



Αθήνα, 17 Ιουλίου 2008

ΔΕΛΤΙΟ ΤΥΠΟΥ

**«Η Επιδείνωση του Ελληνικού Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών:
Αίτια, Επιπτώσεις και Σενάρια Προσαρμογής»**

Η Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών και Προβλέψεων της Eurobank EFG, στην οποία προΐσταται ο Καθηγητής κ. Γκίκας Χαρδούβελης, εξέδωσε σήμερα το έκτο τεύχος του τρίτου τόμου της περιοδικής έκδοσης **Οικονομία και Αγορές**. Στο τεύχος αυτό φιλοξενείται άρθρο του Δρ. Τάσου Αναστασάτου, Senior Economist της Διεύθυνσης Οικονομικών Μελετών της Eurobank EFG, με τίτλο: «Η Επιδείνωση του Ελληνικού Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών: Αίτια, Επιπτώσεις και Σενάρια Προσαρμογής».

Το έλλειμμα του Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών (ΙΤΣ) έχει προσλάβει πλέον εκρηκτικές διαστάσεις, ξεπερνώντας το 14% ως ποσοστό του ΑΕΠ το 2007 (32,261 δις ευρώ). Αυτό το επίπεδο δεν είναι διατηρήσιμο. Αντανακλά ένα έλλειμμα ανταγωνιστικότητας το οποίο είναι το σημαντικότερο μεσοπρόθεσμο πρόβλημα της Ελληνικής οικονομίας, καθώς απειλεί να υπομονεύσει τον πραγματικό ρυθμό ανάπτυξης του 3%. Επιπλέον, η χρηματοδότησή του επιφέρει την αλματώδη άνοδο του εξωτερικού χρέους (έχει ήδη ξεπεράσει το 80% του ΑΕΠ, μακράν η χειρότερη επίδοση στην Ευρωζώνη των 13). Πρακτικά, η χώρα χρεώνεται, δηλαδή πωλεί το μελλοντικό της κεφάλαιο, για να χρηματοδοτήσει μία κατανάλωση που ξεπερνά την παραγωγή της. Η ελληνική κοινωνία δεν φαίνεται να έχει κατανοήσει πόσο επιτακτική ανάγκη είναι να αντιμετωπιστεί το πρόβλημα. Η συμμετοχή στην ΟΝΕ αφαίρεσε τις ανησυχίες για τη χρηματοδότηση του εξωτερικού χρέους και τις προειδοποιήσεις των υποτιμήσεων. Η απώλεια της αυτονομίας στην άσκηση της Νομισματικής και Συναλλαγματικής πολιτικής όμως καθιστά και την διόρθωση της απόκλισης δυσχερέστερη, καθώς η προσαρμογή μίας τιμής, αυτής του νομίσματος, πρέπει να αντικατασταθεί από προσαρμογή χιλιάδων τιμών, προϊόντων, υπηρεσιών και παραγωγικών συντελεστών. Το ζέον ερώτημα είναι πώς θα ελαχιστοποιηθεί το κόστος της προσαρμογής και όχι αν θα υπάρξει κόστος.

Οι αναλύσεις, οι οποίες προεξοφλούν τον μετριασμό του εξωτερικού ελλείμματος επί τη βάσει της οικονομικής συγκυρίας, είναι υπερβολικά καθησυχαστικές. Η εμπειρική ανάλυση του άρθρου επιβεβαιώνει ότι μέρος της επιδείνωσης οφείλεται στις αγορές πλοίων από τους Έλληνες εφοπλιστές (17,1% του συνολικού ελλείμματος του ΙΤΣ, ήτοι 2,4% του ΑΕΠ) και την αυξητική τάση στις τιμές του πετρελαίου από το 2000 (14% του ελλείμματος του ΙΤΣ, ήτοι 1,98% του ΑΕΠ). Ωστόσο, το Εμπορικό Ισοζύγιο, μετά και την αφαίρεση καυσίμων και πλοίων, συνεχίζει να επιδεινώνεται το 2008. Επιπλέον, η τιμή του πετρελαίου, εκτινάσσεται άνω των 100\$/βαρέλι σε πιο μόνιμη βάση. Επιβοήθηση δεν μπορεί να αναμένεται ούτε από το Ισοζύγιο Εισοδημάτων, του οποίου τα πλεονάσματα παραδοσιακά αντιστάθμιζαν τα εμπορικά ελλείμματα. Πλέον, είναι ελλειμματικό (9,077 δις € έλλειμμα το 2007

ή 28,1% του συνολικού ελλείμματος του ΙΤΣ), συνεπεία της αύξησης του ποσοστού του Δημόσιου χρέους και των μετοχών στο ΧΑΑ (άνω του 53%) που διακρατούνται από ξένους επενδυτές. Το Ισοζύγιο Μεταβιβάσεων επίσης επιδεινώνεται λόγω της μείωσης των καθαρών μεταβιβάσεων από την ΕΕ και των εμβασμάτων προς το εξωτερικό από τους μετανάστες που διαβιούν στην Ελλάδα.

Το έλλειμμα του ΙΤΣ προκαλείται από συνδυασμό δομικών προσδιοριστικών παραμέτρων και ανισορροπιών και δεν είναι συγκυριακό. Ταυτοτικά, η επιδείνωση του εξωτερικού ισοζυγίου αντικατοπτρίζεται στην αποσύζευξη εθνικής αποταμίευσης και επένδυσης. Πράγματι, οι επενδύσεις προσεγγίζουν το 28% του ΑΕΠ έναντι 22% του μ.ο. στην Ευρωζώνη, (αν και ένα 7% περίπου αφορά την αγορά ακινήτων) και η καθαρή ιδιωτική αποταμίευση έχει γίνει αρνητική (-4,1% του ΑΕΠ το 2006) λόγω της επέκτασης των δανειακών υποχρεώσεων των νοικοκυριών (οι επιχειρήσεις αυξάνουν την αποταμίευσή τους, ιδίως οι τράπεζες και η ναυτιλία, η δημόσια αποταμίευση παραμένει σταθερά αρνητική). Αυτό το φαινόμενο συσχετίζεται με την επιδείνωση της ανταγωνιστικότητας ως προς τις τιμές. Οι απαρχές του εντοπίζονται στο 1994 και τη συσσώρευση πραγματικής ανατίμησης της δραχμής (από 15% ως 28%, ανάλογα με τις εκτιμήσεις) την οποία επέφερε η «πολιτική της σκληρής δραχμής» και η οποία δεν ανεστράφη πλήρως με την υποτίμηση κατά 12,3% έναντι του ECU το Μάρτιο του 1998. Απόδειξη αποτελεί το γεγονός ότι το 2001 το έλλειμμα του ΙΤΣ ξεπερνούσε ήδη το 7% του ΑΕΠ.

Το σημαντικότερο όμως είναι πως, αν και ο αποπληθωρισμός επετεύχθη, δεν ήταν διατηρήσιμος διότι η οικονομία δεν είχε πραγματοποιήσει τις απαραίτητες διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις. Ως αποτέλεσμα, η Ελλάδα διατηρεί σταθερά θετική διαφορά πληθωρισμού άνω της μίας ποσοστιαίας μονάδας με τις υπόλοιπες χώρες-μέλη της Ευρωζώνης. Επειδή πλέον η υποτίμηση του νομίσματος δεν είναι δυνατή, οι διαφορές πληθωρισμού συσσωρεύονται και συνιστούν σημαντική πραγματική ανατίμηση, πλήττοντας την ανταγωνιστικότητα των ελληνικών εξαγωγών, παρά την άνοδο της παραγωγικότητας. Το υπόδειγμα που εκτιμάται καταδεικνύει ότι, αφαιρώντας την εποχική επίδραση της τιμής του πετρελαίου και των αγορών πλοίων, μένει, με πολύ επιεικείς υποθέσεις, ένα έλλειμμα του ΙΤΣ ίσο με 5,4% του ΑΕΠ το οποίο πρέπει να μειωθεί για να καταστεί το εξωτερικό χρέος διατηρήσιμο (να μην αυξηθεί περαιτέρω το εξωτερικό χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ). Δεδομένου ότι το υπόδειγμα εκτιμά ότι για κάθε 1% πραγματική υποτίμηση το έλλειμμα του ΙΤΣ μειώνεται κατά 0,217% ως ποσοστό του ΑΕΠ, αυτό υπονοεί ότι πρέπει να επιτευχθεί μία πραγματική υποτίμηση της τάξης του 24,8%. Αυτό ισοδυναμεί με την επιστροφή της πραγματικής ισοτιμίας στα επίπεδα στα οποία ήταν όταν η χώρα εισήλθε στο κοινό νόμισμα το 2001. Η αναγκαία υποτίμηση θα είναι ακόμα μεγαλύτερη εάν η τιμή του πετρελαίου δεν επιστρέψει στα επίπεδα του 2007. Το πρόβλημα επιτείνεται από την συνεχή ονομαστική ανατίμηση του Ευρώ.

Ένα τμήμα της ανόδου των τιμών έχει αποδοθεί στην πραγματική σύγκλιση (συνεισφορά στο έλλειμμα του ΙΤΣ περίπου 2,5% του ΑΕΠ). Πράγματι, η άνοδος των κατά κεφαλήν εισοδημάτων συμπαρασύρει υψηλότερα επίπεδα τιμών και πραγματική ανατίμηση της ισοτιμίας (υπόθεση Balassa-Samuelson).

Ωστόσο, το μεγαλύτερο τμήμα του ελλείμματος οφείλεται στην επί σειρά ετών επέκταση της Ελληνικής οικονομίας με ρυθμούς ταχύτερους των δυνητικών ρυθμών ανάπτυξης (4,2% πραγματική ανάπτυξη κατά μέσο όρο από το 2000, έναντι περίπου 3% του δυνητικού της οικονομίας).¹ Αυτή η υπερθέρμανση αυξάνει το επίπεδο των τιμών αφού η αυξανόμενη ζήτηση προσπαθεί να ικανοποιηθεί από μία προσφορά που υστερεί. Αυτό συμβαίνει διότι η συμμετοχή στην ΟΝΕ δημιούργησε προσδοκίες υψηλότερης μελλοντικής ανάπτυξης (υψηλότερες αποδόσεις επί των επενδύσεων) και αύξησης του προσδοκώμενου μελλοντικού κατά κεφαλήν εισοδήματος. Ως αποτέλεσμα, τα άτομα επενδύουν περισσότερο αλλά και μεταφέρουν πόρους στην παρούσα χρονική στιγμή (δηλαδή δανείζονται) ώστε να αυξήσουν την παρούσα κατανάλωσή τους και να επιτύχουν την διαχρονική εξομάλυνση της κατανάλωσης στα νέα -υψηλότερα- επίπεδα. Δεδομένου ότι ένα τμήμα της κατανάλωσης αφορά εισαγωγές, το ΙΤΣ επιβαρύνεται επιπλέον. Η ιδιωτική κατανάλωση στην Ελλάδα ήταν το 2007 ίση με το 70,6% του ΑΕΠ έναντι 56,3% του μ.ο. στην Ευρωζώνη, δηλαδή οι Έλληνες καταναλώνουν ωσάν το εισόδημά τους να ήταν 25% υψηλότερο από αυτό που πράγματι είναι.² Εφόσον η Ελλάδα αναπτύσσεται κατά 2% ταχύτερα από την Ευρωζώνη (4,2% έναντι 2,1%), όπως συμβαίνει από την εισαγωγή του Ευρώ, η πραγματική σύγκλιση θα επιτευχθεί σε περίπου 6 έτη. (το ελληνικό κατά κεφαλήν ΑΕΠ είναι σήμερα ίσο με το 89,7% του μέσου της Ευρωζώνης). Άρα εντός 6 ετών, μαζί με την επιστροφή των επενδύσεων σε διατηρήσιμα επίπεδα (περίπου 22% του ΑΕΠ), θα πρέπει η ιδιωτική κατανάλωση να μειωθεί περίπου 14 μονάδες ως ποσοστό του ΑΕΠ ώστε να είναι διατηρήσιμη. Αυτό εξυπνοεί πραγματικό ρυθμό αύξησης της κατανάλωσης μεταξύ 1-1,5% ετησίως για την επόμενη 7ετία.

Πως θα επιτευχθεί αυτό; Καταρχήν, η αύξηση της κατανάλωσης καθίσταται δυνατή αλλά και μεγεθύνεται από την ταχεία ανάπτυξη του ιδιωτικού δανεισμού. (94% του ΑΕΠ το 2007 έναντι 30% πριν την απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος). Αυτή με τη σειρά της οφείλεται στην μείωση των επιτοκίων δανεισμού την οποία επέφερε η συμμετοχή στην ΟΝΕ λόγω της σταθεροποίησης του πληθωρισμού και της μείωσης του ασφαλιστρου κινδύνου επιτοκίου (risk premium). Αν και αυτό το ποσοστό δανεισμού υπολείπεται ακόμα του αντίστοιχου Ευρωπαϊκού, η αύξηση των πιστώσεων θα επιβραδυνθεί τα επόμενα έτη, λόγω ωρίμανσής τους αλλά και λόγω αύξησης των επιτοκίων.

Αυτό δεν είναι αρκετό. Για να βελτιωθεί η ανταγωνιστικότητα των ελληνικών εξαγωγών (πραγματική υποτίμηση), πρέπει ο ελληνικός ρυθμός πληθωρισμού να μειωθεί κάτω του μ.ο. της Ευρωζώνης. Περαιτέρω, η ορθολογικοποίηση της ζήτησης (εξάλειψη υπερθέρμανσης) επιτάσσει

¹ Ο εμπειρικός έλεγχος καταδεικνύει ότι η επιδείνωση του Ισοζυγίου συσχετίζεται ισχυρά με τις ανατιμήσεις της πραγματικής ισοτιμίας, το επίπεδο των μισθών, την πιστωτική επέκταση, την τιμή του πετρελαίου και, κατά δεύτερο λόγο, την καταναλωτική δαπάνη και τη συνολική ζήτηση. Αντιθέτως, οι ακαμψίες των μισθών, τα δημοσιονομικά ελλείμματα (τα οποία τα τελευταία έτη μειώνονται) και οι παράγοντες που συσχετίζονται με την οικονομική σύγκλιση (επίδραση Balassa-Samuelson) δεν φαίνεται να έχουν σημαντική επίδραση.

² Με την υποσημείωση ότι σε χαμηλότερα κατά κεφαλήν εισοδήματα η ροπή προς κατανάλωση είναι υψηλότερη. Αλλά πλέον η ελληνική τάση πρέπει να συγκλίνει με αυτή της Ευρωζώνης.

συγκράτηση της αύξησης των εισοδημάτων σε ρυθμό που θα υπολείπεται του αθροίσματος πληθωρισμού και αύξησης της παραγωγικότητας (6-7%). Συνυπολογίζοντας τις δύο παραμέτρους, είτε θα πρέπει να αυξηθεί σημαντικά η παραγωγικότητα (η οποία είναι ήδη υψηλότερη του μέσου όρου της Ευρωζώνης), είτε να μειωθεί δραστικά ο ρυθμός αύξησης των πραγματικών μισθών την επόμενη δετία-δετία, είτε συνδυασμός των δύο.

Το μέγεθος της απαιτούμενης πραγματικής υποτίμησης μπορεί να μειωθεί σημαντικά αν εφαρμοστούν στρατηγικές βελτίωσης της ποιότητας των εξαγόμενων προϊόντων, πολιτικές προώθησης των εξαγωγών, κλαδικής αναδιάρθρωσής τους και προσανατολισμού σε νέες αγορές-στόχους. Ως προς το τελευταίο, θετική ένδειξη αποτελεί ο αυξανόμενος δυναμισμός των ελληνικών επιχειρήσεων στη διεύθυνσή τους στη Νέα Ευρώπη (30% των ελληνικών εξαγωγών το 2007 έναντι 16% το 1995, το οποίο αντισταθμίζει τη μείωση των εξαγωγών προς την Ευρωζώνη), και ιδίως στα Βαλκάνια. Επειδή αυτές οι αγορές αναπτύσσονται ταχύτερα και αναμένεται να πληγούν συγκριτικά ηπιότερα από την τρέχουσα χρηματοοικονομική κρίση, η ζήτηση για ελληνικά προϊόντα και υπηρεσίες σε αυτές μπορεί να αντισταθμίσει την κάμψη των εξαγωγών προς την Ευρωζώνη. Περαιτέρω, θα βοηθούσε μία συντονισμένη προσπάθεια μεταστροφής της εγχώριας ζήτησης από εισαγόμενα σε ελληνικά προϊόντα.

Η κρίσιμότερη παράμετρος για την βελτίωση του Ελληνικού ΙΤΣ μεσομακροπρόθεσμα είναι η ανταγωνιστικότητα ποιότητας της Ελληνικής οικονομίας, δηλαδή η στροφή προς προϊόντα και υπηρεσίες με χαρακτηριστικά ποιότητας και τεχνολογικής πρωτοπορίας (καινοτομία, υψηλή τεχνολογία, ποιότητα παραγωγής, δημιουργία αναγνωρίσιμων ετικετών - brand names). Αυτό θα επιτρέψει τη διάθεση προϊόντων και υπηρεσιών σε τιμές υψηλότερες αυτών των χωρών χαμηλότερου κόστους χωρίς την απώλεια μεριδίων αγοράς. Η Ελληνική οικονομία δεν έχει κερδίσει έως τώρα το στοίχημα της ποιότητας, παρότι έχει σημειωθεί πρόοδος στο τεχνολογικό περιεχόμενο και την ποιότητα –και άρα την αξία- των εξαγόμενων προϊόντων και υπηρεσιών: μόλις 10% των ελληνικών εξαγωγών αφορούν προϊόντα υψηλής τεχνολογίας. Εάν όλα τα παραπάνω αποτύχουν, η προσαρμογή θα συνοδεύεται από μία παρατεταμένη περίοδο ύφεσης, επώδυνη και μακροχρόνια μισθολογική συγκράτηση, άνοδο της ανεργίας και μετανάστευση εργασίας. Αν και αυτό το σενάριο δεν είναι το πιθανότερο, το μέγεθος της απαιτούμενης πραγματικής υποτίμησης, καθώς και το εύρος των απαιτούμενων διαρθρωτικών αλλαγών, είναι αρκετό για να δικαιολογεί προβληματισμό.

Η προσέλκυση Άμεσων Ξένων Επενδύσεων θα βοηθήσει στο πρόβλημα μόνο μεσοπρόθεσμα και εφόσον οι επενδύσεις που θα προσελκύονταν θα ήταν εξαγωγικού προσανατολισμού. Οι επενδύσεις πρέπει να αναβαθμίζουν ποιοτικά την παραγωγική βάση της οικονομίας, να προωθούν τις διαχύσεις τεχνολογίας και οργανωτικών δεξιοτήτων και στις εγχώριες επιχειρήσεις, να αυξάνουν την παραγωγικότητα της οικονομίας εν συνόλω, να τονώνουν τον ανταγωνισμό (μείωση τιμών), και να διευρύνουν τις ευκαιρίες απασχόλησης εξειδικευμένου εργατικού δυναμικού. Σήμερα, οι ξένες επενδύσεις είναι λίγες (κυρίως εξαγορές), μάλλον χαμηλής τεχνολογίας, και πραγματοποιούνται κατά

κόρον στο λιανικό εμπόριο και γενικότερα σε υπηρεσίες εξυπηρέτησης της εγχώριας αγοράς. Αυτό δυνητικά επιδεινώνει το πρόβλημα εφόσον η αρχική εισροή κεφαλαίου υπεραντισταθμίζεται από την επανεξαγωγή κερδών και την πιθανή εκτόπιση εγχώριων εξαγωγικών επιχειρήσεων.

Οι εξαγωγικές επιδόσεις της Ελληνικής οικονομίας υπονομεύονται περαιτέρω από τις διαρθρωτικές της αδυναμίες. Ενδεικτικά, η Ελλάδα κατατάσσεται 65^η το 2007 στους Δείκτες Συνολικής Ανταγωνιστικότητας της Παγκόσμιας Τράπεζας. Σημαντική βελτίωση απαιτείται σε τομείς όπως την φιλικότητα του οικονομικού περιβάλλοντος προς την επιχειρηματικότητα, την ποιότητα των υποδομών, της εκπαίδευσης και της δημόσιας διοίκησης.

Ανακεφαλαιώνοντας, η οικονομική πολιτική έχει μπροστά της μία σημαντική πρόκληση. Απαιτούνται συντονισμένες προσπάθειες οι οποίες θα κατατείνουν προς σαφώς ορισμένους ποιοτικά και ποσοτικά στόχους, τόσο στο μακροοικονομικό, όσο και σε κλαδικά επίπεδα:

1. την εξάλειψη της διαφοράς πληθωρισμού από το μ.ο. της Ευρωζώνης με καταπολέμηση των ολιγοπωλιακών καταστάσεων και των ακαμψιών που εμποδίζουν την εκκαθάριση σε όλες τις αγορές.
2. την αναδιάρθρωση της παραγωγής προς τους τομείς των διεθνώς εμπορεύσιμων προϊόντων και τους τομείς υψηλής τεχνολογίας.
3. το ενεργητικό management της εγχώριας ζήτησης για την αποφυγή εκρήξεων και πανικών και την συγκράτηση της ροπής για εισαγωγές.
4. τη μείωση της εξάρτησης της Ελληνικής οικονομίας από το πετρέλαιο και γενικότερη μεταρρύθμιση του ενεργοβόρου μοντέλου ανάπτυξης.
5. την εμπέδωση διατηρήσιμων ρυθμών πιστωτικής διαμεσολάβησης (στήριξη αυτορρύθμισης τραπεζών, νουνεχής εποπτεία του τραπεζικού συστήματος).
6. Συγκράτηση της αύξησης των εισοδημάτων σε ρυθμό που θα υπόκειται του αθροίσματος πληθωρισμού και αύξησης της παραγωγικότητας.
7. διευκόλυνση παραγωγικών εγχώριων επενδύσεων σε αντικατάσταση των επενδύσεων σε κατοικίες. Πολιτική κινήτρων για προσέλκυση ξένων επενδύσεων εξαγωγικού προσανατολισμού και αποθάρρυνση ΑΞΕ εξυπηρέτησης της εγχώριας αγοράς.

Κορωνίδα των διαρθρωτικών αλλαγών είναι η στροφή προς την καινοτομία και τη γνώση για την αύξηση της παραγωγικότητας. Αυτό όμως απαιτεί γενναία ενίσχυση των κονδυλίων για έρευνα και τεχνολογία, ανάπτυξη καινοτόμων μεθόδων οργάνωσης της παραγωγής, έρευνα αγοράς, αποτελεσματική ρύθμιση και υποστήριξη των αγορών από μία στιβαρή δημόσια διοίκηση. Όλα αυτά συνιστούν μία δραστική αλλαγή της παραγωγικής κουλτούρας των οικονομικώς δρώντων ατόμων και των φορέων άσκησης πολιτικής. Εντός του ενοποιημένου και αυξανόμενα ανταγωνιστικού Ευρωπαϊκού και διεθνούς περιβάλλοντος, αυτή η επιλογή δεν είναι ευκατὰ εναλλακτική αλλά ανάγκη επιβίωσης.

Κατανοητός μέτραν:

- ~~δημιουργία~~ προώθηση καινοτομίας - όχι μόνο καινοτομία
 - μεταρρυθμίσεις - αλλαγή νομοθεσίας
 - αλλαγή προτεραιοτήτων - ενοπλοποίηση - επένδυση
 - και συστημική
- βλ. ΠΑΡΟΧΗ 10/11/2007

βεβαίωση
α. στοιχεία
επιτήρηση

πείρα των αμοιβών
από τον υπολογισμό
του κόστους και τα
διαδικασίες εσωτερικά
που εφοδιάζουν ελαστικά
στον κόσμο. Βοηθήστε
με τα ονόματα. Βοηθήστε
την Ε.Ε. να ελεγχθεί
η κατάσταση των στοιχείων
του κόστους να ελεγχθεί.