προκλήσεις για τους πολιτικούς δρώντες.²⁶³

5.4 Η Οικονομικο-Κοινωνιολογική Προσέγγιση του Galbraith

Ο κεϋνσιανής επιρροής οικονομολόγος John Kenneth Galbraith, ο οποίος και μελέτησε συστηματικά τις χρηματοπιστωτικές κρίσεις, προσφέρει μία ερμηνεία που παρουσιάζει αρκετά κοινά στοιχεία με την θεωρία του Minsky, πλαισιωμένη όμως και με ψήγματα κοινωνιολογικής και ψυχολογικής ανάλυσης. Ο Galbraith ισχυρίζεται ότι οι κερδοσκοπικές συμπεριφορές και η χρηματοπιστωτική αστάθεια είναι εγγενείς στο καπιταλιστικό σύστημα, γεγονός που θα πρέπει να γίνει αποδεκτό απ' όλους τους οικονομικούς δρώντες²⁶⁴. Η διαδικασία εξελίσσεται ως εξής: α) μια νέα τεχνολογική καινοτομία, ένας καινούργιος κλάδος παραγωγής ή μια νέα πολιτική ή οικονομική εξέλιξη, δημιουργεί προσδοκίες για μεγάλα κέρδη στο επενδυτικό κοινό β) δημιουργείται η αίσθηση σε κάθε επενδυτή ξεχωριστά (είτε πρόκειται για μεμονωμένα άτομα είτε για χρηματοπιστωτικά ιδρύματα) ότι συμμετέχει σε κάτι «νέο» και επαναστατικό, και ότι βρίσκεται ένα βήμα μπροστά απ' την υπόλοιπη «μάζα» επενδυτών. Η πεποίθηση αυτή αυτοεκπληρώνεται όταν σύντομα ακολουθούν την ίδια επιλογή και άλλοι επενδυτές. Με τον τρόπο αυτό, οι αξίες του αντικειμένου της κερδοσκοπίας (τουλίπες, μετοχές, ακίνητα κλπ.) ανέρχονται γ) η άνοδος των τιμών διευκολύνεται από την υπερβολική επέκταση της πίστωσης, ιδιαίτερα με την χρήση μεγάλων περιθωρίων μόχλευσης δ) η κατάσταση «ευφορίας» που επικρατεί στην αγορά ενισχύεται από δύο σημαντικούς παράγοντες. Πρώτον, το γεγονός ότι ιστορική οικονομική μνήμη των επενδυτών είναι βραχύβια, και συνεπώς οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις του παρελθόντος τείνουν να λησμονούνται σχετικά σύντομα. Δεύτερον, οι επενδυτές τείνουν να συσχετίζουν τον πλούτο με την ευφροσύνη ενός ανθρώπου. Αυτό σημαίνει ότι άτομα με μεγάλη οικονομική επιφάνεια καθώς και αυτοί που βρίσκονται στην κορυφή της διοίκησης μεγάλων οικονομικών οργανισμών, θεωρούνται ως πρότυπα για τους υπόλοιπους επενδυτές και συνεπώς οι συμπεριφορές και οι δηλώσεις τους αποτελούν θέσφατα για τους συμμετέχοντες στην αγορά ε) υπάρχουν πάντα κάποια μεμονωμένα άτομα

²⁶³ Για ένα πιο αναλυτικό πλαίσιο των πολιτικών προτάσεων του Minsky βλέπε Minsky, H.P., *Stabilizing an Unstable Economy*, McGraw-Hill, New York, 2008. (1st edition Yale University Press, New Haven and London, 1986). σελ. 319-69.

²⁶⁴ Galbraith, J.K., *A Short History of Financial Euphoria*, Penguin Books, New York, 1994. σελ viii.

που προειδοποιούν την μάζα των επενδυτών ότι η κερδοσκοπία έχει φτάσει σε πολύ υψηλά επίπεδα και επίκειται καταστροφή (βλέπε Roger Babson και Paul Warburg το 1929, Galbraith το 1987, Roubini το 2007 κλπ.) οι οποίοι επικρίνονται ως Κασσάνδρες και «γραφικοί» απ' τους περισσότερους στ) όταν η «φούσκα» σκάσει, οι ευθύνες δεν αποδίδονται στην συλλογική «παράνοια» του επενδυτικού κοινού, αλλά σε μεμονωμένα άτομα (που μέχρι πριν θεωρούνταν επιφανείς οικονομικοί και πολιτικοί παράγοντες) καθώς και σε μεμονωμένες επιχειρήσεις και τραπεζικά ιδρύματα (π.χ. Goldman Sachs, ισχυρά hedge funds όπως αυτό του Soros, Fannie Mae και Freddie Mac κλπ.). Αντιθέτως, η ίδια η αγορά και οι μηχανισμοί της θεωρούνται ουδέτεροι και η ευθύνη της καταστροφής αποδίδεται σ'έναν «εξωτερικό παράγοντα», σίγουρα όχι πάντως στην κερδοσκοπική συμπεριφορά των επενδυτών. ζ) το κερδοσκοπικό επεισόδιο ακολουθείται από ευρείες συζητήσεις για την ανάγκη αναμόρφωσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος και των «εργαλείων» του, καθώς και την επιβεβλημένη ρύθμιση των λειτουργιών του. Φυσικά, ούτε λόγος να γίνεται για την ευθύνη που αναλογεί συλλογικά στους επενδυτές. Έτσι, καταλήγει ο Galbraith, τα κερδοσκοπικά επεισόδια και οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις τείνουν να επαναλαμβάνονται συνεχώς στην καπιταλιστική οικονομία. Συνεπώς, με όπλο τα διδάγματα της ιστορίας, τα άτομα οφείλουν να αποφεύγουν την υιοθέτηση υπερβολικά αισιόδοξων οικονομικών προσδοκιών και την ταύτιση του πλούτου με την ανθρώπινη εξυπνάδα. Όταν δε, διακρίνουν μαζικές επενδυτικές συμπεριφορές, οφείλουν να είναι πολύ επιφυλακτικοί, καθώς ο κίνδυνος ξεσπάσματος κερδοσκοπικής φούσκας είναι περισσότερο από πιθανός να συμβεί.

5.5 Χρηματοπιστωτικές Κρίσεις των Αναδυόμενων Χωρών

Η πρώτη απόπειρα ερμηνείας των κρίσεων στις αναδυόμενες αγορές ανήκει στις θεωρίες που δίνουν βάση στις μακροοικονομικές πολιτικές των χωρών αυτών. Όπως είδαμε παραπάνω, τα «πρώτης γενιάς» μοντέλα όπως εκείνο του Krugman, εστιάζουν στον αρνητικό ρόλο που διαδραματίζει η διατήρηση υψηλών ελλειμάτων, που οδηγούν σε μείωση των συναλλαγματικών αποθεμάτων, σε κερδοσκοπικές επιθέσεις και τελικά σε καταρρεύσεις των ισοτιμιών. Τα μοντέλα «δεύτερης γενιάς» αναφέρονται στις επιλογές οικονομικής πολιτικής που μέσα από μία διαδικασία «αυτοεκπληρούμενης προφητείας» μπορούν να καταλήξουν σε διατάραξη των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Ένα τρίτο μοντέλο είναι αυτό που στηρίζεται στην θεωρία των Dybvig-Diamond για τους τραπεζικούς πανικούς και έχει

αναπτυχθεί από τους Roberto Chang και Andrés Velasco²⁶⁵. Η θεωρία τους βασίζεται στην έλλειψη διεθνούς ρευστότητας η οποία μπορεί να προκαλέσει την κατάρρευση του εγχώριου χρηματοπιστωτικού συστήματος, και λαμβάνει χώρα όταν οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις είναι μεγαλύτερες της αξίας των περιουσιακών στοιχείων του συστήματος²⁶⁶. Ιδιαίτερη έμφαση δίνεται στην περίπτωση αυτή α) στον ρόλο των τραπεζών, δεδομένου ότι στις αναδυόμενες χώρες υπάρχει σχετική έλλειψη άλλων αγορών και μηχανισμών πίστωσης β) στην πιθανή έλλειψη ρευστότητας που αντιμετωπίζουν αυτές οι χώρες λόγω αδυναμίας των τραπεζών τους να προσελκύσουν εύκολα κεφάλαια απ' το εξωτερικό²⁶⁷. Οι συγγραφείς καταλήγουν στα παρακάτω συμπεράσματα, προτείνοντας παράλληλα τις αντίστοιχες λύσεις²⁶⁸: 1) ο εξωτερικός δανεισμός με βραχυπρόθεσμο ορίζοντα αποπληρωμής μπορεί να προκαλέσει προβλήματα στο τραπεζικό σύστημα, και συνεπώς προτείνεται η διατήρηση υψηλών αποθεματικών απ' τις τράπεζες αλλά και επιβολή φορολογίας αντιστρόφως ανάλογης σε ύψος σε σχέση με την χρονική διάρκεια των δανείων (μέτρο που εφάρμοσαν η Χιλή και η Κολομβία την δεκαετία του 1990) 2) η χρηματοοικονομική απελευθέρωση είναι πολύ πιθανό να οδηγήσει σε προβλήματα τον τραπεζικό τομέα και γι' αυτό θα πρέπει να γίνεται σταδιακά και με προσοχή 3) σε περίπτωση που ξεσπάσει κρίση, αν το πρόβλημα είναι αποτέλεσμα «ηθικού κινδύνου» και υπερδανεισμού (N.A. Ασία κατά Krugman) ή απάτης (κρίση των Savings and Loan Associations στις ΗΠΑ κατά Akerlof και Romer), οι τράπεζες θα πρέπει να εκκαθαριστούν άμεσα. Αντιθέτως, αν το πρόβλημα έγκειται στην παροδική έλλειψη ρευστότητας, θα πρέπει να υπάρξει βοήθεια και κεφαλαιακή ενίσχυση των τραπεζών αυτών 4) οι στρεβλωτικές κυβερνητικές πολιτικές και οι επενδυτικές επιδοτήσεις πρέπει να αποφεύγονται διότι αυξάνουν την ευαισθησία και μειώνουν την ρευστότητα του χρηματοπιστωτικού τομέα 5) η διατήρηση σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών σε συνδυασμό με την έλλειψη ρευστότητας μπορεί να αποβεί καταστρεπτική συνταγή για μία αναδυόμενη χώρα. Καλύτερη επιλογή αποτελεί η ύπαρξη ελεύθερων συναλλαγματικών ισοτιμιών καθώς και η αρωγή ενός δανειστή ύστατης προσφυγής που θα προστατεύει το τραπεζικό σύστημα. Ωστόσο, μια τέτοια λύση περιορίζει τους κινδύνους που προέρχονται από τον πανικό κυρίως των εγχώριων και όχι τόσο των διεθνών επενδυτών 6) η ύπαρξη ενός διεθνούς δανειστή ύστατης προσφυγής κρίνεται απαραίτητη για την ενίσχυση του χρηματοπιστωτικού τομέα των χωρών αυτών σε περιόδους κρίσης. Επιβάλλεται ταυτόχρονα

²⁶⁵ Chang, R., και Velasco, A., *Financial Crises in Emerging Markets: A Canonical Model*, Federal Reserve Bank of Atlanta, Working Paper 98-10, July 1998.

²⁶⁶ Ο.π. σελ. 3.

²⁶⁷ Ο.π. σελ. 5.

²⁶⁸ Ο.π. σελ. 43-5.

προσεκτικός σχεδιασμός και επιτήρηση των τραπεζικών ιδρυμάτων ώστε να αποφευχθούν τα προβλήματα ηθικού κινδύνου που εγείρει η ύπαρξη ενός τέτοιου διεθνούς «σωτήρα».

Οι θεωρίες του σκασίματος της «φούσκας», του ηθικού κινδύνου και της ακανόνιστης διευθέτησης χρέους για την ερμηνεία των κρίσεων στις αναδυόμενες χώρες αναφέρθηκαν παραπάνω και δεν χρειάζεται να επαναληφθούν στο σημείο αυτό. Ακολούθως, θα παρουσιαστεί η θέση του Lawrence Summers σχετικά με τα χαρακτηριστικά και την εξέλιξη μιας διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης, βάσει στοιχείων που παρουσιάζονται στις κρίσεις των αναδυόμενων χωρών. Ο Summers διακρίνει 3 βασικά στάδια στην εξέλιξη μιας κρίσης²⁶⁹: 1) μετά από την αρχική εισροή κεφαλαίων σε μια χώρα, οι εγχώριοι και ξένοι επενδυτές αρχίζουν να μειώνουν τις τοποθετήσεις τους σε αυτήν εξαιτίας αλλαγών στα θεμελιώδη μεγέθη της (δημοσιονομικά και εξωτερικά ελλείμματα, αστάθεια στην συναλλαγματική ισοτιμία, προβλήματα του χρηματοπιστωτικού τομέα κλπ.) 2) ακολούθως, οι επενδυτές στρέφονται σε μία προσπάθεια εκτίμησης και πρόβλεψης των ενεργειών των υπόλοιπων επενδυτών. Αυτό το γεγονός δημιουργεί μια ψυχολογία γενικευμένου πανικού, όπου κανένας δεν θέλει να είναι ο τελευταίος επενδυτής που θα εγκαταλείψει την χώρα, οδηγώντας σε μαζικές αποσύρσεις κεφαλαίων γ) Η φυγή των κεφαλαίων και οι πιέσεις που ασκούνται στην συναλλαγματική ισοτιμία πλήττουν τον χρηματοπιστωτικό τομέα της χώρας, ο οποίος υποφέρει από έλλειψη κεφαλαίων και ρευστότητας, αυξήσεις των εταιρικών χρεών και πτωχεύσεις, στοιχεία που οδηγούν σε περαιτέρω επιδείνωση των θεμελιωδών μεγεθών της οικονομίας.

Ο Summers προτείνει μία σειρά μέτρων για την πρόληψη των χρηματοπιστωτικών κρίσεων, τόσο σε εθνικό όσο και σε διεθνές επίπεδο. Σε εθνικό επίπεδο οι προτάσεις του είναι²⁷⁰: α) διατήρηση ενός ισχυρού εγχώριου χρηματοπιστωτικού συστήματος (μέσω κεφαλαιακής επάρκειας, ορθής επιτήρησης των τραπεζών και την ύπαρξη επαρκούς εταιρικής διακυβέρνησης και αποτελεσματικού πτωχευτικού δικαίου) β) υιοθέτηση ενός συστήματος ελεύθερων συναλλαγματικών ισοτιμιών ή εναλλακτικά, εφαρμογή συστήματος σταθερών ισοτιμιών με δεσμεύσεις όμως ως προς την άσκηση της νομισματικής πολιτικής (ουσιαστικά απώλεια ελεύθερης άσκησης της) γ) σταθερό μακροοικονομικό περιβάλλον, με εστίαση στην αποφυγή των δημοσιονομικών ελλειμμάτων δ) μείωση της «τρωτότητας» των χωρών στο ρίσκο ρευστότητας που προκαλείται από τις ξένες επενδύσεις. Στην περίπτωση αυτή όμως δεν προτείνονται αυστηροί έλεγχοι στα βραχυπρόθεσμα κεφάλαια, διότι μελλοντικά προκαλούν οικονομικές στρεβλώσεις και αναποτελεσματικότητα. Αντιθέτως,

²⁶⁹ Summers, L. H., "International Financial Crises: Causes, Prevention, and Cures". σελ. 5-6.

²⁷⁰ Ο.π. σελ. 7-9

υποδεικνύεται η μερική υποκατάστασή τους από τις άμεσες ξένες επενδύσεις, τις μετοχικές επενδύσεις χαρτοφυλακίου και την διάθεση μακροπρόθεσμων ομολόγων σε ξένους επενδυτές. Συνεπώς, τα μέτρα του Summers στοχεύουν στην απελευθέρωση της διεθνούς αγοράς κεφαλαίων και όχι στον περιορισμό της μέσα από την αυστηροποίηση των ελέγχων. Σε διεθνές επίπεδο η ατζέντα του περιλαμβάνει την προώθηση της διαφάνειας μέσω κοινά αποδεκτών λογιστικών προτύπων, την αυτο-επόπτευση των χωρών αλλά και έναν πιο ενεργητικό ρόλο για το ΔΝΤ, τους G-7 και τους G-20. Προτάσεις για την ύπαρξη θεσμοθετημένης χρηματοδοτικής στήριξης προς τις αναδυόμενες αγορές σε περιπτώσεις έκτακτης ανάγκης, απορρίπτονται ως πιθανές αιτίες δημιουργίας ηθικού κινδύνου, καθώς το ίδιο το ενδιαφέρον των χωρών για ανάπτυξη πρέπει να είναι ο οδηγός τους στην εφαρμογή των ορθών πολιτικών²⁷¹.

Πέρα απ' τα μέτρα πρόληψης, ο Summers παρουσιάζει και μία δέσμη μέτρων για την αντιμετώπιση των κρίσεων. Σε εγχώριο επίπεδο προτείνει²⁷²: α) ενίσχυση της εμπιστοσύνης των επενδυτών και των αγορών, που μπορεί να προκύψει μόνο μέσα από την διαφάνεια και την δέσμευση των κυβερνήσεων σε πραγματικές πολιτικές μεταρρυθμίσεις β) απόρριψη συσταλτικών δημοσιονομικών πολιτικών σε περιπτώσεις διαρροής ξένων κεφαλαίων, εκτός και αν συντρέχουν λόγοι υψηλών δημοσιονομικών ελλειμμάτων γ) διατήρηση συσταλτικής νομισματικής πολιτικής βραχυχρόνια όταν ξεσπάσει μία κρίση, και «χαλάρωση» της στο μεσοπρόθεσμο διάστημα δ) διατήρηση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού τομέα, μέσω υποστήριξης των «υγιών» εταιρικών σχημάτων και εκκαθάρισης των προβληματικών ε) ύπαρξη ισχυρών και αποτελεσματικών δικτύων κοινωνικής προστασίας ώστε να υπάρχει μια δίκαιη κατανομή βαρών σε κοινωνικό επίπεδο. Όσον αφορά το διεθνές επίπεδο η αντιμετώπιση των προβλημάτων οφείλει να εστιάζεται σε²⁷³: α) παροχή χρηματοδοτικής στήριξης από διεθνείς οργανισμούς, όπως το ΔΝΤ και β) συνεργασία μεταξύ των ιδιωτών πιστωτών για την ρύθμιση και την επίλυση των θεμάτων που αφορούν την αποπληρωμή και την αναδιάρθρωση των χρεών των χωρών που αντιμετωπίζουν προβλήματα.

²⁷¹ Ο.π. σελ. 9-10.

²⁷² Ο.π. σελ. 10-12.

²⁷³ Ο.π. σελ. 12-14.

Η Μαρξιστική σχολή σκέψης αποτελεί ένα ιδιαίτερο κομμάτι της οικονομικής θεωρίας, το οποίο διαχωρίζεται από τις νεο-κλασικές και νεο-κεϋνσιανές αναλύσεις, εμπεριέχοντας όμως και η ίδια στους κόλπους της διαφορετικές θεωρητικές προσεγγίσεις. Ενώ λοιπόν, η νεοκλασική σχολή δέχεται ότι η καπιταλιστική οικονομία μπορεί να αναπαράγεται με ομαλό και αποτελεσματικό τρόπο αν αφεθεί να λειτουργήσει ελεύθερα, η κεϋνσιανή ισχυρίζεται ότι η διαδικασία αυτή είναι ακανόνιστη και χρειάζεται η κρατική παρέμβαση προκειμένου η κατάσταση ισορροπίας που θα προκύψει να υπόκειται σε χαμηλότερο πληθωρισμό και ανεργία. Ωστόσο, κατά τα δύο αυτά θεωρητικά ρεύματα, η διαδικασία ανάπτυξης του καπιταλισμού δεν έχει φυσικά όρια και μπορεί να συνεχίζεται αενάως. Η μαρξιστική ανάλυση απ' την πλευρά της, διαχωρίζεται ανάμεσα στις θεωρητικές τάσεις που δέχονται ότι ο καπιταλισμός είναι ανίκανος να αυτοεπεκταθεί χωρίς την ύπαρξη κάποιας εξωτερικής πηγής ζήτησης (θεωρίες υποκατανάλωσης) και σε εκείνες που δέχονται μεν την δυνατότητα αυτοεπέκτασής του, αλλά όχι και την τελική ισορρόπηση του συστήματος, καθώς οι διαδικασίες συσσώρευσης εντείνουν τις αντιθέσεις που ενυπάρχουν σε αυτό και οδηγούν σε ολοένα και βαθύτερες οικονομικές κρίσεις (θεωρίες της πτωτικής τάσης του ποσοστού κέρδους).

Οι θεωρίες υποκατανάλωσης εκκινούν απ' την παραδοχή, ότι η παραγωγή εξαρτάται απ' την κατανάλωση, αλλά «η καπιταλιστική παραγωγή ανταποκρίνεται όχι στην δύναμη της ανάγκης αλλά της αγοράς, όχι στη ζήτηση αλλά στην ενεργό ζήτηση (ζήτηση δηλαδή που υποστηρίζεται από χρήμα)»²⁷⁵. Η ανάλυση στηρίζεται στο μοντέλο των 2 τομέων της οικονομίας, όπου ο τομέας I παράγει κεφαλαιουχικά αγαθά ενώ ο τομέας II καταναλωτικά αγαθά και υπηρεσίες. Η ζήτηση για τον τομέα II δεν καθορίζει μόνο την παραγωγή αυτού του τομέα αλλά και του τομέα I, καθώς οι εκροές του πρώτου τομέα είναι αποτέλεσμα των αναγκών για εισροές στον δεύτερο τομέα. Συνεπώς, η ζήτηση του τομέα I είναι «παράγωγη» αυτής του τομέα II. Ένα μέρος του συνολικού κοινωνικού προϊόντος στην περίπτωση αυτή, διατίθεται για την αντικατάσταση των εισροών που χρησιμοποιήθηκαν για την παραγωγή του, ενώ το υπόλοιπο (καθαρό προϊόν) διανέμεται ανάμεσα σε καπιταλιστές και εργάτες. Παρομοίως, μέρος του εισοδήματος, αφιερώνεται για αναπλήρωση των δαπανηθέντων κεφαλαιουχικών αγαθών, ενώ εκείνο που υπολείπεται (καθαρό εισόδημα)

²⁷⁴ Η ανάλυση του τμήματος αυτού βασίζεται στο Shaikh, A., "An Introduction to the History of Crisis Theories" στο *U.S. Capitalism in Crisis*, U.R.P.E., New York, 1978. Θα ακολουθήσουν επιμέρους αναφορές στο εν λόγω κείμενο, όπου αυτό θεωρείται απαραίτητο.

²⁷⁵ Ο.π.σελ. 222.

κατανέμεται ανάμεσα σε μισθούς και κέρδη. Το βασικό πρόβλημα στην θεωρία κατανάλωσης προκύπτει, επειδή αν και οι εργάτες δαπανούν όλους τους μισθούς τους (αγοράζοντας μέρος του καθαρού προϊόντος), δεν λαμβάνουν ποτέ ολόκληρο το καθαρό εισόδημα και συνεπώς είναι αδύνατο να αγοράσουν το σύνολο του καθαρού προϊόντος. Αυτό σημαίνει ότι δημιουργείται ένα «κενό ζήτησης» που είναι τόσο μεγαλύτερο, όσο μικρότερο είναι το μερίδιο των εργατών στους μισθούς. Το κενό αυτό μπορεί να καλυφθεί μόνο μέσω της κατανάλωσης των κερδών των καπιταλιστών. Αν όμως οι καπιταλιστές δαπανήσουν όλα τους τα κέρδη σε καταναλωτικά αγαθά, τότε η παραγωγή δεν μπορεί να αναπτυχθεί λόγω έλλειψης επενδύσεων. Αν πάλι, μέρος των κερδών επενδυθεί, τότε θα παραμείνει ένα μέρος του «κενού ζήτησης», και ταυτόχρονα η μελλοντική αύξηση της παραγωγής θα επιδεινώσει ακόμη περισσότερο την υπάρχουσα κατάσταση. Αυτό σημαίνει ότι το καπιταλιστικό σύστημα είναι εγγενώς παγιδευμένο σε μια διαδικασία όπου η αρχική οικονομική άνθηση και η συσσώρευση ακολουθούνται από την έλλειψη ζήτησης και την ύφεση.²⁷⁶

Το πρόβλημα στην περίπτωση αυτή είναι όπως αναφέρει και ο Bleaney ότι υπάρχει ένα όριο πάνω από το οποίο ο ρυθμός συσσώρευσης αυξάνεται επικίνδυνα απειλώντας με κρίση, και το όριο αυτό στην πραγματικότητα είναι ο μηδενικός ρυθμός συσσώρευσης.²⁷⁷ Ποια είναι λοιπόν η λύση του προβλήματος; Ο Sismonde de Sismondi όπως και ο Malthus αναφέρουν ότι το διεθνές εμπόριο μπορεί να βοηθήσει στην κάλυψη του «κενού ζήτησης» μέσω της αναζήτησης ξένων αγορών, αλλά αυτό αποτελεί μόνον προσωρινή λύση, αν το διεθνές εμπόριο λαμβάνει χώρα μόνο μεταξύ καπιταλιστικών οικονομιών²⁷⁸. Αρχικά ο Hobson και αργότερα η Rosa Luxemburg και ο Lenin (παρότι απορρίπτει την θεωρία υποκατανάλωσης) επεκτείνουν το επιχείρημα αυτό, τονίζοντας ότι μοναδική διέξοδος για την κατανάλωση της πλεονάζουσας παραγωγής αποτελούν οι μη-καπιταλιστικές αγορές του εξωτερικού, οδηγώντας έτσι τις καπιταλιστικές χώρες σε ιμπεριαλιστικές πολιτικές. Ο Hobson πάντως αναφέρει ότι το πρόβλημα της υποκατανάλωσης μπορεί να επιλυθεί μέσω της αναδιανομής εισοδήματος, με αύξηση των μισθών των εργατών καθώς και με αύξηση της φορολογίας στους κεφαλαιοκράτες²⁷⁹.

Ο Karl Marx ήταν αυτός όμως που κατάφερε να ανατρέψει τα θεωρητικά θεμέλια των θεωριών υποκατανάλωσης, προσδιορίζοντας την φύση της ενεργούς ζήτησης. Ο Marx

²⁷⁶ Ο.π.σελ. 222-4.

²⁷⁷ Bleaney, M., *Underconsumption Theories: A History and Critical Analysis*, International Publishers, New York, 1976. σελ. 63.

²⁷⁸ Υπό αυτή την έννοια το εξωτερικό εμπόριο είναι «εσωτερικό» στο διεθνές καπιταλιστικό σύστημα, όπως αναφέρει και ο Shaikh στο: Shaikh, A., "An Introduction to the History of Crisis Theories" στο *U.S. Capitalism in Crisis* σελ. 224-5.

²⁷⁹ Hobson αναφορά στο Bleaney, M., *Underconsumption Theories: A History and Critical Analysis* σελ.166.

θέτοντας ένα ζήτημα χρόνου μεταξύ της παραγωγής και της κατανάλωσης των δύο τομέων, έδειξε ότι η ενεργός ζήτηση προέρχεται από την καπιταλιστική τάξη και συνεπώς είναι ικανή να καλύψει σε κάθε περίοδο την διαθέσιμη προσφορά²⁸⁰. Η πιθανότητα ισορροπίας ανάπτυξης είναι δυνατή στον καπιταλισμό για τον Marx, και η υποκατανάλωση δεν αποτελεί ενδογενές πρόβλημα του συστήματος. Ο Lenin συνεχίζει το επιχείρημα λέγοντας ότι σκοπός του καπιταλισμού είναι το κέρδος και όχι η κατανάλωση, συνεπώς η δυνατότητα επιβίωσης του καπιταλισμού επιβάλλει την ανάγκη οργάνωσης του προλεταριάτου²⁸¹. Ο Tugan-Baranowsky υποστήριξε με την σειρά του ότι ο καπιταλισμός ήταν ολοκληρωτικά ανεξάρτητος από την κατανάλωση, αρκεί οι τομείς I και II να αναπτύσσονται σε σωστή αναλογία μεταξύ τους, κάτι που όμως ήταν καθαρά θέμα τύχης και δυνητικά μπορούσε να οδηγήσει σε κρίσεις. Οι Hilferding και Tugan-Baranowsky διετύπωσαν την άποψη ότι ο σχεδιασμός θα περιορίσει τις κρίσεις, κάτι που θα μπορούσε να γίνει πραγματικότητα μέσα από έναν «οργανωμένο καπιταλισμό» που θα προέκυπτε μέσα από κοινοβουλευτικές διαδικασίες²⁸². Η Rosa Luxemburg αντιτιθέμενη στα παραδείγματα διευρυνόμενης παραγωγής του Marx, υποστηρίζει ότι εφόσον κάποιος δέχεται «ότι η ανάπτυξη του καπιταλισμού δεν κατευθύνεται προς την αυτοκαταστροφή του, τότε ο σοσιαλισμός παύει να είναι αντικειμενικά απαραίτητος»²⁸³. Για την Luxemburg η θεωρία του Marx ήταν «αλγεβρικά δυνατή αλλά κοινωνικά αδύνατη»²⁸⁴ και μόνο κάποια πηγή εξωτερικής ζήτησης θα μπορούσε να απορροφήσει την πλεονάζουσα παραγωγή. Έτσι οι ιμπεριαλιστικές συμπεριφορές των καπιταλιστικών κρατών που αναπτύσσονται για την αναζήτηση νέων αγορών, οδηγούν σε κρίσεις, πολέμους και επαναστάσεις, καθώς το μη καπιταλιστικό περιβάλλον συρρικνώνεται. Ο Shaikh δείχνει όμως ότι η Luxemburg δεν κατανοεί τις αιτιακές σχέσεις μέσα από τις οποίες κινείται ο καπιταλισμός και συνεπώς καταλήγει σε λάθος συμπεράσματα²⁸⁵.

Ο Paul Sweezy αναβιώνει τις θεωρίες υποκατανάλωσης στο έργο του «Θεωρία της Καπιταλιστικής Ανάπτυξης», θεωρώντας όμως και αυτός με την σειρά του ότι η ζήτηση για καταναλωτικά αγαθά είναι αυτή που καθορίζει την συνολική παραγωγή. Όσον αφορά την ενεργό ζήτηση, πιστεύει ότι καθώς η εκβιομηχάνιση προχωρά, οι δαπάνες επένδυσης των

²⁸⁰ Για μια εκτενέστερη ανάλυση του ζητήματος αυτού βλέπε : Shaikh, A., "An Introduction to the History of Crisis Theories" σελ. 225-6.

²⁸¹ Ο.π. σελ. 228.

²⁸² Ο.π. σελ. 228.

²⁸³ Jacoby, R., "The Politics of the Crisis Theory: Towards the Critique of Automatic Marxism II", *Telos*, 23, Spring 1975, σελ. 22.

²⁸⁴ Bleaney, M., *Underconsumption Theories: A History and Critical Analysis*. σελ.193.

²⁸⁵ Shaikh, A., "An Introduction to the History of Crisis Theories" σελ. 228-9.

καπιταλιστών σε κεφαλαιουχικά αγαθά αυξάνονται ταχύτερα απ' τους μισθούς και συνεπώς η αύξηση στην παραγωγή των καταναλωτικών αγαθών είναι μεγαλύτερη απ' την ζήτησή τους, δημιουργώντας το γνωστό «κενό ζήτησης». Ο Shaikh παρατηρεί ξανά ότι η προσέγγιση αυτή δεν λαμβάνει υπ' όψιν της το γεγονός ότι τα κεφαλαιουχικά αγαθά μπορούν να παράγουν όχι μόνο καταναλωτικά αλλά και άλλα κεφαλαιουχικά αγαθά και συνεπώς είναι δυνατή η διεύρυνση της παραγωγής. Στο μετέπειτα έργο τους «Μονοπωλιακός Καπιταλισμός» οι Sweezy-Baran διακηρύσσουν ότι ο μονοπωλιακός καπιταλισμός αυξάνει την παραγωγή γρηγορότερα απ' την ενεργό ζήτηση και οδηγεί σε υφέσεις, οι οποίες όμως μπορούν να αποφευχθούν μέσα από νέες καινοτομίες, ιμπεριαλιστικές πολιτικές και πολέμους, καθώς και από την ενίσχυση της ζήτησης μέσω της διαφήμισης και των κυβερνητικών δαπανών. Ο Shaikh διερωτάται με βάση ποια λογική οι μονοπωλητές συνεχίζουν να επεκτείνουν την παραγωγική τους δυναμικότητα όταν αντιμετωπίζουν ανεπαρκή ζήτηση και συνεπώς εντοπίζει στην προαναφερθείσα θεωρία μια αδυναμία προσδιορισμού του ρυθμού συσσώρευσης.²⁸⁶

Η θεωρία του Marx δεν εστιάζει στην ανεπαρκή ενεργό ζήτηση ως αιτία των οικονομικών κρίσεων. Αντιθέτως, «το πραγματικό εμπόδιο της καπιταλιστικής παραγωγής είναι το ίδιο το κεφάλαιο»²⁸⁷. Η συσσώρευση μειώνει σταδιακά το ποσοστό κέρδους, αυξάνει τον ανταγωνισμό για αγορές, πρώτες ύλες και φθηνό εργατικό δυναμικό και εντείνει την ταξική πάλη ανάμεσα σε κεφαλαιοκράτες και εργάτες. Οι κρίσεις δεν προέρχονται από τους υψηλούς μισθούς αλλά απ' την πτώση του ποσοστού κέρδους των επιχειρήσεων και όσο οι καπιταλιστικές δυνάμεις υπερισχύουν, το σύστημα αναπαράγεται, έως ότου τελικά το προλεταριάτο καταφέρει μέσω των αγώνων του να το ανατρέψει. Όταν η κερδοφορία πέφτει, οι κεφαλαιούχοι μειώνουν τις μισθοδοτικές τους δαπάνες και συνεπώς μέρος του συνολικού προϊόντος μένει απούλητο, δημιουργώντας ένα «κενό ζήτησης». Η υποκατανάλωση όμως στην περίπτωση αυτή είναι το αποτέλεσμα του πτωτικού ποσοστού κέρδους και όχι η πρωταρχική αιτία της κρίσης.

Στην καπιταλιστική κοινωνία, λέει ο Marx, η παραγωγική δραστηριότητα λαμβάνει χώρα στην βάση του αναμενόμενου κέρδους, αλλά τελικά αυτό που καθορίζει τις χρηματικές τιμές και τα κέρδη είναι ο συνολικός χρόνος εργασίας που «δαπανάται» στην παραγωγή εμπορευμάτων. Ο συνολικός χρόνος εργασίας που απαιτείται για να παραχθεί ένα προϊόν, αποτελείται από τον χρόνο εργασίας που εμπεριέχεται στην παραγωγή των παραγωγικών μέσων που αναλώθηκαν σε αυτό (πρώτες ύλες, μηχανήματα κλπ.) και από τον χρόνο

²⁸⁶ Ο.π. σελ. 230-1.

²⁸⁷ Marx, K., *Capital*, Vol. III, International Publishers, New York, 1967. σελ. 250.

εργασίας που αφιέρωσαν οι εργάτες στην παραγωγή του. Ο πρώτος παράγοντας ονομάζεται από τον Marx «σταθερό κεφάλαιο» (C), ο δεύτερος «προστιθέμενη αξία από ζωντανή εργασία» (L) και η συνολική εργασιακή αξία του προϊόντος είναι η C+L. Η διαφορά μεταξύ της εργασιακής αξίας που χρειάζονται οι εργάτες για να αναπαράγουν τους εαυτούς τους (V) και της συνολικής εργασιακής αξίας που προσφέρουν (L) αποτελεί την υπερεργασία (S) απ' την οποία προέρχεται το υπερπροϊόν²⁸⁸ και το κέρδος: $S=L-V$. Ο Marx ονομάζει τον λόγο S/V «ποσοστό υπεραξίας» ή «ποσοστό εκμετάλλευσης», το οποίο μπορεί να αυξηθεί είτε με επιμήκυνση του χρόνου της εργάσιμης ημέρας, είτε με μείωση των πραγματικών μισθών των εργατών ή με αύξηση της παραγωγικότητάς τους. Αυτό όμως που καθορίζει την συσσώρευση των καπιταλιστών είναι το ποσοστό κέρδους $S/(C+V)$, το οποίο καθώς αυξάνει ο ανταγωνισμός των κεφαλαίων και η απασχόληση, γίνεται προσπάθεια από τους καπιταλιστές να διατηρηθεί μέσω της μείωσης του κόστους. Καθώς όμως η εργατική τάξη αποκτά ολοένα και αυξανόμενη διαπραγματευτική ισχύ, η λύση στο πρόβλημα των κεφαλαιοκρατών είναι η αύξηση της παραγωγικότητας μέσω της μηχανοποίησης της παραγωγής. Με την αντικατάσταση των εργατών από μηχανές όμως, οι κεφαλαιοκράτες ουσιαστικά εξολοθρεύουν την «κότα που γεννά τα χρυσά αυγά», την πηγή του υπερπροϊόντος, και έτσι καταλήγουμε στο νόμο της πτωτικής τάσης του κέρδους²⁸⁹.

Ο Marx πάντως απορρίπτει την λύση της αναδιανομής του εισοδήματος, καθώς το ύψος αμοιβής της εργασίας (που προσδιορίζεται από κοινωνικό-ιστορικούς παράγοντες που αντανakλούν την διαπραγματευτική ισχύ των τάξεων και όχι από την αγορά όπως στους νεοκλασικούς) είναι μικρότερο της αξίας του παραχθέντος προϊόντος: «Κανένας μισθός δεν είναι δίκαιος εφόσον τα κέρδη των μη-εργαζόμενων είναι θετικά». Έχει αξία μάλιστα να παρατηρήσουμε, ότι ο καπιταλισμός φθάνει μέσω της πτώσης του ποσοστού κέρδους, σε διαδοχικές κρίσεις και υφέσεις που γίνονται ολοένα και βαθύτερες, παρότι οι επιχειρηματίες προσπαθούν να πράξουν το καλύτερο για την ανάπτυξη των επιχειρήσεων τους μέσω της συνεχούς συσσώρευσης. Συνεπώς, το καπιταλιστικό σύστημα για τον Marx είναι άδικο επειδή είναι εκ φύσεως αναποτελεσματικό και μόνο η οριστική ανατροπή του και η κοινωνική ιδιοκτησία των μέσων παραγωγής αποτελούν λύση.²⁹⁰

²⁸⁸ Με τον όρο υπερπροϊόν εννοούμε το μέρος της εργασιακής αξίας του τελικού προϊόντος που απομένει αφού αφαιρεθεί η εργασιακή αξία των αναλωθέντων παραγωγικών μέσων, καθώς και η εργασιακή αξία που είναι απαραίτητη για την αναπαραγωγή των εργατών που απασχολήθηκαν στην παραγωγή του. Αυτό που ουσιαστικά απέδειξε ο Marx είναι ότι μέρος μόνο της αξίας του προϊόντος που παράγουν οι εργάτες διανέμεται σε μισθούς, ενώ το υπόλοιπο καταλήγει ως κέρδος για τους κεφαλαιοκράτες.

²⁸⁹ Για μια μαθηματικοποιημένη ανάλυση του συμπεράσματος βλέπε Shaikh, A., "An Introduction to the History of Crisis Theories" σελ. 233-4.

Ο νόμος της πτωτικής τάσης του κέρδους του Marx έχει δεχθεί πάντως μια σειρά κριτικών τόσο από τους «υποκαταναλωτιστές» όσο και από άλλα μαρξιστικά ρεύματα. Μια πρώτη κριτική είναι αυτή που ισχυρίζεται ότι η μηχανοποίηση δεν είναι αποτέλεσμα του καπιταλιστικού ελέγχου της παραγωγής αλλά της αντίδρασης του κεφαλαίου στην αυξανόμενη εργατική ισχύ, η οποία και εκφράζεται μέσω των αυξημένων πραγματικών μισθών. Συνεπώς, το αποτέλεσμα της διαμάχης μεταξύ κεφαλαιοκρατών και εργατών είναι αυτό που θα καθορίσει τελικά το αν θα υποχωρήσουν τα κέρδη ή όχι. Μια δεύτερη κριτική ισχυρίζεται ότι η μηχανοποίηση δεν είναι απαραίτητο να επιφέρει πτώση των κερδών, καθώς προκαλεί μία αύξηση της παραγωγικότητας (άρα και μείωση της εργασιακής αξίας των μέσων παραγωγής-C) η οποία δύναται να είναι μεγαλύτερη από την αύξηση της μάζας των παραγωγικών μέσων και επομένως μπορεί να οδηγήσει σε κερδοφορία. Ένα τρίτο σημείο κριτικής εστιάζεται στην παρατήρηση ότι οι κεφαλαιοκράτες δεν θα χρησιμοποιούσαν ποτέ μια παραγωγική τεχνική που θα μείωνε το ποσοστό κέρδους τους. Παρά την λογική του επιχειρήματος αυτού, παραγνωρίζεται η πεποίθηση του Marx ότι η μηχανοποίηση δεν αποτελεί επιλογή των καπιταλιστών, αλλά αναγκαιότητα προκειμένου να ανταποκριθούν στους κανόνες του ανταγωνισμού. Μία τελευταία κριτική είναι αυτή που αποδεικνύει εμπειρικά ότι ο λόγος C/L είναι σχετικά σταθερός παρά αυξανόμενος. Το πρόβλημα μιας τέτοιας διαπίστωσης είναι κατά πόσο γίνονται δεκτές στατιστικές μετρήσεις «νεοκλασικού τύπου» από μαρξιστές οικονομολόγους που υιοθετούν μια διαφορετική αντίληψη ως προς την ερμηνεία και τον συμβολισμό των κοινά χρησιμοποιούμενων στατιστικών μεγεθών.²⁹¹

Θα πρέπει να παρατηρήσουμε ωστόσο ότι ο «νόμος» της κίνησης του καπιταλιστικού συστήματος του Marx δεν υπονοεί κάποια μηχανιστική κοινωνική συμπεριφορά των μαζών ούτε υποβιβάζει τον ρόλο των ανθρώπων ως παθητικών δεκτών των εξελίξεων. Αντιθέτως, όπως υποστηρίζει ο Henryk Grossman οι κρίσεις είναι «αντικειμενικά επαναστατικές καταστάσεις» και οι θεωρητικές αναλύσεις απλά εντοπίζουν τα αδύνατα σημεία του συστήματος που μόνο μέσω της ενεργούς δράσης των υποκειμένων μπορεί να ανατραπεί. Ο Paul Mattick δείχνει να συμφωνεί μαζί του τονίζοντας ότι οι «κρίσεις παρέχουν επαναστατικές δυνατότητες» και «μόνον η ταξική πάλη καθορίζει ποιος δρόμος θα ακολουθηθεί». Ο David Yaffe έχει παρόμοιες απόψεις και προσθέτει παράλληλα ότι λανθασμένα εστιάζουμε στις τιμές, στην ανεργία, στους μισθούς και σε άλλες μεταβλητές ως αιτίες εξήγησης των κρίσεων, καθώς αυτές στην πραγματικότητα είναι

²⁹⁰ Βαρουφάκης, Γ., και Θεοχαράκης, Ν., *Μικροοικονομικά Υποδείγματα Μερικής και Γενικής Ισορροπίας*, κεφάλαιο 4, σελ. 4.61-4.62.

²⁹¹ Shaikh, A., "An Introduction to the History of Crisis Theories". σελ. 234-5.

αποτελέσματά τους. Αυτό που έχει σημασία είναι η πτωτική τάση των κερδών, που επιβραδύνει την συσσώρευση και αυξάνει την ανεργία, ενώ ταυτόχρονα προκαλεί αυξήσεις των τιμών απ' την πλευρά των επιχειρήσεων. Ο πληθωρισμός που προκαλείται με αυτόν τον τρόπο, ενισχύεται και από τις κρατικές παρεμβάσεις για την ενίσχυση της απασχόλησης και την διάσωση των προβληματικών επιχειρήσεων, κάνοντας έτσι δυσκολότερη την εξεύρεση πολιτικών λύσεων.²⁹²

Το τέλος του τμήματος αυτού, αφιερώνεται σε μια θεωρητική παρατήρηση. Συχνά, η πτωτική τάση του ποσοστού κέρδους αποδίδεται σε μια μείωση του λόγου κέρδη/μισθοί. Αν και ο Marx κατέδειξε ότι μια αύξηση του ποσοστού εκμετάλλευσης μπορεί να συνυπάρχει με μια πτώση της κερδοφορίας (όταν παράγεται υπερπροϊόν που μένει όμως απούλητο), το ερώτημα που τίθεται είναι αν όντως η προαναφερθείσα σχέση αποδεικνύεται εμπειρικά. Στο σημείο αυτό κομβικής σημασίας είναι το πώς κανένας ορίζει τα κέρδη. Η «ορθόδοξη» προσέγγιση ενδιαφέρεται για τα καθαρά έσοδα της επιχείρησης (κέρδη απαλλαγμένα από έξοδα πωλήσεων και έμμεσους φόρους) ενώ η μαρξιστική σχολή για τα ακαθάριστα κέρδη της. Αλλά, όπως εύστοχα παρατηρεί ο Shaikh, «το γεγονός ότι οι δαπάνες αυτές είναι απαραίτητες, δεν αναιρεί το ότι είναι επίσης παράγωγες μορφές υπεραξίας. Είναι απαραίτητο να παραχθεί το υπερπροϊόν πριν να μπορέσει να πωληθεί και η πώληση του αλλάζει μόνο τον τίτλο ιδιοκτησίας του, όχι το μέγεθος του. Η έκταση στην οποία μέρος του υπερπροϊόντος απορροφάται από τις αλλαγές τίτλων και από τις κρατικές δραστηριότητες είναι απλά δείκτης των εξόδων διανομής και νομιμοποίησης του συστήματος»²⁹³. Συνεπώς όπως αποδεικνύεται και εμπειρικά, ένας αυξανόμενο ποσοστό εκμετάλλευσης υπάρχει και είναι συμβατό με μια μείωση του λόγου μισθοί/κέρδοι (ιδιαίτερα μετά τον ΄Β Παγκόσμιο πόλεμο) εξαιτίας του αυξανόμενου καπιταλιστικού ανταγωνισμού και του εντεινόμενου κρατικού παρεμβατισμού²⁹⁴.

5.7 Μαρξιστικές Ερμηνείες της Παγκόσμιας Χρηματοπιστωτικής Κρίσης του 2007

Οι μαρξιστικές επικρίσεις για τον τρόπο λειτουργίας του καπιταλιστικού συστήματος απόκτησαν νέα αξία μετά και το ξέσπασμα της πρόσφατης παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης. Ενώ οι Financial Times το 2007 έγραφαν ότι: «Υπάρχει μια πληθώρα λόγων για να πιστεύουμε πως ενδεχόμενη πτώση (στην αγορά των subprimes) θα

²⁹² Ο.π. σελ. 236-7.

²⁹³ Ο.π. σελ. 239.

²⁹⁴ Ο.π. σελ. 239.

περιοριστεί στο εσωτερικό της [...] Το γεγονός πως τόσο πολλές τράπεζες της Wall Street είναι βαθιά εμπλεκόμενες στον τομέα των subprimes [...] δεν είναι λόγος για συναγερμό. Η έκθεση της καθεμιάς τράπεζας πρέπει να είναι μικρή [...] η τιτλοποίηση κάνει αυτό για το οποίο υφίσταται-διαχέει το ρίσκο»²⁹⁵, μαρξιστές αναλυτές όπως ο Robin Blackburn προέβλεπαν ότι: «Η κατάρρευση (των subprimes) δεν θα προκαλέσει μονάχα μεγάλη δυστυχία στα θύματα που θα χάσουν τα σπίτια τους-θα πλήξει και την στεγαστική αγορά αυξάνοντας τις πιθανότητες μιας οικονομικής κάμψης»²⁹⁶. Ο Blackburn είχε πρωτύτερα διαγνώσει τα προβλήματα που μελλοντικά θα αντιμετώπιζε η παγκόσμια οικονομία, τα οποία και απέδιδε στην ύπαρξη ενός εύθραστου χρηματοπιστωτικού συστήματος. Μία διαφορετική μαρξιστική προσέγγιση, όπως αυτή που εκφράζεται απ' το περιοδικό *International Socialism* (που συνδέεται με το σοσιαλιστικό εργατικό κόμμα της Βρετανίας), ερμήνευσε την κρίση βάσει των πτωτικών ποσοστών κέρδους που επικράτησαν ύστερα απ' την μεταπολεμική οικονομική άνθηση και την αποτυχία ανάκαμψης τους απ' τα χαμηλά επίπεδα στα οποία είχαν φθάσει στις αρχές του 1980. Η πτωτική αυτή τάση, ανάγκασε τους κεφαλαιοκράτες να αναζητήσουν νέες πηγές κέρδους μέσω της ανάπτυξης του χρηματοπιστωτικού τομέα.²⁹⁷ Το ερώτημα που τίθεται λοιπόν για τους μαρξιστές, είναι αν η παρούσα κρίση γεννήθηκε εντός του χρηματοπιστωτικού κλάδου ή αποτελεί μια κρίση της «πραγματικής» οικονομίας που μέσω της χρηματοπιστωτικής σφαίρας οδήγησε στην οικονομική κατάρρευση. Στο σημείο αυτό αξίζει να κάνουμε όμως δύο παρατηρήσεις: Πρώτον, η ανάπτυξη του χρηματοπιστωτικού τομέα έχει σε μεγάλο βαθμό αναπτυχθεί χάριν των εταιρειών της «πραγματικής» οικονομίας και δεύτερον, όταν το χρήμα λειτουργεί και σαν κεφάλαιο, αυξάνει τις πιθανότητες πιστωτικής και χρηματοοικονομικής κερδοσκοπίας.²⁹⁸ Όπως χαρακτηριστικά αναφέρει ο David Harvey «υπάρχει μια διαλεκτική σχέση μεταξύ αυτού που ονομάζουμε “πραγματική” και “χρηματοπιστωτική” πλευρά της οικονομίας»²⁹⁹.

Ξεκινώντας την ανάλυση μας απ' τους θεωρητικούς μαρξιστές που πιστεύουν ότι η κρίση του 2007 είναι απότοκο του χρηματοπιστωτικού τομέα, θα επιστρέψουμε στις απόψεις του Blackburn ο οποίος πρεσβεύει ότι «δύο εξελίξεις των δεκαετιών του '50 και του '60 προκάλεσαν την γέννηση της χρηματοοικονομικής: οι νέες αρχές της καταναλωτικής

²⁹⁵ “Subprime Sickness”, *Financial Times*, 23 February 2007.

²⁹⁶ Blackburn, R., “Toxic Waste in the Subprime Market”, *Counterpunch*, 22, March 2007, Διαθέσιμο στο www.counterpunch.org/blackburn03222007.html (τελευταία πρόσβαση στις 20/6/2011).

²⁹⁷ Choonara, J., “Marxist Accounts of the Current Crisis”, *International Socialism* 123, 24 June 2009. σελ. 1.

²⁹⁸ Ο. π. σελ. 2.

²⁹⁹ Harvey, D., “Exploring the Logic of Capitalism”, συνέντευξη στον Joseph Choonara, *Socialist Review*, April 2009. σελ. 18.

πίστης και η ανάπτυξη της “θεσμικής” χρηματοοικονομικής και του πιστωτικού management»³⁰⁰. Προσθέτει δε ότι : «η ρίζα της αιτίας της κρίσης είναι απλά η φτώχεια» και η αύξηση της κατανάλωσης των Κινέζων εργατών θα «δώσει ώθηση στην παγκόσμια οικονομία»³⁰¹, θυμίζοντας στο σημείο αυτό τις θεωρίες των «υποκαταναλωτιστών». Ο Peter Gowan τονίζει επίσης τον ρόλο του χρηματοπιστωτικού συστήματος, υποστηρίζοντας ότι η ανάπτυξη του υπήρξε μια ηθελημένη πολιτική της αμερικανικής και βρετανικής πολιτικής ελίτ. Οι κυβερνήσεις θεώρησαν ότι η απορρύθμιση της αγοράς θα αύξανε τα χρηματοοικονομικά κέρδη και οι παρεμβάσεις σε περιόδους «σκασίματος» φουσκών, θα διέσωζαν τον τραπεζικό τομέα και το σύνολο της οικονομίας³⁰². Έτσι, ο Gowan υποστηρίζει την ύπαρξη ενός συστήματος δημόσιας πίστωσης και τραπεζών που θα κατευθύνουν το κεφάλαιο στους παραγωγικούς τομείς της οικονομίας³⁰³, ενώ ο Blackburn τονίζει ότι «η λύση δεν είναι η εγκατάλειψη του χρήματος και της χρηματοοικονομικής αλλά η ενσωμάτωση τους σ’ ένα κατάλληλα ρυθμισμένο σύστημα»³⁰⁴. Ο Geoff Mann αντιτίθεται σε αυτές τις απόψεις λέγοντας πως «σκοπός δεν είναι η αναδιανομή της αξίας, αλλά η καταστροφή της» και ότι «η ανατροπή του καπιταλισμού είναι ο μόνος δρόμος»³⁰⁵.

Ένας άλλος θεωρητικός της ίδιας σχολής, ο Κώστας Λαπαβίτσας, υποστηρίζει ότι η παρούσα κρίση είναι διαφορετική από αυτές του 19ου αιώνα αλλά και αυτές της δεκαετίας του 1970. Παραδοσιακά, οι τράπεζες αποκόμιζαν τα κέρδη τους από τόκους που προέρχονταν από δανεισμό στις παραγωγικές επιχειρήσεις. Πλέον όμως οι επιχειρήσεις αυτές μπορούν να δανείζονται είτε «εσωτερικά» μέσω των κερδών που επιτυγχάνουν, είτε στρεφόμενες στις ανοιχτές αγορές ομολόγων και άλλων τίτλων. Συνεπώς, το χρηματοπιστωτικό σύστημα αναζήτησε άλλες πηγές κέρδους, δίνοντας βάση στην παροχή καταναλωτικής και στεγαστικής πίστης και αυτονομήθηκε έτσι από την σχέση του με τον παραγωγικό τομέα της οικονομίας. Δεδομένου του γεγονότος ότι οι μισθοί στις ΗΠΑ και σε άλλες χώρες μένουν στάσιμοι (ή και μειούμενοι), η διατήρηση της πίστωσης είναι δυνατή μόνο μέσω της δημιουργίας «φουσκών» στα περιουσιακά στοιχεία και στους

³⁰⁰ Blackburn, R., “The Subprime Crisis”, *New Left Review*, 50, March-April 2008.

³⁰¹ Blackburn, R., “Value Theory and the Chinese Worker: A Reply to Geoff Mann”, *New Left Review*, 56, March-April 2009. σελ. 129-130.

³⁰² Choonara, J., “Marxist Accounts of the Current Crisis”, σελ. 2.

³⁰³ Ο.π. σελ. 3.

³⁰⁴ Blackburn, R., “The Subprime Crisis” σελ.106.

³⁰⁵ Mann, G., 2009, “Colletti on the Credit Crunch: A Response to Robin Blackburn”, *New Left Review*, 56 March-April 2009. σελ. 126. Ο Blackburn απαντά σε αυτές τις αιτιάσεις λέγοντας πως οι προτάσεις του αποτελούν «μεταβατικά» μέτρα που θα ωθήσουν τους συλλογικούς και δημοκρατικούς θεσμούς στον σχηματισμό ενός δικτύου «κοινωνικών πόρων». Ωστόσο δεν φαίνεται να απορρίπτει καθολικά τις επαναστατικές δράσεις των εργατών, αν και το κάνει μάλλον με έναν ασαφή τρόπο. Βλέπε Choonara, J., “Marxist Accounts of the Current Crisis” σελ. 3.

χρηματοπιστωτικούς τίτλους, ώστε να υπάρχουν συνεχώς νέοι δανειζόμενοι και συνεπώς νέα κέρδη για τις τράπεζες.³⁰⁶ Την διαδικασία αυτή μέσα από την οποία οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί «εξάγουν» άμεσα και συστηματικά κέρδη μέσω των μισθών ο Λαπαβίτσας την ονομάζει «χρηματοοικονομική απαλλοτρίωση (financial expropriation)»³⁰⁷. Παρατηρεί μάλιστα, ότι η πρόοδος της τεχνολογίας συνέβαλλε ιδιαίτερα στην εξέλιξη του χρηματοπιστωτικού τομέα, καθώς αύξησε την ταχύτητα και τον όγκο των συναλλαγών, δημιούργησε νέα χρηματοοικονομικά εργαλεία, διευκόλυνε την επικοινωνία μεταξύ των αγορών και οδήγησε σε νέα στατιστικά μοντέλα οικονομικής αποτίμησης³⁰⁸. Σε μια σύνθεση των απόψεων των Λαπαβίτσα και Gowan (αν και όχι με μαρξιστική χροιά) καταλήγει ο Colin Crouch, ο οποίος αναφέρει ότι το κεϋνσιανό μοντέλο που συντηρούσε μεταπολεμικά την κατανάλωση σε υψηλά επίπεδα μέσω των κυβερνητικών δαπανών και των δημοσιονομικών ελλειμμάτων, αντικαταστάθηκε από έναν «ιδιωτικό κεϋνσιανισμό (privatized Keynesianism)». Στο σύστημα αυτό, μέσω της πίστωσης και των χρηματοπιστωτικών αγορών τα ελλείμματα και τα χρέη έγιναν πλέον ιδιωτικά, οφελώντας τόσο τις πολιτικές και οικονομικές ελίτ όσο και τους ίδιους τους καταναλωτές (βραχυπρόθεσμα τουλάχιστον). Μέσω της διαδικασίας αυτής «η ανευθυνότητα μετατράπηκε σε συλλογικό αγαθό»³⁰⁹.

Εξετάζοντας μια διαφορετική μαρξιστική προσέγγιση, που εστιάζει τόσο στον ρόλο του παραγωγικού τομέα όσο και του χρηματοπιστωτικού, συναντάμε την άποψη του David McNally ο οποίος και ισχυρίζεται ότι η σταδιακή πτώση των κερδών του παραγωγικού τομέα που ξεκίνησε την δεκαετία του 1970, αποκαταστάθηκε εν μέρει από έναν μεγαλύτερο βαθμό εκμετάλλευσης, την ταχύτερη συσσώρευση κεφαλαίων και τις χρηματοοικονομικές εξελίξεις που έλαβαν χώρα πρωτίστως στις οικονομίες της Ανατολικής Ασίας. Το φαινόμενο αυτό απέτρεψε μια σοβαρή κρίση για 25 περίπου χρόνια (αρχές του 1980 έως και το 1997-8), μετά όμως το 1997, η υπερ-συσσώρευση άρχισε να κάνει εμφανή τα αποτελέσματά της και οι ρυθμοί ανάπτυξης βασίστηκαν κυρίως σε πιστωτικές φούσκες που δημιουργήθηκαν από τα διαθέσιμα των ιδίων ασιατικών χωρών (βλέπε π.χ. Κίνα). Συνεπώς, ο McNally δείχνει να

³⁰⁶ Lapavitsas, C., “The Credit Crunch”, συνέντευξη στο *International Socialism* 117, winter 2008.

³⁰⁷ Lapavitsas, C., “Financialisation or the Search for Profits in the Sphere of Circulation”, SOAS, *Research on Money and Finance working paper*, 11 May 2009. σελ.8.

³⁰⁸ Ό.π. σελ.12 αναφορά στο Choonara, J., “Marxist Accounts of the Current Crisis” σελ.3. Ο Joseph Choonara πάντως, διαφωνεί με τα επιχειρήματα του Λαπαβίτσα, τονίζοντας ότι η τεχνολογική εξέλιξη στην χρηματοπιστωτική σφαίρα δεν υπήρξε αυτόνομη αλλά έλαβε χώρα εξαιτίας της διάχυσης των κεφαλαίων πέραν του παραγωγικού τομέα λόγω της πτωτικής της τάσης των κερδών σε αυτόν και πως η «χρηματοπιστωτική εκμετάλλευση» των εργαζομένων αποτελεί μόνο δευτερογενή συνέπεια της συγκέντρωσης υπερπροϊόντος που αντλείται απ’ την διαδικασία της παραγωγής. Ό.π. σελ. 3-4.

³⁰⁹ Crouch, C., “Privatised Keynesianism: An Unacknowledged Policy Regime”, *The British Journal of Politics & International Relations*, Volume 11, Issue 3, σελ. 382–399, August 2009. Για το σχόλιο εντός της παρενθέσεως βλέπε σελ. 394.

μεταθέτει το κρίσιμο σημείο καμπής για την παγκόσμια οικονομία από την δεκαετία του '70 στην ασιατική κατάρρευση του 1997 και στις παρεπόμενες χρηματοοικονομικές εξελίξεις που αυτή τροφοδότησε.³¹⁰

Δύο θεωρητικοί που εκπροσωπούν αυτό που ο Choosnaga αποκαλεί «η σχολή του Monthly Review» (περιοδικό της αμερικάνικης αριστεράς), ο John Bellamy Foster και ο Fred Magdoff αναλύουν την πρόσφατη κρίση βασιζόμενοι στην θεωρία των Sweezy-Baran περί μονοπωλιακού καπιταλισμού. Τα μονοπώλια καταφέρνουν να ελέγχουν τις τιμές, αποκομίζοντας υπερκέρδη, αλλά σταδιακά καταλήγουν σε υπερβάλλουσα συσσώρευση και παραγωγή που δεν είναι δυνατό να απορροφηθεί απ' τους καταναλωτές. Κατά συνέπεια, ένα μονοπωλιακό καπιταλιστικό σύστημα θα τείνει προς την στασιμότητα, η οποία μπορεί να αποφευχθεί μόνο μέσω «μη παραγωγικών» επενδύσεων όπως είναι π.χ. οι πολεμικοί εξοπλισμοί. Η ραγδαία λοιπόν εξάπλωση του χρηματοπιστωτικού τομέα, είναι αποτέλεσμα της ανάγκης ύπαρξης μιας «επενδυτικής περιοχής» μέσα απ' την οποία τα κεφάλαια των μονοπωλιακών επιχειρήσεων θα κατορθώσουν να βρουν κερδοφόρα διέξοδο.³¹¹ Η ανάλυση αυτή υιοθετεί την προσέγγιση των υποκαταναλωτιστών, θεωρώντας ότι ο μειωμένος βαθμός ανταγωνισμού (μονοπώλιο) οδηγεί σε υπερπαραγωγή που δεν μπορεί να καλυφεί απ' την περιορισμένη κατανάλωση. Προφανώς, μια τέτοια άποψη αντιτίθεται στο βασικό θεωρητικό σχήμα του Marx, ο οποίος υποστηρίζει ότι ο αυξημένος ανταγωνισμός είναι αυτός που επιφέρει πτώση των κερδών, και συνεπώς η υποκατανάλωση λόγω μείωσης των μισθών και της απασχόλησης προκύπτει ως σύμπτωμα παρά ως αιτία.

Η άποψη ενός άλλου σημαντικού μαρξιστή θεωρητικού, του Robert Brenner, είναι ότι η οικονομική στασιμότητα και οι μειωμένες επενδύσεις εδράζονται στην δεκαετία του 1970. Αιτία γι' αυτό υπήρξε η πτωτική τάση της κερδοφορίας, η οποία και ήταν αποτέλεσμα της υπερβολικής επέκτασης της παραγωγικής δυναμικότητας του παγκόσμιου βιομηχανικού τομέα που έλαβε χώρα στα τέλη της δεκαετίας του '60 και στις αρχές του 1970. Η υπερεπέκταση αυτή ενισχύθηκε και από τον ανταγωνισμό μεταξύ διαφορετικών βιομηχανικών «μπλοκ» (αμερικάνικο, ιαπωνικό, δυτικο-ευρωπαϊκό). Καθώς νέες επιχειρήσεις με πιο εξελιγμένο και αποτελεσματικό κεφάλαιο εισχωρούν σε έναν βιομηχανικό τομέα, αναγκάζουν τις ήδη υπάρχουσες σε αυτόν που διαθέτουν πεπαλαιωμένο κεφάλαιο, να μειώσουν τις τιμές τους ή να επεκτείνουν τον εξοπλισμό τους. Και οι δύο αυτές

³¹⁰ McNally, D., "From Financial Crisis to World Slump: Accumulation, Financialisation and the Global Slowdown", December 2008. σελ.4-5

Διαθέσιμο στο <http://sites.google.com/site/marxandthefinancialcrisis/mcnallydec2008/McNallyDec2008rev.pdf> (τελευταία πρόσβαση στις 21/6/2011).

³¹¹ Whitney, M., Interview of John Bellamy Foster on "The Great Financial Crisis", *MRzine*, 27.02.09.

Διαθέσιμο στο <http://mrzine.monthlyreview.org/2009/foster270209.html> (τελευταία πρόσβαση στις 22/6/2011).

μάλιστα εύστοχα παρατηρεί³¹⁶ ότι κατά την διάρκεια της ύφεσης του '30 οι κρατικές δαπάνες για την διάσωση της οικονομίας υπήρξαν μικρότερες σε σχέση με σήμερα, όπως μικρότερο υπήρξε και το μέγεθος των επιχειρήσεων. Πλέον όρισμένοι εταιρικοί και τραπεζικοί οργανισμοί είναι τόσο μεγάλοι που η διάσωση τους κρίνεται αναγκαία προκειμένου μην καταρρεύσει το συνολικό οικονομικό οικοδόμημα (too big to fail). Η πολιτική αυτή όμως επιφέρει ένα δυσβάσταχτο κόστος για τις κυβερνήσεις και τους φορολογούμενους και είναι αμφίβολο αν μπορούν να ανταπεξέλθουν σ' αυτό όλες οι χώρες, ιδιαιτέρως οι μικρότερες («προφητική» εκτίμηση αν αναλογιστούμε την κατάσταση που επικρατεί σήμερα στην ευρω-ζώνη). Τέλος, ο πιο ένθερμος ίσως υποστηρικτής της θεωρίας της πτωτικής τάσης του κέρδους είναι ο Anwar Shaikh. Ο Shaikh ισχυρίζεται ότι η παρούσα κρίση είναι δομική και έχει «αναβληθεί» απ' την δεκαετία του '70, καθώς αν και επιτεύχθηκε κερδοφορία στις επόμενες δεκαετίες, αυτό έγινε με μικρότερο ρυθμό απ' ότι πριν. Η συσσώρευση συνεχίστηκε όμως λόγω των χαμηλότερων επιτοκίων που επικράτησαν σταδιακά μέσα στην δεκαετία του 1980 και όχι εξαιτίας του ρυθμού κερδοφορίας που παρέμεινε στάσιμος. Το γεγονός αυτό σηματοδότησε μια εποχή «λανθασμένης» οικονομικής άνθησης για τις επιχειρήσεις (false boom) και επέτρεψε την μεγέθυνση της καταναλωτικής πίστωσης και του ιδιωτικού χρέους των εργαζομένων³¹⁷.

Πάντως, αρκετοί είναι οι θεωρητικοί που αρνούνται την αποδοχή της ισχύος της πτωτικής τάσης του κέρδους, και συντάσσονται με την πρώτη προαναφερθείσα σχολή σκέψης, που αποδίδει την κρίση στο ρόλο του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Ο Michel Husson θεωρεί ότι το πρόβλημα της κερδοφορίας έχει αντιμετωπιστεί απ' την δεκαετία του '90 και έχει επέλθει μία αύξηση της χάρη στην αυξανόμενη εκμετάλλευση της εργατικής τάξης. Ο χρηματοπιστωτικός τομέας έχει αναπτυχθεί βασιζόμενος στην «διαρκή δημιουργία ελεύθερου κεφαλαίου», που έχει προέλθει από τις μειώσεις των μισθών και την στασιμότητα της συσσώρευσης κεφαλαίου³¹⁸. Ο Fred Moseley αναγνωρίζει και αυτός με την σειρά του ότι έχει υπάρξει μια ανάκαμψη της κερδοφορίας, αλλά μεγάλο μέρος της έχει δαπανηθεί σε μερίσματα και bonus μεγαλοστελεχών και όχι σε επενδύσεις. Υποστηρίζει όμως ότι η κρίση δεν οφείλεται στην απληστία των τραπεζιτών: «...το πρόβλημα είναι περισσότερο

³¹⁶ Harman, C., "The Slump of the 1930s and the Crisis Today", *International Socialism* 121, 2 January 200

³¹⁷ Choonara, J., "Marxist Accounts of the Current Crisis" σελ. 8, με αναφορά στο Shaikh, Anwar, 2008, "The Deepening Economic Disaster: Causes and Opportunities for Change" ομιλία. Διαθέσιμο στο <http://nyusociology.org/blogs/radical/2008/12/08/the-deepening-economic-disaster/> (τελευταία πρόσβαση στις 24/6/2011). Αυτό που καθορίζει, λέει ο Shaikh, την συσσώρευση των κεφαλαιοκρατών, είναι ο «καθαρός» ρυθμός κέρδους (ρυθμός κέρδους-κόστος κεφαλαιακού δανεισμού, όπως αυτό προσδιορίζεται απ' τα επιτόκια).

³¹⁸ Λάσκος, Χ., «Κρίση Υπερσυσσώρευσης ή Χρηματοπιστωτική Κρίση;», *Ενθέματα*, 18 Απριλίου 2010. Διαθέσιμο στο <http://enthemata.wordpress.com/2010/04/18/κρίση-υπερσυσσώρευσης-ή-χρηματοπιστ/> (τελευταία πρόσβαση στις 24/6/2011).

θεμελιώδες –η φύση του καπιταλιστικού χρηματοπιστωτικού συστήματος, που είναι συμφυώς κερδοσκοπικό. Ο σημαντικότερος θεωρητικός του καπιταλιστικού χρηματοπιστωτικού συστήματος είναι ο Hyman Minsky, όχι ο Karl Marx. Η παρούσα κρίση είναι περισσότερο μια κρίση α λα Minsky παρά μια κρίση α λα Marx. Δεν λέω πως πρέπει να πετάξουμε το Marx (προφανώς), αλλά, μάλλον πως πρέπει να συμπληρώσουμε τον Marx με τον Minsky...»³¹⁹.

5.8 Το Ζήτημα των Παγκόσμιων Ανισορροπιών

Μια συνολικότερη προσέγγιση στο φαινόμενο των χρηματοπιστωτικών κρίσεων, είναι αυτή που δίνει έμφαση στις ανισορροπίες που επικρατούν στην παγκόσμια οικονομία. Οι ανισορροπίες αυτές εμφανίζονται κυρίως με την μορφή της διατήρησης μεγάλων πλεονασμάτων στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών³²⁰ κάποιων χωρών, την ίδια στιγμή που άλλα κράτη αντιμετωπίζουν τεράστια εμπορικά ελλείμματα. Παραδοσιακά, ελλειμματικά ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών αντιμετώπισαν κυρίως οι αναπτυσσόμενες χώρες, καθώς είχαν μια αδύναμη παραγωγική βάση που τις ανάγκαζε να εισάγουν προϊόντα προκειμένου να καλύψουν την ζήτηση στις αγορές τους, ενώ ταυτόχρονα μεγάλο μέρος των επιχειρήσεων τους άνηκε σε ξένους επενδυτές των αναπτυγμένων κρατών, γεγονός που προκαλούσε μια εκροή εισοδημάτων προς το εξωτερικό. Το έλλειμα αυτό αντισταθμιζόταν μ' ένα πλεόνασμα στο ισοζύγιο κίνησης κεφαλαίων, δηλαδή με την εισροή επενδυτικών και κερδοσκοπικών κεφαλαίων απ' τις αναπτυγμένες οικονομίες. Στο σημείο αυτό πρέπει να τονιστεί ότι η διατήρηση ενός ελλειμματικού ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών για μια χώρα, δεν συνιστά από μόνο του κάτι το αρνητικό. Αν τα δάνεια που λαμβάνονται απ' το εξωτερικό και τα εισρέοντα επενδυτικά κεφάλαια αξιοποιηθούν για την ανάπτυξη των υποδομών και της παραγωγικής δυναμικότητας μιας χώρας, τότε μελλοντικά θα αποφέρουν εισοδήματα και θα διευρύνουν τις εξαγωγικές δυνατότητές της. Αν αντιθέτως, γίνει μη παραγωγική χρήση των κεφαλαίων αυτών, το αποτέλεσμα θα είναι η διεύρυνση του εξωτερικού χρέους, η

³¹⁹ Moseley, F., "Some Notes on the Crunch and the Crisis", *International Socialism*, 119, 24 June 2008.

³²⁰ Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών αποτελεί το ένα μέρος του ισοζυγίου πληρωμών (το άλλο είναι το ισοζύγιο κίνησης κεφαλαίων) και περιλαμβάνει το εμπορικό ισοζύγιο (εξαγωγές προϊόντων-εισαγωγές προϊόντων), το ισοζύγιο υπηρεσιών (εξαγωγές υπηρεσιών-εισαγωγές υπηρεσιών), το ισοζύγιο εμπορικών και επενδυτικών εισοδημάτων (εισροές-εκροές εισοδημάτων που προέρχονται απ' την πληρωμή τόκων δανείων του εξωτερικού, από μερίσματα, μετοχές, ομόλογα, πνευματικά δικαιώματα και μισθούς) και από τις μονομερείς μεταβιβάσεις (μη ανταποδοτικές πληρωμές όπως ξένη βοήθεια, επιδοτήσεις, εμβάσματα).

οικονομική στασιμότητα και η διατήρηση υψηλών δημοσιονομικών και εμπορικών ελλειμμάτων που μπορούν να οδηγήσουν σε σοβαρές χρηματοπιστωτικές κρίσεις.

Οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις των αναπτυσσόμενων και αναδυόμενων κρατών λειτούργησαν σαν ένα μάθημα για τις χώρες αυτές, οι οποίες αντιλήφθηκαν ότι πρέπει να αλλάξουν μοντέλο αναπτυξιακής δομής, ενθαρρύνοντας την αποταμίευση και περιορίζοντας την κατανάλωση, τον δανεισμό και τις σπάταλες δημοσιονομικές πολιτικές. Κράτη της Ασίας (προεξάρχουσας της Κίνας), ορισμένες χώρες της Λ. Αμερικής αλλά και οι μεγάλες πετρελαιοπαραγωγοί χώρες διαθέτουν πλέον μεγάλα εμπορικά πλεονάσματα και υψηλά αποθέματα σε ξένο συνάλλαγμα προκειμένου να αντιμετωπίζουν τις κερδοσκοπικές επιθέσεις και τις απότομες μεταβολές στην ψυχολογία των ξένων επενδυτών. Στον αντίποδα, παραδοσιακά αναπτυγμένες οικονομικά χώρες όπως η Η.Π.Α, το Ηνωμένο Βασίλειο, η Αυστραλία, η Ισπανία αλλά και η Ιρλανδία και η Ισλανδία διαθέτουν ελλείματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών τους³²¹. Αυτό που συνέβη είναι, ότι καθώς οι χώρες αυτές προσέλκυαν επενδυτικά κεφάλαια απ' το εξωτερικό, υιοθέτησαν δαπανηρές καταναλωτικές συνήθειες, αύξησαν τις εισαγωγές τους και οι κάτοικοι τους απόκτησαν μια αίσθηση επίπλαστης ευμάρειας. Χαρακτηριστικά παραδείγματα αποτελούν οι φούσκες στον τομέα των ακινήτων στις Η.Π.Α και την Ισπανία, καθώς και ο επενδυτικός παραλογισμός που επικράτησε στις χρηματοπιστωτικές αγορές της Ιρλανδίας και της Ισλανδίας.

Η ανισορροπία αυτή στο εμπορικό ισοζύγιο των χωρών έχει και μία ακόμη παράμετρο, αυτή που δημιουργείται απ' τον «νομισματικό πόλεμο» που επικρατεί μεταξύ των αναπτυγμένων και αναδυόμενων χωρών. Οι κάτοικοι των Η.Π.Α, όπως προαναφέρθηκε, έχουν υιοθετήσει αυξημένες καταναλωτικές δαπάνες και αποταμιεύουν λιγότερο σε σχέση με τους κατοίκους των πλεονασματικών εμπορικά κρατών, και ιδιαίτερα έναντι της δεύτερης τη τάξει παγκόσμιας οικονομικής δύναμης, της Κίνας. Πολλοί είναι αυτοί που επιρρίπτουν την ευθύνη για την ύπαρξη εμπορικών ελλειμμάτων τέτοιας μορφής, στις χαμηλές συναλλαγματικές ισοτιμίες που διατηρούν κάποιες από τις αναδυόμενες χώρες, μέσω συναλλαγών που πραγματοποιούν στις αγορές συναλλάγματος και ομολόγων και μέσω ελέγχων στις αγορές κεφαλαίων. Η Κίνα συγκεκριμένα, που μαζί με την Ιαπωνία είναι ο μεγαλύτερος δανειστής των ΗΠΑ, διατηρεί σκοπίμως χαμηλή την ισοτιμία του γουάν (μέσω των αγορών κρατικών ομολόγων των ΗΠΑ), προκειμένου τα εξαγωγίμα προϊόντα της να είναι ελκυστικά, τροφοδοτώντας έτσι τους εντυπωσιακούς ρυθμούς ανάπτυξης της οικονομίας της. Οι ΗΠΑ αντιδρούν στην πολιτική αυτή, καθώς θεωρούν ότι δίνει

³²¹ Roubini, N. & Mihm, S., *Crisis Economics: A Crash Course in the Future of Finance*. Penguin Press, New York, 2010. σελ. 291.

ανταγωνιστικό πλεονέκτημα στην Κίνα και ζητούν την ελεύθερη διακύμανση του γουάν σύμφωνα με τους κανόνες της αγοράς. Το ζήτημα αυτό έχει γίνει ακόμη πιο περίπλοκο, μετά και το ξέσπασμα της πρόσφατης παγκόσμιας κρίσης, καθώς τα χαμηλά επιτόκια και η «νομισματική χαλάρωση» (quantitative easing) που εφάρμοσαν ΗΠΑ, Βρετανία και Ευρωπαϊκή Ένωση για να αντιμετωπίσουν την επερχόμενη ύφεση, οδήγησαν στην υποτίμηση των νομισμάτων τους, ενώ ταυτόχρονα δημιούργησαν μια ροή κεφαλαίων προς τις αναδυόμενες οικονομίες, επιφέροντας πληθωριστικές πιέσεις, άνοδο των συναλλαγματικών ισοτιμιών τους και κίνδυνο για ξέσπασμα νέων επενδυτικών φουσκών, παρόμοιες με αυτές του 1997 στην Ασία.

Ειδικότερα, οι οικονομικές σχέσεις ΗΠΑ και Κίνας βασίζονται στην αλληλεξάρτηση και την αλληλοϋποστήριξη. Απ' την μια πλευρά οι ΗΠΑ χρηματοδοτούν το τεράστιο δημόσιο χρέος τους (\$14,3 τρισ. περίπου³²²) με πώληση αμερικανικών ομολόγων στην Κίνα, ενώ η δεύτερη «τροφοδοτεί» τους αμερικανούς πολίτες με αγοραστική δύναμη προκειμένου να διατηρεί απερίσπαστη την εξαγωγική της δυναμικότητα. Στο βαθμό όμως που το αμερικανικό έλλειμμα έχει φθάσει σε δυσθεώρητα ύψη, εγείροντας ανησυχίες ακόμη και μέσα στις ίδιες τις ΗΠΑ, η στάση της Κίνας και των άλλων αναδυόμενων χωρών-«τροφοδοτών» της αμερικανικής οικονομίας είναι πιθανό να αλλάξει μελλοντικά. Οι πλεονασματικές χώρες τείνουν πλέον να δείχνουν μικρότερη εμπιστοσύνη απέναντι στα επενδυτικά στοιχεία των ΗΠΑ και αν η επιδείνωση της αμερικανικής οικονομίας συνεχιστεί, οι πιστωτές της είτε θα στραφούν σε άλλες αγορές, είτε θα απαιτήσουν εκποίηση αμερικανικών εταιρικών μονάδων (π.χ. τράπεζες, εταιρείες ενέργειας, αυτοκινητοβιομηχανίες κλπ.). Τα κρατικά ταμεία των αναδυόμενων χωρών (sovereign funds) ήδη έχουν αποκτήσει μικρά μερίδια συμμετοχής σε κάποιες αμερικανικές εταιρείες, αλλά η είσοδος τους σε οικονομικά και πολιτικά «ευαίσθητους» τομείς έχει αποτραπεί επί του παρόντος για λόγους γεωπολιτικού συμφέροντος.³²³ Σε περίπτωση όμως που το αμερικανικό χρέος δεν ελαττωθεί μέσω περιοριστικών δημοσιονομικών πολιτικών και δεδομένης της αποδυνάμωσης του δολαρίου ως παγκόσμιου αποθεματικού νομίσματος³²⁴, είναι δυνατό να

³²² Κρυσταλάκος, Π., «Το Πρόβλημα με το Δημόσιο Χρέος των ΗΠΑ», *EPT*, 11 Ιουλίου 2011. Διαθέσιμο στο <http://www.ert.gr/index.php/eidiseis/ellada/logoi-oikonomias/8434-2011-07-11-13-25-46.html> (τελευταία πρόσβαση στις 14/7/2011).

³²³ Roubini, N. & Mihov, S., *Crisis Economics: A Crash Course in the Future of Finance*. σελ. 295-300.

³²⁴ Το δολάριο αποτελούσε το 70% των παγκόσμιων αποθεματικών σε ξένο νόμισμα το 2000, ποσοστό που μειώθηκε σε 63% το 2008. Το τρίτο τετράμηνο του 2009, οι κεντρικές τράπεζες παγκοσμίως διακρατούσαν το 37% των νεαποκτηθέντων αποθεματικών τους σε δολάρια έναντι του 67% μια δεκαετία πριν, με το χρυσό και τα νομίσματα ορισμένων αναδυόμενων χωρών να έχουν καλύψει το κενό αυτό. Ό.π. σελ. 302.

υπάρξει μια μεταστροφή των επενδυτικών ροών, με απρόβλεπτες οικονομικές και γεωπολιτικές επιδράσεις σε διεθνές επίπεδο.

Ποιες είναι όμως οι ερμηνείες που δίνονται για την εξήγηση του φαινομένου των παγκόσμιων εμπορικών ανισορροπιών; Μια πρώτη και πραγματικά πρωτότυπη απόπειρα ερμηνείας δίνεται από τους Hausman και Sturzenegger, οι οποίοι θεωρούν ότι το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών των ΗΠΑ δεν είναι υπαρκτό στην πραγματικότητα. Υπάρχει ένα «σκοτεινό ζήτημα» (dark matter) του ισοζυγίου αυτού που δεν μπορούν να συλλάβουν οι υπάρχουσες λογιστικές πρακτικές, το οποίο εξηγεί γιατί οι ΗΠΑ δανείζονται ακόμα με σχετικά χαμηλά επιτόκια και απολαμβάνουν καλύτερες αποδόσεις για τις επενδύσεις τους απ' αυτές που κερδίζουν οι ξένοι επενδύοντας στις ΗΠΑ. Οι ΗΠΑ, υποστηρίζουν, «εξάγουν» ασφάλεια, ρευστότητα και γνώση στον υπόλοιπο κόσμο, αγαθά που είναι δύσκολο να τιμολογηθούν και να αποτιμηθούν στατιστικά. Ιδιαίτερης σημασίας μάλιστα είναι η εξαγωγή του τεχνολογικού know-how που δίνει ένα συγκριτικό πλεονέκτημα στην Αμερική, καθιστώντας την στην πραγματικότητα έναν καθαρό πιστωτή και όχι έναν οφειλέτη όπως εμφανίζεται στις επίσημες στατιστικές.³²⁵

Ένα διαφορετικό επιχείρημα είναι αυτό που παρουσιάζεται απ' τον πρόεδρο της Fed, Ben Bernanke, ο οποίος υποστηρίζει ότι το υψηλό εμπορικό έλλειμμα των ΗΠΑ οφείλεται σ' έναν «παγκόσμιο κατακλυσμό αποταμιεύσεων» (global savings glut). Συνεπώς, το πρόβλημα δεν είναι ότι οι Αμερικάνοι αποταμιεύουν λίγο, αλλά ότι οι κάτοικοι των αναδυόμενων χωρών αποταμιεύουν μ' έναν υπερβολικά μεγάλο ρυθμό.³²⁶ Αν και οι συνθήκες σε κάποιες χώρες όπως η Κίνα, όπου οι τραπεζικές πιστώσεις παρέχονται με σχετική δυσκολία και απουσιάζει ένα επαρκές κοινωνικό δίκτυο ασφάλειας, αναγκάζουν τους οικονομικούς δρώντες να αποταμιεύουν περισσότερο, ο ισχυρισμός του Bernanke φαίνεται να αποτελεί μια προσπάθεια μετάθεσης των εγγενών οικονομικών προβλημάτων των ΗΠΑ προς το εξωτερικό³²⁷.

Ο Rubini απ' την πλευρά του πιστεύει ότι η ευθύνη βρίσκεται κυρίως στις δημοσιονομικές πολιτικές του προέδρου Bush μετά το 2001 που αύξησαν τις φοροαπαλλαγές, αλλά και στην νομισματική πολιτική της Fed μετά το 2004, που μείωσε τα επιτόκια και άσκησε ανεπαρκή έλεγχο στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Τα γεγονότα αυτά ενθάρρυναν

³²⁵ Hausmann, R., και Sturzenegger, F., *U.S. and Global Imbalances: Can Dark Matter Prevent a Big Bang?*, Working Paper, Kennedy School of Government, 13 November 2005.

³²⁶ Bernanke, B.S., "The Global Savings Glut and U.S. Current Account Deficit", *Homer Jones Lecture hosted by the Federal Reserve Bank of St. Louis*, 14 April 2005. Διαθέσιμο στο <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/20050414/default.htm> (τελευταία πρόσβαση στις 14/7/2011).

³²⁷ Roubini, N. & Mihm, S., *Crisis Economics: A Crash Course in the Future of Finance*. σελ. 294.

την αύξηση της πίστωσης και της κατανάλωσης για τους αμερικανούς πολίτες, οδηγώντας παράλληλα στο ξέσπασμα της στεγαστικής φούσκας.³²⁸ Τόσο ο Rubini³²⁹, όσο και οι Wolf³³⁰ και Obstfeld³³¹ δείχνουν να συμφωνούν με την ευρεία μάζα ερευνητών που θεωρούν ότι τα ελλείμματα στο εμπορικό ισοζύγιο των ΗΠΑ προκαλούν αύξηση του εξωτερικού και δημοσιονομικού χρέους τους και μακροπρόθεσμα δεν είναι διατηρήσιμα. Το αποτέλεσμα της συνέχισης της παρούσας πολιτικής θα είναι η ισχυρή υποτίμηση του δολαρίου και η τελική αδυναμία των ΗΠΑ να ανταποκριθούν στις εξωτερικές τους υποχρεώσεις, βυθίζοντας με τον τρόπο αυτό την οικονομία τους σε μια βαθειά ύφεση και προκαλώντας απρόβλεπτες αναταράξεις στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό και νομισματικό σύστημα.

Μέσα απ' την προηγηθείσα ανάλυση, έγινε φανερό η διαφορετική προσέγγιση του φαινομένου των χρηματοπιστωτικών κρίσεων απ' τις εναλλακτικές σχολές οικονομικής σκέψης. Η νεοκλασική σχολή θεωρεί ότι οι κρίσεις αυτές είναι κυρίως αποτέλεσμα κακών κυβερνητικών πολιτικών που δημιουργούν δυσχέρειες τόσο στα δημοσιονομικά μεγέθη των χωρών, όσο και στις αγορές συναλλάγματος, χρήματος και κεφαλαίου. Συνεπώς, η λύση εναπόκειται στην μικρότερη ρύθμιση των αγορών αυτών και στον περιορισμό των κρατικών εγγυήσεων που δημιουργούν προβλήματα ηθικού κινδύνου. Η δε προσφορά χρήματος πρέπει να παίζει παθητικό ρόλο, προσαρμοζόμενη απλά στην εξέλιξη της παραγωγής. Η κεϋνσιανή προσέγγιση αντιθέτως, ενώ αναγνωρίζει ότι λανθασμένες πολιτικές έχουν μερίδιο ευθύνης στο ξέσπασμα χρηματοπιστωτικών κρίσεων, εντοπίζει τον κύριο λόγο εμφάνισης τους, στην αδυναμία των αγορών προϊόντων, χρήματος και εργασίας να ισορροπήσουν μόνες τους χωρίς την κρατική ενίσχυση και παρέμβαση. Συνεπώς η δημιουργία ισχυρότερου ρυθμιστικού και νομοθετικού πλαισίου και οι επεκτατικές δημοσιονομικές και νομισματικές πολιτικές αποτελούν προϋπόθεση για την αντιμετώπιση τέτοιου είδους κρίσεων. Μάλιστα εκπρόσωποι της σχολής αυτής, όπως ο Minsky και ο Galbraith, θεωρούν τις χρηματοπιστωτικές κρίσεις φαινόμενα εγγενή στο σύστημα του καπιταλισμού που μόνο μερικώς μπορούν να «θεραπευθούν» μέσω της κρατικής αρωγής. Επιπλέον, τύποι κρίσεων όπως αυτοί που προέρχονται από τραπεζικούς πανικούς, «φούσκες» και ασύμμετρη πληροφόρηση καταδεικνύουν, όπως αναλύθηκε και στο κεφάλαιο 2, μια έμφυτη αδυναμία

³²⁸ Ο.π. σελ. 294-5.

³²⁹ Roubini, N., και Setser, B., *The US as a Net debtor: The Sustainability of the US External Imbalances*, November 2004. Διαθέσιμο στο <http://pages.stern.nyu.edu/~nroubini/papers/Roubini-Setser-US-External-Imbalances.pdf> (τελευταία πρόσβαση στις 14/7/2011).

³³⁰ Wolf, M., "America on the Comfortable Path to Ruin", *Financial Times*, August 17, 2004. Διαθέσιμο στο <http://www.ft.com/cms/s/1/488f2e14-f07a-11d8-a553-00000e2511c8.html#axzz1S6wdCXcXv> (τελευταία πρόσβαση στις 14/7/2011).

³³¹ Obstfeld, M., και Rogoff, K., *The Unsustainable US Current Account Revisited*, NBER Working Paper 10864, NBER, Cambridge, MA, 2005.

των καπιταλιστικών αγορών να λειτουργήσουν ως τέλεια ανταγωνιστικές και «ορθολογικές» αγορές. Αυτό, όπως επισημάνθηκε πρωτύτερα, έχει να κάνει τόσο με τις ψυχολογικές και κοινωνικές συμπεριφορές των ατόμων, όσο και με το καπιταλιστικό συστημικό πλαίσιο μέσα στο οποίο αυτά διαμορφώνουν την δράση τους. Το πλαίσιο αυτό είναι και το επίκεντρο της κριτικής της μαρξιστικής σχολής η οποία πρεσβεύει ότι οι καπιταλιστικές αγορές είναι καταδικασμένες να αναπαράγουν κρίσεις είτε λόγω υποκατανάλωσης είτε λόγω πτωτικής τάσης της κερδοφορίας. Οι κρίσεις αυτές είναι αυτοενισχυόμενες και μπορούν μόνο μερικώς να αναβληθούν με την κρατική παρέμβαση, οδηγώντας όμως σε μεγαλύτερης εντάσεως κρίσεις μελλοντικά, οι οποίες και προκαλούν ανεργία, ανισότητα και ταξικές συγκρούσεις. Η τελική λύση συνεπώς είναι η κατάρρευση του υπάρχοντος συστήματος και η μετάβαση σ' ένα νέο που θα εμφορείται απ' τις σοσιαλιστικές αρχές κοινωνικής οργάνωσης.

Το γεγονός, πάντως, ότι κάθε μία απ' αυτές τις προσεγγίσεις καταλήγει να «τυποποιεί» και να «κατηγοριοποιεί» τις χρηματοπιστωτικές κρίσεις, υποδηλώνει ότι τα φαινόμενα αυτά παρουσιάζουν μια επαναληπτικότητα και μία κανονικότητα, που ανεξαρτήτως του μεγέθους της κρατικής δράσης, πρέπει να αποδοθεί στην ίδια την φύση της λειτουργίας του συστήματος. Τέλος, ιδιαίτερα σημαντικός είναι ο ρόλος των παγκόσμιων οικονομικών ανισορροπιών στην πρόκληση χρηματοπιστωτικών κρίσεων. Η παρούσα κατάσταση φανερώνει την αδυναμία συνέχισης του υπάρχοντος οικονομικού μοντέλου ανάπτυξης για χώρες όπως οι ΗΠΑ και η Κίνα, και επιτάσσει την ανάγκη διεθνούς συνεννόησης και συνεργασίας, ώστε να αποφευχθούν προστατευτικές εμπορικές πολιτικές του παρελθόντος που δύναται να οδηγήσουν σε σοβαρές οικονομικές και πολιτικές κρίσεις.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

Η «ΕΞΟΔΟΣ» ΑΠΟ ΤΗΝ ΠΑΡΟΥΣΑ ΚΡΙΣΗ ΚΑΙ Η ΑΝΑΜΟΡΦΩΣΗ ΤΟΥ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΚΑΙ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ

«Η ιστορία καταδεικνύει ότι ο καπιταλισμός είναι αναγκαία συνθήκη για την πολιτική ελευθερία. Δεν είναι όμως και ικανή συνθήκη».

Milton Friedman

«Ο καπιταλισμός θριαμβεύει βασιζόμενος στο δικαίωμα της ανισότητας, αλλά θα επιβιώσει μόνο αν όλοι έχουν ίσα δικαιώματα στην ανισότητα».

Charles Handy

«Οι φιλόσοφοι έχουν απλά ερμηνεύσει τον κόσμο με διάφορους τρόπους. Το θέμα είναι να τον αλλάξουμε».

Karl Marx

Στο παρόν κεφάλαιο, θα εξετάσουμε τις προτάσεις που υποστηρίζουν οι διαφορετικές σχολές οικονομικής σκέψης για την αντιμετώπιση της παγκόσμιας κρίσης του 2007, καθώς και τις προκλήσεις και τις προοπτικές που εμφανίζονται για την αναμόρφωση του διεθνούς χρηματοπιστωτικού και νομισματικού συστήματος. Ποιοι είναι οι κίνδυνοι για το ξέσπασμα μιας νέας διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης και τι ρόλο διαδραματίζουν σε μια τέτοια εξέλιξη οι παγκόσμιες οικονομικές ανισορροπίες; Μπορούν οι διεθνείς οργανισμοί να συμβάλλουν στην εξέλιξη του καπιταλιστικού περιβάλλοντος ή απαιτείται τελικά η εγκαθίδρυση ενός νέου διεθνούς οικονομικού συστήματος;

Τα πορίσματα που προέκυψαν έπειτα από πολύμηνες έρευνες επίσημων φορέων για τα αίτια της πρόσφατης κρίσης κατέληξαν σε σχεδόν κοινά συμπεράσματα. Η μόνιμη υποεπιτροπή ερευνών της αμερικανικής Γερουσίας απέδωσε το ξέσπασμα της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2007, στην προώθηση των σύνθετων στεγαστικών και επενδυτικών προϊόντων υψηλού ρίσκου απ' τις εταιρείες του χρηματοοικονομικού τομέα, στην λανθασμένη (σκοπίμως πολλές φορές) αποτίμηση του κινδύνου των προϊόντων αυτών απ' τους οίκους αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, στο ελλιπές νομοθετικό και εποπτικό πλαίσιο που υπήρχε για τον έλεγχο των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και

προϊόντων και στις ανήθικες ή παράνομες επενδυτικές συμπεριφορές που ακολούθησε μέρος των εταιρειών του χρηματοπιστωτικού κλάδου³³². Αξίζει να σημειωθεί ότι σε παρόμοια συμπεράσματα κατέληξε και η εξεταστική επιτροπή που συστήθηκε στις ΗΠΑ για την διερεύνηση των αιτίων της παρούσας χρηματοπιστωτικής κρίσης³³³. Ωστόσο στην επιτροπή αυτή διατυπώθηκαν δύο μειοψηφούσες απόψεις, με την πρώτη να αποδίδει ευθύνες στην στεγαστική αμερικανική πολιτική των προηγούμενων ετών, και την δεύτερη να θεωρεί ότι η αυξημένη πίστωση διευκολύνθηκε απ' τις παγκόσμιες ροές κεφαλαίων και σε συνδυασμό με τους προαναφερθέντες παράγοντες, μετέτρεψε την κρίση σε συστημική προκαλώντας τον παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό πανικό. Συνεπώς, σύμφωνα με την άποψη αυτή, δεν πρέπει να ομιλούμε περί μίας αμερικανικής κρίσης αλλά περί μιας διεθνούς κρίσης που σχετίζεται άμεσα με τις παγκόσμιες οικονομικές ανισορροπίες που εξετάσαμε στο προηγούμενο κεφάλαιο³³⁴.

Αντιλαμβάνεται κανείς απ' τα προαναφερθέντα, ότι το μεγαλύτερο μέρος της ευθύνης αποδίδεται στην ανεξέλεγκτη δράση των χρηματοπιστωτικών φορέων και στο ανεπαρκές νομοθετικό και εποπτικό πλαίσιο των κυβερνήσεων που επέτρεψαν την υπερ-επέκταση των πιστώσεων και της κερδοσκοπίας. Είναι λογικό λοιπόν, το κύριο ρεύμα των προτάσεων για την αναμόρφωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος να αναφέρεται στην ανάγκη ισχυρότερης και αυστηρότερης ρύθμισης του. Είναι θα λέγαμε απ' τις λίγες φορές, που οικονομολόγοι διαφορετικών θεωρητικών ρευμάτων συμφωνούν για την ανάγκη των αλλαγών αυτών, χωρίς όμως να απουσιάζουν επιμέρους διαφοροποιήσεις ως προς τα μέτρα και τον βαθμό της κρατικής επόπτευσης των αγορών. Φαίνεται λοιπόν ότι η παρούσα περίοδος διακρίνεται από μια επιστροφή της Κεϋνσιανής οικονομικής σκέψης, που έρχεται να αντικαταστήσει την νεοφιλελεύθερη λογική που επικράτησε μετά την δεκαετία του 1980 στις παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές αγορές.

³³² *United States Senate: Permanent Subcommittee on Investigations, Committee on Homeland Security and Governmental Affairs*, "Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse", Majority and Minority Report. σελ. 1&12.

³³³ *The Financial Crisis Inquiry Commission*, "The Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States", U.S. Government Printing Office, Washington D.C, January 2011. σελ. xv-xxviii. Διαθέσιμο στο <http://www.gpoaccess.gov/fcic/fcic.pdf> (τελευταία πρόσβαση στις 18/7/2011).

³³⁴ Ο.π. Για τις απόψεις της μειοψηφίας βλέπε σελ. 411-441.

6.1 Οι Προτάσεις για την Ρύθμιση του Χρηματοπιστωτικού Συστήματος

Η πρόσφατη κρίση έχει δώσει την ευκαιρία για την ανακίνηση μιας συζήτησης που αφορά την γενικότερη αναμόρφωση του χρηματοπιστωτικού κλάδου σ' όλους τους τομείς της δράσης του. Οι προτάσεις αφορούν τους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς, τις εταιρείες αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, τα χρηματοοικονομικά προϊόντα, τον τρόπο εκτίμησης του συστημικού κινδύνου καθώς και γενικότερες νομοθετικές ρυθμίσεις που αναφέρονται στην κρατική εποπτεία, την κεφαλαιακή επάρκεια, το επιθυμητό μέγεθος των τραπεζικών και επενδυτικών ιδρυμάτων, την εταιρική διακυβέρνηση και την φορολογία. Θα ακολουθήσει μια όσο το δυνατόν πληρέστερη αναφορά στις προτάσεις αυτές, οι οποίες ανανεώνονται και μεταλλάσσονται συνεχώς προκειμένου να προσαρμοστούν στις μεταβολές που προκύπτουν στο παγκόσμιο χρηματοοικονομικό γίγνεσθαι μέσα από την εξέλιξη της παρούσας κρίσης.

Καταρχάς, θα πρέπει να υπάρξουν αλλαγές στο σύστημα αμοιβών των εταιρικών στελεχών. Οι αμοιβές δεν πρέπει να περιλαμβάνουν δικαιώματα σε μετοχές (stock options) τα οποία ενθαρρύνουν συμπεριφορές που αυξάνουν μόνο βραχυπρόθεσμα την μετοχική αξία των εταιρειών και σχετίζονται συχνά με την ανάληψη υπερβολικού ρίσκου. Αντιθέτως, οφείλουν να συνδέονται άμεσα με την επίτευξη ή μη κερδοφορίας, ώστε να μην θεωρούνται δεδομένες και να υπάρχουν μειώσεις μισθών σε περιπτώσεις αρνητικών αποτελεσμάτων των εταιρειών. Συνεπώς, απαιτείται συσχέτιση των εταιρικών αμοιβών με την μακροπρόθεσμη πορεία μιας εταιρείας. Αυτό μπορεί να επιτευχθεί μέσω της υποχρεωτικής διακράτησης μετοχών απ' τα υψηλόβαθμα στελέχη (π.χ. για μια δεκαετία ή και έως την συνταξιοδότηση τους) ή με την απόδοση μέρους της αμοιβής τους σε χρηματοοικονομικά προϊόντα (π.χ. CDO's) ώστε να μειωθεί η υπερβολική χρήση και ανάληψη ρίσκου μέσα από τέτοια επενδυτικά εργαλεία.³³⁵ Επιπλέον, τίθεται ένα σοβαρό θέμα εταιρικής διακυβέρνησης, καθώς στις μέρες μας ο εταιρικός έλεγχος δεν ασκείται στην πραγματικότητα απ' τους μετόχους και τα διοικητικά συμβούλια που τους εκπροσωπούν (τα οποία έχουν συνήθως «διακοσμητικό» χαρακτήρα και βρίσκονται υπό την άμεση επιρροή των managers) αλλά από τα διευθυντικά στελέχη που ασκούν πολιτικές που μεγιστοποιούν κυρίως τα προσωπικά τους οφέλη. Η

³³⁵ Stiglitz, J.E., *Freefall America: Free Markets and the Sinking of the World Economy*, W.W. Norton & Company, New York, 2010. σελ.78.

Aglietta, M., *Η Οικονομική Κρίση*. σελ. 100-2.

Roubini, N. & Mihm, S., *Crisis Economics: A Crash Course in the Future of Finance* σελ. 222-3.

κατάσταση αυτή οφείλει να αλλάξει ώστε η διοικητική εξουσία των εταιρειών να επιστρέψει στους αληθινούς μετόχους³³⁶.

Σημαντικό ζήτημα είναι επίσης η διαχείριση της «τιτλοποίησης». Σε αυτό το σημείο οι περισσότεροι οικονομικοί αναλυτές συμφωνούν ότι απαιτείται μια μεγαλύτερη τυποποίηση των ειδών των δανείων ώστε να είναι κατανοητό το είδος της επένδυσης και του ρίσκου που αναλαμβάνει κάθε φορά ο επενδυτής. Μάλιστα, κάθε επενδυτικός οργανισμός μπορεί να ασχοληθεί μ' ένα επιμέρους κομμάτι δανείων (στεγαστικά, καταναλωτικά, επιχειρηματικά) ώστε να επιτυγχάνεται μεγαλύτερη διασπορά κινδύνου και εξειδίκευση στην παροχή χρηματοοικονομικών υπηρεσιών. Ταυτόχρονα, το ρίσκο μπορεί να περιοριστεί με την υποχρεωτική διακράτηση μέρους των τιτλοποιημένων δανείων απ' τις τράπεζες, τους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές και τις επενδυτικές εταιρείες, προκειμένου να διασφαλίζεται ότι το αντικείμενο της τιτλοποίησης έχει πραγματική αξία και δεν αποτελεί απλά ένα μέσο προς κερδοσκοπία.³³⁷

Η χρήση των παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων οφείλει επίσης να ρυθμιστεί. Για να γίνει αυτό απαιτείται η ύπαρξη μεγαλύτερης διαφάνειας στις συναλλαγές αυτές, ιδιαίτερα στα CDS, ώστε να είναι άμεσα ορατό ποιες είναι οι εμπλεκόμενες πλευρές σ' ένα τέτοιο είδος συναλλαγής και σε τι βαθμό. Καλό επίσης θα ήταν να υπάρχει ένας κεντρικός οργανισμός εκκαθάρισης για τα προϊόντα αυτά, όπως συμβαίνει με τα προθεσμιακά συμβόλαια και τα δικαιώματα. Η ύπαρξη μιας κεντρικής βάσης δεδομένων διαθέσιμης προς το επενδυτικό κοινό θα μπορούσε επίσης να βοηθήσει ως προς την πλευρά της διαφάνειας. Επιπροσθέτως, οι over-the-counter συναλλαγές θα πρέπει να τυποποιηθούν ώστε να μην επιτρέπονται επενδυτικές κινήσεις ανήθικου ή παράνομου χαρακτήρα που παραμένουν έξω απ' την δικαιοδοσία των ελεγκτικών αρχών.³³⁸ Τέλος, η αύξηση των περιθωρίων ασφάλειας στα παράγωγα προϊόντα μπορεί να μειώσει τον επενδυτικό κίνδυνο και να αποτρέψει την επέκταση της αστάθειας στο χρηματοοικονομικό σύστημα³³⁹. Συνεπώς, σκοπός δεν είναι η κατάργηση της αγοράς παραγώγων που προάγει τις παραγωγικές και αντισταθμιστικές επενδυτικές λειτουργίες μέσα στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, αλλά η

³³⁶ Stiglitz, J.E., *Freefall America: Free Markets and the Sinking of the World Economy* σελ.78

Aglietta, M., *Η Οικονομική Κρίση* σελ.103-5.

³³⁷ Roubini, N. & Mihm, S., *Crisis Economics: A Crash Course in the Future of Finance* σελ. 227-231.

³³⁸ Ο.π. 237-239.

³³⁹ Roubini, N. & Mihm, S., *Crisis Economics: A Crash Course in the Future of Finance* σελ. 239.

Stiglitz, J.E., *Freefall America: Free Markets and the Sinking of the World Economy* σελ.83.

Dinallo, E., "We Modernised Ourselves into this Ice Age", *Financial Times*, 30 March 2009. Διαθέσιμο στο <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/3b94938c-1d59-11de-9eb3-00144feabdc0.html#axzz1SU8Dt63D> (τελευταία πρόσβαση στις 18/7/2011).

καλύτερη και ασφαλέστερη διαχείριση τους³⁴⁰. Ωστόσο, για μερικές κατηγορίες παραγόντων που δεν είναι εύκολο να ρυθμιστούν (π.χ. CDS) η κατάργηση τους αποτελεί μια εφικτή και ίσως επιθυμητή λύση³⁴¹.

Σημαντικές ρυθμίσεις πρέπει να υπάρξουν επίσης ως προς το πεδίο δραστηριότητας των εμπορικών και επενδυτικών τραπεζών. Πολλοί είναι αυτοί που υποστηρίζουν την εφαρμογή ενός νόμου «τύπου» Glass-Steagall που θα επαναφέρει τον διαχωρισμό των αντικειμένων ανάμεσα στα επενδυτικά και εμπορικά τραπεζικά ιδρύματα.³⁴² Αυτό σημαίνει ότι θα απαγορευτεί στις εμπορικές τράπεζες να αναλαμβάνουν υψηλού ρίσκου επενδύσεις και να λειτουργούν σαν hedge funds ή σαν private equity funds. Μια ενδιαφέρουσα πρόταση έχει γίνει επίσης από τον διοικητή της Fed επί προεδρίας Jimmy Carter και Ronald Reagan, Paul Vocker, ο οποίος θεωρεί ότι θα πρέπει να απαγορευτεί στις αμερικανικές τράπεζες να χρησιμοποιούν τα κεφάλαια τους για ίδιον όφελος (proprietary trading), παρά μόνον για λογαριασμό των πελατών τους. Ο «κανόνας Vocker» όπως έχει ονομαστεί αυτό το σχέδιο, αν και έχει τύχει ευρείας αποδοχής από οικονομικούς αναλυτές, συναντάει την αντίσταση των ρεπουμπλικανών που έχουν στον έλεγχο τους την Βουλή των Αντιπροσώπων.³⁴³ Μέτρα επίσης οφείλουν να ληφθούν ως προς την πληρέστερη επιτήρηση του «σκιώδους» τραπεζικού συστήματος, το οποίο προ της κρίσης υπαγόταν σε λιγότερους κανονιστικούς κανόνες σε σχέση με τις συμβατικές τράπεζες. Η πρόταση του Paul Krugman, την οποία και ενστερνίζονται πολλοί συνάδελφοί του, είναι ότι οι ρυθμίσεις αυτές θα πρέπει να επεκταθούν και στο «σκιώδες» σύστημα ώστε να υπάρχει ενιαία επιτήρηση και έλεγχος των συναλλαγών³⁴⁴.

Επιπλέον, θα πρέπει να περιοριστεί ο βαθμός της μόχλευσης και να αυξηθεί το κεφαλαιακό απόθεμα των τραπεζών προκειμένου να αποφευχθούν φαινόμενα πιστωτικών φουσκών και χρηματοπιστωτικών καταρρεύσεων. Τα όρια κεφαλαιακής ρευστότητας όπως ορίστηκαν απ' την συμφωνία Βασιλεία II αποδείχθηκαν στην πράξη ανεπαρκή. Χρειάζεται λοιπόν μια αύξηση των ιδίων κεφαλαίων των τραπεζών, η οποία όμως θα ανταποκρίνεται κάθε φορά στο υπάρχον οικονομικό περιβάλλον. Αυτό που ο Rubini ονομάζει «δυναμική πρόληψη» περιλαμβάνει την αύξηση των κεφαλαιακών αποθεμάτων των τραπεζών σε

³⁴⁰ Stiglitz, J.E., *Freefall America: Free Markets and the Sinking of the World Economy* σελ.83.

³⁴¹ Roubini, N. & Mihm, S., *Crisis Economics: A Crash Course in the Future of Finance* σελ. 240.

³⁴² Roubini, N. & Mihm, S., *Crisis Economics: A Crash Course in the Future of Finance* σελ.273-6.

Stiglitz, J.E., *Freefall America: Free Markets and the Sinking of the World Economy* σελ. 80.

³⁴³ Cho, D., και Appelbaum, B., "Obama's 'Volcker Rule' Shifts Power Away from Geithner", *Washington Post*, 22 January 2010. Διαθέσιμο στο <http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2010/01/21/AR2010012104935.html> (τελευταία πρόσβαση στις 18/7/2011).

³⁴⁴ Krugman, P., *Η Κρίση του 2008 και η Επιστροφή των Οικονομικών της Υφεσης*. σελ. 197.

Roubini, N. & Mihm, S., *Crisis Economics: A Crash Course in the Future of Finance* σελ. 252-3.

περιόδους ανάπτυξης της οικονομίας όπου λαμβάνει χώρα πιστωτική επέκταση³⁴⁵. Το ίδιο μέτρο υποστηρίζει και ο Aglietta που θεωρεί ότι οι δυναμικές προβλέψεις των τραπεζών βάσει της παρεχόμενης πίστωσης θα πρέπει να θεσμοθετηθούν επίσημα και να επιβληθούν από τις κεντρικές τράπεζες προκειμένου να περιοριστεί ο κίνδυνος των πτωχεύσεων και της έλλειψης ρευστότητας³⁴⁶. Επίσης έχει προταθεί η δημιουργία «κεφαλαίου έκτακτου κινδύνου» (contingent capital) που θα ενεργοποιείται όταν μια τράπεζα αντιμετωπίζει προβλήματα με τον ισολογισμό της ή όταν υπάρχει γενικότερος συστημικός κίνδυνος. Αυτό θα επιτυγχάνεται είτε μέσω ομολόγων που θα μετατρέπονται σε τραπεζικές μετοχές (contingent convertible bonds) είτε μέσω «δανεισμού» κεφαλαίου από εταιρείες υψηλής ρευστότητας και το κράτος³⁴⁷. Ο πρώην πρόεδρος της Fed, Alan Greenspan, με την σειρά του προτείνει την ύπαρξη κεφαλαιακών αποθεμάτων αναλόγων του μεγέθους της κάθε τράπεζας³⁴⁸. Με τον τρόπο αυτό θα μειωθούν τα κίνητρα και τα ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα που προκύπτουν από την δημιουργία «τραπεζών-γιγάντων», καθώς η διατήρηση υψηλότερων κεφαλαιακών αποθεμάτων θα σημαίνει μικρότερο βαθμό μόχλευσης και συνεπώς χαμηλότερα εταιρικά κέρδη. Η συγκεκριμένη πρόταση λοιπόν, προάγει την δημιουργία μικρών τραπεζικών ιδρυμάτων που θα είναι πιο ευέλικτα και έτσι τυχόν κατάρρευση τους θα συνεπάγεται μικρότερο κόστος διάσωσης.

Το θέμα του μεγέθους των τραπεζικών οργανισμών αποτελεί ζήτημα σημαίνουσας σημασίας ανάμεσα στους πολιτικούς και οικονομικούς δρώντες. Η ύπαρξη λίγων και μεγάλων ιδρυμάτων πέρα από την μείωση του ανταγωνισμού επιφέρει ένα σοβαρό δίλημμα στους κυβερνώντες. Αν αφήσουν έναν τραπεζικό κολοσσό να καταρρεύσει, αυτός ενδέχεται να συμπαρασύρει μαζί του μεγάλο μέρος του χρηματοπιστωτικού συστήματος (π.χ. Lehman Brothers) ενώ αν αποφασίσουν να τον διασώσουν μεταφέρουν το κόστος του bail-out στους φορολογούμενους. Συνεπώς κάποια ιδρύματα είναι απλά «πολύ μεγάλα για να πτωχεύσουν» (too big to fail). Για την επίλυση του θέματος αυτού έχει προταθεί η διάσπαση των μεγάλων τραπεζικών ιδρυμάτων σε μικρότερα³⁴⁹. Ο διαχωρισμός θα μπορούσε να γίνει π.χ. με

³⁴⁵ Roubini, N. & Mihm, S., *Crisis Economics: A Crash Course in the Future of Finance* σελ. 244.

³⁴⁶ Aglietta, M., *Η Οικονομική Κρίση* σελ. 91-2.

³⁴⁷ Roubini, N. & Mihm, S., *Crisis Economics: A Crash Course in the Future of Finance* σελ. 244-5.

Rajan, R., "Cycle-Proof Regulation", *Economist*, 8 April 2009. Διαθέσιμο στο http://www.economist.com/node/13446173?story_id=13446173 (τελευταία πρόσβαση στις 18/7/2011).

³⁴⁸ Greenspan, A., "We Need a Better Cushion Against Risk", *Financial Times*, 26 March 2009. Διαθέσιμο στο <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/9c158a92-1a3c-11de-9f91-0000779fd2ac.html#axzz1SU8Dt63D> (τελευταία πρόσβαση στις 18/7/2011).

³⁴⁹ Roubini, N. & Mihm, S., *Crisis Economics: A Crash Course in the Future of Finance* σελ. 265-271.

Stiglitz, J.E., *Freefall America: Free Markets and the Sinking of the World Economy* σελ. 81-2.

Randall, M.J., "Economists Seek Breakup of Big Banks", *Wall Street Journal*, 22 April 2009. Διαθέσιμο στο <http://online.wsj.com/article/SB124034036512839857.html> (τελευταία πρόσβαση στις 18/7/2011).

γεωγραφικά κριτήρια ή με βάση το αντικείμενο των εργασιών της κάθε τράπεζας. Επιπλέον, το πτωχευτικό δίκαιο θα πρέπει να τροποποιηθεί έτσι ώστε να διευκολύνει την γρήγορη εκκαθάριση των μεγάλων τραπεζικών ομίλων χωρίς να προκαλούνται ισχυροί «τριγμοί» στο σύστημα³⁵⁰. Επιπλέον, θα μπορούσε να υπάρξει πρόβλεψη για την διάσωση μόνο των εμπορικών τραπεζών, ενώ έχει επίσης προταθεί η απαγόρευση του βραχυπρόθεσμου δανεισμού προς τις επενδυτικές τράπεζες, καθώς και της επέκτασης των δραστηριοτήτων ενός ιδρύματος πέρα απ' το βασικό αντικείμενο εργασιών του³⁵¹. Η γενική κατεύθυνση των μέτρων οφείλει να είναι τέτοια που να ευνοεί την ίδρυση μικρών οργανισμών, ώστε να λειτουργούν ανταγωνιστικά μεταξύ τους και να επιτελούν εξειδικευμένες εργασίες, μειώνοντας παράλληλα την πιθανότητα επικίνδυνης «γιγάντωσης» τους.

Ιδιαίτερης σημασίας είναι επίσης οι αλλαγές που πρέπει να υπάρξουν στα συστήματα αποτίμησης του χρηματοπιστωτικού ρίσκου καθώς και στις λογιστικές μεθόδους των τραπεζών. Όπως δείξαμε και σε προηγούμενο κεφάλαιο, η μέθοδος value-at-risk αποδείχθηκε στην πράξη πολύ περιοριστική για να απεικονίσει πιθανά ενδεχόμενα της πραγματικής οικονομικής ζωής. Συνεπώς, χρειάζονται ευρύτερες προσεγγίσεις, που θα ακολουθούν μια πιο συντηρητική στρατηγική, βασισμένη στην διακράτηση υψηλότερων και ευκολότερα ρευστοποιήσιμων περιουσιακών στοιχείων και στην αποφυγή πολύ βραχυπρόθεσμων τοποθετήσεων. Επίσης, η αξιολόγηση των υποψήφιων δανειζόμενων, θα πρέπει να πάψει να στηρίζεται σε αυτοματοποιημένες μεθόδους και να γίνεται βάσει της προσωπικής επαφής και πληροφόρησης των τραπεζικών στελεχών με τους πελάτες τους. Ως προς το λογιστικό κομμάτι, η μέθοδος mark-to-market³⁵² έχει δημιουργήσει στο παρελθόν στρεβλή εικόνα για τους ισολογισμούς των εταιρειών, οδηγώντας σε υψηλά επίπεδα μόχλευσης, γι' αυτό και η εφαρμογή της θα πρέπει να περιοριστεί ή να καταργηθεί. Η μεγαλύτερη ενοποίηση των διεθνών λογιστικών προτύπων μπορεί να βοηθήσει στην καλύτερη εποπτεία του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος και να αποσοβήσει κινδύνους του παρελθόντος, αλλά η προώθηση της είναι δυνατή μόνο μέσα από την λειτουργία διεθνών οργανισμών και θεσμών (π.χ. G-20).

Ως προς το κομμάτι των οίκων αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, έχουν υπάρξει πολλές εναλλακτικές προτάσεις. Καταρχάς, είναι γενικά αποδεκτό ότι θα πρέπει ο κλάδος να γίνει πιο ανταγωνιστικός μέσα από νομοθετικές αλλαγές, ώστε να μην αποτελεί

³⁵⁰ Roubini, N. & Mihm, S., *Crisis Economics: A Crash Course in the Future of Finance* σελ. 266.

³⁵¹ Ο.π. σελ. 274-5.

³⁵² Σύμφωνα με την λογιστική μέθοδο αποτίμησης mark-to-market η αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων και των υποχρεώσεων στους ισολογισμούς των εταιρειών γίνεται βάσει των τρεχουσών τιμών τους και όχι με βάση τις τιμές της κτήσης τους.

ολιγοπώλιο 3 μόνο εταιρειών. Μια άλλη πρόταση είναι η δημιουργία οίκων αξιολόγησης δημόσιου χαρακτήρα, που δεν θα έχουν σχέσεις αλληλεξάρτησης με τον χρηματοπιστωτικό κλάδο ή η υποκατάσταση των ήδη υπαρχόντων από το ΔΝΤ και την ECB³⁵³. Ο Rubini θεωρεί μάλιστα, ότι δεδομένου ότι οι οργανισμοί αυτοί προσφέρουν ένα αγαθό δημόσιας ωφέλειας (πληροφόρηση) θα μπορούσαν να χρηματοδοτούνται μέσα από κοινές εισφορές των επενδυτών, ενώ θα πρέπει να τους απαγορευτεί και ο συμβουλευτικός ρόλος ως προς την δημιουργία χρηματοοικονομικών εργαλείων που δημιουργεί σχέσεις εξάρτησης με τον τραπεζικό κλάδο³⁵⁴. Μια πιο καινοτόμα πρόταση, θα ήταν η υποχρεωτική συμμετοχή των οίκων αξιολόγησης κατ'ένα ποσοστό στις απώλειες που έχουν προέλθει από λανθασμένη αξιολόγηση επενδυτικών προϊόντων ή η διακράτηση μέρους εξ αυτών, κινήσεις που θα λειτουργήσουν ως δικλείδα ασφαλείας για την αντικειμενική και ορθή αποτίμηση των επενδυτικών στοιχείων.

Τέλος, θα πρέπει να ενισχυθεί η διοικητική και ρυθμιστική εξουσία των εποπτικών αρχών (regulators). Η αυτονομία των αρχών αυτών είναι επιβεβλημένη, προκειμένου να λειτουργούν απρόσκοπτα από οικονομικές και πολιτικές επιρροές. Ταυτόχρονα, απαιτείται η βελτίωση των αποδοχών του συγκεκριμένου τομέα, προκειμένου να προσελκύσει ικανά στελέχη τα οποία θα απέχουν από παράνομες ή ανήθικες δραστηριότητες που βλάπτουν το κοινωνικό συμφέρον. Όσον αφορά την Fed, ο Stiglitz πιστεύει ότι δεν θα πρέπει να αυξηθούν οι αρμοδιότητες της στην παρούσα συγκυρία (δεδομένου ότι έχει «αμαρτωλό» παρελθόν)³⁵⁵, ενώ ο Rubini θεωρεί ότι η νομισματική πολιτική μπορεί και πρέπει να χρησιμοποιείται ενεργά ως μέσο πρόληψης των χρηματοπιστωτικών κρίσεων³⁵⁶.

Οι προαναφερθείσες προτάσεις αν και έχουν αποτελέσει στο σύνολο τους μια κοινά αποδεκτή βάση συζήτησης, συναντούν την αντίδραση κάποιων ακραίων οπαδών του νεοφιλελευθερισμού, που πιστεύουν ότι η υλοποίησή τους θα θέσει σε τέλμα την παγκόσμια οικονομία και θα δημιουργήσει ένα κρατικό «υβρίδιο» που πόρρω θα απέχει απ' το ιδεατό μοντέλο της ελεύθερης αγοράς. Αν και οι υποστηρικτές αυτής της άποψης ανήκουν κυρίως στις τάξεις των διευθυντικών στελεχών των πολυεθνικών εταιρειών, τα κερδή των οποίων πλήττονται απ' τις ρυθμίσεις αυτές, δεν φαίνονται ικανοί να αποτρέψουν την αυστηροποίηση του παρόντος νομοθετικού πλαισίου για τον χρηματοπιστωτικό τομέα. Αντιθέτως, μεγαλύτερο πρόβλημα ως προς τις μεταρρυθμίσεις αυτές φαίνεται να αποτελεί η στάση του

³⁵³ Σπινθουράκης, Μ., «Πόλεμος Ε.Ε. κατά των Οίκων», *Βήμα*, 10/07/2011. Διαθέσιμο στο <http://www.tovima.gr/finance/article/?aid=410351> (τελευταία πρόσβαση στις 19/7/2011).

³⁵⁴ Roubini, N. & Mihm, S., *Crisis Economics: A Crash Course in the Future of Finance* σελ. 232-5.

³⁵⁵ Stiglitz, J.E., *Freefall America: Free Markets and the Sinking of the World Economy* σελ. σελ.84.

³⁵⁶ Roubini, N. & Mihm, S., *Crisis Economics: A Crash Course in the Future of Finance* σελ. 260-4.

ρεπουμπλικανικού κόμματος στις ΗΠΑ, που μέσα απ' τον έλεγχο της Βουλής των Αντιπροσώπων μπορεί να εμποδίσει κάποιες από τις πολιτικές της κυβέρνησης Obama. Άλλωστε μέρος της αμερικάνικης Δεξιάς αποδίδει την κρίση σε πολιτικές προηγούμενων δημοκρατικών κυβερνήσεων που πιστεύεται ότι ενεθάρρυναν την στεγαστική φούσκα, καθώς και στην λειτουργία κρατικά χρηματοδοτούμενων οργανισμών (government-sponsored enterprises-GSE) όπως οι Fannie Mae και η Freddie Mac που οδήγησαν σε προβλήματα ηθικού κινδύνου και ανεξέλεγκτης πίστωσης. Οι αιτιάσεις αυτές ενώ έχουν κάποιο βαθμό αλήθειας δεν μπορούν να ειπωθούν ως οι βασικές αιτίες της κρίσης. Πάντως, ένα σημαντικό βήμα στις ΗΠΑ ως προς την κατεύθυνση των μέτρων που προτάθηκαν παραπάνω, έγινε με την ψήφιση της Dodd-Frank Act (21 Ιουλίου 2010), που εισάγει την αύξηση της ισχύος των εποπτικών αρχών, την ενίσχυση της απαιτούμενης κεφαλαιακής επάρκειας και ρύθμισης των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων ώστε να αποφευχθεί η υπερβολική «διόγκωση» τους, την βελτίωση των πτωχευτικών διαδικασιών και την γενικότερη διασφάλιση της σταθερότητας του χρηματοοικονομικού τομέα μέσω αλλαγών στις αγορές παραγώγων, την τιτλοποίηση και την προστασία των επενδυτών. Η δέσμη αυτή μέτρων δεν έχει πάρει ακόμα την οριστική της μορφή, ενώ αποτελεί πεδίο έντονων πολιτικών και επιχειρηματικών διαβουλεύσεων που καθυστερούν την εφαρμογή της, καθώς υπάρχουν φόβοι ότι μπορεί να επιφέρει αποδυνάμωση της αμερικανικής επιχειρηματικότητας, ανταγωνιστικότητας και καινοτομίας³⁵⁷. Αν και είναι γεγονός, ότι η μεγαλύτερη ρύθμιση του χρηματοπιστωτικού συστήματος θα προκαλέσει βραχυπρόθεσμα πτώση της κερδοφορίας και μια μικρή υποχώρηση της οικονομικής δραστηριότητας, πρέπει να αντιμετωπιστεί σαν ένα μικρό κόστος που οφείλει να πληρωθεί σαν αποζημίωση για την σταθερότητα και την εύρυθμη λειτουργία του παγκόσμιου χρηματοοικονομικού περιβάλλοντος.

³⁵⁷ Για μια σύντομη αναφορά στα μέτρα που περιλαμβάνει η Dodd-Frank Act βλέπε: Sweet, W., "Dodd-Frank Act Becomes Law", *www.harvard.edu*, July 21, 2010. Διαθέσιμο στο <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2010/07/21/dodd-frank-act-becomes-law/> (τελευταία πρόσβαση στις 19/8/2011). Για το είδος, την πρόοδο και την υλοποίηση των μέτρων αυτών βλέπε: Bernanke, B.S., *Dodd-Frank Act*, Before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate, Washington, D.C., July 21, 2011. Διαθέσιμο στο <http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20110721a.htm> (τελευταία πρόσβαση στις 19/8/2011) και Benson, C., και Mattingly, P., "Dodd-Frank Act Forcing Banks to Slim Down, Reshape Swaps: One Year Later", *Bloomberg*, July 21, 2011. Διαθέσιμο στο <http://www.bloomberg.com/news/2011-07-11/dodd-frank-act-forcing-banks-to-slim-down-reshape-swaps-one-year-later.html> (τελευταία πρόσβαση στις 19/8/2011). Για μια αντίθετη άποψη περί της αποτελεσματικότητας αυτής της νομοθετικής πράξης βλέπε: Wallison, P., «The Dodd-Frank Act: Creative Destruction, Destroyed», *Wall Street Journal*, August 31, 2010. Διαθέσιμο στο <http://online.wsj.com/article/SB10001424052748703369704575461714115902100.html> (τελευταία πρόσβαση στις 19/8/2011).

6.2 Ποιός θα Πληρώσει για την Κρίση;

Τα προγράμματα που εκπονήθηκαν σε ΗΠΑ και Ε.Ε. προκειμένου να διασωθούν μεγάλες τράπεζες και επενδυτικές εταιρείες του χρηματοπιστωτικού τομέα κόστισαν δισεκατομμύρια δολάρια και ευρώ τα οποία πληρώθηκαν και θα πληρωθούν στο μέλλον απ' τις τσέπες των φορολογουμένων. Παρότι, ένα μέρος των τραπεζικών ιδρυμάτων σε ΗΠΑ και Βρετανία εθνικοποιήθηκε για ορισμένο διάστημα, η αίσθηση που επικρατεί είναι ότι τα συμφέροντα του χρηματοπιστωτικού κλάδου βγήκαν αλώβητα απ' την κρίση για μία ακόμη φορά και το οικονομικό βάρος μεταφέρθηκε στις πλάτες των απλών πολιτών. Ποιες είναι όμως οι προτάσεις που επικρατούν για μία δικαιότερη κατανομή των βαρών αυτής της κρίσης;

Καταρχάς, το κράτος δεν θα πρέπει να επιβαρύνει κι άλλο τους φορολογούμενους επιδοτώντας επί χρόνια τα ιδρύματα με κεφαλαιακό πρόβλημα. Οι επιχειρήσεις μπορούν είτε να εθνικοποιηθούν για ορισμένο διάστημα, μέχρις ότου αποπληρώσουν το κόστος της διάσωσης τους, είτε να εκκαθαριστούν. Το κόστος θα πρέπει να μεταβιβαστεί σε αυτούς που ανέλαβαν το ρίσκο, δηλαδή στους μετόχους και στους κατόχους ομολογιών που οφείλουν να αποδεχθούν μια μείωση των αξιών τους (haircut). Αντιθέτως, οι πολίτες που κινδυνεύουν να χάσουν τα υποθηκευμένα σπίτια τους θα πρέπει να αντιμετωπιστούν ευνοϊκά, μέσω μειώσεων στα επιτόκια δανεισμού και παράταση του χρόνου αποπληρωμής τους.³⁵⁸ Δεύτερον, θα πρέπει να υπάρξει μια μορφή φορολόγησης στις χρηματοοικονομικές συναλλαγές, μια πρόταση που είχε γίνει και στο παρελθόν από τον οικονομολόγο James Tobin. Οι φόροι «τύπου Tobin» θα αυξήσουν τα κρατικά έσοδα ενώ παράλληλα θα αποτρέψουν την υπερμεγέθυνση του χρηματοπιστωτικού τομέα πέρα απ' το κοινωνικά επιθυμητό επίπεδο. Τέτοιες προτάσεις έχουν γίνει τόσο από τον Adair Turner που είναι ο επικεφαλής της Financial Services Authority (η ανώτερη ρυθμιστική αρχή του χρηματοπιστωτικού τομέα στη Βρετανία)³⁵⁹ όσο και από μέλη του αμερικανικού Κογκρέσου που επιθυμούν να πληρώσει η Wall Street το κόστος της παρούσας κρίσης³⁶⁰. Ο ίδιος ο

³⁵⁸ Ferguson, N., "Beyond the Age of Leverage: New Banks Must Arise", *Financial Times*, 2 February 2009. Διαθέσιμο στο <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/85106daa-f140-11dd-8790-0000779fd2ac.html#axzz1SU8Dt63D> (τελευταία πρόσβαση στις 19/7/2011).

Sachs, J., "Our Wall-Street-Besotted Public Policy", *www.realclearpolitics.com*, 31 March 2009. Διαθέσιμο στο http://www.realclearpolitics.com/articles/2009/03/making_rich_guys_richer.html (τελευταία πρόσβαση στις 19/7/2011).

³⁵⁹ "How to Tame Global Finance", Interview with Adair Turner, *Prospect*, 27 August 2009.

³⁶⁰ "Defazio Introduces Legislation Invoking Wall Street 'Transaction Tax'", website of Congressman Peter DeFazio, 3 December 2009. Διαθέσιμο στο http://www.defazio.house.gov/index.php?option=com_content&view=article&id=531:defazio-introduces-

πρόεδρος Obama πρότεινε μία μορφή «εισφοράς» για τις αμερικανικές εταιρείες του χρηματοπιστωτικού τομέα που έλαβαν κρατική βοήθεια³⁶¹ ενώ τόσο το ΔΝΤ όσο και η Ε.Ε. έχουν εκφράσει την επιθυμία τους για την επιβολή ενός είδους διεθνούς φόρου στις χρηματοοικονομικές συναλλαγές³⁶². Τρίτον, σημαντικό είναι το ζήτημα της φορολόγησης και της αυστηρότερης εποπτείας των «φορολογικών παραδείσων» και των offshore εταιρειών, που αποτελούν μέσο φοροδιαφυγής και νομιμοποίησης «μαύρου» χρήματος, το οποίο χρησιμοποιείται σε αρκετές περιπτώσεις για εγκληματικές ή τρομοκρατικές δραστηριότητες. Προς αυτή την κατεύθυνση υπάρχουν ήδη πρωτοβουλίες της ομάδας G-20³⁶³, χωρίς όμως να υπάρχουν ακόμη θεαματικά αποτελέσματα, καθώς τέτοιες αποφάσεις προϋποθέτουν μια διεθνή συναίνεση που είναι δύσκολο να επιτευχθεί. Τέταρτον, στις ΗΠΑ και σε άλλες χώρες γίνεται μια σοβαρή προσπάθεια να μειωθούν οι μισθοί και τα bonus των υψηλόβαθμων στελεχών του χρηματοπιστωτικού τομέα, ως ένα μέτρο εξασφάλισης πόρων αλλά και παραδειγματικής τιμωρίας για την αλόγιστη συμπεριφορά πολλών εκπροσώπων του κλάδου αυτού. Χαρακτηριστικά αναφέρουμε, ότι η κυβέρνηση Obama πρότεινε την θέσπιση ενός ανώτατου ορίου αμοιβής \$500.00 στις εταιρείες που ενισχύθηκαν μέσω του κρατικού προγράμματος TARP, ενώ σε πολλές χώρες της Ε.Ε. υπάρχει η σκέψη να καθιερωθεί ένα «ταβάνι» αποδοχών βάσει των εσόδων κάθε επιχείρησης³⁶⁴. Τέλος, δεδομένου του γεγονότος ότι η πρόσφατη οικονομική κρίση επέφερε αύξηση των ποσοστών ανεργίας και φτώχειας παγκοσμίως, οι ίδιες οι κυβερνήσεις οφείλουν να υιοθετήσουν πολιτικές που θα «θωρακίσουν» τα κοινωνικά αδύναμα στρώματα με μέτρα όπως είναι η ενίσχυση των κοινωνικών δικτύων ασφάλισης και περίθαλψης, η βελτίωση του πτωχευτικού δικαίου, καθώς και η δικαιότερη φορολογία. Όταν δύο εκ των πλουσιότερων ανθρώπων στον κόσμο, ο Bill Gates και ο Warren Buffett, δηλώνουν δημοσίως ότι «οι πολύ πλούσιοι πρέπει

legislation-invoking-wall-street-transaction-tax&catid=60:2009-press-releases (τελευταία πρόσβαση στις 19/7/2011).

³⁶¹ "President Obama Proposes Financial Crisis Responsibility Fee to Recoup Every Last Penny for American Taxpayers", *The White House-Office of the Press Secretary*, 14 January 2010. Διαθέσιμο στο <http://www.whitehouse.gov/the-press-office/president-obama-proposes-financial-crisis-responsibility-fee-recoup-every-last-penn> (τελευταία πρόσβαση στις 19/7/2011).

³⁶² Για τις προτάσεις του ΔΝΤ βλέπε Peston, R., "IMF Proposes Two Big New Bank Taxes to Fund Bail-Outs", *BBC*, 21 April 2010. Διαθέσιμο στο <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/8633455.stm> (τελευταία πρόσβαση στις 19/7/2011). ενώ για εκείνες της Ε.Ε. Αναστασοπούλου, Ε., «Μάρτιν Σουλτς: Επιβολή Φόρου στις Χρηματοπιστωτικές Συναλλαγές», *Σκai*, 04/07/2011. Διαθέσιμο στο <http://www.skai.gr/news/finance/article/173991/martin-soults-epivoli-forou-stis-hrimatopistotikes-sunallages/> (τελευταία πρόσβαση στις 19/7/2011).

³⁶³ Roberts, D., "G20: Tax Havens, the First Concrete Achievement", 2 April 2009. Διαθέσιμο στο <http://www.guardian.co.uk/commentisfree/2009/apr/02/g20-tax-havens-sanctions> (τελευταία πρόσβαση στις 19/7/2011).

³⁶⁴ Dietl, H., Duschl, T., και Lang, M., *Executive Salary Caps: What Politicians, Regulators and Managers Can Learn from Major Sports Leagues*, Institute for Strategy and Business Economics, University of Zurich, Working Paper Series No. 129, October 2010. σελ. 15.

να πληρώνουν περισσότερους φόρους»³⁶⁵, τότε σημαίνει ότι σαφώς και υπάρχουν μεγάλα περιθώρια βελτίωσης της κατανομής του παγκόσμιου πλούτου.

6.3 Η Μετά-Κεϋνσιανή Σχολή Σκέψης

Η μετά-κεϋνσιανή οικονομική προσέγγιση περιλαμβάνει τις απόψεις ενός συνόλου ετερογενών θεωρητικών όπως οι Michael Kalecki, Joan Robinson, Nickolas Kaldor, Piero Sraffa, Hyman Minsky, Paul Davidson, Philip Arestis, Malcolm Sawyer κ.α. Το γεγονός αυτό κάνει κάποιες φορές δυσδιάκριτη την διατύπωση των βασικών αξιωμάτων της συγκεκριμένης οικονομικής σχολής. Η σωστότερη τοποθέτηση ίσως είναι ότι η θεωρητική κατεύθυνση του μετά-κεϋνσιανισμού προσπαθεί να επαναπροσεγγίσει την ιδεολογική κληρονομιά του Keynes, μακριά από συμβιβασμούς και λανθασμένες ερμηνείες όπως ήταν αυτές που επιχειρήθηκαν μέσω της «νεοκλασικής σύνθεσης»³⁶⁶. Ιδιαίτερη προσοχή δίνεται στην σημασία που έχει η συναθροιστική ζήτηση για την επίτευξη ισορροπίας πλήρους απασχόλησης στην οικονομία, καθώς δεν γίνεται δεκτή η νεοκλασική παραδοχή για την ισχύ του νόμου του Say (ότι η προσφορά δημιουργεί την δική της ζήτηση δηλαδή, συνεπώς η οικονομία ισορροπεί αυτόματα σε συνθήκες πλήρους απασχόλησης χωρίς την ανάγκη κρατικής παρέμβασης). Επιπλέον, γίνεται δεκτό ότι το χρήμα δεν είναι ουδέτερο τόσο στην βραχυχρόνια, όσο και στην μακροχρόνια περίοδο αλλά αποτελεί ενδογενή μεταβλητή του συστήματος, και συνεπαγωγικά οι αποφάσεις νομισματικής πολιτικής παίζουν σημαντικό ρόλο σε μια οικονομία. Παράλληλα, δίνεται βάση στην θεωρία της προτίμησης ρευστότητας του Keynes, πράγμα που σημαίνει ότι δεν υπάρχει τέλεια υποκατάσταση μεταξύ ρευστοποιήσιμων και μη-ρευστοποιήσιμων στοιχείων. Οι απόψεις περί ορθολογικότητας των οικονομικών δρώντων και αποτελεσματικότητας των αγορών απορρίπτονται, καθώς το μέλλον θεωρείται αβέβαιο, μη προβλέψιμο και το ρίσκο είναι παρακινδυνευμένο να αποτιμάται στατιστικά. Τα διανεμητικά αποτελέσματα επηρεάζουν σε σημαντικό βαθμό την συνολική ζήτηση και την οικονομική ισορροπία, που διαμορφώνεται παράλληλα και απ' τις προσδοκίες για τα μελλοντικά κέρδη όπως αυτές καθορίζονται απ' τα «ζωώδη ένστικτα» των επιχειρηματιών (κατά την διατύπωση του Keynes). Γενικότερα, η οικονομία πρέπει να

³⁶⁵ Miller, J., "Billionaires Buffett and Gates: Tax Us More!", *ABC*, 28 November 2010. Διαθέσιμο στο <http://abcnews.go.com/ThisWeek/billionaires-buffett-gates-tax-us/story?id=12259003> (τελευταία πρόσβαση στις 19/7/2011).

³⁶⁶ Η προσέγγιση αυτή «συνδύασε» τα συμπεράσματα της νεοκλασικής σχολής με την Κεϋνσιανή θεωρία και εκφράζεται από θεωρητικούς όπως ο John Hicks και ο Paul Samuelson.

αναλύεται μέσα σ' ένα ιστορικό πλαίσιο, όπου οι θεσμοί και οι πολιτικο-κοινωνικές σχέσεις διαδραματίζουν σημαίνοντα ρόλο στην εξέλιξη της οικονομικής δραστηριότητας.³⁶⁷

Οι προτάσεις οικονομικής πολιτικής της μετά-κεϋνσιανής σχολής εστιάζουν κυρίως προς την κατεύθυνση της ενίσχυσης της συναθροιστικής ζήτησης μέσω κρατικών παρεμβάσεων, προκειμένου να επιτευχθεί ισορροπία πλήρους απασχόλησης. Η δημοσιονομική πολιτική μπορεί να αποτελέσει χρήσιμο εργαλείο τόσο βραχυχρόνια όσο και μακροχρόνια στα χέρια μιας κυβερνήσεως, παρά τις αντίθετες διακηρύξεις των νεοκλασικών θεωρητικών³⁶⁸. Οι ισοσκελισμένοι προϋπολογισμοί δεν αποτελούν αυτοσκοπό, καθώς το κράτος οφείλει να δημιουργεί συνθήκες πλήρους απασχόλησης, επαρκούς παραγωγικής ικανότητας και δίκαιης διανομής του εισοδήματος. Ο ρόλος της νομισματικής πολιτικής είναι επίσης κρίσιμος, καθώς πρέπει να δρα συνδυαστικά με την δημοσιονομική πολιτική, δημιουργώντας ένα περιβάλλον «μακροοικονομικής σύνεσης». Αυτό σημαίνει ότι βαρύτητα δεν πρέπει να δίνεται απλώς στην διατήρηση ενός χαμηλού πληθωρισμού, αλλά στην επίτευξη σταθερότητας στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Αυτή πρέπει να είναι και η κατεύθυνση των μέτρων που θα ληφθούν για την αντιμετώπιση της παρούσας παγκόσμιας κρίσης. Πολλές απ' τις προτάσεις που είδαμε παραπάνω, όπως η ανάγκη εστίασης του τραπεζικού συστήματος σε μακροχρόνιους και κοινωνικά επωφελείς σκοπούς, ο διαχωρισμός των δραστηριοτήτων ανάμεσα σε εμπορικές και επενδυτικές τράπεζες, η διάσπαση των μεγάλων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, η μείωση της ισχύος των οίκων αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, η αύξηση της κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών, η προσαρμογή των αποθεματικών τους ανάλογα με την φάση του οικονομικού κύκλου, καθώς και η επιβολή φόρων στις χρηματοοικονομικές συναλλαγές, αποτελούν θέσεις και της μετά-κεϋνσιανής σχολής.³⁶⁹ Η χρηματοοικονομική απελευθέρωση σε συνδυασμό με την αναλογικά τεράστια αύξηση των κερδών του χρηματοπιστωτικού τομέα, επιτάχυναν τις διαδικασίες δημιουργίας χρηματοοικονομικών εργαλείων που οδήγησαν

³⁶⁷ Για την ανάλυση αυτή αλλά και για μια πιο εκτενή παράθεση των θέσεων της μετά-κεϋνσιανής σχολής βλέπε:

Davidson, P., "The Post Keynesian School", στο Snowden and Vane (eds.) *Modern Macroeconomics*, Edward Elgar, Cheltenham, UK and Northampton, US. 2005 και "What is Post Keynesianism and Who is a Post Keynesian? Responses to Lavoie, King and Dow", *Journal of Post Keynesian Economics*, 2005.

Dow, S., "Post Keynesianism as Political Economy: A Methodological Discussion", *Review of Political Economy*, 2, 1990. σελ. 345-58.

Arestis, P., και Sawyer, M., "The 'New Economics' and Policies for Financial Stability", στο συνέδριο *Economic Policies of the New Thinking in Economics*, St Catharine's College, Cambridge, UK, 14 April 2011. Διαθέσιμο στο

<http://www.neweconomicthinking.org/14April2011/Presentations/Philip%20Arestis%20and%20Malcolm%20Sawyer%20paper.pdf> (τελευταία πρόσβαση στις 10/8/2011).

³⁶⁸ Arestis, P., και Sawyer, M., "Fiscal Policy: A Potent Instrument", *New School Economic Review*, vol.1 (1), 2004. σελ. 15-21.

³⁶⁹ Arestis, P., και Sawyer, M., "The 'New Economics' and Policies for Financial Stability".

τελικά στην κρίση του 2007. Αυτό σημαίνει ότι απαιτείται ένας νέος νόμος τύπου Glass-Steagall, η απαγόρευση δημιουργίας δημόσιων αγορών (μέσω τιτλοποίησης) για περιουσιακά στοιχεία που έχουν δημιουργηθεί σε ιδιωτικές αγορές (π.χ. υποθήκες, δάνεια εμπορικών τραπεζών κλπ.) καθώς και η ενημέρωση του επενδυτικού κοινού για αγορές τίτλων που είναι πιθανό να αντιμετωπίσουν προβλήματα ρευστότητας.³⁷⁰ Οι Κεντρικές τράπεζες, θα πρέπει να αποποιηθούν μέρος της ανεξαρτησίας τους, αποσκοπώντας στην διατήρηση της χρηματοπιστωτικής ευστάθειας, εστιάζοντας σε μεταβλητές όπως ο καθαρός πλούτος του ιδιωτικού τομέα παρά ο πληθωρισμός, προκειμένου να προλαμβάνουν φαινόμενα μελλοντικών επενδυτικών «φουσκών»³⁷¹.

Αν και η μετά-κεϋνεσιανή προσέγγιση δεν τυγχάνει ιδιαίτερα μεγάλης δημοσιότητας και προσοχής απ' τους πολιτικούς και οικονομικούς δρώντες, έχει θεωρητικά στοιχεία ανάλυσης που αποδείχτηκαν πολύ επίκαιρα στην παρούσα κρίση (η ενδογένεια του χρήματος, η ανορθολογικότητα και ο μεγάλος βαθμός αβεβαιότητας στις οικονομικές δραστηριότητες, η ανάγκη για ενίσχυση της συναθροιστικής ζήτησης μέσω αύξησης των δημοσιονομικών ελλειμμάτων των κρατών, η επιβεβλημένη αναδιανομή του εισοδήματος μέσω φορολογικών μεταρρυθμίσεων, οι πολιτικές που στοχεύουν στην αύξηση της απασχόλησης κλπ.). Αυτό σημαίνει ότι αν και δεν αποτελεί μια νέα θεωρία, περιέχει στοιχεία που μπορούν να δώσουν λύσεις στα σύγχρονα οικονομικά προβλήματα, και συνεπώς οφείλει να τύχει μεγαλύτερης αξιοποίησης στην άσκηση της εγχώριας και διεθνούς οικονομικής πολιτικής.

6.4 «Ισλαμική» Χρηματοοικονομική: Μια Εναλλακτική Προσέγγιση

Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2007 αποτέλεσε την αφορμή για την ανάδειξη των αρετών της «ισλαμικής» χρηματοοικονομικής. Σύμφωνα με την θρησκεία του Ισλάμ, ο τόκος θεωρείται πηγή «ανήθικου κέρδους». Αυτό σημαίνει ότι οι τράπεζες των μουσουλμανικών χωρών αντιμετωπίζουν το χρήμα διαφορετικά απ' ότι αυτές της Δύσης. Στο Ισλάμ κάθε επένδυση στον τραπεζικό κλάδο συνδέεται με τον παραγωγικό τομέα της οικονομίας και δεν «γεννάει» από μόνη της χρήμα.

³⁷⁰ Davidson, P., "Evaluating Toxic Assets-and Where we Go Next", www.RGEmonitor.com, October 4, 2008. Διαθέσιμο στο <http://bus.utk.edu/econweb/EVALUATING%20TOXIC%20ASSETSroubinipdf.pdf> (τελευταία πρόσβαση στις 10/8/2011).

³⁷¹ Arestis, P., και Karakitsos, E., "What Role for Central Banks in View of the Current Crisis?", *Policy Note 2009/2*, Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, New York, March, 2009.

Η ισλαμική τραπεζική άρχισε να αναπτύσσεται κατά την δεκαετία του 1970, όταν οι πετρελαιοπαραγωγοί χώρες, ισλαμικές στην πλειοψηφία τους, άρχισαν να συγκεντρώνουν τεράστια χρηματικά αποθέματα λόγω της πετρελαϊκής κρίσης. Γνώρισε όμως νέα άνθηση, μετά την επίθεση της 11^{ης} Σεπτεμβρίου 2001 στους Δίδυμους Πύργους, όταν πολλά κεφάλαια μουσουλμάνων θεωρήθηκαν ύποπτα για χρηματοδότηση της τρομοκρατίας και «εκδιώχθηκαν» από τις ΗΠΑ, αναζητώντας αλλού ασφαλέστερο έδαφος. Η λειτουργία της τραπεζικής στο Ισλάμ βασίζεται στην σαρία (sharia- θρησκευτικός νόμος). Κάθε τραπεζικός όμιλος προτού εκδόσει ένα νέο επενδυτικό προϊόν, θα πρέπει να έχει την έγκριση των θρησκευτικών διδασκάλων, που σε συνεργασία με τους νομικούς που ασχολούνται με χρηματοοικονομικά θέματα, αποφασίζουν από κοινού για την «θρησκευτική ορθότητα» αυτής της ενέργειας. Εφόσον το όλο εγχείρημα είναι σύμφωνο με την σαρία, εγκρίνεται με την έκδοση μιας fatwa (μιας επίσημης γνωμοδότησης, δηλαδή). Αξίζει να σημειωθεί ότι η χρήση των παραγώγων είναι απαγορευμένη, ενώ δεν επιτρέπονται επίσης οι επενδύσεις που σχετίζονται με το αλκοόλ, την πορνογραφία, τον καπνό, τα όπλα, τον τζόγο και το χοιρινό.

Ενώ σε μια δυτική τράπεζα κάποιος δανείζεται χρήματα για να αγοράσει ένα σπίτι, στην ισλαμική εκδοχή, η τράπεζα αγοράζει πρώτα το σπίτι με δικά της χρήματα και κατόπιν το εκμισθώνει στον ενδιαφερόμενο, ο οποίος αποκτά την πλήρη κυριότητα μόνο αφού αποπληρώσει το σύνολο της αξίας του (συν ένα λογικό κέρδος για την τράπεζα). Οι πιστωτικές κάρτες επίσης υποχρεώνουν τους κατόχους τους, να αποπληρώνουν ολόκληρο το υπόλοιπο στο τέλος κάθε μήνα, ώστε να μην συσσωρεύονται τα χρέη. Στην ισλαμική τραπεζική, ο καταθέτης θεωρείται συνεργάτης της τράπεζας. Οι καταθέσεις της τράπεζας επενδύονται σε παραγωγικούς σκοπούς και τα κέρδη ή οι απώλειες διανέμονται μεταξύ τραπεζίης και καταθετών, εξασφαλίζοντας τους μία ικανοποιητική απόδοση. Όταν ένα επενδυτικό δάνειο καθυστερήσει να αποπληρωθεί, δεν χρεώνονται επιπλέον τόκοι, παρά μόνο το προσυμφωνημένο ποσό. Γι' αυτό το λόγο, η χορήγηση δανείων είναι πιο δύσκολη απ' ότι σε μια δυτική τράπεζα, αλλά συνεπάγεται και πολύ μικρότερες πιθανότητες απωλειών για το τραπεζικό σύστημα. Τα ισλαμικά ομόλογα (sukuk) συνδέονται με περιουσιακά στοιχεία, χρησιμοποιούνται από το κράτος ή μια επιχείρηση για παραγωγικούς σκοπούς, ενώ δεν αποδίδουν τόκο, αλλά ένα προσυμφωνημένο ποσό (κέρδος).

Η ισλαμική χρηματοοικονομική αναπτύσσεται με ρυθμό περίπου 15% απ' την δεκαετία του 1970, αποτελεί σήμερα το 1% της παγκόσμιας αγοράς, ενώ μέχρι το 2025 προσδοκάται ότι το ποσοστό αυτό θα αυξηθεί σε 12% . Τα σημαντικότερα κέντρα της βρίσκονται στο Ντουμπάι, στο Κουβέιτ, στην Σαουδική Αραβία, στην Μαλαισία και στο Λονδίνο, ενώ διαχειρίζονται ποσά περίπου ενός τρισεκατομμυρίου δολαρίων. Αν και ο

συντηρητισμός της ισλαμικής χρηματοοικονομικής αποτέλεσε σημείο αρνητικής κριτικής κατά το παρελθόν, σήμερα μετατρέπεται σε όπλο της, επαναφέροντας στο οικονομικό σύστημα αυτό που ακριβώς του έλειπε: το αίσθημα της εμπιστοσύνης και της συνεργατικότητας ανάμεσα στους επενδυτές και τις εταιρείες του χρηματοπιστωτικού τομέα.³⁷²

6.5 Η Μαρξιστική «Διέξοδος»

Το σύνολο των προτάσεων της μαρξιστικής/κριτικής σχολής για την έξοδο απ' την παρούσα κρίση και την αναμόρφωση του παγκόσμιου οικονομικού συστήματος θα μπορούσε να πει κανείς ότι στηρίζεται σε δύο βασικούς πυλώνες. Πρώτον, στην λήψη μέτρων οικονομικής πολιτικής που όχι μόνο θα προστατέψουν την εργατική και λαϊκή τάξη στην παρούσα συγκυρία αλλά και θα την ενισχύσουν, και δεύτερον, στις αλλαγές αυτές που επιβάλλονται στην μορφή της δομής του παγκόσμιου οικονομικού και πολιτικού συστήματος που μπορούν να οδηγήσουν σ' ένα σοσιαλιστικό μοντέλο διακυβέρνησης.

Ως προς τον πρώτο πυλώνα, αναγνωρίζεται ότι θα πρέπει να υπάρξουν «μεγάλα κυβερνητικά προγράμματα που όχι μόνο θα ενισχύσουν τους πληγέντες απ' την κρίση αλλά και θα καλύψουν νέες πλευρές των ανθρώπινων αναγκών, λαμβάνοντας συνάμα υπ' όψιν τους τις σύγχρονες περιβαλλοντικές προκλήσεις»³⁷³. Ο Karl Heinz Roth θεωρεί ότι τα δημοσιονομικά προγράμματα των κυβερνήσεων οφείλουν «να διασώσουν τους φτωχούς του κόσμου, τους μικροκαλλιεργητές του Νότου, τους άνεργους και τους επισφαλείς των αναδυόμενων και μητροπολιτικών χωρών καθώς και την βιομηχανική εργατική τάξη. Ταυτόχρονα, απαιτείται μια μείωση του χρόνου εργασίας-χωρίς να υπάρξουν μείωσεις των μισθών- αλλά και μια “ομογενοποίηση” των εργασιακών συνθηκών». Είναι επιβεβλημένη επίσης η βελτίωση των κοινωνικών προγραμμάτων εκπαίδευσης, ασφάλισης και περίθαλψης

³⁷² “Economist Suggests Islamic Finance as Solution to Economic Crisis”, *UNM Today*, διάλεξη της Loretta Napoleoni στο σεμινάριο που διοργάνωσε το International Studies Institute του University of New Mexico με τίτλο: “Global Instability: Causes, Consequences and Cures.” Διαθέσιμο στο http://openfsm.net/projects/altecon/background-reading/UNM-Today_-Economist-Suggests-Islamic-Finance-as.pdf (τελευταία πρόσβαση στις 20/7/2011).

Faiza Saleh Ambah, “Islamic Banking: Steady in Shaky Times”, *Washington Post* (Foreign Service), 31 October 2008. Διαθέσιμο στο <http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2008/10/30/AR2008103004434.html> (τελευταία πρόσβαση στις 20/7/2011).

“Islamic Finance Strong Despite Global Credit Crisis”, *The Star* on-line αναδημοσίευση από *Reuters*, 8 October 2008. Διαθέσιμο στο <http://biz.thestar.com.my/news/story.asp?file=/2008/10/8/business/2214115&sec=business> (τελευταία πρόσβαση στις 20/7/2011).

³⁷³ Panitch, L., και S., Gindin, “The Current Crisis: A Socialist Perspective”, *The Bullet*, E-Bulletin No. 142, September 30, 2008. Διαθέσιμο στο <http://www.socialistproject.ca/bullet/bullet142.html> (τελευταία πρόσβαση στις 22/7/2011).

καθώς και η εγκαθίδρυση τους εκεί που δεν υπάρχουν, ενώ το κόστος της κρίσης θα πρέπει να πληρωθεί απ' τους κεφαλαιούχους μέσω δήμευσης των μεγάλων κεφαλαιακών τους στοιχείων και αύξησης της φορολόγησής τους.³⁷⁴ Ο Norman Markowitz θεωρεί ότι σημασία έχει η εκπαίδευση και η οργάνωση που θα θέσουν τέρμα στην συμπίεση των μισθών, και θα επιφέρουν σοσιαλιστικές αλλαγές μέσα στο καπιταλιστικό σύστημα, ενισχύοντας έτσι την θέση της εργατικής τάξης. Αυτό μπορεί να επιτευχθεί μέσω προγραμμάτων αύξησης της απασχόλησης, κατάργησης των αντι-εργατικών και αντι-συνδικαλιστικών νόμων, εκπόνησης δημοσίων προγραμμάτων στην εκπαίδευση, την στέγαση, την υγεία, την ενέργεια και τις μεταφορές, καθώς και μέσα από μια αυστηρότερη ρύθμιση του χρηματοπιστωτικού τομέα.³⁷⁵

Ενώ όμως όλοι οι θεωρητικοί συμφωνούν ως προς τις αλλαγές αυτές, υπάρχει διαφωνία για την μορφή και τον βαθμό στον οποίο μπορούν και πρέπει να προχωρήσουν οι μεταρρυθμίσεις αυτές. Απ' την μία υπάρχουν πιο μετριοπαθείς προσεγγίσεις που κάνουν λόγο για την ανάγκη μεγαλύτερης ρύθμισης και εθνικοποίησης του χρηματοπιστωτικού συστήματος, ενώ απ' την άλλη συναντάμε πιο ριζοσπαστικές προτάσεις, που απ' το οικονομικό πεδίο περνάνε στον τρόπο πολιτικής οργάνωσης και συνεπώς επιθυμούν την δημιουργία ενός νέου σοσιαλιστικού μοντέλου διακυβέρνησης. Στην πρώτη κατηγορία θα μπορούσαμε να κατατάξουμε τον Κώστα Λαπαβίτσα και τον Fred Moseley. Ο πρώτος θεωρεί ότι οι τράπεζες θα πρέπει να γίνουν δημόσιες, παρέχοντας απλές συναλλακτικές υπηρεσίες και στεγαστικά δάνεια. Ταυτόχρονα, θα εξασφαλίζουν συνεχή χρηματοδότηση στις μικρομεσαίες επιχειρήσεις για ωφέλιμες παραγωγικές διαδικασίες, απέχοντας από επενδυτικές δραστηριότητες οι οποίες αυξάνουν τον συστημικό κίνδυνο κατάρρευσης. Οι έλεγχοι των επιτοκίων, το χρηματοπιστωτικό κόστος, το μέγεθος των χρηματοδοτήσεων και το εύρος του κύκλου εργασιών θα πρέπει να υπάγονται σε κρατικές ρυθμίσεις ώστε να προάγουν ευρύτερους κοινωνικούς σκοπούς³⁷⁶. Με την άποψη αυτή συμφωνεί και ο Moseley, ο οποίος θεωρεί ότι η δημιουργία ενός «εθνικοποιημένου κυβερνητικού χρηματοπιστωτικού τομέα» αποτελεί ένα πρώτο βήμα για την μετάβαση στο σοσιαλισμό³⁷⁷. Ο Robin Blackburn που έχει κατηγορηθεί από τον Geoff Mann ως ρεφορμιστής, έχει προτείνει επίσης μια σειρά

³⁷⁴ Roth, K.H., "Global crisis – Global Proletarianisation – Counter-Perspectives (a summary of initial findings)", 21/12/08. Διαθέσιμο στο http://www.wildcat-www.de/en/actual/e068roth_crisis.html (τελευταία πρόσβαση στις 22/7/2011).

³⁷⁵ Markowitz, N., "Applying Marxism: The Economic Crisis", Introduction to an educational which he led for the New Jersey District of the CPUSA in a conference call. Διαθέσιμο στο <http://www.troubledkashmir.com/index.php/marxism-literaturebookssites/1106-applying-marxism-the-economic-crisis-norman-markowitz> (τελευταία πρόσβαση στις 22/7/2011).

³⁷⁶ Λαπαβίτσας, Κ., *Τράπεζες για τα Συμφέροντα του Λαού*, posted 21 Μαΐου 2010. Διαθέσιμο στο http://chrreppas.blogspot.com/2010/05/blog-post_6341.html (τελευταία πρόσβαση στις 22/7/2011).

³⁷⁷ Moseley, F., "The U.S. Economic Crisis: Causes and Solutions", *International Socialistic Review*, 64, March–April 2009.

ρυθμιστικών μέτρων, που όπως υποστηρίζει ο ίδιος δεν αποτελούν μια τελική λύση, αλλά ευνοούν την δημιουργία νέων συλλογικών και δημοκρατικών θεσμών που με την σειρά τους θα σχηματίσουν ένα «δικτύο κοινωνικών πόρων». Αυτό το δίκτυο «χρησιμοποιεί τις καπιταλιστικές μορφές ιδιοκτησίας με σκοπό να τις μεταμορφώσει και να “κοινωνικοποιήσει” το κεφάλαιο»³⁷⁸ Ανάμεσα στις προτάσεις του Blackburn είναι, η χρησιμοποίηση πόρων απ’ τα διασωθέντα ιδρύματα για την δημιουργία «κοινωνικών ταμείων» (social funds), η σύσταση δημόσιων ελεγκτικών αρχών και η μεταβολή των λογιστικών προτύπων, η λειτουργία κυβερνητικών (sovereign) funds που θα θωρακίζουν τις εθνικές οικονομίες και θα προάγουν κοινωνικούς και περιβαλλοντικούς σκοπούς, καθώς και ένας ευρύτερος μετασχηματισμός του υπάρχοντος νομισματικού συστήματος με την πιθανή ίδρυση μιας υπερεθνικής χρηματοπιστωτικής αρχής. Συνεπώς, η λύση δεν είναι η κατάργηση του χρηματοπιστωτικού συστήματος αλλά η ρύθμιση των ιδιοκτησιακών και λειτουργικών του σχέσεων.³⁷⁹

Οι Panitch και Gindin βασισμένοι στις προαναφερθείσες θέσεις ζητούν όχι απλά μια ρύθμιση, αλλά ένα συνολικό μετασχηματισμό και εκδημοκρατισμό του χρηματοπιστωτικού συστήματος³⁸⁰. Ο πρώτος μάλιστα σε άρθρο του τονίζει ότι διαχρονικά, το νεοφιλελεύθερο οικονομικό μοντέλο προχώρησε «χέρι-χέρι» με τις κρατικές παρεμβάσεις (παρότι πιστεύεται το αντίθετο), που ήταν μεν διακριτές αλλά υποστήριζαν την υπερχρέωση και την υπερκατανάλωση των πολιτών. Σκοπός λοιπόν, πρέπει να είναι η συνολική αλλαγή του καπιταλιστικού συστήματος, καθώς η απλή «ρύθμιση» δεν θα δώσει λύσεις³⁸¹. Οι Andrew Kliman και Richard Wolff επίσης αναγνωρίζουν την ικανότητα του καπιταλισμού να «υπερπηδά» τα εμπόδια των ρυθμιστικών αρχών και να μεταλλάσσεται σε νέες μορφές που ευνοούν τελικά τους κεφαλαιοκράτες³⁸². Ο Wolff πέρα απ’ την αύξηση των πραγματικών μισθών των εργαζόμενων και την μείωση της ταξικής εκμετάλλευσης, προτείνει και μια εκ βάθρου αλλαγή της ταξικής δομής της παραγωγής. Οι εργάτες θα πρέπει να γίνουν οι πρώτοι αποδέκτες και διανομείς της υπεραξίας μέσα στις επιχειρήσεις, αντικαθιστώντας τα παραδοσιακά διοικητικά συμβούλια. Οι αποφάσεις για το είδος και το μέγεθος της παραγωγής θα είναι συλλογικές, λαμβάνοντας πιθανώς υπ’ όψιν τους και τις ανάγκες των

³⁷⁸ Blackburn, R., Value Theory and the Chinese Worker: A Reply to Geoff Mann, *New Left Review* 56, March-April 2009.

³⁷⁹ Blackburn, R., “The Subprime Crisis”.

³⁸⁰ Panitch, L., και S., Gindin, “The Current Crisis: A Socialist Perspective”

³⁸¹ Panitch, L., και Konings, M., “Myths of Neoliberal Deregulation”, *New Left Review*, 57, May-June 2009.

³⁸² Kliman, A., “On the Roots of the Current Economic Crisis and Some Proposed Solutions”, *Marxist-Humanist Initiative*, 17 April 2009.

Wolff, R., “Μια Μαρξιστική Ανάλυση της Κρίσης”, στο Vlachou, A., Theocarakis, N., και Milonakis, D., (eds), *Economic Crisis and Greece*, Greek Scientific Association of Political Economy, Gutenberg, Athens, 2011.

τοπικών κοινοτήτων. Μιλάμε συνεπώς για ένα εκδημοκρατισμό, τόσο σε επίπεδο επιχείρησης, όσο και σε επίπεδο συνολικής οικονομίας, που δεν θα απαλείψει τις μελλοντικές κρίσεις αλλά θα κάνει την αντιμετώπιση τους πιο ανθρώπινη και πιο δίκαιη.³⁸³ Ο Roth προτείνει και αυτός με την σειρά του την δημιουργία εργατικών συμβουλίων μέσα στις επιχειρήσεις, τονίζοντας τον ηγετικό ρόλο που οφείλουν να διαδραματίσουν οι εργαζόμενοι σε μεγάλους βιομηχανικούς κλάδους, όπως είναι η αυτοκινητοβιομηχανία. Αν η εξέλιξη αυτή συνδυαστεί με μεγαλύτερη πολιτική αυτονομία σε επίπεδο δήμων, με αύξηση των πόρων προς τις τοπικές κοινωνίες και με βελτίωση των εργατικών και εισοδηματικών συνθηκών, δύναται να οδηγήσει σ' ένα είδος τοπικής ή περιφερειακής αυτονομίας όπου θα ασκείται ένα είδος δημοκρατικής αυτο-κυβέρνησης. Κατόπιν, τα εργατικά συμβούλια θα επεκταθούν και σε άλλα κράτη, ιδρύοντας διεθνείς εργατικές ομοσπονδίες, ενώ το τελικό στάδιο της πρότασης προβλέπει την σύσταση μιας «παγκόσμιας ομοσπονδίας αυτονομίας» όπου θα συμμετέχουν ισότιμα οι τοπικές κοινότητες και οι διεθνείς ομοσπονδίες εργαζόμενων, καθορίζοντας από κοινού τις εξελίξεις για θέματα παγκόσμιου οικονομικού, κοινωνικού και περιβαλλοντικού ενδιαφέροντος.³⁸⁴ Ο David Harvey θεωρεί απ' την πλευρά του ότι όλα θα εξαρτηθούν απ' την λαϊκή αντίδραση. Η αντίδραση αυτή φαίνεται να παίρνει την μορφή της ταξικής πάλης ενάντια στον κρατικό μηχανισμό που προσπαθεί να μεταφέρει τα δημοσιονομικά βάρη της κρίσης στις πλάτες των απλών πολιτών. Στον αγώνα αυτό ο Harvey θεωρεί ότι πρωταγωνιστικό ρόλο θα διαδραματίσουν κυρίως οι εργαζόμενοι στον δημόσιο τομέα, παρά οι εργοστασιακοί εργάτες. Αν και εντοπίζει την απουσία μιας ενιαίας διατυπωμένης πρότασης απ' την πλευρά της αριστεράς, αναγνωρίζει παράλληλα ότι «η αποτυχία των άλλων μορφών κατανόησης της πολιτικής οικονομίας είναι πλέον τόσο φανερή που υπάρχει σήμερα η δυνατότητα να προωθηθεί πραγματικά σθεναρά μια πιο σαφής μαρξική αντίληψη για το πώς λειτουργεί η πολιτική οικονομία [...] Αυτό που πρέπει να κάνει ο καλός μαρξιστής είναι να εξετάζει τη συμβατική κατάσταση και να την αναλύει συνεχώς [...] και συνεπώς να παρεμβαίνει με τρόπο που να οδηγεί την κοινωνία σε πιο δημοκρατικές και εξισωτικές λύσεις και τελικά σε λύσεις που είναι εντελώς αντικαπιταλιστικές»³⁸⁵. Όπως άλλωστε εύστοχα παρατηρεί ο Slavoj Zizek: «Ο κομμουνισμός σήμερα δεν είναι το όνομα μιας λύσης, αλλά το όνομα ενός προβλήματος: Του προβλήματος των commons, του δημόσιου, κοινού αγαθού σε όλες του τις διαστάσεις- του κοινού αγαθού της Φύσης ως υπόβαθρου της ζωής μας, του κοινού, βιογενετικού μας υλικού, του κοινού πολιτιστικού

³⁸³ Wolff, R., “Μια Μαρξιστική Ανάλυση της Κρίσης”.

³⁸⁴ Roth, K.H., “Global crisis – Global Proletarianisation – Counter-Perspectives (a summary of initial findings)”.

³⁸⁵ Harvey, D., “Explaining the Crisis”, *International Socialist Review*, 73, September–October 2010.

αγαθού (της συλλογικής μας “πνευματικής ιδιοκτησίας”) και, τελευταίο στη σειρά αλλά όχι και σε σημασία, το πρόβλημα του οικουμενικού, δημόσιου χώρου της ανθρωπότητας, από τον οποίο κανείς δεν θα έπρεπε να αποκλείεται. Όποια κι αν είναι η λύση, οφείλουμε να λύσουμε αυτό το πρόβλημα»³⁸⁶.

6.6 Ποια θα είναι η Επόμενη «Φούσκα»;

Κάθε απόπειρα πρόβλεψης μιας μελλοντικής κερδοσκοπικής φούσκας μπορεί να χαρακτηριστεί παρακινδυνευμένο έως και υπερβολικά φιλόδοξο εγχείρημα. Αν η κερδοσκοπική μανία ήταν ευδιάκριτη, θα μπορούσε απλά να προληφθεί, χωρίς να επιφέρει τόσο δυσμενή οικονομικά αποτελέσματα στις αγορές. Σκοπός, λοιπόν, της παρούσας ενότητας είναι όχι η απόπειρα μιας μελλοντολογικής πρόβλεψης, αλλά ο εντοπισμός πιθανών «υπερβολών» των αγορών με βάση τις υπάρχουσες οικονομικές τάσεις.

Μια πρώτη χώρα στην οποία είναι πιθανό να ξεσπάσει κερδοσκοπική φούσκα είναι η Κίνα. Η χώρα επιτυγχάνει μεγάλους ετήσιους ρυθμούς ανάπτυξης τα τελευταία χρόνια, που πλησιάζουν ή και ξεπερνούν το 10%, τροφοδοτούμενοι κυρίως απ’ το εξαγωγικό της εμπόριο. Πολλά απ’ τα έσοδα αυτά έχουν αφιερωθεί στην βελτίωση των υποδομών καθώς και στην ανάπτυξη του στεγαστικού τομέα της χώρας. Επιπλέον, η αύξηση του κατα κεφαλήν ΑΕΠ, σε συνδυασμό με την στεγαστική «έκρηξη», έχουν οδηγήσει σε μια άνοδο των τιμών των εμπορευμάτων (τρόφιμα, μέταλλα, πετρέλαιο). Οι τιμές των ακινήτων το 2009 αυξήθηκαν κατά 25% και το 2010 κατά 18%, ενώ ο κατασκευαστικός κλάδος απασχολεί ένα ποσοστό της τάξης του 15 με 20% του εργατικού δυναμικού³⁸⁷. Η τάση αυτή ενισχύθηκε έπειτα και από την «έξαρση» των κατασκευών λόγω της διοργάνωσης των Ολυμπιακών Αγώνων στο Πεκίνο το 2008 αλλά και της πολιτικής των τοπικών κυβερνήσεων να αυξάνουν τα έσοδα τους μέσω της πώλησης ακινήτων³⁸⁸. Οι φωνές για ξέσπασμα κερδοσκοπικής φούσκας στους τομείς ακινήτων και εμπορευμάτων προέρχονται

³⁸⁶ Zizek, S., Ομιλία στο Πολυτεχνείο με τίτλο «Ζώντας στην Εποχή των Τεράτων», Αθήνα, 19 Δεκεμβρίου 2010. Διαθέσιμο στο <http://www.e-gnomi.com/home/archives/1486> (τελευταία πρόσβαση στις 22/7/2011).

³⁸⁷ «Η Επόμενη «Φούσκα» Ακινήτων θα Σκάσει στην Κίνα;», *www.newscode.gr*, Πηγή: Deutsche Welle, 19/07/2011. Διαθέσιμο στο <http://www.newscode.gr/oikonomia/story/43447/h-epomenh-foyska-akinhtwn-tha-skasei-sthn-kina> (τελευταία πρόσβαση στις 23/7/2011).

³⁸⁸ «“Στοκ” από Άδεια Ακίνητα στο Μεταολυμπιακό Πεκίνο», *Καθημερινή*, Πηγή: The New York Times, 14-02-10. Διαθέσιμο στο http://portal.kathimerini.gr/4dcgi/_w_articles_kathextra_1_14/02/2010_324114 (τελευταία πρόσβαση στις 23/7/2011).

«Η Επόμενη “Φούσκα” Ακινήτων θα Σκάσει στην Κίνα;», *www.newscode.gr*.

τόσο εντός της Κίνας³⁸⁹ όσο και από διεθνείς οργανισμούς όπως είναι η Παγκόσμια Τράπεζα³⁹⁰. Αν και κάποιοι αναλυτές θεωρούν την περίπτωση της Κίνας διαφορετική απ' αυτή των ΗΠΑ, καθώς οι αγορές πραγματοποιούνται κυρίως με αποταμιευμένα κεφάλαια παρά με δανεισμό, η κινεζική κυβέρνηση δεν φαίνεται να εφησυχάζει. Ήδη έχει αρχίσει να διενεργεί "stress tests" στις τράπεζες προκειμένου να εξετάσει τις συνέπειες από μια πιθανή πτώση της τιμής των ακινήτων³⁹¹, ενώ ταυτόχρονα αυξάνει συνεχώς το ποσοστό υποχρεωτικών ρευστών διαθεσίμων καθώς και τα επιτόκια στεγαστικών χορηγήσεων³⁹². Αν και τα μέτρα αυτά έχουν προσωρινά αποδώσει³⁹³, ο κίνδυνος «σκασίματος» είναι ακόμη υπαρκτός, με τις πιθανές δυσμενείς συνέπειες να επεκτείνονται όχι μόνο στην Ασία αλλά και παγκοσμίως, δεδομένου ότι η κινεζική οικονομία είναι πλέον η δεύτερη μεγαλύτερη στον κόσμο.

Μια άλλη πιθανή κερδοσκοπική φούσκα που συνδέεται άμεσα με τις εξελίξεις στην κινεζική οικονομία, είναι αυτή που παρατηρείται στον τομέα ακινήτων της Αυστραλίας. Η χώρα αυτή είναι πλούσια σε φυσικούς πόρους και μόνο το 2010 εισέπραξε περίπου \$200 δισ. από τις εξαγωγές πρώτων υλών στην Ανατολική Ασία. Υπάρχει έντονη αλληλεξάρτηση ανάμεσα στην ανάπτυξη του στεγαστικού και βιομηχανικού τομέα των κινεζικών επαρχιών και της Αυστραλίας, καθώς οι πρώτες εισάγουν απ' την δεύτερη, βασικές και πολύτιμες ύλες όπως άνθρακα, φυσικό αέριο, χρυσό, σίδηρο, ουράνιο κλπ. Τα κεφάλαια απ' αυτές τις εξαγωγές, οι Αυστραλοί τα επενδύουν κυρίως στον τομέα των ακινήτων, ενώ το ίδιο πράττουν και οι Κινέζοι μεγαλοεργολάβοι που θέλουν να επενδύσουν τα κέρδη τους στο εξωτερικό. Αποτέλεσμα είναι η έκρηξη των τιμών στον κλάδο αυτό, που κινδυνεύει με άμεση κατάρρευση αν η στεγαστική αγορά και η βιομηχανική παραγωγή στην Κίνα αρχίσουν να υποχωρούν.³⁹⁴

³⁸⁹ «Fan Gang: "Φούσκα" Ακινήτων, Εμπορευμάτων Απειλεί την Κίνα», *www.reporter.gr*, 18 Νοεμβρίου 2009. Διαθέσιμο στο <http://www.reporter.gr/Διεθνή/Διεθνείς-Ειδήσεις/item/136200-fan-gang-φούσκα-ακινήτων-εμπορευμάτων-απειλεί-την-κίνα> (τελευταία πρόσβαση στις 23/7/2011).

³⁹⁰ «Η Παγκόσμια Τράπεζα Προειδοποιεί την Κίνα για Σκάσιμο Φούσκας Ακινήτων», *Ελευθεροτυπία*, 28 Απριλίου 2011. Διαθέσιμο στο <http://www.enet.gr/?i=news.el.article&id=271006> (τελευταία πρόσβαση στις 23/7/2011).

³⁹¹ «Τεστ Κοπώσεως για τη Φούσκα των Ακινήτων στην Κίνα», *Καθημερινή*, 07/08/2010. Διαθέσιμο στο http://news.kathimerini.gr/4dcgi/_w_articles_economyagor_1_07/08/2010_410718 (τελευταία πρόσβαση στις 23/7/2011).

³⁹² «Κίνα: Αυξάνει τα Τραπεζικά Αποθεματικά κατά 0,5%», *Καθημερινή*, 14-06-11. Διαθέσιμο στο http://portal.kathimerini.gr/4dcgi/_w_articles_kathbreak_1_14/06/2011_394547 (τελευταία πρόσβαση στις 23/7/2011).

«Η Επόμενη «Φούσκα» Ακινήτων θα Σκάσει στην Κίνα;», *www.newscode.gr*.

³⁹³ Ο.π.

³⁹⁴ Βαρουφάκης, Γ., «Γράμμα από την Αυστραλία: Η Γένεση μιας Φούσκας», *www.protagon.gr*, 19/02/2011. Διαθέσιμο στο <http://www.protagon.gr/?i=protagon.el.8emata&id=5386> (τελευταία πρόσβαση στις 23/7/2011).

Ο Robert Shiller απ' την πλευρά του, θεωρεί ότι μια «φούσκα» μπορεί να εκδηλωθεί μέσα στην επόμενη δεκαετία στον τομέα των αγροτικών γαιών. Ιστορικά μόνο μία τέτοια ανάλογη περίπτωση έχει υπάρξει στις ΗΠΑ κατά την δεκαετία του 1970, όταν και συνδυάστηκε με την πληθυσμιακή έκρηξη. Οι αγροτικές γαίες παρουσίασαν αύξηση των τιμών τους σε πραγματικούς όρους κατά 74% περίπου κατά την δεκαετία 2000-2010, φθάνοντας στα υψηλά τους το 2008. Η κρίση των subprimes δεν φαίνεται να επηρέασε ιδιαίτερα τον τομέα αυτό, αφού οι τιμές των γαιών από τότε έχουν υποχωρήσει περίπου μόνο 5%. Καθώς οι τιμές των τροφίμων αυξάνονται συνεχώς σε παγκόσμιο επίπεδο, αλλά και γίνονται εντονότερα τα περιβαλλοντικά προβλήματα που σχετίζονται με την υπερθέρμανση του πλανήτη (απαιτώντας αύξηση της παραγωγής βιολογικών καλλιεργειών και καυσίμων), εκδηλώνεται έντονο επενδυτικό ενδιαφέρον για την αγορά αγροτικής γης. Δεδομένου μάλιστα, ότι η προσφορά γης είναι σταθερή διαχρονικά, είναι ιδιαίτερα πιθανόν να προκύψει μελλοντικά μια έκρηξη των τιμών για τις καλλιεργήσιμες γαίες.³⁹⁵

Οι παγκόσμιες ανισορροπίες και η νομισματική αστάθεια μπορούν να προκαλέσουν «φούσκες» περιουσιακών στοιχείων κατά τον Rubini. Αφενός, η «νομισματική χαλάρωση» που εφάρμοσαν οι αναπτυγμένες οικονομίες για να αποφύγουν την ύφεση, έχει δημιουργήσει μια ροή κεφαλαίων ιδιαίτερα προς τις αναδυόμενες χώρες. Αφετέρου, η πολιτική χαμηλών επιτοκίων που εφαρμόζει η Fed επιτρέπει σε πολλούς επενδυτές (μέσω της διαδικασίας του carry trade³⁹⁶) να δανείζονται «φθηνά» σε δολάρια και να επιτυγχάνουν υψηλές αποδόσεις τοποθετώντας τα χρήματά τους σε ξένες χώρες και συναλλάγματα. Μέσα από τις συνθήκες αυτές είναι πολύ εύκολο να προκύψουν κερδοσκοπικές φούσκες περιουσιακών στοιχείων σε παγκόσμια κλίμακα, που θα «σκάσουν» όταν το δολάριο αρχίσει να ανατιμάται. Μια απότομη ανατίμηση μάλιστα του δολαρίου εξαιτίας π.χ. της αύξησης της αποστροφής των επενδυτών προς τον κίνδυνο ή εξαιτίας έντονων γεωπολιτικών αλλαγών, μπορεί να προκαλέσει μεγάλες απώλειες σε αυτούς που στοιχημάτισαν σ' ένα «φθηνό» δολάριο. Όσο περισσότερο δε η εκκολαπτόμενη αυτή φούσκα αργήσει να εκδηλωθεί, τόσο πιο σφοδρά θα είναι τα αποτελέσματα της για την παγκόσμια οικονομία.³⁹⁷

³⁹⁵ Shiller, R.J., "Bubble Spotting", www.project-syndicate.org, 22/3/2011. Διαθέσιμο στο <http://www.project-syndicate.org/commentary/shiller76/English> (τελευταία πρόσβαση στις 23/7/2011).

³⁹⁶ Η διαδικασία μέσω της οποίας ένας επενδυτής αποκομίζει κέρδη δανειζόμενος σε νόμισμα μιας χώρας με χαμηλό επιτόκιο και δανείζοντας ταυτόχρονα σε νόμισμα άλλης χώρας με υψηλότερο επιτόκιο.

³⁹⁷ Roubini, N. & Mihm, S., *Crisis Economics: A Crash Course in the Future of Finance*, σελ. 340-1.

6.7 Οι Προοπτικές για το Διεθνές Χρηματοπιστωτικό και Νομισματικό Σύστημα

Η προηγηθείσα ανάλυση κάνει φανερή την ανάγκη μιας διαφορετικής προσέγγισης στα θέματα που άπτονται του παγκόσμιου οικονομικού και πολιτικού ενδιαφέροντος. Καθώς οι εθνικές πολιτικές αδυνατούν πλέον μεμονωμένα να αντιμετωπίσουν τις προκλήσεις που προκύπτουν για το διεθνές χρηματοπιστωτικό και νομισματικό σύστημα, απαιτείται μεγαλύτερη συνεργασία μέσα από τους υπάρχοντες διεθνείς οικονομικούς και πολιτικούς θεσμούς ή τη δημιουργία νέων οργανισμών με αυξημένες αρμοδιότητες.

Η πρώτη δέσμη προτάσεων αφορά την λειτουργία του ΔΝΤ και της Παγκόσμιας Τράπεζας. Οι αρμοδιότητες των δύο αυτών οργανισμών συχνά αλληλοεπικαλύπτονται ενώ υπάρχει ένα έλλειμμα διαφάνειας και δημοκρατικότητας στην λήψη των αποφάσεων τους. Αυτό σημαίνει ότι οι αλλαγές που προωθούνται συχνά εξυπηρετούν τα συμφέροντα των αναπτυγμένων χωρών, παραμερίζοντας τις ανάγκες των φτωχότερων κρατών που διαθέτουν λιγότερα δικαιώματα ψήφων.³⁹⁸ Απαιτείται, λοιπόν, μια αλλαγή στον τρόπο λήψης αποφάσεων, που θα λαμβάνει υπ' όψιν του όχι μόνο την σύγχρονη οικονομική δυναμική των κρατών αλλά και πληθυσμιακούς, γεωγραφικούς ή και περιβαλλοντικούς παράγοντες. Επιπλέον, ο ρόλος του ΔΝΤ θα πρέπει να περιοριστεί στον σκοπό της ίδρυσης του, στην άμβλυνση δηλαδή των διεθνών ανισορροπιών και την χρηματοδοτική στήριξη των χωρών που αντιμετωπίζουν οικονομικά προβλήματα, ενώ τα θέματα οικονομικής ανάπτυξης οφείλουν να αποτελέσουν προνόμιο της Παγκόσμιας Τράπεζας. Περαιτέρω, οι πολιτικές του ΔΝΤ, δεν θα πρέπει να προτείνουν «γενικές» οικονομικές λύσεις ανεξαρτήτως χώρας και περίπτωσης. Αντιθέτως, απαιτείται μια *à la carte* αντιμετώπιση που θα αφορά τα συγκεκριμένα οικονομικά προβλήματα κάθε χώρας, καθώς και τον τρόπο που αυτά συνδυάζονται με τους θεσμικούς, πολιτικούς και πολιτισμικούς παράγοντές της. Τέλος, τα μέτρα που προωθούνται απ' τους δύο αυτούς οργανισμούς οφείλουν να έχουν μεγαλύτερη κοινωνική «χρoιά» στοχεύοντας κυρίως στην αύξηση της απασχόλησης, τον περιορισμό των ανισοτήτων και της φτώχειας και λιγότερο στην αυστηρή επίτευξη των στόχων για τα δημοσιονομικά μεγέθη. Άλλωστε, όπως έχει αποδείξει η ιστορική εμπειρία, μέσα από αναπτυξιακά μέτρα είναι ευκολότερη η αντιμετώπιση μιας κρίσης, ενώ αντιθέτως οι συστατικές πολιτικές σε συνθήκες ύφεσης επιδεινώνουν την κατάσταση της οικονομίας. Βεβαίως, για να υπάρξουν τέτοιες αλλαγές πολιτικής απαιτείται υψηλότερο απόθεμα χρηματικών πόρων, που μπορεί να προκύψει είτε από μεγαλύτερες εισφορές των κρατών είτε

³⁹⁸ Stiglitz, J.E., *Η Μεγάλη Αυταπάτη*. σελ. 425-33.

από υψηλότερη φορολόγηση πολυεθνικών και offshore εταιρειών, καθώς και μέσα από την καθιέρωση φόρων στις χρηματοπιστωτικές συναλλαγές. Τέτοιες, πολιτικές δεν πρέπει να θεωρούνται ότι έχουν την μορφή «χαρατσίου» προς τους προαναφερθέντες οικονομικούς δρώντες, αλλά αντιθέτως αποτελούν ένα δίκαιο «αντίτιμο» για την διατήρηση και αναπαραγωγή του διεθνούς οικονομικού συστήματος στο οποίο στηρίζουν την επιβίωση τους αυτοί οι οργανισμοί.

Σε σχέση με το παγκόσμιο εμπόριο, οι διαπραγματεύσεις στον γύρο της Doha, φαίνεται να έχουν «βαλτώσει» προσωρινά. Για να υπάρξουν ωφέλιμες αποφάσεις απαιτούνται είτε αμοιβαίες υποχωρήσεις απ' την πλευρά των κρατών (πράγμα που φαντάζει δύσκολο στην παρούσα οικονομική συγκυρία) είτε ανάπτυξη διαπεριφερειακών, περιφερειακών και διμερών συνεργασιών που θα λειτουργήσουν συμπληρωματικά με τις πολυμερείς συμφωνίες. Παράλληλα, οι πολιτικές του Παγκόσμιου Οργανισμού Εμπορίου πρέπει να κινηθούν προς την εκπλήρωση των «στόχων της Χιλιετίας» με έμφαση στην στήριξη των οικονομικά ασθενέστερων του κόσμου. Οι φτωχές χώρες θα πρέπει να αντιμετωπιστούν διαφορετικά, μέσω της διατήρησης κάποιων προστατευτικών προνομίων στις αγορές των «ευαίσθητων» προϊόντων τους, ενώ παράλληλα θα πρέπει να προωθηθεί προς αυτές η τεχνολογική γνώση που σε συνδυασμό με την βελτίωση της εκπαίδευσης και της υγείας, μπορεί να τις βγάλει από το τέλμα της υπανάπτυξης. Εν δυνάμει, οι χώρες αυτές μπορούν να αποτελέσουν δυναμικούς πόλους ανάπτυξης, δημιουργώντας νέες αγορές για το παγκόσμιο οικονομικό σύστημα και γι' αυτό το λόγο δεν πρέπει να αντιμετωπίζονται σαν διεθνείς «παρίες».

Ως προς την εξέλιξη του διεθνούς νομισματικού συστήματος έχουν υπάρξει πολλές εναλλακτικές προτάσεις, οι οποίες μπορούν σύντομα να συνοψιστούν στις εξής:

α) *Επιστροφή στον Κανόνα του Χρυσού.* Οι υφέσεις, η ανεξέλεγκτη προσφορά χρήματος και οι ανταγωνιστικές υποτιμήσεις έχουν κάνει αρκετούς οικονομικούς και πολιτικούς δρώντες να νοσταλγήσουν την σταθερότητα των τιμών που προσέφερε ο κανόνας του χρυσού. Ένας τέτοιος κανόνας, πιστεύουν οι υποστηρικτές του, ότι θα οδηγούσε σε μια «απο-πολιτικοποίηση» του χρήματος καθώς θα αφαιρούσε απ' το κράτος την δυνατότητα δημιουργίας νομίσματος. Για να γίνει πράξη ένα τέτοιο σύστημα απαιτείται η σύνδεση της νομισματικής βάσης με τον χρυσό. Οι επικριτές του συστήματος αυτού θεωρούν ότι ένας νέος κανόνας χρυσού θα αντιμετωπίσει προβλήματα μετάβασης, αστάθειας και αξιοπιστίας. Η μετάβαση θα είναι δύσκολη καθώς η παγκόσμια αξία του χρήματος διαφέρει από την παγκόσμια αξία του χρυσού. Η προσπάθεια προσδιορισμού μιας «ιδανικής» ισοτιμίας μπορεί αν είναι λανθασμένη να οδηγήσει σε πληθωρισμό ή αποπληθωρισμό. Η αστάθεια μπορεί να

προέλθει μέσω της διαδικασίας αποθεματοποίησης χρυσού από τις τράπεζες, από τις παγκόσμιες διακυμάνσεις προσφοράς και ζήτησης χρυσού καθώς κι απ' την αδυναμία των κρατών να διαχειριστούν την εγχώρια νομισματική και χρηματοπιστωτική τους πολιτική. Το πρόβλημα της αξιοπιστίας, αφορά την τήρηση της δέσμευσης των κρατών να κρατήσουν σταθερές ισοτιμίες έναντι του χρυσού χωρίς να υποκύψουν σε πολιτικές που προασπίζουν τα εθνικά τους συμφέροντα. Κατανοούμε απ' τα παραπάνω, ότι η αναβίωση ενός τέτοιου συστήματος θα αντιμετωπίσει τεράστιες δυσκολίες. Όπως δεικτικά σημειώνει ο L.P. Hartley «το παρελθόν είναι μια ξένη χώρα» και συνεπώς δεν μπορούμε να επιστρέψουμε στις πρακτικές του 19^{ου} αιώνα.³⁹⁹

β) *Ένας τροποποιημένος Κανόνας Χρυσού*: Η λύση αυτή προτάθηκε από τον πρόεδρο της Παγκόσμιας Τράπεζας, Robert Zoellick. «Ο Zoellick, πρώην αξιωματούχος του υπουργείου Οικονομικών των ΗΠΑ, ζητά ένα σύστημα “στο οποίο πιθανότατα θα πρέπει να συμπεριληφθούν το ευρώ, το δολάριο, το γιεν, η στερλίνα και το γουάν, έτσι ώστε να κινηθεί προς έναν πιο διεθνή χαρακτήρα”. “Το σύστημα θα πρέπει επίσης να εξετάσει την ανάπτυξη του χρυσού ως διεθνούς σημείου αναφοράς των προσδοκιών της αγοράς για τον πληθωρισμό, τον αποπληθωρισμό και τις μελλοντικές συναλλαγματικές αξίες”». Τονίζει δε, ότι «αν και τα εγχειρίδια ενδεχομένως να χαρακτηρίζουν τον χρυσό παλαιό χρήμα, οι αγορές χρησιμοποιούν σήμερα το μέταλλο ως εναλλακτική συναλλαγματική τοποθέτηση»⁴⁰⁰. Η πρόταση αυτή συγκεντρώνει σίγουρα μεγαλύτερο ενδιαφέρον, καθώς συνδυάζει την σταθερότητα που προσφέρει ο χρυσός με ένα «καλάθι» νομισμάτων που λαμβάνει υπ' όψιν του τους παγκόσμιους οικονομικούς συσχετισμούς, όπως έχουν διαμορφωθεί σήμερα μετά την δημιουργία του ευρώ και την οικονομική άνοδο της Κίνας.

γ) *Συγκρότηση ομάδων χωρών που κατά το πρότυπο της Ε.Ε., θα προχωρήσουν στην δημιουργία ενιαίου νομίσματος*. Η δημιουργία περιφερειακών νομισματικών μονάδων οι οποίες μπορούν να ανταπεξέλθουν στις πιέσεις των εμπορών συναλλάγματος και των χρηματοοικονομικών κερδοσκόπων αποτελεί μία πρόταση του οικονομολόγου Barry Eichengreen.⁴⁰¹ Εξετάζοντας κανείς τις αδυναμίες ενός τέτοιου εγχειρήματος δεν μπορεί να

³⁹⁹ Για μια αναλυτικότερη παρουσίαση της κριτικής ενάντια σ' έναν νέο Κανόνα Χρυσού βλέπε: Wolf, M., “*Could the World Go Back to the Gold Standard?*”, November 1, 2010. Διαθέσιμο στο <http://blogs.ft.com/martin-wolf-exchange/2010/11/01/could-the-world-go-back-to-the-gold-standard> (τελευταία πρόσβαση στις 29/12/2010).

⁴⁰⁰ Beattie, A., «Νέο Bretton Woods Ζητά η Παγκόσμια Τράπεζα», *Financial Times*. Διαθέσιμο μέσω του site [iskra.gr](http://www.iskra.gr) στην ηλεκτρ. διεύθυνση http://www.iskra.gr/index.php?option=com_content&view=article&id=1490:ft-bretton-woods-&catid=55:an-oikonomia&Itemid=283 (τελευταία πρόσβαση στις 29/12/2010).

⁴⁰¹ Gilpin, R., *Η Πρόκληση του Παγκόσμιου Καπιταλισμού: Η Παγκόσμια Οικονομία τον 21^ο Αιώνα* Αθήνα, Εκδόσεις Ποιότητα, 2007. σελ. 161.

μην ανατρέξει στην σημερινή πορεία του ευρώ. Μία τέτοια νομισματική ένωση προϋποθέτει κοινά οικονομικά μεγέθη και αμοιβαία διαχείριση των πολιτικών και οικονομικών προβλημάτων εντός της ομάδας σύγκλισης, κάτι που ρεαλιστικά είναι δύσκολο, όπως αποδεικνύει και η ιστορική εμπειρία. Επιπλέον, δεν μπορεί κανείς να αποκλείσει το γεγονός οι νομισματικοί πόλεμοι να μεταφερθούν απ'το επίπεδο των εθνικών στο επίπεδο των περιφερειακών νομισμάτων.

δ) *Δημιουργία ενός υπερεθνικού αποθεματικού νομίσματος*. Η πρόταση αυτή παραπέμπει στην ιδέα του Κέυνς για την δημιουργία του Bancor. Απ' το 2009 κιόλας, έχει αρχίσει διεθνώς μια συζήτηση για την αντικατάσταση του δολαρίου ως βασικού διεθνούς αποθεματικού νομίσματος, με τον διοικητή της Κεντρικής Τράπεζας τη Κίνας, Zhou Xiaochuan να δηλώνει ότι «ένα υπερεθνικό νόμισμα, όχι μόνο θα εξαλείψει τις εγγενείς αδυναμίες των εθνικών νομισμάτων αλλά θα καταστήσει εφικτό και τον έλεγχο της παγκόσμιας ρευστότητας». Για να αναφερθεί στη συνέχεια στην «ιδιαίτερη σημασία» που πρέπει να αποδοθεί στα Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα (SDRs), τα οποία «θα μπορούσαν δυνητικά να λειτουργήσουν ως ένα υπερεθνικό νόμισμα». Αυτό, σύμφωνα με τον Zhou Xiaochuan, θα βοηθούσε το ΔΝΤ όχι μόνο να αντιμετωπίσει τις δικές του ανάγκες σε χρηματοδότηση, αλλά και να αντιμετωπιστούν οι δυσκολίες της αναμόρφωσης σε επίπεδο αντιπροσώπευσης»⁴⁰². Δεν είναι λίγοι αυτοί στις ΗΠΑ που στέκονται επιφυλακτικά απέναντι σ' αυτήν την πρόταση, καθώς θεωρούν ότι θα επιφέρει μείωση του πολιτικού κύρους και κόστος σε οικονομικούς όρους στην Ουάσιγκτον (θα απωλέσει δηλαδή τα ονομαζόμενα ως και «προνόμια του φεουδάρχη») και ότι αποτελεί μια κίνηση της Κίνας που συμβαδίζει με την γενικότερη προσπάθεια της να υποσκελίσει τις ΗΠΑ στο διεθνές σύστημα. Στον αντίποδα, οικονομολόγοι διεθνούς κύρους, όπως ο Robert Mundell, ζητούν την ένταξη του γουνάν στα Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα του ΔΝΤ ως βήμα για τη δημιουργία νέου διεθνούς νομίσματος⁴⁰³. Ο Joseph Stiglitz, παρομοίως, υποστηρίζει την δημιουργία ενός διεθνούς νομισματικού συστήματος, η σταθερότητα του οποίου θα βασίζεται στα SDRs ως διεθνές αποθεματικό νόμισμα, καθώς το δολάριο έχει απολέσει την ισχύ του και αποτελεί παράγοντα αστάθειας και αδυναμίας για την παγκόσμια οικονομία⁴⁰⁴. Με την πρόταση αυτή συντάσσεται και η Ρωσία, ενώ υπάρχουν θεωρητικοί όπως ο Fred Bergsten που πιστεύουν

⁴⁰² «Κίνα: Προτείνει Αναγωγή των SDRs του ΔΝΤ σε Υπερεθνικό Νόμισμα», *Capital*. Διαθέσιμο μέσω του site ports-customs.pblogs.gr στην ηλεκτρ. διεύθυνση <http://portscustoms.pblogs.gr/2009/03/465459.html> (τελευταία πρόσβαση στις 30/12/2010).

⁴⁰³ Λίτσης, Μ., «Ο Μπαμπάς του Ευρώ θεωρεί το Γουνάν...Τραβηκτικό» *Ελευθεροτυπία*, 9 Απριλίου 2009, Διαθέσιμο στο <http://www.enet.gr/?i=news.el.article&id=33757> (τελευταία πρόσβαση στις 30/12/2010)

⁴⁰⁴ «Νέο Υπερεθνικό Νόμισμα Απειλεί το Δολάριο», *Capital*, 9 Μαΐου 2009. Διαθέσιμο στο <http://www.capital.gr/News.asp?id=731816&ppg=1> (τελευταία πρόσβαση στις 30/12/2010).

ότι μια τέτοια εξέλιξη όχι μόνο δεν θα βλάψει τις ΗΠΑ αλλά αντιθέτως θα προκαλέσει ωφέλη για το παγκόσμιο οικονομικό σύστημα⁴⁰⁵.

ε) *Δημιουργία ομολόγων που θα συνδέονται με το ΑΕΠ των χωρών.* Η υιοθέτηση των Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιώματων ως παγκόσμιου αποθεματικού νομίσματος δεν θα είναι εύκολη, καθώς αφενός δεν υπάρχουν ιδιωτικές αγορές στις οποίες αυτά να διαπραγματεύονται και αφετέρου το δολάριο και το ευρώ αποτελούν περίπου το 80% του «καλαθιού» νομισμάτων των SDRs, γεγονός που προσδίδει μικρά περιθώρια διαφοροποίησης κινδύνου δεδομένης της αστάθειας που παρουσιάζουν στην παρούσα χρονική συγκυρία τα δύο αυτά νομίσματα. Γι' αυτό το λόγο έχει προταθεί ως εναλλακτική λύση η έκδοση «παγκόσμιων» ή εθνικών ομολόγων που θα συνδέονται με το ΑΕΠ των χωρών. Τα ομόλογα αυτά θα προσφέρουν αποδόσεις βάσει των ρυθμών μεγέθυνσης των χωρών έκδοσης, δημιουργώντας έτσι ισχυρή διασπορά κινδύνου, ενώ ταυτόχρονα θα μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως μέσο χρηματοδότησης για τις εθνικές κυβερνήσεις μέσω της αγοράς τους από το ΔΝΤ. Η δυσκολία του εγχειρήματος αυτού έγκειται στο να πεισθούν οι χώρες, οι κεντρικές τράπεζες και το ΔΝΤ να προχωρήσουν σε μια τέτοια πρωτοβουλία.⁴⁰⁶

Τέλος, πολλοί είναι αυτοί που προτείνουν την δημιουργία νέων διεθνών οργανισμών οι οποίοι μέσα από τις αυξημένες αρμοδιότητες που θα διαθέτουν, θα μπορούν να εφαρμόζουν οικονομικές πολιτικές καθολικής ισχύος. Για παράδειγμα έχει προταθεί η ίδρυση ταμείων «τύπου ΔΝΤ» σε άλλες οικονομικές περιφέρειες του κόσμου, όπως η Ασία ή η Λατινική Αμερική⁴⁰⁷. Μέσω τέτοιων οργανισμών, οι συμμετέχουσες χώρες θα επιτύχουν μεγαλύτερη ανεξαρτησία ως προς την οικονομική και εξωτερική τους πολιτική, καθώς δεν θα υπόκεινται στην πλειοψηφική ισχύ κάποιων αναπτυγμένων χωρών (π.χ. ΗΠΑ, Γερμανία κλπ.). Ταυτόχρονα, οι πόροι ενός τέτοιου οργανισμού, θα εξαρτώνται απ' τις εισφορές των χωρών της περιφέρειας που καλύπτει, ενώ οι δραστηριότητες του θα είναι αυστηρά επικεντρωμένες στο πλαίσιο και το χαρακτήρα της οικονομίας των χωρών-μελών του. Βεβαίως αυτή η προοπτική ενέχει τον κίνδυνο δημιουργίας δυναμικών περιφερειών σε ορισμένες μόνο περιοχές του κόσμου, ενώ παράλληλα δύναται να καλλιεργήσει τον απομονωτισμό και τον ανταγωνισμό σε οικονομικό και γεωπολιτικό επίπεδο με

⁴⁰⁵ Fred Bergsten, "The Dollar and the Deficits", *Foreign Affairs*, November/December 2009, Διαθέσιμο στο <http://www.foreignaffairs.com/articles/65446/c-fred-bergsten/the-dollar-and-the-deficits> (τελευταία πρόσβαση στις 30/12/2010).

⁴⁰⁶ Eichengreen, B., "What Can Replace the Dollar?", *www.project-syndicate.org*, 11/8/2011. Διαθέσιμο στο <http://www.project-syndicate.org/commentary/eichengreen33/English> (τελευταία πρόσβαση στις 12/8/2011).

⁴⁰⁷ Pesek Jr., W., "Is the IMF an Endangered Species in Asia?", *Bloomberg*, 8 May 2005. Διαθέσιμο στο http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aDypalC2I9SE&refer=columnist_pesek (τελευταία πρόσβαση στις 12/8/2011).

καταστροφικά για τον κόσμο αποτελέσματα. Μια άλλη πρόταση είναι η δημιουργία μιας παγκόσμιας κεντρικής τράπεζας που θα έρθει να αντικαταστήσει τους υπάρχοντες οικονομικούς οργανισμούς, αποκτώντας τις λειτουργίες της επόπτευσης και της ρύθμισης που διαθέτουν οι εθνικές κεντρικές τράπεζες, σε διεθνές όμως επίπεδο⁴⁰⁸. Ένας τέτοιος οργανισμός θα μπορούσε να αποτελέσει έναν πραγματικό διεθνή δανειστή ύστατης προσφυγής, αποσοβώντας σοβαρές χρηματοπιστωτικές κρίσεις. Σε επίπεδο Ε.Ε. επίσης υπάρχουν προτάσεις, οι οποίες έρχονται ξανά στο προσκήνιο μετά και απ' την τρέχουσα κρίση, για την σύσταση ενός «πανευρωπαϊκού υπουργείου οικονομικών»⁴⁰⁹ με αρμοδιότητες που θα υπερισχύουν των εθνικών κοινοβουλίων, ώστε να επιταχυνθεί η ευρωπαϊκή σύγκλιση και να διασφαλιστεί η σταθερότητα του ευρώ.

Δυστυχώς, υπό την σκία της τρέχουσας παγκόσμιας κρίσης, τέτοιες προτάσεις φαντάζουν από ουτοπικές ως υπερβολικά αισιόδοξες. Τα κράτη δεν φαίνονται πρόθυμα ακόμα να απεμπολήσουν τα κυριαρχικά τους δικαιώματα στην σφαίρα της πολιτικής και της οικονομίας χάριν της ίδρυσης υπερεθνικών οργανισμών με αυξημένες εξουσίες. Ο νομισματικός πόλεμος των κρατών, μέσω ανταγωνιστικών υποτιμήσεων, βρίσκεται εν εξελίξει, ενώ καίριας σημασίας είναι το ζήτημα των παγκόσμιων ανισορροπιών. Φυσικά, έχουν υπάρξει πρωτοβουλίες από τους G-20 όπως η σύσταση του Financial Stability Board (FSB) το 2009 στο Λονδίνο, για την ορθότερη εποπτεία και ρύθμιση του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος. Στην τελευταία σύνοδο των G-20, που συνεκλήθει τον Νοέμβριο του 2010, στην Σεούλ της Ν. Κορέας, οι συμμετέχοντες συμφώνησαν να απόσχουν από οποιαδήποτε «ανταγωνιστική υποτίμηση» και «να ευνοήσουν τον περαιτέρω προσδιορισμό των ισοτιμιών από την αγορά». Ο πρόεδρος Obama υπεραμύνθηκε της αύξησης της προσφοράς χρήματος από την Fed, τονίζοντας ότι η οικονομική ανάκαμψη των ΗΠΑ θα ευνοήσει την παγκόσμια ανάπτυξη. Ο Κινέζος πρόεδρος Hu Jintao, δεσμεύτηκε για μια σταδιακή ανατίμηση του γουάν εντός ενός «ευνοϊκού εξωτερικού περιβάλλοντος» και επισήμανε την ανάγκη για μια «ισχυρή, βιώσιμη και ισορροπημένη» παγκόσμια ανάπτυξη. Επιπλέον, υπήρξε κοινή δέσμευση για την εφαρμογή νέων τραπεζικών κανόνων ως προς τα τραπεζικά κεφάλαια και τη ρευστότητα των τραπεζών (όπως προβλέπονται απ' την συμφωνία «Βασιλεία III») που επιδιώκουν να καταστήσουν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα περισσότερο ανθεκτικά σε περιόδους κρίσεων. Ιστορικής σημασίας επίσης χαρακτηρίστηκε

⁴⁰⁸ Ρουμελιώτης, Π., *Προς έναν Πολυπολικό Κόσμο*. σελ. 366-7.

⁴⁰⁹ «Πανευρωπαϊκό Υπουργείο Οικονομικών Βάζει στο Τραπέζι ο Sarkozy», *Ισοτιμία*, 7 Ιανουαρίου 2011. Διαθέσιμο στο <http://www.isotimia.gr/default.asp?pid=24&ct=2&artid=91749> (τελευταία πρόσβαση στις 28/7/2011).

Γκρουμούτης, Π., «Πανευρωπαϊκό Υπουργείο Οικονομικών Θέλει ο Τρισέ», *Πρώτο Θέμα*, 02/06/2011. Διαθέσιμο στο <http://www.protothema.gr/economy/article/?aid=125867> (τελευταία πρόσβαση στις 28/7/2011).

η απόφαση για την μεταρρύθμιση του ΔΝΤ μέσω διπλασιασμού των κεφαλαίων του και ανακατανομή των δικαιωμάτων ψήφου.⁴¹⁰ Παρά την ρητορική των κρατών, όμως, αποφεύχθησαν συγκεκριμένες δεσμεύσεις με τον Dominique Strauss-Kahn να δηλώνει ότι «το συνέδριο ήταν περισσότερο ένα debate παρά μια συμφωνία»⁴¹¹ ενώ ο οικονομολόγος Elie Cohen υπήρξε πιο καυστικός σχολιάζοντας ότι «είναι μια G-20 για το τίποτε. Απλώς, όσο συζητούμε, δεν κάνουμε πόλεμο»⁴¹².

6.8 Πόλεμος και Ειρήνη

Το κεφάλαιο θα κλείσει με μια αναφορά στο θέμα των παγκόσμιων ανισορροπιών και το μέλλον του διεθνούς οικονομικού και πολιτικού συστήματος. Όπως είδαμε παραπάνω, ενώ οι G-20 έχουν προβεί σε κάποια θετικά βήματα, αδυνατούν επί του παρόντος να καταλήξουν σε γενναίες αποφάσεις που θα προκαλέσουν μια ριζική αναμόρφωση της διεθνούς οικονομίας. Την στιγμή που γράφονται αυτές οι γραμμές δύο είναι τα κύρια προβλήματα που ταλανίζουν την παγκόσμια οικονομία: η κρίση χρέους στην ευρω-ζώνη και ιδιαίτερα στην Ελλάδα με τον πιθανό αντίκτυπο που μπορεί να έχει στην ευρωπαϊκή αλλά και την παγκόσμια οικονομία, και το υψηλό δημόσιο χρέος στις ΗΠΑ που δημιουργεί συνθήκες διεθνούς αβεβαιότητας, επιβάλλοντας ριζικές αλλαγές στην δομή της αμερικάνικης οικονομίας.

Κατά την άποψη του γράφοντος, και τα δύο αυτά θέματα συνδέονται με την ύπαρξη παγκόσμιων ανισορροπιών. Σε ευρωπαϊκό επίπεδο, η δημιουργία του ευρώ και η διεύρυνση της Ε.Ε., έχουν αποδειχθεί μέχρι στιγμής προβληματικές πολιτικές αποφάσεις. Η δημιουργία μιας οικονομικής και νομισματικής ένωσης, απαιτεί όχι μόνο ομοιομορφία στα οικονομικά χαρακτηριστικά των χωρών, αλλά και την ύπαρξη της πολιτικής βούλησης για να στηριχθεί το δύσκολο αυτό εγχείρημα. Αντιθέτως, στην ευρωπαϊκή ήπειρο παρατηρούμε κράτη του κέντρου και του Βορρά όπως η Γερμανία, η Αυστρία, η Γαλλία και οι Σκανδιναβικές χώρες να ευημερούν διαθέτοντας πλεονασματικά εμπορικά ισοζύγια, ενώ την ίδια στιγμή χώρες του ευρωπαϊκού Νότου όπως η Ελλάδα, η Ισπανία, η Πορτογαλία και η Ιταλία να

⁴¹⁰ “G20: Έληξε με Εντάσεις και «Μικρές» Συμφωνίες”, *Βορηνή*, Πηγή: Καθημερινή, 12-11-10. Διαθέσιμο στο (<http://www.voreini.gr/?p=44566> (τελευταία πρόσβαση στις 29/7/2011)).

⁴¹¹ Giles, C., Beattie, A., & Oliver, C., “G20 Shuns US on Trade and Currencies”, *Financial Times*, November 12, 2010. Διαθέσιμο στο http://www.ft.com/cms/s/0/e65d6a44-ee2e-11df-8b90-00144feab49a,dwp_uuid=60a3db68-b177-11dd-b97a-0000779fd18c.html#axzz15XF7OoVU (τελευταία πρόσβαση στις 29/12/2010).

⁴¹² “G20: Έληξε με Εντάσεις και «Μικρές» Συμφωνίες”, *Βορηνή*, Πηγή: Καθημερινή, 12-11-10. Διαθέσιμο στο <http://www.voreini.gr/?p=44566> (τελευταία πρόσβαση στις 29/7/2011).

αντιμετωπίζουν σοβαρά προβλήματα δημόσιου χρέους και ελλειμματικά ισοζύγια. Είναι δεδομένο ότι κάποιες απ' τις «προβληματικές» αυτές χώρες εφάρμοσαν στο παρελθόν ασταθείς δημοσιονομικές και αναπτυξιακές πολιτικές, ενώ οι κάτοικοι τους υιοθέτησαν δαπανηρά καταναλωτικά πρότυπα, αποταμιεύοντας λιγότερο απ' τους υπόλοιπους Ευρωπαίους. Ταυτόχρονα όμως, είναι αλήθεια ότι στα πλαίσια της Ε.Ε. δεν παρατηρείται μια αποφασιστική και ενιαία πολιτική γραμμή, ικανή να αντιμετωπίσει εις βάθος τα προβλήματα αυτά. Τα συνεχή προγράμματα χρηματοδοτικής στήριξης προς την Ελλάδα και τις άλλες χώρες μάλλον μόνο προσωρινά φαίνεται να επιλύουν το ζήτημα, μεταθέτοντας την αληθινή αντιμετώπιση του στο μέλλον. Όσο δεν γίνεται δεκτό, ότι μέρος της ευρωπαϊκής κρίσης που συνδέεται άμεσα και με την κρίση των subprimes στις ΗΠΑ, θα πρέπει να πληρωθεί απ' τις υπερχρεωμένες τράπεζες του ιδιωτικού τομέα που ρίσκαραν αποκομίζοντας κέρδη στο παρελθόν, τόσο περισσότερο θα επιβαρύνονται οι φορολογούμενοι πολίτες και θα εφαρμόζονται συσταλτικές δημοσιονομικές και νομισματικές πολιτικές που επιτείνουν την ύφεση και υποβαθμίζουν σοβαρά το βιοτικό επίπεδο των Ευρωπαίων. Χώρες με εμπορικά πλεονάσματα, όπως η Γερμανία, οφείλουν να αντιληφθούν ότι τα κέρδη από μια τέτοια πολιτική και μια περαιτέρω υποτίμηση του ευρώ, θα είναι μόνον προσωρινά. Που θα αναζητήσει η γερμανική βιομηχανία καταναλωτές όταν η μισή περίπου Ευρώπη θα μαστίζεται από ύφεση και ανεργία, ενώ ταυτόχρονα οι πολίτες των ΗΠΑ θα αναγκαστούν εκ των πραγμάτων να περιορίσουν την δική τους κατανάλωση; Η Κίνα και η Ινδία είναι πιθανές διέξοδοι, αλλά η πρώτη θα στραφεί στην επέκταση της εσωτερικής της κατανάλωσης και πιθανόν και βιομηχανίας, ενώ οι κάτοικοι και των δύο αυτών χωρών δεν φαίνεται να διαθέτουν αγοραστική δύναμη ικανή να αγοράσει τα σχετικά «ακριβά» γερμανικά προϊόντα. Φυσικά, υπάρχει και η προοπτική της διάλυσης της ζώνης του ευρώ και της επιστροφής στο μάρκο, που θα οδηγήσει όμως την Γερμανία σε ανατίμηση του «νέου» μάρκου, ενώ παράλληλα θα δημιουργήσει κλίμα απομονωτισμού στην Ευρώπη, προκαλώντας πιθανές ανταγωνιστικές υποτιμήσεις, προστατευτισμό και πολιτικές συγκρούσεις που ενδέχεται να εξελιχθούν σε πολεμικές διαμάχες.

Αυτό που απαιτείται λοιπόν, είναι μια συνεκτική πολιτική, με μια δίκαιη κατανομή των φορολογικών βαρών, επιμερισμό των ευθυνών που αναλογούν στον ιδιωτικό τομέα και παράλληλα σταδιακή προσαρμογή των καταναλωτικών προτύπων των Ευρωπαίων. Ο Νότος θα πρέπει να αρκестεί σε λιγότερα, αλλά και να βοηθηθεί, ώστε να υπάρξει μια πραγματική πολιτική και οικονομική ένωση που θα ισχυροποιήσει το ευρώ και θα βελτιώσει το βιοτικό επίπεδο των πολιτών της Ευρώπης. Μια πρόταση προς αυτή την κατεύθυνση που αξίζει προσοχής είναι αυτή των Γιάννη Βαρουφάκη και Stuart Holland, που αποτελείται από τρία

σκέλη: α) Η ECB εκδίδει ευρώ-ομόλογο μέσω του οποίου μεταβιβάζεται σε αυτήν χρέος που αντιστοιχεί στο 60% του ΑΕΠ των υπερχρεωμένων χωρών. Οι χώρες αυτές θα εξακολουθούν να χρωστάνε το μεταβιβασθέν χρέος τους στην ECB, αλλά η αποποληρωμή του θα γίνεται σε βάθος χρόνου και με μικρότερα επιτόκια. β) Οι τράπεζες της ευρωζώνης αφού διενεργήσουν τα απαραίτητα stress tests, προβαίνουν σε «κούρεμα» (haircut) των τοξικών ομολόγων τους κατά 90% και σ' ένα αντίστοιχο κούρεμα των ομολόγων των υπερχρεωμένων κρατών της τάξης του 30% με 50%. Έτσι, θα γίνει γνωστή η πραγματική τους οικονομική θέση και σε περίπτωση που χρειάζονται ενίσχυση θα μπορούν να την λαμβάνουν είτε μέσω συγκέντρωσης κεφαλαίων απ' το επενδυτικό κοινό είτε μέσω της στήριξης του EFSF με αντάλλαγμα την μεταβίβαση μετοχών τους προς αυτό σαν «κάλυψη». γ) Εκπόνηση ενός νέου «σχεδίου Μάρσαλ» για την Ευρώπη με την στήριξη της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων και του Ευρωπαϊκού Επενδυτικού Ταμείου. Μέσω της πρότασης αυτής αντιμετωπίζονται ταυτόχρονα τρία προβλήματα, η κρίση χρέους, η τραπεζική κρίση και η επενδυτική στασιμότητα. Ταυτόχρονα, ο ιδιωτικός τομέας πληρώνει σ' ένα ποσοστό για τις κερδοσκοπικές επενδυτικές επιλογές του παρελθόντος, χωρίς όμως να «εξοντωθεί», ενώ οι Ευρωπαίοι φορολογούμενοι δεν επιβαρύνονται ούτε μ' ένα ευρώ, καρπούμενοι παράλληλα τις ευνοϊκότερες προοπτικές που δημιουργούνται μέσα απ' τα προγράμματα αναπτυξιακών επενδύσεων⁴¹³. Τέλος, ο δρόμος προς την ευρωπαϊκή ανάκαμψη περνάει και μέσα από ευρύτερες περιφερειακές συνεργασίες, με κράτη όπως η Ρωσία αλλά και κάποιες αφρικανικές και ασιατικές χώρες.

Στον αντίποδα, στις ΗΠΑ, παρά τις διαμάχες Δημοκρατικών και Ρεπουμπλικάνων, όλοι ευελπιστούν ότι θα υπάρξει σύνεση και θα αποφασιστεί μια πολιτική που θα προκαλέσει την μείωση του δημοσίου χρέους στο μέλλον. Το μέτρα αυτό όμως δεν θα είναι επαρκή, αν δεν αλλάξουν ριζικά τα καταναλωτικά πρότυπα στις ΗΠΑ καθώς και το γενικότερο μοντέλο οικονομικής ανάπτυξης της χώρας. Οι αμερικανοί πολίτες, θα πρέπει να μάθουν να καταναλώνουν λιγότερο και να αποταμιεύουν περισσότερο στο μέλλον, ενώ θα πρέπει να δοθεί έμφαση στους τομείς που υπάρχει ανταγωνιστικό πλεονέκτημα, όπως είναι η υψηλή τεχνολογία, η καινοτομία και η εκπαίδευση. Βιομηχανικοί κλάδοι όπως η αυτοκινητοβιομηχανία ή αγροτικοί όπως η καλλιέργεια βαμβακιού, πρέπει να αναδιαρθρωθούν ή να εγκαταλειφθούν, καθώς η αμερικανική οικονομία αντιμετωπίζει έλλειμμα ανταγωνιστικότητας σε αυτούς. Τέτοιες αλλαγές είναι ευκολότερο να προωθηθούν

⁴¹³ Για μια εκτενέστερη ανάλυση της πρότασης αυτής βλέπε: Varoufakis, Y., και Holland, S., *A Modest Proposal for Overcoming the Euro Crisis*, Levy Economics Institute of Bard College, March 2011.

μέσα από συμφωνίες σε διεθνείς οργανισμούς όπως ο Π.Ο.Ε., ώστε να επιτευχθεί μια «παγκόσμια αναδιάταξη» της παραγωγής. Τέλος, φλέγον ζήτημα αποτελεί το μέλλον του νομισματικού συστήματος. Όσο οι ΗΠΑ διατηρούν σοβαρά δημοσιονομικά και εμπορικά ελλείμματα τόσο υποβαθμίζουν την αξία του δολαρίου, προκαλώντας περαιτέρω υποτίμηση του. Αν η διαδικασία αυτή συνεχιστεί, και οι ΗΠΑ αποφασίσουν να «νομισματοποιήσουν» το χρέος μέσω της έκδοσης νέου χρήματος, θα προκληθεί πληθωρισμός, υποτίμηση του δολαρίου και φυγή κεφαλαίων απ' την χώρα (καθώς οι κάτοχοι δολαρίων δεν θα δεχθούν να χάσει περαιτέρω αξία η επένδυσή τους). Ακολουθώντας, θα επέλθει μεγάλη άνοδος των επιτοκίων, γεγονός που θα οδηγήσει σε μείωση των επενδύσεων, νέα αδυναμία αποληρωμής των χρεών των νοικοκυριών, τραπεζικές πτωχεύσεις και τελικά βύθιση σε μια βαθύτερη ύφεση για την παγκόσμια οικονομία. Αναπόφευκτα, μια τέτοια κρίση, θα οδηγήσει σε πολιτικές εντάσεις που πολύ εύκολα θα μπορούσαν να εξελιχθούν σε πολεμικές συγκρούσεις. Για το λόγο αυτό, οι ΗΠΑ, θα πρέπει να παραχωρήσουν τα προνόμια που τους δίνει το δολάριο, και να αποδεχθούν ένα «καλάθι» νομισμάτων ή ένα νέο νόμισμα που θα αντικατοπτρίζει καλύτερα τις οικονομικές πραγματικότητες του σήμερα. Μια τέτοια απόφαση, ενώ βραχυπρόθεσμα επιφέρει μείωση της γεωπολιτικής ισχύος των ΗΠΑ, μακροπρόθεσμα οδηγεί το διεθνές σύστημα σε μεγαλύτερη σταθερότητα μέσα από μια πολυπολική σύζευξη δυνάμεων.

Η Κίνα, καθώς και άλλες χώρες με μεγάλα εμπορικά πλεονάσματα (Γερμανία, Ιαπωνία, πετρελαιοπαραγωγοί χώρες κλπ.) θα πρέπει επίσης να υιοθετήσουν ένα διαφορετικό μοντέλο ανάπτυξης. Η αλλαγή αυτή σημαίνει αύξηση της εγχώριας κατανάλωσης, μείωση της αποταμίευσης, επέκταση της εσωτερικής αγοράς και περιορισμός του εξαγωγικού προσανατολισμού του εμπορίου. Ιδιαίτερα για την Κίνα, τέτοιες αλλαγές σημαίνουν ότι θα πρέπει να εγκαταλειφθούν οι παρεμβάσεις στην αγορά συναλλάγματος και κεφαλαίου, που κρατούν το γουάν «τεχνητά» υποτιμημένο, ενώ απαιτούν και μια γενναία μεταστροφή της γενικότερης οικονομικής πολιτικής της χώρας. Βραχυπρόθεσμα, η μείωση των εξαγωγών δύναται να προκαλέσει μείωση της απασχόλησης και επιβράδυνση των ρυθμών ανάπτυξης, αλλά η αύξηση της κατανάλωσης θα οδηγήσει σε άνοδο του βιοτικού επιπέδου των Κινέζων και σε πιθανή δημιουργία μιας νέας αστικής τάξης που θα διεκδικήσει περισσότερες πολιτικές ελευθερίες. Συνεπώς, οι οικονομικές αλλαγές στην Κίνα θα πρέπει να συνοδεύονται από πολιτικές μεταρρυθμίσεις προς ένα πιο δημοκρατικό καθεστώς. Επί του παρόντος, μια τέτοια προοπτική φαντάζει μακρινή και μάλλον δεν είναι επιθυμητή απ' την κινεζική ηγεσία, που βλέπει την χώρα να αποκτά ολοένα και μεγαλύτερο γεωπολιτικό βάρος στην διεθνή σκηνή, διεκδικώντας τα πρωτεία μελλοντικά απ' τις ΗΠΑ.

Σύμφωνα με τα παραπάνω και καθώς το κόστος της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2007 απαιτεί να γίνουν δαπάνες σε δημοσιονομικό επίπεδο, που δεν έχουν παρατηρηθεί ξανά εν καιρώ ειρήνης⁴¹⁴, ο γράφων θα περιγράψει τρία πιθανά σενάρια για την εξέλιξη του διεθνούς οικονομικού και πολιτικού συστήματος.

Σενάριο 1: Διατήρηση ή διεύρυνση των παρουσών παγκόσμιων ανισορροπιών, ανταγωνιστικές υποτιμήσεις νομισμάτων, προστατευτισμός στο εμπόριο, πτωχεύσεις κρατών, αύξηση της παγκόσμιας φτώχειας και ανισότητας και τελικά πρόκληση οικονομικών και πολιτικών συγκρούσεων που θα οδηγήσουν σε μια γενικευμένη εμπόλεμη σύρραξη.

Σενάριο 2: Διατήρηση ή μικρός περιορισμός των ανισορροπιών με ταυτόχρονη δημιουργία ενός δίπολου υψηλής ισχύος μεταξύ ΗΠΑ και Κίνας. Η κατάσταση αυτή πιθανόν να οδηγηθεί τεχνητά προς έναν νέου είδους «ψυχρό πόλεμο» μέσα από τον οποίο τα πλεονάσματα των χωρών θα ανακυκλώνονται απ' την επέκταση κυρίως της πολεμικής βιομηχανίας. Η πολιτική αυτή μπορεί βραχυπρόθεσμα να τονώσει την βιομηχανική παραγωγή χωρών που αντιμετωπίζουν προβλήματα, αλλά ενδέχεται μέσα από την δημιουργία αντιπάλων συνασπισμών να οδηγήσει σε περιορισμένης ή εκτεταμένης μορφής εχθροπραξίες.

Σενάριο 3: Υιοθέτηση αποφασιστικών πολιτικών προς την κατεύθυνση της μείωσης των παγκόσμιων ανισορροπιών και συνεργασία μέσα από διεθνείς οργανισμούς για την αναμόρφωση του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού και νομισματικού συστήματος. Ταυτόχρονα, εφαρμογή εγχώριων οικονομικών πολιτικών που μειώνουν τις εισοδηματικές ανισότητες, αυξάνουν την απασχόληση και επεκτείνουν τα κοινωνικά δίκτυα προστασίας. Έτσι, μειώνεται η φτώχεια, προωθείται η δημοκρατική συμμετοχή των πολιτών σε εγχώριους και διεθνείς θεσμούς και δίνεται βάρος σε θέματα παγκόσμιου ενδιαφέροντος, όπως η κλιματική αλλαγή, μέσα από μια πολυπολική συνύπαρξη των κρατών.

Το ποιο απ' τα τρία πιθανά σενάρια θα επιβεβαιωθεί στο μέλλον κανείς δεν το γνωρίζει. Ας ελπίσουμε, ότι για μία μόνο φορά, οι πολιτικοί και οικονομικοί δρώντες θα διδαχθούν κάτι απ' τα λάθη του παρελθόντος και θα ενεργήσουν για μια πιο ανθρώπινη, δημοκρατική και ειρηνική παγκόσμια κοινωνία.

⁴¹⁴ Freeman, A., *How much is enough?*, February 2009. Διαθέσιμο στο <http://mpira.ub.uni-muenchen.de/13262/>. (τελευταία πρόσβαση στις 29/7/2011).

Αντί Επιλόγου: Συμπεράσματα και Αδυναμίες

Σε όλη την έκταση της εργασίας διερευνήθηκαν η φύση και τα χαρακτηριστικά των χρηματοπιστωτικών κρίσεων, καθώς και οι λύσεις που προτείνονται για την αποτελεσματική πρόληψη και αντιμετώπισή τους. Παράλληλα, εξετάστηκε ο τρόπος λειτουργίας της καπιταλιστικής οικονομίας, οι αδυναμίες που αυτή παρουσιάζει, αλλά και οι δυνατότητες για την μελλοντική αναμόρφωση του διεθνούς χρηματοπιστωτικού και νομισματικού συστήματος. Υπήρξε προσπάθεια σφαιρικής και αντικειμενικής προσέγγισης του θέματος, με την εξέταση των προτάσεων της νεοκλασικής, της νεοκεϋνσιανής και της μαρξιστικής σχολής σκέψης, καθώς και των «ρευμάτων» που σχετίζονται με τις τρεις αυτές θεωρητικές κατευθύνσεις. Είναι δεδομένο ότι στο παρόν πόνημα, θα εντοπίσει κανείς αδυναμίες και παραλείψεις. Πιθανόν, ορισμένα μέρη να αναπτύχθησαν σε υπερβολικό βαθμό, ενώ κάποια άλλα να μην αναλύθηκαν επαρκώς. Ίσως, ακόμη να παραβλέφθησαν κάποιες θεωρητικές προσεγγίσεις ή οι ήδη αναφερθείσες να μην εξετάστηκαν με την απαιτούμενη ακρίβεια. Για τα σφάλματα αυτά, τα οποία ο γράφων ευελπιστεί να μην είναι σοβαρά και πολλά σε αριθμό, ζητείται η κατανόηση του αναγνώστη. Σε κάθε περίπτωση, έγινε προσπάθεια για όσο το δυνατόν μεγαλύτερη επιστημονική εγκυρότητα, χωρίς να παραβλέπεται το στοιχείο της προσωπικής τοποθέτησης στα σημεία που αυτό κρίθηκε αναγκαίο.

Τα συμπεράσματα που προέκυψαν απ' το σύνολο της διπλωματικής αυτής εργασίας μπορούν να συνοψιστούν ως εξής:

α) Η λειτουργία των καπιταλιστικών αγορών απέχει πολύ απ' το να χαρακτηριστεί πλήρως αποτελεσματική, όπως θεωρεί το νεοκλασικό οικονομικό υπόδειγμα. Αυτό οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στην μη ορθολογική συμπεριφορά των οικονομικών δρώντων, η οποία μπορεί να προκύψει λόγω βιολογικών, ψυχολογικών, γνωστικών, πληροφοριακών, κλιματολογικών και άλλων τυχαίων παραγόντων. Αυτό σημαίνει ότι η οικονομική θεωρία θα πρέπει να εμπλουτιστεί με νέες ευρύτερες προσεγγίσεις που λαμβάνουν υπ' όψιν τους αυτές τις μεταβλητές και τις ενσωματώνουν στα μοντέλα ανάλυσης και πρόβλεψης της οικονομικής δράσης. Επιπλέον, θα πρέπει να γίνει αποδεκτό, ότι η προβλεπτικότητα που προσφέρουν τα υπάρχοντα οικονομικά μοντέλα, (αλλά και αυτά που θα αναπτυχθούν στο μέλλον) είναι περιορισμένη και συνεπώς τίποτα δεν θα πρέπει να θεωρείται δεδομένο στην σημερινή παγκοσμιοποιημένη οικονομία. Όσο και μοιρολατρική αν ακούγεται μια τέτοια θέση, βοηθάει στο να υιοθετηθούν οικονομικές πολιτικές που δρουν προληπτικά αλλά και ανασταλτικά σε φαινόμενα που μπορούν να προκαλέσουν σοβαρές χρηματοπιστωτικές

κρίσεις. Με άλλα λόγια, η προσδοκία μας για άριστα οικονομικά αποτελέσματα, οφείλει να συνδυάζεται με την μέριμνα μας για την πρόληψη δυσάρεστων μελλοντικών καταστάσεων.

β) Η εξέταση της θεωρίας των οικονομικών κύκλων μας οδήγησε στο συμπέρασμα ότι οι διακυμάνσεις της οικονομικής δραστηριότητας είναι εγγενείς στην καπιταλιστική οικονομία και εξελίσσονται συχνά σε χρηματοπιστωτικές κρίσεις. Είτε για την εμφάνιση τους ευθύνονται οι πολιτικοί και οικονομικοί δρώντες, είτε η ανεπάρκεια της συνολικής ζήτησης και η διαδικασία εξέλιξης της παραγωγής, είτε ακόμα και η ίδια η φύση της καπιταλιστικής οικονομίας, οι οικονομικοί κύκλοι και οι συνδεδεμένες με αυτούς οικονομικές «ανωμαλίες» θα πρέπει να θεωρηθούν σύμφυτο χαρακτηριστικό του καπιταλισμού, το οποίο μάλιστα παρουσιάζει ορισμένες μορφές κανονικότητας και επαναληπτικότητας. Η έρευνα προς αυτή την κατεύθυνση θα πρέπει να συνεχιστεί ώστε να αποκαλυφθούν νέα στοιχεία πρόκλησης των επιχειρηματικών κύκλων και να εντοπιστούν πιθανοί τρόποι πρόληψης των σοβαρών οικονομικών διακυμάνσεων.

γ) Μέσα από την ιστορική εξέταση των χρηματοπιστωτικών κρίσεων εντοπίστηκαν τα βασικά χαρακτηριστικά τους. Οι πολιτικές και οικονομικές αποφάσεις των κυβερνήσεων, ο εκτεταμένος βαθμός πίστωσης και μόχλευσης, η υπερβολική επενδυτική κερδοσκοπία, η λειτουργία και η δομή του οικονομικού θεσμικού πλαισίου σε εγχώριο αλλά και διεθνές επίπεδο, η υιοθέτηση και η χρήση νέων χρηματοοικονομικών εργαλείων, η διεθνοποίηση των αγορών κεφαλαίου και χρήματος, οι σχέσεις γεωπολιτικής ισχύος, αλλά και η ανθρώπινη απληστία, πανουργία και αφέλεια, είναι μερικοί απ' τους παράγοντες που συμβάλλουν στις οικονομικές κρίσεις. Καταλήξαμε στο ιδιαίτερα ανησυχητικό συμπέρασμα της σύνδεσης των οικονομικών κρίσεων με τις πολεμικές συγκρούσεις, είτε ως αφετηρία αυτών είτε ως κατάληξή τους. Η ιστορική ανάλυση, λοιπόν, προσφέρει χρήσιμα μαθήματα γνώσης γι' αυτούς που είναι πρόθυμοι να διδαχθούν απ' το παρελθόν, ώστε να αποφύγουν μελλοντικά την επανάληψη των ίδιων πολιτικών και οικονομικών λαθών.

δ) Η εξέταση των χρηματοπιστωτικών κρίσεων, κατέδειξε ότι είναι δυνατή η «τυποποίηση» τους ανάλογα με τα χαρακτηριστικά και τον τρόπο εξέλιξης που αυτές παρουσιάζουν κάθε φορά. Η «κατηγοριοποίηση» αυτή των κρίσεων βοηθάει ώστε να λαμβάνονται οι ενδεδειγμένες κατά περίπτωση οικονομικές πολιτικές και να αποφεύγονται γενικευμένα οικονομικά μέτρα, που προτείνουν την ίδια «θεραπεία» για όλα τα είδη των «οικονομικών ασθενειών». Η προσέγγιση και τα μέτρα που προτείνονται διαφέρουν ανάλογα με την οικονομική σχολή σκέψης που υιοθετεί κανείς, και διακυμαίνονται από προτάσεις που εστιάζουν σε συγκεκριμένες οικονομικές λύσεις εντός του καπιταλιστικού συστήματος έως και προτάσεις που κάνουν λόγο για την έμφυτη αδυναμία του καπιταλισμού να

αναπαραχθεί και να εξελιχθεί, τονίζοντας την ανάγκη για την δημιουργία ενός νέου οικονομικού συστήματος, βασισμένου στις σοσιαλιστικές μορφές οργάνωσης της παραγωγής και της αγοράς. Πέρα απ' τις εναλλακτικές αυτές προσεγγίσεις, δόθηκε βάρος και στον ρόλο που διαδραματίζουν οι συστημικές παγκόσμιες ανισορροπίες στην πρόκληση οικονομικών διακυμάνσεων που εν δυνάμει μπορούν να εξελιχθούν σε σοβαρές οικονομικές και πολιτικές κρίσεις.

δ) Το γεγονός ότι οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις είναι σε μεγάλο βαθμό προϊόν ανορθολογικής οικονομικής συμπεριφοράς, η επαναληπτικότητα τους και η εν μέρει κανονικότητα τους, αλλά και η δυνατότητα «τυποποίησης» τους, οδηγούν τον γράφοντα στο συμπέρασμα ότι οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις είναι έμφυτες μέσα στο καπιταλιστικό οικονομικό σύστημα. Αυτή η παραδοχή δεν αποτελεί ήττα του καπιταλισμού αλλά φανερώνει τα όρια και τις αδυναμίες του. Όσο και αν τελειοποιηθούν τα οικονομικά μοντέλα πρόληψης και δράσης, όσο και αν βελτιωθεί ο τρόπος λειτουργίας των αγορών προϊόντων, κεφαλαίου και χρήματος, οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις θα συνεχίσουν να υπάρχουν. Το μεγάλο πλεονέκτημα του καπιταλισμού, που είναι η δυνατότητα του να εξελίσσεται και να μεταλλάσσεται συνεχώς, αποτελεί ταυτόχρονα και την μεγάλη αδυναμία του, που θα οδηγεί πάντα στο ξέσπασμα οικονομικών κρίσεων. Σε αυτό το γεγονός δεν συντείνει μόνο ο χαρακτήρας του καπιταλιστικού συστήματος, αλλά και η ίδια η ανθρώπινη φύση. Η απληστία και η αμετροέπεια, το πάθος για εύκολο πλουτισμό, η αφερεγγυότητα και οι ανήθικες συμπεριφορές, η «κοντή» ιστορική μνήμη, η ευκολοπιστία και η τάση μετάθεσης των ιδίων ευθυνών, δεν θα πάνε ποτέ να αποτελούν «συστατικά» της ανθρώπινης δράσης. Η συνειδητοποίηση αυτής της ιστορικής αλήθειας, εστιάζει στην ανάγκη λήψης μέτρων που αναγκαστικά θα κάνουν τις χρηματοπιστωτικές κρίσεις λιγότερο σοβαρές και την εξάπλωση τους μικρότερη στο παγκόσμιο οικονομικό σύστημα. Αυτό, δεν σημαίνει ότι οι οικονομικοί και πολιτικοί δρώντες θα πρέπει να αφεθούν «έρμαιοι» στην ιστορικότητα των καπιταλιστικών κρίσεων. Αντιθέτως, επισημαίνει την ανάγκη μικρότερης εμπιστοσύνης προς τις δυνάμεις της αγοράς και προσεκτικότερης επιτήρησης της λειτουργίας του οικονομικού συστήματος και των οικονομικών δρώντων, παράλληλα με την ανάπτυξη κοινωνικών δικτύων προστασίας που θα περιορίζουν τις αρνητικές επιδράσεις των χρηματοπιστωτικών κρίσεων.

ε) Οι προτάσεις που υπάρχουν για την αντιμετώπιση των οικονομικών κρίσεων, μετά και από το πρόσφατο παράδειγμα της παγκόσμιας κρίσης του 2007 που δεν έχει ακόμα παρέλθει οριστικά, είναι προς την κατεύθυνση της αντικατάστασης του νεοκλασικού οικονομικού μοντέλου που κυριάρχησε στην πολιτική σκηνή και τις αγορές περίπου απ' την

δεκαετία του 1980. Το τι θα αντικαταστήσει αυτό το μοντέλο, δεν είναι ακόμα πλήρως διακριτό, καθώς η παγκόσμια οικονομία εν μέσω «θυέλλης» βρίσκεται σε μια διαδικασία πολιτικών και οικονομικών «ζυμώσεων» που δεν έχουν λάβει ακόμα οριστική μορφή. Η τάση που υπάρχει πάντως, είναι προς την κατεύθυνση της επαναφοράς κεϋνσιανών πολιτικών μέτρων και αυστηρότερης ρύθμισης της αγοράς. Οι πολιτικές αυτές επί του παρόντος φαίνεται να μην έχουν προχωρήσει σε ικανοποιητικό βαθμό, αντιμετωπίζοντας κυρίως επιφανειακά τα προβλήματα. Απ' την άλλη πλευρά, η μαρξιστική σχολή φαίνεται να βγαίνει ενισχυμένη απ' τις τρέχουσες οικονομικές εξελίξεις, χωρίς όμως επί του παρόντος να μπορεί να προσφέρει μια ενιαία και συνεκτική πρόταση για ένα εναλλακτικό οικονομικό σύστημα. Το παρελθόν, έδειξε ότι το σοσιαλιστικό μοντέλο αγοράς απέτυχε, κυρίως γιατί περιόρισε αυτό που αποτελεί τον πυρήνα της ανθρώπινης ύπαρξης και βασικό χαρακτηριστικό του καπιταλισμού: την ελευθερία της ατομικής δράσης.

Αυτό σε καμία περίπτωση όμως δεν σημαίνει ότι οι ιδέες της μαρξιστικής σχολής θα πρέπει να απορριφθούν πλήρως. Οι προτάσεις για αλλαγή του φορολογικού συστήματος, για δικαιότερη κατανομή του εισοδήματος, για περιορισμό της ανεξέλεγκτης δράσης του χρηματοπιστωτικού τομέα, και για ενίσχυση και προστασία της εργασίας, αποτελούν θέσεις της μαρξιστικής πλευράς που βρίσκουν αποδοχή και απ' τα σύγχρονα κεϋνσιανά «ρεύματα». Επιπλέον, η ανάγκη επιστροφής του τραπεζικού συστήματος στις «βασικές» λειτουργίες του, και η ταυτόχρονη εστίαση του σε περισσότερο κοινωνικά επωφελείς επενδύσεις είναι μια λύση που προτείνεται και απ' την «ισλαμική» χρηματοοικονομική και αξίζει ιδιαίτερης προσοχής (αφού αφαιρεθεί ο περιοριστικός θρησκευτικός «μανδύας» της). Η προσέγγιση της μετά-κεϋνσιανής σχολής που εστιάζει στον ρόλο των ατελειών της αγοράς, της αβεβαιότητας και του χρήματος, καθώς και στην σημασία της θεσμικής και κοινωνικής δομής των κρατών είναι ιδιαίτερα επίκαιρη και θα πρέπει επίσης να ληφθεί υπόψη. Οι ελλειμματικοί προϋπολογισμοί που θα στοχεύουν προς την ενίσχυση της συναθροιστικής ζήτησης και την διατήρηση της πλήρους απασχόλησης είναι ίσως αναγκαίοι στην παρούσα συγκυρία, προκειμένου να διατηρηθεί η κοινωνική συνοχή, να επανακτηθεί η επιχειρηματική αισιοδοξία και να τεθούν οι βάσεις για αναπτυξιακές μελλοντικές πολιτικές. Επιπλέον, μια μερική «κοινωνικοποίηση» του κεφαλαίου με μεγαλύτερη συμμετοχή των εργαζόμενων στην λήψη των παραγωγικών αποφάσεων των επιχειρήσεων, καθώς και με εστίαση στις τοπικές ανάγκες της κοινωνίας, αποτελεί μια ενδιαφέρουσα πρόταση που έχει ήδη εφαρμοστεί σε ορισμένες περιπτώσεις με επιτυχία, και μπορεί να επεκταθεί μέσα από έναν γόνιμο διάλογο του επιχειρηματικού κόσμου και των κοινωνικών φορέων. Συμπερασματικά, αυτό που χρειάζεται είναι ένας καπιταλισμός με περισσότερο ανθρώπινο πρόσωπο, ένας

καπιταλισμός κοινωνικός, διανθισμένος με «σοσιαλιστικά στοιχεία» (αν μας επιτρέπεται ο όρος...)

Τέλος, η αντιμετώπιση των παγκόσμιων οικονομικών προβλημάτων, προϋποθέτει και «παγκόσμιες» λύσεις. Η αναμόρφωση του διεθνούς χρηματοπιστωτικού και νομισματικού συστήματος είναι επιβεβλημένη. Ορισμένοι διεθνείς οργανισμοί θα πρέπει να εκσυγχρονιστούν και να γίνουν πιο δημοκρατικοί, ενώ άλλοι ίσως θα πρέπει να αντικατασταθούν τελείως. Η συνεργασία μέσα από τον Παγκόσμιο Οργανισμό Εμπορίου, τους G-7 και τους G-20 είναι επιβεβλημένη προκειμένου να αποφευχθεί ο προτατευτισμός, ο οικονομικός απομονωτισμός και οι «νομισματικοί» πόλεμοι που μπορούν να οδηγήσουν σε σοβαρές πολιτικές εντάσεις. Οι παγκόσμιες ανισορροπίες θα πρέπει να αμβλυνθούν μέσα από υπεύθυνες πολιτικές των κρατών που οφείλουν να εστιάσουν περισσότερο στα μακροπρόθεσμα οφέλη μιας ειρηνικής συνύπαρξης, παρά στα βραχυπρόθεσμα και πρόσκαιρα κέρδη. Οι αλλαγές αυτές περνάνε ίσως και μέσα από την υιοθέτηση ενός νέου είδους παγκόσμιου αποθεματικού νομίσματος που θα αντικαταστήσει το αποδυναμωμένο πλέον δολάριο. Σε κάθε περίπτωση αυτό που απαιτείται είναι μια δημιουργική σύνθεση απόψεων, μακριά από προκαταλήψεις και αγκυλώσεις του παρελθόντος. Οι «ιδεολογικές ταμπέλες» μονό κακό μπορούν να επιφέρουν στην προσπάθεια εγκαθίδρυσης ενός νέου βελτιωμένου είδους καπιταλισμού και στην επίτευξη διεθνών συμφωνιών και συνεργασιών μεταξύ των κρατών. Η ανθρωπότητα οφείλει να συνειδητοποιήσει, αντλώντας διδάγματα απ' τα γεγονότα του παρελθόντος, ότι μόνο ενωμένη μπορεί να αντιμετωπίσει τα σύγχρονα οικονομικά, κοινωνικά και περιβαλλοντικά προβλήματα. Οι αλλαγές αυτές πρέπει να λάβουν χώρα σήμερα. Αύριο ίσως να είναι πολύ αργά...

ΑΛΦΑΒΗΤΙΚΗ ΛΙΣΤΑ ΠΗΓΩΝ

- "A Refresher on the 1930s", *The Economist*, September 17th 1998, from the print edition. Διαθέσιμο στο http://www.economist.com/node/165701?story_id=E1_TGVSDT (τελευταία πρόσβαση στις 18/5/2011).
- Aglietta, M., *Η Οικονομική Κρίση*, Αθήνα, Πόλις, Μάρτιος 2009 (2^η έκδοση). σελ. 23-4, 36-9. σελ. 91-2, 100-5.
- Akerlof, G.A., "The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism", *The Quarterly Journal of Economics*, vol.84, no.3, August 1970. σελ. 488-500.
- Akerlof, G.A., & Romer, P.M., & Hall, R.E., & Mankiw, N.G., "The Economic Underworld of Bankruptcy for Profit", *Brookings Papers on Economic Activity*, The Brookings Institution, Vol. 1993, No. 2, Washington, DC, 1993. σελ. 1-73.
- Akerlof, G.A., και Shiller R.J., *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why it Matters for Global Capitalism*, Princeton University Press, Princeton and Oxford, 2009. σελ. 60.
- Allgoewer, E., *Underconsumption Theories and Keynesian Economics. Interpretations of the Great Depression*, Discussion paper no. 2002-14, May 2002. σελ. 20-36.
- Αναστασοπούλου, Ε., «Μάρτιν Σουλτς: Επιβολή Φόρου στις Χρηματοπιστωτικές Συναλλαγές», *Σκαί*, 04/07/2011. Διαθέσιμο στο <http://www.skai.gr/news/finance/article/173991/martin-soults-epivoli-forou-stis-hrimatopistotikes-sunallages/> (τελευταία πρόσβαση στις 19/7/2011).
- «Αποδέσμευσε την 6η Δόση του Δανείου προς την Ισλανδία το ΔΝΤ», *Καθημερινή*, 03-06-11. Διαθέσιμο στο http://www.kathimerini.gr/4dcgi/_w_articles_kathremote_1_03/06/2011_393565 (τελευταία πρόσβαση στις 5/6/2011).
- Arestis, P., και Sawyer, M., "Fiscal Policy: A Potent Instrument", *New School Economic Review*, vol.1 (1), 2004. σελ. 15-21.
- Arestis, P., και Karakitsos, E., "What Role for Central Banks in View of the Current Crisis?", *Policy Note 2009/2*, Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, New York, March, 2009.
- Arestis, P., και Sawyer, M., "The 'New Economics' and Policies for Financial Stability", στο συνέδριο *Economic Policies of the New Thinking in Economics*, St. Catharine's College, Cambridge, UK, 14 April 2011. Διαθέσιμο στο <http://www.neweconomicthinking.org/14April2011/Presentations/Philip%20Arestis%20and%20Malcolm%20Sawyer%20paper.pdf> (τελευταία πρόσβαση στις 10/8/2011).
- Ariel, R., "The Monthly Effect in Stock Returns," *Journal of Financial Economics*, 18, 1987, σελ.. 161-174.
- Ariel, R.A., "High Stock Returns Before Holidays: Existence and Evidence on Possible Causes", *Journal of Finance*, 1990, vol. 45, issue 5, σελ. 1611-26.
- Arrow, K.J., "Risk Perception in Psychology and Economics", *Economic Inquiry*, 20, 1, σελ.1-8. αναφορά στο Jacobs B.I., *Capital Ideas and Market Realities*, σελ.87.

- Banz, R.W. "The Relationship Between Return and Market Value of Common Stocks, *Journal of Financial economics*, vol. 9, 1981, σελ. 3-18.
- Barberis, N. και Thaler, R. "A Survey of Behavioral Finance", 2003. σελ. 1053-1059 στο Constantinides, G.M., Harris, M., και Stulz, R. (eds.), *Handbook of Economics of Finance*, vol.1 part 2, Elsevier Science B.V. 2003. σελ.1053-1128.
- Βαρουφάκης, Γ., και Θεοχαράκης, Ν., *Μικροοικονομικά Υποδείγματα Μερικής και Γενικής Ισορροπίας*, Ν.Ο.Π.Ε., Πανεπιστήμιο Αθηνών, Άνοιξη 2000-Φθινόπωρο 2001. Πρόλογος σελ. Π.10-13, κεφάλαιο 4 σελ. 4.54-5, 4.61-4.62, κεφάλαιο 5 σελ. 5.41-5.44.
- Βαρουφάκης, Γ., «Γράμμα από την Αυστραλία: Η Γένεση μιας Φούσκας», www.protagon.gr, 19/02/2011. Διαθέσιμο στο <http://www.protagon.gr/?i=protagon.el.8emata&id=5386> (τελευταία πρόσβαση στις 23/7/2011).
- Βαρουφάκης, Γ., «Η Κούφια Απειλή της Εκδίωξης», www.protagon.gr, 30/05/2011. Διαθέσιμο στο <http://www.protagon.gr/?i=protagon.el.8emata&id=7118> (τελευταία πρόσβαση στις 6/6/2011).
- Beckman, R., *Crashes, Why They Happen-What to Do*, Sidgwick and Jackson, London, 1988.
- Benson, C., και Mattingly, P., "Dodd-Frank Act Forcing Banks to Slim Down, Reshape Swaps: One Year Later", *Bloomberg*, July 21, 2011. Διαθέσιμο στο <http://www.bloomberg.com/news/2011-07-11/dodd-frank-act-forcing-banks-to-slim-down-reshape-swaps-one-year-later.html> (τελευταία πρόσβαση στις 19/8/2011).
- Bernanke B.S., "Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression", *The American Economic Review*, Vol. 73, No. 3, June 1983. σελ. 257-276.
- Bernanke, B., *Remarks by Governor Ben S. Bernanke: Money, Gold and the Great Depression*, H. Parker Willis Lecture in Economic Policy, Washington and Lee University, Lexington, Virginia, March 2, 2004. Διαθέσιμο στο <http://www.wnd.com/index.php?fa=PAGE.view&pageId=59405> (τελευταία πρόσβαση στις 15/5/2011).
- Bernanke, B.S., "The Global Savings Glut and U.S. Current Account Deficit", *Homer Jones Lecture hosted by the Federal Reserve Bank of St.Louis*, 14 April 2005. Διαθέσιμο στο <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/20050414/default.htm> (τελευταία πρόσβαση στις 14/7/2011).
- Bernanke, B.S., *Dodd-Frank Act*, Before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate, Washington, D.C., July 21, 2011. Διαθέσιμο στο <http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20110721a.htm> (τελευταία πρόσβαση στις 19/8/2011).
- Bhagwati, J., "The Capital Myth: The Difference between Trade in Widgets and Dollars", *Foreign Affairs*, vol.77, No 3, May/June 1998.
- Black, F., "Noise", *Journal of Finance* 41, no. 3, July 1986. σελ. 529-543. αναφορά στο Jacobs B.I., *Capital Ideas and Market Realities*, Blackwell, Massachusetts, 1999. σελ.86-7.
- Blackburn, R., "Toxic Waste in the Subprime Market", *Counterpunch*, 22, March 2007, Διαθέσιμο στο www.counterpunch.org/blackburn03222007.html (τελευταία πρόσβαση στις 20/6/2011).
- Blackburn, R., "The Subprime Crisis", *New Left Review*, 50, March-April 2008.

- Blackburn, R., “Value Theory and the Chinese Worker: A Reply to Geoff Mann”, *New Left Review*, 56, March-April 2009.
- Blanchard, O.J., και Watson, M.W., *Bubbles, Rational Expectations and Financial Markets*, National Bureau of Economic Research, Working Paper 945, Cambridge, July 1982.
- Bleaney, M., *Underconsumption Theories: A History and Critical Analysis*, International Publishers, New York, 1976. σελ. 63, 166, 193.
- Blum, J., Cameron, R. και Barnes, T.G., *The European World: A History*, Little, Brown, Boston, 1970 (2nd ed). σελ. 885.
- Böhm-Bawerk, E., “Review of Eugen von Bergmann ‘Die Wirtschaftskrisen Geschichte der Nationalökonomischen Krisentheorien’, Stuttgart 1895:W. Kojlhammer”, *Zeitschrift für Volkswirtschaft, Sozialpolitik und Verwaltung*, 7, 1898. σελ. 132-133.
- Bon G.L., “Ψυχολογία των Μαζών”, *Βήμα* (ειδική έκδοση), 2010 (πρώτη έκδοση 1895).
- Bordo, M. D., “Financial Crises, Banking Crises, Stock Market Crashes and the Money Supply: Some International Evidence” στο F. Capie and G.E.G.E. Wood (eds) *Financial Crises and the World Banking System*, Macmillan, London, 1986. σελ. 190-248.
- Bordo, M. D., *Financial Crises: Lessons from History*, paper from “Fifth Garderen Conference on International Finance”, Erasmus Universiteit, Rotterdam, April 9-11, 1987, αναφορά στο Kindleberger, C.P., *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*. σελ. 3.
- Brenner, R., “Devastating Crisis unfolds”, *Against the Current*, 132, January-February 2008, Διαθέσιμο στο www.solidarity-us.org/node/1297 (τελευταία πρόσβαση στις 22/6/2011).
- Buchanan, P., “Mexico: Who Was Right?”, *The New York Times*, August 25, 1995. Διαθέσιμο στο <http://www.nytimes.com/1995/08/25/opinion/mexico-who-was-right.html?pagewanted=1> (τελευταία πρόσβαση στις 10/5/2011).
- Camdessus, M., “Drawing Lessons from the Mexican Crisis: Preventing and Resolving Financial Crisis-The Role of the IMF”, Address at the 25th *Washington Conference of the Council of the Americas on ‘Staying the Course: Forging a Free Trade Area in the Americas’*, Washington, D.C., May 22, 1995.
- Carchedi, G., “A Missed Opportunity: Orthodox Versus Marxist Crisis Theories”, *Historical Materialism*, 4, 1999.
- Carchedi, G., “The Return from the Grave, or Marx and the Current Crisis”, 2009. Διαθέσιμο στο <http://sites.google.com/site/radicalperspectivesonthecrisis/finance-crisis/on-the-origins-of-the-crisis-beyond-finance/carchedireturnfromthegrave> (τελευταία πρόσβαση στις 22/6/2011) αναφορά στο Λάσκος, X., «Η Καπιταλιστική Συσσώρευση και η Κρίση», *Ενθέματα*, 11 Απριλίου 2010. Διαθέσιμο στο <http://enthemata.wordpress.com/2010/04/11/η-καπιταλιστική-συσσώρευση-και-η-κρίση/> (τελευταία πρόσβαση στις 22/6/2011).
- CEPII, *L’Economie Mondiale 2009*, σειρά “Reperes”, Παρίσι, La Decouverte, 2008 αναφέρεται στο Ρουμελιώτης Π., *Προς έναν Πολυπολικό Κόσμο*. σελ. 321.
- Γερμίδης, Δ.Α., *Θέλλα στην Παγκόσμια Οικονομία*, Λιβάνης, 2005. σελ. 18 (πρωτότυπη αναφορά στην *Ελευθεροτυπία*, 23/10/1999) και σελ. 24, 28-9, 45-66.

- Chang, R., και Velasco, A., *The Asian Liquidity Crisis*, Federal Reserve Bank of Atlanta, Working Paper 98, 11 July 1998.
- Chang, R., και Velasco, A., *Financial Crises in Emerging Markets: A Canonical Model*, Federal Reserve Bank of Atlanta, Working Paper 98-10, July 1998. σελ. 3, 5, 43-5.
- Cho, D., και Appelbaum, B., “Obama's 'Volcker Rule' Shifts Power Away from Geithner”, *Washington Post*, 22 January 2010. Διαθέσιμο στο <http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2010/01/21/AR2010012104935.html> (τελευταία πρόσβαση στις 18/7/2011).
- Choonara, J., “Marxist Accounts of the Current Crisis”, *International Socialism*, 123, 24 June 2009.
- Γκρουμούτης, Π., «Πανερωπαϊκό Υπουργείο Οικονομικών Θέλει ο Τρισέ», *Πρώτο Θέμα*, 02/06/2011. Διαθέσιμο στο <http://www.protothema.gr/economy/article/?aid=125867> (τελευταία πρόσβαση στις 28/7/2011).
- Corbett, B.D., “Nobel Laureate Krugman Slams Geithner Bailout Plan”, *Reuters*, March 23, 2009. Διαθέσιμο στο <http://www.reuters.com/article/2009/03/23/us-usa-financial-krugman-sb-idUSTRES2M4SS20090323> (τελευταία πρόσβαση στις 5/6/2011).
- Corsetti, G., & Pesenti, P., & Roubini, N., “Paper tigers?: A Model of the Asian Crisis”, *European Economic Review*, 43 (7), 1999a. σελ. 1211-1236.
- Corsetti, G. & Pesenti, P. & Roubini, N., “What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?”, *Japan and the World Economy*, 11(3), 1999b. σελ. 305-373.
- Crouch, C., “Privatised Keynesianism: An Unacknowledged Policy Regime”, *The British Journal of Politics & International Relations*, Volume 11, Issue 3, σελ. 382–399, August 2009.
- Davidson, P., “The Post Keynesian School”, στο Snowden and Vane (eds.) *Modern Macroeconomics*, Edward Elgar, Cheltenham, UK and Northampton, US. 2005.
- Davidson, P., “What is Post Keynesianism and Who is a Post Keynesian? Responses to Lavoie, King and Dow”, *Journal of Post Keynesian Economics*, 2005.
- Davidson, P., “Evaluating Toxic Assets-and Where we Go Next”, www.RGEmonitor.com, October 4, 2008. Διαθέσιμο στο <http://bus.utk.edu/econweb/EVALUATING%20TOXIC%20ASSETSroubinipdf.pdf> (τελευταία πρόσβαση στις 10/8/2011).
- “Defazio Introduces Legislation Invoking Wall Street 'Transaction Tax'”, website of Congressman Peter DeFazio, 3 December 2009. Διαθέσιμο στο http://www.defazio.house.gov/index.php?option=com_content&view=article&id=531:defazio-introduces-legislation-invoking-wall-street-transaction-tax&catid=60:2009-press-releases (τελευταία πρόσβαση στις 19/7/2011).
- De Martino B., Camerer C.F., Adolphs R., “Amygdala Damage Eliminates Monetary Loss Aversion”, *Proceedings of the National Academy of Sciences of the United States of America*, 107, 8, February 2010. σελ. 3788-92.
- Dietl, H., Duschl, T., και Lang, M., *Executive Salary Caps: What Politicians, Regulators and Managers Can Learn from Major Sports Leagues*, Institute for Strategy and Business Economics, University of Zurich, Working Paper Series No. 129, October 2010.

- Dinallo, E., “We Modernised Ourselves into this Ice Age”, *Financial Times*, 30 March 2009. Διαθέσιμο στο <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/3b94938c-1d59-11de-9eb3-00144feabdc0.html#axzz1SU8Dt63D> (τελευταία πρόσβαση στις 18/7/2011).
- Dow, S., “Post Keynesianism as Political Economy: A Methodological Discussion”, *Review of Political Economy*, 2, 1990. σελ. 345-58.
- Dybvig, P.H., και Diamond D.W., “Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity”, *Journal of Political Economy*, vol. 91 (3), 1983. σελ. 401-419.
- Dyl, E., “Capital Gains, Taxation and Year-End Stock Market Behavior”, *Journal of Finance*, vol.32, 1977. σελ.165-175.
- “Economist Suggests Islamic Finance as Solution to Economic Crisis”, *UNM Today*, διάλεξη της Loretta Napoleoni στο σεμινάριο που διοργάνωσε το International Studies Institute του University of New Mexico με τίτλο: “Global Instability: Causes, Consequences and Cures.” Διαθέσιμο στο http://openfsm.net/projects/altecon/background-reading/UNM-Today_-Economist-Suggests-Islamic-Finance-as.pdf (τελευταία πρόσβαση στις 20/7/2011).
- Eggertsson, G.B., *Was the New Deal Contractionary?*, Federal Reserve Bank of New York, June 2008.
- Eghbal, M., “BRIC Economies Withstand Global Financial Crisis“, *Euromonitor International*, November 2008. Διαθέσιμο στο <http://www.euromonitor.com/bric-economies-withstand-global-financial-crisis/article> (τελευταία πρόσβαση στις 6/6/2011).
- Eichengreen, B., και Sachs, J., “Exchange Rates and Economic Recovery in the 1930s”, *Journal of Economic History* 45, 1985. σελ. 925-946, αναφορά στο Akerlof, G., και Shiller R.J., *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why it Matters for Global Capitalism*. σελ. 67.
- Eichengreen, B., *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939*, Oxford University Press, New York, 1992 αναφορά στο Akerlof, G., και Shiller R.J., *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why it Matters for Global Capitalism*. σελ. 67.
- Eichengreen, B.J., *Capital Flows and Crises*, MIT Press, Massachusetts, 2004. σελ.187, 191-2, 195-6, 199-200, 209-210.
- Eichengreen, B., “What Can Replace the Dollar?”, www.project-syndicate.org, 11/8/2011. Διαθέσιμο στο <http://www.project-syndicate.org/commentary/eichengreen33/English> (τελευταία πρόσβαση στις 12/8/2011).
- «Ευρωζώνη - Στο 9,9% η Ανεργία τον Φεβρουάριο: Ελλάδα και Ισπανία Κατέχουν Αρνητικό Ρεκόρ και στους Νέους έως 25 ετών», *Βήμα*, 01/04/2011. Διαθέσιμο στο <http://www.tovima.gr/finance/article/?aid=393222> (τελευταία πρόσβαση στις 5/6/2011).
- Faiza Saleh Ambah, “Islamic Banking: Steady in Shaky Times”, *Washington Post* (Foreign Service), 31 October 2008. Διαθέσιμο στο <http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2008/10/30/AR2008103004434.html> (τελευταία πρόσβαση στις 20/7/2011).
- Fama, E., “Random Walks In Stock Market Prices”, *Financial Analysts Journal*, 21, 5, September/October 1965. σελ. 55-59.
- Fama, E., “The Behavior of Stock Market Prices.” *Journal of Business*, 38, 1965, σελ. 34-105.

- Fama, E., “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”, *Journal of Finance*, 25, 1970, σελ. 383-417.
- «Fan Gang: “Φούσκα” Ακινήτων, Εμπορευμάτων Απειλεί την Κίνα», *www.reporter.gr*, 18 Νοεμβρίου 2009. Διαθέσιμο στο <http://www.reporter.gr/Διεθνή/Διεθνείς-Ειδήσεις/item/136200-fan-gang-φούσκα-ακινήτων-εμπορευμάτων-απειλεί-την-κίνα> (τελευταία πρόσβαση στις 23/7/2011).
- Ferguson, N., “Beyond the Age of Leverage: New Banks Must Arise”, *Financial Times*, 2 February 2009. Διαθέσιμο στο <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/85106daa-f140-11dd-8790-0000779fd2ac.html#axzz1SU8Dt63D> (τελευταία πρόσβαση στις 19/7/2011).
- Fisher, I., “The Debt-Deflation Theory of Great Depressions”, *Econometrica*, October 1933.
- Fred Bergsten, “The Dollar and the Deficits”, *Foreign Affairs*, November/December 2009, Διαθέσιμο στο <http://www.foreignaffairs.com/articles/65446/c-fred-bergsten/the-dollar-and-the-deficits> (τελευταία πρόσβαση στις 30/12/2010).
- Freeman, A., *How much is enough?*, February 2009. Διαθέσιμο στο <http://mpira.ub.uni-muenchen.de/13262/> . (τελευταία πρόσβαση στις 29/7/2011).
- French, K. “Stock Returns and the Weekend Effect”, *Journal of Financial Economics*, vol.8, 1980. σελ. 55-69.
- Friedman, M., και Schwartz, A.J., *A Monetary History of the United States, 1867–1960*, Princeton University Press, Princeton, 1963.
- Friedman, M., “Discussion” of C.P. Kindleberger, “The Case for Fixed Exchange Rates”, στο Federal Reserve Bank of Boston, *The International Adjustment Mechanism*, Boston, 1979. αναφορά στο Kindleberger, C.P., *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*. σελ. 21.
- Galbraith, J.K., *The Great Crash: 1929*, Avon Books, New York, 1979. σελ. 44, 82.
- Galbraith, J.K., *Η Εποχή της Αβεβαιότητας*, Παπαζήσης, Αθήνα, 1980. σελ. 236, 249-254.
- Galbraith, J.K., *U.S. News & World Report*, 7 March 1988. σελ. 64.
- Galbraith, J.K., *Μία Συνοπτική Ιστορία της Οικονομικής Ευφορίας*, Νέα Σύνορα-Α.Α. Λιβάνης, Αθήνα, 1993. σελ. 33-47, 49-57.
- Galbraith, J.K., *A Short History of Financial Euphoria*, Penguin Books, New York, 1994. σελ. viii, 34.
- Garcia-Mata, C., και F.I., Shaffner, “Solar and Economic Relationships: A Preliminary Report”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 49, No. 1, Nov.1934, σελ. 1-51.
- Giles, C., Beattie, A., & Oliver, C., “G20 Shuns US on Trade and Currencies”, *Financial Times*, November 12, 2010. Διαθέσιμο στο http://www.ft.com/cms/s/0/e65d6a44-ee2e-11df-8b90-00144feab49a,dwp_uuid=60a3db68-b177-11dd-b97a-0000779fd18c.html#axzz15XF7OoVU (τελευταία πρόσβαση στις 29/12/2010).
- Gilpin R., *Η Πρόκληση του Παγκόσμιου Καπιταλισμού: Η Παγκόσμια Οικονομία τον 21^ο Αιώνα*, Αθήνα, Εκδόσεις Ποιότητα, 2007. σελ. 161, 172, 175, 179, 181.

- Goldman D., “CNN Money.com's Bailout Tracker”, *CNN*. Διαθέσιμο στο <http://money.cnn.com/news/storysupplement/economy/bailouttracker/index.html> (τελευταία πρόσβαση στις 5/6/2011).
- Goldsmith, R.W., “ ‘Comment’ on Hyman P. Minsky’s the Financial Instability Hypothesis: Capitalist Processes and the Behavior of the Economy” στο C.P. Kindleberger και J.P. Laffargue (eds.), *Financial Crises: Theory, History, and Policy*, Cambridge University Press, Cambridge, 1982. σελ. 42.
- Gordon, J.S., “The Golden Touch”, *American Heritage*, volume 59, Issue 4, Winter 2010. Διαθέσιμο στο <http://50.56.66.97/content/golden-touch> (τελευταία πρόσβαση στις 13/5/2011).
- Gordon, R.A., *Business Fluctuations*, Harper&Row (2nd edition), New York, 1961.
- Greenspan, A., “We Need a Better Cushion Against Risk”, *Financial Times*, 26 March 2009. Διαθέσιμο στο <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/9c158a92-1a3c-11de-9f91-0000779fd2ac.html#axzz1SU8Dt63D> (τελευταία πρόσβαση στις 18/7/2011).
- “G20: Έληξε με Εντάσεις και «Μικρές» Συμφωνίες”, *Βορεινή*, Πηγή: Καθημερινή, 12-11-10. Διαθέσιμο στο (<http://www.voreini.gr/?p=44566>) (τελευταία πρόσβαση στις 29/7/2011).
- «Η Επόμενη “Φούσκα” Ακινήτων θα Σκάσει στην Κίνα;», *www.newscode.gr*, Πηγή: Deutsche Welle, 19/07/2011. Διαθέσιμο στο <http://www.newscode.gr/oikonomia/story/43447/h-epomenh-foyska-akinhtwn-tha-skasei-sthn-kina> (τελευταία πρόσβαση στις 23/7/2011).
- «Η Παγκόσμια Τράπεζα Προειδοποιεί την Κίνα για Σκάσιμο Φούσκας Ακινήτων», *Ελευθεροτυπία*, 28 Απριλίου 2011. Διαθέσιμο στο <http://www.enet.gr/?i=news.el.article&id=271006> (τελευταία πρόσβαση στις 23/7/2011).
- Hannon, M., *Clarence Darrow and the National Recovery Review Board*, University of Minnesota (Law Library), χωρίς ημερομηνία. Διαθέσιμο στο http://darrow.law.umn.edu/trialpdfs/National_Recovery_Review_Board.pdf (τελευταία πρόσβαση στις 26/5/2011).
- Harman, C., “The Slump of the 1930s and the Crisis Today”, *International Socialism*, 121, 2 January 2009. Διαθέσιμο στο www.isj.org.uk/?id=506 (τελευταία πρόσβαση στις 23/6/2011).
- Harvey, D., “Exploring the Logic of Capitalism”, συνέντευξη στον Joseph Choonara, *Socialist Review*, April 2009. σελ. 85.
- Harvey, D., “Explaining the Crisis”, *International Socialist Review*, 73, September–October 2010.
- Hausmann, R., και Sturzenegger, F., *U.S. and Global Imbalances: Can Dark Matter Prevent a Big Bang?*, Working Paper, Kennedy School of Government, 13 November 2005.
- Hirshleifer, D. και Shumway, T., “Good Day Sunshine: Stock Returns and the Weather”, *Journal of Finance*, vol.58, 2003. σελ. 1009-1032.
- “How to Tame Global Finance”, Interview with Adair Turner, *Prospect*, 27 August 2009.
- Howrey, E. “A Spectrum Analysis of the Long Swing Hypothesis”, *International Economic Review*, vol.9, No. 2, 1968, σελ.228-252.
- Θωμαδάκης, Σ., και Ξανθάκης Μ., *Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου*, Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, Σάκκουλας, Αθήνα 1990. σελ. 131-146.

- “Islamic Finance Strong Despite Global Credit Crisis”, *The Star* on-line αναδημοσίευση από *Reuters*, 8 October 2008. Διαθέσιμο στο <http://biz.thestar.com.my/news/story.asp?file=/2008/10/8/business/2214115&sec=business> (τελευταία πρόσβαση στις 20/7/2011).
- «Ισλανδία: Ανώφελη Τυχόν Προσφυγή στη Δικαιοσύνη από Βρετανία και Ολλανδία», *Καθημερινή*, 12-04-11. Διαθέσιμο στο http://portal.kathimerini.gr/4dcgi/_w_articles_kathbreak_1_12/04/2011_387364 (τελευταία πρόσβαση στις 5/6/2011).
- Jacobs B.I., *Capital Ideas and Market Realities*, Blackwell, Massachusetts, 1999. σελ. 3-18, 68, 71, 78-104, 157-8, 280, 282, 290, 295-300.
- Jacoby, R., “The Politics of the Crisis Theory: Towards the Critique of Automatic Marxism II”, *Telos*, 23, Spring 1975. σελ. 22.
- Jegadeesh, N. και Titman, S. “Returns to Bying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency”, *Journal of Finance*, vol.28,1, 1993. σελ. 65-91.
- Jevons, H.S. , *The Sun’s Heat and Trade Activity*, King and Son, London, 1910.
- Juglar, C., “Des Crises Commerciales et Monetaires de 1800 a 1857”, *Journal des Economistes*, 1861.
- Kehoe, T.J., και Prescott, E.C., *Great Depressions of the Twentieth Century*, Federal Reserve Bank of Minneapolis, March 2007.
- Keynes, J.M., *Η Γενική Θεωρία της Απασχόλησης, του Τόκου και του Χρήματος* , Παπαζήσης, Αθήνα, 2001 (πρώτη έκδοση 1936).
- «Κίνα: Αυξάνει τα Τραπεζικά Αποθεματικά κατά 0,5%», *Καθημερινή*, 14-06-11. Διαθέσιμο στο http://portal.kathimerini.gr/4dcgi/_w_articles_kathbreak_1_14/06/2011_394547 (τελευταία πρόσβαση στις 23/7/2011).
- «Κίνα: Προτείνει Αναγωγή των SDRs του ΔΝΤ σε Υπερεθνικό Νόμισμα», *Capital*. Διαθέσιμο μέσω του site ports-customs.pblogs.gr στην ηλεκτρ. διεύθυνση <http://portscustoms.pblogs.gr/2009/03/465459.html> (τελευταία πρόσβαση στις 30/12/2010).
- Kindleberger, C.P., *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, John Wiley&Sons, New York, 1996 (3rd edition). σελ. xvii, 3, 11-19.
- Kitchin, J., “Cycles and Trends in Economic Factors”, *The Review of Economics and Statistics*, vol. 5, No.1, The MIT Press, σελ. 10–16.
- Kliman, A., *The Destruction of Capital’ and the Current Economic Crisis*, 2009. Διαθέσιμο στο <http://sites.google.com/site/radicalperspectivesonthecrisis/finance-crisis/on-the-origins-of-the-crisis-beyond-finance/kliman“thedestructionofcapital”andthecurrenteconomiccrisis> (τελευταία πρόσβαση στις 23/6/2011).
- Kliman, A., “On the Roots of the Current Economic Crisis and Some Proposed Solutions”, *Marxist-Humanist Initiative*, 17 April 2009.

- Korotayev A. και Tsirel, S., “A Spectral Analysis of World GDP Dynamics: Kondratieff Waves, Kuznets Swings, Juglar and Kitchin Cycles in Global Economic Development, and the 2008–2009 Economic Crisis”, *Structure and Dynamics*, vol. 4 , No.1, UC Irvine, 2010. σελ. 2-3, 10-12.
- Krugman, P., “A Model of Balance-of-Payments Crises”, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 11, No. 3, August 1979, σελ. 311-325.
- Krugman, P., “What Happened to Asia?”, MIT, mimeographed, January 1998. Διαθέσιμο στο <http://web.mit.edu/krugman/www/DISINTER.html> (τελευταία πρόσβαση στις 10/6/2011).
- Krugman, P., *Η Κρίση του 2008 και η Επιστροφή των Οικονομικών της Υφεσης*, Καστανιώτης, Αθήνα, 2009. σελ. 63-5, 69-73, 78-83, 120-3, 125-6, 131-2, 143-150, 185, 188, 196-7.
- Κρυσταλλάκος, Π., «Το Πρόβλημα με το Δημόσιο Χρέος των ΗΠΑ», *EPT*, 11 Ιουλίου 2011. Διαθέσιμο στο <http://www.ert.gr/index.php/eidiseis/ellada/logoi-oikonomias/8434-2011-07-11-13-25-46.html> (τελευταία πρόσβαση στις 14/7/2011).
- Kupelian, D., “Bernanke: Federal Reserve Caused Great Depression”, World Net Daily, Posted: March 19, 2008. στο <http://www.wnd.com/index.php?fa=PAGE.view&pageId=59405> (τελευταία πρόσβαση στις 15/5/2011).
- Kuznets S., *Secular Movements in Production and Prices. Their Nature and their Bearing upon Cyclical Fluctuations*, Houghton Mifflin, Boston, 1930. αναφορά στο Korotayev A. και Tsirel, S., “A Spectral Analysis of World GDP Dynamics: Kondratieff Waves, Kuznets Swings, Juglar and Kitchin Cycles in Global Economic Development, and the 2008–2009 Economic Crisis” σελ. 11.
- Kydland, F. E., Prescott, E.C. , "Time to Build and Aggregate Fluctuations", *Econometrica*, vol. 50, No. 6 , November 1982, σελ. 1345-1370 αναφορά στο Μαρτιόλης , Θ., *Εισαγωγή στη Θεωρία των Ενδογενών Οικονομικών Διακυμάνσεων : Γραμμικοί και μη Γραμμικοί Οικονομικοί Ταλαντωτές*. σελ. 12.
- Lakonishok, J., Levi, M. “Weekend Effects on Stock Returns: A Note”, *Journal of Finance*, vol.37, 1982. σελ. 883-889.
- Lapavitsas, C., “The Credit Crunch”, συνέντευξη στο *International Socialism*, 117, winter 2008.
- Lapavitsas, C., “Financialisation or the Search for Profits in the Sphere of Circulation”, SOAS, *Research on Money and Finance working paper*, 11 May 2009. σελ.8, 12.
- Λαπαβίτσας, Κ., *Τράπεζες για τα Συμφέροντα του Λαού*, posted 21 Μαΐου 2010. Διαθέσιμο στο http://chrreppas.blogspot.com/2010/05/blog-post_6341.html (τελευταία πρόσβαση στις 22/7/2011).
- Λάσκος, Χ., «Κρίση Υπερσυσσώρευσης ή Χρηματοπιστωτική Κρίση;», *Ενθέματα*, 18 Απριλίου 2010. Διαθέσιμο στο <http://enthemata.wordpress.com/2010/04/18/κρίση-υπερσυσσώρευσης-ή-χρηματοπιστ/> (τελευταία πρόσβαση στις 24/6/2011).
- Legrand, M.D.P. και Hagemann, H., *Business Cycles in Juglar and Schumpeter* , σελ.6, 10, 13-5, 19-20, 23-5, 28-30 version from earlier paper in the session “From Crisis Theory to Business-Cycle Theory. The Contribution of Clement Juglar (1819-1905)”, *9th Annual Conference of the European Society for the History of Economic Thought*, University of Stirling, 9-12 June 2005.
- Λίτσης, Μ., «Ο Μπαμπάς του Ευρώ θεωρεί το Γουάν...Τραβηχτικό», *Ελευθεροτυπία*, 9 Απριλίου 2009, Διαθέσιμο στο <http://www.enet.gr/?i=news.el.article&id=33757> (τελευταία πρόσβαση στις 30/12/2010)

- Λίτσης, Μ., «Δεύτερο Δάνειο Σκέφτεται η Ιρλανδία πριν Πάρει το Πρώτο», *Ελευθεροτυπία*, 30 Μαΐου 2011. Διαθέσιμο στο <http://www.enet.gr/?i=news.el.oikonomia&id=279754> (τελευταία πρόσβαση στις 5/6/2011).
- Lowenstein, R., *When Genius Failed: The Rise and Fall of Long-Term Capital Management*, Random House, 2000.
- Lucas, R.E., "An Equilibrium Model of Business Cycle", *Journal of Political Economy*, vol.83, 1975 αναφορά στο Μαριόλης, Θ., *Εισαγωγή στη Θεωρία των Ενδογενών Οικονομικών Διακυμάνσεων : Γραμμικοί και μη Γραμμικοί Οικονομικοί Ταλαντωτές*. σελ. 11.
- Mann, G., 2009, "Colletti on the Credit Crunch: A Response to Robin Blackburn", *New Left Review*, 56, March-April 2009. σελ. 126.
- Mankiw, G.N., *Μακροοικονομική Θεωρία*, Gutenberg, Αθήνα, Ιανουάριος 2002 (4^η έκδοση). σελ. 451-7.
- Μαριόλης, Θ., *Εισαγωγή στη Θεωρία των Ενδογενών Οικονομικών Διακυμάνσεων : Γραμμικοί και μη Γραμμικοί Οικονομικοί Ταλαντωτές*, Τυπωθήτω, Αθήνα, 2006.
- Markowitz, N., "Applying Marxism: The Economic Crisis", Introduction to an educational which he led for the New Jersey District of the CPUSA in a conference call. . Διαθέσιμο στο <http://www.troubledkashmir.com/index.php/marxism-literaturebookssites/1106-applying-marxism-the-economic-crisis-norman-markowitz> (τελευταία πρόσβαση στις 22/7/2011).
- Marx, K., *Capital*, Vol. III, International Publishers, New York, 1967. σελ. 250.
- Marx, K., *Capital : A Critique of Political Economy*, Penguin , Middlesex, 1976-1978.
- Mehra, R. και Prescott, E.C., "The Equity Premium: A Puzzle", *Journal of Monetary Economics*, vol.15, 1985. σελ.145-161.
- McCulloch J.H., "The Monte Carlo Cycle in Business Activity", *Economic Inquiry*, XIII, 1975. σελ. 320.
- McNally, D., "From Financial Crisis to World Slump: Accumulation, Financialisation and the Global Slowdown", December 2008. σελ.4-5. Διαθέσιμο στο <http://sites.google.com/site/marxandthefinancialcrisis/mcnallydec2008/McNallyDec2008rev.pdf> (τελευταία πρόσβαση στις 21/6/2011).
- Miller, J., "Billionaires Buffett and Gates: Tax Us More!", *ABC*, 28 November 2010. Διαθέσιμο στο <http://abcnews.go.com/ThisWeek/billionaires-buffett-gates-tax-us/story?id=12259003> (τελευταία πρόσβαση στις 19/7/2011).
- Minsky, H.P., *Can "it" Happen Again? : Essays on Instability and Finance*, M.E.Sharpe, Armonk, N.Y., 1982.
- Minsky, H.P., *The Financial Instability Hypothesis*, Working papers no. 74, Jerome Levy Economics Institute, May 1992.
- Minsky, H.P., *Stabilizing an Unstable Economy*, McGraw-Hill, New York, 2008.(1st edition Yale University Press, New Haven and London, 1986). σελ. 319-69.
- Mishkin, F.S., "The Household Balance Sheet and the Great Depression", *The Journal of Economic History*, Vol. 38, No. 4, December., 1978. σελ. 918-937.

- Mishkin, F.S., “Anatomy of a Financial Crisis”, *Journal of Evolutionary Economics* (2), 1992. σελ. 115-130.
- Mitchell, W.C., *Business Cycles*, University of California Press, Berkeley, 1913. σελ. 5.
- Mitchell, W.C., *Business Cycles: The Problem and its Setting*, N.B.E.R., New York, 1927. σελ. 468.
- Modigliani, F. και Miller, M. “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment”, *American Economy Review*, vol.48, 1958. σελ. 261-297.
- Moen, J., "Panic of 1907", *EH.Net Encyclopedia*, edited by Robert Whaples. August 14, 2001. Διαθέσιμο στο <http://eh.net/encyclopedia/article/moen.panic.1907> (τελευταία πρόσβαση 13/5/2011).
- Moseley, F., “Some Notes on the Crunch and the Crisis”, *International Socialism*, 119, 24 June 2008.
- Moseley, F., “The U.S. Economic Crisis: Causes and Solutions”, *International Socialistic Review*, 64, March–April 2009.
- Μπαμπινιώτης, Γ., *Ετυμολογικό Λεξικό της Νέας Ελληνικής Γλώσσας*, Κέντρο Λεξικολογίας, Αθήνα, 2009. σελ. 733.
- «Νέο Υπερεθνικό Νόμισμα Απειλεί το Δολάριο», *Capital*, 9 Μαΐου 2009. Διαθέσιμο στο <http://www.capital.gr/News.asp?id=731816&ppg=1> (τελευταία πρόσβαση στις 30/12/2010).
- Neuman. J.V., και Morgenstein, O., *Theory of Games and Economic Behavior*, Princeton University Press, 1944.
- Nordhaus, W.D., “The Political Business Cycle”, *Review of Economic Studies*, 42, 1975. σελ 169-190.
- NYSE History Timeline, www.nyse.com. Διαθέσιμο στο http://www.nyse.com/about/history/timeline_trading.html (τελευταία πρόσβαση στις 14/5/2011).
- Obstfeld M., “Models of Currency Crises with Self-Fulfilling Features”, *European Economic Review*, Elsevier, vol. 40(3-5), 1996. σελ. 1037-1047.
- Obstfeld, M., και Rogoff, K., *The Unsustainable US Current Account Revisited*, NBER Working Paper 10864, NBER, Cambridge, MA, 2005.
- «Πανερωπαϊκό Υπουργείο Οικονομικών Βάζει στο Τραπέζι ο Sarkozy», *Ισοτιμία*, 7 Ιανουαρίου 2011. Διαθέσιμο στο <http://www.isotimia.gr/default.asp?pid=24&ct=2&artid=91749> (τελευταία πρόσβαση στις 28/7/2011).
- Panitch, L., και S., Gindin, “The Current Crisis: A Socialist Perspective”, *The Bullet*, E-Bulletin No. 142, September 30, 2008. Διαθέσιμο στο <http://www.socialistproject.ca/bullet/bullet142.html> (τελευταία πρόσβαση στις 22/7/2011).
- Panitch, L., και Konings, M., “Myths of Neoliberal Deregulation”, *New Left Review*, 57, May-June 2009.
- Παπαδημητρίου, Κ., «Η “Θεωρία του Χάους” Αλλάζει και την Οικονομική Επιστήμη», *Καθημερινή*, 19/01/2008. Διαθέσιμο στο

http://news.kathimerini.gr/4dcgi/_w_articles_economy_2_19/01/2008_256064 (τελευταία πρόσβαση στις 5/7/2011).

- Pesek Jr., W., "Is the IMF an Endangered Species in Asia?", *Bloomberg*, 9 May 2005. Διαθέσιμο στο http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aDypalC2I9SE&refer=columnist_pesek (τελευταία πρόσβαση στις 12/8/2011).

- Peston, R., "IMF Proposes Two Big New Bank Taxes to Fund Bail-Outs", *BBC*, 21 April 2010. Διαθέσιμο στο <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/8633455.stm> (τελευταία πρόσβαση στις 19/7/2011).

- "President Obama Proposes Financial Crisis Responsibility Fee to Recoup Every Last Penny for American Taxpayers", *The White House-Office of the Press Secretary*, 14 January 2010. Διαθέσιμο στο <http://www.whitehouse.gov/the-press-office/president-obama-proposes-financial-crisis-responsibility-fee-recoup-every-last-penn> (τελευταία πρόσβαση στις 19/7/2011).

- Posthumus, N.W., "The Tulip Mania in Holland in the Years 1636 and 1637", *Journal of Economic and Business History*, vol. I, 1928-1929. αναφορά στο Galbraith, J.K., *Μία Συννοπτική Ιστορία της Οικονομικής Ευφορίας*. σελ. 35.

- Radelet, S., Sachs, J.D., Cooper, R.N., Bosworth, B.P., "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects", *Brookings Papers on Economic Activity*, The Brookings Institution, Vol. 1998, No. 1, Washington D.C., 1998. σελ. 1-90.

- Radelet, S., Sachs, J.D., "The Onset of the East Asian Financial Crisis", στο (eds.) Krugman, P., *Currency Crises*, National Bureau of Economic Research, University of Chicago Press, Chicago, January 2000. σελ. 105-162.

- Rajan, R., "Cycle-Proof Regulation", *Economist*, 8 April 2009. Διαθέσιμο στο http://www.economist.com/node/13446173?story_id=13446173 (τελευταία πρόσβαση στις 18/7/2011).

- Randall, M.J., "Economists Seek Breakup of Big Banks", *Wall Street Journal*, 22 April 2009. Διαθέσιμο στο <http://online.wsj.com/article/SB124034036512839857.html> (τελευταία πρόσβαση στις 18/7/2011).

- Rau, N., *Οικονομικοί Κύκλοι : Θεωρία και Εμπειρικές Ενδείξεις*, Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα, 1974. σελ. 19, 21.

- Reinganum, M.R. "The Anomalous Stock Market Behavior of Small Firms in January", *Journal of Financial Economics*, vol.12, 1983, σελ.89-104.

- Ritter, R.J., "Behavioral Finance", *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol.21, 2003. σελ. 429-437.

- Roberts, D., "G20: Tax Havens, the First Concrete Achievement", 2 April 2009. Διαθέσιμο στο <http://www.guardian.co.uk/commentisfree/2009/apr/02/g20-tax-havens-sanctions> (τελευταία πρόσβαση στις 19/7/2011).

- Romer, Christina. "Spurious Volatility in Historical Unemployment Data." *Journal of Political Economy* 94, no. 1, 1986.

- Roth, K.H., "Global crisis – Global Proletarianisation – Counter-Perspectives (a summary of initial findings)", 21/12/08. Διαθέσιμο στο http://www.wildcat-www.de/en/actual/e068roth_crisis.html (τελευταία πρόσβαση στις 22/7/2011).

- Rothbard, M.N., *America's Great Depression*, The Ludwig von Mises Institute, Auburn, 2000 (5th ed.).
- Roubini, N., και Setser, B., *The US as a Net debtor: The Sustainability of the US External Imbalances*, November 2004. Διαθέσιμο στο <http://pages.stern.nyu.edu/~nroubini/papers/Roubini-Setser-US-External-Imbalances.pdf> (τελευταία πρόσβαση στις 14/7/2011).
- Roubini, N. & Mihm, S., *Crisis Economics: A Crash Course in the Future of Finance*. Penguin Press, New York, 2010. σελ. 222-3, 227-35, 237-240, 244-5, 252-3, 260-71, 273-6, 294-300, 302, 340-1.
- Ρουμελιώτης, Π., *Προς έναν Πολυπολικό Κόσμο*, Αθήνα, Εκδοτικός Οίκος Λιβάνη, 2009. σελ. 315, 318, 321, 324, 328-33, 337-8, 366-7, 539.
- Sachs, J., "Our Wall-Street-Besotted Public Policy", *www.realclearpolitics.com*, 31 March 2009. Διαθέσιμο στο http://www.realclearpolitics.com/articles/2009/03/making_rich_guys_richer.html (τελευταία πρόσβαση στις 19/7/2011).
- Samuelson, P., "Proof that Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly", *Industrial Management Review*, 6, 1965. σελ. 41-49.
- Sato, T., "Global Financial Crisis– Japan's Experience and Policy Response", *Asia Economic Policy Conference organized by the Federal Reserve Bank of San Francisco*, Santa Barbara, CA, United States, October 20, 2009. Διαθέσιμο στο http://www.frbsf.org/economics/conferences/aepc/2009/09_Sato.pdf (τελευταία πρόσβαση στις 6/6/2011).
- Schumpeter, J.A., "The Theory of Business Cycles", *Keizaigagu Ronshu (The Journal of Economics)* (4), 1931, σελ. 1-18.
- Schumpeter, J.A., "The Theory of Economic Development, An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest, and the Business Cycle", Harvard University Press, Cambridge, 1934 αναφορά στο Legrand, M.D.P. και Hagemann, H., *Business Cycles in Juglar and Schumpeter*, σελ. 18.
- Schumpeter, J.A., *History of Economic Analysis*, Routledge, London, 1994 (Πρώτη έκδοση: Allen & Unwin, 1954). σελ. 1117-1121, 1123-4, 1126-7.
- Schwartz, A.J., "Real and Pseudo Financial Crises", στο F. Capie and G.E.G.E. Wood (eds.) *Financial Crises and the World Banking System*, Macmillan, London, 1986. σελ. 2-3.
- Shaikh, A., "An Introduction to the History of Crisis Theories" στο *U.S. Capitalism in Crisis*, U.R.P.E., New York, 1978.
- Shaikh, Anwar, 2008, "The Deepening Economic Disaster: Causes and Opportunities for Change" ομιλία. Διαθέσιμο στο <http://nyusociology.org/blogs/radical/2008/12/08/the-deepening-economic-disaster/> (τελευταία πρόσβαση στις 24/6/2011).
- Shiller, R.J., *Do Stock Prices Move Too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends?*, NBER Working Papers 0456, National Bureau of Economic Research, 1981.
- Shiller, R.J., "Stock Prices and Social Dynamics", *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 1984, σελ.457-510 αναφορά στο Jacobs B.I., *Capital Ideas and Market Realities*, σελ.87.

- Shiller, R.J., “Bubble Spotting”, *www.project-syndicate.org*, 22/3/2011. Διαθέσιμο στο <http://www.project-syndicate.org/commentary/shiller76/English> (τελευταία πρόσβαση στις 23/7/2011).
- Σπανός, Α., «Έσοδα Εκδοτικού Προνομίου (Seigniorage) και Προβλήματα Δημοσιονομικής Διαχείρισης και Πληθωρισμού», στο (eds) Ιωάννης, Μ., *Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών*, Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, Αθήνα, Ιανουάριος-Ιούνιος 2000. σελ. 54-59.
- Σπινθουράκης, Μ., «Πόλεμος Ε.Ε. κατά των Οίκων», *Βήμα*, 10/07/2011. Διαθέσιμο στο <http://www.tovima.gr/finance/article/?aid=410351> (τελευταία πρόσβαση στις 19/7/2011).
- Stiglitz, J.E., *Η Μεγάλη Ασταπάτη*, Λιβάνης, Αθήνα, 2003. σελ. 191-267, 289, 291, 296-99, 333-344, 407-433, 485-6.
- Stiglitz, J.E., “Obama’s Ersatz Capitalism”, *New York Times*, March 31, 2009. Διαθέσιμο στο <http://www.nytimes.com/2009/04/01/opinion/01stiglitz.html> (τελευταία πρόσβαση στις 5/6/2011)
- Stiglitz, J.E., *Freefall America: Free Markets and the Sinking of the World Economy*, W.W. Norton&Company, New York, 2010. σελ. 78, 80-84.
- «“Στοκ” από Άδεια Ακίνητα στο Μεταολυμπιακό Πεκίνο», *Καθημερινή*, Πηγή: The New York Times, 14-02-10. Διαθέσιμο στο http://portal.kathimerini.gr/4dcgi/_w_articles_kathextra_1_14/02/2010_324114 (τελευταία πρόσβαση στις 23/7/2011).
- “Subprime Sickness”, *Financial Times*, 23 February 2007.
- Summers, L. H., “International Financial Crises: Causes, Prevention, and Cures”, *The American Economic Review*, Vol. 90, No. 2, Papers and Proceedings of the ‘One Hundred Twelfth Annual Meeting of the American Economic Association’, May, 2000. σελ. 3-14.
- Sweet, W., “Dodd-Frank Act Becomes Law”, *www.harvard.edu*, July 21, 2010. Διαθέσιμο στο <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2010/07/21/dodd-frank-act-becomes-law/> (τελευταία πρόσβαση στις 19/8/2011).
- Taleb, N.N., *Ο Μαύρος Κόκκος*, Φερενίκη, Αθήνα, 2010.
- «Τεστ Κοπώσεως για τη Φούσκα των Ακινήτων στην Κίνα», *Καθημερινή*, 07/08/2010. Διαθέσιμο στο http://news.kathimerini.gr/4dcgi/_w_articles_economyagor_1_07/08/2010_410718 (τελευταία πρόσβαση στις 23/7/2011).
- *The Financial Crisis Inquiry Commission*, “The Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States”, U.S. Government Printing Office, Washington D.C, January 2011. σελ. xv-xxviii. Διαθέσιμο στο <http://www.gpoaccess.gov/fcic/fcic.pdf> (τελευταία πρόσβαση στις 18/7/2011).
- *United States Senate: Permanent Subcommittee on Investigations, Committee on Homeland Security and Governmental Affairs*, “Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse”, Majority and Minority Report, Washington D.C, 13 April 2011. σελ. 1-2, 7-12. Διαθέσιμο στο http://hsgac.senate.gov/public/_files/Financial_Crisis/FinancialCrisisReport.pdf (τελευταία πρόσβαση στις 18/7/2011)
- Varoufakis, Y., και Holland, S., *A Modest Proposal for Overcoming the Euro Crisis*, Levy Economics Institute of Bard College, March 2011.

- Wade, R., "The Asian Debt-and-Development Crisis of 1997-?: Causes and Consequences", *World Development*, vol.26, No 8, August 1998. σελ. 1535-53.
- Wallison, P., "The Dodd-Frank Act: Creative Destruction, Destroyed", *Wall Street Journal*, August 31, 2010. Διαθέσιμο στο <http://online.wsj.com/article/SB10001424052748703369704575461714115902100.html> (τελευταία πρόσβαση στις 19/8/2011).
- Welch, I., "Sequential Sales, Learning and Cascades", *Journal of Finance*, 47, 2, 695-732. αναφορά στο Jacobs B.I., *Capital Ideas and Market Realities*, σελ.99.
- Whitney, M., Interview of John Bellamy Foster on "The Great Financial Crisis", *MRzine*, 27.02.09. Διαθέσιμο στο <http://mrzine.monthlyreview.org/2009/foster270209.html> (τελευταία πρόσβαση στις 22/6/2011).
- Whitten, D.O., "The Depression of 1893", *EH.Net Encyclopedia*, edited by Robert Whaples. August 14, 2001. Διαθέσιμο στο <http://eh.net/encyclopedia/article/whitten.panic.1893> (τελευταία πρόσβαση 13/5/2011).
- Wolf, M., "America on the Comfortable Path to Ruin", *Financial Times*, August 17, 2004. Διαθέσιμο στο <http://www.ft.com/cms/s/1/488f2e14-f07a-11d8-a553-00000e2511c8.html#axzz1S6wdCXcXv> (τελευταία πρόσβαση στις 14/7/2011).
- Wolf, M., "Could the World Go Back to the Gold Standard?", November 1, 2010. Διαθέσιμο στο <http://blogs.ft.com/martin-wolf-exchange/2010/11/01/could-the-world-go-back-to-the-gold-standard> (τελευταία πρόσβαση στις 29/12/2010).
- Wolf, M., "Intolerable Choices for the Eurozone", *Financial Times*, May 31 2011. Διαθέσιμο στο <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/1a61825a-8bb7-11e0-a725-00144feab49a.html#axzz1NpYBi3oN> (τελευταία πρόσβαση στις 6/6/2011).
- Wolff, R., "Μια Μαρξιστική Ανάλυση της Κρίσης", στο Vlachou, A., Theocarakis, N., και Milonakis, D., (eds.), *Economic Crisis and Greece*, Greek Scientific Association of Political Economy, Gutenberg, Athens, 2011.
- Wright, P.G., "Moore's Economic Cycles", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 29, No. 3, May 1915. σελ. 631-641.
- Παραδέλλης, Δ., «Η Θεωρία του Χάους στις Χρηματιστηριακές Αγορές», *Καθημερινή*, 19-04-08. Διαθέσιμο στο http://portal.kathimerini.gr/4dcgi/_w_articles_kathextra_1_19/04/2008_230045 (τελευταία πρόσβαση στις 5/7/2011).
- Zak P.J., Kurzban R., Matzner W.T., "Oxytocin is Associated with Human Trustworthiness", *Hormones and Behavior*, vol. 48, 5, December 2005.σελ. 522-527.
- Ziemba, W., "Japanese Security Market Regulations: Monthly, Turn-of-the Month and Year, Holiday and Golden Week effects", *Japan and the World Economy*, vol.3, 2, 1991. σελ.119-146.
- Zizek, S., Ομιλία στο Πολυτεχνείο με τίτλο «Ζώντιας στην Εποχή των Τεράτων», Αθήνα, 19 Δεκεμβρίου 2010. Διαθέσιμο στο <http://www.e-gnomi.com/home/archives/1486> (τελευταία πρόσβαση στις 22/7/2011).



ΠΑΝΤΕΙΟΝ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ
ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ

Τηλ. 210 - 92 01 001

ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΕΠΙΣΤΡΟΦΗΣ

--	--	--

