

## Η διεθνής χρηματοοικονομική κρίση: Επιπτώσεις και προοπτικές

Σε συνέδριο του ΣΕΛΠΕ και της Ευρωπαϊκής Ακαδημίας Μάρκετινγκ , «Η οικονομική κρίση και το ελληνικό εμπόριο», που πραγματοποιήθηκε την Πέμπτη, 12 Μαρτίου, ο καθηγητής του Τμήματος Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής του Πανεπιστημίου Πειραιώς και Οικονομικός Σύμβουλος της Eurobank κ. Γκίκας Χαρδούβελης μίλησε για τη διεθνή χρηματοοικονομική κρίση, τις επιπτώσεις της στην ελληνική οικονομία και τις απαιτούμενες πολιτικές για την αντιμετώπισή της.

### ΑΙΤΙΑ

Ο κ. Χαρδούβελης ανέφερε ότι η παγκόσμια οικονομία είναι αντιμέτωπη με τη χειρότερη ύφεση της μεταπολεμικής περιόδου, με το ρυθμό ανάπτυξης να μειώνεται σημαντικά το 2009 και μόνο μια αναιμική ανάκαμψη να αναμένεται για το 2010. Δεν υπάρχει μία και μοναδική αιτία της κρίσης, αλλά πολλές με την σημαντικότερη να είναι η **τεράστια μόχλευση**, δηλαδή ο υψηλός βραχυχρόνιος δανεισμός σε σχέση με τα ίδια κεφάλαια πολλών χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων του εξωτερικού, ιδιαίτερα των επενδυτικών τραπεζών, ασφαλιστικών εταιρειών ή και hedge funds, που επένδυαν για ίδιο λογαριασμό. Αυτός ο παράγοντας ήταν πολύ σημαντικός στην επέκταση της κρίσης.

### ΓΙΑΤΙ Η ΔΙΕΘΝΗΣ ΚΡΙΣΗ ΣΥΝΕΧΙΖΕΤΑΙ

Η κρίση δημιούργησε **δύο κυρίως προβλήματα** που συνεχίζουν να την συντηρούν. Το **πρώτο** είναι η έλλειψη φερεγγυότητας. Οι απώλειες στην αξία στοιχείων του ενεργητικού των ΧΙ δημιουργούν απομειώσεις, οι οποίες δεν μπορούν να καλυφθούν με αυξήσεις κεφαλαίων, προκαλώντας έτσι χρεοκοπίες. Οι κυβερνητικές παρεμβάσεις έλυσαν εν μέρει το πρόβλημα, αλλά οι νέες απώλειες που εμφανίστηκαν, το ξανάκαναν νούμερο ένα. Το ΔΝΤ εκτιμά ότι το σύνολο των απομειώσεων θα φτάσει τα \$2,2 τρις ενώ πολλοί αναλυτές προβλέπουν μεγαλύτερες αυξήσεις. Έτσι, δημιουργείται ένα χάσμα κεφαλαίων σε σχέση με τα μεγέθη των τραπεζών, γεγονός που αναγκάζει τις τράπεζες να περιορίζουν το μέγεθος του ενεργητικού τους. Ο περιορισμός αυτός γίνεται κυρίως μέσω του περιορισμού στην παροχή νέων δανείων. Τράπεζες που στο παρελθόν δάνειζαν 50 φορές τα ίδια κεφάλαιά τους αναγκάζονται σήμερα να περιορίσουν το δανεισμό προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά κατά 50 φορές το χάσμα στα κεφάλαιά τους. Η πολλαπλασιαστική αυτή αρνητική επίδραση από το χάσμα κεφαλαίων στο νέο δανεισμό καθώς και στην ανανέωση των παλαιών δανείων μεταφέρει την κρίση στην πραγματική οικονομία. Στην Ελλάδα ευτυχώς το πρόβλημα της υψηλής μόχλευσης δεν είναι το ίδιο έντονο όπως στο εξωτερικό. Οι ελληνικές τράπεζες έχουν ισχυρή κεφαλαιακή βάση σε σχέση με τα δάνεια που έχουν προσφέρει. Ο λόγος ιδίων κεφαλαίων προς ενεργητικό (που είναι αντίστροφος της μόχλευσης) είναι ο υψηλότερος στην Ευρώπη των 15. Κάτι ανάλογο

ισχύει και στις χώρες της Νέας Ευρώπης, όπου τα εγχώρια τραπεζικά συστήματα έχουν υψηλή κεφαλαιακή βάση, δηλαδή χαμηλή μόχλευση.

Το **δεύτερο** πρόβλημα είναι η έλλειψη ρευστότητας. Η διατραπεζική αγορά ουσιαστικά έκλεισε για διάρκειες πέραν της εβδομάδας, η ρευστότητα πρακτικά εξαφανίστηκε μετά την κατάρρευση της Lehman, ενώ σημάδια επανάκαμψης εμφανίστηκαν τον Ιανουάριο του 2009, ιδίως στις ΗΠΑ. Οι τράπεζες προτιμούν να τοποθετούν την υπερβάλλουσα ρευστότητα στην κεντρική τους τράπεζα με χαμηλό επιτόκιο, παρά να την δανείζουν σε άλλες τράπεζες. Στην Ελλάδα το πρόβλημα της ρευστότητας υπάρχει αλλά δεν είναι τόσο έντονο όσο στο εξωτερικό. Στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα τα εγχώρια δάνεια είναι λιγότερα από τις εγχώριες καταθέσεις. Βρίσκονται στο 83% των καταθέσεων, ένα ποσοστό που είναι το δεύτερο καλύτερο στην Ευρωζώνη. Στις χώρες όμως της Νέας Ευρώπης, όπου οι ελληνικές τράπεζες έχουν παρουσία, το πρόβλημα δείχνει να είναι πιο έντονο. **Όσο τα προβλήματα φερεγγυότητας και ρευστότητας παραμένουν άλυτα, η κρίση έχει πολύ δρόμο ακόμα.**

Ενόψει του κινδύνου ολικής κατάρρευσης, οι κεντρικές τράπεζες προέβησαν σε συντονισμένες μειώσεις επιτοκίων και ενέσεις ρευστότητας. Παρόλα αυτά πρέπει να τονιστεί ότι ο μηχανισμός μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής έχει ουσιαστικά παραλύσει. Η δημοσιονομική πολιτική παραμένει ως το μόνο αποτελεσματικό εργαλείο. Ορισμένοι φοβούνται τη μελλοντική αναζωπύρωση του πληθωρισμού, αφού η νομισματική και δημοσιονομική επέκταση είναι δύσκολο να αναστραφούν: Όμως, όσο η κρίση διαρκεί, το πρόβλημα είναι ο αποπληθωρισμός. Οι κυβερνήσεις σε πολλές χώρες ενεργοποίησαν σχέδια διάσωσης και ενίσχυσης των τραπεζών τους, ενώ ταυτόχρονα έθεσαν σε λειτουργία πακέτα δημοσιονομικής ενίσχυσης των οικονομιών τους. Οι Αμερικανοί πιέζουν για περαιτέρω επεκτατική δημοσιονομική πολιτική στην Ευρώπη. Πολλοί αναλυτές πάντως, ισχυρίζονται ότι τα δημοσιονομικά μέτρα είναι ανεπαρκή, δεν θα σταματήσουν την κρίση και θα δώσουν επιχειρήματα σε όσους αντιδρούν σε κρατικές παρεμβάσεις

## ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Οι επιπτώσεις της κρίσης στην Ελλάδα θα είναι σίγουρα σημαντικές. **Στην περίπτωση της Ελλάδας όμως υπάρχουν διαφορετικές βραχυχρόνιες και μακροχρόνιες προοπτικές** κάτι που ο κ. Χαρδούβελης ονομάζει ελληνική «σχιζοφρένεια». Βραχυπρόθεσμα η Ελλάδα μπορεί να αντεπεξέλθει καλύτερα στη κρίση από ό,τι οι ευρωπαίοι εταίροι της, χάρη

- ✓ στην ισχυρή αύξηση στους πραγματικούς μισθούς, που θα ενισχύσει την κατανάλωση – η οποία στην Ελλάδα έχει το μεγαλύτερο μερίδιο στο ΑΕΠ στην ΕΕ,
- ✓ στο ισχυρό τραπεζικό σύστημα, το οποίο αντέχει στο εξωτερικό χρηματοπιστωτικό σοκ,
- ✓ στη σχετικά πιο κλειστή οικονομία,
- ✓ στην οριζόντια διαφοροποίηση της επιχειρηματικής δραστηριότητας, δηλαδή την απουσία καθετοποιημένων επιχειρήσεων

- ✓ στην συνέχιση μιας χαλαρής δημοσιονομικής πολιτικής το 2009, με την ευλογία των Βρυξελλών
- ✓ ενώ βοηθά και η πτώση των επιτοκίων δανεισμού από τα υψηλά του 4<sup>ου</sup> τριμήνου του 2008

Αλλά οι αντοχές **απλώς καθυστερούν** την έλευση της κρίσης. Η ύφεση είναι προ των πυλών. Τα πρώτα σημάδια είναι εμφανή, όπως η πτώση των λιανικών πωλήσεων και στις πωλήσεις αυτοκινήτων, ενώ αυξάνουν οι οικονομικές δυσχέρειες για τις επιχειρήσεις, όπως φαίνεται και από την αύξηση των ακάλυπτων επιταγών. Οι ρυθμοί πιστωτικής επέκτασης, ιδίως προς τα νοικοκυριά, έχουν αρχίσει να μειώνονται, αν και εν μέρει αυτή είναι μια φυσιολογική εξέλιξη καθώς δεν ήταν δυνατόν να συνεχιστεί με τους υψηλούς ρυθμούς των τελευταίων ετών. Η ελληνική οικονομία θα επηρεαστεί ιδίως από την πτώση στο διεθνές εμπόριο και τον τουρισμό. Το κλίμα είναι ιδιαίτερα κακό και επικρατεί απαισιοδοξία τόσο στους επιχειρηματίες όσο και στους καταναλωτές. Οι δείκτες εμπιστοσύνης έχουν υποχωρήσει σε ιστορικά χαμηλά.

#### ΑΠΑΙΤΟΥΜΕΝΑ ΑΜΕΣΑ ΜΕΤΡΑ

Δεν υπάρχουν δυνατότητες επαρκούς δημοσιονομικής επέκτασης, καθώς οι επανειλημμένες παραβιάσεις του ορίου του 3% για το δημοσιονομικό έλλειμμα (μόνον το 2006 επετεύχθη ο στόχος) αποκλείουν μια πιθανή χαλάρωση του Συμφώνου Σταθερότητας & Ανάπτυξης μετά το 2009 από την ΕΕ. Η κυβέρνηση έχει ανακοινώσει σχέδια για μείωση των ελαστικών δαπανών και αύξησης των φόρων. Εάν αυτά τα μέτρα δεν εφαρμοστούν πλήρως, το έλλειμμα του 2009 αναμένεται να είναι πολύ μεγαλύτερο από ότι προβλέπει η ΕΕ. Ταυτόχρονα η πτώση των Δημοσίων Επενδύσεων στον Προϋπολογισμό του 2009 από € 9,650 δις σε €8,800 δις (-8,8%) είναι απογοητευτική και πρέπει να αναστραφεί, όπως και η αναμενόμενη πτώση των εισροών από την ΕΕ από €7,980 δις σε €6,634 δις (-16,9%). Οι δηλώσεις Επιτρόπου Hubner για μεταφορά από το μέλλον στο παρόν κοινοτικών κονδυλίων διευκολύνουν το ξεκίνημα έργων .

Η ιστορική εμπειρία των υφέσεων στην Ελλάδα δεν είναι καθόλου ενθαρρυντική, καθώς διαρκούν πολύ περισσότερο από ό,τι στις υπόλοιπες χώρες του ΟΟΣΑ και οι αναπτυξιακές απώλειες είναι πολύ μεγαλύτερες (τετραπλάσιες σύμφωνα με μελέτη του ΔΝΤ). Συνεπώς υπάρχει ανάγκη άμεσων μέτρων αποφυγής μιας βαθιάς ύφεσης. Πρωταρχικό ρόλο παίζει η **ανακατανομή των δαπανών**. Η κατανομή των πόρων οφείλει να γίνεται σύμφωνα με ένα δημοσιοποιημένο **σχέδιο** βασισμένο σε μια **ανάλυση κόστους – οφέλους με συγκεκριμένες προτεραιότητες** και χωρίς να υποκύπτει στις πιέσεις συγκεκριμένων ομάδων και συμφερόντων. Απαιτείται, επίσης, επιτάχυνση των επενδύσεων με την αξιοποίηση των ευρωπαϊκών πόρων και των ΣΔΙΤ, αύξηση του εισοδήματος των πολιτών με υψηλή ροπή προς κατανάλωση (π.χ. χαμηλοσυνταξιούχοι), αναδιάρθρωση του φορολογικού μηχανισμού, ενίσχυση της διαφάνειας, χρήση νέων τεχνολογιών και καταπολέμηση της διαφθοράς. Τέλος, πρέπει να επιτραπούν υπερβάσεις στον ΠΥ του 2009, αλλά με διασφάλιση του προσωρινού χαρακτήρα των μέτρων και της επιστροφής στη δημοσιονομική πειθαρχία με το πέρας της

κρίσης. Αναγκαία είναι επίσης, η συνέχιση της πιστωτικής επέκτασης προς τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις (αναμένεται ρυθμός μόνον 5% το 2009).

### **ΜΑΚΡΟΧΡΟΝΙΕΣ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΚΑΙ ΜΕΤΡΑ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗΣ**

Η διαρκής στασιμότητα και η πραγματική απόκλιση από την παλιά ΕΕ-15 μπορεί να είναι το αποτέλεσμα των **μακροχρόνιων** οικονομικών ανισορροπιών, που είναι βαθιές:

- ✓ ελλιπής ανταγωνιστικότητα (που οφείλεται σε πολλούς παράγοντες: γραφειοκρατία, ολιγοπωλιακή διάρθρωση των αγορών, κλπ.)
- ✓ γήρανση πληθυσμού και περαιτέρω πιέσεις στα δημόσια οικονομικά, τα οποία νοσοούν.

Οι αγορές σήμερα προφανώς επικεντρώνονται στις μακρο-χρόνιες ανισορροπίες και, έτσι, τα περιθώρια επιτοκίων των ελληνικών ομολόγων δείχνουν ότι αν κάτι παρόμοιο συνέβαινε το 1999, δεν θα μπαίναμε στην ΟΝΕ. Η μακροχρόνια στασιμότητα είναι πιθανή.

Για τη διασφάλιση της μακροπρόθεσμης ανάπτυξης, απαιτούνται επιπρόσθετα μέτρα. Σε αυτά συμπεριλαμβάνονται η δομική αλλαγή του συστήματος υγείας, όπου ο ανταγωνισμός με τον ιδιωτικό τομέα επιταχύνεται, η επιτάχυνση των διαρθρωτικών αλλαγών σε εταιρείες του δημόσιου, η αντιμετώπιση των ολιγοπωλιακών πρακτικών στο εμπόριο που δημιουργούν μία τεράστια διαφορά τιμών μεταξύ παραγωγών και καταναλωτών και η ανανέωση του εκπαιδευτικού συστήματος έτσι ώστε να λαμβάνονται υπόψη οι σύγχρονες ανάγκες της κοινωνίας. Πιο μακροπρόθεσμα, το πρόβλημα γήρανσης του πληθυσμού θα γίνει εντονότερο και, συνεπώς, το ασφαλιστικό πρέπει και αυτό να μπει στην ατζέντα των μεταρρυθμίσεων.

Το μεγάλο ερώτημα σήμερα είναι αν οι δημοσιονομικές πιέσεις οδηγήσουν σε ορθολογικές αποφάσεις και στη σωστή κατάταξη των οικονομικών προτεραιοτήτων ή, αντιθέτως, μήπως βρισκόμαστε αντιμέτωποι με μια περίοδο ασθενούς διακυβέρνησης και στάσιμης ανάπτυξης. Οι οικονομολόγοι ισχυρίζονται ότι στους οικονομικά δύσκολους καιρούς, σχεδόν ποτέ δεν γίνονται σοβαρές διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις. Αλλά η περίπτωση της Ελλάδας είναι διαφορετική: Η κρίση μπορεί να αφυπνίσει πολίτες και πολιτικούς από μια προηγούμενη περίοδο εφησυχασμού που φέρνει η ασπίδα της ΟΝΕ.