

# Η Ελλάδα στη δίνη του διεθνούς στασιμοπληθωρισμού

Του ΓΚΙΚΑ Α. ΧΑΡΔΟΥΒΕΛΗ\*

**Τ**α έτη 2008 και 2009 θα είναι δύσκολα για τις οικονομίες του πλανήτη, κάτι που τελευταία συνειδητοποιείται από τις διεθνείς χρηματιστηριακές αγορές, και ιδιαίτερα τη δική μας, που έχει πέσει κατά 39% από την αρχή του έτους έως τις 2 Ιουλίου. Τόσο στις ΗΠΑ όσο και την Ευρώπη παρατηρούμε πτώση των ρυθμών ανάπτυξης από 1,2 έως 1,5 ποσοστιαίες μονάδες, ενώ σε πολλές χώρες του αναπτυσσόμενου κόσμου, όπου οι φυσιολογικοί ρυθμοί ανάπτυξης είναι συνήθως πολύ υψηλότεροι, μια πτώση μεγαλύτερη από 2 ποσοστιαίες μονάδες. Συγχρόνως, ο πληθωρισμός έχει φουντώσει σε όλες τις χώρες του πλανήτη, αποτελώντας τον νούμερα ένα κίνδυνο, με πιθανότητα να ενσωματωθεί στις προσδοκίες των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων, κάτι που στη συνέχεια δυσχεραίνει ιδιαίτερα την καταπολέμησή του. Οι κεντρικές τράπεζες βρίσκονται απέναντι στο επιπλέον πρόβλημα του πληθωρισμού, που για να δαμασθεί απαιτεί ακριβώς την αντίθετη πολιτική, δηλαδή αύξηση των επιτοκίων. Ο κίνδυνος του στασιμοπληθωρισμού είναι ορατός. Συγχρόνως, τα χρηματιστήρια βλέπουν μειωμένη κερδοφορία στο μέλλον από τη χαμηλή ανάπτυξη, καθώς και υψηλότερα επιτόκια, όχι μόνον επειδή πιστεύουν ότι τελικά οι κεντρικές τράπεζες θα αναγκαστούν να αυξήσουν τα επιτόκια παρέμβασης, αλλά και επειδή οι κίνδυνοι έχουν πολλαπλασιαστεί και τα ασφάλιστρα κινδύνου που απαιτούν οι επενδυτές είναι υψηλότερα. Με άλλα λόγια, για τα χρηματιστήρια, το περιβάλλον είναι τριπλά αρνητικό.

Οι επιπτώσεις στην ελληνική οικονομία είναι ήδη ορατές τόσο στην οικονομική δραστηριότητα, με μείωσή της κατά περίπου 0,8 ποσοστιαίες μονάδες το 2008, όσο και τον πληθωρισμό, με αύξησή του κατά τουλάχιστον μιάμιση ποσοστιαία μονάδα και με περαιτέρω επιδείνωση της διαφοράς του από τον πληθωρισμό της Ευρωζώνης.

## Πληθωρισμός

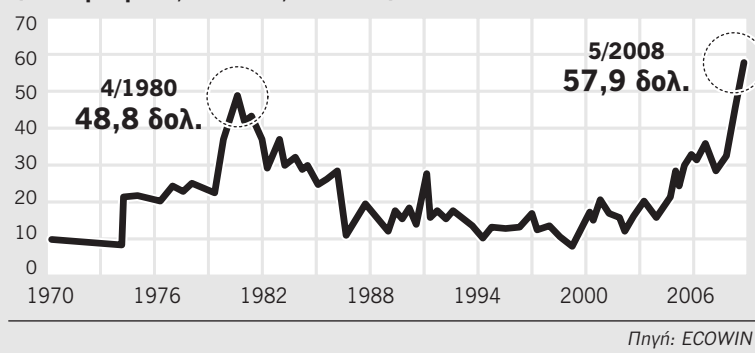
Οι διεθνείς πληθωριστικές πιέσεις τροφοδοτούνται κυρίως από τις ανοδικές τιμές του πετρελαίου, των τροφίμων και των πρώτων υλών, οι οποίες ανεβάζουν το κόστος παραγωγής και διακίνησης όλων των προϊόντων και περνούν σταδιακά στον πυρήνα του πληθωρισμού παγκοσμίως. Στην Ελλάδα ο πληθωρισμός αποτελεί συγκριτικά τη μεγαλύτερη απειλή, που θα μας ταλαιπωρεί για ένα χρονικό διάστημα πέραν της διαιτίας. Πολλοί βλέπουν πληθωρισμό 4,5% ή και μεγαλύτερο το 2008, τονίζοντας ότι η επίδραση του πετρελαίου είναι μεγαλύτερη στην Ελλάδα αφού η ενεργειακή ένταση της οικονομίας μας είναι πολύ μεγαλύτερη από αυτή της Ευρωζώνης. Ήδη το Μάιο ο εγχώριος πληθωρισμός έφτασε κοντά στα υψηλότερα επίπεδα των τελευταίων 10 ετών (4,9%) και η ψαλίδα με τον πληθωρισμό της Ευρωζώνης αυξήθηκε στις 1,2 ποσοστιαίες μονάδες. Τα ελληνικά νοικοκυριά θα έχουν αναλογικά μικρότερη αγοραστική δύναμη

## Η μεταβολή στη ζήτηση και την προσφορά πετρελαίου την επταετία 2000-2007

	2000 (εκατ. βαρ./ημέρα)	% αύξηση	2007 (εκατ. βαρ./ημέρα)	% συνολικής αύξησης
Παγκόσμια ζήτηση	76,4	12,3%	85,8	100%
Ανεπτυγμένες Οικονομίες	48,1	2,1%	49,1	10,5%
Κίνα	4,5	66,6%	7,5	32,0%
Λοιπές αναπτυσσόμενες Οικονομίες	23,8	22,7%	29,2	57,5%
Παγκόσμια προσφορά	80,2	9,4%	87,7	

## Διαχρονική εξέλιξη της τιμής του πετρελαίου σε σχέση με την τιμή του καλαθιού της νοικοκυράς

(WTI spot price, USA CPI, 1982-84)



Πηγή: ECOWIN

για ένα μεγάλο χρονικό διάστημα, όσο και τα ελληνικά προϊόντα θα χάνουν ακόμα περισσότερο την ανταγωνιστικότητά τους έναντι των ξένων. Ενώ το έλλειμμα ανταγωνιστικότητας, σωρεύεται διαχρονικά.

Η χρηματοοικονομική κρίση μαζί με την ταυτόχρονη κρίση στην αγορά ακινήτων είναι υπεύθυνες για την αρχική πτώση στην οικονομική δραστηριότητα των ΗΠΑ. Η κρίση στην αγορά κατοικίας ξεκίνησε το 2006, αλλά η χρηματοοικονομική κρίση τον Ιούλιο/Αύγουστο του 2007. Η επίδραση της κρίσης στην ελληνική οικονομική δραστηριότητα είναι πιο περιορισμένη από την αντίστοιχη επίδραση σε Ευρώπη και ΗΠΑ και σαφώς μικρότερη από ότι αυτή του σοκ του υψηλού πληθωρισμού. Δεν υπάρχουν αρνητικοί πολλαπλασιαστές της χρηματοοικονομικής κρίσης στην Ελλάδα, όπως στην περίπτωση του πληθωρισμού. Αντίθετα, υπάρχει έντονος ανταγωνισμός στον τραπεζικό χώρο, με α-

ποτέλεσμα οι ίδιες οι τράπεζες όχι μόνον να μην κερδίζουν από τον χρηματοοικονομικό αναβρασμό, αλλά να απορροφούν μέρος του αυξημένου κόστους. Βεβαίως, η αύξηση των επιτοκίων δεν είναι αμελητέα, αφού αναμένεται να αφαιρέσει περίπου 2,3 δισ από τη συνολική ζήτηση. Η ελληνική οικονομία θα επηρεαστεί και μέσω μειωμένων ρυθμών αύξησης των εξαγωγών και των τουριστικών εισπράξεων.

## Η ελληνική ανισορροπία

Οι δύο αρνητικοί εξωτερικοί παράγοντες του πληθωρισμού και της χρηματοοικονομικής κρίσης προσγειώνουν τους ρυθμούς ανάπτυξης στη χώρα μας το 2008 στην περιοχική λίγο πάνω από το 3%, με σαφή επιδείνωση το 2009. Ορισμένοι αναλυτές, κυρίως από επενδυτικές τράπεζες του εξωτερικού, σταδιακά αφυπνίζονται και στην πιθανότητα διόρθωσης των ελληνικών ανισορροπιών μέσω ύφεσης και, έτσι, εκτι-

μούν ότι οι ρυθμοί ανάπτυξης το 2009 θα είναι ακόμα μικρότεροι, περίπου 2%. Αυτό δεν το βλέπω να γίνεται τόσο γρήγορα, αλλά ο κίνδυνος είναι υπαρκτός. Η κύρια μακροχρόνια ανισορροπία στην Ελλάδα είναι το έλλειμμα ανταγωνιστικότητας, που διευρύνεται όσο ο ελληνικός πληθωρισμός είναι μεγαλύτερος από τον πληθωρισμό των εμπορικών μας εταίρων. Σύμφωνα με την Τράπεζα της Ελλάδος, η ανταγωνιστικότητα στις τιμές έχει μειωθεί κατά περίπου 20% μετά την ένταξη στην Ευρωζώνη. Αυτό είναι ένα πολύ σοβαρό πρόβλημα που, σύμφωνα με πλείαδα μελετών, δεν αποτελεί φαινόμενο ισορροπίας τύπου «Balassa-Samuelson», που προέρχεται από την ακίνδυνη σύγκλιση των εισοδημάτων με την Ευρωζώνη. Σε μακροοικονομικό επίπεδο, η ανισορροπία εκδηλώνεται στο υψηλό έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών, που έφτασε το 2007 το 14,1% του ΑΕΠ. Η εκτίναξη του από ένα επίπεδο χαμηλότερο του 4% της περιόδου πριν την ΟΝΕ δεν οφείλεται μόνον στην αύξηση του μεριδίου των επενδύσεων. Οφείλεται κυρίως στην αύξηση του μεριδίου της εισαγόμενης κατανάλωσης, η οποία δεν αντιστοιχεί σε παρόμοια αύξηση της εγχώριας παραγωγής.

Σε καμία οικονομία δεν μπορεί η εγχώρια κατανάλωση να υπερβαίνει τόσο πολύ την εγχώρια παραγωγή για μεγάλο χρονικό διάστημα χωρίς επιπτώσεις. Μια ομαλή διόρθωση, χωρίς ενδιάμεση ύφεση, μπορεί να έρθει μόνο με αντιστροφή εδώ και τώρα στο ζήτημα της ανταγωνιστικότητας, που σημαίνει έμφραση στην ποιότητα, διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, περισσότερο ανταγωνισμό, σημαντικές επενδύσεις στην παιδεία, κλπ. Σημαίνει ότι θα πάψουμε να κρυβόμαστε πίσω από το άρμα της Ευρωζώνης - μέσα από το οποίο οι ευρωπαϊκές αγορές συνεχίζουν να μας χρηματοδοτούν παρά τις ανισορροπίες μας, και θα εργαστούμε προς τη σωστή κατεύθυνση και με κοινωνική συναίνεση. Μάλιστα, επιφανείς οικονομολόγοι, όπως ο Olivier Blanchard του ΜΙΤ, έχουν ποσοτικοποιήσει τις απαιτήσεις της ομαλής διόρθωσης με δύο απλές στατιστικές: Πρώτον, ο πληθωρισμός να πέσει στο μέσο όρο της Ευρωζώνης και, δεύτερον, η παραγωγικότητα σε σχέση με την παραγωγικότητα στην Ευρωζώνη να είναι υψηλότερη κατά δύο ποσοστιαίες μονάδες για 9 χρόνια. Το θέμα είναι καυτό και απαιτεί έρευνα, που μέχρι στιγμής δεν έχει γίνει στη χώρα μας. Βεβαίως, υπάρχουν στοιχεία αισιοδοξίας, όπως η εξωστρέφεια των ελληνικών επιχειρήσεων και η επέκτασή τους στην Ανατολική Ευρώπη, μια περιοχική η οποία αναμένεται να αναπτύσσεται πολύ πιο γρήγορα από τη Δυτική Ευρώπη, δίνοντας έτσι τη δυνατότητα γρηγορότερης αύξησης της παραγωγικότητας των ελληνικών επιχειρήσεων. Τα ερωτηματικά, όμως, είναι πολλά.

Ο κ. Χαρδούβελης είναι καθηγητής στο τμήμα Χρηματοοικονομικής & Τραπεζικής Διοικητικής Πανεπιστημίου Πειραιώς Οικονομικός Σύμβουλος Ομίλου Eurobank EFG

## Το δίλημμα των κεντρικών τραπεζών

Ο στασιμοπληθωρισμός δεν δαμάζεται χωρίς κόστος. Η Fed αγνόησε τον πληθωρισμό επειδή είχε να αντιμετωπίσει τη μεγαλύτερη χρηματοοικονομική κρίση από την εποχή του μεσοπολέμου. Τώρα, όμως, που η πιθανότητα κατάρρευσης του χρηματοοικονομικού συστήματος έχει μειωθεί και η χρηματοοικονομική κρίση είναι κάπως ελεγχόμενη ώστε η πιθανότητα σημαντικής καθίζησης της οικονομίας να είναι σχετικά μικρή, ο πληθωρισμός ανεβαίνει. Και ανεβαίνει στις ΗΠΑ όχι μόνο λόγω πετρελαίου και αγροτικών προϊόντων, αλλά και λόγω πτώσης της τιμής του δολαρίου, την οποία επέφερε η ίδια η μείωση των επιτοκίων. Η Fed βρίσκεται απέναντι σε ένα σημαντικό δίλημμα: Να ανεβάσει τα επιτόκια ρισκάροντας την ανάπτυξη και την επιδείνωση της χρηματοοικονομικής κρίσης ή να τη κρατήσει σταθερά ρισκάροντας ακόμα υψηλότερο πληθωρισμό; Πιστεύω ότι θα δούμε άνοδο των επιτοκίων μόλις προς το τέλος του 2008 και κυρίως το 2009. Τότε θα γνωρίζουμε καλύτερα και το βάθος της ύφεσης καθώς και πόσο κοντά είμαστε στο τέλος της. Στην Ευρωζώνη, η συμπεριφορά της ΕΚΤ είναι πιο προβλέψιμη αλλά όχι ξεκάθαρη. Μια αύξηση πάνω από το 4,25% έως το τέλος του έτους είναι πολύ πιθανή, ιδιαίτερα επειδή ο μοναδικός στόχος της ΕΚΤ είναι ο πληθωρισμός. Πιο μεγάλη αύξηση είναι ιδιαίτερα δύσκολη, διότι τα σημάδια ύφεσης της ευρωπαϊκής οικονομίας θα πληθαίνουν με την πάροδο του χρόνου και η πολιτική πίεση στην ΕΚΤ - παρά την ανεξαρτησία της - θα μεγαλώνει.