Οικονομικό Επιμελητήριο
της Ελλάδας

Γραφείο Προϋπολογισμού
του Κράτους στη Βουλή

ΕΠΙΣΤΗΜΟΝΙΚΟ ΔΕΛΤΙΟ
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ

ΑΘΗΝΑ

Φεβρουάριος 2015

ΕΠΙΣΤΗΜΟΝΙΚΟ ΔΕΛΤΙΟ
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ

Στη σημερινή, ιδιαίτερα κρίσιμη συγκυρία για την ελληνική οικονομία, το Οικονομικό Επιμελητήριο της Ελλάδος και το Γραφείο Προϋπολογισμού της Βουλής, στο πλαίσιο της μεταξύ τους συνεργασίας, ξεκινούν ακόμα μια συνέργεια, η οποία εκτιμούμε ότι θα συνεισφέρει στο δημόσιο διάλογο.

Το Επιστημονικό Δελτίο Οικονομικής Ανάλυσης παρέχει, με τη βοήθεια έγκριτων πανεπιστημιακών οικονομολόγων, μια δεύτερη ανάγνωση και μια εκ βαθέων ματιά σε ζητήματα, που θεωρούνται κατά κοινή ομολογία - και κατά τη γνώμη μας - καίριας σημασίας για τη λειτουργία της οικονομίας και της αγοράς.

Στο πρώτο τεύχος, εμβαθύνουμε στα θέματα της ανταγωνιστικότητας, των εξαγωγών, των επενδύσεων, στο κρίσιμο ζήτημα της παγίδας ρευστότητας, αλλά και στο πόσο αυτό συναρτάται με - και εξαρτάται από - την απομόχλευση.

Οικονομικό Επιμελητήριο
της Ελλάδας

Κωνσταντίνος Β. Κόλλιας
Πρόεδρος

Γραφείο Προϋπολογισμού
του Κράτους στη Βουλή

Παναγιώτης Λιαργκόβας

Γιατί ο Αποπληθωρισμός, τα Υψηλά Πραγματικά Επιτόκια και η Παγίδας Ρευστότητας απειλούν τις Προοπτικές Σταθεροποίησης της Ελληνικής Οικονομίας.

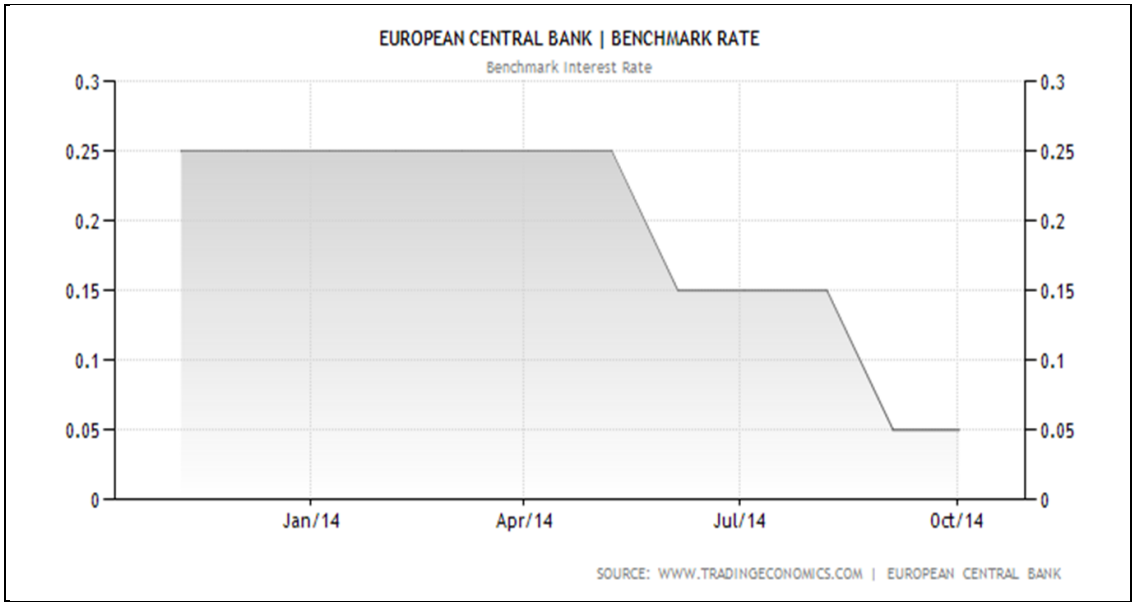
Διονύσιος Χιόνης
Οικονομικό Επιμελητήριο της Ελλάδας
Καθηγητής Οικονομικών στο Τμήμα Οικονομικών Επιστημών του Δημοκρίτειου Πανεπιστημίου Θράκης

Αποτελεί πλέον κοινή διαπίστωση μεταξύ των οικονομολόγων ότι σταδιακά μεταβάλλεται το πλαίσιο μέσα στο οποίο καλείται η οικονομική πολιτική να αντιμετωπίσει τα προβλήματα της ύφεσης. Η αλλαγή εξηγείται από το γεγονός ότι αρκετές ευρωπαϊκές οικονομίες βρίσκονται σε μια κατάσταση αναιμικής ανάπτυξης που κύρια χαρακτηριστικά τους είναι η παγίδα ρευστότητας, ο αποπληθωρισμός και τα υψηλά πραγματικά επιτόκια. Ενώ λοιπόν μέχρι πρόσφατα όλα τα παραπάνω αποτελούσαν αποκλειστικά θέματα ακαδημαϊκής ανάλυσης φαίνεται ότι είναι πολύ πιο σημαντικά απ' ότι πιστεύαμε και σύντομα θα γίνει αντιληπτό ότι θα προσδιορίζουν το οικονομικό περιβάλλον στην ελληνική οικονομία.

Η παγίδα ρευστότητας

Μια οικονομία βρίσκεται σε παγίδα ρευστότητας όταν καθίσταται αναποτελεσματική η άσκηση της νομισματικής πολιτικής ως μέσο ενίσχυσης της ζήτησης. Ο βασικός λόγος γι' αυτή την αναποτελεσματικότητα συνδέεται με το γεγονός ότι τα ονομαστικά επιτόκια βρίσκονται ήδη σε πολύ χαμηλά επίπεδα. Η ΕΚΤ προκειμένου να αντιμετωπίσει την κρίση και να τονώσει την ευρωπαϊκή οικονομία από το Νοέμβριο του 2010 ακολούθησε την πολιτική μείωσης των επιτοκίων (βλέπε γράφημα 1). Με αυτό τον τρόπο επιδίωξε την μεγαλύτερη διαθεσιμότητα πόρων προς τους υποψήφιους επενδυτές για την ενίσχυση των επενδύσεων. Παρόλα την πτώση των επιτοκίων στην ευρωζώνη οι επενδύσεις δεν φαίνεται να ανταποκρίνονται, η συνολική ζήτηση βρίσκεται καθηλωμένη ενώ το παραγωγικό κενό σε πολλές χώρες της ΟΝΕ διευρύνεται.

Γράφημα 1



Για την αντιμετώπιση της αναιμικής ανάπτυξης ή της ύφεσης σε κάποιες χώρες της ευρωζώνης η νομισματική πολιτική σε συνδυασμό με την δημοσιονομική πολιτική και τις μεταρρυθμίσεις στον τομέα της προσφοράς αποτελούν το ουσιαστικότερο μέρος του οπλοστασίου που έχουν στην διάθεσή τους τα ευρωπαϊκά θεσμικά όργανα και η κάθε Κυβέρνηση. Με τον συνδυασμό των παραπάνω επιδιώκεται η επαναφορά των οικονομιών στην αναπτυξιακή διαδικασία. Μια από τις προφανείς εξηγήσεις της αποτυχίας αυτών των πολιτικών συνδέεται με την παγίδα ρευστότητας. Η παγίδα ρευστότητας μπορεί να εξηγήσει την αδυναμία των μέτρων της ευρωπαϊκής πολιτικής για την ενίσχυση της ζήτησης αλλά και της κάλυψης του παραγωγικού κενού. Η περιορισμένη αύξηση της προσφοράς χρήματος από την ΕΚΤ αλλά και οι λοιπές αναπτυξιακές πρωτοβουλίες δεν κατόρθωσαν να καλύψουν το παραγωγικό κενό που εμφανίσθηκε στις χώρες που επλήγησαν από την ύφεση. Τουναντίον σε αρκετές χώρες όπως για παράδειγμα στην Ελλάδα το παραγωγικό κενό διευρύνθηκε και ανέρχεται (σύμφωνα με τον ΟΟΣΑ) στο 13,7% του ΑΕΠ. Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει η διαπίστωση του Summers στην ηλεκτρονική έκδοση της μελέτης των **Coen T. and R. Baldwin** (2014): 'Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures' όπου επισημαίνει ότι η παγίδα ρευστότητας και τα χαμηλά επιτόκια ενισχύουν την χρηματοπιστωτική αστάθεια. Ο Summers αναλύοντας τους λόγους για τους οποίους τα χαμηλά επιτόκια ενισχύουν την χρηματοπιστωτική αστάθεια τονίζει ότι με αυτό τον τρόπο ενισχύεται η διάθεση για την ανάληψη κινδύνου από τους επενδυτές με αποτέλεσμα να αναλαμβάνονται επενδυτικά σχέδια τα οποία έχουν υπερβολικό κίνδυνο.

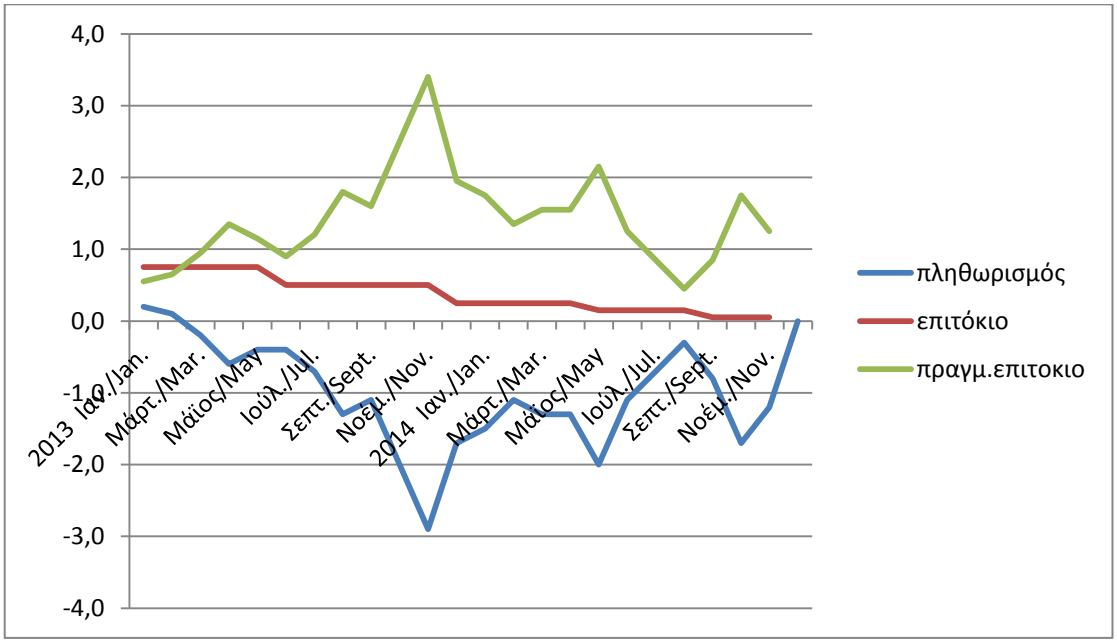
Σύμφωνα με τα στοιχεία της ΕΚΤ η ποσότητα χρήματος όπως μετράται με τον δείκτη Μ1 αυξήθηκε από το πρώτο τρίμηνο του 2012 μέχρι το τρίτο τρίμηνο 2014 κατά 12,5%. Θα ήταν αναμενόμενο αυτή η αύξηση να οδηγούσε σε σημαντικά αύξηση του επιπέδου τιμών μεγαλύτερη απ' αυτή που συντελέστηκε το αντίστοιχο χρονικό διάστημα. Το πρόβλημα της παγίδας ρευστότητας δεν αφορά μόνο την ευρωζώνη. Παρόμοια φαινόμενα με αυτό της παγίδας ρευστότητας παρουσιάστηκαν και στις ΗΠΑ. Στην μελέτη η Ομοσπονδιακή Τράπεζα του St. Luis (βλέπε Arias και Yi Wen 2014) προσδιόρισε ότι για κάθε 1% αύξηση της προσφοράς χρήματος ο πληθωρισμός έπρεπε να αυξάνεται κατά 0,54%. Το διάστημα Δεκέμβριος 2008 μέχρι τον Δεκέμβριο 2013 η προσφορά χρήματος (Μ0) αυξήθηκε κατά 40,2% ή 8% τον χρόνο. Σύμφωνα με τους υπολογισμούς των συγγραφέων ο πληθωρισμός στις ΗΠΑ θα έπρεπε να κυμαίνεται στο 4,3% αντί στο 1,5% το 2013 και 1,3% το 2014. Παράλληλα η ιαπωνική οικονομία βρίσκεται παγιδευμένη για περισσότερο από είκοσι χρόνια στην παγίδα ρευστότητας.

Τα υψηλά πραγματικά επιτόκια

Τα υψηλά πραγματικά επιτόκια προκύπτουν όταν το ονομαστικό επιτόκιο βρίσκεται σε πολύ χαμηλά επίπεδα και παράλληλα η οικονομία πλήττεται από αποπληθωρισμό. Το πραγματικό επιτόκιο προσδιορίζεται ως η διαφορά μεταξύ του ονομαστικού επιτοκίου και του προσδοκώμενου πληθωρισμού (*πραγμ.επιτοκιο=ονομ.επιτ.-πληθωρισμός*). Υπολογίζοντας το πραγματικό επιτόκιο για την ελληνική οικονομία διαπιστώνουμε ότι τα υψηλά πραγματικά επιτόκια εμφανίστηκαν ταυτόχρονα με τον αποπληθωρισμό στην ελληνική οικονομία δηλαδή από τον Μάρτιο του 2013. Το πραγματικό επιτόκιο του Νοεμβρίου 2014 υπολογίζεται αν από το επιτόκιο κατάθεσης στις ελληνικές τράπεζες (περίπου 1%) αφαιρέσουμε τον αποπληθωρισμό ο οποίος ανέρχεται σε -1,2% άρα το πραγματικό επιτόκιο ανέρχεται σε +2,2%.

Το πραγματικό επιτόκιο αντιπροσωπεύει μια σχετική τιμή και απεικονίζει την τιμή του παραγόμενου προϊόντος σήμερα μετρημένο σε μονάδες μελλοντικής παραγωγής. Αν το πραγματικό επιτόκιο σε μια οικονομία είναι 2,2% μια μονάδα παραγόμενου προϊόντος σήμερα αξίζει 1,22 στο μέλλον. Αυτή η διαπίστωση εξηγεί για ποιό λόγο τα αρνητικά επιτόκια οδηγούν σε αναβολή της απόφασης παραγωγής σήμερα προς όφελος της παραγωγής σε μεταγενέστερο χρονικό διάστημα. Σ' αυτή την κατάσταση οι αποταμιευτές προτιμούν να διακρατούν τα ρευστά διαθέσιμα εκτός τραπεζικού συστήματος εφόσον το ευκαιριακό κόστος από την μη αποταμίευση είναι ελάχιστο ή μηδενικό.

Γράφημα 2: Αποπληθωρισμός και πραγματικό επιτόκιο στην Ελληνική Οικονομία Ιαν. 2013-Νοεμ.2014

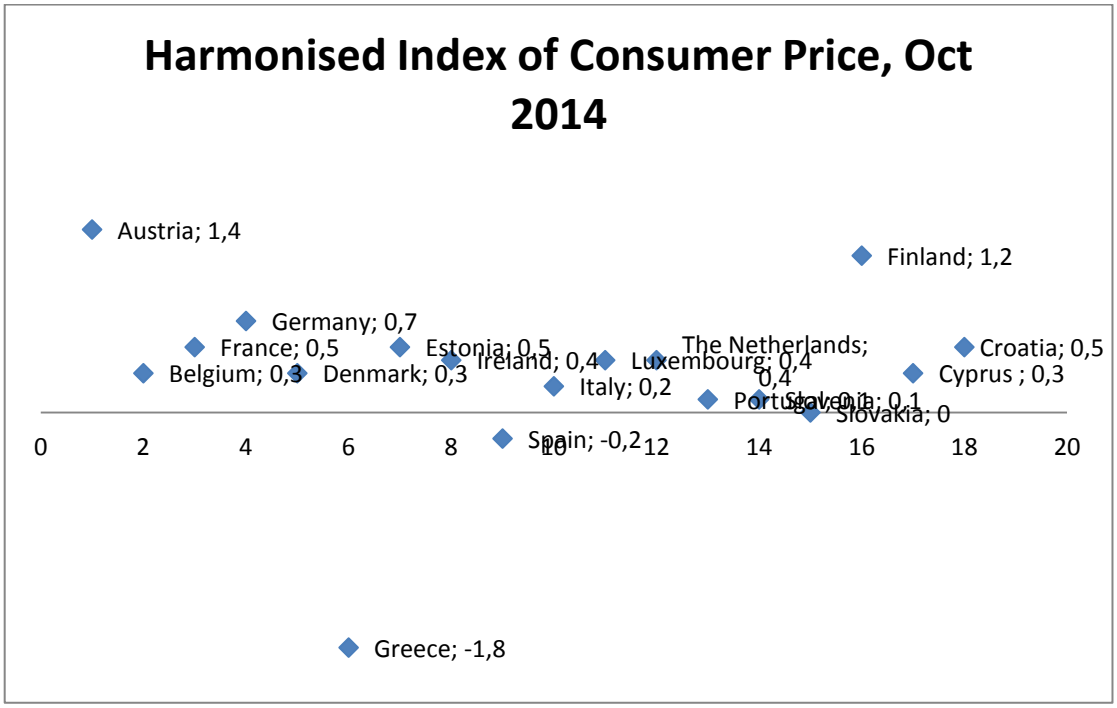


Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Ε.Κ.Τ

Αποπληθωρισμός

Η παγίδα ρευστότητας και τα υψηλά πραγματικά επιτόκια συνήθως συνδυάζονται με την εμφάνιση του αποπληθωρισμού. Στην Ελλάδα καταγράφεται μια μείωση των τιμών για εικοσιένα συνεχούς μήνες και οι προβλέψεις δείχνουν ότι αυτή η τάση θα συνεχιστεί για σημαντικό χρονικό διάστημα (γράφημα 2). Σύμφωνα με τα τελευταία στοιχεία της Ελληνικής Στατιστικής Αρχής ο αποπληθωρισμός το Νοέμβριο ανήλθε στο 1,2%. Παράλληλα ο πληθωρισμός στην Ευρωζώνη τον Νοέμβριο του 2014 ανήλθε στο 0,4% συνεχίζοντας την καθοδική του πορεία αλλά και την διάψευση των προβλέψεων σχετικά με την μελλοντική εξέλιξή του. Τρείς από τις δεκαοκτώ χώρες μέλη της ΟΝΕ (Ελλάδα, Σλοβακία και Ισπανία) βρίσκονται ήδη στην περιοχή του αποπληθωρισμού ενώ όλες οι χώρες βρίσκονται στην περιοχή του μηδενός με εξαίρεση την Φινλανδία και την Αυστρία (βλέπε γράφημα 3). Το σύνολο των χωρών ο πληθωρισμός βρίσκεται κάτω από τον ευρωπαϊκό στόχο ενώ σε προβλέψεις της η ΕΚΤ αναφέρει ότι σε βραχυπρόθεσμο επίπεδο ο πληθωρισμός στην ευρωζώνη δεν θα επανέλθει πλησίον του 2%. Σύμφωνα με εκτιμήσεις (βλέπε *inter alia* Hüttl και Merler 2014) ο πληθωρισμός που προκύπτει από τον εναρμονισμένο δείκτη τιμών καταναλωτή στην ευρωζώνη θα ανέλθει στο 0,7% για το 2015 και 1,6% για το 2016.

Γράφημα 3: Εναρμονισμένος ΔΤΚ, Ευρωζώνη Οκτ. 2014



Η ύφεση εντείνεται από τον αποπληθωρισμό και αυτό γιατί η προσδοκώμενη μείωση των τιμών οδηγεί στην αναβολή της κατανάλωσης εφόσον στο μέλλον το ίδιο προϊόν ή υπηρεσία θα είναι φθηνότερη. Ακυρώνει την πολιτική τόνωση της οικονομία από την ΕΚΤ καθώς και ενίσχυσης των τραπεζών αφού καταστρέφει τους διαύλους μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής από τις τράπεζες προς την οικονομία. Έτσι τα τελευταία χρόνια η ΕΚΤ έχει ενισχύσει το ευρωπαϊκό αλλά και το ελληνικό τραπεζικό σύστημα χρησιμοποίησε μέτρα αντισυμβατικής νομισματικής πολιτικής χωρίς ιδιαίτερα αναπτυξιακά αποτελέσματα.

Ο πληθωρισμός σε ορισμένες χώρες σε συνδυασμό με τον αποπληθωρισμό σε άλλες προθέτει ένα ακόμα εμπόδιο στην υλοποίηση της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ. Η σημαντική διαφοροποίηση των σχετικών τιμών μεταξύ των χωρών μελών της ΟΝΕ εγκαθιδρύει τις ασυμμετρίες κάνοντας αναποτελεσματική την παρέμβαση της ΕΚΤ. Σ' αυτό το περιβάλλον η οποιαδήποτε παρέμβαση της ΕΚΤ για την αύξηση του πληθωρισμού με μέτρα ποσοτικής χαλάρωσης είναι πιθανό να οδηγήσει σε μεταβολή τιμών με θετικό πρόσημο στις χώρες που πλήττονται από αποπληθωρισμό αλλά θα προκαλέσει πληθωρισμό μεγαλύτερο από τον στόχο του 2% στις χώρες που έχουν ήδη μικρό πληθωρισμό.

Συμπεράσματα, Προτάσεις Πολιτικής

Το γεγονός ότι σταδιακά περισσότερες χώρες στην ΟΝΕ κινούνται στην περιοχή της παγίδας ρευστότητας (πρόσφατο παράδειγμα η Γαλλία) αποδεικνύει ότι οι παραπάνω εξελίξεις δεν αποτελούν περιστασιακά αλλά δομικά φαινόμενα στις ευρωπαϊκές οικονομίες. Αυτές οι εξελίξεις οδηγούν τις χώρες που συνδυάζουν την ύφεση με τον υψηλό δανεισμό στον φαύλο κύκλο της ύφεσης και της διόγκωσης του χρέους. Γι' αυτό τον λόγο οι διαπιστώσεις και θεωρητικές αναλύσεις έχουν σημαντικές επιπτώσεις στην διαμόρφωση της οικονομική πολιτικής.

Το προαναφερόμενο περιβάλλον δημιουργεί πολλαπλές ισορροπίες στο οικονομικό σύστημα κάνοντας πολύ δύσκολο τον προσδιορισμό της σχέσης μεταξύ μέσου οικονομικής πολιτικής και στόχου. Κλασικές οικονομικές σχέσεις που συνδέουν για παράδειγμα την κατανάλωση με το διαθέσιμο εισόδημα, το επιτόκιο με τις επενδύσεις ή ακόμα τον τρόπο μετάδοσης της νομισματικής επέκτασης διαταράσσονται ενισχύοντας την αβεβαιότητα σε σχέση με το τελικό αποτέλεσμα.

Ιδιαίτερα σημαντικές είναι οι επιπτώσεις του αποπληθωρισμού στις υπερχρεωμένες οικονομίες όπως η ελληνική. Σ' αυτή την περίπτωση ο αποπληθωρισμός επηρεάζει αρνητικά την βιωσιμότητα του χρέους αυξάνοντας τον λόγο χρέος προς ΑΕΠ. Επιπρόσθετα η εξυπηρέτηση του χρέους γίνεται πιο δύσκολη εφ' όσον σ' αυτό το περιβάλλον αυξάνονται οι αποδόσεις των ομολόγων. Πρέπει να σημειωθεί ότι η οικονομική συγκυρία με την επιδείνωση των μακροοικονομικών μεταβλητών φαίνεται ότι επηρεάζει περισσότερο απ' ότι κατ αρχήν ήταν αποδεκτό τα spreads των ομολόγων. Σύμφωνα με τους Chionis, Praggidis και Schizas (2014) τα spreads των ελληνικών ομολόγων κατά την περίοδο της κρίσης φαίνεται να αντιδρούν εξίσου στο δημοσιονομικό έλλειμμα όπως και στην μεταβολή του ΑΕΠ.

Όσον αφορά τις αποταμιεύσεις η αύξηση της ζήτησης για ασφαλής τοποθετήσεις έχει σαν αποτέλεσμα τις πολύ μικρές έως μηδενικές αποδόσεις των ομολόγων των χωρών της βόρειας Ευρώπης. Υφίσταται μια υπερβολική αύξηση της ζήτησης για ασφαλείς τοποθετήσεις των αποταμιεύσεων οδηγώντας τα ομόλογα χαμηλού κινδύνου σε μηδενικά επιτόκια. Κατ' αυτόν τον τρόπο αυξάνει την ζήτηση των ομολόγων που προσφέρουν μεγάλη βεβαιότητα εις βάρος των πιο 'επικίνδυνων' ομολόγων.

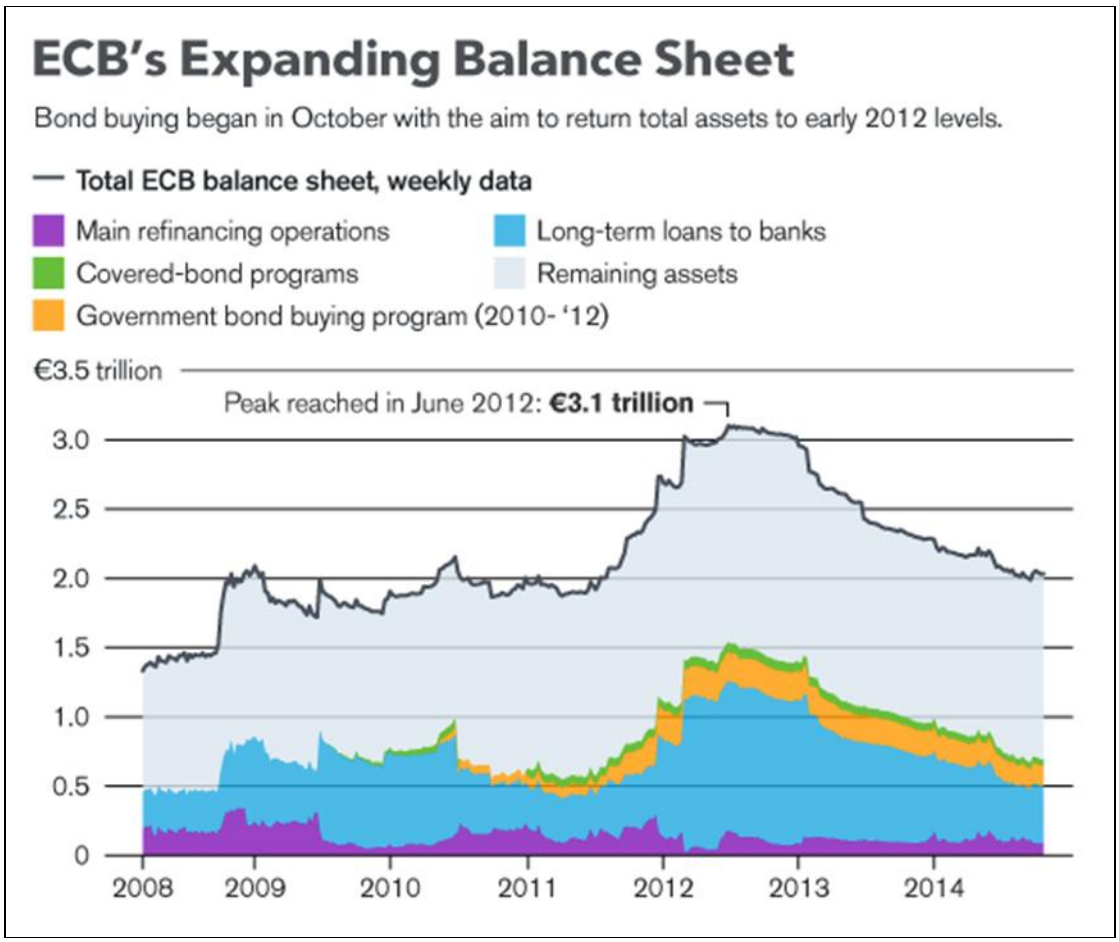
Λαμβάνοντας υπόψη τα προηγούμενα είναι λογικό να μεταβάλλονται και τα 'εργαλεία' της πολιτικής που χρησιμοποιούνται. Η αποτυχία να ενσωματωθούν στην οικονομική πολιτική η παγίδα ρευστότητας και ο αποπληθωρισμός δεν αντιβαίνει μόνο στην οικονομική θεωρία και ιστορία αλλά και συμβάλλει και στην διαιώνιση της κρίσης.

Τα πρόσφατα εμπειρικά δεδομένα δείχνουν ότι η νομισματική χαλάρωση που προωθείται από την ΕΚΤ δεν θα επιλύσει το πρόβλημα όσο ο νομισματικός στόχος του πληθωρισμού παραμένει στο 2%. Η αύξηση του νομισματικού στόχου του πληθωρισμού από την πλευρά της ΕΚΤ θα τροφοδοτούσε τις πληθωριστικές προσδοκίες αυξάνοντας παράλληλα τον πληθωρισμό και τα επιτόκια. Γι' αυτό τον λόγο απαιτείται μια αξιόπιστη υπόσχεση της ΕΚΤ ότι το επόμενο χρονικό διάστημα θα αυξήσει τον στόχο του πληθωρισμού στην ευρωζώνη.

Έχει ενδιαφέρον να αναφερθεί ότι η ΕΚΤ προσπαθώντας να παρέμβει σταθεροποιητικά στην κρίση χρέους έτσι ώστε να μειώσει τις αποδόσεις των κρατικών ομολόγων της χωρών του ευρωπαϊκού νότου διαμόρφωσε την πολιτική παρέμβασης στην αγορά ομολόγων Securities Market Program (SMP). Παράλληλα ανακοίνωσε την πρόθεσή της να διευρύνει την πολιτική της ποσοτικής χαλάρωσης με την αύξηση της παροχής πιστώσεων προσπαθώντας να μειώσει παράλληλα τα πραγματικά επιτόκια. Αυτή η πολιτική κορυφώθηκε τον Ιούνιο του 2012 όταν το πρόγραμμα ανήλθε στα 3,1 τρις ευρώ (βλέπε γράφημα 3). Κρίνοντας από τα αποτελέσματα μπορούμε να ισχυριστούμε ότι αυτή η παρέμβαση δεν μπόρεσε να αντιμετωπίσει την παγίδα ρευστότητας. Στην προσπάθειά της να διατηρήσει σταθερή την ποσότητα χρήματος στην ευρωζώνη η ΕΚΤ παράλληλα με τις αγορές των ομολόγων στα πλαίσια του προγράμματος SMP ουδετεροποιεί την αύξηση της προσφοράς χρήματος υποχρεώνοντας τις εμπορικές τράπεζες να διατηρούν ισόποσες (με τα ομόλογα που πούλησαν στην ΕΚΤ) βραχυπρόθεσμες αποταμιεύσεις. Με αυτή την πολιτική η ΕΚΤ περιορίζει τα αποτελέσματα της νομισματικής επέκτασης εφόσον ουσιαστικά ισοσκελίζει στον ισολογισμό της τις δράσεις. Γι' αυτό τον λόγο τα μέτρα τόνωσης της ρευστότητας από την κεντρική τράπεζα δεν έχουν κανένα αποτέλεσμα στον σχηματισμό κεφαλαίου και στην απασχόληση. Αρκεί να αναφερθεί ότι σύμφωνα με τα τελευταία δημοσιευμένα στοιχεία η ΕΚΤ από τα 250 δις ομόλογα (Ελληνικά, Ισπανικά, Πορτογαλικά, Ιταλικά Ιρλανδικά) που αγόρασε έχει στην κατοχή της 175 δις. Η διακοπή του προγράμματος αποστείρωσης θα αυξήσει την προσφορά χρήματος στην ευρωζώνη κατά 175 δις.

Προφανώς τα μέτρα για την αύξηση του πληθωρισμού ακυρώνονται από την διάθεση των πολιτών να παρακρατούν τα ρευστά τους διαθέσιμα αντί να τα καταναλώνουν. Αποτέλεσμα των παραπάνω είναι η μείωση του νομισματικού πολλαπλασιαστή. Έτσι οι καταναλωτές παρακρατούν τα ρευστά διαθέσιμα και δεν τα τοποθετούν στις τράπεζες διότι το προσφερόμενο επιτόκιο είναι μηδενικό ενώ η αβεβαιότητα του τραπεζικού αποτελεί ένα ακόμα αντικίνητρο διακράτισης.

Γράφημα 4



Τον επόμενο χρόνο θα χρειαστεί μια συνολική αναθεώρηση της νομισματικής πολιτικής στην ΟΝΕ. Ιδιαίτερα για την αντιμετώπιση του προβλήματος του αποπληθωρισμού και της παγίδας ρευστότητας κρίνεται αναγκαία η λήψη μιας σειράς μέτρων πολιτικής. Τα μέτρα αυτά θα πρέπει κατ' αρχήν να αποσκοπούν στην αύξηση των πληθωριστικών προσδοκιών και στην ενίσχυση της ζήτησης. Σ' αυτά τα πλαίσια θα μπορούσε να βοηθήσει μια αξιόπιστη δέσμευση της ΕΚΤ περί αύξησης του νομισματικού στόχου παράλληλα με τα αρνητικά επιτόκια στις καταθέσεις των εμπορικών τραπεζών που διατηρούνται στην ΕΚΤ. Το κυριότερο όμως μέτρο που θα επιτρέψει την άμεση αύξηση της προσφοράς χρήματος είναι η διακοπή του προγράμματος της αποστείρωσης (sterilization).

Βιβλιογραφία

Chionis D, J. Praggidis and P. Schizas (2014):'Contagion Effects during the European Debt Crisis: Evidence from the Greek Sovereign Bonds Market' **Journal of Financial Stability**

Coen T. and R. Baldwin (2014): 'Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures' http://www.voxeu.org/epubs/ebooks

Klaeffling M. and V. Perez (2003): 'Inflation Targets and the Liquidity Trap' European Central Bank, Working Paper Series, No. 272

Bloomberg Quick Take Dec. 2014, http://www.bloombergview.com/quicktake/europes-qe-quandary

Hüttl P. and S. Merler (2014): '30% of the Euro Area HICP basket is now in outright deflation' Bruegel

Ανταγωνιστικότητα-Εξαγωγές-Επενδύσεις

Παναγιώτης Λιαργκόβας & Μιχάλης Ρηγίνος
Γραφείο Προϋπολογισμού του Κράτους στη Βουλή

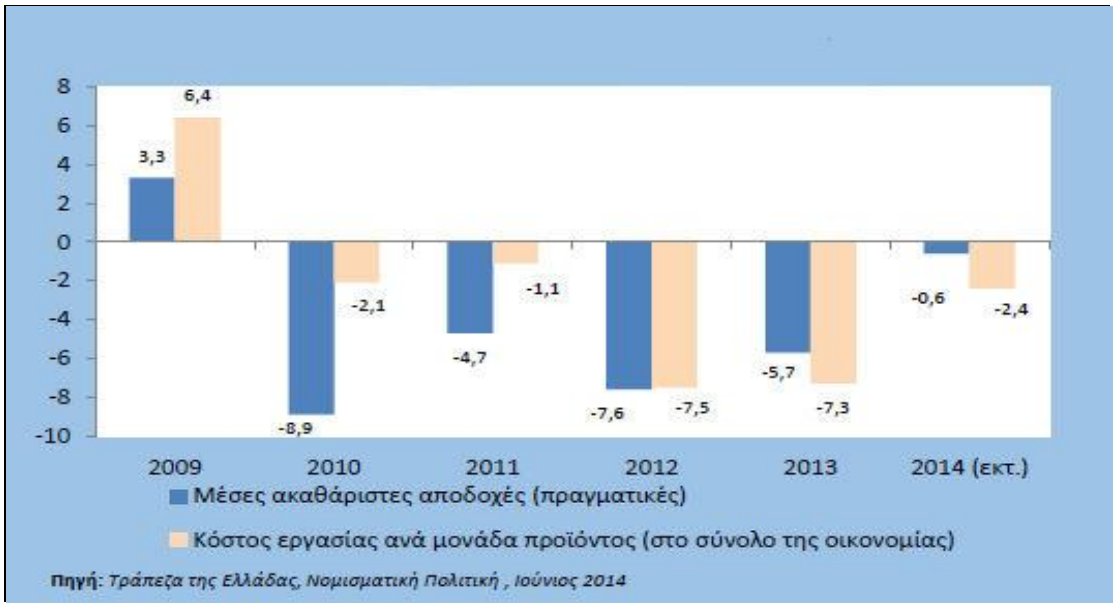
Ένας από τους βασικούς πυλώνες της στρατηγικής για την έξοδο της ελληνικής οικονομίας από την οικονομική κρίση ήταν η βελτίωση της ανταγωνιστικότητας - ιδιαίτερα των επιχειρήσεων, με απώτερο στόχο την αύξηση των εξαγωγών η οποία επιχειρήθηκε κυρίως μέσω των μεταρρυθμίσεων στην αγορά εργασίας και της μείωσης του μισθολογικού κόστους. Στο πλαίσιο αυτό, οι μέσες ακαθάριστες αποδοχές καθώς και το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος μειώθηκαν σημαντικά κατά τη διάρκεια της οικονομικής κρίσης (Διάγραμμα 1). Επιπρόσθετα, το κόστος εργασίας ελαττώθηκε περαιτέρω λόγω της μείωσης των ασφαλιστικών εισφορών των εργοδοτών. Με τις εξελίξεις αυτές, εξαλείφθηκε το 2013 η σωρευτική απώλεια ανταγωνιστικότητας - που είχε φτάσει στο 31,9% συγκριτικά με τους βασικούς εμπορικούς εταίρους της Ελλάδας - κατά τη δεκαετία 2000-2009 λόγω της αύξησης μισθών.[1] Παρά τα βήματα αυτά, οι ελληνικές εξαγωγές τα τελευταία χρόνια παρέμειναν στην ουσία στάσιμες.[2] Σύμφωνα με τα τελευταία στοιχεία,[3] οι εξαγωγές για το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2014 παρουσίασαν μείωση 3,2% σε σχέση με το αντίστοιχο διάστημα του 2013.

[1] ΤτΕ, *Νομισματική Πολιτική 2013-2014* (Ιούνιος 2014)

[2] Θα πρέπει επίσης να σημειώσουμε ότι η αποκατάσταση της ανταγωνιστικότητας της χώρας αποτελούσε έναν μόνο από τους στόχους του πρώτου Μνημονίου. Ένας άλλος στόχος είχε να κάνει με την αποκατάσταση της δημοσιονομικής ισορροπίας. Παρ' όλα αυτά, οι δύο αυτοί στόχοι δεν είναι πλήρως συμβατοί μεταξύ τους, υπό την έννοια της δυσκολίας της ταυτόχρονης επίτευξής τους και αυτό θα μπορούσε να θεωρηθεί ως μια «αδυναμία» του Πρώτου Προγράμματος: οι μειώσεις μισθών (που μειώνουν το κόστος παραγωγής και σε κάποιο βαθμό αυτό μπορεί να επιδράσει πτωτικά και στις τιμές των προϊόντων και να βελτιωθεί η ανταγωνιστικότητα) οδηγούν σε απώλεια φορολογικών εσόδων (μειωμένος ΦΕΦΠ). Επίσης, οι αυξήσεις των φόρων (που θα φέρουν περισσότερα έσοδα και θα βελτιώσουν τα δημοσιονομικά) προκαλούν άνοδο των τιμών και αυτό επιδεινώνει την ανταγωνιστικότητα, βάσει της ανωτέρω προσέγγισης. Δηλαδή υπάρχουν σημαντικές δυσκολίες στην προσπάθεια ταυτόχρονης μείωσης του δημοσιονομικού και του εμπορικού ελλείμματος (μέσω αύξησης των εξαγωγών) σε μια χώρα που ήδη βρίσκεται σε κρίση. Αυτό φαίνεται επίσης και από τις επιδόσεις της χώρας όσον αφορά τον πληθωρισμό κατά τα έτη 2010 και 2011. Σε αυτά τα έτη λοιπόν, παρά την κορύφωση της κρίσης και την πρωτοφανή συρρίκνωση του ΑΕΠ, οι τιμές ανέβαιναν περαιτέρω, κυρίως λόγω των αυξήσεων των έμμεσων φόρων και των λοιπών επιβαρύνσεων, διατηρώντας έτσι την απόκλιση από τη ζώνη του Ευρώ. Ενδεικτικό είναι πως η Ελλάδα από το έτος ένταξής στο Ευρώ (2002) κατάφερε να παρουσιάσει χαμηλότερο πληθωρισμό μόνο κατά τα έτη 2012, 2013 και 2014 και σε αυτό συνετέλεσε τόσο η πρωτοφανής συρρίκνωση του ΑΕΠ όσο και κάποιες μεταρρυθμίσεις που έχουν δρομολογηθεί. Μάλιστα, τα δύο τελευταία παρουσιάζει αποπληθωρισμό.

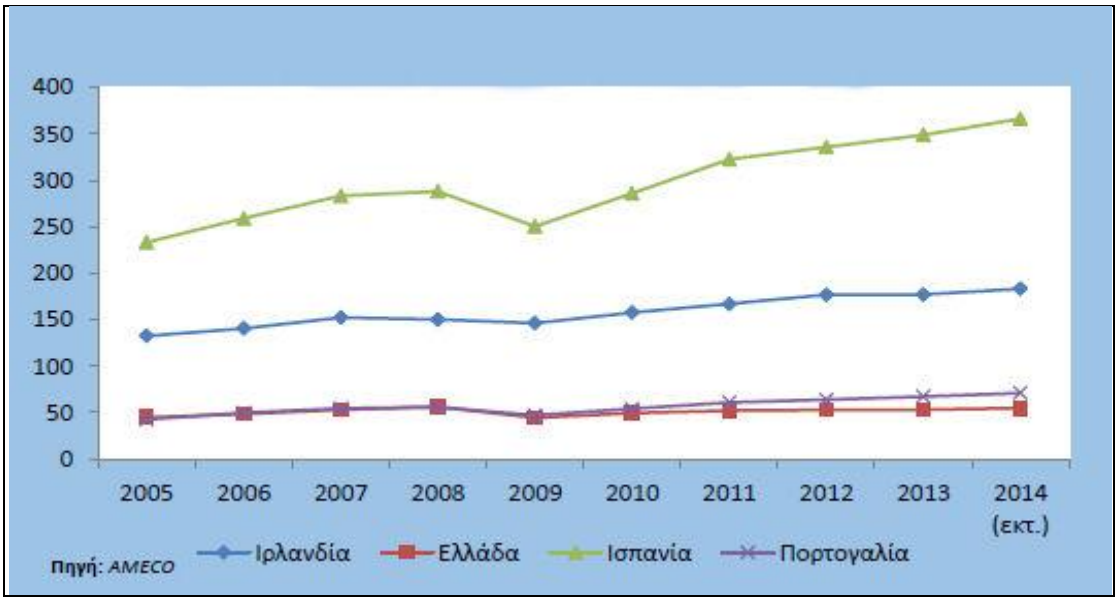
[3] ΕΛΣΤΑΤ, Δελτίο Τύπου, Εμπορευματικές Συναλλαγές της Ελλάδος: Οκτώβριος 2014, 24 Δεκεμβρίου 2014

<u>Διάγραμμα 1</u>: Ελλάδα, αποδοχές και κόστος εργασίας (% μεταβολή)



Εκτός από την Ελλάδα, η παγκόσμια οικονομική κρίση που ξεκίνησε το 2008 επηρέασε και άλλες χώρες του ευρωπαϊκού νότου (Ισπανία, Πορτογαλία) καθώς και την Ιρλανδία. Οι χώρες αυτές - αντιμετωπίζοντας η κάθε μία διαφορετικά οικονομικά και διαρθρωτικά προβλήματα - ακολούθησαν προγράμματα δημοσιονομικής προσαρμογής και διαρθρωτικών αλλαγών. Σε αντίθεση με την Ελλάδα, οι χώρες αυτές κατάφεραν μέσα σε σύντομο σχετικά διάστημα να ανακάμψουν και να μπουν σε αναπτυξιακή τροχιά. Η Ελλάδα, αν και μπήκε πρώτη σε πρόγραμμα προσαρμογής και έχει λάβει μεγαλύτερη βοήθεια – αναλογικά με το ΑΕΠ της αλλά και σε απόλυτα νούμερα – συγκριτικά με τις άλλες χώρες, βρίσκεται ακόμα στην δίνη της κρίσης, με παρατεταμένους αρνητικούς ρυθμούς ανάπτυξης, αύξηση του χρέους και της ανεργίας και μείωση των επενδύσεων. Ένας από τους βασικούς λόγους αδυναμίας της Ελλάδας να βγει από την ύφεση είναι και η εξέλιξη των εξαγωγών, σε αντίθεση με τις περιπτώσεις της Ισπανίας, της Πορτογαλίας και της Ιρλανδίας όπου οι εξαγωγές αυξήθηκαν στο διάστημα 2011-2013 κατά 8,18%, 10,3%, 6,1% αντίστοιχα (Διάγραμμα 2) και λειτούργησαν ως μοχλός ανάπτυξης. Τίθεται λοιπόν το ερώτημα για το ποιοι είναι οι βασικοί λόγοι που οδήγησαν σε αυτήν την κατάσταση.

Διάγραμμα 2: Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών Ισπανίας, Ελλάδας, Ιρλανδίας, Πορτογαλίας (δισ. ευρώ)

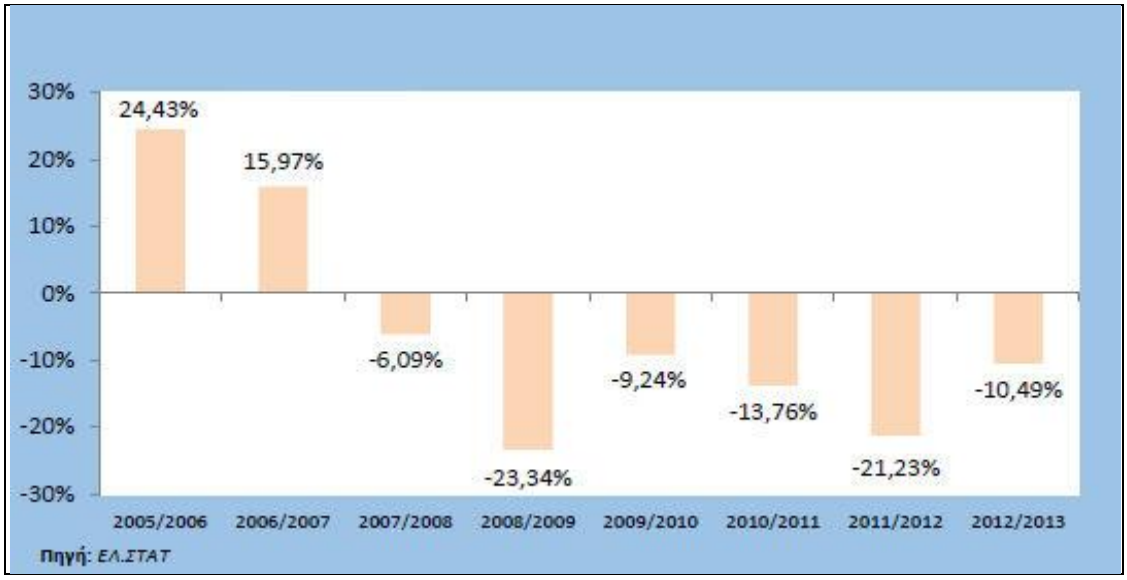


Η Ελλάδα, αν και κατάφερε να αυξήσει την ανταγωνιστικότητά της (αναφορικά με το μισθολογικό κόστος), δεν προχώρησε στις απαιτούμενες διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις στις αγορές αγαθών και στη λειτουργία του κράτους. Αν και κάποια βήματα έγιναν, π.χ. το 2012-2013 απλοποιήθηκαν σημαντικά οι διαδικασίες για την έναρξη επιχειρηματικής δραστηριότητας και προχώρησε η άρση των περιορισμών για τα λεγόμενα κλειστά επαγγέλματα, η ανάγκη για σταθερότητα στην οικονομική πολιτική και για βαθιές μεταρρυθμίσεις στους τομείς της δικαιοσύνης και της αγοράς παραμένει επιτακτική. Συνολικά, σύμφωνα με το Παγκόσμιο Οικονομικό Φόρουμ (World Economic Forum), η Ελλάδα κατάφερε να βελτιώσει την θέση της στην παγκόσμια κατάταξη ανταγωνιστικότητας. Από την 91η θέση που είχε καταταχθεί την περίοδο 2013-2014, πλέον βρίσκεται στην 81η θέση (μεταξύ 144 χωρών). Παρά την εξέλιξη αυτή, η Ελλάδα παρουσιάζει ακόμα στρεβλώσεις σε πολύ σημαντικές υποκατηγορίες - αναφορικά με την οικονομική ανάπτυξη - όπως οι θεσμοί (π.χ. διαφάνεια στην χάραξη κυβερνητικής πολιτικής, αποτελεσματικότητα του δικαστικού συστήματος, στην επιβάρυνση από την πολυπλοκότητα των κανονισμών). Επίσης στην υποκατηγορία της καινοτομίας η Ελλάδα κατατάσσεται σε χαμηλή θέση - 109η - αν και η ποιότητα των ερευνητικών ιδρυμάτων εμφανίζεται σε πολύ καλύτερη (70η). Στο πλαίσιο αυτό, η έρευνα και η ανάπτυξη στις επιχειρήσεις επίσης εμφανίζεται προβληματική (114η θέση), όπως επίσης και οι συνεργασίες πανεπιστημίων - βιομηχανιών (111η θέση). Τέλος, χαμηλή είναι η κατάταξη της χώρας στις υποκατηγορίες αναφορικά με τις χρηματοδοτήσεις (π.χ. ευκολία πρόσβασης σε δάνεια (136η θέση), διαθεσιμότητα κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών (135η θέση)). Σύμφωνα με την έρευνα της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας για την πρόσβαση των ΜΜΕ στην

χρηματοδότηση, μόνο το 33% των ΜΜΕ πήραν την χρηματοδότηση που χρειάζονταν (αντίστοιχα, το ποσοστό σε ευρωπαϊκό επίπεδο είναι 65%). Όπως αναφέρεται, για το 32% των Ελληνικών ΜΜΕ, η χρηματοδότηση αποτελεί το σημαντικότερο πρόβλημα (15% σε ευρωπαϊκό επίπεδο). Η διστακτικότητα των τραπεζών να χρηματοδοτήσουν τις ΜΜΕ γίνεται ζήτημα τεράστιας σημασίας, αν ληφθεί υπόψη ότι το κόστος της διάσωσης και ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών έχει αναληφθεί από την κεντρική κυβέρνηση, ώστε οι τράπεζες να λειτουργήσουν σαν μοχλός οικονομικής ανάπτυξης.

Από την άλλη πλευρά, οι επενδύσεις, που ως μοχλός ανάπτυξης θα μπορούσαν να συμβάλλουν καθοριστικά στην οικονομική ανάκαμψη της Ελλάδας, παρουσιάζουν συνεχή μείωση τα τελευταία χρόνια. Ο ακαθάριστος σχηματισμός κεφαλαίου, που έφτασε στο ύψος ρεκόρ των € 59 δισ. (26,7% του ΑΕΠ) το 2007, έχει έκτοτε πτωτική τάση (Διάγραμμα 3) - φτάνοντας στα 23,6 δισ. το 2013 (13% του ΑΕΠ). Στο διάστημα 2008-2012, οι ιδιωτικές επενδύσεις έχουν μειωθεί κατά 50%, ενώ οι δημόσιες επενδύσεις παρουσιάζουν πτώση μεγαλύτερη του 58% (Διάγραμμα 4).

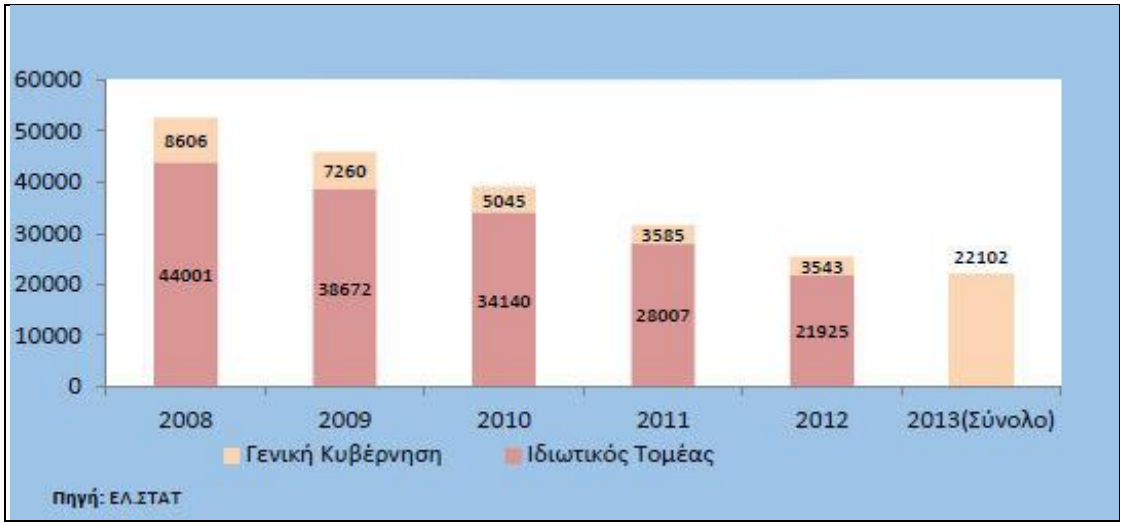
<u>Διάγραμμα 3:</u> Ακαθάριστος Σχηματισμός Κεφαλαίου (% μεταβολή)



Για το 2015, το πρόγραμμα δημοσίων επενδύσεων - που μπορεί να αποτελέσει ένα αποτελεσματικό εργαλείο της εκάστοτε κυβέρνησης για την αντιμετώπιση οικονομικών κρίσεων, συνεχίζει να λειτουργεί κάτω από τις ιδιαίτερα σφικτές πολιτικές που προβλέπονται από το Μεσοπρόθεσμο Πλαίσιο Δημοσιονομικής Σταθερότητας. Επιπρόσθετα, η προσέλκυση ξένων άμεσων επενδύσεων (ΞΑΕ) - που μπορούν να έχουν θετική επίδραση στην οικονομική ανάπτυξη μιας χώρας, αν και η επίδρασή τους εξαρτάται από διάφορες παραμέτρους (όπως το ανθρώπινο κεφάλαιο, το χρηματοοικονομικό σύστημα, η απουσία περιορισμών στο εμπόριο κ.α.)- επηρεάζεται σημαντικά από παράγοντες

όπως το κόστος εργασίας, η φορολογία, οι υποδομές, η αβεβαιότητα, η γραφειοκρατία, η διαφθορά και το επιχειρηματικό περιβάλλον στις χώρες προορισμού των επενδύσεων . Ιδιαίτερα σε περιόδους οικονομικής ύφεσης, οι ΞΑΕ μπορούν να συμβάλλουν στην αντιστροφή του κλίματος και να επιταχύνουν την έξοδο από την κρίση. Στο πλαίσιο αυτό, αντίθετα με την εξέλιξη των ΞΑΕ στην Ελλάδα, στις άλλες χώρες (Ιρλανδία, Ισπανία, Πορτογαλία) που αντιμετώπισαν σοβαρά οικονομικά προβλήματα, οι ξένες άμεσες επενδύσεις αυξήθηκαν. Για παράδειγμα, η Ιρλανδία, παρά την βαθιά χρηματοοικονομική κρίση που αντιμετώπισε κατά το διάστημα 2009-2012, παρέμεινε ένας από τους 10 πρώτους προορισμούς για τις ΞΑΕ σε παγκόσμιο επίπεδο.[4] Μεταξύ 2011-2013, οι ΞΑΕ διπλασιάστηκαν, φτάνοντας σχεδόν στα επίπεδα του 2009. Ένας από τους λόγους για την προσέλκυση των ξένων επενδύσεων ήταν και η διατήρηση χαμηλού συντελεστή φορολογίας για τις επιχειρήσεις (12,5%) καθώς και η σταθερότητα της φορολογικής πολιτικής. Χωρίς την παρουσία των ΞΑΕ, η ύφεση στην ιρλανδική οικονομία θα ήταν πολύ βαθύτερη και η διαδικασία οικονομικής ανάκαμψης θα διαρκούσε περισσότερο. Στην Ισπανία, οι εισροές ΞΑΕ ανέκαμψαν σταδιακά από το 2010 και μετά - ύστερα από την κατακόρυφη πτώση που σημειώθηκε το 2009 - μιας και το χαμηλότερο κόστος εργασίας προσέλκυσε πολυεθνικές βιομηχανικές επιχειρήσεις. Το 2013, η Ισπανία έγινε ο μεγαλύτερος - σε ευρωπαϊκό επίπεδο - δέκτης ΞΑΕ, ενώ στην Πορτογαλία, οι εισροές ΞΑΕ αυξήθηκαν από $2,6 δισ. το 2010, σε $11,1 δισ. το 2011 και $8,9 δισ. το 2012 ($3,1 δισ. το 2013).[5] Αντίθετα, την περίοδο 2009-2013, οι ΞΑΕ στην Ελλάδα παρουσίασαν πτώση.[6]

<u>Διάγραμμα 4:</u> Επενδύσεις (εκ. ευρώ)



[4]"The kindness of strangers."*The Economist,* 22 Φεβρουαρίου, 2014.

[5]UNCTAD, *World Investment Report 2014: Investing in the SDGs: An Action Plan* (New York: United Nations, 2014)

[6]ΤτΕ, *Νομισματική Πολιτική 2013-2014* (Ιούνιος 2014)

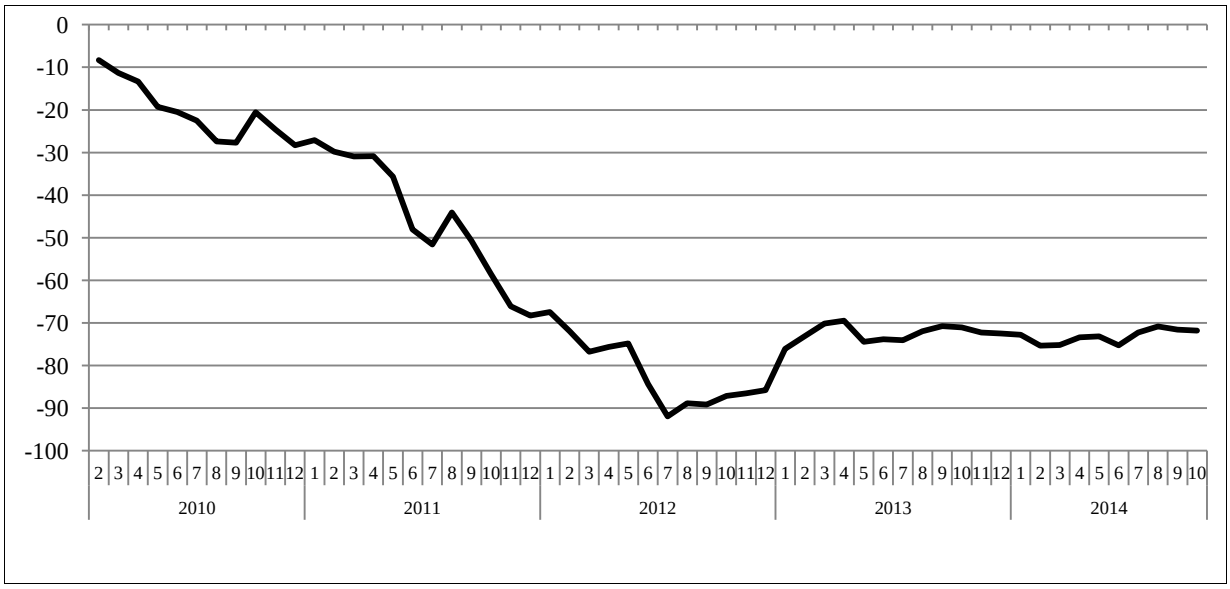
Ρευστότητα και Απομόχλευση

Παναγιώτης Ε. Πετράκης
Καθηγητής Οικονομικών Επιστημών στο Εθνικό και Καποδιστριακό Πανεπιστήμιο Αθηνών

Τα τελευταία δύο έτη παρατηρείται μια αξιοσημείωτη συνολική καθαρή εισροή ρευστότητας προς την ελληνική οικονομία. Πρόκειται για εισροές οι οποίες προέρχονται α) από το σωρευτικό πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών του ιδιωτικού τομέα με το εξωτερικό (κυρίως λόγω του τουρισμού, των τρεχουσών μεταβιβάσεων, των μεταβιβάσεων κεφαλαίου και τη συρρίκνωση του εμπορικού ελλείμματος), και β) από το ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών. Μάλιστα, αν εξαιρέσουμε τη χρηματοδότηση από την ΕΕ και το ΔΝΤ αλλά και το δανεισμό των τραπεζών από την ΕΚΤ, το ποσό της καθαρής εισροής ρευστότητας προς την ελληνική οικονομία προσεγγίζει σωρευτικά τα €50 δις.

Οι ιδιωτικές καταθέσεις, στο βαθμό που αποτελούν επανάκαμψη ρευστότητας από το εξωτερικό αποτελούν σημαντική συνιστώσα της αύξησης της ρευστότητας. Έχουν αυξηθεί (Διάγραμμα 1) κατά €20,17 δις από τα μέσα του 2012.

<u>Διάγραμμα 1</u>: Σωρευτική μεταβολή των ιδιωτικών καταθέσεων στην ελληνική οικονομία από τον Ιανουάριο του 2010 έως τον Οκτώβριο του 2014 (σε δις ευρώ)

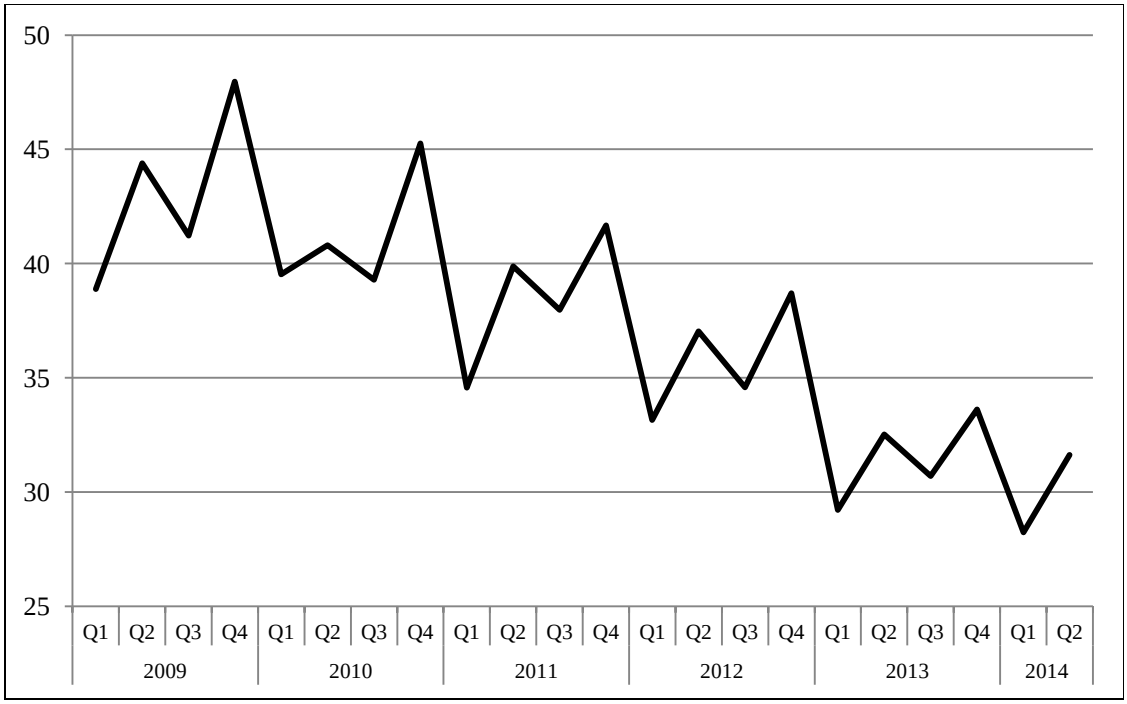


Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος (Καταθέσεις ΝΧΙ).

Ενδεικτικό της κατάστασης της ρευστότητας στην εγχώρια οικονομία είναι το γεγονός ότι το συνολικά διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών στην ελληνική οικονομία ήταν για το 2013 χαμηλότερο κατά €46,4 δις σε σχέση με το

αντίστοιχο μέγεθος του 2009 (μείωση 26,9%). Το συνολικά διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών στην ελληνική οικονομία κατά την περίοδο από το τρίτο τρίμηνο του 2013 έως το δεύτερο τρίμηνο του 2014 ήταν €25,6 δις χαμηλότερο σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο από το τρίτο τρίμηνο του 2011 έως το δεύτερο τρίμηνο του 2012.

Διάγραμμα 2: Συνολικά διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών ανά τρίμηνο (σε δις ευρώ)



Πηγή: ΕΛ.ΣΤΑΤ.

Απορροφούνται όμως οι εισροές που προέρχονται από το εξωτερικό από την πραγματική οικονομία, ώστε να ενισχύσουν την εγχώρια ρευστότητα; Παρά το γεγονός λοιπόν ότι πλέον τα εξωτερικά ελλείμματα δεν απαιτούν πόρους και οι εξωτερικές χρηματοδοτικές ανάγκες του δημοσίου χρηματοδοτούνται από την ΕΕ και το ΔΝΤ, οι εισροές αυτές δε φαίνεται να εισρέουν σε σημαντικό βαθμό στην ελληνική οικονομία.

Γιατί όμως συμβαίνει αυτό; Δύο φαίνεται να είναι οι κύριοι λόγοι (ΕΤΕ 2014):

α) Η συνεχιζόμενη απομόχλευση στον ιδιωτικό τομέα (περίπου €40 δις ευρώ από τα μέσα του 2012 έως τα μέσα του 2014, συμπεριλαμβανομένων και των προβλέψεων για επισφαλή δάνεια) που διενεργείται κυρίως από τις πιο υγιείς επιχειρήσεις και νοικοκυριά, αντανακλώντας τη μειωμένη ζήτηση δανείων από φερέγγυους, κατά βάση, δανειζόμενους.

β) Η συρρίκνωση του δανεισμού των ελληνικών τραπεζών από το Ευρωσύστημα (κατά €91 δις), που ισούται περίπου με το άθροισμα των καθαρών εισροών κεφαλαίων στον ιδιωτικό τομέα μέσω (€50 δις) και της καθαρής απομόχλευσης (€40 δις). Σημειωτέον ότι μέχρι και τον Μάρτιο του 2011 η εξάρτηση της ελληνικής οικονομίας ήταν σχεδόν μόνο από το Ευρωσύστημα (περίπου €88 δις).

Έκτοτε, άρχισε η εξάρτηση από τον ELA που σε συνδυασμό με το Ευρωσύστημα έφτασαν κοντά στα €158 δις το Φεβρουάριο του 2012, ενώ τον Αύγουστο του 2012 κοντά στα €132 δις με το δανεισμό από το Ευρωσύστημα να αφορά μόνο στο 23% του συνολικού δανεισμού. Από το 2013 και έπειτα άρχισε η μείωση του ELA, ο οποίος μετά τον Απρίλιο του 2014 μηδενίστηκε, ενώ ο δανεισμός μόνο από το Ευρωσύστημα τον Οκτώβριο του 2014 έφτανε τα €43,9 δις.

Σύμφωνα με την ΕΤΕ (2014) το μεγαλύτερο μέρος της μείωσης της χρηματοδότησης από την ΕΚΤ κατά €91 δις, κυρίως αποτελείται από: i) την αύξηση κατά €21 δις των συνολικών καταθέσεων (συμπεριλαμβανομένης της κυβέρνησης), ii) τα €40,2 δις από την καθαρή απομόχλευση, και iii) περίπου €15 δις από καθαρές αυξήσεις κεφαλαίου (αυξήσεις κεφαλαίου από τον EFSF και τις αγορές κατά €24,7 δις κατά την περίοδο Ιούλιος 2012 και Ιούλιος 2014 μείον τις απώλειες από την επαναγορά ομολόγων του PSI και άλλων κεφαλαιακών προσαρμογών που αθροίζονται σε €9,7 δις). Από πλευράς ισοζυγίου πληρωμών, το πλεόνασμα των €15,3 δις του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών του ιδιωτικού τομέα (συμπεριλαμβανομένων των τρεχουσών και κεφαλαιακών μεταβιβάσεων στον ιδιωτικό τομέα), οι χρηματοοικονομικές εισροές του ιδιωτικού τομέα της τάξης των €35,3 δις και τα περίπου €30 δις της χρηματοδότησης από τα προγράμματα με κατεύθυνση προς τον ιδιωτικό τομέα με τη μορφή επίσημης υποστήριξης, ξεπερνούν σημαντικά τις εκροές προς την ΕΚΤ από τον Ιούλιο του 2012 έως τον Ιούλιο του 2014.

Έτσι λοιπόν, ένα σημαντικό μέρος των εισροών κεφαλαίων από το εξωτερικό φαίνεται ότι επιστρέφουν και πάλι στο εξωτερικό.

Η απομόχλευση του ιδιωτικού τομέα περιλαμβάνει το ιδιωτικό χρέος των ιδιωτών (κυρίως στεγαστικά δάνεια) και το χρέος των επιχειρήσεων. Έναντι των «κακών» δανείων οι τράπεζες κάνουν διακράτηση κεφαλαίου συνήθως από τα κέρδη τους για να θωρακίζονται απέναντι στην προοπτική μη αποπληρωμής των δανείων. Για τα περίπου €60 δις μη εξυπηρετούμενων δανείων, οι Ελληνικές τράπεζες έχουν σχηματίσει προβλέψεις της τάξης των €30 δις (ΤτΕ), περίπου 50%, δηλαδή, των επισφαλών δανείων.

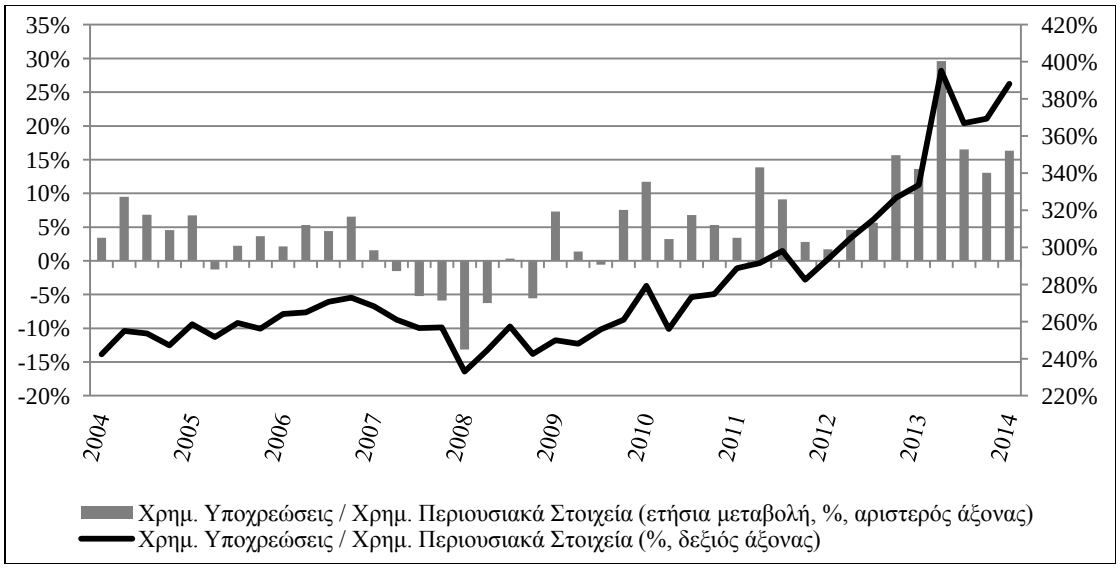
Όμως, οι προβληματικές πλευρές του προγράμματος διάσωσης και σταθεροποίησης οδήγησε σε βαθύτατη ύφεση και βαθύτατη υποτίμηση των ιδιωτικών στοιχείων των ενεργητικών των φυσικών προσώπων και των επιχειρήσεων. Ως αποτέλεσμα, η οικονομία απέκτησε ένα δευτερογενές

πρόβλημα, πέραν δηλαδή αυτού της βασικής κρίσης (υπερχρέωση του δημοσίου τομέα), που είναι πια η υπερχρέωση του ιδιωτικού τομέα. Αποτέλεσμα ήταν τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια στο Ελληνικό τραπεζικό σύστημα να ανέρχονται σε περίπου 30% του συνόλου των χορηγήσεων στην Ελλάδα.

Ο προβληματισμός που υπάρχει είναι το αν η ελληνική οικονομία οδηγηθεί προς μια παράταση της ήδη υπάρχουσας ύφεσης, που συγκρίνεται στο ζήτημα της απομόχλευσης με τη χαμένη δεκαετία της Ιαπωνίας, η οποία ενεπλάκη σε μια διαδικασία απομόχλευσης για δύο δεκαετίες, 1990-2012, χωρίς να εξέλθει ουσιαστικά από αυτήν μέχρι σήμερα. Η κύρια διαφορά μεταξύ μιας συνηθισμένης ύφεσης και μιας ύφεσης παρόμοιου τύπου είναι ότι στη δεύτερη ένα μεγάλο ποσοστό του ιδιωτικού τομέα ελαχιστοποιεί το χρέος αντί να μεγιστοποιεί τα κέρδη, έπειτα από μια τεράστια έκρηξη των τιμών των περιουσιακών στοιχείων, στην οποία οι τιμές αυτές καταρρέουν ενώ οι υποχρεώσεις παραμένουν. Οι επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά, προκειμένου να αποκαταστήσουν την ισορροπίας τους, επιχειρούν να επιδιορθώσουν τους ισολογισμούς τους μέσω της αύξησης της αποταμίευσης και της αποπληρωμής των χρεών τους, με αποτέλεσμα να πραγματοποιούν απομόχλευση και άρα να μειώνουν τη συνολική ζήτηση, ωθώντας τις οικονομίες σε βαθύτερη και παρατεταμένη ύφεση.

Οι κίνδυνοι για το εγχώριο ελληνικό τραπεζικό σύστημα παραμένουν καθώς οι μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις παραμένουν σε υψηλά επίπεδα μόχλευσης (μετά από σημαντική μείωση το τρίτο και τέταρτο εξάμηνο του 2013, αυξήθηκαν και πάλι το πρώτο τρίμηνο του 2014) (Διάγραμμα 3).

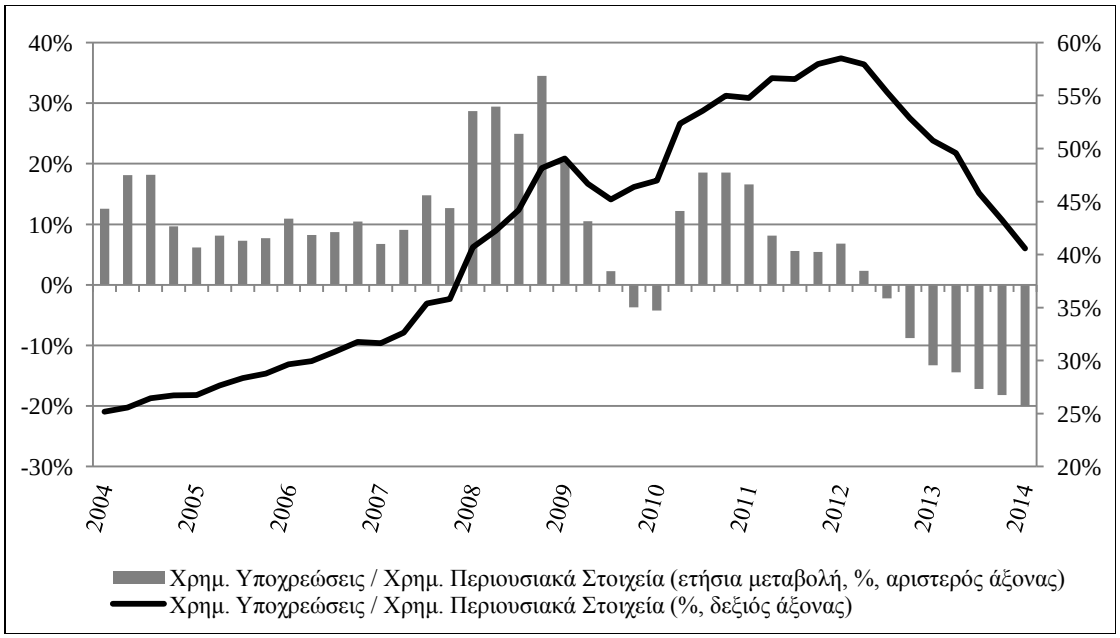
<u>Διάγραμμα 3</u>: Βαθμός μόχλευσης (χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις προς χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία) και ρυθμός μεταβολής του, για τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδας, Financial Accounts.

Την ίδια στιγμή, η απομόχλευση στα νοικοκυριά φαίνεται να έχει ξεκινήσει από το πρώτο τρίμηνο του 2012 (Διάγραμμα 4).

<u>Διάγραμμα 4</u>: Βαθμός μόχλευσης (χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις προς χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία) και ρυθμός μεταβολής του, για τα νοικοκυριά



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδας, Financial Accounts.

Η εμπειρία μας λοιπόν από τη διαχείριση «απομοχλευτικών επεισοδίων» δείχνει ότι μια επιτυχημένη προσπάθεια απομόχλευσης θα έπρεπε να χαρακτηριστεί από τη σύμπτωση ορισμένων παραγόντων, όπως α) Η ανακεφαλαίωση του τραπεζικού συστήματος: Δηλαδή σε τι βαθμό και με τι ρυθμό απομοχλεύεται και, επομένως, εξυγιαίνεται το τραπεζικό σύστημα, β) Η αξιοπιστία της μακροπρόθεσμης πορείας της μακροοικονομικής διαχείρισης, και γ) Η ενεργοποίηση του εξαγωγικού τομέα.

Τελικά, το ζήτημα της απομόχλευσης έχει δύο πλευρές: Μία κακή (οι παρούσες αρνητικές επιπτώσεις). Έχει όμως και μία καλή: Οι επιχειρηματικοί οργανισμοί εξυγιαίνονται και μπορούν ξανά να λειτουργήσουν αναπτυξιακά. Άρα η οικονομική πολιτική πρέπει να διευκολύνει τη διαδικασία της απομόχλευσης, παρόλες τις αρνητικές κοινωνικές επιπτώσεις που έχει αυτή η διαδικασία. Λόγω της δημιουργικής αυτής καταστροφής έρχεται ξανά η αναγέννηση στην κοινωνία και στην οικονομία (Schumpeter 1942).