

# ***ΚΡΙΣΗ & ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ***

**Γκίκας Α. Χαρδούβελης\***

**Αθήνα, 1 Φεβρουαρίου 2010**

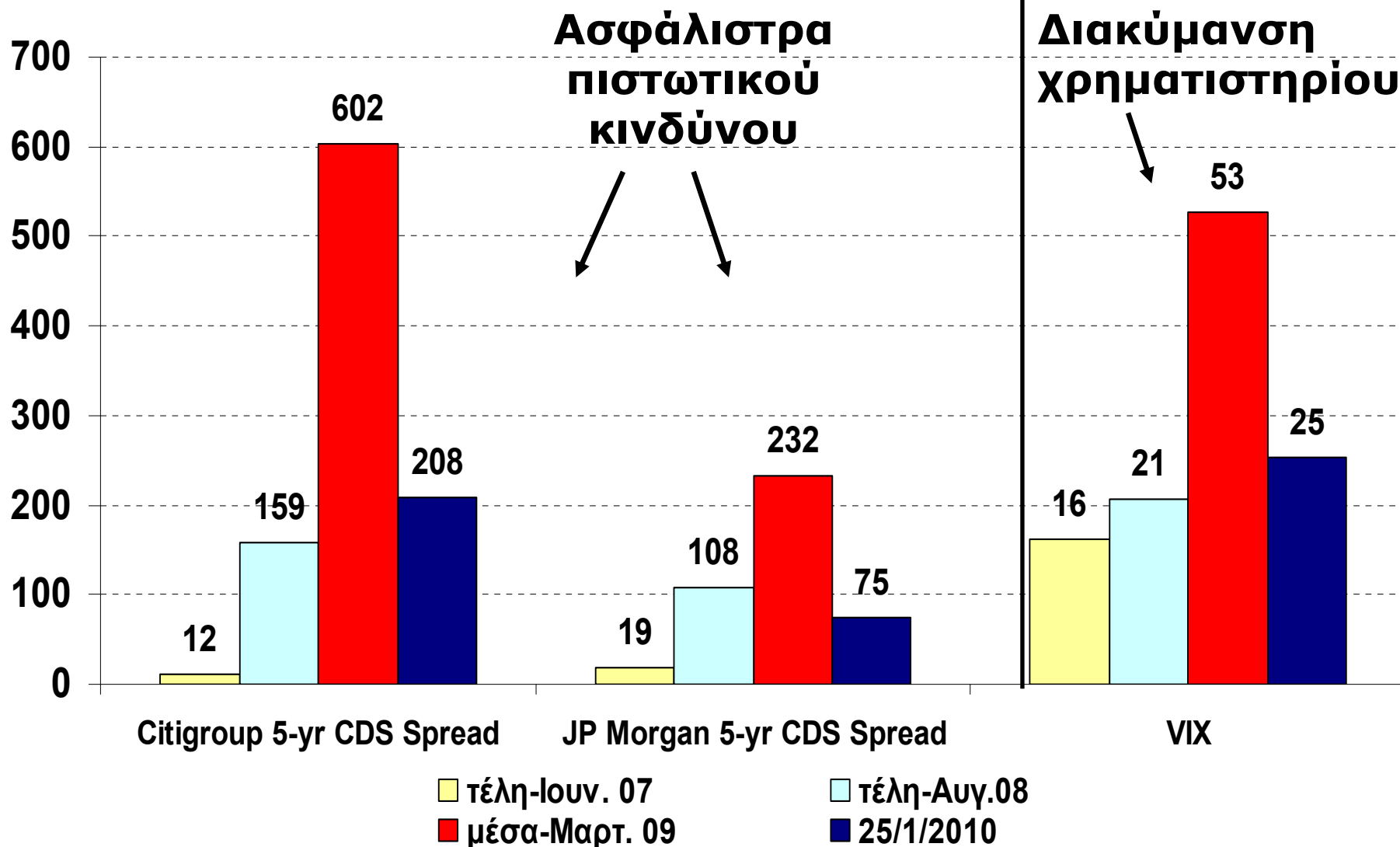
***\* Καθηγητής, Τμήμα Χρηματοοικονομικής & Τραπεζικής Διοικητικής, Παν. Πειραιώς  
Οικονομικός Σύμβουλος, Eurobank EFG Group***

# **ΚΡΙΣΗ & ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ**

## **ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ**

- I. Πέρασε η διεθνής κρίση;**
- II. Κρίση και οι μακροχρόνιες ελληνικές ανισορροπίες**
- III. Δεν μας εμπιστεύονται οι ξένοι και οι αγορές**
- IV. ΠΣΑ ως άγκυρα για το μέλλον**
- V. Συμπέρασμα**

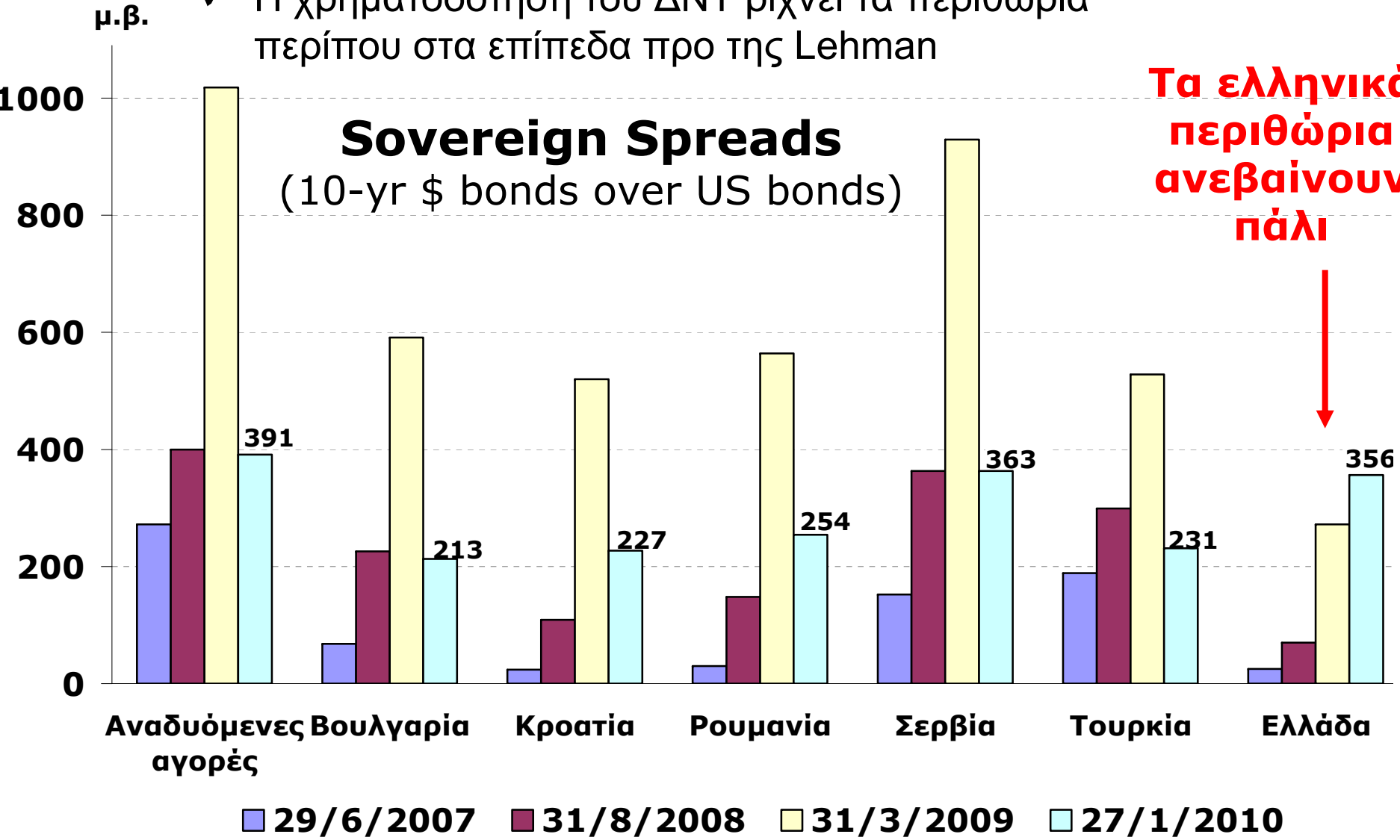
# I. Τελειώνει η κρίση; Χαμηλότερα ασφάλιστρα κινδύνου, αλλά όχι στα προ κρίσης επίπεδα του 2007

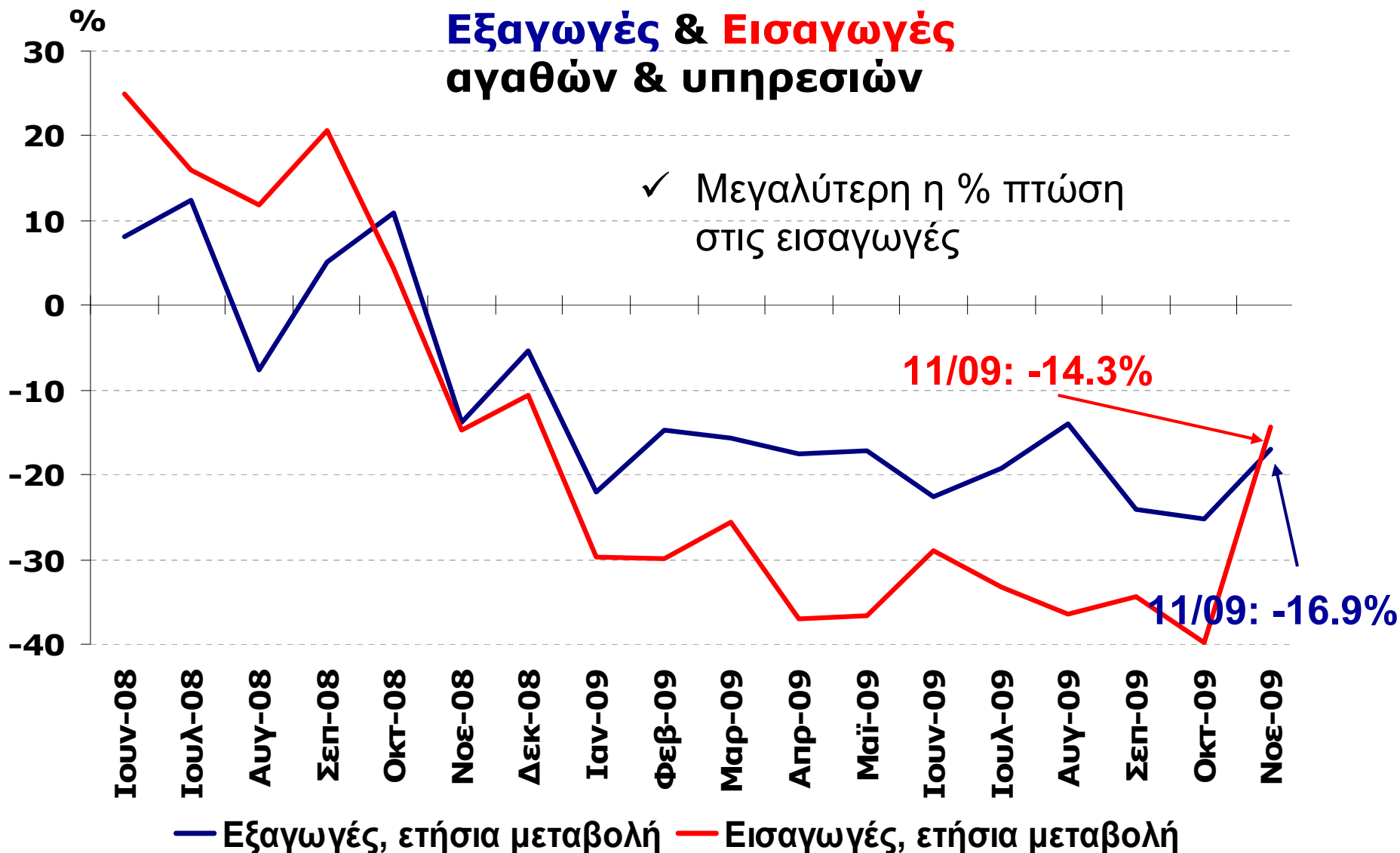


# I. Τελιώνει η κρίση στην περιοχή μας;

✓ Η χρηματοδότηση του ΔΝΤ ρίχνει τα περιθώρια περίπου στα επίπεδα προ της Lehman

**Τα ελληνικά περιθώρια ανεβαίνουν πάλι**

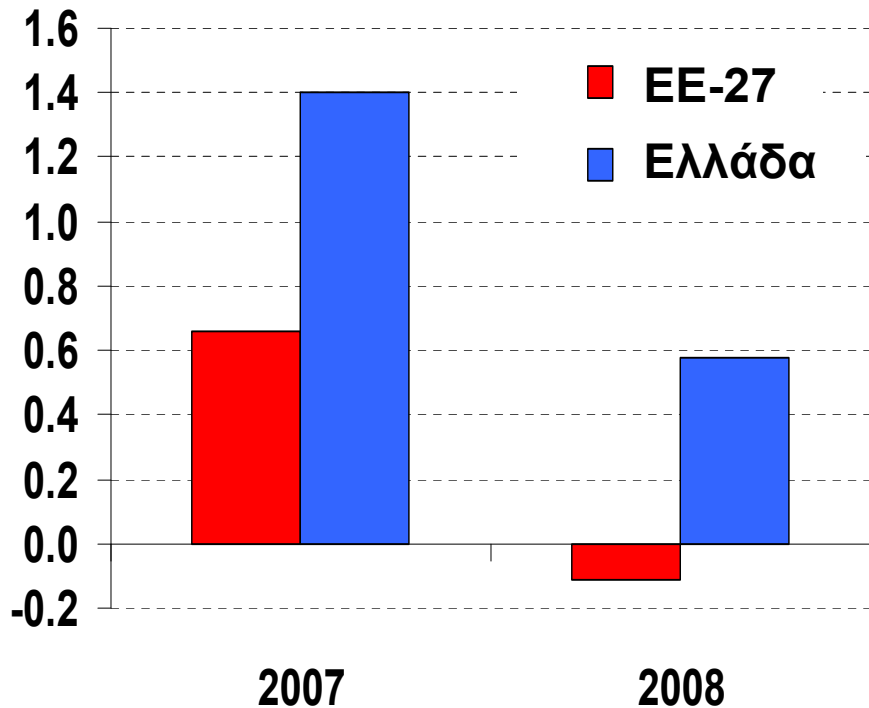




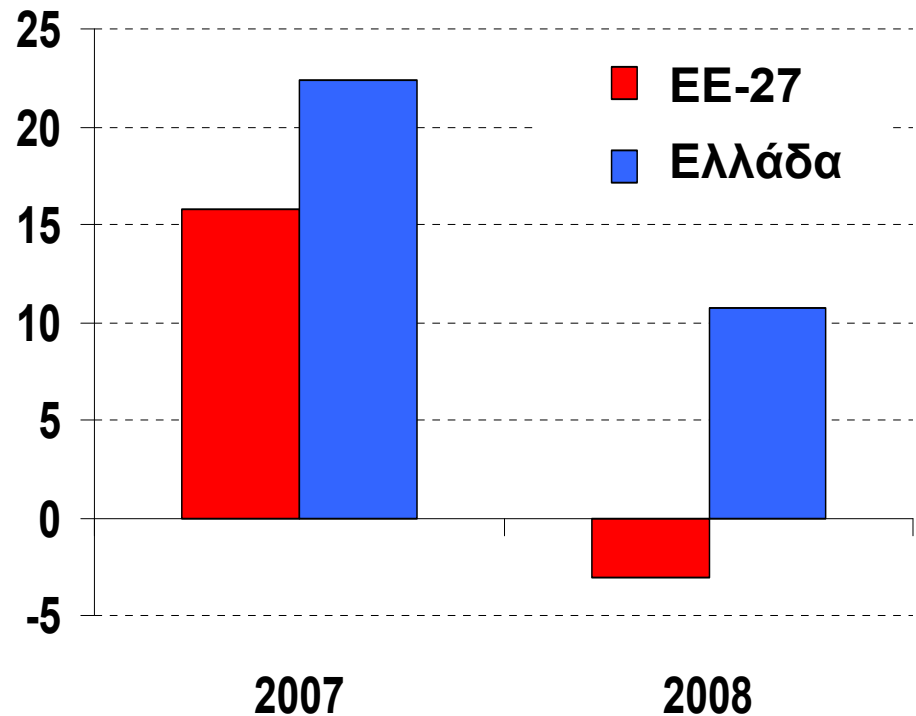
# II. Οι ελληνικές τράπεζες δεν προκάλεσαν την κρίση, αντίθετα με ΗΠΑ και Ευρώπη

✓ Μικρότερο το πρόβλημα στην Ελλάδα σε σχέση με την ΕΕ-27

### Return On Assets



### Return On Equity



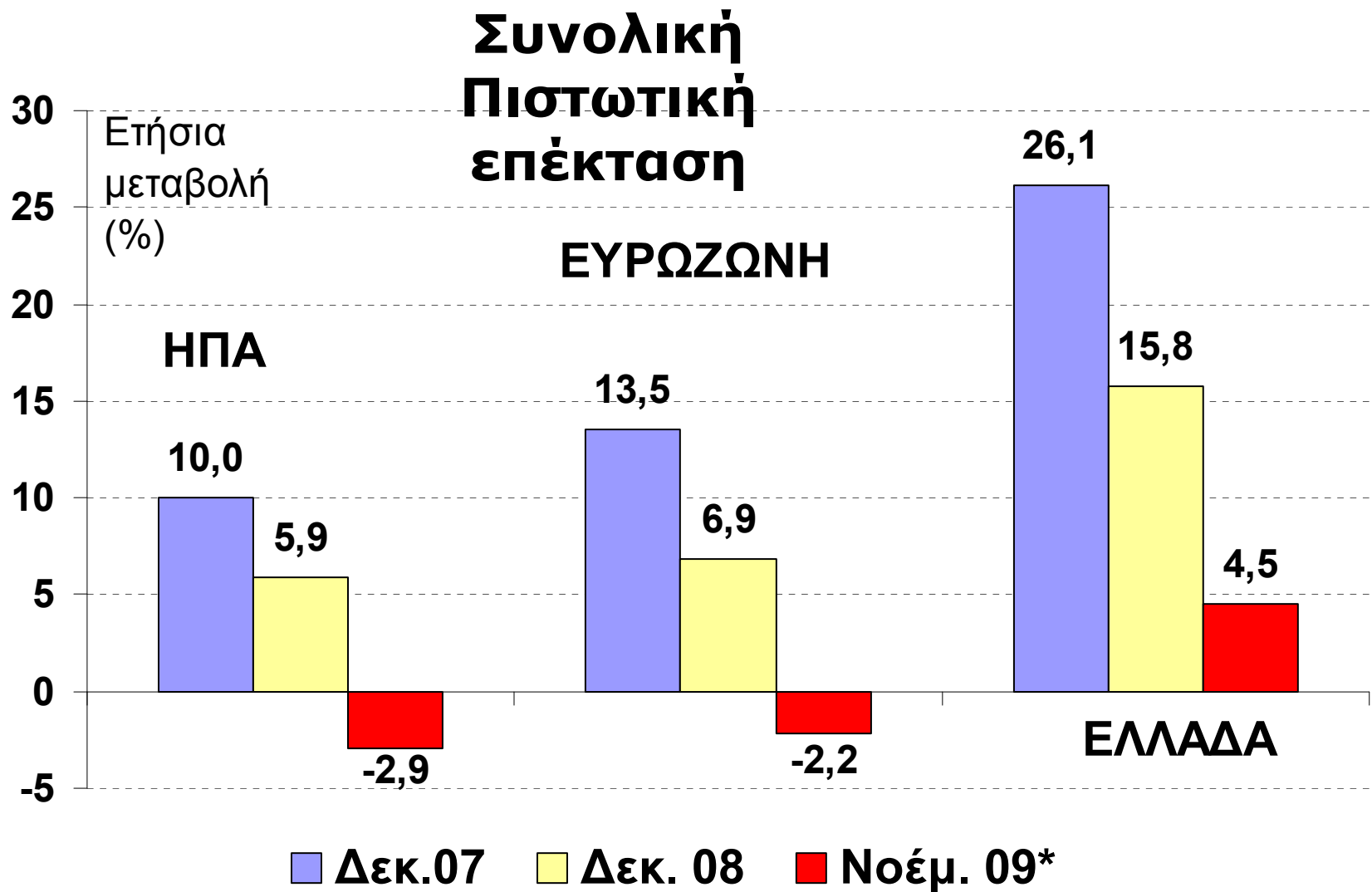
Πηγή: ΕΚΤ

### Τραπεζικοί Όμιλοι στην Ελλάδα

	1 <sup>ο</sup> 6μηνο 2008	1 <sup>ο</sup> 6μηνο 2009
ROA	1,1	0,5
ROE	15,7	7,7

Πηγή: ΤτΕ

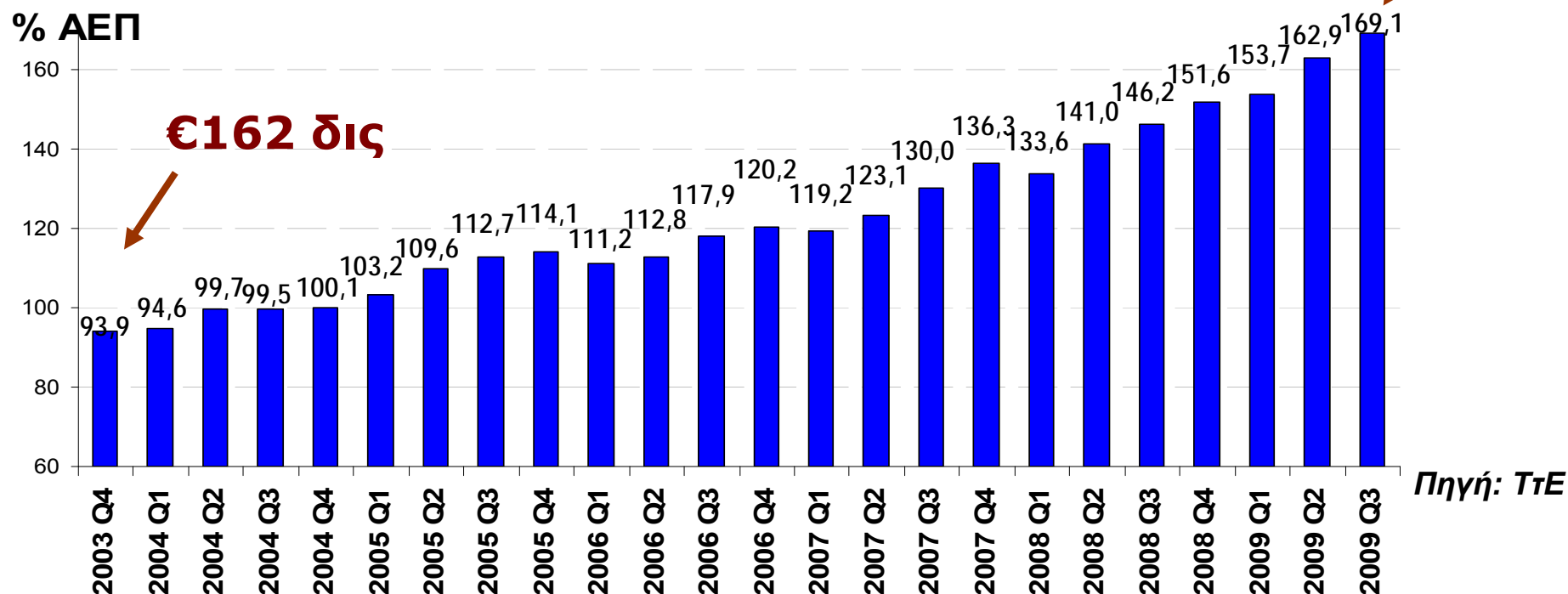
# II. Πτώση ρυθμών αύξησης πιστωτικής επέκτασης



\* Δεκ.08-Νοέμ.09

## II. Πρώτη ανισορροπία: Ανταγωνιστικότητα

- ✓ Η επιδείνωση της ανταγωνιστικότητας είναι το βαθύτερο πρόβλημα
- ✓ Καθίσταται εμφανές στα μετά-ΟΝΕ ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και την έκρηξη του εξωτερικού χρέους
- ✓ **Το επίπεδο διαβίωσης της χώρας είναι πολύ πιο πάνω από τις δυνατότητές της**



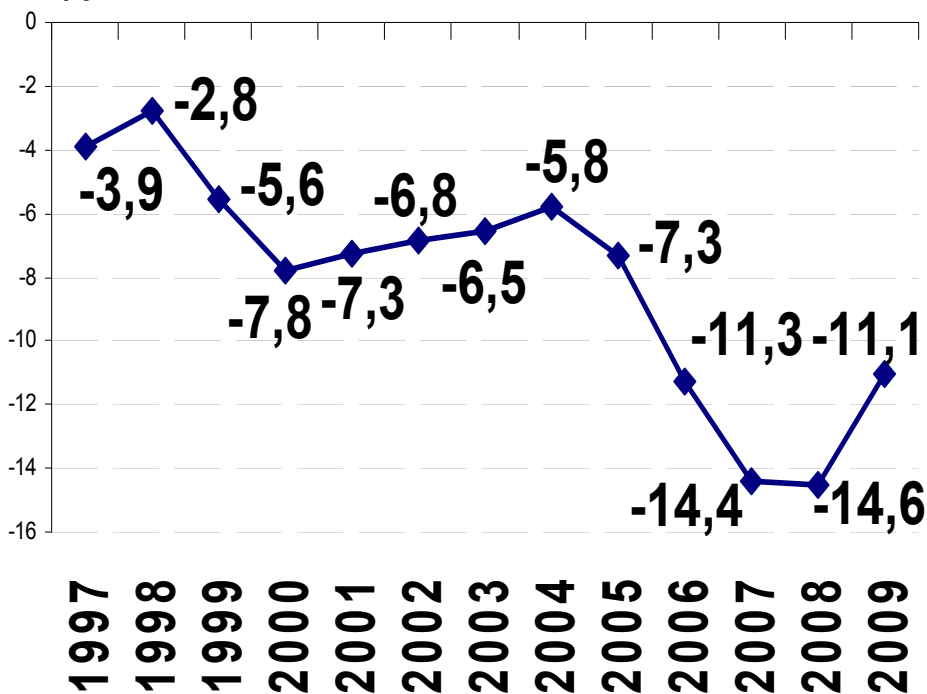
- ✓ Η επί έξι χρόνια άνοδος του εξωτερικού μας χρέους ήταν μεγαλύτερη από 75 π.μ. του ΑΕΠ ή €244 δισ
- ✓ Τα τελευταία χρόνια, για να διατηρήσουμε το βιοτικό μας επίπεδο, «πουλήσαμε» μια πόλη του μεγέθους της Θεσσαλονίκης



# II. Προφανής η εκδήλωση του ελλείμματος ανταγωνιστικότητας στην οικονομία

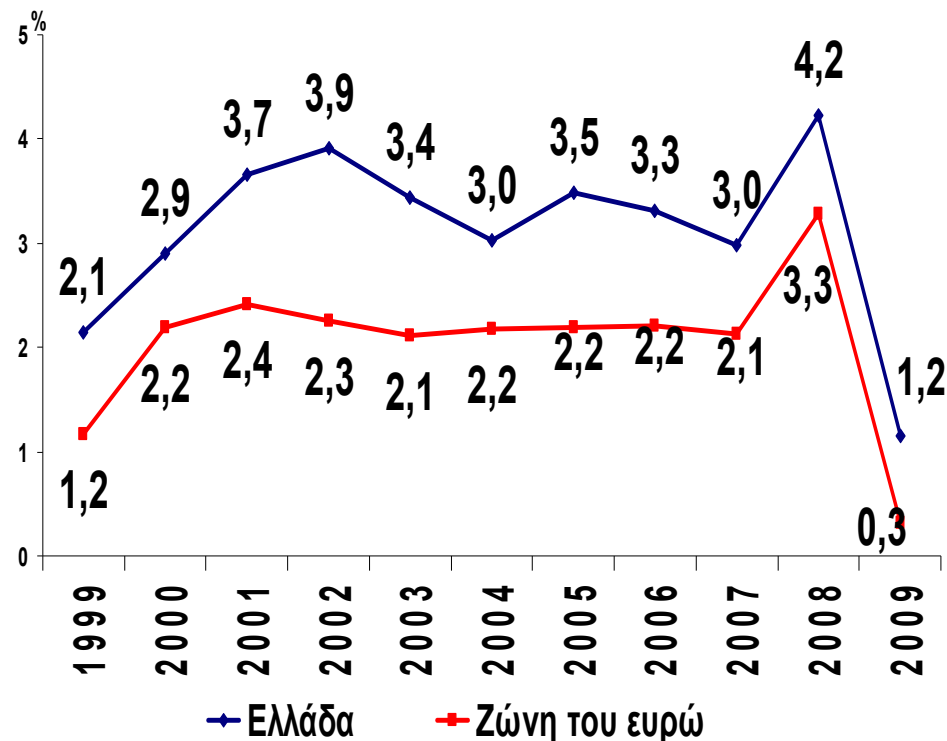
## Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών

% ΑΕΠ



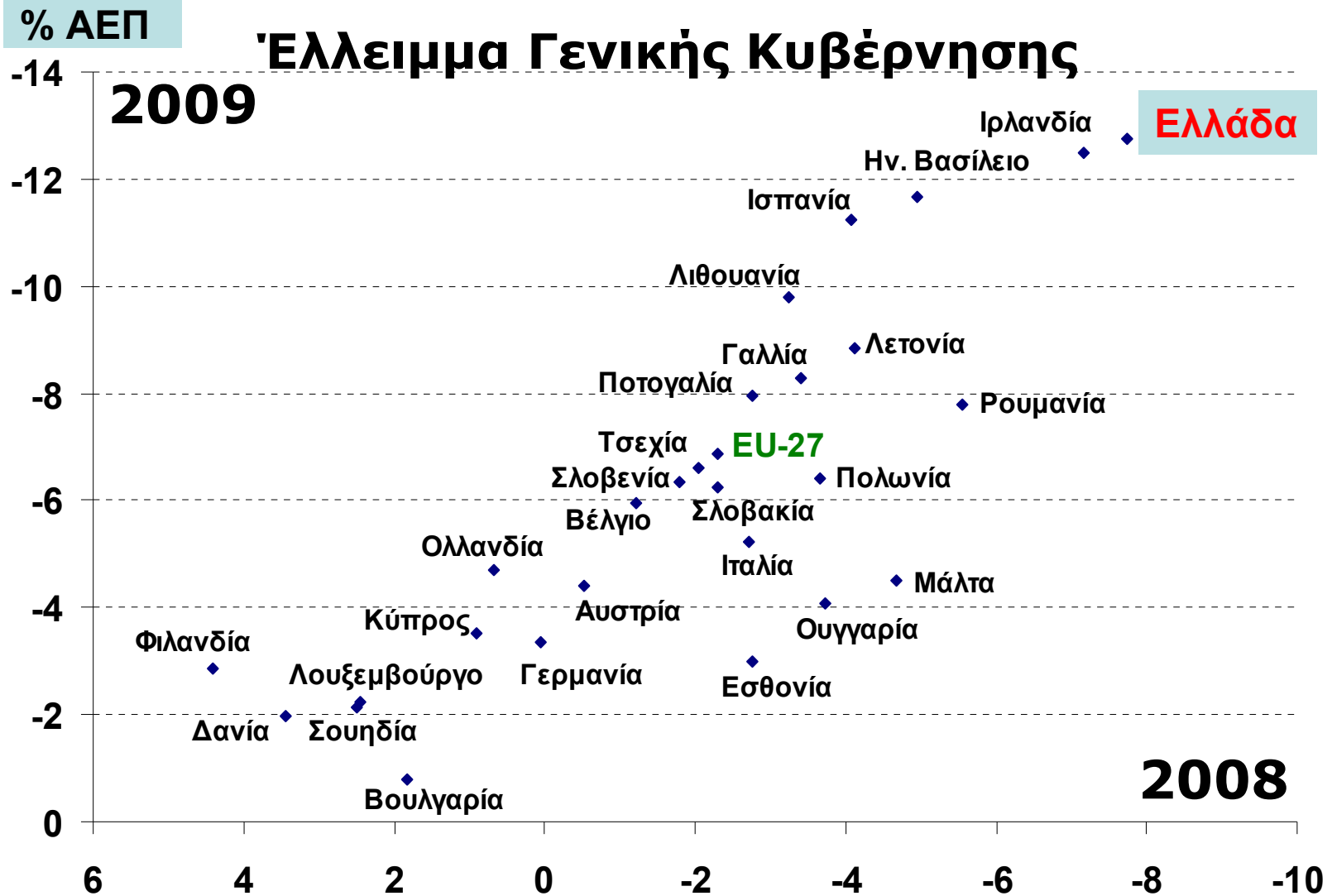
Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος

## Πληθωρισμός



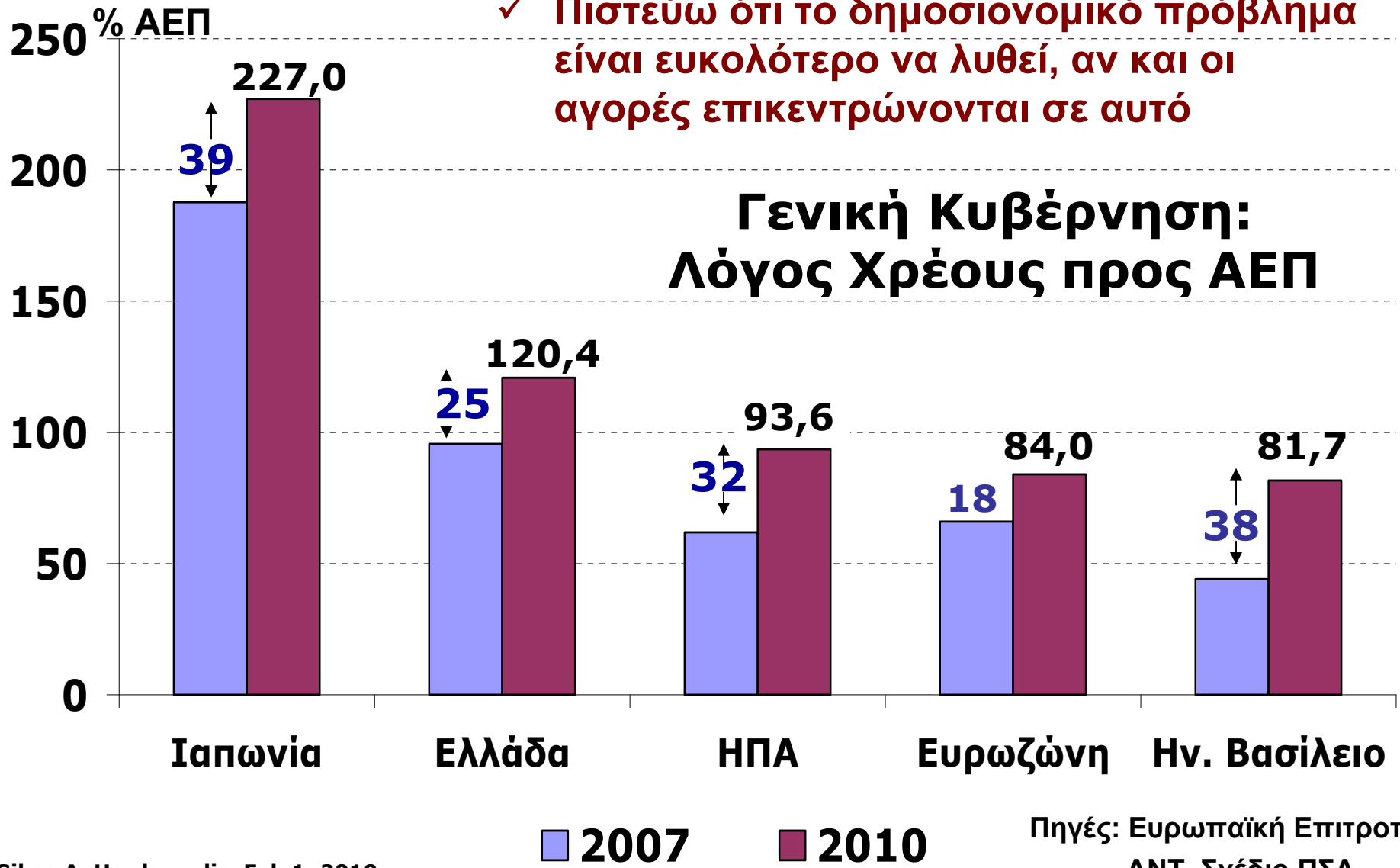
Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή

# II. Η δημοσιονομική χαλαρότητα είναι το δεύτερο πρόβλημα: Τα ελλείμματα της ελληνικής κυβέρνησης ήταν τα χειρότερα στη ΕΕ-27



# II. Η δημοσιονομική χαλαρότητα έγινε εμφανής μόλις σταμάτησε η ανάπτυξη

✓ Πιστεύω ότι το δημοσιονομικό πρόβλημα είναι ευκολότερο να λυθεί, αν και οι αγορές επικεντρώνονται σε αυτό



Πηγές: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, ΔΝΤ, Σχέδιο ΠΣΑ

# III. Πώς μας βλέπουν σήμερα οι αξιολογικοί οίκοι, 29/1/2010

Moody's	S&P	Fitch
Aaa	AAA	AAA
Aa1	AA+	AA+
Aa2	AA	AA
Aa3	AA-	AA-
A1	A+	A+
<b>A2 (outlook: negative)</b>	A	A
A3	A-	A-
Baa1	<b>BBB+ (outlook: negative)</b>	<b>BBB+ (outlook: negative)</b>
Baa2	BBB	BBB
Baa3	BBB-	BBB-
Ba1	BB+	BB+
Ba2	BB	BB
Ba3	BB-	BB-
B1	B+	B+
B2	B	B
B3	B-	B-
Caa1	CCC+	CCC
Caa2	CCC	CCC-
Caa3	CCC-	CC
Ca	CC	C
C	C	

**ΕΚΤ την 1/1/2011** ↓

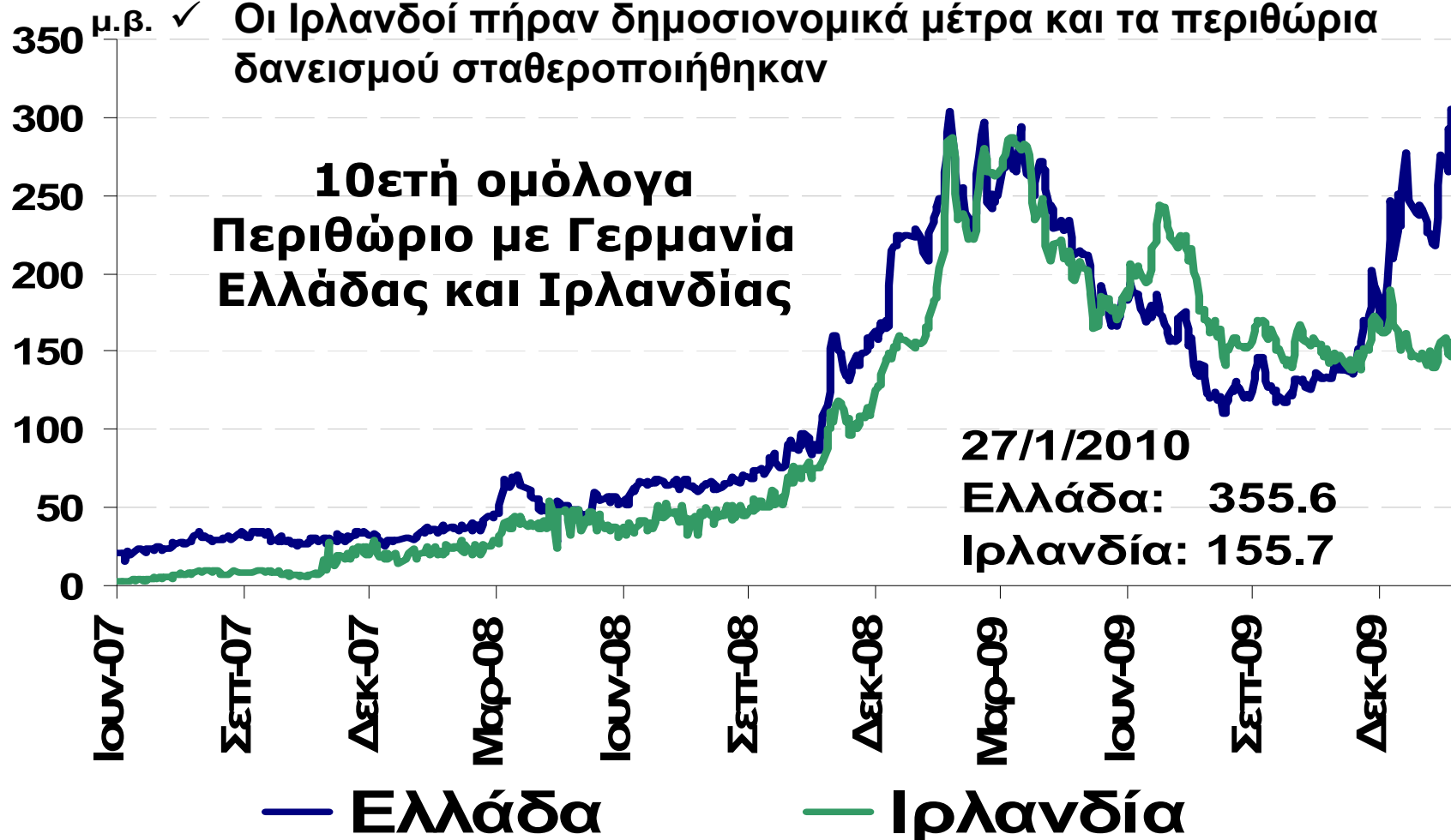
↑ **ΕΚΤ Προσωρινά**

Σημ.: Investment Grade  
πάνω από τη μαύρη γραμμή

✓ Υποβαθμίσεις και από τους 3 οίκους το 2009  
✓ S&P και Fitch αυστηροί, με υποβάθμιση δύο βαθμίδων

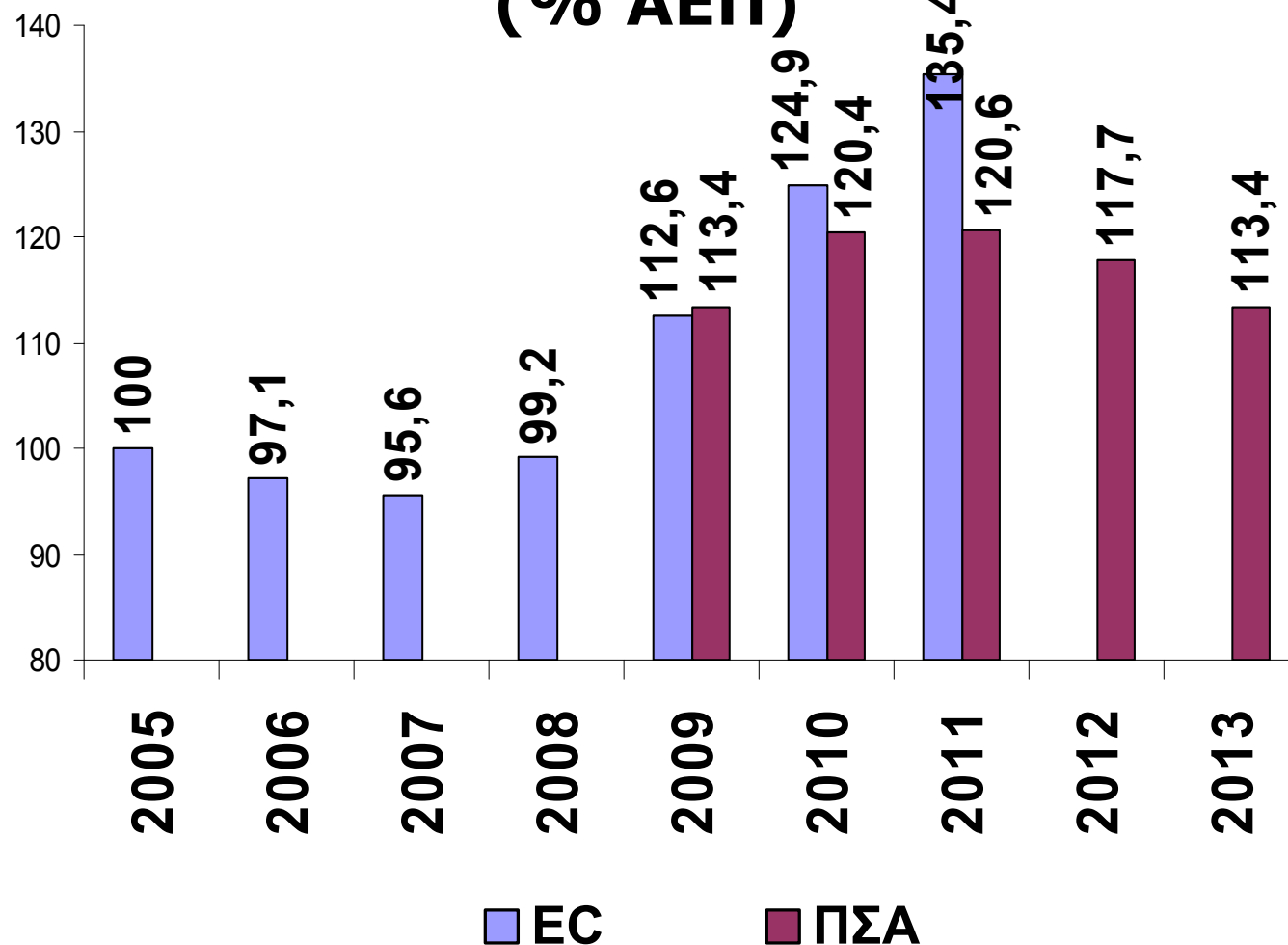
# III. Η αγορά μας σέρνει προς χρεοκοπία

- ✓ Η Ιρλανδία, μια ανοικτή οικονομία με πληγέντα τραπεζικό κλάδο, που παρέσυρε την οικονομία προς τα κάτω
- ✓ Η Ελλάδα, μια κλειστή οικονομία με μόνιμες ανισορροπίες, που παρασύρει τον τραπεζικό κλάδο προς τα κάτω
- ✓ Οι Ιρλανδοί πήραν δημοσιονομικά μέτρα και τα περιθώρια δανεισμού σταθεροποιήθηκαν



# IV. ΠΣΑ προσπαθεί να χαλιναγωγήσει το δημόσιο χρέος

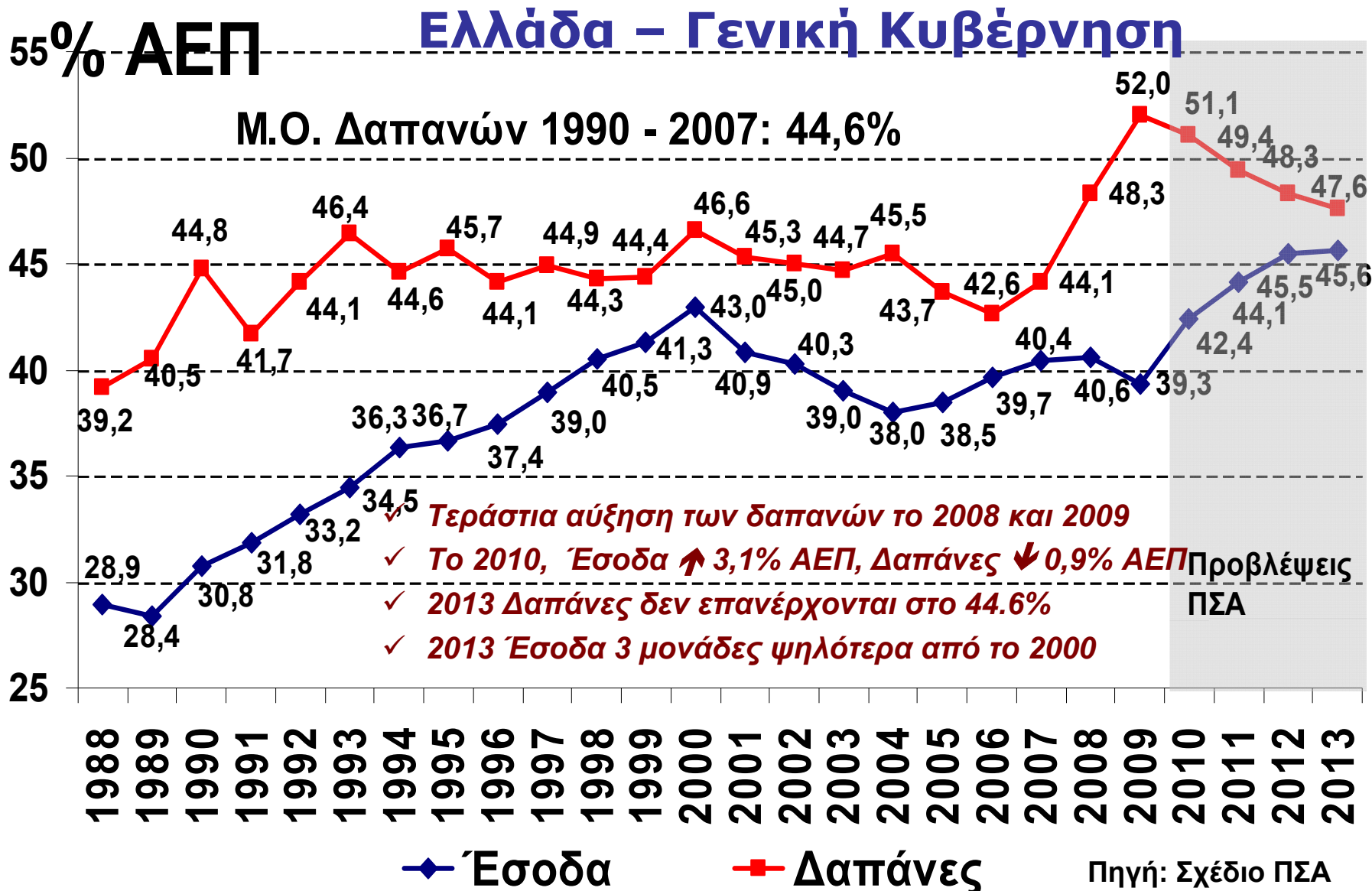
## Χρέος Γενικής Κυβέρνησης (% ΑΕΠ)



Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Σχέδιο ΠΣΑ

- ✓ Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή σε παλαιότερες προβλέψεις της υποθέτει ότι δεν θα υπάρξει αλλαγή πολιτικής
- ✓ Το ΠΣΑ υποθέτει την εφαρμογή αποτελεσματικών πολιτικών
- ✓ **Γιατί οι αγορές δεν πείθονται;**
  - ❖ Δεν επαρκούν τα θετικά στοιχεία του ΠΣΑ;
  - ❖ Θύελλα «κακής» κερδοσκοπίας;

- ✓ **Επανασχεδιασμός του πλαισίου κατάρτισης και εκτέλεσης του Π/Υ**
  - ❖ Ενιαία Αρχή Πληρωμών
  - ❖ Καθιέρωση «δημοσιονομικών κανόνων»
  - ❖ Δημιουργία αποθεματικού ύψους 10% των δαπανών
  - ❖ Κατάρτιση τριετούς προϋπολογισμού ανά υπουργείο από το 2011
  - ❖ Επαναξιολόγηση από μηδενική βάση όλων των δαπανών
  - ❖ Μηνιαία παρακολούθηση δαπανών των σημαντικών υπουργείων
  - ❖ Δημιουργία Κοινοβουλευτικής Υπηρεσίας Προϋπολογισμού
  - ❖ Ανεξαρτητοποίηση της ΕΣΥΕ
  - ❖ Χρήση εξωτερικών ελεγκτών σε ΔΕΚΟ και ΝΠΔΔ
- ✓ **Πάγωμα προσλήψεων** στο Δημόσιο το 2010, κανόνας 5:1 από το 2011
- ✓ **Μεταρρύθμιση ασφαλιστικού** συστήματος
- ✓ Μεταβολή στη δομή των δημόσιων δαπανών: **Περισσότερες επενδύσεις και λιγότερες καταναλωτικές και λειτουργικές δαπάνες**
- ✓ Έσοδα από **αποκρατικοποιήσεις** περίπου 2,3 % του ΑΕΠ ετησίως
- ✓ Φορολογική μεταρρύθμιση για την **διεύρυνση της φορολογικής βάσης** και την καταπολέμηση της φοροδιαφυγής
- ✓ Προώθηση απαραίτητων **διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων** και ενός νέου **εξαγωγικά προσανατολισμένου αναπτυξιακού μοντέλου**
- ✓ **Οι Έλληνες συνήθως αντιδρούν στο αμήν, εν όψει καταστροφής**



✓ Συνεπώς, το επιχείρημα των ξένων: «**Κόψτε κι άλλο τις Δαπάνες**»



# IV. Οι δαπάνες στην Ζώνη του Ευρώ αυξήθηκαν λιγότερο το 2008 και το 2009



προβλέψεις

Μετά την ανακοίνωση του ΠΣΑ στις αρχές Ιανουαρίου:

- ✓ Οι αγορές δεν ενθουσιάστηκαν, αντίθετα τα περιθώρια επιτοκίων αυξήθηκαν
- ✓ Το γεγονός ότι επιχειρείται να μειωθεί το δημοσιονομικό έλλειμμα κάτω του 3% ΑΕΠ το 2012, αντί του αρχικού 2013 του Προϋπολογισμού, δεν φάνηκε αρκετό στους κριτές
- ✓ Οι αξιολογικοί οίκοι παρέμειναν ουδέτεροι, εμμένοντας στην μετά την υποβάθμιση αρνητική προοπτική και στην ανάγκη δείγματος γραφής περιορισμού των ελλειμμάτων

## ***Η κριτική πιθανόν να βασίζεται στα ακόλουθα σημεία:***

- ✓ ***Οι δαπάνες Γενικής Κυβέρνησης ακόμα και το 2013 βρίσκονται στο 47,6% ΑΕΠ, 3 μονάδες υψηλότερες από τον ιστορικό μέσο όρο στην Ελλάδα.***
- ✓ ***Οι δαπάνες μειώνονται μόνον κατά 0,9% του ΑΕΠ το 2010 από ένα ήδη πολύ υψηλό***
- ✓ ***Τα έσοδα Γενικής Κυβέρνησης ανεβαίνουν το 2013 στο 45,6% του ΑΕΠ, 2,6 μονάδες πάνω από το υψηλό ιστορικό του 2000, που ήταν 43% του ΑΕΠ, όταν η πίεση για ένταξη στην ΟΝΕ ήταν μεγάλη***
- ✓ ***Έλληνες αισιόδοξοι, Ευρωπαίοι απαισιόδοξοι για τα φορολογικά έσοδα 2010: για Ελλάδα αύξηση εσόδων 3,1 μονάδες ΑΕΠ, ενώ για Ευρωζώνη αναμένεται μείωση -0,3 ΑΕΠ. Συγχρόνως, πτώση ΑΕΠ Ελλάδος κατά -0,3%, ενώ αύξηση ΑΕΠ Ευρωζώνης κατά 1,4%.***
- ✓ ***Αισιόδοξο το σενάριο μικρής πτώσης του ΑΕΠ το 2010 και ταχείας μετέπειτα ανάκαμψης στην Ελλάδα: Κίνδυνοι πηγάζουν από την ιδιωτική κατανάλωση και τις επενδύσεις, καθώς η καταναλωτική και η επιχειρηματική εμπιστοσύνη παραμένουν χαμηλές, αναμένεται στασιμότητα (ίσως και μείωση σε πραγματικούς όρους) σε μισθούς και εισοδήματα και οι δημόσιες δαπάνες αναμένεται να συρρικνωθούν έπειτα από διψήφια ποσοστιαία αύξηση το 2009.***

- ✓ Έλλειμμα αξιοπιστίας των ελληνικών στατιστικών στοιχείων ⇒ **λύεται**
- ✓ Αν και το ΠΣΑ είναι το λεπτομερέστερο που υπέβαλε ποτέ η χώρα στην ιστορία της, δεν έχει ποσοτικοποιηθεί η επίδραση των μέτρων στο έλλειμμα ⇒ **αναμένεται να λυθεί**
- ✓ Οι μελλοντικές πιέσεις εξαιτίας του ασφαλιστικού προβλήματος είναι **μεγαλύτερες στην Ελλάδα** ⇒ **αναμένεται να λυθεί**
- ✓ **Plan B με περισσότερες περικοπές;**

## Ελλάδα

	2010	2020	2035	2060
<b>Συνταξιοδοτικές Δαπάνες (% ΑΕΠ)</b>	<b>11,6</b>	<b>13,2</b>	<b>19,4</b>	<b>24,1</b>
<b>Λόγος Συνταξιούχων προς Εργαζόμενους (%)*</b>	<b>56</b>	<b>59</b>	<b>78</b>	<b>102</b>

## Ζώνη του ευρώ

	2010	2020	2035	2060
<b>Συνταξιοδοτικές Δαπάνες (% ΑΕΠ)</b>	<b>11,2</b>	<b>11,6</b>	<b>13,2</b>	<b>13,9</b>

\* αριθμός συνταξιούχων σε σχέση με τον αριθμό αυτών που πληρώνουν συνεισφορές στα δημόσια συνταξιοδοτικά ταμεία

# IV. Οφείλεται η πίεση στα ομόλογα και σε αχαλίνωτη κερδοσκοπία;

- ✓ Υπάρχουν κακά σενάρια στα οποία το χρέος εκτοξεύεται εκτός ελέγχου, αν οι ρυθμοί ανάπτυξης παραμείνουν υποτονικοί, π.χ. της τάξης του 1%, και τα πρωτογενή ελλείμματα συνεχίζονται.
- ✓ Όμως, η επιτυχία της πρόσφατης κοινοπρακτικής έκδοσης 5-ετών ομολόγων με περιθώριο 3,5%, όταν η υπερβάλλουσα ζήτηση έφτασε τα €17 δις σημαίνει ότι πολλοί επενδυτές θεωρούν ότι τα κακά σενάρια έχουν μικρή πιθανότητα.
- ✓ Γιατί λοιπόν τα περιθώρια συνέχισαν να αυξάνονται μετά την έκδοση;

**Η «κακή» κερδοσκοπία είναι προφανώς εν μέρει παρούσα.** Οι όποιοι κερδοσκόποι με θέσης πώλησης των ελληνικών ομολόγων:

- ✓ Δεν επηρεάζονται από τις απλές ανακοινώσεις στήριξης ευρωπαϊών πολιτικών ή άλλων επιφανών οικονομολόγων.
- ✓ Ενθαρρύνονται από τις ανακοινώσεις περί απόσυρσης της ρευστότητας από την ΕΚΤ και αύξησης της ποιότητας του ενέχυρου για δανεισμό έκτακτης ανάγκης
- ✓ Δεν πτοούνται όσο υπάρχει αβεβαιότητα για μια πρακτική στήριξη της Ελλάδας με εγγυήσεις ή κεφάλαια από την ΕΕ ή το ΔΝΤ
- ✓ Καμία χώρα (ούτε η Μ. Βρετανία) δεν μπόρεσε να κερδίσει τον αγώνα ενάντια σε επίθεση hedge funds τις τελευταίες 2 δεκαετίες. Μόνο το 1998 το Χονγκ Κονγκ, το οποίο όμως διέθετε τεράστια συναλλαγματικά αποθέματα

## IV. Μπορεί να αντιδράσει η Ελλάδα;

---

- ✓ Η Ελλάδα μπορεί να αντιδράσει σε κερδοσκοπική επίθεση μόνο με τη στήριξη της ΕΕ ή του ΔΝΤ, αλλά αυτό σημαίνει **περαιτέρω μέτρα**.
- ✓ Η αναμενόμενη στενή παρακολούθηση των ελληνικών δημόσιων οικονομικών από την ΕΕ συνεπάγεται πειθαρχία, που αυξάνει την πιθανότητα επιτυχίας του ΠΣΑ
- ✓ Είναι αδιανόητη η σκέψη ότι η Ελλάδα πρόκειται να εγκαταλείψει ποτέ την ΟΝΕ. Το πολιτικό και οικονομικό κόστος θα ήταν εξαιρετικά υψηλό, *π.χ. η μετά-ΟΝΕ υποτίμηση δεν θα περιορίζονταν σε ένα 30%, αλλά πιθανότατα θα έφτανε στο 80%, κάτι που θα σήμαινε αύξηση του δημοσίου χρέους κατά 5 φορές!*

- ✓ **Ισχνή η ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας το 2010, που εξαρτάται και από τη συνεχιζόμενη παροχή ρευστότητας**
- ✓ **Η κρίση εισήχθη στην Ελλάδα κυρίως το τελευταίο τρίμηνο του 2008 και αποκάλυψε δύο μεγάλες μακροχρόνιες ανισορροπίες: την έλλειψη ανταγωνιστικότητας και την έλλειψη δημοσιονομικής πειθαρχίας**
- ✓ **Οι αγορές επικεντρώθηκαν στο αυξανόμενο δημόσιο χρέος και καθορίζουν σήμερα τις πολιτικές επιλογές**
- ✓ **Το ΠΣΑ επιχειρεί να ελέγξει την ανοδική πορεία τους δημόσιου χρέους με αξιόπιστο τρόπο, χωρίς να πλήξει την ανάπτυξη**
- ✓ **Απαιτείται, όμως, περισσότερη προσοχή στον έλεγχο των δαπανών**
- ✓ **Η κερδοσκοπία στα ελληνικά ομόλογα θα σταματήσει μόνο με την έξωθεν βοήθεια, η οποία θα έρθει συνοδευόμενη με επιπλέον περικοπές δαπανών**
- ✓ **Απαιτούνται θυσίες από όλους τους Έλληνες και συναίνεση**
- ✓ **Οι Έλληνες ανταποκρίνονται στις αντιξοότητες και η αναμενόμενη περίοδος στασιμότητας πιθανόν να αποτελέσει την απαρχή για τις μεταρρυθμίσεις τις οποίες η χώρα ποτέ δεν τόλμησε να επιχειρήσει**
- ✓ **Δεν τίθεται θέμα εξόδου της Ελλάδας από την Ευρωζώνη, αφού το κόστος είναι δυσθεώρητο, αλλά στα ξένα ΜΜΕ εμφανίζεται κυρίως επειδή σηματοδοτεί τη διάλυση της ΟΝΕ**

# ΕΥΧΑΡΙΣΤΩ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΟΧΗ ΣΑΣ!!

Θερμές ευχαριστίες στην επιστημονική ομάδα της Διεύθυνσης Οικονομικών Μελετών & Προβλέψεων για την ερευνητική υποστήριξη

Περισσότερες ερευνητικές εκδόσεις διαθέσιμες στην ιστοσελίδα <http://www.eurobank.gr/research>



**New Europe:**

**Οικονομία & Αγορές:**

**Global Economic & Market Outlook:**



**Μηνιαία έκδοση για τις χώρες της Νέας Ευρώπης.**

**Μηνιαία έκδοση με θέματα για την ελληνική και παγκόσμια οικονομία.**

**Τριμηνιαία έκδοση για την ανάλυση της διεθνούς οικονομίας και των αγορών και τη χάραξη νέων επενδυτικών στρατηγικών.**

