



ΤΟΥ ΓΚΙΚΑ Α. ΧΑΡΔΟΥΒΕΛΙΣ

Μεταθέτουμε τα προβλήματα στο μέλλον

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

χώρες με προβλήματα, και η δεύτερη ήταν η εκτέλεση και η ανακοίνωση 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 αναιμική 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 ζημιόγωνα στοιχεία των τραπεζών, τιμολογώντας τα στο αυθαίρετο ποσοστό του 90% της αρχικής αξίας τους. Έτσι 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 μπορέσει 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 αντιμετωπίσουμε 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 ύπαρχυσσα 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 χαράμάδα 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. Χαρδοιβελίς είναι καθηγητής Χρηματοοικονομικής στο Πανεπιστήμιο Πειραιώς και οικονομικός σύμβουλος του ομίλου Eurobank EFG.