

Η Ελλάδα εν μέσω διεθνούς κρίσης

του Γκίκα Α. Χαρδούβελη*

24/11/2008

* Καθηγητής, Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής Πανεπιστημίου Πειραιώς, & Οικονομικός Σύμβουλος Ομίλου Eurobank EFG.

Παρουσίαση στο ετήσιο συνέδριο του Ελληνο-Αμερικανικού Επιμελητηρίου:
«**Η Ώρα της Ελληνικής Οικονομίας**»

1. Εισαγωγή

Η ελληνική οικονομία παρουσιάζει σήμερα σημαντικές ιδιαιτερότητες. Από τη μια πλευρά, η χώρα μπορεί υπό προϋποθέσεις να ξεπεράσει την κρίση με τις λιγότερες δυνατές απώλειες σε σχέση με τις υπόλοιπες ευρωπαϊκές χώρες. Από την άλλη, η χώρα δοκιμάζεται από τεράστιες μακροχρόνιες ανισορροπίες, όπως το έλλειμμα ανταγωνιστικότητας, που απεικονίζεται στον υψηλότερο ελληνικό πληθωρισμό και το τεράστιο έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών. Οι μακροχρόνιες αυτές ανισορροπίες επιτείνουν τις παρενέργειες της κρίσης και μπορεί να φέρουν την οικονομία σε ύφεση. Έτσι, δύο είναι τα πιθανά σενάρια για το 2009. Είτε ένας ρυθμός ανάπτυξης λίγο υψηλότερος του 2% είτε μια μεγάλη ύφεση. Για να συμβεί, όμως, το πρώτο και καλό σενάριο της ανάπτυξης, πρέπει (1) τα δάνεια προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά σύντομα να απεγκλωβιστούν από τη σημερινή τους στασιμότητα, (2) οι δημόσιες επενδύσεις να πολλαπλασιαστούν, δηλαδή η δημοσιονομική πολιτική να γίνει πιο επεκτατική, (3) η αγορά να ομαλοποιηθεί ώστε να μην επικεντρωθεί στις μεγάλες ανισορροπίες της ελληνικής οικονομίας.

Σημειώνεται ότι στον Προϋπολογισμό του 2009, που πριν τρεις μέρες κατατέθηκε στη Βουλή των Ελλήνων, οι δημόσιες επενδύσεις μειώνονται αντί να αυξάνονται, όπως απαιτείται για την εξέλιξη του καλού σεναρίου του 2009. Η μείωση αυτή των επενδύσεων αποτελεί ένα μεγάλο αίνιγμα, αφού έτσι εμφανίζονται οι ελληνικές Αρχές να πιστεύουν ότι η κρίση δεν θα χτυπήσει την Ελλάδα όπως τις υπόλοιπες χώρες της Ευρώπης, ενώ η αρνητική πραγματικότητα είναι ήδη μπροστά μας. Υπενθυμίζεται ότι το ίδιο περίπου λάθος έγινε και πέρυσι τη ίδια εποχή, όταν οι κυβερνητικές προβλέψεις για το 2008 αγνόησαν τη διεθνή κρίση και τις παρενέργειές της στα επιτόκια και τη διεθνή οικονομική δραστηριότητα και επέμειναν σε ένα ρυθμό ανάπτυξης του 2008 παρόμοιο με αυτόν του 2007, δηλαδή 4%. Συγκεκριμένα, από το ίδιο βήμα του Ελληνο-Αμερικανικού Επιμελητηρίου, στην ίδια εκδήλωση ένα χρόνο νωρίτερα τον Νοέμβριο του 2007, ο παρών ομιλητής είχε τονίσει με έμφαση ότι η κρίση θα μείωνε τους ρυθμούς ανάπτυξης για το 2008, όπως και έγινε. Συνεπώς, η σημερινή αδράνεια στην απαιτούμενη δημοσιονομική πολιτική αντίδρασης στην κρίση μειώνει σημαντικά τις πιθανότητες του καλού σεναρίου και, έτσι, το σενάριο της βαθιάς ύφεσης αποκτά μεγαλύτερη πιθανότητα. Μάλιστα, μια τέτοια ύφεση στη συνέχεια θα σημάνει στασιμότητα

διαρκείας, αφού η έλλειψη μακροοικονομικών εργαλείων και οι μακροχρόνιες ανισοροπίες δεν επιτρέπουν τη γρήγορη ανάκαμψη.

2. Το καλό σενάριο ανάπτυξης του 2009

Το καλό σενάριο του 2009 απεικονίζεται στον Πίνακα 1. Οι προ-τελευταία στήλη δείχνει τις προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για ρυθμό ανάπτυξης 2,5% και η τελευταία τις προβλέψεις του συγγραφέα για ρυθμό ανάπτυξης 2,1%. Σημειώνεται ότι στον Προϋπολογισμό του 2009, η σημερινή κυβερνητική πρόβλεψη είναι για ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ 2,7%. Ο Προϋπολογισμός εμφανίζεται σχετικά πιο απαισιόδοξος όσον αφορά τον ρυθμό αύξησης των επενδύσεων, αλλά ιδιαίτερα αισιόδοξος στη δυνατότητα περιορισμού της δημόσιας κατανάλωσης και στον ρυθμό αύξησης των εξαγωγών εν μέσω διεθνούς ύφεσης. Επίσης, ο Προϋπολογισμός υποθέτει ότι οι εισαγωγές θα αυξηθούν με ρυθμό μικρότερο της αύξησης της κατανάλωσης.

Στην αντίπερα όχθη των απαισιόδοξων προβλέψεων βρίσκονται οι διεθνείς αναλυτές από επενδυτικές τράπεζες και αξιολογικούς οίκους, καθώς και το ΔΝΤ, το οποίο μάλιστα πριν την επιδείνωση της κρίσης, προέβλεπε ήδη ρυθμό ανάπτυξης 2%. Όμως, από τα μέσα Οκτωβρίου, το ΔΝΤ έχει μειώσει ακόμα περισσότερο τις προβλέψεις του για όλο τον πλανήτη κατά περίπου 1 ποσοστιαία μονάδα ανά περιοχή, χωρίς πάντοτε να δίνει ειδικότερες προβλέψεις ανά χώρα, όπως η Ελλάδα. Προφανώς, η πρόβλεψή του και για την Ελλάδα θα είναι για έναν ρυθμό ανάπτυξης αρκετά χαμηλότερο του 2%.

Πίνακας 1
Το καλό σενάριο ανάπτυξης του 2009

Το καλό σενάριο: Ετήσια αύξηση σε σταθερές τιμές	Σταθμίσεις (2007)	Προϋπο-λογισμός 2009	Ευρωπαϊκή Επιτροπή 2009	Προβλέψεις Συγγραφέα 2009
ΑΕΠ	100,0%	2,7	2,5	2,1
Ιδ. Κατανάλωση	71,2%	2,2	2,2	2,0
Δημ. Κατανάλωση	16,7%	1,0	2,7	2,4
Επενδύσεις	22,5%	1,5	2,8	2,1
Εξαγωγές	23,0%	4,3	3,1	2,6
Εισαγωγές	33,5%	1,0	2,5	2,1
Εν. ΔΤΚ		3,0	3,5	3,3
Ισοζύγιο Γενικής Κυβ. (% ΑΕΠ)		-2,0	-2,2	-2,9
Χρέος Γενικής Κυβ. (% ΑΕΠ)		91,4	92,2	93,0
Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών (% ΑΕΠ)		-	-15,0	-14,0

Η Ελλάδα στη διάρκεια του 2008 και έως τον Σεπτέμβριο δεν επηρεάστηκε πολύ από τη διεθνή κρίση, παρά μόνον ελαφρώς μέσω των υψηλότερων επιτοκίων. Μετά τον Σεπτέμβριο, όμως, η διεθνής επιδείνωση της κρίσης έφερε και μια απότομη κάμψη στις χορηγήσεις των τραπεζών. Αιτία της αντοχής της ελληνικής οικονομίας έως τον Σεπτέμβριο είναι η σχετική δύναμη του εγχώριου τραπεζικού συστήματος. Η σημερινή διεθνής κρίση ξεκίνησε από τον χρηματοοικονομικό τομέα και έτσι η κρίση δεν έγινε αισθητή στην Ελλάδα με τον ίδιο άμεσο τρόπο που έγινε στο εξωτερικό. Στα Διαγράμματα 1 και 2 γίνεται μια σύγκριση της κατάστασης του ελληνικού τραπεζικού συστήματος σε σχέση με τα ευρωπαϊκά. Δύο είναι τα προβλήματα που ταλανίζουν το διεθνές χρηματοοικονομικό σύστημα: Έλλειψη φερεγγυότητας και έλλειψη ρευστότητας. Και στα δύο οι ελληνικές τράπεζες υπερέχουν των αντίστοιχων ευρωπαϊκών. Ο λόγος ιδίων κεφαλαίων προς ενεργητικό είναι στην Ελλάδα ο υψηλότερος στην Ευρωζώνη (Διάγραμμα 1), γεγονός που δείχνει ότι οι ελληνικές τράπεζες έχουν ισχυρή κεφαλαιακή βάση. Επίσης, ο λόγος δανείων προς καταθέσεις είναι ο δεύτερος μικρότερος στην Ευρωζώνη μετά τη Μάλτα, γεγονός που υποδηλώνει ότι το ζήτημα έλλειψης ρευστότητας είναι λιγότερο έντονο στη χώρα μας.

Διάγραμμα 1

Ίδια Κεφάλαια Τραπεζών προς Μέγεθος Ενεργητικού



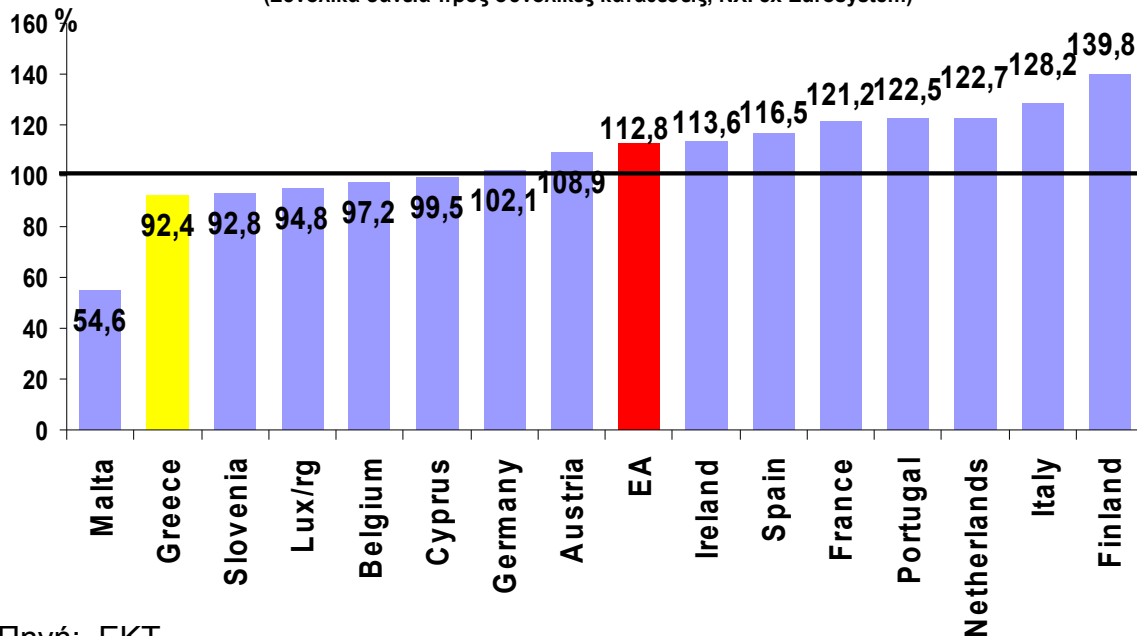
Πηγή: Bloomberg, υπολογισμοί συγγραφέα

Διάγραμμα 2

Λόγος Δανείων προς Καταθέσεις

Αύγουστος 2008

(Συνολικά δάνεια προς συνολικές καταθέσεις, NXI ex Eurosystem)



Πηγή: EKT

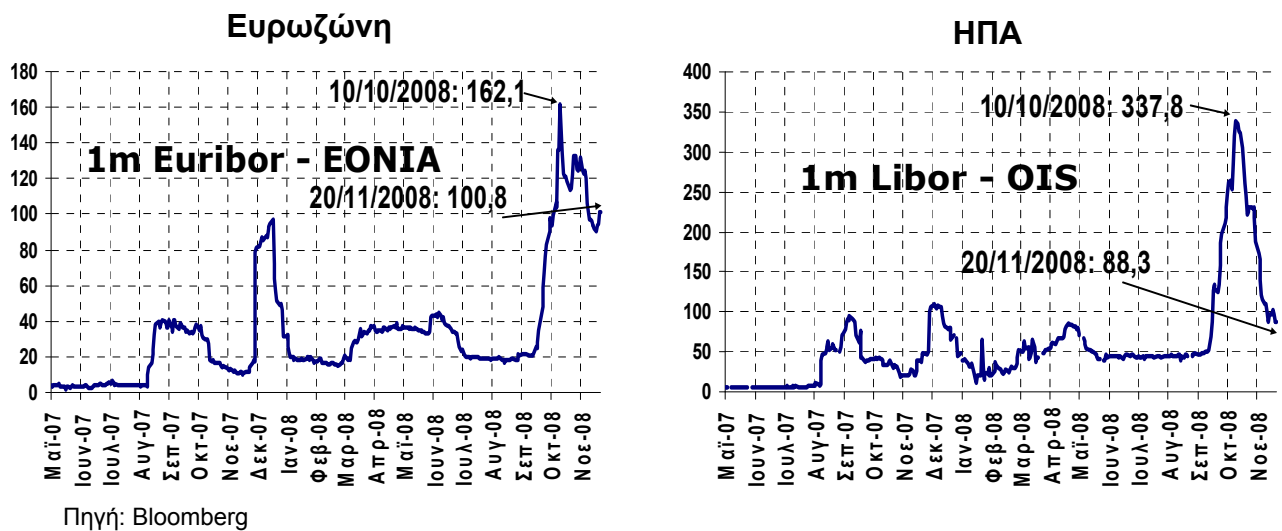
3. Το κακό σενάριο ύφεσης του 2009

Η πιθανότητα ύφεσης της ελληνικής οικονομίας το 2009 δεν είναι αμελητέα. Οι κύριοι αρνητικοί παράγοντες που μπορούν να φέρουν την ύφεση είναι τρεις: (1) Η έλλειψη ρευστότητας, (2) ο περιορισμός αντί αύξησης των δημόσιων επενδύσεων και (3) η πιθανή επικέντρωση της προσοχής των διεθνών αγορών στο τεράστιο έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών και η αύξηση των απαιτούμενων επιτοκίων για τη χρηματοδότησή του.

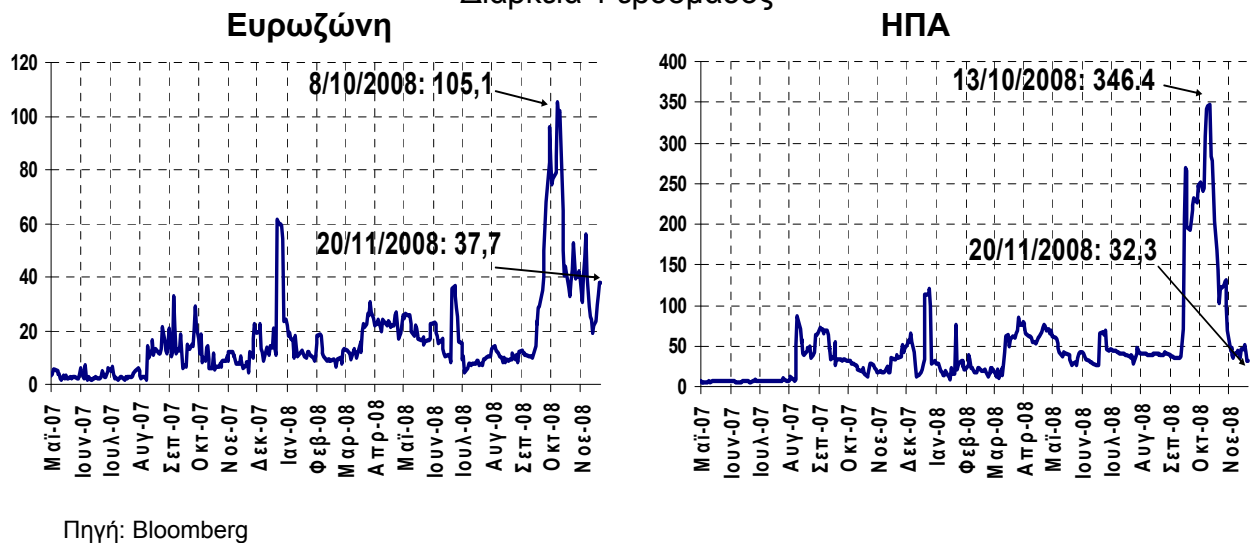
Το πρόβλημα έλλειψης κεφαλαίων φαίνεται να επιλύεται διεθνώς μετά τις παρεμβάσεις των κυβερνήσεων και τις ενέσεις κεφαλαιοποίησης. Όμως, το πρόβλημα της ρευστότητας παραμένει. Αυτή τη στιγμή δεν υπάρχει παρά ελάχιστη ρευστότητα για διατραπεζικό δανεισμό πέραν της εβδομάδος. Οι τράπεζες συνεχίζουν να μην εμπιστεύονται η μία την άλλη. Μάλιστα, όπως δείχνουν και τα Διαγράμματα 3α και 3β, υπάρχει μια τεράστια διαφορά ανάμεσα στον ακάλυπτο και καλυμμένο δανεισμό μεταξύ των τραπεζών, η οποία δεν έχει επανέλθει στα επίπεδα του Αυγούστου, τουλάχιστον στην Ευρώπη. Στον δανεισμό ενός μηνός η διαφορά αυτή είναι μια ολόκληρη ποσοστιαία μονάδα στην Ευρωζώνη. Οι ευρωπαϊκές τράπεζες προτιμούν να τοποθετούν το ρευστό που τους περισσεύει στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα παρά να το δανείζουν σε άλλες ιδιωτικές τράπεζες με υψηλότερο

επιτόκιο. Τις τελευταίες εβδομάδες οι καταθέσεις στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα έχουν εκτοξευθεί από το €1 δις στα €200 περίπου δις (Διάγραμμα 4). Επομένως, η ενεργοποίηση του πακέτου των €28 δις, που πρόσφατα ψηφίστηκε με καθυστέρηση στη Βουλή των Ελλήνων, θα μειώσει το πρόβλημα ρευστότητας των ελληνικών τραπεζών, αλλά δεν θα το εξαλείψει. Το πακέτο των €28 δις θα βοηθήσει στο να κρατηθεί δυναμικά ο ρυθμός αύξησης των χορηγήσεων στο μισό ύψος σε σχέση με το προηγούμενο μέγεθός του και, έτσι, αποτελεί ένα πρώτο θετικό βήμα. Δεν αποτελεί, όμως, πανάκεια.

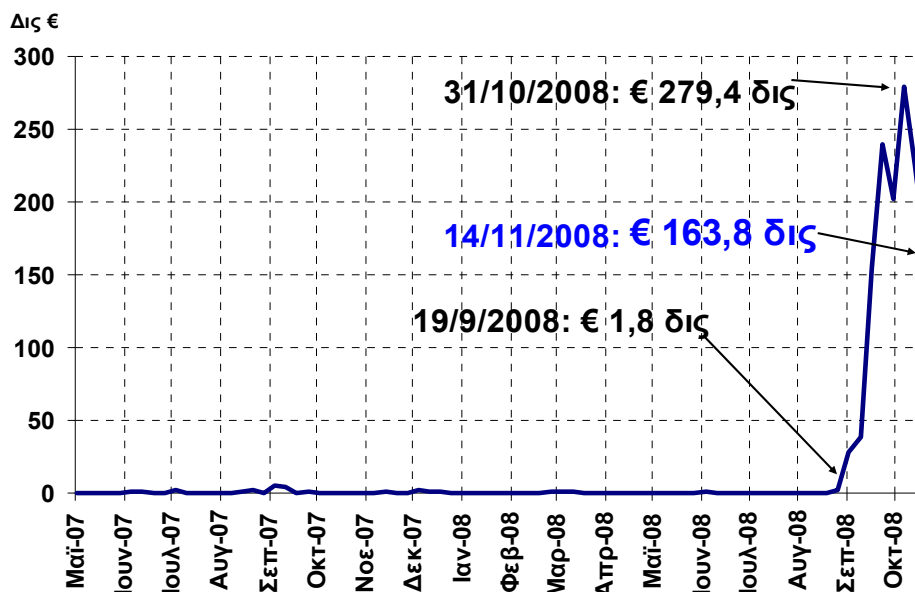
Διάγραμμα 3α
Περιθώριο ακάλυπτου-καλυμμένου δανεισμού
Διάρκεια 1 μηνός



Διάγραμμα 3β
Περιθώριο ακάλυπτου-καλυμμένου δανεισμού
Διάρκεια 1 εβδομάδος



Διάγραμμα 4
Καταθέσεις Τραπεζών στην Κεντρική τράπεζα

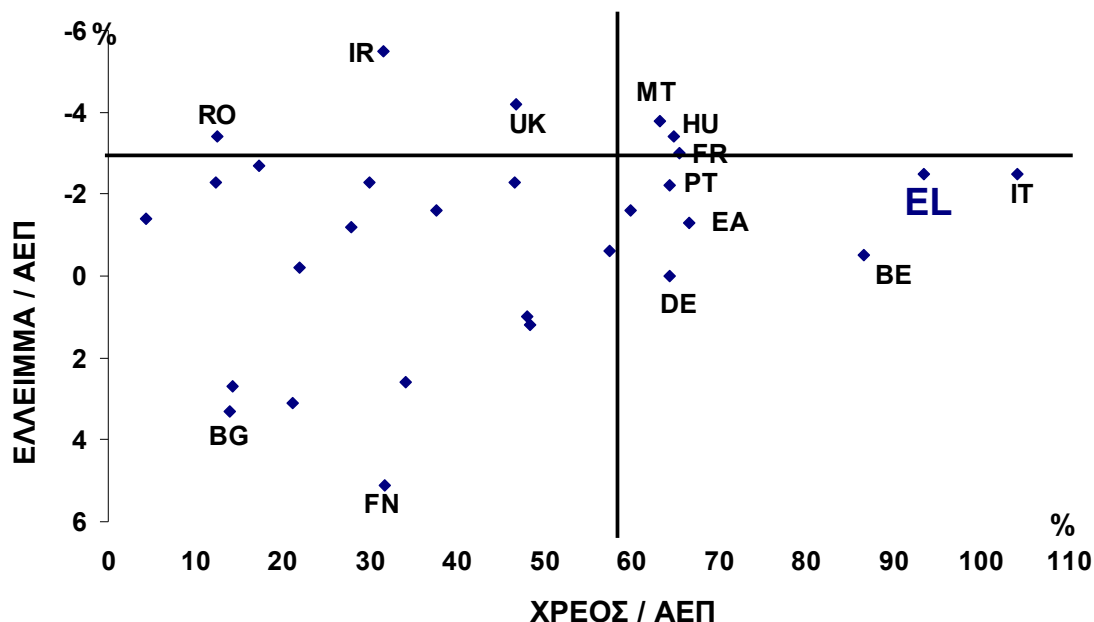


Πηγή: ΕΚΤ

Το δεύτερο μεγάλο πρόβλημα για την Ελλάδα, που φαίνεται πλέον να αναδεικνύεται σε κυρίαρχο ρίσκο είναι η έλλειψη δυναμικής αντίδρασης στην κρίση με επεκτατική δημοσιονομική πολιτική. Η αδυναμία προφανώς πηγάζει από την άσχημη δημοσιονομική εικόνα της χώρας, όπως αυτή φαίνεται στο Διάγραμμα 5. Η Ελλάδα έχει το δεύτερο χειρότερο – μετά την Ιταλία - ποσοστό χρέους Γενικής Κυβέρνησης ως προς το μέγεθος της οικονομίας της στην Ευρώπη των 27. Συγχρόνως, το έλλειμμα του 2008 υπολογίζεται πολύ κοντά στο ανώτατο επιθυμητό επίπεδο του 3% (ενώ το έλλειμμα του 2007 είχε ξεπεράσει το 3%). Συνεπώς, η πολιτική πίεση για δημοσιονομική πειθαρχία είναι έντονη για την Ελλάδα και η παράβαση του ορίου του 3% θα μπορούσε δυνητικά να γίνει μόνον αν υπάρξει κοινή απόφαση ότι προσωρινά το όριο του 3% δεν θα ισχύσει για όλες τις χώρες.

Η αδυναμία εφαρμογής μια επιθετικής πολιτικής επενδύσεων είναι ιδιαίτερα εμφανής και ανησυχητική στον Προϋπολογισμό του 2009. Οι δαπάνες δημοσίων επενδύσεων το 2009 μειώνονται κατά €850 εκατ. ή 8,8% στα €8,8 δις. Συγχρόνως, τα αναμενόμενα έσοδα από την ΕΕ μειώνονται κατά €1.430 εκατ. ή 27,1% στα €3,7 δις. Η μείωση αυτή είναι αινιγματική διότι γίνεται σε μια χρονιά που απαιτείται μεγαλύτερη ενεργοποίηση των κοινοτικών πόρων.

Διάγραμμα 5
 Η δημοσιονομική κατάσταση στην Ευρώπη των 27
 (τέλος 2008)



Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή

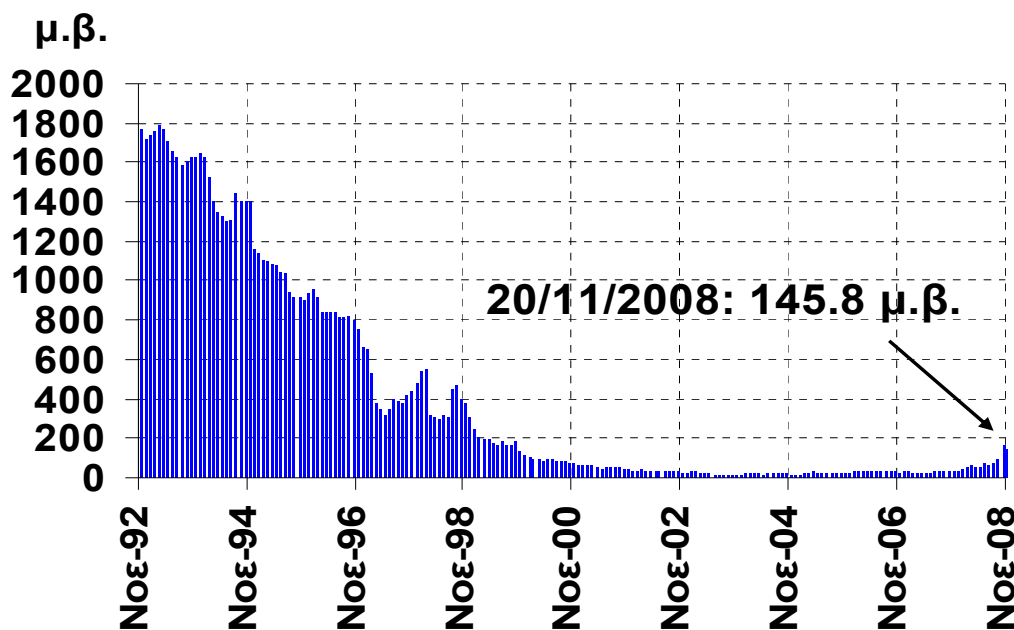
Το τρίτο πρόβλημα του 2009 για την Ελλάδα πηγάζει από το μεγάλο έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών, το οποίο έχει εκτιναχθεί στα επίπεδα του 15% από περίπου 4% πριν την είσοδό μας στην Ευρωζώνη. Από τα μέσα του 2003 έως τα μέσα του 2008, η σωρευτική αύξηση του ελλείμματος, εκφρασμένου ως ποσοστό του ΑΕΠ, είναι 49 ποσοστιαίες μονάδες, όσο περίπου και αύξηση του εξωτερικού χρέους της χώρας. Το εξωτερικό χρέος στα μέσα του 2008 έφτασε τα \$531,7 δις ή 138,2% του ΑΕΠ από \$166,2 δις στα μέσα του 2003 ή 85,8% του τότε ΑΕΠ. Με άλλα λόγια, η υπέρ-κατανάλωση στην Ελλάδα, όπως αυτή υποδηλώνεται μέσω του ελλείμματος τρεχουσών συναλλαγών, χρηματοδοτείται από την εισροή ξένων κεφαλαίων, κυρίως μέσω δανεισμού.

Η ελληνική υπέρ-κατανάλωση με δανεικά από το εξωτερικό εγείρει και το ερώτημα τι θα μπορούσε να συμβεί αν η χρηματοδότηση από το εξωτερικό σταματούσε ή αν γίνονταν πιο ακριβή. Τι δηλαδή θα μπορούσε να συμβεί αν οι διεθνείς αγορές ξαφνικά επικεντρώνονταν στα ελληνικά ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών και δίσταζαν να αγοράζουν ελληνικά ομόλογα. Η απάντηση είναι προφανής: Τόσο τα επιτόκια θα αυξάνονταν όσο και η παροχή δανείων θα γίνονταν με μεγαλύτερη αυστηρότητα και απαιτούμενη τεκμηρίωση εκ μέρους των δανειστών. Και οι δύο περιπτώσεις συνεπάγονται μείωση της συνολικής ζήτησης στην οικονομία και πτώση της οικονομικής δραστηριότητας.

Προς το παρόν, βεβαίως, η πιθανότητα μιας τέτοιας αύξησης των επιτοκίων είναι μικρή. Στο Διάγραμμα 6 γίνεται μια χρονική αναδρομή στα περιθώρια του ελληνικού επιτοκίου με το γερμανικό. Αν και σήμερα το περιθώριο έχει αυξηθεί και βρίσκεται στο 1,46%, το ποσοστό αυτό είναι πολύ μικρό σε σχέση με τα ποσοστά που επικρατούσαν στο πρώτο μισό της δεκαετίας του 1990. Επιπλέον, η σημερινή άνοδος των περιθωρίων δικαιολογείται από την παράλληλη άνοδο των περιθωρίων και άλλων χωρών (Διάγραμμα 7). Η σημερινή άνοδος είναι ένα διεθνές φαινόμενο και όχι αποκλειστικά ελληνικό.

Διάγραμμα 6

Περιθώριο 10-ετών ομολόγων ελληνικού-γερμανικού Δημοσίου

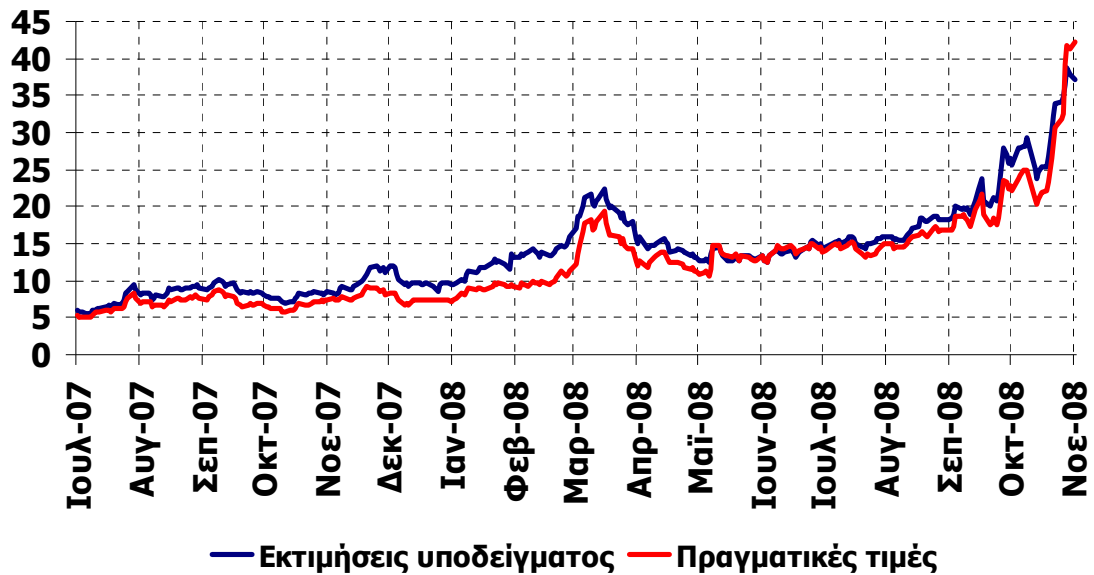


Πηγή: Ecowin

Υπάρχει, όμως, και μια επιπλέον αρνητική διάσταση του εξωτερικού δανεισμού της Ελλάδας, που χρήζει προσοχής. Στο Διάγραμμα 8 εμφανίζεται η κατανομή του εξωτερικού αυτού δανεισμού ανάμεσα σε διαφορετικούς φορείς της χώρας: Δημόσιο, Κεντρική Τράπεζα, Ιδιωτικές τράπεζες, λοιποί ιδιωτικοί φορείς. Τα ποσά του δανεισμού στην κατανομή είναι μικτά, δηλαδή δεν έχουν αφαιρεθεί τα κεφάλαια που φεύγουν από τη χώρα. Έτσι, οι τράπεζες εμφανίζονται να κατέχουν το 33% του εξωτερικού δανεισμού, χωρίς να αφαιρούνται τα κεφάλαια των τραπεζών που φεύγουν από την Ελλάδα. Με δεδομένη την παρατήρηση αυτή, το μεγάλο ποσοστό συμμετοχής των ιδιωτικών τραπεζών στον εξωτερικό δανεισμό δείχνει ότι σε μια περίοδο έλλειψης ρευστότητας στον τραπεζικό τομέα, όπως είναι η σημερινή, η πιθανή αντίστροφη μετακίνηση των τραπεζικών κεφαλαίων προς το εξωτερικό στο μέλλον θα δημιουργούσε ακόμα πιο έντονο πρόβλημα ρευστότητας και θα επιδεινωνε την εγχώρια κρίση. Κάτι τέτοιο, προς το παρόν έχει μικρή πιθανότητα, αλλά η συνέχιση της κρίσης μεγιστοποιεί τα ρίσκα.

Διάγραμμα 7

Η άνοδος του ελληνικού περιθωρίου επιτοκίων είναι φυσιολογική

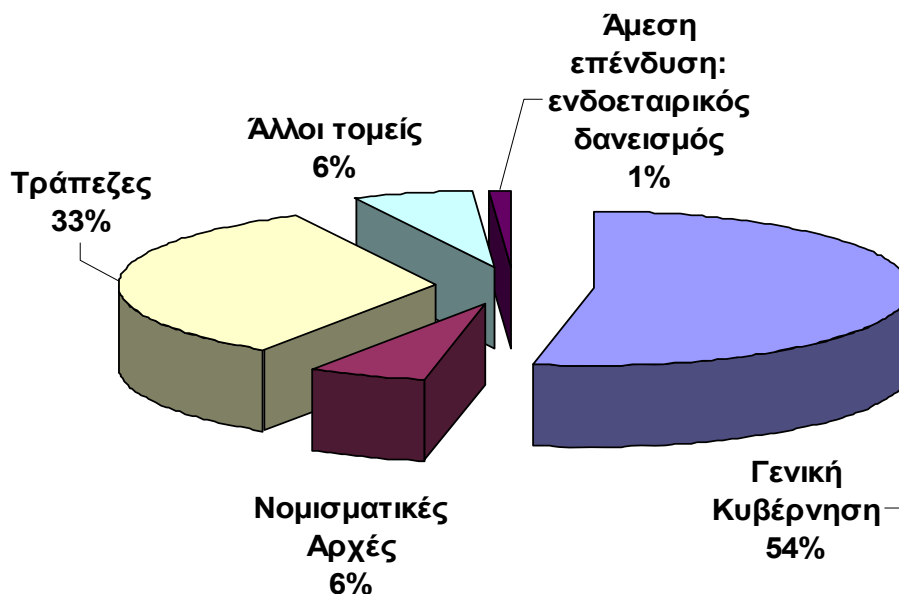


Σημειώσεις:

- 1) Στο διάγραμμα αποτυπώνεται το αποπληθωρισμένο περιθώριο 10-ετών ομολόγων ελληνικού-γερμανικού Δημοσίου καθώς και η εκτίμησή του με βάση οικονομετρικό υπόδειγμα.
- 2) Η οικονομετρική εκτίμηση γίνεται με βάση τη σχέση του ελληνικού περιθωρίου με τα περιθώρια λοιπών χωρών της Ευρωζώνης καθώς και του δείκτη περιθωρίων των αναδυόμενων αγορών πριν το ξεκίνημα της κρίσης τον Ιούλιο του 2007

Διάγραμμα 8

Η σύνθεση εξωτερικού χρέους της Ελλάδος στο τέλος Ιουνίου 2008
Συνολικό Ποσό: \$531,7 δις



Αν τελικά επικρατήσει το κακό σενάριο της ύφεσης, τότε η οικονομική απραγία αναμένεται να πολλαπλασιαστεί. Η χώρα θα βρεθεί σε δύσκολη θέση. Η δυσκολία πηγάζει από το γεγονός ότι μέσα στην Ευρωζώνη τα μακροοικονομικά εργαλεία αντιμετώπισης της αναπτυξιακής ύφεσης είναι περιορισμένα. Επιπλέον, η ιστορική εμπειρία με υφέσεις στην Ελλάδα δεν είναι καθόλου ενθαρρυντική. Η Ελλάδα είναι μια χώρα του ΟΟΣΑ όπου στο παρελθόν επικράτησαν πολύ υψηλές διακυμάνσεις της οικονομικής δραστηριότητας (Πίνακας 2). Σε περιόδους ύφεσης, η συνολική απώλεια της οικονομικής δραστηριότητας στην Ελλάδα ήταν περίπου 3 φορές μεγαλύτερη από τη διάμεση απώλεια των χωρών του ΟΟΣΑ!

Πίνακας 2
Εμπειρία από προηγούμενες υφέσεις

Υφέσεις 1960-2007				
	# υφέσεων	Διάρκεια* (τρίμηνα)	μεταβολή του ΑΕΠ** (%)	Σωρευτική Απώλεια ΑΕΠ (%)***
Ελλάδα	8	3,50	-6,45	-11,83
OECD				
Διάμεσος	5,00	3,00	-1,87	-3,04
Μέσος	5,81	3,64	-2,63	-6,40

Πηγή: CKT, ΔΝΤ (8/2008)

- * Ο αριθμός των τριμήνων από το ανώτατο στο κατώτατο σημείο του οικονομικού κύκλου.
- ** Από το ανώτατο στο κατώτατο σημείο του οικονομικού κύκλου.
- *** Άθροισμα του ρυθμού μεταβολής του ΑΕΠ από την αρχή ως το τέλος της ύφεσης: Λαμβάνει υπόψη τόσο την % μεταβολή όσο και τη διάρκεια της ύφεσης

4. Συμπεράσματα

Η Ελλάδα του 2009 μπορεί να ακολουθήσει δύο διαφορετικές πορείες, ανάλογα με την αντίδραση που θα επιδείξουν οι Αρχές στην εντεινόμενη και εισαγόμενη διεθνή κρίση. Η πρώτη πορεία είναι αυτή της ανάπτυξης με ένα ρυθμό της τάξης του 2%, ο οποίος στις σημερινές διεθνείς συνθήκες είναι ικανοποιητικός. Η δεύτερη πορεία είναι αυτή της ύφεσης, η οποία αναμένεται να ακολουθηθεί από μια μακρά περίοδο στασιμότητας.

Η ανάγκη για άμεση αντίδραση εξακολουθεί να μας υπεκφεύγει. Αιτία είναι πιθανόν το γεγονός ότι έως σήμερα η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση δεν έχει επηρεάσει την ελληνική οικονομία με τόση ισχύ όσο τις άλλες

ευρωπαϊκές χώρες. Η κρίση ξεκίνησε στο χρηματοοικονομικό τομέα, εκεί όπου η Ελλάδα έχει ισχυρό συγκριτικό πλεονέκτημα. Οι ελληνικές τράπεζες απορρόφησαν για πολύ καιρό το υψηλότερο διεθνές κόστος δανεισμού χωρίς να χρειαστούν βοήθεια και χωρίς να το μεταφέρουν εξ ολοκλήρου στους πελάτες τους. Όμως, η διάρκεια της διεθνούς κρίσης αποδείχτηκε πολύ μεγαλύτερη της αρχικά αναμενόμενης. Και η επιδείνωσή της από τον Σεπτέμβριο του 2008 ανάγκασε τις εγχώριες τράπεζες σε μείωση των χορηγήσεων και αύξηση των επιτοκίων. Συγχρόνως, η διεθνής οικονομική στασιμότητα επηρεάζει αρνητικά τη ναυτιλία, τον τουρισμό και τις εξαγωγές. Η κρίση μεταφέρεται σταδιακά και στην πραγματική οικονομία.

Το κακό σενάριο της ύφεσης δεν έχει αμελητέα πιθανότητα. Πρώτον, η έλλειψη ρευστότητας εξακολουθεί να βαραίνει τις διεθνείς αγορές και να επηρεάζει και τις υγιείς ελληνικές τράπεζες. Το πακέτο των €28 δις αποτελεί ένα πρώτο θετικό βήμα, αλλά πιθανόν να μην επαρκέσει, αν το πρόβλημα της έλλειψης εμπιστοσύνης στις διεθνείς αγορές δεν επιλυθεί και έτσι δεν μπορούν να χρηματοδοτηθούν με χαμηλό κόστος όλες οι ανάγκες των τραπεζών. Η ρευστότητα λοιπόν θα εξακολουθήσει να είναι πρόβλημα, αλλά φυσικά όχι με την ένταση που είχε έως σήμερα.

Δεύτερον, η σημερινή κρίση απαιτεί κυρίως επεκτατική δημοσιονομική πολιτική, αλλά η ελληνική δημοσιονομική πολιτική εμφανίζεται εγκλωβισμένη σε ακινησία από το υψηλό χρέος και τα υψηλά ελλείμματα. Αποτελεί μάλιστα ιδιαίτερα αρνητική έκπληξη το γεγονός ότι στον Προϋπολογισμό του 2009, οι δημόσιες επενδύσεις καθώς και οι εισροές από την ΕΕ μειώνονται. Έτσι, το δημοσιονομικό αναδεικνύεται πλέον σε μεγαλύτερο ρίσκο από την έλλειψη ρευστότητας.

Τρίτον, αν η διεθνής κρίση συνεχιστεί με την ένταση των τελευταίων 10 εβδομάδων και πολλές χώρες – όπως τώρα η Ισλανδία, η Ουγγαρία ή η Ουκρανία, βρεθούν στα πρόθυρα της χρεοκοπίας, τίποτα δεν αποκλείει οι αγορές να επικεντρωθούν και στη χρηματοδότηση του τεράστιου ελληνικού ελλείμματος τρεχουσών συναλλαγών και να «επιτεθούν» στην Ελλάδα, δηλαδή να αρνηθούν τον δανεισμό, φέρνοντας σε δυσκολία ακόμα και την έκδοση κρατικών ομολόγων. Άλλωστε, ο εξωτερικός δανεισμός της χώρας μας στα μέσα του 2008 είχε ξεπεράσει το 138% του ΑΕΠ από 86% που ήταν προ πενταετίας. Σε ένα τέτοιο σενάριο, τα επιτόκια δανεισμού του κράτους θα εκτιναχθούν προς τα πάνω, θα υπάρξει έλλειψη κεφαλαίων και η ύφεση θα πάρει διαστάσεις επιδημίας. Αυτό το εφιαλτικό σενάριο θεωρώ ότι έχει μικρή πιθανότητα, αλλά δεν το αποκλείω διότι στη σημερινή διεθνή κρίση οι αρνητικές εκπλήξεις διαδέχονται η μία την άλλη. Σημειώνω, επίσης, ότι το 33% του εξωτερικού χρέους προέρχεται από τις τράπεζες και, έτσι, στη σημερινή κρίση το πρόβλημα της έλλειψης ρευστότητας και το πρόβλημα του υψηλού εξωτερικού χρέους αποκτούν διαστάσεις συγκοινωνούντων δοχείων.

Ανακεφαλαιώνοντας, σήμερα θεωρώ ότι το καλό σενάριο της ανάπτυξης είναι αυτό που θα επικρατήσει το 2009. Όμως, οι πιθανότητες του καλού ή του κακού σεναρίου μεταβάλλονται καθημερινά. Για παράδειγμα, ο αναιμικός ως προς τις δημόσιες επενδύσεις προϋπολογισμός του 2009 αύξησε τις πιθανότητες του κακού σεναρίου. Δεν πιστεύω, όμως, ότι τελικά οι

επενδύσεις θα παραμείνουν στα επίπεδα που σήμερα εκτιμούνται ή ότι η δημόσια κατανάλωση θα αυξηθεί μόνον 1%, όπως εμφανίζεται στον προϋπολογισμό. Θεωρώ, με άλλα λόγια, ότι η οικονομική πολιτική θα ευθυγραμμιστεί με την ανάγκη υπεράσπισης της οικονομίας και ότι το δημοσιονομικό έλλειμμα θα αυξηθεί πολύ πιο πάνω από το 2%, που σήμερα εμφανίζεται στον προϋπολογισμό.