


ΤΟΥ Α. ΓΙΑΝΝΙΤΙΔΗ

Εδώ και εβδομάδες είναι σε εξέλιξη μια προσπάθεια δημιουργίας αισιοδοξίας ως προς τις προοπτικές της κρίσης. Ωστόσο η αισιοδοξία αυτή σκοντάφτει κάθε τόσο στις πραγματικές εξελίξεις και προβλέψεις των διεθνών φορέων και οργανισμών (ΟΟΣΑ, ΕΕ, ΕΚΤ κ.ά.). Με τις σημερινές συνθήκες είναι ορατό ότι οι παίκτες της αγοράς προσπαθούν να δημιουργήσουν «κλίμα» για να μπορέσουν να ξαναρχίσουν τα χρηματιστηριακά παιχνίδια και τις επενδύσεις σε νέα χρηματοοικονομικά προϊόντα.

Η κατασκευή αισιόδοξων μηνυμάτων όταν η οικονομική πραγματικότητα δεν δείχνει προς την ίδια κατεύθυνση, προκειμένου να δημιουργηθεί αισιοδοξία που από μόνη της θα αλλάξει τις οικονομικές συμπεριφορές, είναι μια επικίνδυνη άσκηση. Επικίνδυνη, γιατί οχινοβατεί μεταξύ επιτυχίας και παραπλάνησης. Επειτα όμως από την οικτρή διάψευση των αισιόδοξων προβλέψεων, που στην ίδια λογική υποστήριζαν από το φθινόπωρο του 2007 ότι στο πρώτο ή δεύτερο τρίμηνο του 2008 η κρίση θα είχε ξεπεραστεί, θα περίμενε κανείς να ισχύσει η αρχή του *learning from failure*, δηλαδή «μαθαίνω από τις αποτυχίες μου» – τόσο για τους παίκτες όσο και για τα θύματά τους.

Βλέποντας τα πραγματικά δεδομένα, διαπιστώνει κανείς ότι η ύφεση του 2009 αναμένεται να οδηγήσει σε μια κατάσταση περίπου μηδενικής μεγέθυνσης το 2010, με υψηλότερη ανερ-

Προοπτικές ανάκαμψης

γία και περαιτέρω κάμψη της κατανάλωσης και των επενδύσεων. Φαίνεται ότι η πτώση επιβραδύνεται, το χαμηλό σημείο της χρηματοοικονομικής κρίσης είναι μάλλον ορατό, ότι χώρες όπως η Κίνα και κάποια άλλα τμήματα της διεθνούς οικονομίας δείχνουν προοπτικές μιας δειλής ανάκαμψης. Ορισμένα πρόσθετα μηνύματα είναι ενθαρρυντικά, είναι όμως σποραδικά, εξαιρετικά ρευστά και έρχονται σε αντίθεση με άλλους δείκτες, προβλήματα και εκτιμήσεις.

Το βέβαιο είναι ότι, σήμερα, καμιά πρόβλεψη δεν στηρίζεται ακόμη σε στέρεο έδαφος και μπορεί να διαψευστεί και αυτή, όπως πολλές άλλες, από το 2007 ως σήμερα. Το βέβαιο επίσης είναι ότι διάφορες χρηματιστηριακές εξελίξεις μπορεί να αντανακλούν είτε μια θετική προοπτική είτε την αρχή μιας νέας φούσκας που προετοιμάζουν τα κερδοσκοπικά κεφάλαια, ιδιαίτερα γύρω από τις πρώ-

τες ύλες και το πετρέλαιο, όταν ακόμη η χρηματοοικονομική αγορά λειτουργεί με το χροεκοπημένο ρυθμικό κενό που έκανε το σύστημα ευάλωτο και επικίνδυνο ασταθές. Τελικά η παγκόσμια ανάκαμψη δεν θα προκύψει ούτε από τις εξελίξεις στην Κίνα ούτε από επικοινωνιακές ενέσεις αισιοδοξίας. Θα προκύψει όταν η πραγματική οικονομία στις ισχυρές χώρες αρχίσει να απομακρύνεται από τα χαμηλά επίπεδα στα οποία συρρικνώνεται σήμερα.

Η πορεία της ελληνικής οικονομίας είναι θολή και η έξοδος από την ύφεση, όπως και το αποτέλεσμα, θα εξαρτηθεί τόσο από τα εξαιρετικά έντονα σημερινά προβλήματα της οικονομίας όσο και από το πολιτικό μάνατζμεντ και τη διαχείριση της κρίσης, που ακόμη είναι αποσπασματικά ή και άγνωστα. Η πολιτική έχει να απαντήσει σε τρία μεγάλα προβλήματα σε σχέση με την ανάκαμψη και τη μετάβαση σε μια μετά την κρίση εποχή.

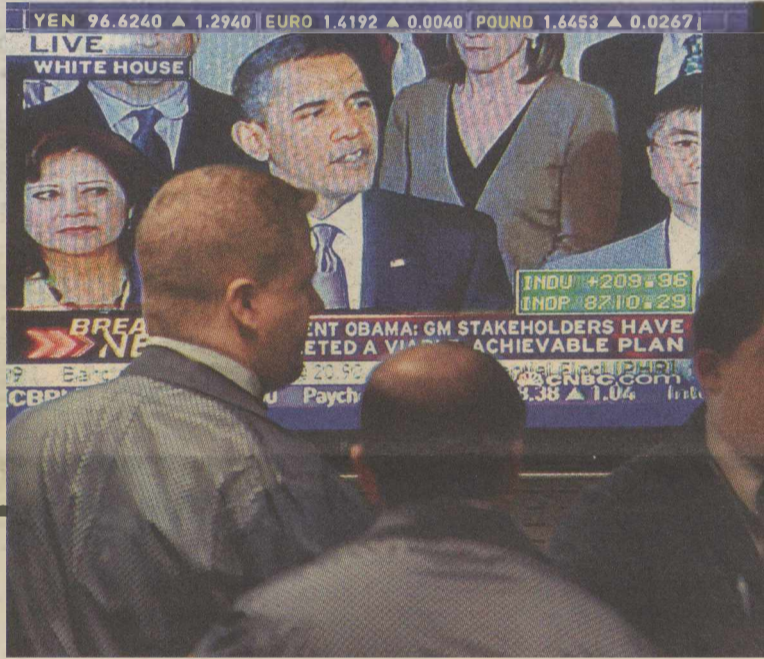
Το πρώτο αφορά τα δημοσιονομικά, τα οποία έχουν πάρει οδυνηρές διαστάσεις και θα καθορίσουν τις οικονομικές επιδόσεις και τις πολιτικές επιλογές για περισσότερα χρόνια. Το δεύτερο αφορά την ανταγωνιστικότητα, η οποία ήδη πριν από την κρίση είχε επιδεινωθεί σημαντικά, συμπιέζοντας προς τα κάτω τους ρυθμούς μεγέθυνσης. Πίσω από αυτήν κρύβεται η άρνηση της πολιτικής να λειτουργήσει με τους κανόνες της ΟΝΕ. Το τρίτο αφορά την ανάγκη πολιτικών πραγματικού εξορθολογισμού και μεταρρυθμίσεων σε περισσότερους τομείς, με κορυφαίο τον ευρύτερο δημόσιο τομέα και τη λειτουργία της πολιτικής εξουσίας. Ενα σύστημα όπου συνδυάζονται ταυτόχρονα εκτεταμένη διαφθορά, ανικανότητα, παραλογισμός και αβυσσάλια κενά πολιτικού πραγματισμού για τα «συλλογικά συμφέροντα» της χώρας βρίσκεται πλέον αντιμετώπιση με κρίσιμα εμπόδια στην πορεία για μια έξοδο από την κρίση.

Η υπέρβαση της σημερινής κρίσης δεν μπορεί να στηριχθεί πλέον στη νοσηρή αύξηση της δημόσιας και της ιδιωτικής κατανάλωσης με εξωτερικό δανεισμό. Απαιτούνται επενδύσεις που θα βελτιώσουν την παραγωγική ικανότητα και την ανταγωνιστικότητα, με έμφαση στην εκπαίδευση, τις υποδομές, την καθολική ενσωμάτωση νέων τεχνολογιών στις οικονομικές διαδικασίες, το θεσμικό πλαίσιο και τη δυνατότητα παραγωγικών πρωτοβουλιών «από τα κάτω», όλα αυτά απαλλαγμένα από την ασφυκτική γραφειοκρατική και πολιτική παρέμβαση και

διαφθορά. Η εξωστρέφεια, οι εξαγωγές, η σύνδεση με τη δυναμική των διεθνών αγορών και τις διεθνείς επενδύσεις αποτελούν στόχους που έχουν τεθεί στο περιθώριο. Ξένες επενδύσεις αντί να έρχονται, φεύγουν, όπως στη δεκαετία του 1970 και του 1980. Στην ουσία, για να μετατραπεί η αισιοδοξία σε πραγματικότητα απαιτούνται «αλλαγές υποδείγματος» (*paradigm shift*).

Το παραγωγικό σύστημα ήταν ο μεγάλος χαμένος μιας μακράς περιόδου, στη διάρκεια της οποίας στην άσκηση πολιτικής κυριάρχησαν τα χρηματιστηριακά deals, οι ιδιωτικοποιήσεις με στόχο τα κέρδη των παικτών και όχι την παραγωγική και ανταγωνιστική αναδιάρθρωση, η έμφαση σε μια πλασματική οικονομία. Χωρίς μια μετατόπιση της έμφασης στο τι, πόσο και πώς παράγουμε στον σημερινό κόσμο, ο μεγάλος κίνδυνος είναι να βγει η διεθνής οικονομία από την κρίση και η Ελλάδα να περιστρέφεται γύρω από τα ελλείμματα, τον πληθωρισμό, τα έκτακτα μέτρα, μια άτυπη στάση πληρωμών του κράτους στο εσωτερικό (για φάρμακα, ιατρική φροντίδα, συντάξεις, σχολεία, μισθούς) και τον συνεχή σηπτατισμό και απαξίωση της χώρας και των συμπερόντων της στην ευρωζώνη, στις διεθνείς αγορές και στη διεθνή σκηνή συνολικότερα. Με άλλα λόγια οι πολιτικές της περιόδου αυτής θα είναι πολύ περισσότερο καθοριστικές για τη μεσοπρόθεση ανάπτυξη της χώρας από ό,τι οι διεθνείς τάσεις ανάκαμψης.

Ο κ. Τάσος Γιαννιτίδης είναι καθηγητής του Πανεπιστημίου Αθηνών, πρώην υπουργός.


1η Ιουνίου 2009: χρηματιστές στη Γουόλ Στριτ παρακολουθούν τις ανακοινώσεις του Μπαράκ Ομπάμα για την οικονομία

ΤΟΥ ΓΚΙΚΑ Α. ΧΑΡΔΟΥΒΕΛΗ

Από τα μέσα Μαρτίου, και εν μέσω αυξανόμενης ανεργίας και χρεοκοπιών, τα διεθνή χρηματιστήρια έχουν ανακάμψει σημαντικά, ενώ οι δείκτες εμπιστοσύνης των καταναλωτών και των επιχειρήσεων σταμάτησαν την ελεύθερη πτώση τους. Η ρευστότητα επανέρχεται στη διατραπεζική αγορά και στην αγορά εμπορικών χρεογράφων, οι τράπεζες επανακτούν τη δυνατότητα έκδοσης ομολόγων και μετοχικού κεφαλαίου, ενώ τα περιθώρια των επιτοκίων δανεισμού των αναδυόμενων χωρών μειώνονται. Η υψηλή διακύμανση στις αγορές μειώνεται, οι τιμές του πετρελαίου, των μετάλλων και των ναύλων ακολουθούν ανοδική πορεία και η θετική καμπύλη αποδόσεων δείχνει ότι οι αγορές ομολόγων προεξοφλούν μελλοντική ανάκαμψη των οικονομιών.

Η δραματική αυτή αλλαγή στο κλίμα της αγοράς – που βρίσκεται σε αντιδιαστολή με την πραγματική οικονομία – οφείλεται στην επιτυχή παρέμβαση των αρχών, με προεξάρχουσες κυρίως δύο αποφάσεις τους. Η πρώτη ήταν η χρηματοδότηση του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου από το G20 κατά 1 τρισ. δολάρια, ώστε να μπορεί να στηρίζει

Μεταθέτουμε τα προβλήματα στο μέλλον

χώρες με προβλήματα, και η δεύτερη ήταν η εκτέλεση και η ανακίνηση των αποτελεσμάτων τεστ κοπώσεως στις 19 μεγάλες τράπεζες των ΗΠΑ. Τα αποτελέσματα αυτά, αν και επικρίθηκαν έντονα ότι υποεκτιμούν τα προβλήματα, έδωσαν μια αίσθηση ασφάλειας στις αγορές ότι το πρόβλημα έλλειψης επαρκών κεφαλαίων μπορεί να λυθεί, ότι η καταστροφή στις αγορές θα αποφευχθεί.

Τελείωσε λοιπόν η χρηματοοικονομική κρίση ή οι αγορές υπεραντιδρούν, υποεκτιμώντας το δράμα της οικονομίας και προεξοφλώντας μια πολύ γρήγορη ανάκαμψη; Πιστεύω ότι ξεπεράσαμε την πιθανότητα άμεσης κατάρρευσης των αγορών, αλλά πολλά προβλήματα τα κουκουλώσαμε και τα σπρώξαμε στο μέλλον με την ελπίδα ότι θα λυθούν από μόνα τους σταδιακά σε ένα πιο ευνοϊκό οικονομικό περιβάλλον. Η οποιαδήποτε λοιπόν ανάκαμψη θα είναι αναμικτή και θα τελεί πάντα υπό την αίρεση μιας πιθανής νέας επιδείνωσης της αγοράς.

Πιο συγκεκριμένα, το τραπεζικό πρόβλημα στις ΗΠΑ είναι μεγαλύτερο από αυτό που επίσημα ανακοινώνεται. Οι αρχές άλλαξαν τη νομοθεσία των λογιστικών προτύπων, επιτρέποντας στις τράπεζες να κρύβουν τις ζημιές τους έως την ημερομηνία λήξης των περιουσιακών στοι-

χείων, των οποίων οι τιμές έχουν μειωθεί δραματικά. Στη συνέχεια, τα τεστ κοπώσεως υπέθεσαν μια μεγάλη κερδοφορία το 2009 και το 2010, από την οποία αναμένεται να αντληθούν κεφάλαια ώστε να καλυφθούν οι επερχόμενες ζημιές. Στην Ευρώπη δεν μπήκαμε καν στη διαδικασία των τεστ κοπώσεως, με μόνη εξαίρεση τη γερμανική κυβέρνηση, η οποία σε μια προσπάθεια μεταχρονολόγησης των τραπεζικών ζημιών ανακοίνωσε τη δημιουργία «κακών τραπεζών» που θα δέχονται τα ζημιολογώντας τα στο αυθαίρετο ποσοστό του 90% της αρχικής αξίας τους. Ετσι και εκεί ο κίνδυνος παραμένει. Παρενθετικά, υπενθυμίζω ότι η Ελλάδα δεν έχει τραπεζικό πρόβλημα και αποτελεί μια φωτεινή εξαίρεση στη σημερινή κρίση. Η κεφαλαιακή επάρκεια των ελληνικών τραπεζών είναι η ισχυρότερη στην Ευρώπη, ενώ τα περιουσιακά τους στοιχεία είναι καθαρά, χωρίς τοξικά προϊόντα. Ο ισχυρός τραπεζικός τομέας είναι και μια κύρια αιτία που η ύφεση άργησε να φτάσει στην Ελλάδα.

Βραχυπρόθεσμα, τα επιτόκια παρέμβασης της Fed θα παραμείνουν σε χαμηλά επίπεδα για μακρύ χρονικό διάστημα, ώστε να επιτρέψουν στο δανεισμένο νοικοκυριό να μπορεί να αποπληρώσει τις δόσεις του

και στις τράπεζες να επιστρέψουν στην υγιή κερδοφορία ώστε να μην παραταθεί η κρίση. Εφόσον τελικά ξεφύγουμε από την κρίση, μεσοπρόθεσμα θα αναμετωπίσουμε το πρόβλημα ενός υψηλότερου πληθωρισμού, πιθανόν της τάξεως του 5%-7%. Τα μεγάλα δημόσια χρέη προσφέρουν στις κυβερνήσεις πληθωριστικό κίνητρο ώστε να διευκολύνεται η αποπληρωμή τους, η σημερινή οικονομική και κοινωνική κρίση κάνει τη μελλοντική καταπολέμηση του πληθωρισμού πολιτικά πολύ πιο δύσκολη, ενώ και από τεχνικής άποψης η υπάρχουσα υπερπροσφορά ρευστότητας και οι διαστρεβλωμένοι ισολογισμοί των κεντρικών τραπεζών έχουν φυτέψει τον σπόρο του μελλοντικού πληθωρισμού.

Στην επόμενη πενταετία ή δεκαετία η παγκόσμια οικονομία θα αναπτύσσεται με χαμηλότερους ρυθμούς από ό,τι στο παρελθόν. Ο αμερικανός καταναλωτής θα σταματήσει να είναι ο αγοραστής των κινεζικών, ιαπωνικών ή γερμανικών προϊόντων, καθώς οι ρυθμοί αποταμίευσης στις ΗΠΑ αναγκαστικά θα αυξηθούν. Το κενό αυτό στην παγκόσμια ζήτηση είναι δύσκολο να αναπληρωθεί από την εσωτερική ζήτηση στην κινεζική οικονομία, η οποία ταλαιπωρείται από σημαντικά διαρθρωτικά προβλήματα, στην ινδική, η οποία παραμένει κλειστή, στη ρωσική, η οποία

βασίζεται μονοδιάστατα στον τομέα της ενέργειας, ή στην ευρωπαϊκή οικονομία, η οποία παραδοσιακά τρέχει με χαμηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης και με υστέρηση. Συγχρόνως, τα μεγάλα δημοσιονομικά χρέη, που φέρνει η κρίση, αναμένεται να αποθαρρύνουν τη μελλοντική περαιτέρω επεκτατική δημοσιονομική πολιτική, ενώ τα ασφάλιστρα κινδύνου στα επιτόκια θα είναι υψηλότερα από αυτά της προ κρίσης περιόδου, μειώνοντας τους ρυθμούς των επενδύσεων.

Τέλος, η παγκόσμια κρίση δεν συνδέεται με τις ελληνικές αυτόχθονες μακροχρόνιες ανισορροπίες, που έχουν γίνει εμφανείς στο υψηλό και αυξανόμενο δημόσιο χρέος και στο τεράστιο έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών. Η κρίση, όμως, σε συνδυασμό με τις ανισορροπίες φέρνει πολύ πιο κοντά μας την πιθανότητα μακροχρόνιας στασιμότητας της οικονομίας και απόκλισης αντί για σύγκλιση με τις αναπτυγμένες οικονομίες της ευρωζώνης. Η μόνη χαράμαδα αισιοδοξίας είναι το γεγονός ότι η κρίση φαίνεται να μας αφυπνίζει από τον λήθαργο της ασπίδας της ΟΝΕ, πολίτες και πολιτικούς.

Ο κ. Γκίκας Α. Χαρδούβελις είναι καθηγητής Χρηματοοικονομικής στο Πανεπιστήμιο Πειραιώς και οικονομικός σύμβουλος του ομίλου Eurobank EFG.