

11ο ΣΥΝΕΔΡΙΟ

HELLENIC FINANCE AND ACCOUNTING ASSOCIATION

ΑΘΗΝΑ

14-15 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2012

Η ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΣΤΗΝ ΕΠΟΧΗ ΤΗΣ ΑΠΟΜΟΧΛΕΥΣΗΣ

Σταύρος Β. Θωμαδάκης

Ομ.Καθηγητής του Πανεπιστημίου Αθηνών

Με αφετηρία την χρηματο-οικονομική κρίση του 2008 διερχόμαστε μία εποχή απομόχλευσης. Πολύ απλά αυτό σημαίνει μία γενικευμένη τάση αποπληρωμής και απομείωσης χρεών και ταυτόχρονη συρρίκνωση των νέων πιστωτικών ροών. Το θέμα έχει απασχολήσει διάσημους οικονομολόγους από δεκαετίες αλλά το ενδιαφέρον σ'αυτό κορυφώνεται σε περιόδους χρηματο-οικονομικής ή τραπεζικής κρίσης. Αναφέρω τους Irving Fisher το 1930, Hyman Minsky (1970-80), James Tobin (19980-90), John Geanakoplos (2010), Paul Krugman (2011) κ.ο.κ.

Η προσαρμογή της απομόχλευσης έχει μακροοικονομικές επιπτώσεις διότι δημιουργεί πτωτική πίεση επί των αξιών στις αγορές κεφαλαίου, αλλά και γενικότερο κίνδυνο αποπληθωρισμού και ποσοτικής συρρίκνωσης της οικονομικής δραστηριότητας. Για την διαχείριση των κινδύνων αυτών οι μεγάλες κεντρικές τράπεζες με κυρίαρχο παράδειγμα την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ αλλά και την ΕΚΤ έχουν ακολουθήσει μία πορεία μεγάλης μεγέθυνσης του ενεργητικού τους εξομαλύνοντας την διαδικασία απομόχλευσης/εξυγείανσης των τραπεζών με βραχυπρόθεσμες και μεσοπρόθεσμες διευκολύνσεις. Σταδιακά αυτές οι διευκολύνσεις θεωρείται ότι θα αποσυρθούν και οι προσδοκίες που επικρατούν είναι ανάλογες.

Πιο συγκεκριμένα η διαδικασία της απομόχλευσης, εστω και αν επιβραδύνεται και απαλώνεται με την παρέμβαση των κεντρικών

τραπεζών διαλαμβάνει τέσσερεις διακριτές βαθμίδες. Η πρώτη είναι αυτό που όλοι βλέπουμε: η προσπάθεια των οικονομικών μονάδων να μειώσουν το επίπεδο των δανειακών υποχρεώσεων που τις βαρύνουν και να αυξήσουν τα ρευστά στοιχεία του ενεργητικού τους.

Η δεύτερη είναι η γενικευμένη προσπάθεια των τραπεζών σε όλες τις αναπτυγμένες οικονομίες να θεραπεύσουν και να επανορθώσουν τα επίπεδα κεφαλαιακής τους επάρκειας, είτε ως αυτόνομη επιχειρηματική επιλογή είτε ως επιβαλλόμενη πολιτική από τις πιέσεις των ρυθμιστικών αρχών και των μετεξελισσόμενων κανόνων της Βασιλείας. Αυτό σημαίνει ότι οι ρυθμιζόμενες τράπεζες θα συνεχίσουν για μεγάλο διάστημα να λειτουργούν σε ένα καθεστώς όπου η προσφορά πιστώσεων θα είναι περιορισμένη σχετικά με τις αντικειμενικές απαιτήσεις για την ανάκαμψη των οικονομιών. Η, για να το πώ διαφορετικά, πιστεύω ότι η συμβολή των τραπεζών στην προώθηση ενός νέου ανοδικού οικονομικού κύκλου δεν θα είναι πρωτεύουσα, αλλά μάλλον δευτερεύουσα, δηλαδή θα εξαρτάται η ίδια από την 'εξωθεν' δημιουργία ενός ανοδικού κύκλου ο οποίος θα υποβοηθήσει στην εξυγίανση των ενεργητικών τους στοιχείων. Αρα, αντί να είναι μηχανισμοί για την πρωταρχική υποκίνηση της ανάκαμψης, αντί να είναι πρόδρομοι του θετικού κύκλου, πιστεύω ότι οι τράπεζες θα είναι επίδρομοι φορείς που θα ακολουθούν με υστέρηση την εξέλιξη του οικονομικού κύκλου.

Η τρίτη βαθμίδα είναι η διαφαινόμενη μεγάλη αύξηση σε ασφαλιστικά κεφάλαια, συλλογικά είτε ατομικά, που μια πλειάδα νέων ρυθμίσεων θα επιδιώξει να επιβάλλει στην μεγαλύτερη περιοχή παραγωγής μόχλευσης της τελευταίας περιόδου πριν την κρίση, δηλαδή τις αγορές παραγώγων. Η δημιουργία θεσμών κεντρικού αντισυμβαλλόμενου και η απαίτηση για καλύψεις των κινδύνων αντισυμβαλλόμενου σε μία σειρά από αγορές παραγώγων που έως τώρα λειτουργούσαν εξω-χρηματιστηριακά (over the counter) θα οδηγήσει σε μεγάλες νέες δεσμεύσεις κεφαλαίων για την διασφάλιση της σταθερότητας αυτών των αγορών, πιθανώς επίσης στην γενική τους σμίκρυνση.

Η τέταρτη βαθμίδα είναι η ταυτόχρονη προσπάθεια των κρατών με υψηλό δημόσιο χρέος να το περιορίσουν χωρίς να χρησιμοποιούν τα μέσα που μετήλθαν βασιλείς και ηγεμόνες από τα βάθη της ιστορίας: τον εκπεσμό του νομίσματος – μέσου πληρωμής των χρεών και τη στάση πληρωμών. Ο τρόπος που απομένει είναι η δημοσιονομική προσαρμογή.

Θέλω τέλος να επισημάνω ότι η απομόχλευση αποσκοπεί στο να λύσει ένα πρόβλημα 'αποθέματος' (stock problem) με διαχείριση των τρεχουσών ροών. Αυτό σημαίνει ότι οι όροι λειτουργίας και τα σημεία ισοροπίας των αγορών κεφαλαίου θα υποστούν μία διαρθρωτική μεταβολή. Το κυριότερο στοιχείο αυτής της μεταβολής θα είναι ότι

από την οπτική γωνία του παθητικού των οικονομικών φορέων θα αυξηθεί πολύ το σχετικό βάρος των ιδίων κεφαλαίων ενώ από την οπτική γωνία των αγορών οι ροές με μορφή equity θα αναλάβουν κυρίαρχο ρόλο. Αυτά δεν προβλέπω ότι θα είναι βραχυπρόθεσμα μόνον φαινόμενα. Η επίλυση του προβλήματος των stocks προσδίδει μεγάλη χρονική διάρκεια στην διαδικασία.

Η επανακυριαρχία των μορφών κεφαλαιοδοσίας με τη μορφή equity υπόσχεται να αναπροσανατολίσει την χρηματοοικονομική καινοτομία σ' αυτή την περιοχή και προσδοκώ ότι θα δούμε ποικιλία κατηγοριών μετοχών, δικαιωμάτων προαίρεσης (warrants) και γενικότερα νέες μορφές υποχρεώσεων και απαιτήσεων που θα αναφέρονται στην γενική περιοχή των 'ιδίων κεφαλαίων' και των υπολειμματικών δικαιωμάτων. Αυτό με τη σειρά του θα απαιτήσει θεσμικές και οργανωτικές μεταβολές στις οργανωμένες αγορές διαπραγματευσης των διαφόρων μορφών equity.

Ας έλθουμε τώρα και στα δικά μας. Σηζητούμε απόψε το γενικό πρόβλημα 'ανάπτυξη' ως διέξοδο από τη Μεγάλη Κρίση της Ελληνικής οικονομίας. Υποθέτω ότι όλοι κατανοούμε μία θεμελιώδη διαφορά που σχετίζεται με το τι ακριβώς εννοούμε όταν λέμε 'ανάπτυξη' :

Από τη μία πλευρά εννοείται ότι σε πρώτο και επείγον στάδιο εκείνο που απαιτείται είναι η ανάκαμψη της οικονομίας, δηλαδή η

επανενεργοποίηση του παραγωγικού δυναμικού και η μείωση της ανεργίας. Αυτή η ανάκαμψη είναι αδύνατη χωρίς αύξηση της ζήτησης, όπως πολλοί σημειώνουν, αλλά και χωρίς χρηματοδότηση. Μία ανάκαμψη μπορεί χωρίς αμφιβολία να επανενεργοποιήσει θετικές αξίες στους Ελληνικούς επιχειρηματικούς φορείς, αξίες που τώρα φαίνονται μηδαμινές. Αυτό μπορεί επομένως να προσφέρει μία ταχεία τόνωση σε χρηματιστηριακές αξίες και να σηματοδοτήσει την έναρξη εισροών είτε εθνικών είτε διεθνών χρηματοροών στην Ελληνική αγορά μετοχικών αξιών.

Σε σημερινούς όρους η αύξηση χρηματοδότησης ονομάζεται από τους πολιτικούς και τα μέσα ενημέρωσης 'βελτίωση της ρευστότητας'. Παρόλο που νομίζω ότι ο όρος δεν είναι ακριβώς σωστός για αυτή την χρήση και ότι βελτίωση της ρευστότητας μπορεί να εκπορευθεί από πολλαπλάσιες πηγές, μπορούμε να συνεννοηθούμε λέγοντας ότι οι επιχειρήσεις έχουν επείγουσα ανάγκη από κεφάλαια κίνησης, εγγυήσεις, χρηματοδότηση πωλήσεων και εξαγωγών. Ουσιαστικά πρόκειται για την εξασφάλιση βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης η οποία στις σημερινές συνθήκες αντιμετωπίζει εμπόδια και ελλείψεις που υψώνουν υπερβολικά το κόστος κεφαλαίου. Στον τομέα αυτό η συμμετοχή των τραπεζών θα είναι κρίσιμος παράγων, αφού η πολιτική εξυγίανσης των τραπεζών που έχει επιλεγεί επικεντρώνεται σε επέμβαση στο παθητικό τους (ανακεφαλαίωση) και όχι σε επέμβαση

στο ενεργητικό τους (εξαγορά με δημόσιο χρήμα στοιχείων ενεργητικού που ασθενούν a la TARP στις ΗΠΑ).

Θυμίζω και υπογραμμίζω ότι το υψηλό κόστος κεφαλαίου που επικρατεί σήμερα για τις επιχειρήσεις δεν προέρχεται τόσο από υψηλά ασφάλιστρα κινδύνου όσο από εξωγενή περιορισμό στην προσφορά πιστώσεων ακόμη και για τοποθετήσεις χαμηλού κινδύνου, δηλαδή credit rationing. Αυτό το υψηλό κόστος κεφαλαίου αντισταθμίζει ουσιαστικότερα τις αποτελεσματικές μειώσεις στο κόστος εργασίας. Είναι απολύτως εσφαλμένη η αντίληψη που θέλει την οικονομία να αναπτύσσεται επειδή ένας μόνον συντελεστής παραγωγής γίνεται φθηνότερος ενώ άλλοι γίνονται ταυτόχρονα πολύ ακριβότεροι.

B. Από την άλλη πλευρά, σε δεύτερο και πιο μακροπρόθεσμο στάδιο, που και αυτό πρέπει ωστόσο να κινηθεί από τώρα, εκείνο που απαιτείται δεν είναι η απλή επανενεργοποίηση αλλά η τροποποίηση, η αναδιάταξη, ο εκσυγχρονισμός του παραγωγικού δυναμικού. Αυτή είναι η 'ανάπτυξη': η μετατροπή της οικονομίας μέσω νέων επενδύσεων και νέων δράσεων. Αυτή όμως απαιτεί χρηματοδότηση μακράς προθεσμίας – 'υπομονητική χρηματοδότηση' όπως την έχω ονομάσει παλαιότερα. Η επένδυση σε νέες δραστηριότητες, κλάδους, τεχνολογίες και προϊόντα θα απαιτήσει ταυτόχρονη επέκταση υποδομών και δικτύων που θα στηρίξουν την νέα επιχειρηματικότητα.

Μεταξύ αυτών – και μας αφορά όλους άμεσα – είναι παρεμπιπτόντως και η εφαρμοσμένη παιδεία που παρέχουμε στον τομέα του επιχειρείν, το business education.

Εχοντας ξεκαθαρίσει τη διαφορά ανάκαμψης και ανάπτυξης, έρχομαι τώρα στο κυρίως θέμα: Η ανάκαμψη επιζητά βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση για κεφάλαιο επανεκκίνησης και κίνησης. Η ανάπτυξη αναδεικνύει την ανάγκη μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης για την Ελλάδα και τις επιχειρήσεις της. Ποιός και με ποιά μορφή θα την αναζητήσει, ποιός θα την προσφέρει, και με ποιούς όρους θα επιτευχθεί;

Εδώ ερχόμαστε αντιμέτωποι με τα χαρακτηριστικά της ‘εποχής της απομόχλευσης’. Το γενικότερο συμπέρασμα που προκύπτει από την προηγούμενη συνοπτική μου παρουσίαση είναι ότι πρέπει να συζητούμε στ’ αλήθεια – το λέω κάπως χονδρικά - για ‘ανάπτυξη χωρίς χρέος’, για ανάπτυξη που θα στερεωθεί σε κεφαλαιακές ροές τύπου equity με προέλευση είτε το εσωτερικό είτε το εξωτερικό της χώρας. Αυτό είναι αναπόφευκτο δεδομένης της γενικής τάσης για απομόχλευση, και ειδικά για την Ελλάδα την πελώρια απομόχλευση του ίδιου του δημοσίου. Για πάρα πολλά χρόνια, και σίγουρα κατά την περίοδο ένταξης στην Ευρωζώνη, τα δημόσια ελλείμματα που χρηματοδοτούσε το εξωτερικό χρέος λειτουργούσαν ως μηχανισμός

παραγωγής εσωτερικής ρευστότητας, τόνωσης των ιδιωτικών χρηματοοικονομικών αποταμιεύσεων στη χώρα και μεγέθυνσης των εισροών, άρα και των εκροών χρηματικών πόρων προς και από το εγχώριο τραπεζικό σύστημα. Για το προβλέψιμο μέλλον ωστόσο τα πράγματα θα είναι εντελώς διαφορετικά αφού προβάλλεται μία εικόνα δημοσιονομικής διαδρομής με πλεονάσματα αντί για ελλείμματα, όπου ο ρόλος του δημοσίου στο εγχώριο χρηματοοικονομικό σύστημα θα αντιστραφεί τελείως: από παραγωγός ρευστότητας θα γίνει απορροφητήρας ρευστότητας. Αυτή η επισήμανση μαζί με την γενική κατάσταση της απομόχλευσης είναι συμβατή με ήπιους και όχι ξέφρενους ρυθμούς μεγέθυνσης. Δεν μπορούμε να προσδοκούμε την μεγέθυνση του παρελθόντος με σημερινούς όρους. Και δεν πρέπει επομένως να οραματιζόμαστε και να σχεδιάζουμε με τέτοιες προσδοκίες.

Πέρα από την ανάπτυξη και ανάδειξη επενδυτικών ευκαιριών στη χώρα, πράγμα που πιστεύω ότι πολλοί πιο ειδικοί από εμένα επεξεργάζονται και που αναφέρθηκε και στις προηγούμενες συζητήσεις στο συνέδριό μας, οφείλουμε να ασχοληθούμε και με την σύγκρότηση θεσμών αλλά και την καλλιέργεια νοοτροπιών και την διάρρηξη ιδεολογικών στερεοτύπων που αφορούν στο σύστημα υποδοχής, διατήρησης και αξιοποίησης της χρηματοδότησης με τη μορφή equity. Εδώ αναφέρομαι όχι μόνον στην χρηματιστηριακό

θεσμό καθ'αυτό αλλά και σε διαρρυθμίσεις εξωχρηματοπιστηριακών τοποθετήσεων. Η διαφάνεια, η αποτελεσματική τιμολόγηση, η εταιρική διακυβέρνηση και η αποτελεσματική εξομάλυνση φαινομένων 'κερδοσκοπικής φύσκας' (δηλαδή στρέβλωσης στο κόστος κεφαλαίου) με την ρύθμιση της κεφαλαιακής διάρθρωσης είναι βασικά συστατικά μιας τέτιας οπτικής. Μιλώ για ένα 'σύστημα εμπιστοσύνης' πού όχι μόνον θα επιτρέπει την εισροή νέων κεφαλαίων αλλά θα κάνει και κάτι ακόμη: Την μετατροπή ακινητοποιημένων κεφαλαίων σε εμπορεύσιμα και ρευστοποιήσιμα κεφάλαια που θα απελευθερώσει επιχειρηματικές δυνάμεις. Ολο αυτό το σύστημα χρειάζεται για την αναζωογόνηση της εγχώριας κεφαλαιαγορά και την επανασύνδεσή της με τις διεθνείς αγορές, που σήμερα βρίσκεται στο ναδίρ.

Πιστεύω ότι ο κόσμος των ειδικών επιστημόνων που σήμερα είναι εδώ και συμπεριλαμβάνεται στις δυνάμεις της ΗΡΑΑ πολλά μπορεί να προσφέρει σε ιδέες, προτάσεις και επεξεργασίες σ'αυτόν το τόσο κρίσιμο τομέα και στην σύλληψη που θα ανατρέψει όλα όσα στο παρελθόν συνηθίσαμε, αφού τώρα ζούμε και θα ζούμε για μεγάλο διάστημα στην εποχή της απομόχλευσης.

Σταύρος Β. Θωμαδάκης

14-12-2012