

## Η ΓΕΝΕΣΗ ΜΙΑΣ ΚΡΙΣΗΣ

**Τ**ο μόνο που μας εκπλήσσει σε ό,τι αφορά την κρίση του 2008 ήταν ότι εξέπληξε τόσο πολλούς. Για έναν ελάχιστο αριθμό παρατηρητών επρόκειτο για κλασική περίπτωση, η οποία δεν ήταν απλώς προβλέψιμη, αλλά είχε όντως προβλεφθεί. Αφενός είχαμε τον τοξικό συνδυασμό μιας απορρυθμισμένης αγοράς πλημμυρισμένης από ρευστότητα και χαμηλά επιτόκια, μιας φούσκας στην παγκόσμια αγορά ακίνητης περιουσίας και της εκτίναξης των δανείων μειωμένης εξασφάλισης στα ύψη. Προσθέστε σε αυτά το δημοσιονομικό και το εμπορικό έλλειμμα των ΗΠΑ, καθώς και την αντίστοιχη συσσώρευση τεράστιων αποθεμάτων δολαρίων από την Κίνα – μια ανισορροπία στην παγκόσμια οικονομία–, και γίνεται σαφές ότι τα πράγματα είχαν στραβώσει σε φρικιαστικό βαθμό.

Αυτό που έκανε τη συγκεκριμένη κρίση να διαφέρει από τις πολυάριθμες άλλες που είχαν προηγηθεί κατά την τελευταία εικοσιπενταετία ήταν ότι αυτή η κρίση έφερε ετικέτα «Made in the USA». Και ενώ οι προηγούμενες κρίσεις είχαν συγκρατηθεί, αυτή η «Made in the USA» κρίση απλώθηκε γρήγορα σε όλο τον κόσμο. Μας αρέσει να θεωρούμε ότι η χώρα μας είναι μια από τις ατμομηχανές της παγκόσμιας οικονομικής ανάπτυξης, η οποία εξάγει υγιείς μορφές οικονομικής πολιτικής – όχι υφέσεις. Τελευταία φορά που οι ΗΠΑ είχαν εξαγάγει μια μεγάλη κρίση ήταν κατά τη διάρκεια της Μεγάλης Οικονομικής Κρίσης της δεκαετίας του 1930.<sup>1</sup>

Οι γενικές γραμμές της ιστορίας είναι πασίγνωστες και χιλιοειπωμένες. Στις Ηνωμένες Πολιτείες δημιουργήθηκε φούσκα στην αγορά κατοικίας. Όταν η φούσκα έσκασε και οι τιμές των κατοικιών έπεσαν από τα δυσθεώρητα επίπεδά τους, όλο

και περισσότεροι ιδιοκτήτες κατοικιών βρέθηκαν «στο κόκκινο». Χρωστούσαν για τα ενυπόθηκα δάνειά τους ποσά μεγαλύτερα από την αξία των σπιτιών τους. Χάνοντας τα σπίτια τους, πολλοί έχαναν μαζί και τις οικονομίες μιας ζωής, καθώς και τα όνειρά τους για το μέλλον – το κολέγιο των παιδιών τους, μια άνετη συνταξιοδότηση. Από μια άποψη οι Αμερικανοί ζούσαν μέσα σ' ένα όνειρο.

Η πλουσιότερη χώρα στον κόσμο ζούσε πέρα από τις δυνατότητές της, και η ευρωστία της οικονομίας των ΗΠΑ, αλλά και του κόσμου ολόκληρου, εξαρτιόταν απ' αυτό. Η παγκόσμια οικονομία είχε ανάγκη από διαρκώς αυξανόμενη κατανάλωση προκειμένου να μεγεθυνθεί: αλλά πώς μπορούσε αυτό να συνεχιστεί όταν τα εισοδήματα πολλών Αμερικανών έμεναν καθηλωμένα για τόσο μεγάλο χρονικό διάστημα;<sup>2</sup> Οι Αμερικανοί επινόησαν μια παμπόνηρη λύση: να δανειζονται και να καταναλώνουν λες και τα εισοδήματά τους *πράγματι* αυξάνονταν. Και δανειστήκαν με το παραπάνω. Τα μέσα ποσοστά αποταμίευσης έπεσαν στο μηδέν – και, αν λάβει κανείς υπόψη ότι πολλοί πλούσιοι Αμερικανοί αποταμίευαν μεγάλα ποσά, αυτό συνεπάγεται ότι οι φτωχοί Αμερικανοί παρουσίαζαν υψηλό αρνητικό ποσοστό αποταμίευσης. Με άλλα λόγια, βούλιαζαν στα χρέη. Τόσο εκείνοι όσο και οι δανειστές τους μπορούσαν να αισθάνονται καλά με όσα συνέβαιναν: οι πρώτοι ήταν σε θέση να συνεχίσουν το καταναλωτικό τους όργιο, δίχως να είναι υποχρεωμένοι να δουν κατάματα την πραγματικότητα των καθηλωμένων ή μειούμενων εισοδημάτων τους, ενώ οι δανειστές μπορούσαν να απολαμβάνουν κέρδη ρεκόρ, βασισμένα σε συνεχώς αυξανόμενες αμοιβές και προμήθειες.

Η φούσκα στην αγορά κατοικίας τροφοδοτήθηκε από τα χαμηλά επιτόκια και το χαλαρό ρυθμιστικό πλαίσιο. Καθώς οι τιμές των κατοικιών εκτινάσσονταν στα ύψη, οι ιδιοκτήτες «τραβούσαν» χρήμα από τα ίδια τους τα σπίτια. Η άντληση χρημάτων χάρη στην επανεκτίμηση της αξίας των σπιτιών και τη συνεπαγόμενη αναχρηματοδότηση των υποθηκών –που κάποια χρονιά έφτασε τα 975 δισεκατομμύρια δολάρια ή πάνω από 7% του ΑΕΠ<sup>3</sup> (του ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος, του κοινά αποδεκτού μέτρου της συνολικής ποσότητας αγαθών και υπηρεσιών που παράγει η οικονομία)– επέτρεπε στους δανειολήπτες να δίνουν προκαταβολή για καινούργιο αυτοκίνητο, και να απομένει στο σπίτι τους και κάποια καθαρή εμπορική αξία ώστε να μπορέσουν κάποια στιγμή να συνταξιοδοτηθούν. Όμως όλος αυτός ο δανεισμός βασιζόταν στην παρακινδυνευμένη παραδοχή ότι οι τιμές των κατοικιών θα συνέχιζαν να αυξάνονται ή τουλάχιστον δεν θα έπεφταν.

Η οικονομία δεν λειτουργούσε σωστά: τα δύο τρίτα με τρία τέταρτα της οικονομίας

(του ΑΕΠ) σχετίζονταν με την κατοικία: με την κατασκευή νέων κατοικιών ή με την αγορά οικιακού εξοπλισμού, ή με το δανεισμό έναντι παλαιότερων κατοικιών για να χρηματοδοτηθούν καταναλωτικές δαπάνες. Η κατάσταση αυτή δεν ήταν διατηρήσιμη – και δεν διατηρήθηκε. Αρχικά το σκάσιμο της φούσκας επηρέασε τα χειρότερης ποιότητας ενυπόθηκα δάνεια (τα ενυπόθηκα δάνεια μειωμένης εξασφάλισης [subprime], που είχαν χορηγηθεί σε άτομα χαμηλού εισοδήματος), αλλά σύντομα επηρέασε ολόκληρο τον κλάδο των οικιστικών ακινήτων.

Οι επιπτώσεις από το σκάσιμο της φούσκας διογκώθηκαν επειδή οι τράπεζες είχαν δημιουργήσει πολύπλοκα χρηματοπιστωτικά προϊόντα βασισμένα στα ενυπόθηκα δάνεια. Το ακόμα χειρότερο ήταν ότι είχαν βάλει στοιχήματα πολλών δισεκατομμυρίων δολαρίων η μία με την άλλη, καθώς και με άλλες τράπεζες από όλο τον κόσμο. Η πολυπλοκότητα αυτή, σε συνδυασμό με την ταχύτητα με την οποία επιδειωνόταν η κατάσταση και με την υψηλή μόχλευση των τραπεζών (όπως τα νοικοκυριά, έτσι και αυτές είχαν χρηματοδοτήσει τις επενδύσεις τους με πολύ υψηλό δανεισμό), σήμαινε ότι οι τράπεζες δεν γνώριζαν αν όσα όφειλαν στους καταθέτες και τους ομολογιούχους τους ξεπερνούσαν την αξία του ενεργητικού τους. Και, αντιστοίχως, συνειδητοποιούσαν ότι ήταν αδύνατον να γνωρίζουν τη θέση οποιασδήποτε άλλης τράπεζας. Η εμπιστοσύνη και η πίστη που στηρίζουν το τραπεζικό σύστημα εξανεμίστηκαν. Οι τράπεζες αρνούσαν να δανείσουν η μία την άλλη – ή απαιτούσαν υψηλά επιτόκια ως ανταμοιβή για την ανάληψη του κινδύνου. Οι παγκόσμιες πιστωτικές αγορές άρχισαν να καταρρέουν.

Σε αυτό το σημείο, η Αμερική και ο κόσμος βρέθηκαν αντιμέτωποι τόσο με μια χρηματοπιστωτική όσο και με μια οικονομική κρίση. Η οικονομική κρίση είχε διάφορες παραμέτρους: βρισκόταν σε εξέλιξη μια κρίση στην αγορά οικιστικών ακινήτων, την οποία σύντομα διαδέχτηκαν προβλήματα στα εμπορικά ακίνητα. Η ζήτηση μειωνόταν καθώς τα νοικοκυριά έβλεπαν την αξία των σπιτιών τους (και, εάν κατείχαν μετοχές, την αξία και αυτών) να καταρρέει και καθώς περιοριζόταν η δυνατότητά τους –και μαζί η διάθεσή τους– να δανείζονται. Βρισκόταν σε λειτουργία ο λεγόμενος κύκλος αποθεμάτων – καθώς οι πιστωτικές αγορές πάγωναν και η ζήτηση μειωνόταν, οι εταιρείες περιόριζαν τα αποθέματά τους όσο γρηγορότερα γινόταν. Και έτσι η αμερικανική μεταποίηση κατέρρευε.

Υπήρχαν και βαθύτερα ερωτήματα: τι θα αντικαθιστούσε την αχαλίνωτη κατανάλωση των Αμερικανών, η οποία συντηρούσε την οικονομία κατά τα έτη πριν από το

σκάσιμο της φούσκας; Πώς θα διαχειρίζονταν οι ΗΠΑ και η Ευρώπη την αναδιοργάνωσή τους, λόγου χάρη τη μετάβαση προς μια οικονομία βασισμένη στον τριτογενή τομέα, μια μετάβαση ούτως ή άλλως δύσκολη ακόμα και την περίοδο της οικονομικής άνθησης; Η αναδιοργάνωση ήταν αναπόφευκτη –επιβεβλημένη από την παγκοσμιοποίηση και το ρυθμό της τεχνολογικής εξέλιξης– αλλά δεν θα ήταν εύκολη υπόθεση.

## Η ΙΣΤΟΡΙΑ ΜΕ ΛΙΓΑ ΛΟΓΙΑ

Ενώ οι προκλήσεις που θα αντιμετωπίσουμε στην πορεία είναι σαφείς, παραμένει το ερώτημα: Πώς φτάσαμε ως εδώ; Δεν ήταν έτσι που υποτίθεται ότι λειτουργούσε η οικονομία της αγοράς. Κάτι πήγε στραβά – *πολύ στραβά*.

Δεν είναι εύκολο να πιάσουμε το –συνεχές– νήμα της ιστορίας από κάποιο συγκεκριμένο σημείο. Για λόγους συντομίας θα ξεκινήσω από την άνοιξη του 2000, τότε που έσκασε η φούσκα των εταιρειών τεχνολογίας (ή dot-com) – μια φούσκα την ανάπτυξη της οποίας είχε επιτρέψει ο Άλαν Γκρίνσπαν, τότε πρόεδρος της Fed, και η οποία είχε συντηρήσει τους ισχυρούς ρυθμούς οικονομικής μεγέθυνσης στα τέλη της δεκαετίας του 1990.<sup>4</sup> Από τον Μάρτιο του 2000 μέχρι τον Οκτώβριο του 2002 οι τιμές των μετοχών των εταιρειών dot-com σημείωσαν πώση 78%.<sup>5</sup> Υπήρχε η ελπίδα ότι οι απώλειες αυτές δεν θα επηρέαζαν την ευρύτερη οικονομία – την επηρέασαν όμως. Στον τομέα της υψηλής τεχνολογίας πραγματοποιούνταν πάρα πολλές επενδύσεις, οι οποίες σταμάτησαν όταν έσκασε η φούσκα των εταιρειών dot-com. Τον Μάρτιο του 2001 η Αμερική βυθίστηκε σε ύφεση.

Η κυβέρνηση του προέδρου Τζορτζ Γ. Μπους επικαλέστηκε τη σύντομη ύφεση που διαδέχτηκε την κατάρρευση της φούσκας των εταιρειών dot-com ως δικαιολογία για να προωθήσει ένα πρόγραμμα φορολογικών ελαφρύνσεων για τους πλουσίους, το οποίο, όπως ισχυριζόταν ο Πρόεδρος, αποτελούσε πανάκεια για κάθε οικονομική νόσο. Οι φορολογικές ελαφρύνσεις, όμως, δεν αποσκοπούσαν στην τόνωση της οικονομίας, την οποία επέτυχαν σε περιορισμένο μόνο βαθμό. Έτσι, το βάρος της επαναφοράς της οικονομίας σε κατάσταση πλήρους απασχόλησης έπεσε στη νομισματική πολιτική. Κατά συνέπεια, ο Γκρίνσπαν μείωσε τα επιτόκια πλημμυρίζοντας την αγορά με ρευστότητα. Με τόση πλεονάζουσα παραγωγική ικανότητα στην οικονομία, ουδείς εξεπλάγη που η μείωση των επιτοκίων δεν οδήγησε σε νέες επενδύσεις για εργοστά-

σια και εξοπλισμό. Έφερε, βέβαια, κάποιο αποτέλεσμα – αλλά μόνο σε ό,τι αφορούσε την αντικατάσταση της φούσκας των dot-com με τη φούσκα της αγοράς κατοικιών, η οποία στήριξε την άνοδο της κατανάλωσης και την άνθηση της αγοράς ακινήτων.

Το βάρος που σήκωνε η νομισματική πολιτική αυξήθηκε όταν οι τιμές του πετρελαίου πήραν την ανιούσα μετά την εισβολή στο Ιράκ το 2003. Οι Ηνωμένες Πολιτείες δαπάνησαν εκατοντάδες δισεκατομμύρια δολάρια για να εισαγάγουν πετρέλαιο – χρήματα που θα μπορούσαν να έχουν διατεθεί για τη στήριξη της αμερικανικής οικονομίας. Οι τιμές του πετρελαίου αυξήθηκαν από τα 32 δολάρια το βαρέλι τον Μάρτιο του 2003, όταν άρχισε ο πόλεμος στο Ιράκ, στα 137 δολάρια το βαρέλι τον Ιούλιο του 2008. Αυτό σήμαινε ότι οι Αμερικανοί δαπανούσαν καθημερινά 1,4 δισεκατομμύρια δολάρια για να εισαγάγουν πετρέλαιο (από 292 εκατομμύρια δολάρια ημερησίως προτού ξεκινήσει ο πόλεμος), αντί να ξοδεύουν αυτά τα χρήματα στο εσωτερικό της χώρας.<sup>6</sup> Ο Γκρίνσπαν πίστευε ότι μπορούσε να διατηρήσει τα επιτόκια σε χαμηλά επίπεδα επειδή οι πληθωριστικές πιέσεις ήταν μηδαμινές,<sup>7</sup> ενώ χωρίς τη φούσκα στην αγορά κατοικιών την οποία συντηρούσαν τα χαμηλά επιτόκια, και χωρίς την έκρηξη της κατανάλωσης την οποία στήριζε η φούσκα στην αγορά κατοικιών, η αμερικανική οικονομία θα ήταν ανίσχυρη.

Όλα αυτά τα χρόνια της αρπαχτής και του φτηνού χρήματος, η Γουόλ Στριτ δεν επινόησε ούτε ένα καλό προϊόν ενυπόθηκου δανεισμού. Ένα τέτοιο προϊόν θα έπρεπε να χαρακτηρίζεται από χαμηλό κόστος συναλλαγών και χαμηλά επιτόκια, και θα 'χε βοηθήσει τον κόσμο να διαχειριστεί τον κίνδυνο της απόκτησης κατοικίας, καθώς θα συμπεριελάμβανε και προστασία για το ενδεχόμενο να πέσει η αξία του σπιτιού ή να χάσει ο δανειολήπτης τη δουλειά του. Επίσης, οι ιδιοκτήτες κατοικιών θέλουν μηνιαίες δόσεις που να είναι προβλέψιμες, να μην εκτοξεύονται απροειδοποίητα στα ύψη και να μην περιέχουν κρυφά κόστη. Οι χρηματοπιστωτικές αγορές των ΗΠΑ δεν επεδίωξαν να δημιουργήσουν αυτά τα καλύτερα προϊόντα, τα οποία, μολαταύτα, χρησιμοποιούνται σε άλλες χώρες. Αντιθέτως, οι εταιρείες της Γουόλ Στριτ, με το βλέμμα στραμμένο στη μεγιστοποίηση των αποδόσεών τους, επινόησαν ενυπόθηκα δάνεια που χαρακτηρίζονταν από υψηλό κόστος συναλλαγών, κυμαινόμενα επιτόκια και δόσεις που μπορούσαν ξαφνα να σημειώσουν κάθετη άνοδο, αλλά δεν περιελάμβαναν καμία προστασία ενάντια στον κίνδυνο μείωσης της αξίας του σπιτιού ή τον κίνδυνο απώλειας της εργασίας.

Αν οι υπεύθυνοι για το σχεδιασμό αυτών των δανείων είχαν εστιάσει την προσοχή

τους στο σκοπό –στο τι πραγματικά θέλαμε από την αγορά ενυπόθηκου δανεισμού– και όχι στο πώς θα μεγιστοποιούσαν τα *δικά τους* έσοδα, τότε ίσως να είχαν επινοήσει προϊόντα που θα είχαν αυξήσει σε *μόνιμη βάση* τα ποσοστά ιδιοκτησίας κατοικιών. Θα μπορούσαν να «τα έχουν πάει καλά, κάνοντας καλό». Αντί γι' αυτό, οι προσπάθειές τους παρήγαγαν μια ολόκληρη γκάμα από περίπλοκα ενυπόθηκα δάνεια που τους απέφεραν μεγάλα κέρδη βραχυπρόθεσμα και οδήγησαν σε μια αμελητέα *προσωρινή* αύξηση του ποσοστού ιδιοκτησίας κατοικιών, με μεγάλο όμως κόστος για το κοινωνικό σύνολο.

Οι αστοχίες της αγοράς ενυπόθηκου δανεισμού αποτελούσαν συμπτώματα των ευρύτερων αστοχιών που παρατηρούνταν απ' άκρη σ' άκρη του χρηματοπιστωτικού συστήματος, σημαντικό μέρος του οποίου αποτελούν οι τράπεζες. Το τραπεζικό σύστημα επιτελεί δύο βασικές λειτουργίες. Η πρώτη αφορά την παροχή ενός αποτελεσματικού μηχανισμού πληρωμών, στο πλαίσιο του οποίου η τράπεζα διευκολύνει τις συναλλαγές, μεταβιβάζοντας τα χρήματα των καταθετών της σε εκείνους από τους οποίους αυτοί αγοράζουν προϊόντα και υπηρεσίες. Η δεύτερη βασική λειτουργία αφορά την αποτίμηση και διαχείριση κινδύνων, και τη χορήγηση δανείων. Σχετίζεται με την πρώτη βασική λειτουργία, επειδή αν μια τράπεζα κάνει κακές αποτιμήσεις πιστοληπτικής ικανότητας, αν τζογάρει απερίσκεπτα ή αν ρίξει πάρα πολλά χρήματα σε ριψοκίνδυνες επιχειρήσεις που κάποια στιγμή βαρέσουν κανόνι, δεν μπορεί να τηρήσει την υπόσχεσή της να επιστρέψει στους καταθέτες τα χρήματά τους. Αν μια τράπεζα κάνει σωστά τη δουλειά της, τότε παρέχει χρήμα για τη σύσταση νέων επιχειρήσεων και την επέκταση παλιών, η οικονομία μεγεθύνεται, νέες θέσεις εργασίας δημιουργούνται, ενώ ταυτόχρονα η ίδια αποκομίζει υψηλές αποδόσεις – επαρκείς για να ξεπληρώσει τους καταθέτες και μάλιστα με τόκο, και για να αποφέρει ικανοποιητικά κέρδη σε όσους έχουν επενδύσει τα χρήματά τους σε αυτήν.

Το δέλεαρ του εύκολου κέρδους που προκύπτει από το κόστος των συναλλαγών απομάκρυνε πολλές μεγάλες τράπεζες από τις βασικές τους λειτουργίες. Το τραπεζικό σύστημα των ΗΠΑ και πολλών άλλων χωρών έπαψε να επικεντρώνεται στο δανεισμό των μικρομεσαίων επιχειρήσεων, που αποτελούν τη βάση για τη δημιουργία θέσεων απασχόλησης σε οποιαδήποτε οικονομία, και εστίαζε την προσοχή του στην προώθηση των τιτλοποιήσεων, ιδίως στην αγορά ενυπόθηκου δανεισμού.

Αυτή ακριβώς η εμπλοκή στο χώρο της τιτλοποίησης ενυπόθηκων δανείων αποδείχτηκε μοιραία. Στο Μεσαίωνα οι αλχημιστές προσπαθούσαν να μετατρέψουν

μη ευγενή μέταλλα σε χρυσάφι. Η σύγχρονη αλχημεία συνεπαγόταν τη μετατροπή επισφαλών subprime ενυπόθηκων δανείων σε προϊόντα με βαθμολογία AAA, που θεωρούνταν αρκετά ασφαλή ώστε να περιλαμβάνονται στα χαρτοφυλάκια των συνταξιοδοτικών ταμείων. Οι δε οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης ευλογούσαν τις πράξεις των τραπεζών. Στο τέλος οι τράπεζες άρχισαν να επιδίδονται απευθείας σε τζόγο – μεταξύ άλλων, δεν ενεργούσαν απλώς ως μεταπράτες των επισφαλών στοιχείων ενεργητικού που δημιουργούσαν, αλλά τα διατηρούσαν κιόλας στην κατοχή τους. Τόσο αυτές όσο και οι ρυθμιστικοί τους φορείς μπορεί να πίστευαν ότι είχαν μεταβιβάσει σε άλλους τους δύσσομους κινδύνους που είχαν δημιουργήσει, όταν όμως ήρθε η μέρα της κρίσης –όταν κατέρρευσαν οι αγορές– αποδείχτηκε ότι είχαν επίσης καταληφθεί εξαπίνης.<sup>8</sup>

## ΤΙΣ ΠΤΑΙΕΙ;

Καθώς το βάθος της κρίσης γινόταν καλύτερα αντιληπτό –τον Απρίλιο του 2009 επρόκειτο, πλέον, για την πιο παρατεταμένη ύφεση μετά τη Μεγάλη Οικονομική Κρίση– ήταν φυσικό να αναζητηθούν ένοχοι· και ευθύνες που έπρεπε να αποδοθούν υπήρχαν πολλές. Το να ξέρουμε ποιος (ή τουλάχιστον τι) ευθύνεται είναι απαραίτητο προκειμένου να περιορίσουμε την πιθανότητα επανάληψης του φαινομένου και να διορθώσουμε τις προφανώς δυσλειτουργικές πτυχές των σημερινών χρηματοπιστωτικών αγορών. Πρέπει, ωστόσο, να είμαστε επιφυλακτικοί απέναντι στις πολύ εύκολες εξηγήσεις: πάρα πολλές από αυτές εδράζονται στην υπερβολική απληστία των τραπεζιτών. Αυτό μπορεί και να ισχύει, αλλά δεν προσφέρει καμιά ουσιαστική βάση για μεταρρύθμιση. Οι τραπεζίτες φέρθηκαν άπληστα επειδή είχαν τα κίνητρα και τις ευκαιρίες για να φερθούν άπληστα, και αυτό είναι που πρέπει να αλλάξει. Εκτός αυτού, η βάση του καπιταλισμού είναι η επιδίωξη του κέρδους: πρέπει, άραγε, να κατηγορήσουμε τους τραπεζίτες επειδή έκαναν (ίσως κάπως καλύτερα) ό,τι αναμένεται να κάνει όποιος μετέχει στην οικονομία της αγοράς;

Έχοντας μπροστά μας τον μακρύ κατάλογο των ενόχων είναι φυσικό να ξεκινήσουμε από κάτω κάτω, από τους υπεύθυνους για τη χορήγηση των ενυπόθηκων δανείων. Από τις εταιρείες ενυπόθηκου δανεισμού που προωθούσαν «εξωτικά» δάνεια σε εκατομμύρια ανθρώπους, που στην πλειονότητά τους δεν ήξεραν πού έμπλεκαν.

Όμως αυτές οι εταιρείες δεν θα μπορούσαν να έχουν κάνει τις βρομοδουλειές τους χωρίς τη συνδρομή και την παρακίνηση εκ μέρους των τραπεζών και των οίκων πιστοληπτικής αξιολόγησης. Οι τράπεζες αγόραζαν τα ενυπόθηκα δάνεια και, αφού τα τιτλοποιούσαν, τα πουλούσαν σε απρόσεκτους επενδυτές. Οι τράπεζες και τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα των ΗΠΑ περηφανεύονταν για τα πανέξυπνα νέα επενδυτικά τους μέσα. Είχαν δημιουργήσει νέα προϊόντα τα οποία, παρ' όλο που διαφημιζόνταν ως μέσα διαχείρισης κινδύνων, ήταν τόσο επικίνδυνα που απειλήσαν με κατάρρευση ολόκληρο το χρηματοπιστωτικό σύστημα των ΗΠΑ. Οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης ενέκριναν αυτά τα τοξικά μέσα –ενώ θα έπρεπε να βάλουν φρένο στην επέκτασή τους– και έτσι ενθάρρυναν κι άλλους στις Ηνωμένες Πολιτείες και το εξωτερικό να τα αγοράσουν – ανάμεσά τους και συνταξιοδοτικά ταμεία που αναζητούν ασφαλείς τοποθετήσεις για τα χρήματα που έχουν βάλει στην άκρη οι εργαζόμενοι για τη σύνταξή τους.

Κοντολογίς, οι χρηματοπιστωτικές αγορές των ΗΠΑ είχαν αποτύχει σε ό,τι αφορούσε τις ουσιαστικές κοινωνικές λειτουργίες της διαχείρισης κινδύνων, κατανομής κεφαλαίων και κινητοποίησης αποταμιεύσεων, με παράλληλη διατήρηση του κόστους συναλλαγών σε χαμηλά επίπεδα. Αντιθέτως, είχαν δημιουργήσει κινδύνους, είχαν κατανείμει τα κεφάλαια με λάθος τρόπο και είχαν ενθαρρύνει την υπερχρέωση, επιβάλλοντας ταυτόχρονα υψηλό κόστος συναλλαγών. Στον κολοφώνα τους, τα χρόνια πριν από την κρίση, οι παραφουσκωμένες χρηματοπιστωτικές αγορές απορροφούσαν το 40% από τα κέρδη των μεγάλων επιχειρήσεων.<sup>9</sup>

Ένας από τους λόγους για τους οποίους το χρηματοπιστωτικό σύστημα απέτυχε τόσο να διαχειριστεί τους κινδύνους ήταν το ότι η αγορά τούς τιμολόγησε εσφαλμένα και τους παρερμήνευσε. Η «αγορά» παρερμήνευσε σε μεγάλο βαθμό τον κίνδυνο να αθετηθεί η εξόφληση *subprime* ενυπόθηκων δανείων· κι έκανε ένα ακόμα χειρότερο λάθος που εμπιστεύτηκε τους οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης και τις τράπεζες επενδύσεων όταν αυτές τιτλοποίησαν τα εν λόγω δάνεια, βαθμολογώντας με AAA τα νέα προϊόντα. Οι τράπεζες (και οι επενδυτές τους) παρερμήνευσαν επίσης σε μεγάλο βαθμό τον κίνδυνο που συνεπάγεται η υψηλή τραπεζική μόχλευση. Επιπλέον, επισφαλής στοιχεία ενεργητικού, που φυσιολογικά θα χρειάζονταν κατά πολύ υψηλότερες αποδόσεις για να πείσουν τον κόσμο να τα διατηρήσει στην κατοχή του, απέφεραν χαμηλό ασφάλιστρο κινδύνου. Σε μερικές περιπτώσεις η κατά τα φαινόμενα λάθος τιμολόγηση και παρερμηνεία του κινδύνου βασιζόταν σε ένα έξυπνο στοίχημα: οι



τράπεζες πίστευαν ότι, αν προέκυπταν προβλήματα, η Fed και το Υπουργείο Οικονομικών θα έσπευδαν να τις σώσουν – και, όπως αποδείχτηκε, είχαν δίκιο.<sup>10</sup>

Η Fed, αρχικά υπό τη διεύθυνση του προέδρου της, Άλαν Γκρίνσπαν, και κατόπιν του Μπεν Μπερνάνκι, καθώς και οι άλλες ρυθμιστικές αρχές, έμειναν άπραγες και άφησαν να συμβούν όλα αυτά. Όχι μόνο ισχυρίστηκαν ότι δεν ήταν δυνατό να αντιληφθούν ότι υπήρχε φούσκα, παρά μόνο μετά το σκάσιμό της, αλλά έλεγαν ότι ακόμα κι αν είχαν αντιληφθεί την ύπαρξή της δεν θα μπορούσαν να κάνουν τίποτα γι' αυτό. Έκαναν λάθος και στα δύο. Θα μπορούσαν, λόγου χάρη, να έχουν απαιτήσει να καταβάλλονται μεγαλύτερες προκαταβολές για αγορές κατοικίας ή να έχουν επιβάλει μεγαλύτερες απαιτήσεις καταβολής περιθωρίου για τις συναλλαγές με μετοχές, δύο ενέργειες που θα είχαν καλμάρει τις υπερθερμασμένες αυτές αγορές. Αλλά επέλεξαν να μην το κάνουν. Ίσως ακόμα χειρότερο είναι το ότι ο Γκρίνσπαν επιδείνωσε την κατάσταση επιτρέποντας στις τράπεζες να επιδίδονται σε όλο και πιο παρακινδυνευμένες μορφές δανεισμού και ενθαρρύνοντας τον κόσμο να παίρνει ενυπόθηκα δάνεια κυμαινόμενου επιτοκίου, με δόσεις που μπορούσαν εύκολα να εκτιναχτούν στα ύψη –πράγμα που τελικά συνέβαινε– αναγκάζοντας ακόμα και οικογένειες με μέσα εισοδήματα να χάσουν τα σπίτια τους.<sup>11</sup>

Όλοι όσοι επιχειρηματολογούσαν υπέρ της απορρύθμισης –και εξακολουθούν να το κάνουν, παρά τις προφανείς συνέπειες– διατείνονται ότι το κόστος της ρύθμισης υπερβαίνει τα οφέλη. Καθώς το παγκόσμιο δημοσιονομικό και πραγματικό κόστος της κρίσης διογκώνεται, υπολογιζόμενο πλέον σε τρισεκατομμύρια δολάρια, δύσκολα αντιλαμβανόμαστε πώς είναι δυνατόν κάποιοι να εξακολουθούν να υποστηρίζουν αυτή την άποψη. Κι όμως, ισχυρίζονται ότι αυτό που πραγματικά κάνει η ρύθμιση είναι να καταπνίγει κάθε καινοτομία – και ότι αυτό έχει κόστος. Η δυσάρεστη αλήθεια είναι πως στις χρηματοπιστωτικές αγορές των ΗΠΑ οι καινοτομίες αποσκοπούσαν στην έντεχνη αποφυγή των ρυθμίσεων, των λογιστικών προτύπων και της φορολόγησης. Δημιουργούνταν προϊόντα τόσο περίπλοκα ώστε ουσιαστικά αύξαναν τους κινδύνους, αλλά και τις ασυμμετρίες στην πληροφόρηση. Δεν είναι ν' απορεί κανείς που είναι αδύνατον να αποδώσουμε οποιαδήποτε σταθερή αύξηση του ρυθμού οικονομικής μεγέθυνσης (πέρα από τη φούσκα την οποία υποβόηθησαν) σε αυτές τις χρηματοπιστωτικές καινοτομίες. Παράλληλα, οι χρηματοπιστωτικές αγορές δεν καινοτομούσαν με τρόπους οι οποίοι θα βοηθούσαν τον απλό πολίτη να φέρει σε πέρας το απλό έργο της διαχείρισης των κινδύνων που προκύπτουν από την ιδιοκτησία

μιας κατοικίας. Αντέδρασαν, δε, σε κάθε καινοτομία που θα είχε βοηθήσει άτομα και χώρες να διαχειριστούν τους άλλους σημαντικούς κινδύνους που αντιμετωπίζουν. Ένα καλό ρυθμιστικό πλαίσιο θα είχε δώσει νέο προσανατολισμό στην καινοτομία, στρέφοντάς την προς μεθόδους ενίσχυσης της αποτελεσματικότητας της οικονομίας και της ασφάλειας των πολιτών.

Δεν προκαλεί έκπληξη το ότι ο χρηματοπιστωτικός τομέας αποπειράθηκε να ρίξει αλλού το φταίξιμο – όταν ο ισχυρισμός του ότι επρόκειτο απλώς για «ατύχημα» (για θεομηνία που συμβαίνει κάθε χίλια χρόνια) δεν βρήκε ευήκοα ώτα.

Οι άνθρωποι του χρηματοπιστωτικού τομέα συχνά επιρρίπτουν ευθύνες στη Fed, επειδή άφησε για πάρα πολύ καιρό τα επιτόκια σε πολύ χαμηλά επίπεδα. Αλλά αυτή η συγκεκριμένη απόπειρα μεταβίβασης ευθυνών έχει μια ιδιομορφία: ποιος άλλος κλάδος θα 'λεγε ότι τα κέρδη του ήταν τόσο χαμηλά και οι επιδόσεις του τόσο κακές επειδή ήταν πάρα πολύ χαμηλό το κόστος των εισροών του (π.χ. του χάλυβα ή της εργασίας); Στην τραπεζική, η κύρια «εισροή» είναι το κόστος των κεφαλαίων, κι όμως απ' ό,τι φαίνεται οι τραπεζίτες παραπονούνται ότι η Fed έκανε το χρήμα πάρα πολύ φτηνό! Αν τα χαμηλού κόστους κεφάλαια είχαν αξιοποιηθεί σωστά, αν, λόγου χάρη, είχαν διατεθεί για τη στήριξη επενδύσεων σε νέες τεχνολογίες ή για την επέκταση επιχειρήσεων, θα είχαμε μια ανταγωνιστικότερη και δυναμικότερη οικονομία.

Ένα χαλαρό ρυθμιστικό πλαίσιο χωρίς φτηνό χρήμα μπορεί να μην είχε οδηγήσει σε φούσκα. Ακόμα σημαντικότερο, όμως, είναι το ότι ο συνδυασμός του φτηνού χρήματος με ένα τραπεζικό σύστημα που να λειτουργεί σωστά, ή να διέπεται από το κατάλληλο ρυθμιστικό πλαίσιο, θα μπορούσε να έχει οδηγήσει σε οικονομική άνθηση, όπως συνέβη σε άλλες εποχές και σε άλλους τόπους. (Με την ίδια λογική, αν οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης είχαν κάνει καλά τη δουλειά τους, θα είχαν πουληθεί λιγότερα ενυπόθηκα δάνεια σε συνταξιοδοτικά ταμεία και άλλα ιδρύματα, και το μέγεθος της φούσκας μπορεί να ήταν κατά πολύ μικρότερο. Το ίδιο θα μπορούσε να ισχύει ακόμα κι αν οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης είχαν κάνει τόσο κακή δουλειά όσο πραγματικά έκαναν, αρκεί οι ίδιοι οι επενδυτές να είχαν αναλύσει σωστά τους κινδύνους.) Κοντολογίς, η κρίση προσέλαβε τέτοιες διαστάσεις εξαιτίας ενός συνδυασμού από αστοχίες.

Με τη σειρά τους, ο Γκρίνσπαν και κάποιοι άλλοι προσπάθησαν να ισχυριστούν ότι για τα χαμηλά επιτόκια φταίνε οι ασιατικές χώρες και η πλημμύρα ρευστότητας που προκάλεσε η υπερβάλλουσα αποταμίευσή τους.<sup>12</sup> Και σε αυτή την περίπτωση,

όμως, η δυνατότητα εισαγωγής κεφαλαίων με καλύτερους όρους θα έπρεπε να αποτελέσει πλεονέκτημα, ευτύχημα. Ο συγκεκριμένος ισχυρισμός, ωστόσο, είχε κάτι το αξιωματικό: ουσιαστικά, η Fed δήλωνε ότι αδυνατεί πλέον να ελέγξει τα επιτόκια στις ΗΠΑ. Όμως και βέβαια μπορεί: η Fed *επέλεξε* να διατηρήσει τα επιτόκια σε χαμηλά επίπεδα, εν μέρει για λόγους που έχω ήδη εξηγήσει.<sup>13</sup>

Επιδεικνύοντας μια εξωφρενική αγνωμοσύνη απέναντι σε εκείνους που τους έσωσαν όταν βρίσκονταν στο χείλος του γκρεμού, πολλοί τραπεζίτες ρίχνουν το φταίξιμο στο κράτος – δαγκώνοντας το ίδιο το χέρι που τους τάισε. Ρίχνουν το φταίξιμο στο κράτος που δεν τους σταμάτησε – σαν τον πιτσιρικό που τον πιάνουν να κλέβει καραμέλες από το ψιλικατζίδικο και ρίχνει το φταίξιμο στο μαγαζάτορα ή τον αστυνομικό, που έκαναν τα στραβά μάτια και τον άφησαν να πιστέψει ότι θα μπορούσε να τη βγάλει καθαρή. Όμως ο ισχυρισμός αυτός είναι ακόμα πιο υποκριτικός επειδή οι χρηματοπιστωτικές αγορές είχαν *πληρώσει* για να πάψουν οι αστυνομικοί να περιπολούν. Είχαν επιτυχημένα αποκρούσει κάθε απόπειρα ρύθμισης στην αγορά παραγώγων και κάθε απόπειρα να περιοριστούν οι αρπακτικές μέθοδοι δανεισμού. Η επικράτησή τους επί των Ηνωμένων Πολιτειών ήταν πλήρης. Κάθε νίκη τους τους απέφερε ακόμα περισσότερα χρήματα για να επηρεάζουν το πολιτικό γίγνεσθαι. Είχαν ακόμα κι επιχείρημα: η απορρύθμιση είχε βοηθήσει να βγάλουν ακόμα περισσότερο χρήμα, και το χρήμα ήταν το σημάδι της επιτυχίας. Όπερ έδει δείξει.

Στους συντηρητικούς δεν αρέσει να κατηγορείται η αγορά: βαθιά μέσα τους γνωρίζουν ότι, αν υπάρχει κάποιο πρόβλημα με την οικονομία, η πραγματική του αιτία πρέπει να είναι το κράτος. Το κράτος ήθελε να αυξήσει το ποσοστό ιδιοκτησίας κατοικιών, και οι τραπεζικοί υπερασπίζονται εαυτούς λέγοντας ότι απλώς έπαιζαν το ρόλο τους σε αυτό. Πολλή λάσπη έπεσε στις Fannie Mae και Freddie Mac, δύο ιδιωτικές εταιρείες που είχαν ξεκινήσει από κρατικοί φορείς, όπως και στο Νόμο περί Κοινοτικής Επανεπένδυσης (Community Reinvestment Act – CRA), που δίνει κίνητρα στις τράπεζες για να χορηγούν δάνεια σε ανεπαρκώς εξυπηρετούμενες κοινότητες. Σύμφωνα με το συγκεκριμένο επιχείρημα, όλα θα είχαν πάει καλά αν δεν είχαν γίνει αυτές οι προσπάθειες να χορηγηθούν δάνεια στους φτωχούς. Στο μεγαλύτερο μέρος της η συγκεκριμένη γραμμή υπεράσπισης βασίζεται σε ανοησίες. Η επιχείρηση διάσωσης της AIG, η οποία κόστισε σχεδόν 200 δισεκατομμύρια δολάρια (ποσό μεγάλο από κάθε άποψη), προέκυψε εξαιτίας κάποιων παραγώγων (των συμβάσεων μεταφοράς κινδύνου αθέτησης υποχρέωσης – CDS) – δηλαδή στοιχημάτων που έβαζαν

μεταξύ τους οι τράπεζες. Οι τράπεζες δεν είχαν ανάγκη από κάποια προσπάθεια προώθησης της ισόνομης πρόσβασης στο δικαίωμα της κατοικίας για να επιδοθούν στην υπέρμετρη ανάληψη κινδύνων. Ούτε οι τεράστιες υπερεπενδύσεις σε εμπορικά ακίνητα είχαν οποιαδήποτε σχέση με την κρατική πολιτική ενίσχυσης της ιδιοκτησίας κατοικιών. Ούτε τα επανειλημμένα περιστατικά ασύνετης χορήγησης δανείων ανά τον κόσμο, από τα οποία οι τράπεζες έπρεπε επανειλημμένα να διασώζονται. Επιπλέον, τα ποσοστά αθέτησης υποχρεώσεων ως προς τα δάνεια που χορηγούνταν βάσει του CRA ήταν συγκρίσιμα με τα ποσοστά αθέτησης υποχρεώσεων σε άλλους τομείς δανεισμού – αποδεικνύοντας ότι αυτού του είδους ο δανεισμός δεν συνεπάγεται μεγαλύτερους κινδύνους, αρκεί να γίνεται σωστά.<sup>14</sup> Το βασικότερο, όμως, είναι πως η εντολή των Fannie Mae και Freddie Mac ήταν να χορηγούν «δάνεια που να πληρούν τις προδιαγραφές», δηλαδή δάνεια προς τη μεσαία τάξη. Οι τράπεζες όρμησαν στα ενυπόθηκα δάνεια προς άτομα χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας –έναν τομέα στον οποίο ποτέ δεν είχαν δραστηριοποιηθεί οι Fannie Mae και Freddie Mac– χωρίς να τους δοθεί κανένα κίνητρο από το κράτος. Μπορεί ο Πρόεδρος να εκφώνησε μια δυο ομιλίες για την κοινωνία των ιδιοκτητών, αλλά δεν υπάρχει τίποτα που να δείχνει πως όταν ο Πρόεδρος εκφωνεί ένα λόγο οι τράπεζες σπεύδουν να ανταποκριθούν στις παραινέσεις του. Κάθε πολιτική πρέπει να συνοδεύεται από καρότα και μαστίγια, τα οποία στην προκειμένη περίπτωση δεν υπήρχαν. (Αν τα προβλήματα λύνονταν με ομιλίες, τότε ίσως να είχαν κάποιο αποτέλεσμα οι επανειλημμένες παροτρύνσεις του Ομπάμα προς τις τράπεζες να προχωρήσουν σε περισσότερες αναδιαρθρώσεις ενυπόθηκων δανείων και να δανείσουν περισσότερα σε μικρές επιχειρήσεις.) Για να ακριβολογούμε, δε, οι υπέρμαχοι της ιδιοκτησίας αναφέρονταν σε μόνιμη –ή τουλάχιστον μακροπρόθεσμη– ιδιοκτησία. Δεν έχει νόημα να βάζεις κάποιον σ' ένα σπίτι για μερικούς μήνες κι έπειτα να τον πετάς έξω, αφού πρώτα του 'χεις φάει όλες του τις οικονομίες. Αυτό όμως έκαναν οι τράπεζες. Δεν έχω υπόψη μου κανέναν κρατικό λειτουργό ο οποίος θα έλεγε ότι οι δανειστές πρέπει να εφαρμόζουν αρπακτικές μεθόδους και να δανείζουν ποσά που ο κόσμος αδυνατεί να αποπληρώσει, με υποθήκες που συνδυάζουν υψηλούς κινδύνους και υψηλό κόστος συναλλαγών. Αργότερα, αρκετά χρόνια από τότε που ο ιδιωτικός τομέας επινόησε τα τοξικά ενυπόθηκα δάνεια (τα οποία θα εξετάσω εκτενέστερα στο κεφάλαιο 4), οι ιδιωτικοποιημένες και υποκείμενες σε πλημμελές ρυθμιστικό καθεστώς Fannie Mae και Freddie Mac αποφάσισαν ότι ήταν καιρός να λάβουν κι εκείνες μέρος στο γλέντι. Τα στελέχη τους σκέφτηκαν:

γιατί να μην απολαμβάνουν κι εκείνα μπόνους παρόμοια με εκείνα που απολάμβαναν άλλοι στον κλάδο; Η ειρωνεία είναι ότι με την πράξη τους αυτή βοήθησαν να σωθεί ο ιδιωτικός τομέας από την ίδια του την απερισκεψία: πολλά από τα τιτλοποιημένα ενυπόθηκα δάνεια κατέληξαν στους δικούς τους ισολογισμούς. Αν δεν τα είχαν αγοράσει, τα προβλήματα του ιδιωτικού τομέα θα ήταν, ομολογουμένως, πολύ χειρότερα – αν και, αγοράζοντας τόσο πολλά χρεόγραφα, ενδέχεται να συνέβαλαν και στην τροφοδότηση της φούσκας.<sup>15</sup>

Όπως ανέφερα στον πρόλογο, όταν προσπαθούμε να βγάλουμε άκρη με τα όσα συνέβησαν είναι σαν να «ξεφλουδίζουμε ένα κρεμμύδι»: κάθε εξήγηση γεννά νέα ερωτήματα. Καθώς ξεφλουδίζουμε το κρεμμύδι πρέπει να αναρωτηθούμε: γιατί, άραγε, ο χρηματοπιστωτικός τομέας απέτυχε τόσο οικτρά, όχι μόνο να επιτελέσει τις ζωτικής σημασίας κοινωνικές του λειτουργίες, αλλά ακόμα και να υπηρετήσει καλά τους μετόχους και τους ομολογιούχους του;<sup>16</sup> Μόνο τα στελέχη των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων αποχώρησαν με τις τσέπες γεμάτες – λιγότερο γεμάτες απ' ό,τι θα ήταν χωρίς το κραχ, αλλά σίγουρα σε πολύ καλύτερη μοίρα από, ας πούμε, τους δύσμοιρους μετόχους της Citibank που είδαν τις επενδύσεις τους σχεδόν να εξανεμίζονται. Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα διαμαρτυρήθηκαν λέγοντας ότι οι ρυθμιστικές αρχές δεν τα *εμπόδισαν* να φερθούν άσχημα. Μα δεν υποτίθεται ότι οι επιχειρήσεις φέρονται καλά από μόνες τους; Σε επόμενα κεφάλαια θα δώσω μια απλή εξήγηση: προβληματικά κίνητρα. Τότε, όμως, πρέπει να προχωρήσουμε στο επόμενο στρώμα: γιατί υπήρχαν αυτά τα προβληματικά κίνητρα; Γιατί η αγορά δεν επέβαλε «πειθαρχία» σε όσες επιχειρήσεις εφάρμοζαν προβληματικά συστήματα κινήτρων, όπως θα πρέπει να γίνεται σύμφωνα με την κλασική θεωρία; Οι απαντήσεις σε αυτά τα ερωτήματα είναι περίπλοκες, αλλά περιλαμβάνουν ένα προβληματικό σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης, ανεπαρκή επιβολή της νομοθεσίας για την προστασία του ανταγωνισμού, καθώς και ατελή πληροφόρηση σχετικά με τους κινδύνους, και ανεπαρκή κατανόησή τους από πλευράς των επενδυτών.

Μολονότι ο χρηματοπιστωτικός τομέας φέρει το κύριο βάρος της ευθύνης, οι ρυθμιστικές αρχές δεν έκαναν τη δουλειά που έπρεπε να κάνουν – να διασφαλίζουν ότι οι τράπεζες δεν φέρονται άσχημα, όπως το 'χουν συνήθειο. Κάποιοι που δραστηριοποιούνται στο κομμάτι των χρηματοπιστωτικών αγορών με τη χαλαρότερη ρύθμιση (όπως τα κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνων) παρατηρούν ότι τα μεγαλύτερα προβλήματα σημειώθηκαν στο τμήμα με το αυστηρότερο ρυθμιστικό πλαίσιο (τις τράπε-

ζες) και καταλήγουν αβίαστα στο συμπέρασμα ότι το πρόβλημα έγκειται στη ρύθμιση. «Αν δρούσαν χωρίς ρυθμίσεις, όπως εμείς, τα προβλήματα δεν θα είχαν προκύψει ποτέ» υποστηρίζουν. Έτσι, όμως, αγνοείται η ουσία: οι τράπεζες τελούν υπό ρύθμιση επειδή η κατάρρευσή τους μπορεί να προκαλέσει τεράστιο κακό στην υπόλοιπη οικονομία. Τα κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνων (hedge fund), τουλάχιστον τα μικρότερα, δεν χρειάζονται τόσο αυστηρή ρύθμιση επειδή δεν μπορούν να κάνουν τόσο μεγάλη ζημιά. Οι τράπεζες δεν φέρθηκαν άσχημα επειδή υπήρχαν ρυθμίσεις: επειδή όμως τόσο οι ρυθμίσεις όσο και το σύστημα επιβολής τους χαρακτηρίζονταν από ατέλειες, απέτυχαν να εμποδίσουν τις τράπεζες να επιβαρύνουν την υπόλοιπη κοινωνία, όπως έχουν επανειλημμένα κάνει. Η μόνη, μάλιστα, περίοδος της αμερικανικής ιστορίας κατά την οποία οι τράπεζες δεν επέβαλαν τέτοια βάρη ήταν η εικοσιπενταετία μετά τον Β΄ Παγκόσμιο Πόλεμο, όταν επιβλήθηκαν αποτελεσματικές ρυθμίσεις: να που μπορεί να γίνει.

Και πάλι, πρέπει να εξηγηθεί η αστοχία του ρυθμιστικού πλαισίου της τελευταίας εικοσιπενταετίας: η ιστορία που διηγούμαι παρακάτω προσπαθεί να συσχετίσει αυτές τις αστοχίες με την πολιτική επιρροή ειδικών συμφερόντων, ιδίως εκείνων των συμφερόντων του χρηματοπιστωτικού τομέα που έβγαλαν λεφτά από την απορρύθμιση (πολλές από τις οικονομικές τους επενδύσεις απέτυχαν, τα συμφέροντα όμως αυτά αποδείχτηκαν πολύ πιο οξυδερκή στις πολιτικές τους επενδύσεις), καθώς και με κάποιες ιδεολογίες – που υποστήριζαν ότι η ρύθμιση δεν ήταν απαραίτητη.

## ΑΣΤΟΧΙΕΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ

Σήμερα, μετά το κραχ, σχεδόν οι πάντες λένε ότι είναι απαραίτητο να υπάρξει ρύθμιση – ή τουλάχιστον περισσότερη ρύθμιση απ' ό,τι πριν από την κρίση. Η ανυπαρξία των απαραίτητων ρυθμίσεων μας στοίχισε ακριβά: οι κρίσεις θα σημειώνονταν με μικρότερη συχνότητα και θα είχαν μικρότερο κόστος, ενώ η ύπαρξη των ρυθμιστικών αρχών και των ρυθμίσεων θα στοίχιζε ψίχουλα σε σύγκριση με όσα μας στοιχίζουν σήμερα οι κρίσεις. Είναι προφανές πως, όταν αφήνονται να λειτουργούν μόνες τους, οι αγορές αστοχούν – και μάλιστα πολύ συχνά. Τα αίτια αυτών των αστοχιών είναι πολλά, αλλά δύο απ' αυτά σχετίζονται άμεσα με τον χρηματοπιστωτικό τομέα: η «αντιπροσώπευση» –στον σημερινό κόσμο όλο και περισσότεροι άνθρωποι χειρίζονται

χρήματα και λαμβάνουν αποφάσεις για λογαριασμό άλλων (ως αντιπρόσωποί τους δηλαδή)— και η ολοένα αυξανόμενη σημασία των «εξωτερικών επιδράσεων».

Το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης είναι σύγχρονο. Οι σημερινές ανώνυμες εταιρείες, με τις μυριάδες των μικρομετόχων τους, διαφέρουν ουσιαστικά από τις οικογενειακές επιχειρήσεις. Υπάρχει διαχωρισμός της ιδιοκτησίας και του ελέγχου, ο οποίος συνεπάγεται ότι η διοίκηση, στην οποία ανήκει ένα πολύ μικρό κομμάτι της επιχείρησης, μπορεί να διαχειρίζεται την ανώνυμη εταιρεία ουσιαστικά για δικό της όφελος.<sup>17</sup> Προβλήματα αντιπροσώπευσης παρατηρούνται και στην επενδυτική διαδικασία: μεγάλο μέρος των επενδύσεων γίνεται μέσω συνταξιοδοτικών ταμείων και άλλων ιδρυμάτων. Εκείνοι που λαμβάνουν τις επενδυτικές αποφάσεις —και αξιολογούν τις εταιρικές επιδόσεις— δεν το κάνουν για δικό τους λογαριασμό, αλλά για λογαριασμό άλλων, οι οποίοι έχουν εμπιστευτεί στη φύλαξη των πρώτων τα κεφάλαιά τους. Σε ολόκληρη την αλυσίδα της «αντιπροσώπευσης» το ενδιαφέρον για τις επιδόσεις έχει μεταφραστεί σε εστίαση της προσοχής σε *βραχυπρόθεσμες αποδόσεις*.

Όταν οι αμοιβές των διευθυντών δεν εξαρτώνται από τις μακροπρόθεσμες αποδόσεις αλλά από τις χρηματιστηριακές τιμές, είναι φυσικό εκείνοι να κάνουν ό,τι μπορούν προκειμένου να ωθήσουν προς τα πάνω τις τιμές των μετοχών — ακόμα και αν αυτό συνεπάγεται παραπλανητική (ή δημιουργική) λογιστική. Η εστίαση της προσοχής στο βραχυπρόθεσμο ενισχύεται από την απαίτηση των αναλυτών του χρηματιστηρίου για υψηλές αποδόσεις τριμήνου. Αυτή η μανία με τις βραχυπρόθεσμες αποδόσεις έκανε τις τράπεζες να επικεντρώνονται στο πώς θα εξασφαλίσουν περισσότερες προμήθειες — και σε κάποιες περιπτώσεις στο πώς θα παρακάμψουν επιτήδεια τους λογιστικούς και χρηματοπιστωτικούς κανόνες. Η «καινοτομικότητα», για την οποία τόσο περηφανευόταν όσο πλησίαζε το τέλος η Γουόλ Στριτ, περιοριζόταν στην επινόηση νέων προϊόντων τα οποία θα απέφεραν περισσότερα βραχυπρόθεσμα έσοδα στις εταιρείες της. Τα προβλήματα που θα προέκυπταν από τα υψηλά ποσοστά αθέτησης υποχρεώσεων για κάποιες απ' αυτές τις καινοτομίες έμοιαζαν με ζητήματα του μακρινού μέλλοντος. Από την άλλη, οι χρηματοπιστωτικές εταιρείες δεν ενδιαφέρονταν καθόλου για καινοτομίες που θα μπορούσαν να βοηθήσουν τους ανθρώπους να κρατήσουν τα σπίτια τους ή θα τους προστάτευαν από ξαφνικές ανόδους των επιτοκίων.

Κοντολογίς, ο «ποιοτικός έλεγχος» ήταν ελάχιστος ή αναποτελεσματικός. Και σε αυτή την περίπτωση υποτίθεται ότι, θεωρητικά, οι αγορές εξασφαλίζουν αυτή την

πειθαρχία. Οι εταιρείες που παράγουν εξαιρετικά επισφαλή προϊόντα θα έχαναν την καλή τους φήμη. Οι τιμές των μετοχών τους θα έπεφταν. Αλλά στον σημερινό δυναμικό μας κόσμο η πειθαρχία της αγοράς πήγε περίπατο. Οι μάγοι του χρηματοπιστωτικού κόσμου επινοούσαν εξαιρετικά επισφαλή προϊόντα τα οποία απέφεραν σχεδόν φυσιολογικές αποδόσεις για λίγο – ενώ τα μειονεκτήματα έκαναν χρόνια να φανούν. Χιλιάδες διαχειριστές διαθεσίμων καυχιούνταν ότι μπορούσαν να «νικήσουν την αγορά», και είχαν στη διάθεσή τους ένα πλήθος από κοντόφθαλμους επενδυτές που τους πίστευαν. Όμως οι μάγοι του χρηματοπιστωτικού κόσμου παρασύρθηκαν από το γενικό κλίμα ευφορίας – δεν εξαπάτησαν μόνον όσους αγόρασαν τα προϊόντα τους, αλλά και τους ίδιους τους εαυτούς. Αυτό βοηθά να εξηγήσουμε γιατί όταν κατέρρευσε η αγορά τούς έμειναν στα χέρια τοξικά προϊόντα αξίας δισεκατομμυρίων δολαρίων.

Η τιτλοποίηση, ο δημοφιλέστερος κλάδος χρηματοπιστωτικών προϊόντων κατά τα έτη που προηγήθηκαν της κατάρρευσης, αποτελεί κλασικό παράδειγμα των κινδύνων που δημιουργούν οι νέες καινοτομίες, μιας και συνεπαγόταν τη διακοπή της σχέσης δανειστή και δανειζόμενου. Η τιτλοποίηση είχε ένα μεγάλο πλεονέκτημα, ότι επέτρεπε την κατανομή των κινδύνων· αλλά είχε και ένα μεγάλο μειονέκτημα, ότι δημιουργούσε νέα προβλήματα ατελούς πληροφόρησης, τα οποία υπερκέρασαν τα οφέλη από την αυξημένη διαφοροποίηση. Όσοι αγοράζουν τίτλους με κάλυμμα ενυπόθηκα δάνεια ουσιαστικά δανειοδοτούν τον ιδιοκτήτη της κατοικίας, για τον οποίο δεν γνωρίζουν τίποτα. Εμπιστεύονται την τράπεζα που τους πουλάει το προϊόν, βέβαιοι ότι το έχει ελέγξει, και η τράπεζα με τη σειρά της εμπιστεύεται την εταιρεία που χορηγεί τα ενυπόθηκα δάνεια. Τα κίνητρα των εταιρειών χορήγησης ενυπόθηκων δανείων επικεντρώνονται στην ποσότητα και όχι στην ποιότητα των δανείων που χορηγούνται. Έτσι παράγονται τεράστιες ποσότητες από εντελώς χάλια ενυπόθηκα δάνεια. Οι τράπεζες αρέσκονται να ρίχνουν το φταίξιμο στις εταιρείες χορήγησης ενυπόθηκων δανείων, αλλά μια ματιά στα δάνεια αυτά θα ήταν αρκετή για να αποκαλύψει τους εγγενείς κινδύνους. Στην πραγματικότητα οι τραπεζίτες δεν ήθελαν να ξέρουν. Το κίνητρό τους ήταν να πασάρουν, όσο πιο γρήγορα μπορούσαν, σε άλλους τα ενυπόθηκα δάνεια, και μαζί τους τα χρεόγραφα που δημιουργούσαν με κάλυμμα αυτά τα δάνεια. Στα φρανκενσταϊνικά εργαστήρια που λειτουργούσαν στη Γουόλ Στριτ οι τράπεζες δημιουργούσαν νέα προϊόντα κινδύνου (εγγυημένα χρεωστικά ομόλογα, εγγυημένα χρεωστικά ομόλογα στο τετράγωνο και συμβάσεις μεταφοράς κινδύνου αθέτησης υποχρέωσης,



κάποια από τα οποία θα εξεταστούν σε παρακάτω κεφάλαια) χωρίς να διαθέτουν μηχανισμούς διαχείρισης του τέρατος που είχαν δημιουργήσει. Είχαν περάσει στη «μετακόμιση» –έπαιρναν ενυπόθηκα δάνεια από τις εταιρείες χορήγησης, τα έκαναν πακέτα και τα μετέφεραν στα βιβλία των συνταξιοδοτικών ταμείων και άλλων– επειδή εκεί υπήρχαν οι υψηλότερες προμήθειες, σε αντιδιαστολή με την «αποθήκευση», που είχε αποτελέσει το παραδοσιακό υπόδειγμα επιχειρηματικής δραστηριότητας για τις τράπεζες (χορήγηση ενυπόθηκων δανείων και διακράτησή τους). Ή έτσι νόμιζαν, ώσπου ήρθε το κραχ και ανακάλυψαν στους ισολογισμούς τους επισφαλή στοιχεία ενεργητικού αξίας δισεκατομμυρίων δολαρίων.

### *Εξωτερικές επιδράσεις*

Οι τραπεζίτες δεν σκέφτηκαν καν πόσο επικίνδυνα ήταν για εμάς τους υπόλοιπους κάποια από τα χρηματοπιστωτικά μέσα, δεν αναλογίστηκαν ποτέ τις μεγάλες εξωτερικές επιδράσεις που προέκυπταν. Στα οικονομικά, ο όρος «εξωτερική επίδραση» αναφέρεται σε καταστάσεις όπου μια συναλλαγή στην αγορά συνεπάγεται κόστη ή οφέλη για άλλους, οι οποίοι δεν μετέχουν σε αυτήν. Αν εκτελείς συναλλαγές για δικό σου λογαριασμό και χάσεις τα λεφτά σου, αυτό στην πραγματικότητα δεν επηρεάζει κανέναν άλλο. Όμως το χρηματοπιστωτικό σύστημα είναι πλέον τόσο συνυφασμένο με την οικονομία, και παίζει τόσο κεντρικό ρόλο σε αυτήν, ώστε η κατάρρευση ενός μεγάλου ιδρύματος μπορεί να γκρεμίσει ολόκληρο το σύστημα. Η σημερινή κατάρρευση έχει επηρεάσει τους πάντες: εκατομμύρια ιδιοκτήτες κατοικιών έχασαν τα σπίτια τους, ενώ εκατομμύρια άλλοι είδαν την καθαρή εμπορική αξία των σπιτιών τους να εκμηδενίζεται· ολόκληρες κοινότητες ρήμαξαν· οι φορολογούμενοι υποχρεώθηκαν να πληρώσουν το λογαριασμό για τις ζημιές των τραπεζών· και πολλοί εργαζόμενοι έχασαν τις δουλειές τους. Το κόστος δεν έχει επιβαρύνει μόνο τις Ηνωμένες Πολιτείες, αλλά και ολόκληρο τον κόσμο, δισεκατομμύρια ανθρώπους που δεν αποκόμισαν το παραμικρό κέρδος από την απερίσκεπτη συμπεριφορά των τραπεζών.

Όταν προκύπτουν σημαντικά προβλήματα αντιπροσώπευσης και σημαντικές εξωτερικές επιδράσεις, οι αγορές αποτυγχάνουν κατά κανόνα να λειτουργήσουν αποτελεσματικά – σε αντίθεση με τη διαδεδομένη πεποίθηση περί της αποτελεσματικότητάς τους. Αυτό είναι ένα από τα στοιχεία που συνηγορούν υπέρ της ρύθμισης της

χρηματοπιστωτικής αγοράς. Οι ρυθμιστικοί φορείς αποτελούν την τελευταία γραμμή άμυνας ενάντια στην υπερβολικά ριψοκίνδυνη και ασυνείδητη συμπεριφορά των τραπεζών· μετά από χρόνια συντονισμένης άσκησης πιέσεων από τον τραπεζικό κλάδο, ωστόσο, το κράτος δεν είχε απλώς καταργήσει κάποιες ρυθμίσεις που υπήρχαν, αλλά και είχε αμελήσει να υιοθετήσει νέες ανταποκρινόμενο στην αλλαγή του χρηματοπιστωτικού τοπίου. Άνθρωποι που δεν καταλάβαιναν γιατί είναι απαραίτητες οι ρυθμίσεις –άρα πίστευαν ότι δεν ήταν απαραίτητες– τέθηκαν επικεφαλής ρυθμιστικών αρχών. Το 1999, η κατάργηση του Νόμου Glass-Steagall, ο οποίος είχε διαχωρίσει τις επενδυτικές από τις εμπορικές τράπεζες, δημιούργησε τράπεζες των οποίων το μέγεθος ολοένα αυξανόταν, έως ότου έγιναν υπερβολικά μεγάλες για να τους επιτραπεί να πτωχεύσουν. Και το γεγονός ότι κι οι ίδιες γνώριζαν πως ήταν υπερβολικά μεγάλες για να πτωχεύσουν τους παρείχε κίνητρα για υπέρμετρη ανάληψη κινδύνων.

Στο τέλος οι τράπεζες πιάστηκαν στην ίδια τους την παγίδα: τα χρηματοπιστωτικά μέσα που είχαν χρησιμοποιήσει για να εκμεταλλευτούν τους φτωχούς στράφηκαν εναντίον των χρηματοπιστωτικών αγορών και οδήγησαν στην πώση τους. Όταν έσκασε η φούσκα, οι περισσότερες τράπεζες έμειναν με τόσο μεγάλες ποσότητες επισφαλών χρεογράφων στα χέρια, ώστε να απειλείται η ίδια τους η επιβίωση – προφανώς δεν είχαν καταφέρει τόσο καλά όσο νόμιζαν να πασάρουν τον κίνδυνο στους άλλους. Είναι μία μόνο από τις πολλές ειρωνείες που χαρακτήρισαν αυτή την κρίση: η απόπειρα των Γκρίνσπαν και Μπους να ελαχιστοποιήσουν το ρόλο του κράτους στην οικονομία είχε ως αποτέλεσμα το κράτος να αναλάβει ένα πρωτοφανώς ευρύ φάσμα ρόλων – έγινε ιδιοκτήτης της μεγαλύτερης αυτοκινητοβιομηχανίας στον κόσμο, της μεγαλύτερης ασφαλιστικής εταιρείας στον κόσμο και (αν είχε όντως πάρει αντάλλαγμα για όσα έδωσε στις τράπεζες) κάποιων από τις μεγαλύτερες τράπεζες. Μια χώρα στην οποία ο σοσιαλισμός συχνά αντιμετωπίζεται σαν βδέλυγμα, κατένειμε στην κοινωνία τον κίνδυνο και παρενέβη στις αγορές με πρωτάκουστους τρόπους.

Οι ειρωνείες αυτές είναι ανάλογες με τις προφανείς ανακολουθίες στα επιχειρήματα του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (ΔΝΤ) και του Υπουργείου Οικονομικών των ΗΠΑ πριν από την κρίση στην Ανατολική Ασία, κατά τη διάρκειά της και μετά το πέρας της – και τις ανακολουθίες ανάμεσα στις διάφορες μορφές πολιτικής, τότε και τώρα. Το ΔΝΤ μπορεί να διακηρύσσει την πίστη του στο φονταμενταλισμό της αγοράς –ότι οι αγορές είναι αποτελεσματικές και διορθώνονται από μόνες τους, άρα είναι καλύτερο να αφήνονται να λειτουργήσουν χωρίς παρεμβάσεις αν θέλουμε να μεγιστο-

ποιήσουμε την οικονομική μεγέθυνση και την αποδοτικότητα— αλλά μόλις προκύψει κάποια κρίση ζητά τεράστιες κρατικές ενισχύσεις, ανησυχώντας για «μολυσματικότητα», για τη μετάδοση της νόσου από μία χώρα σε άλλες. Όμως η μολυσματικότητα αποτελεί την πεμπουσία της εξωτερικής επίδρασης, και αν υπάρχουν εξωτερικές επιδράσεις δεν είναι (λογικά) δυνατόν να πιστεύουμε στο φονταμενταλισμό της αγοράς. Ακόμα και μετά τις επιχειρήσεις διάσωσης των πολλών δισεκατομμυρίων δολαρίων το ΔΝΤ και το Υπουργείο ανπιτάχθηκαν στην επιβολή μέτρων (ρυθμίσεων) που θα μπορούσαν να περιορίσουν την πιθανότητα και το κόστος των «ατυχημάτων» — επειδή πίστευαν ότι βασικά οι αγορές λειτουργούν καλά από μόνες τους, ακόμα και όταν είχαν δει επανειλημμένες περιπτώσεις που αποδείκνυαν το αντίθετο.

Οι επιχειρήσεις διάσωσης αποτελούν παράδειγμα ενός συνόλου από ανακόλουθες μεταξύ τους μορφές πολιτικής με δυνητικά μακροχρόνιες επιπτώσεις. Οι οικονομολόγοι νοιάζονται για τα κίνητρα — θα μπορούσε να πει κανείς ότι πρόκειται για την υπ' αριθμόν ένα έγνοια τους. Ένα από τα επιχειρήματα που προβάλλουν πολλοί από τους εμπλεκόμενους στις χρηματοπιστωτικές αγορές προκειμένου να μην παρασχεθεί βοήθεια στους ιδιοκτήτες που έχουν πάρει δάνειο με υποθήκη και δεν μπορούν να το εξοφλήσουν είναι ότι έτσι προκύπτει «ηθικός κίνδυνος» — δηλαδή τα κίνητρα για εξόφληση αποδυναμώνονται άμα οι δανειολήπτες-ιδιοκτήτες γνωρίζουν ότι υπάρχει κάποια πιθανότητα να δεχτούν βοήθεια για να βγουν από τη δύσκολη θέση αν δεν μπορούν να εξοφλήσουν. Η ανησυχία περί ηθικού κινδύνου οδήγησε το ΔΝΤ και το Υπουργείο Οικονομικών των ΗΠΑ να ταχθούν σθεναρά εναντίον των επιχειρήσεων διάσωσης στην Ινδονησία και την Ταϊλάνδη — προκαλώντας την κατάρρευση του τραπεζικού συστήματος και επιδεινώνοντας την κάμψη της οικονομικής δραστηριότητας στις χώρες αυτές. Οι ανησυχίες περί ηθικού κινδύνου συνέβαλαν στη λήψη της απόφασης να μη διασωθεί η Lehman Brothers. Αλλά αυτή η απόφαση οδήγησε, με τη σειρά της, στη μεγαλύτερη σειρά επιχειρήσεων διάσωσης στα χρονικά. Όταν ως συνέπεια της πτώχευσης της Lehman Brothers κινδύνευσαν οι μεγάλες τράπεζες των ΗΠΑ, οι ανησυχίες περί ηθικού κινδύνου μπήκαν στην άκρη, σε τέτοιο βαθμό, ώστε να επιτραπεί στα υψηλόβαθμα τραπεζικά στελέχη να απολαμβάνουν τεράστια μπόνους για την επίτευξη ζημιών-ρεκόρ, να συνεχιστεί απρόσκοπτα η διανομή μερισμάτων και να προστατευτούν τόσο οι μέτοχοι όσο και οι ομολογιούχοι. Οι επανειλημμένες διασώσεις (δεν επρόκειτο για απλά «ξελασπώματα», αλλά για άμεση παροχή ρευστότητας από τη Fed σε μια δύσκολη περίοδο) εξηγούν εν μέρει την τρέχουσα κρίση:

ενθάρρυναν τις τράπεζες να γίνουν ολοένα και πιο απερίσκεπτες, μιας και ήξεραν πως υπήρχε μεγάλη πιθανότητα να τις σώσουν αν προέκυπτε πρόβλημα. (Οι χρηματοπιστωτικές αγορές αναφέρονταν σε αυτό ως «η οψιόν Γκρίνσπαν/Μπερνάνκι».) Οι επικεφαλής των ρυθμιστικών αρχών έκριναν εσφαλμένα ότι, επειδή η οικονομία είχε «επιβιώσει» τόσο καλά, οι αγορές λειτουργούσαν καλά από μόνες τους και η ρύθμιση δεν ήταν απαραίτητη – δίχως να αντιλαμβάνονται ότι είχαν επιβιώσει *χάρη* στην τεράστια κρατική παρέμβαση. Σήμερα το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου είναι πάρα πολύ μεγαλύτερο απ’ οποτεδήποτε άλλοτε.

Τα ζητήματα αντιπροσώπευσης και οι εξωτερικές επιδράσεις συνεπάγονται ότι το κράτος έχει ρόλο να διαδραματίσει. Αν κάνει σωστά τη δουλειά του θα σημειώνονται λιγότερα ατυχήματα, τα οποία όταν θα προκύπτουν θα είναι λιγότερο δαπανηρά. Όταν σημειώνονται ατυχήματα το κράτος θα πρέπει να βοηθά στην αποκατάσταση των προβλημάτων. Αλλά ο τρόπος με τον οποίο το κράτος αποκαθιστά τα προβλήματα επηρεάζει αφενός την πιθανότητα να ξεσπάσουν κρίσεις στο μέλλον και αφετέρου το αίσθημα ισονομίας και δικαιοσύνης που χαρακτηρίζει μια κοινωνία. Κάθε πετυχημένη οικονομία –κάθε πετυχημένη κοινωνία– περιλαμβάνει τόσο το κράτος όσο και τις αγορές. Ο ρόλος κάθε πλευράς πρέπει να είναι ισορροπημένος. Δεν έχει να κάνει μόνο με το «πόσο», αλλά και με το «τι». Επί κυβερνήσεως Ρίγκαν, αλλά και επί κυβερνήσεων αμφοτέρων των Μπους, οι Ηνωμένες Πολιτείες έχασαν αυτή την ισορροπία – έγιναν ελάχιστα τότε με αποτέλεσμα να πρέπει να γίνουν πάρα πολλά σήμερα. Και αν γίνουν λάθος πράγματα σήμερα ίσως χρειαστεί να γίνουν περισσότερα πράγματα στο μέλλον.

### *Υφέσεις*

Μια από τις εντυπωσιακές πτυχές των επαναστάσεων της «ελεύθερης αγοράς» που ξεκίνησαν με πρωτοβουλία του προέδρου των ΗΠΑ Ρόναλντ Ρίγκαν και της πρωθυπουργού του Ηνωμένου Βασιλείου Μάργκαρετ Θάτσερ είναι ίσως ότι λησμονήθηκε το ποια είναι η σημαντικότερη συγκυρία κατά την οποία οι αγορές αδυνατούν να λειτουργήσουν αποτελεσματικά: τα επαναλαμβανόμενα επεισόδια υποαπασχόλησης των παραγωγικών πόρων. Συχνά η οικονομία λειτουργεί χωρίς να αξιοποιεί πλήρως το παραγωγικό δυναμικό της, με αποτέλεσμα εκατομμύρια άνθρωποι που θα ήθελαν

να βρουν δουλειά να μην τα καταφέρνουν, και να σημειώνονται προσωρινές διακυμάνσεις κατά τις οποίες πάνω από ένας στους δώδεκα αδυνατεί να βρει δουλειά – με ακόμα χειρότερα στοιχεία για τις μειονότητες και τους νέους. Το επίσημο ποσοστό ανεργίας δεν δίνει ολοκληρωμένη εικόνα: πολλοί που θα ήθελαν να εργαστούν με πλήρη απασχόληση εργάζονται με μερική επειδή δεν μπορούν να βρουν άλλη δουλειά, και αυτοί δεν περιλαμβάνονται στο ποσοστό ανεργίας. Στο οποίο, επίσης, δεν περιλαμβάνονται όσοι κατατάσσονται στις λίστες των ατόμων με αναπηρία, κι οι οποίοι θα εργάζονταν αρκεί να έβρισκαν δουλειά. Ούτε περιλαμβάνονται όσοι έχουν αποθαρρυνθεί τόσο πολύ από την αδυναμία τους να βρουν δουλειά, ώστε παρατάνε το ψάξιμο. Αυτή η κρίση, όμως, είναι χειρότερη απ’ ό,τι συνήθως. Με βάση το ευρύτερο κριτήριο μέτρησης της ανεργίας, τον Σεπτέμβριο του 2009 πάνω από ένας στους έξι Αμερικανούς που θα ήθελε να εργάζεται με πλήρη απασχόληση δεν μπορούσε να βρει μια τέτοια δουλειά, ενώ τον Οκτώβριο η κατάσταση χειρότερησε.<sup>18</sup> Μολονότι η αγορά αυτοδιορθώνεται –η φύσκα τελικά έσκασε–, η παρούσα κρίση αποδεικνύει για μία ακόμη φορά ότι η διόρθωση μπορεί να είναι αργή και το κόστος της τεράστιο. Η συνολική διαφορά ανάμεσα στο πραγματικό και το δυνητικό προϊόν της οικονομίας ανέρχεται σε τρισεκατομμύρια δολάρια.

### ΠΟΙΟΣ ΘΑ ΜΠΟΡΟΥΣΕ ΝΑ ΕΧΕΙ ΠΡΟΒΛΕΨΕΙ ΤΟ ΚΡΑΧ;

Την επαύριον της κατάρρευσης, τόσο οι συντελεστές της χρηματοπιστωτικής αγοράς όσο και οι αρμόδιοι για την εποπτεία της φορείς ισχυρίζονταν ότι «Ποιος θα μπορούσε να έχει προβλέψει αυτά τα προβλήματα;». Στην πραγματικότητα τα είχαν προβλέψει πολλοί επικριτές – αλλά οι ζοφερές προβλέψεις τους αποτελούσαν μια δυσάρεστη αλήθεια: πάρα πολύς κόσμος έβγαζε πάρα πολύ χρήμα, άρα πώς να ακουστούν οι προειδοποιήσεις τους;

Ασφαλώς και δεν ήμουν ο μοναδικός που περίμενε ότι η οικονομία των ΗΠΑ θα κατέρρεε με παγκόσμιες επιπτώσεις. Ο οικονομολόγος του Πανεπιστημίου της Νέας Υόρκης Νουριέλ Ρουμπίνι, ο οικονομολόγος του Πρίνστον και αρθρογράφος των *New York Times* Πολ Κρούγκμαν, ο μεγαλοεπενδυτής Τζορτζ Σόρος, ο Στίβεν Ρόουτς της Morgan Stanley, ο ειδικός του Πανεπιστημίου Yale στην αγορά κατοικίας Ρόμπερτ

Σίλερ και ο Ρόμπερτ Γουέσκοτ, πρώην μέλος του Συμβουλίου Οικονομικών Εμπειρογνομόνων / Εθνικού Οικονομικού Συμβουλίου του προέδρου Κλίντον, είχαν απευθύνει επανειλημμένες προειδοποιήσεις. Όλοι τους ήταν κείνσιανοί οικονομολόγοι που συμμερίζονταν την άποψη ότι οι αγορές δεν αυτοδιορθώνονται. Οι περισσότεροι ανησυχούσαμε για τη φύσκα στην αγορά κατοικίας: κάποιοι (όπως ο Ρουμπίνι) εστίαζαν την προσοχή τους στον κίνδυνο που θα συνεπάγονταν οι παγκόσμιες ανισορροπίες σε περίπτωση ξαφνικής μεταβολής των συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Όμως όσοι είχαν απεργαστεί τη δημιουργία της φύσκας (ο Χένρι Πόλσον είχε οδηγήσει την Goldman Sachs σε πρωτοφανή επίπεδα μόχλευσης, ενώ ο Μπεν Μπερνάνκι είχε επιτρέψει να συνεχιστεί η χορήγηση ενυπόθηκων δανείων μειωμένης εξασφάλισης) παρέμειναν πιστοί στην ικανότητα των αγορών να αυτοδιορθώνονται – μέχρις ότου *υποχρεώθηκαν* να έρθουν αντιμέτωποι με την πραγματικότητα μιας μαζικής κατάρρευσης. Δεν είναι ανάγκη να έχει κανείς διδακτορικό στην ψυχολογία για να καταλάβει για ποιο λόγο ήθελαν να υποκρίνονται πως η οικονομία απλώς περνούσε μια αναταραχή ήσσονος σημασίας, μια διαταραχή που θα μπορούσε άνετα να αγνοηθεί. Μέχρι και τον Μάρτιο του 2007 ο πρόεδρος της Fed, Μπεν Μπερνάνκι, ισχυριζόταν πως «φαίνεται πιθανό ότι ο αντίκτυπος των προβλημάτων της subprime αγοράς στην ευρύτερη οικονομία και τις χρηματοπιστωτικές αγορές μπορεί να περιοριστεί».<sup>19</sup> Ένα χρόνο αργότερα, ακόμα και μετά την κατάρρευση της Bear Stearns, κι ενώ οργιάζαν οι φήμες για την επικείμενη χρεοκοπία της Lehman Brothers, η επίσημη γραμμή (που δεν ακολουθούσαν μόνο δημοσίως, αλλά και σε συζητήσεις πίσω από κλειστές πόρτες με άλλα ανώτατα στελέχη της κεντρικής τράπεζας) ήταν ότι, μετά από μερικά μικρά σκαμπανεβάσματα, η οικονομία βρισκόταν ήδη σε πορεία ισχυρής ανάκαμψης.

Η φύσκα της αγοράς ακινήτων, που έπρεπε να σκάσει, αποτελούσε το πιο οφθαλμοφανές σύμπτωμα «οικονομικής νόσου». Αλλά πίσω από αυτό το σύμπτωμα κρύβονταν πολύ πιο θεμελιώδη προβλήματα. Πολλοί είχαν προειδοποιήσει για τους κινδύνους της απορρύθμισης. Ήδη από το 1992 φοβόμουν ότι η τιτλοποίηση των ενυπόθηκων δανείων θα οδηγούσε σε καταστροφή, καθώς αγοραστές και πωλητές υποεκτιμούσαν την πιθανότητα πώσης των τιμών, καθώς και το βαθμό συσχέτισης.<sup>20</sup>

Πράγματι, όποιος εξέταζε προσεκτικά την αμερικανική οικονομία θα διαπίστωνε εύκολα ότι υπήρχαν σημαντικά «μακροοικονομικά» όσο και «μικροοικονομικά» προβλήματα. Όπως επεσήμανα παραπάνω, η οικονομία μας είχε στηριχθεί σε μια μη

διατηρήσιμη φούσκα. Χωρίς τη φούσκα, η συνολική ζήτηση –το συνολικό άθροισμα των αγαθών και υπηρεσιών που θέλουν να αγοράσουν τα νοικοκυριά, οι εταιρείες, το κράτος και οι ξένοι– θα ήταν περιορισμένη, εν μέρει εξαιτίας της αυξανόμενης ανισότητας στις ΗΠΑ και σε άλλες χώρες του κόσμου, η οποία μετέφερε χρήματα από εκείνους που θα τα είχαν δαπανήσει σε όσους δεν είχαν πρόθεση να τα δαπανήσουν.<sup>21</sup>

Επί χρόνια, ο συνάδελφός μου στο πανεπιστήμιο Columbia Μπρους Γκρίνγουολντ κι εγώ εφιστούσαμε την προσοχή στο επιπλέον πρόβλημα να παρουσιάσει κάμψη η *παγκόσμια* συνολική ζήτηση – το σύνολο των αγαθών και των υπηρεσιών που θέλουν να αγοράσουν οι άνθρωποι σε όλο τον κόσμο. Στην εποχή της παγκοσμιοποίησης εκείνο που μετράει είναι η παγκόσμια συνολική ζήτηση. Αν το συνολικό άθροισμα των όσων θέλουν να αγοράσουν οι άνθρωποι σε όλο τον κόσμο είναι μικρότερο απ' όσα μπορεί ο κόσμος να παράγει, τότε έχουμε πρόβλημα – μια αδύναμη παγκόσμια οικονομία. Ένα από τα αίτια της εξασθένησης της παγκόσμιας συνολικής ζήτησης είναι η αύξηση του επιπέδου των συναλλαγματικών αποθεμάτων – των χρημάτων που βάζουν στην άκρη οι χώρες «για μια δύσκολη μέρα».

Οι αναπτυσσόμενες χώρες βάζουν στην άκρη αποθέματα εκατοντάδων δισεκατομμυρίων δολαρίων για να προστατευτούν από την υψηλότερη παγκόσμια αστάθεια που χαρακτηρίζει την εποχή της απορρύθμισης, καθώς και από τη δυσaréσκεια που τους προκαλεί το ενδεχόμενο προσφυγής στο ΔΝΤ για βοήθεια.<sup>22</sup> Ο πρωθυπουργός μιας από τις χώρες που χτυπήθηκαν άγρια από την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 1997 μού είπε: «Ανήκαμε στην τάξη του '97. Μάθαμε τι συμβαίνει αν δεν έχεις αρκετά συναλλαγματικά αποθέματα».

Αλλά και οι πλούσιες σε πετρέλαιο χώρες συσώρευαν συναλλαγματικά αποθέματα – ήξεραν ότι η υψηλή τιμή του αργού πετρελαίου δεν θα μπορούσε να διατηρηθεί. Για κάποιες χώρες η συσσώρευση αποθεμάτων είχε άλλη αιτία. Η οικονομική μεγέθυνση που στηρίζεται στις εξαγωγές είχε υμνηθεί ως ο καλύτερος τρόπος με τον οποίο μπορούν να αναπτυχθούν οι αναπτυσσόμενες χώρες· όταν οι νέοι εμπορικοί κανόνες που θεσπίστηκαν στο πλαίσιο του Παγκόσμιου Οργανισμού Εμπορίου κατήργησαν πολλά από τα παραδοσιακά μέσα που χρησιμοποιούσαν οι αναπτυσσόμενες χώρες για να βοηθήσουν τη δημιουργία νέων βιομηχανιών, πολλές στράφηκαν στην πολιτική της διατήρησης ανταγωνιστικών συναλλαγματικών ισοτιμιών. Και αυτό σήμαινε ότι αγόραζαν δολάρια, πουλούσαν τα δικά τους νομίσματα και συσώρευαν συναλλαγματικά αποθέματα.

Όλοι αυτοί οι λόγοι για τη συσσώρευση αποθεμάτων ήταν θεμιτοί, αλλά είχαν μια κακή συνέπεια: την ανεπάρκεια της παγκόσμιας ζήτησης. Σε όλο το διάστημα που προηγήθηκε της κρίσης έμπαιναν κάθε χρόνο στην άκρη με τη μορφή αποθεμάτων μισό τρισεκατομμύριο δολάρια, ή και παραπάνω. Για κάποιο διάστημα οι Ηνωμένες Πολιτείες έσπευσαν να παίξουν το ρόλο του σωτήρα χάρη στη βασισμένη στο δανεισμό άσπρη κατανάλωσή τους, δαπανώντας πολύ περισσότερα απ' όσα άντεχαν. Έγιναν ο καταναλωτής έσχατης ανάγκης της υφηλίου. Αλλά αυτή η κατάσταση δεν θα μπορούσε να διατηρηθεί.

### *Η παγκόσμια κρίση*

Σύντομα η κρίση αυτή έγινε παγκόσμια – γεγονός που δεν προκαλεί έκπληξη, μιας και σχεδόν το ένα τέταρτο των αμερικανικών ενυπόθηκων δανείων είχε καταλήξει στο εξωτερικό.<sup>23</sup> Αυτό βοήθησε αθέλητα τις Ηνωμένες Πολιτείες: αν τα ιδρύματα του εξωτερικού δεν είχαν αγοράσει τόσο πολλά από τα τοξικά δάνεια και χρηματοπιστωτικά μέσα των ΗΠΑ, η κατάσταση στο εσωτερικό της χώρας μπορεί να ήταν πολύ χειρότερη.<sup>24</sup> Πρώτα, όμως, οι Ηνωμένες Πολιτείες είχαν εξαγάγει τη φιλοσοφία της απορρύθμισης – χωρίς αυτή οι ξένοι μπορεί να μην είχαν αγοράσει τόσο πολλά τοξικά αμερικανικά ενυπόθηκα δάνεια.<sup>25</sup> Στο τέλος, οι Ηνωμένες Πολιτείες εξήγαγαν και την ύφεσή τους. Αυτός, βέβαια, ήταν ένας μόνο από τους πολλούς διαύλους μέσω των οποίων η αμερικανική κρίση έγινε παγκόσμια: η οικονομία των ΗΠΑ εξακολουθεί να είναι η μεγαλύτερη, και δύσκολα μπορεί μια τόσο μεγάλη κάμψη της οικονομικής δραστηριότητας να μην έχει παγκόσμιο αντίκτυπο. Επιπλέον, οι παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές αγορές συνδέονται, πλέον, στενά μεταξύ τους – όπως αποδεικνύει το γεγονός ότι δύο από τους τρεις μεγαλύτερους ωφελούμενους από την επιχείρηση διάσωσης της AIG που οργάνωσε το αμερικανικό δημόσιο ήταν ξένες τράπεζες.

Στην αρχή πολλοί στην Ευρώπη μιλούσαν περί αποσύνδεσης, ότι θα ήταν δηλαδή σε θέση να διατηρήσουν τους ρυθμούς μεγέθυνσης των οικονομιών τους παρά το γεγονός ότι η Αμερική αντιμετώπιζε κάμψη της οικονομικής δραστηριότητας: η οικονομική μεγέθυνση της Ασίας θα τις έσωζε από την ύφεση. Θα έπρεπε να είναι προφανές πως όλα αυτά ήταν ευσεβείς πόθοι. Οι οικονομίες της Ασίας εξακολουθούν να είναι πάρα πολύ μικρές (ολόκληρη η κατανάλωση της Ασίας αντιστοιχεί μόλις στο



40% της κατανάλωσης των ΗΠΑ)<sup>26</sup> και η μεγέθυνσή τους εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τις εξαγωγές προς τις Ηνωμένες Πολιτείες. Ακόμα και μετά την υλοποίηση ενός τεράστιου πακέτου κινήτρων η οικονομική μεγέθυνση της Κίνας για το 2009 ήταν 3% με 4% κάτω απ' τα προ κρίσης επίπεδα. Ο κόσμος είναι υπερβολικά στενά συνδεδεμένος: μια κάμψη της οικονομικής δραστηριότητας στις Ηνωμένες Πολιτείες δεν μπορεί παρά να οδηγήσει σε μια –ήπια έστω– παγκόσμια ύφεση. (Εδώ προκύπτει μια ασυμμετρία: επειδή η εσωτερική αγορά της Ασίας έχει τεράστιο μέγεθος και δεν έχει αξιοποιηθεί πλήρως, ίσως είναι δυνατή η επάνοδός της σε ισχυρούς ρυθμούς μεγέθυνσης ακόμα και αν οι ΗΠΑ και η Ευρώπη παραμείνουν εξασθενημένες – σε αυτό θα επανέλθω στο κεφάλαιο 8).

Παρ' όλο που τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα της Ευρώπης υπέφεραν επειδή είχαν αγοράσει τοξικά ενυπόθηκα δάνεια κι είχαν βάλει ριψοκίνδυνα στοιχήματα με κάποιες αμερικανικές τράπεζες, κάποιες ευρωπαϊκές χώρες είχαν να αντιμετωπίσουν προβλήματα «δικής τους κοπής». Και η Ισπανία άφησε να αναπτυχθεί μια τεράστια φούσκα στην αγορά κατοικίας και τώρα υποφέρει από τη σχεδόν πλήρη κατάρρευση της αγοράς ακινήτων της. Σε αντίθεση, ωστόσο, με τις Ηνωμένες Πολιτείες, η Ισπανία διέθετε ισχυρό ρυθμιστικό πλαίσιο για τον τραπεζικό κλάδο, γεγονός που επέτρεψε στις τράπεζές της να αντέξουν ένα πολύ μεγαλύτερο χτύπημα με πολύ καλύτερα αποτελέσματα – αν και, όπως ήταν αναμενόμενο, το σύνολο της οικονομίας της δέχθηκε πολύ χειρότερο πλήγμα.

Αλλά και το Ηνωμένο Βασίλειο ενέδωσε στη δική του φούσκα στην αγορά ακινήτων. Το ακόμα χειρότερο, όμως, ήταν ότι υπό την επιρροή του δήμου του Λονδίνου, που αποτελεί μείζονα χρηματοπιστωτικό κόμβο, έπεσε στην παγίδα της «κούρσας προς τον πάτο» και προσπάθησε να κάνει ό,τι μπορούσε για να προσελκύσει χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις. Η «ελαφρά» ρύθμιση δεν τα πήγε ούτε κι εκεί καλύτερα απ' ό,τι στις Ηνωμένες Πολιτείες. Επειδή οι Βρετανοί είχαν επιτρέψει στον χρηματοπιστωτικό κλάδο να αποκτήσει σταδιακά όλο και σημαντικότερο ρόλο στο πλαίσιο της οικονομίας τους, το κόστος των επιχειρήσεων διάσωσης ήταν (αναλογικά) ακόμα μεγαλύτερο. Όπως και στις Ηνωμένες Πολιτείες, είχε αναπτυχθεί μια κουλτούρα υψηλών μισθών και μπόνους. Όμως οι Βρετανοί τουλάχιστον κατάλαβαν πως, όταν δίνεις λεφτά των φορολογουμένων στις τράπεζες, πρέπει να κάνεις ό,τι μπορείς για να βεβαιωθείς ότι αυτές θα τα χρησιμοποιήσουν για τους σκοπούς που προβλέπονται – για νέα δάνεια, κι όχι για μπόνους και μερίσματα. Και τουλάχιστον στο Ηνωμένο

Βασίλειο αντελήφθησαν ότι κάποιοι έπρεπε να λογοδοτήσουν –αντικαταστάθηκαν οι επικεφαλής των τραπεζών που διασώθηκαν– και η βρετανική κυβέρνηση απαίτησε ως αντάλλαγμα για τις επιχειρήσεις διάσωσης να ανταμειφθούν ευλόγως οι φορολογούμενοι, χωρίς τα δώρα που χαρακτήρισαν τις επιχειρήσεις διάσωσης τόσο της κυβέρνησης Μπους όσο και της κυβέρνησης Ομπάμα.<sup>27</sup>

Η Ισλανδία αποτελεί καταπληκτικό παράδειγμα του τι μπορεί να πάει στραβά όταν μια μικρή και ανοιχτή οικονομία υιοθετεί τυφλά το τροπάρι της απορρύθμισης. Οι καλά μορφωμένοι κάτοικοί της εργάζονταν σκληρά και βρίσκονταν στην πρώτη γραμμή της σύγχρονης τεχνολογίας. Είχαν υπερβεί τα μειονεκτήματα της απομονωμένης τοποθεσίας, των αντίξωων καιρικών συνθηκών και της εξάντλησης των αλιευμάτων –μιας από τις παραδοσιακές πηγές εσόδων τους– καταφέροντας να αποκομίζουν ένα κατά κεφαλήν εισόδημα της τάξης των 40.000 δολαρίων. Σήμερα, η απερισκεπτη συμπεριφορά των τραπεζών τους έχει θέσει σε κίνδυνο το μέλλον της χώρας.

Είχα επισκεφθεί την Ισλανδία αρκετές φορές κατά την τελευταία δεκαετία και είχα προειδοποιήσει για τους κινδύνους που έκρυβε η πολιτική απορρύθμισης που εφαρμόζονταν.<sup>28</sup> Αυτή η χώρα των 300.000 κατοίκων είχε τρεις τράπεζες, οι οποίες δέχονταν καταθέσεις και είχαν αγοράσει στοιχεία ενεργητικού συνολικής αξίας περίπου 176 δισεκατομμυρίων δολαρίων, ποσό ίσο με έντεκα φορές το ΑΕΠ της.<sup>29</sup> Όταν το φθινόπωρο του 2008 το τραπεζικό σύστημα της Ισλανδίας κατέρρευσε με θεαματικό τρόπο, η χώρα έγινε η πρώτη ανεπτυγμένη χώρα που στράφηκε στο ΔΝΤ για βοήθεια τα τελευταία τριάντα και πλέον χρόνια.<sup>30</sup> Οι ισλανδικές τράπεζες, όπως και οι τράπεζες άλλων χωρών, είχαν υψηλή μόχλευση και είχαν αναλάβει μεγάλους κινδύνους. Όταν οι χρηματοπιστωτικές αγορές συνειδητοποίησαν τον κίνδυνο και άρχισαν να αποσύρουν χρήματα, οι τράπεζες αυτές (και κυρίως η Landsbanki) προσήλκυσαν χρήματα από καταθέτες στο Ηνωμένο Βασίλειο και την Ολλανδία, προσφέροντάς τους λογαριασμούς «Icesaver» με υψηλές αποδόσεις. Οι καταθέτες πίστεψαν ανόητα ότι τους πρόσφεραν «τζάμπα γεύμα»: ότι μπορούσαν να απολαμβάνουν υψηλότερες αποδόσεις χωρίς κίνδυνο. Ίσως εξίσου ανόητα να πίστευαν ότι οι κυβερνήσεις τους έκαναν όπως έπρεπε τη δουλειά τους στο ρυθμιστικό πεδίο. Όπως όμως είχε συμβεί παντού, οι ρυθμιστικές αρχές είχαν ουσιαστικά θεωρήσει δεδομένο ότι οι αγορές θα φρόντιζαν τον εαυτό τους. Ο δανεισμός από τους καταθέτες απλώς ανέβαλε την ημέρα της κρίσης. Η Ισλανδία δεν είχε την οικονομική δυνατότητα να ρίξει εκατοντάδες δισεκατομμύρια δολάρια στις εξασθενημένες τράπεζες. Καθώς αυτό το γεγονός άρχι-

σε σιγά σιγά να γίνεται αντιληπτό από όσους είχαν χορηγήσει κεφάλαια στην τράπεζα, ήταν πλέον ζήτημα χρόνου μέχρι να σημειωθεί μαζική ανάληψη καταθέσεων από το τραπεζικό σύστημα· η παγκόσμια αναταραχή που ακολούθησε την κατάρρευση της Lehman Brothers απλώς επέσπευσε το ούτως ή άλλως αναπόφευκτο. Σε αντίθεση με τις ΗΠΑ, η κυβέρνηση της Ισλανδίας γνώριζε ότι δεν μπορούσε να ξελασπώσει τους ομολογιούχους ή τους μετόχους. Τα μόνα ερωτήματα ήταν κατά πόσον η κυβέρνηση θα διέσωζε τον ισλανδικό οργανισμό που εγγυάτο τις καταθέσεις, και πόσο γενναιόδωρος θα έπρεπε να είναι αυτός απέναντι στους ξένους καταθέτες. Η κυβέρνηση του Ηνωμένου Βασιλείου εφάρμοσε εκφοβιστικές μεθόδους –φτάνοντας μέχρι το σημείο να κατάσχει ισλανδικά στοιχεία ενεργητικού επικαλούμενο αντιτρομοκρατικούς νόμους– και, όταν η Ισλανδία στράφηκε στο ΔΝΤ και τις σκανδιναβικές χώρες για βοήθεια, επέμεινε ότι οι Ισλανδοί φορολογούμενοι έπρεπε να διασώσουν τους Βρετανούς και Ολλανδούς καταθέτες, με ποσά που ξεπερνούσαν τα ποσά για τα οποία είχαν ασφαλιστεί οι λογαριασμοί. Σε νέα μου επίσκεψη στην Ισλανδία τον Σεπτέμβριο του 2009, σχεδόν ένα χρόνο αργότερα, η οργή ήταν διάχυτη. Γιατί να πρέπει οι Ισλανδοί φορολογούμενοι να υποχρεωθούν να πληρώσουν για την κατάρρευση μιας ιδιωτικής τράπεζας, ιδίως όταν οι ξένες ρυθμιστικές αρχές είχαν αμελήσει να κάνουν τη δουλειά τους και να προστατέψουν τους ίδιους τους πολίτες; Μια ευρέως διαδεδομένη άποψη σχετικά με τη σθεναρή αντίδραση των ευρωπαϊκών κυβερνήσεων ήταν ότι η Ισλανδία είχε αποκαλύψει ένα θεμελιώδες ψεγάδι της ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης: η «ενιαία αγορά» συνεπαγόταν ότι κάθε ευρωπαϊκή τράπεζα μπορούσε να δραστηριοποιηθεί σε οποιαδήποτε χώρα. Η ευθύνη της ρύθμισης έπεφτε στη χώρα «προέλευσης». Αλλά αν η χώρα προέλευσης αμελούσε να κάνει τη δουλειά της, πολίτες άλλων χωρών μπορούσαν να χάσουν δισεκατομμύρια. Η Ευρώπη δεν ήθελε να το σκέφτεται αυτό, ούτε τις βαθιές του συνέπειες· καλύτερα να έβαζε τη μικρή Ισλανδία να πληρώσει το λογαριασμό, ένα ποσό που κάποιοι τοποθετούσαν ακόμα και στο 100% του ΑΕΠ της.<sup>31</sup>

Καθώς η κρίση επιδειωνόταν στις Ηνωμένες Πολιτείες και την Ευρώπη, άλλες χώρες ανά τον κόσμο υπέφεραν από την καθίζηση της παγκόσμιας ζήτησης. Ιδίως υπέφεραν οι αναπτυσσόμενες χώρες, μιας και τα εμβάσματα (μεταβιβάσεις χρημάτων από τα μέλη της οικογένειας στις ανεπτυγμένες χώρες) μειώθηκαν και τα κεφάλαια που εισέρρεαν σε αυτές συρρικνώθηκαν σε μεγάλο βαθμό – σε κάποιες περιπτώσεις, μάλιστα, οι ροές τους αντιστράφηκαν. Ενώ η κρίση των ΗΠΑ ξεκίνησε στον χρημα-

τοπιστωτικό τομέα κι έπειτα εξαπλώθηκε στην υπόλοιπη οικονομία, σε πολλές από τις αναπτυσσόμενες χώρες –ανάμεσά τους και χώρες με χρηματοπιστωτική ρύθμιση πολύ καλύτερη από εκείνη των Ηνωμένων Πολιτειών– τα προβλήματα στην «πραγματική οικονομία» ήταν τόσο μεγάλα, ώστε τελικά επηρέασαν τον χρηματοπιστωτικό τομέα. Μεταξύ άλλων λόγων, η κρίση εξαπλώθηκε τόσο γρήγορα και εξαιτίας των πολιτικών κατευθύνσεων (ιδίως σε ό,τι αφορούσε την απελευθέρωση των κεφαλαιαγορών και των χρηματοπιστωτικών αγορών) που το ΔΝΤ και το Υπουργείο Οικονομικών των ΗΠΑ είχαν φορτώσει σε αυτές τις χώρες – με βάση την ίδια ιδεολογία περί ελεύθερης αγοράς που είχε βάλει σε μπελάδες τις Ηνωμένες Πολιτείες.<sup>32</sup> Αλλά ενώ ακόμα και οι ΗΠΑ δύσκολα έχουν τη δυνατότητα να διαθέσουν τα τρισεκατομμύρια που απαιτούνται για τις διασώσεις και τα πακέτα κινήτρων, οι αντίστοιχες ενέργειες βρίσκονται πολύ μακριά από τις δυνατότητες των φτωχότερων χωρών.

### *Η γενική εικόνα*

Κάτω από όλα αυτά τα συμπτώματα δυσλειτουργίας κρύβεται μια μεγαλύτερη αλήθεια: η παγκόσμια οικονομία είναι αντιμέτωπη με θεμελιώδεις αλλαγές. Η Μεγάλη Οικονομική Κρίση συνέπεσε με την πτώση της αμερικανικής γεωργίας· για την ακρίβεια, οι τιμές των αγροτικών προϊόντων έπεφταν και πριν από το χρηματιστηριακό κραχ του 1929. Η αύξηση της παραγωγικότητας του αγροτικού τομέα ήταν τόσο μεγάλη, ώστε ένα μικρό ποσοστό του πληθυσμού ήταν σε θέση να παράγει όλα τα τρόφιμα που μπορούσε να καταναλώσει η χώρα. Η μετάβαση από μια οικονομία βασισμένη στη γεωργία σε μια οικονομία όπου κυριαρχούσε η μεταποίηση δεν ήταν εύκολη. Είναι, δε, γεγονός ότι η οικονομία ξανάρχισε να μεγεθύνεται μόνο όταν τέθηκε σε εφαρμογή το Νιου Ντιλ, και ο Β΄ Παγκόσμιος Πόλεμος εξασφάλισε δουλειές στα εργοστάσια.

Σήμερα η υποκείμενη τάση στις Ηνωμένες Πολιτείες είναι η μετακίνηση από τη μεταποίηση στις υπηρεσίες. Όπως και παλιά, έτσι και τώρα αυτό οφείλεται εν μέρει στην πετυχημένη αύξηση της παραγωγικότητας στη μεταποίηση, έτσι ώστε ένα μικρό κομμάτι του πληθυσμού να είναι σε θέση να παράγει όλα τα παιχνίδια, τα αυτοκίνητα και τις τηλεοράσεις που ακόμα και η πιο υλιστική και άσπυτη κοινωνία θα μπορούσε να αγοράσει. Αλλά στις Ηνωμένες Πολιτείες και την Ευρώπη υπάρχει και μία ακόμη διάσταση: η παγκοσμιοποίηση, η οποία συνεπάγεται μια μετατόπιση του τόπου παρα-

γωγής και του συγκριτικού πλεονεκτήματος στην Κίνα, την Ινδία και άλλες αναπτυσσόμενες χώρες.

Τη «μικροοικονομική» αυτή προσαρμογή συνοδεύει ένα σύνολο από μακροοικονομικές ανισορροπίες: ενώ οι Ηνωμένες Πολιτείες θα έπρεπε να αποταμιεύουν για τη συνταξιοδότηση των γηρασκόντων μελών της γενιάς του baby boom, ζούνε πέρα από τις δυνατότητές τους, χρηματοδοτούμενες σε μεγάλο βαθμό από την Κίνα και άλλες αναπτυσσόμενες χώρες οι οποίες παράγουν περισσότερα απ' όσα καταναλώνουν. Μολονότι είναι φυσικό κάποιες χώρες να δανειζούν άλλες – κάποιες να διατηρούν εμπορικά ελλείμματα, άλλες πλεονάσματα– το μοτίβο όπου οι φτωχές χώρες δανειζούν τις πλούσιες είναι ιδιόμορφο, ενώ το μέγεθος των ελλειμμάτων φαντάζει μη διατηρήσιμο. Όσο οι χώρες βυθίζονται ακόμα περισσότερο στα χρέη, οι δανειστές μπορεί να πάνθουν να πιστεύουν ότι ο δανειολήπτης μπορεί να εξοφλήσει – και αυτό μπορεί να ισχύει ακόμα και για μια πλούσια χώρα όπως οι Ηνωμένες Πολιτείες. Προκειμένου να αποκατασταθεί η υγεία της αμερικανικής και της παγκόσμιας οικονομίας είναι απαραίτητο να αναδιαρθρωθούν οι οικονομίες έτσι ώστε να αντανakλούν τα νέα οικονομικά δεδομένα, ενώ θα πρέπει επίσης να διορθωθούν αυτές οι παγκόσμιες ανισορροπίες.

Δεν γίνεται να επιστρέψουμε εκεί όπου βρισκόμασταν προτού σκάσει η φούσκα το 2007. Ούτε θα πρέπει να το θέλουμε. Η οικονομία εκείνη είχε πολλά προβλήματα – όπως μόλις είδαμε. Φυσικά είναι πιθανό κάποια νέα φούσκα να αντικαταστήσει τη φούσκα των κατοικιών, όπως η φούσκα των κατοικιών αντικατέστησε τη φούσκα των εταιρειών τεχνολογίας. Αλλά μια τέτοια «λύση» απλώς θα αναβάλει την ημέρα της κρίσης. Κάθε νέα φούσκα μπορεί να κρύβει κινδύνους: η πετρελαϊκή φούσκα έσπρωξε την οικονομία πέρα από το χείλος του γκρεμού. Όσο περισσότερο καθυστερούμε να αντιμετωπίσουμε τα υποκείμενα προβλήματα, τόσο περισσότερο θα αργήσει ο κόσμος να επανέλθει σε ισχυρούς ρυθμούς οικονομικής μεγέθυνσης.

Με ένα απλό τεστ μπορούμε να διαπιστώσουμε αν οι Ηνωμένες Πολιτείες έχουν κάνει επαρκή βήματα για να διασφαλίσουν ότι δεν θα προκύψει καινούργια κρίση: άραγε θα μπορούσε να έχει αποφευχθεί η παρούσα κρίση αν ίσχυαν ήδη οι προτεινόμενες μεταρρυθμίσεις; Ή θα είχε προκύψει ούτως ή άλλως; Παραδείγματος χάρη, η παραχώρηση περισσότερων εξουσιών στη Fed παίζει κεντρικό ρόλο στην προτεινόμενη ρυθμιστική μεταρρύθμιση του Ομπάμα. Όταν όμως ξεκίνησε η κρίση, η Fed είχε περισσότερες εξουσίες απ' όσες αξιοποίησε. Σχεδόν σε κάθε ερμηνεία της κρίσης, η

Fed βρίσκεται στο επίκεντρο της δημιουργίας τόσο αυτής της φούσκας όσο και της προηγούμενης. Ίσως ο πρόεδρος της Ομοσπονδιακής Τράπεζας να έχει μάθει το μάθημά του. Αλλά ζούμε σε μια χώρα νόμων, όχι ανθρώπων: θα πρέπει, άραγε, να έχουμε ένα σύστημα το οποίο προϋποθέτει ότι η Fed πρέπει πρώτα να καεί προτού διασφαλίσει ότι δεν θα ξεσπάσει κι άλλη φωτιά; Γίνεται να έχουμε εμπιστοσύνη σε ένα σύστημα το οποίο μπορεί να εξαρτάται τόσο παράτολμα από την οικονομική φιλοσοφία ή αντίληψη ενός ανθρώπου – ή, έστω, των επτά μελών του Συμβουλίου Διοικητών της Fed; Καθώς αυτό το βιβλίο οδεύει προς το τυπογραφείο, είναι σαφές ότι οι μεταρρυθμίσεις δεν έχουν φτάσει σε βάθος.

Δεν γίνεται να περιμένουμε για *μετά την κρίση*. Ο τρόπος, μάλιστα, με τον οποίο *αντιμετωπίζουμε* την κρίση μπορεί να καθιστά ακόμα πιο δύσκολη την αντιμετώπιση αυτών των βαθύτερων προβλημάτων. Το επόμενο κεφάλαιο περιγράφει συνοπτικά τι θα έπρεπε να έχουμε κάνει για να αντιμετωπίσουμε την κρίση – και γιατί όσα κάναμε δεν ήταν αρκετά.