

ΣΤΑΥΡΟΣ Β. ΘΩΜΑΔΑΚΗΣ

Καθηγητής Χρηματοοικονομικής Πανεπιστημίου Αθηνών, πρώην Πρόεδρος Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς

Η μεγάλη χρηματοοικονομική κρίση του 2008, της οποίας τα αποτελέσματα βιώνουμε σήμερα, έχει τις ρίζες της στην προηγούμενη χρηματοοικονομική κρίση του 2000-2. Τότε η κρίση είχε αφετηρία στις μετοχές τεχνολογίας του NASDAQ και διαδόθηκε κατά κύριο λόγο μέσω των χρηματιστηρίων με αποτέλεσμα μία μεγάλη παγκόσμια χρηματιστηριακή ύφεση. Σε εκείνη την ύφεση αναγνωρίζουμε πολλά από τα γενεσιουργά αίτια της παρούσας κρίσης. Η κρίση του 2000-2 σήμαινε μεγάλη έξοδο κεφαλαίων από τις επενδύσεις σε μετοχές και γενικότερα από τις οργανωμένες και εποπτευόμενες αγορές κεφαλαίου. Τα κεφάλαια στράφηκαν στα ακίνητα, στα παράγωγα προϊόντα που υπόσχονταν εγγυημένες επενδύσεις (αλλά όχι εγγυημένες αποδόσεις), στα σύνθετα ομόλογα (τώρα ονομαζόμενα 'τοξικά'). Οι αγορές κεφαλαίου στηρίχθηκαν στον πολλαπλασιασμό των δανειακών επιβαρύνσεων.

Περιοχές αιχμής των δραστηριοτήτων των αγορών ήσαν εκείνες που συνδέονταν με αύξηση της μόχλευσης: η πελώρια αύξηση των δανείων μειωμένης εξασφάλισης στις ΗΠΑ, η απόσυρση εταιριών από τα χρηματιστήρια με πελώριο δανεισμό κεφαλαίων για εξαγορά μετοχών, η μεγάλη άνοδος των συναλλαγών των hedge funds με δανεικά λεφτά, η πελώρια μόχλευση των επενδυτικών τραπεζών που λειτουργούσαν ως πρωταθλητές της παγκοσμιοποιημένης κεφαλαιαγοράς. Κύριες περιοχές ανάπτυξης των αγορών από το 2003 μέχρι το 2008 ήσαν επομένως ακριβώς εκείνοι οι τομείς που λειτουργούσαν είτε εκτός εποπτείας είτε υπό καθεστώς 'ελαφράς παρακολούθησης'. Οι εποπτικές αρχές (κεντρικές τράπεζες, επιτροπές κεφαλαιαγοράς) έβλεπαν να αναπτύσσονται μεγάλες περιοχές έξω από την εποπτική και νομοθετημένη εμβέλειά τους, αλλά καθισύχαζαν τον εαυτό τους όσο οι αγορές αυτές πραγματοποιούσαν πελώρια κέρδη. Η κρίση του 2008 οδήγησε σε μία αφύπνιση του εποπτικού πεδίου που ασχολείται με την γενική σταθερότητα του συστήματος και όχι απλώς με την ευταξία των οργανωμένων αγορών.

Είναι αναγκαίο να μην αντιμετωπισθεί λοιπόν η παρούσα κρίση με τρόπους που απλώς θα στρώσουν τον δρόμο για μία επόμενη και χειρότερη κρίση. Η ανάκαμψη που διαφαίνεται προσφέρει ένα καλό άλλοθι για μία επιστροφή στο προϋπάρχον θεσμικό και εποπτικό περιβάλλον. Το άλλοθι αυτό δεν πρέπει να γίνει αποδεκτό και η ανάκαμψη μόνο ως ευκαιρία για αλλαγές μπορεί να εισπραχθεί. Οι τράπεζες και τα μεγάλα χρηματοοικονομικά ιδρύματα των ανεπτυγμένων αγορών είναι ισχυροί θιασώτες μιας επιστροφής στο παρελθόν. Από την άλλη πλευρά πολλές εποπτικές αρχές, μη κυβερνητικές οργανώσεις, κυβερνήσεις και πολιτικά κόμματα, διεθνείς οργανισμοί και διανοούμενοι υποστηρίζουν την ανάγκη μιας πραγματικά νεάς αρχιτεκτονικής των αγορών χρήματος και κεφαλαίου. Στο πλαίσιο των διαδικασιών που δρομολογούνται υπό την αιγίδα των G-20, οι διαφορετικές απόψεις αναμετρώνται και ζυμώνονται.

Τα θεμελιώδη στοιχεία μιας νέας αρχιτεκτονικής των αγορών πρέπει κατά τη γνώμη μου να είναι τα εξής:

- Γενική και ολοκληρωμένη εποπτική κάλυψη όλων των αγορών και ανάδειξη της εποπτικής προτεραιότητας για την σταθερότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος. Κατάργηση των 'εποπτικών παραδείσων' και διεθνής εξομοίωση των εποπτικών κανόνων.

- Διεθνής συμφωνία για τις μεθόδους καταγραφής και απεικόνισης των κερδών από δραστηριότητες της αγοράς χρήματος και κεφαλαίου. Κατάργηση των φορολογικών παραδείσων και χρήση της φορολογίας του κεφαλαίου για τον περιορισμό των μεγάλων αλμάτων σε κεφαλαιακά κέρδη και των βραχυπρόθεσμων κερδοσκοπικών μετακινήσεων.
- Διεθνής συμφωνίες για κανόνες περιορισμού της μόχλευσης των αγορών και των οικονομιών. Οι κανόνες αυτοί θα αποσκοπούν στην απάμβλυση των κύκλων ευφορίας και ύφεσης στις αγορές που αποδεδειγμένα στηρίζονται σε πιστωτικούς κύκλους.
- Διεθνής συμφωνία για την υπαγωγή των παραγώγων σε οργανωμένες αγορές με κεντρικούς αντισυμβαλλόμενους και διάφανεia τιμών και απεικόνισης κινδύνων.

Τέλος υπάρχει ένα ακόμη σημαντικό θέμα που επιζητεί προβληματισμό και λύση. Η παρούσα κρίση πήρε τεράστιες διαστάσεις γιατί αγκάλιασε μεγάλα τραπεζικά ιδρύματα που δεν μπορούσαν να αφεθούν στην τύχη τους από φόβο κατάρρευσης του όλου συστήματος. Ο κίνδυνος αυτός θα γίνει μεγαλύτερος στο μέλλον. Η κρίση οδηγεί ήδη σε μεγαλύτερη συγκεντροποίηση του τραπεζικού και του ασφαλιστικού τομέα. Στο μέλλον θα είναι ακόμη πιο δύσκολο να αφεθούν στην τύχη τους οι γίγαντες που σήμερα αναδύονται και μάλιστα ήδη με εντυπωσιακές κερδοφορίες. Τα θέματα του ανταγωνισμού, της καινοτομίας, της ανανέωσης και της επιβίωσης του συστήματος θα είναι τα μεγάλα θέματα του αύριο για τις αγορές χρήματος και κεφαλαίου.