

Μπορεί η Ελλάδα να γίνει η Ουγγαρία της ONE;

Της Μιραντας Ξαφα*

Η παγκόσμια οικονομία περνάει μια σοβαρή και πρωτόγνωρη κρίση. Το πρωτόγνωρο στοιχείο είναι η ταχύτητα με την οποία η κρίση μεταδόθηκε από τα στεγαστικά δάνεια μειωμένης εξασφάλισης στην Αμερική στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα και στην οικονομία. Αυτή είναι η πρώτη παγκόσμια κρίση στις τιτλοποιημένες διεθνείς κεφαλαιαγορές, όπου τα ρίσκα κατανέμονται σε ευρύ φάσμα επενδυτών σε όλο τον κόσμο και κανείς δεν έχει πλήρη εικόνα. Η πολυπλοκότητα και η αδιαφάνεια των νέων σύνθετων τιτλοποιημένων προϊόντων και άλλων παραγώγων μεταφοράς πιστωτικού κινδύνου (CDS) έκανε την αξία τους δύσκολο να εκτιμηθεί. Οι στατιστικές μέθοδοι που χρησιμοποιούνται για την τιμολόγηση αυτών των προϊόντων και την αξιολόγηση του πιστωτικού κινδύνου που εμπεριέχουν είχαν βασιστεί στις ευνοϊκές συνθήκες που επικρατούσαν στις διεθνείς αγορές από την αρχή της δεκαετίας. Το ρίσκο που συνεπάγονται σε περίοδο ύφεσης είχε υποεκτιμηθεί.

Η έκταση της κρίσης μπορεί να εκτιμηθεί από τις χρηματοπιστωτικές ζημίες που έχει προκαλέσει. Το ΔΝΤ υπολογίζει ότι οι ζημίες από επισφαλή στεγαστικά δάνεια και άλλα σύνθετα τιτλοποιημένα προϊόντα και παράγωγα ανέρχονται σε 1,4 τρισεκατομμύρια δολάρια στα μέσα Σεπτεμβρίου. Εκτοτε ασφαλώς αυξήθηκαν καθώς η κρίση χειροτέρευσε με έναυσμα τη χρεοκοπία της Lehman, επενδυτικής τράπεζας παγκόσμιας εμβέλειας. Οι ζημίες αυτές είναι με απόσταση οι μεγαλύτερες που έχει υποστεί η παγκόσμια οικονομία τη μεταπολεμική περίοδο. Η επακόλουθη κάθετη πτώση της τιμής των μετοχών μεγάλων τραπεζών κλόνισε την εμπιστοσύνη επενδυτών και καταθετών, ενώ η συνεχιζόμενη αβεβαιότητα δυσχέρανε την άντληση νέων κεφαλαίων.

Η κλιμάκωση της κρίσης

Η χρεοκοπία της Lehman στα μέσα Σεπτεμβρίου προκάλεσε μη ελεγχόμενες αλυσιδωτές αντιδράσεις καθώς δημιούργησε μεγάλες ζημίες στα αντισυμβαλλόμενα πιστωτικά ιδρύματα και οδήγησε σε μια γενική επανεκτίμηση του πιστωτικού κινδύνου. Η λίγη εμπιστοσύνη που είχε απομείνει εξανεμίστηκε και οι χρηματοπιστωτικές αγορές κυριολεκτικά πάγωσαν. Δημιουργήθηκε έτσι ένα domino effect που οδήγησε σε συστημική κρίση με πρώτο θύμα τη Merrill Lynch που εξαγοράστηκε από την Bank of America έναντι ψιχίων. Ακολούθησε η διάσωση από το αμερικανικό δημόσιο της ασφαλιστικής εταιρείας AIG και των δύο εταιρειών-εγγυητριών στεγαστικών δανείων Fannie και Freddie, με ισολογισμούς ύψους τρισεκατομμύριων δολαρίων, για να αποτραπεί η κατάρρευση του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Πέρα από αυτούς τους κολοσσαίους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς, η λίστα των τραπεζών που κατέρρευσαν, διασώθηκαν, συγχωνεύτηκαν ή εξαγοράστηκαν τόσο στην Αμερική όσο και στην Ευρώπη συνέχεια μεγαλώνει. Και θα μεγαλώσει κι άλλο καθώς η διαδικασία προσαρμογής σε ένα νέο, πιο λιτό και διαφανές παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα δεν έχει λήξει.

Η χρηματοπιστωτική κρίση μεταδίδεται στην οικονομία καθώς οι τράπεζες μειώνουν την παροχή νέων πιστώσεων για να περιορίσουν τις επισφάλειες και να διατηρήσουν επάρκεια κεφαλαίων παρά τις ζημίες που έχουν υποστεί. Ο κλονισμός της εμπιστοσύνης των επενδυτών οδηγεί σε μαζικές ρευστοποίησεις, προκαλώντας πτώση στις διεθνείς κεφαλαιαγορές. Η επακόλουθη μείωση του πλούτου των νοικοκυριών μειώνει τη ροπή προς κατανάλωση και εντείνει την ύφεση, μειώνοντας τη δυνατότητα των επιχειρήσεων και νοικοκυριών να εξυπηρετούν τα δάνειά τους. Δημιουργείται έτσι ένας φαύλος κύκλος αρνητικών αλληλεπιδράσεων μεταξύ κεφαλαιαγορών και πραγματικής οικονομίας. Τον Νοέμβριο, ένα μόλις μήνα μετά τη δημοσίευση του World Economic Outlook, το ΔΝΤ αναθεώρησε προς τα κάτω τις προβλέψεις του για την παγκόσμια ανάπτυξη στο 2% το 2009 από 4% το 2008, και αναμένεται νέα πτωτική αναθεώρηση τον Ιανουάριο. Οι αναπτυγμένες οικονομίες σαν σύνολο θα έχουν αρνητική ανάπτυξη το 2009 για πρώτη φορά τη μεταπολεμική περίοδο. Οι αναπτυσσόμενες χώρες, παρόλο που δεν είναι εκτεθειμένες σε τιτλοποιημένα προϊόντα υψηλού ρίσκου, επηρεάζονται έμμεσα από την κρίση καθώς προσαρμόζονται στην πτώση της παγκόσμιας ζήτησης και στη μείωση των εισροών κεφαλαίων. Χώρες με υψηλές δανειακές ανάγκες όπως αυτές της ανατολικής Ευρώπης πλήττονται ιδιαίτερα από την κρίση.

Η μεγάλη πτώση των χρηματιστηρίων και η αύξηση των αποδόσεων των κρατικών και εταιρικών ομολόγων αυξημένου ρίσκου δημιουργούν επενδυτικές ευκαιρίες ακόμα και αν η ύφεση συνεχιστεί για μερικούς ακόμα μήνες, δεδομένου ότι οι αγορές προεξοφλούν τις εξελίξεις και ανακάμπτουν πριν από την οικονομία. Η αβεβαιότητα, όμως, που επικρατεί ως προς τη διάρκεια και το βάθος της ύφεσης μειώνει τη διάθεση ανάληψης επενδυτικών κινδύνων. Επιπλέον, η συνεχιζόμενη ρευστοποίηση θέσεων από θεσμικούς επενδυτές στην προσπάθειά τους να μειώσουν τη «μόχλευση» (leverage) των ιδίων κεφαλαίων με δανειακά κεφάλαια και να ανταποκριθούν σε margin calls σημαντικότερα ότι οι συνθήκες στις διεθνείς αγορές μπορεί να χειροτερεύσουν κι άλλο πριν καλυτερεύσουν.

Οι κεντρικές τράπεζες και οι κυβερνήσεις παγκοσμίως αντέδρασαν σχετικά γρήγορα και συντονισμένα με μειώσεις επιτοκίων και πρωτοφανή μέτρα στήριξης της ρευστότητας και κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών. Για τις χώρες της Ε.Ε. είναι ιδιαίτερα σημαντικές οι συγκεκριμένες ενέργειες αντιμετώπισης της κρίσης που προέκυψαν από το Συμβούλιο Κορυφής της 12ης Οκτωβρίου, όπου αποφασίστηκε η συμμετοχή του κράτους στο κεφάλαιο των τραπεζών και η κρατική εγγύηση του συνόλου του παθητικού τους που περιλαμβάνει, πέρα από τις καταθέσεις, και τα νέα ομολογιακά δάνεια που θα συνάψουν τα επόμενα χρόνια. Η όλη προσπάθεια αποβλέπει στην αποκατάσταση της δυνατότητας των τραπεζών να χορηγήσουν νέα δάνεια ώστε να περιοριστεί η επίπτωση της κρίσης πάνω στην οικονομία.

Τα μέτρα στήριξης των τραπεζών, παρότι αναγκαία, δεν είναι ικανά να αποτρέψουν σημαντική επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας. Ακόμα και αν εξασφαλίσουν επαρκή χρηματοδότηση, οι ελληνικές τράπεζες επηρεάζονται αρνητικά από την αύξηση του κόστους χρηματοδότησης, την αύξηση των επισφαλειών και τη μείωση της αποτίμησης στοιχείων του ενεργητικού τους. Η επακόλουθη επιβράδυνση της πιστωτικής επέκτασης θα επηρεάσει αρνητικά την κατανάλωση και τις επενδύσεις, ενώ ο μειωμένος ρυθμός ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας θα πλήξει τις εξαγωγές προϊόντων καθώς και το τουριστικό και ναυτιλιακό συνάλλαγμα.

Πέρα από τις παρεμβάσεις στον τραπεζικό τομέα, πολλές χώρες στηρίζουν τη ζήτηση ασκώντας μία χαλαρή δημοσιονομική πολιτική. Το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης αρκετών χωρών της Ε.Ε. προβλέπεται να ξεπεράσει το όριο του 3% του ΑΕΠ το 2009. Η Ελλάδα όμως δεν έχει μεγάλα περιθώρια άσκησης αντικυκλικής πολιτικής, καθώς η προοπτική αύξησης του δημοσιονομικού ελλείμματος αυξάνει το ασφάλιστρο κινδύνου (spread) των τίτλων του Δημοσίου, επιβαρύνοντας το κόστος εξυπηρέτησης του υπέρογκου δημοσίου χρέους.

Η ασπίδα του ευρώ

Αυτό που μας σώζει είναι η ένταξή μας στην Ευρωζώνη. Χωρίς αυτή, η αναχρηματοδότηση του χρέους και ο νέος δανεισμός του Δημοσίου και των τραπεζών θα παρουσίαζαν δυσκολίες στις σημερινές συνθήκες. Η υιοθέτηση του ευρώ εξάλειψε τον συναλλαγματικό κίνδυνο και κατέστησε τα ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου «αυτοχρηματοδοτούμενα» για τους επενδυτές, εφόσον είναι αποδεκτά ως ενέχυρο έναντι χρηματοδότησης από την ΕΚΤ. Δεν είναι τυχαίο ότι η Ουγγαρία, μέλος της Ε.Ε. εκτός Ευρωζώνης, αναγκάστηκε να προσφύγει σε δανεισμό από το ΔΝΤ στις αρχές Νοεμβρίου, παρά το γεγονός ότι τόσο το δημόσιο όσο και το εξωτερικό της χρέος (66% και 106% του ΑΕΠ αντίστοιχα το 2007) είναι σημαντικά χαμηλότερα από αυτά της Ελλάδας (95% και 137%). Παρά το γεγονός ότι το έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών (δηλ. η ανάγκη εξωτερικού δανεισμού) είναι μόλις το μισό από αυτό της Ελλάδας (6% του ΑΕΠ), ο συναλλαγματικός κίνδυνος αύξησε σημαντικά το επενδυτικό ρίσκο της χώρας.

Παρά την ασπίδα που προσφέρει το ευρώ, το ιδιαίτερα αντίξο διεθνές περιβάλλον, σε συνδυασμό με την περιορισμένη δυνατότητα άσκησης αντικυκλικής πολιτικής, θα έχει σημαντική επίπτωση στον ρυθμό ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας το 2009. Και οι πρόσφατες καταστροφές από την κοινωνική έκρηξη που προκάλεσαν οι αναρχικοί προσθέτουν στο χρέος και επιβαρύνουν την ανάπτυξη.

Τι πρέπει να γίνει για να αποκατασταθούν συνθήκες σταθερότητας; Δυστυχώς οι διαρθρωτικές αλλαγές που θα βελτίωναν την αναπτυξιακή προοπτική και θα μείωναν το ύψος του χρέους είτε έγιναν με μινιμαλιστικό τρόπο χωρίς ουσιαστικό αποτέλεσμα (παιδεία, ασφαλιστικό) είτε αναβλήθηκαν όσο επικρατούσαν ευνοϊκές συνθήκες («επανίδρυση του κράτους», ιδιωτικοποίηση Ολυμπιακής) παρά τις προσπάθειες κάποιων υπουργών. Η ανάγκη υλοποίησης των αλλαγών αυτών μόλις ξεπεραστεί η κρίση είναι επιτακτική. Είναι πλέον προφανές ότι η απλόχερη παροχή δικτύου προστασίας στους εργαζόμενους στον δημόσιο τομέα έχει προ πολλού ξεπεράσει τις δυνατότητες της οικονομίας και έχει στρεβλώσει τα κίνητρα για παραγωγική εργασία.

* Η κ. Μιράντα Ξαφά είναι μέλος του διοικητικού συμβουλίου του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου.