Η Ελλάδα εν μέσω διεθνούς κρίσης

του Γκίκα Α. Χαρδούβελη*

24/11/2008

* Καθηγητής, Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής Πανεπιστημίου Πειραιώς, & Οικονομικός Σύμβουλος Ομίλου Eurobank EFG.

Παρουσίαση στο ετήσιο συνέδριο του Ελληνο-Αμερικανικού Επιμελητηρίου:
«**Η Ώρα της Ελληνικής Οικονομίας**»

1. Εισαγωγή

Η ελληνική οικονομία παρουσιάζει σήμερα σημαντικές ιδιαιτερότητες. Από τη μια πλευρά, η χώρα μπορεί υπό προϋποθέσεις να ξεπεράσει την κρίση με τις λιγότερες δυνατές απώλειες σε σχέση με τις υπόλοιπες ευρωπαϊκές χώρες. Από την άλλη, η χώρα δοκιμάζεται από τεράστιες μακροχρόνιες ανισορροπίες, όπως το έλλειμμα ανταγωνιστικότητας, που απεικονίζεται στον υψηλότερο ελληνικό πληθωρισμό και το τεράστιο έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών. Οι μακροχρόνιες αυτές ανισορροπίες επιτείνουν τις παρενέργειες της κρίσης και μπορεί να φέρουν την οικονομία σε ύφεση. Έτσι, δύο είναι τα πιθανά σενάρια για το 2009. Είτε ένας ρυθμός ανάπτυξης λίγο υψηλότερος του 2% είτε μια μεγάλη ύφεση. Για να συμβεί, όμως, το πρώτο και καλό σενάριο της ανάπτυξης, πρέπει (1) τα δάνεια προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά σύντομα να απεγκλωβιστούν από τη σημερινή τους στασιμότητα, (2) οι δημόσιες επενδύσεις να πολλαπλασιαστούν, δηλαδή η δημοσιονομική πολιτική να γίνει πιο επεκτατική, (3) η αγορά να ομαλοποιηθεί ώστε να μην επικεντρωθεί στις μεγάλες ανισορροπίες της ελληνικής οικονομίας.

Σημειώνεται ότι στον Προϋπολογισμό του 2009, που πριν τρεις μέρες κατατέθηκε στη Βουλή των Ελλήνων, οι δημόσιες επενδύσεις μειώνονται αντί να αυξάνονται, όπως απαιτείται για την εξέλιξη του καλού σεναρίου του 2009. Η μείωση αυτή των επενδύσεων αποτελεί ένα μεγάλο αίνιγμα, αφού έτσι εμφανίζονται οι ελληνικές Αρχές να πιστεύουν ότι η κρίση δεν θα χτυπήσει την Ελλάδα όπως τις υπόλοιπες χώρες της Ευρώπης, ενώ η αρνητική πραγματικότητα είναι ήδη μπροστά μας. Υπενθυμίζεται ότι το ίδιο περίπου λάθος έγινε και πέρυσι τη ίδια εποχή, όταν οι κυβερνητικές προβλέψεις για το 2008 αγνόησαν τη διεθνή κρίση και τις παρενέργειές της στα επιτόκια και τη διεθνή οικονομική δραστηριότητα και επέμειναν σε ένα ρυθμό ανάπτυξης του 2008 παρόμοιο με αυτόν του 2007, δηλαδή 4%. Συγκεκριμένα, από το ίδιο βήμα του Ελληνο-Αμερικανικού Επιμελητηρίου, στην ίδια εκδήλωση ένα χρόνο νωρίτερα τον Νοέμβριο του 2007, ο παρών ομιλητής είχε τονίσει με έμφαση ότι η κρίση θα μείωνε τους ρυθμούς ανάπτυξης για το 2008, όπως και έγινε. Συνεπώς, η σημερινή αδράνεια στην απαιτούμενη δημοσιονομική πολιτική αντίδρασης στην κρίση μειώνει σημαντικά τις πιθανότητες του καλού σεναρίου και, έτσι, το σενάριο της βαθειάς ύφεσης αποκτά μεγαλύτερη πιθανότητα. Μάλιστα, μια τέτοια ύφεση στη συνέχεια θα σημάνει στασιμότητα

διαρκείας, αφού η έλλειψη μακροοικονομικών εργαλείων και οι μακροχρόνιες ανισορροπίες δεν επιτρέπουν τη γρήγορη ανάκαμψη.

2. Το καλό σενάριο ανάπτυξης του 2009

Το καλό σενάριο του 2009 απεικονίζεται στον Πίνακα 1. Οι προτελευταία στήλη δείχνει τις προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για ρυθμό ανάπτυξης 2,5% και η τελευταία τις προβλέψεις του συγγραφέα για ρυθμό ανάπτυξης 2,1%. Σημειώνεται ότι στον Προϋπολογισμό του 2009, η σημερινή κυβερνητική πρόβλεψη είναι για ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ 2,7%. Ο Προϋπολογισμός εμφανίζεται σχετικά πιο απαισιόδοξος όσον αφορά τον ρυθμό αύξησης των επενδύσεων, αλλά ιδιαίτερα αισιόδοξος στη δυνατότητα περιορισμού της δημόσιας κατανάλωσης και στον ρυθμό αύξησης των εξαγωγών εν μέσω διεθνούς ύφεσης. Επίσης, ο Προϋπολογισμός υποθέτει ότι οι εισαγωγές θα αυξηθούν με ρυθμό μικρότερο της αύξησης της κατανάλωσης.

Στην αντίπερα όχθη των απαισιόδοξων προβλέψεων βρίσκονται οι διεθνείς αναλυτές από επενδυτικές τράπεζες και αξιολογικούς οίκους, καθώς και το ΔΝΤ, το οποίο μάλιστα πριν την επιδείνωση της κρίσης, προέβλεπε ήδη ρυθμό ανάπτυξης 2%. Όμως, από τα μέσα Οκτωβρίου, το ΔΝΤ έχει μειώσει ακόμα περισσότερο τις προβλέψεις του για όλο τον πλανήτη κατά περίπου 1 ποσοστιαία μονάδα ανά περιοχή, χωρίς πάντοτε να δίνει ειδικότερες προβλέψεις ανά χώρα, όπως η Ελλάδα. Προφανώς, η πρόβλεψή του και για την Ελλάδα θα είναι για έναν ρυθμό ανάπτυξης αρκετά χαμηλότερο του 2%.

Πίνακας 1
Το καλό σενάριο ανάπτυξης του 2009

Το καλό σενάριο: Ετήσια αύξηση σε σταθερές τιμές	**Σταθμίσεις (2007)**	**Προϋπο-λογισμός 2009**	**Ευρωπαϊκή Επιτροπή 2009**	**Προβλέψεις Συγγραφέα 2009**
ΑΕΠ	100,0%	2,7	2,5	**2,1**
Ιδ. Κατανάλωση	71,2%	2,2	2,2	2,0
Δημ. Κατανάλωση	16,7%	1,0	2,7	2,4
Επενδύσεις	22,5%	1,5	2,8	2,1
Εξαγωγές	23,0%	4,3	3,1	2,6
Εισαγωγές	33,5%	1,0	2,5	2,1
Εν. ΔΤΚ		3,0	3,5	**3,3**
Ισοζύγιο Γενικής Κυβ. (% ΑΕΠ)		-2,0	-2,2	-2,9
Χρέος Γενικής Κυβ. (% ΑΕΠ)		91,4	92,2	93,0
Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών (% ΑΕΠ)		-	-15,0	-14,0

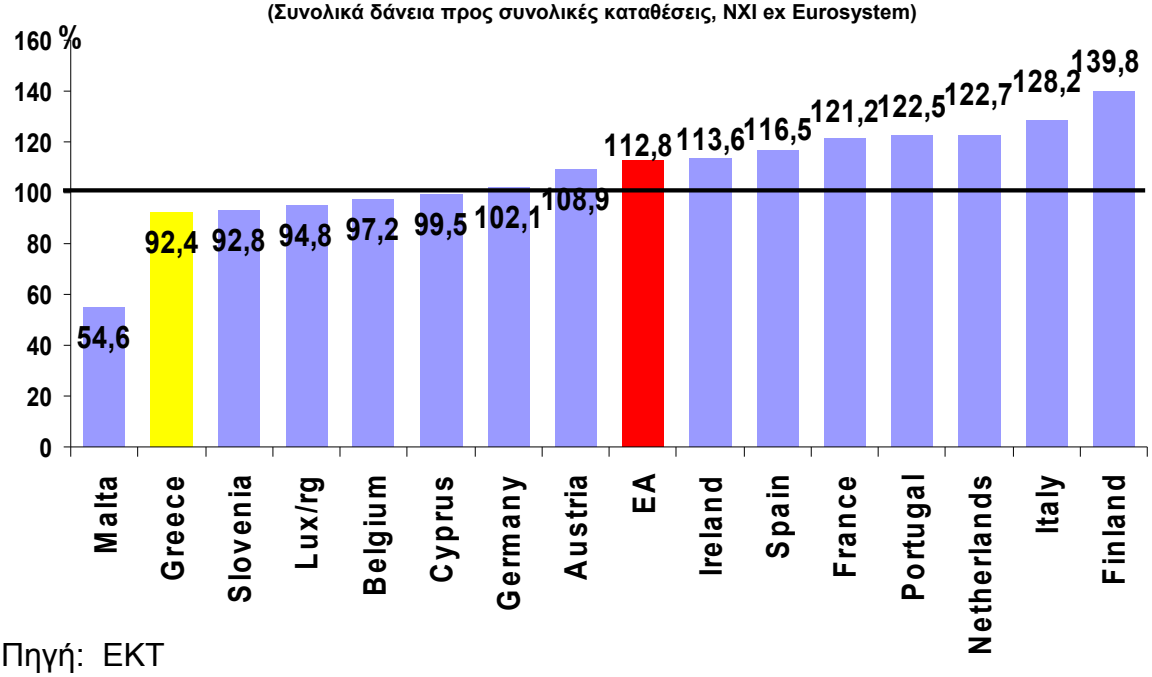
Η Ελλάδα στη διάρκεια του 2008 και έως τον Σεπτέμβριο δεν επηρεάστηκε πολύ από τη διεθνή κρίση, παρά μόνον ελαφρώς μέσω των υψηλότερων επιτοκίων. Μετά τον Σεπτέμβριο, όμως, η διεθνής επιδείνωση της κρίσης έφερε και μια απότομη κάμψη στις χορηγήσεις των τραπεζών. Αιτία της αντοχής της ελληνικής οικονομίας έως τον Σεπτέμβριο είναι η σχετική δύναμη του εγχώριου τραπεζικού συστήματος. Η σημερινή διεθνής κρίση ξεκίνησε από τον χρηματοοικονομικό τομέα και έτσι η κρίση δεν έγινε αισθητή στην Ελλάδα με τον ίδιο άμεσο τρόπο που έγινε στο εξωτερικό. Στα Διαγράμματα 1 και 2 γίνεται μια σύγκριση της κατάστασης του ελληνικού τραπεζικού συστήματος σε σχέση με τα ευρωπαϊκά. Δύο είναι τα προβλήματα που ταλανίζουν το διεθνές χρηματοοικονομικό σύστημα: Έλλειψη φερεγγυότητας και έλλειψη ρευστότητας. Και στα δύο οι ελληνικές τράπεζες υπερέχουν των αντίστοιχων ευρωπαϊκών. Ο λόγος ιδίων κεφαλαίων προς ενεργητικό είναι στην Ελλάδα ο υψηλότερος στην Ευρωζώνη (Διάγραμμα 1), γεγονός που δείχνει ότι οι ελληνικές τράπεζες έχουν ισχυρή κεφαλαιακή βάση. Επίσης, ο λόγος δανείων προς καταθέσεις είναι ο δεύτερος μικρότερος στην Ευρωζώνη μετά τη Μάλτα, γεγονός που υποδηλώνει ότι το ζήτημα έλλειψης ρευστότητας είναι λιγότερα έντονο στη χώρα μας.

Διάγραμμα 1
Ίδια Κεφάλαια Τραπεζών προς Μέγεθος Ενεργητικού

Πηγή: Bloomberg, υπολογισμοί συγγραφέα

Διάγραμμα 2
Λόγος Δανείων προς Καταθέσεις
Αύγουστος 2008

(Συνολικά δάνεια προς συνολικές καταθέσεις, NXI ex Eurosystem)



Πηγή: ΕΚΤ

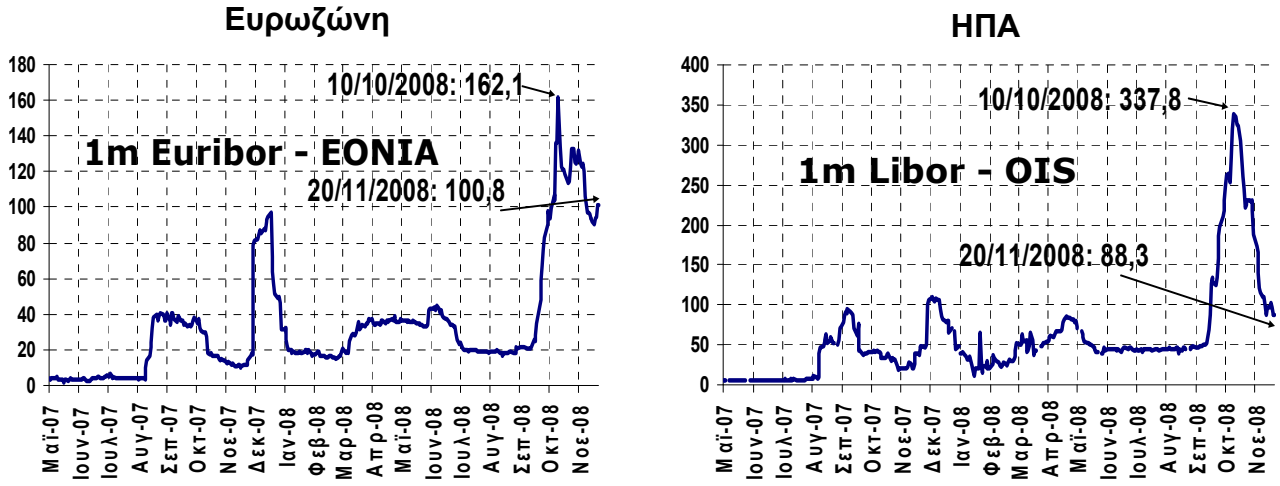
3. Το κακό σενάριο ύφεσης του 2009

Η πιθανότητα ύφεσης της ελληνικής οικονομίας το 2009 δεν είναι αμελητέα. Οι κύριοι αρνητικοί παράγοντες που μπορούν να φέρουν την ύφεση είναι τρεις: (1) Η έλλειψη ρευστότητας, (2) ο περιορισμός αντί αύξησης των δημόσιων επενδύσεων και (3) η πιθανή επικέντρωση της προσοχής των διεθνών αγορών στο τεράστιο έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών και η αύξηση των απαιτούμενων επιτοκίων για τη χρηματοδότησή του.

Το πρόβλημα έλλειψης κεφαλαίων φαίνεται να επιλύεται διεθνώς μετά τις παρεμβάσεις των κυβερνήσεων και τις ενέσεις κεφαλαιοποίησης. Όμως, το πρόβλημα της ρευστότητας παραμένει. Αυτή τη στιγμή δεν υπάρχει παρά ελάχιστη ρευστότητα για διατραπεζικό δανεισμό πέραν της εβδομάδος. Οι τράπεζες συνεχίζουν να μην εμπιστεύονται η μία την άλλη. Μάλιστα, όπως δείχνουν και τα Διαγράμματα 3α και 3β, υπάρχει μια τεράστια διαφορά ανάμεσα στον ακάλυπτο και καλυμμένο δανεισμό μεταξύ των τραπεζών, η οποία δεν έχει επανέλθει στα επίπεδα του Αυγούστου, τουλάχιστον στην Ευρώπη. Στον δανεισμό ενός μηνός η διαφορά αυτή είναι μια ολόκληρη ποσοστιαία μονάδα στην Ευρωζώνη. Οι ευρωπαϊκές τράπεζες προτιμούν να τοποθετούν το ρευστό που τους περισσεύει στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα παρά να το δανείζουν σε άλλες ιδιωτικές τράπεζες με υψηλότερο

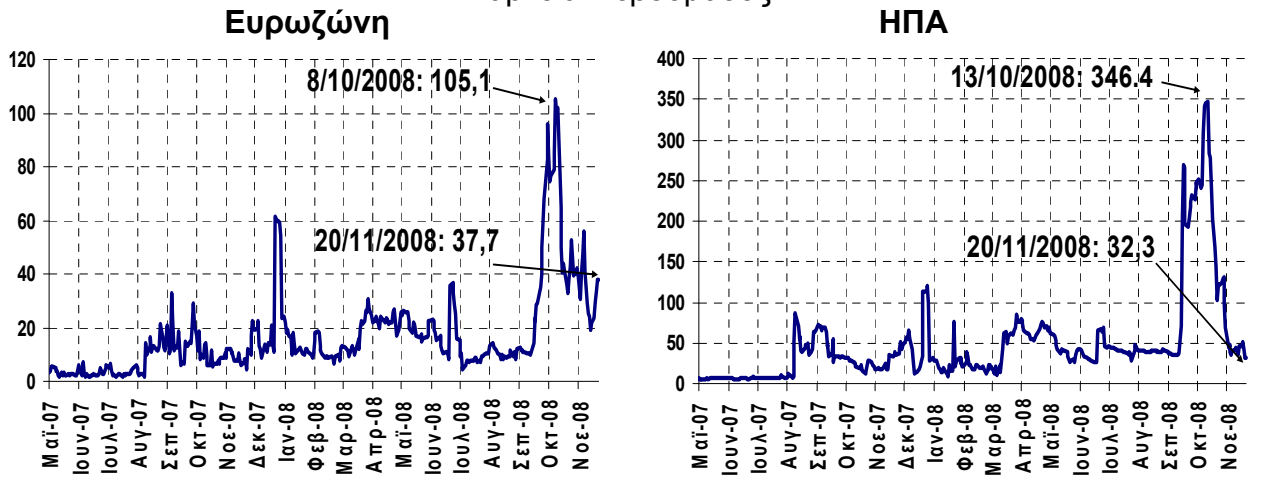
επιτόκιο. Τις τελευταίες εβδομάδες οι καταθέσεις στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα έχουν εκτοξευθεί από το €1 δις στα €200 περίπου δις (Διάγραμμα 4). Επομένως, η ενεργοποίηση του πακέτου των €28 δις, που πρόσφατα ψηφίστηκε με καθυστέρηση στη Βουλή των Ελλήνων, θα μειώσει το πρόβλημα ρευστότητας των ελληνικών τραπεζών, αλλά δεν θα το εξαλείψει. Το πακέτο των €28 δις θα βοηθήσει στο να κρατηθεί δυνητικά ο ρυθμός αύξησης των χορηγήσεων στο μισό ύψος σε σχέση με το προηγούμενο μέγεθός του και, έτσι, αποτελεί ένα πρώτο θετικό βήμα. Δεν αποτελεί, όμως, πανάκεια.

Διάγραμμα 3α
Περιθώριο ακάλυπτου-καλυμμένου δανεισμού
Διάρκεια 1 μηνός



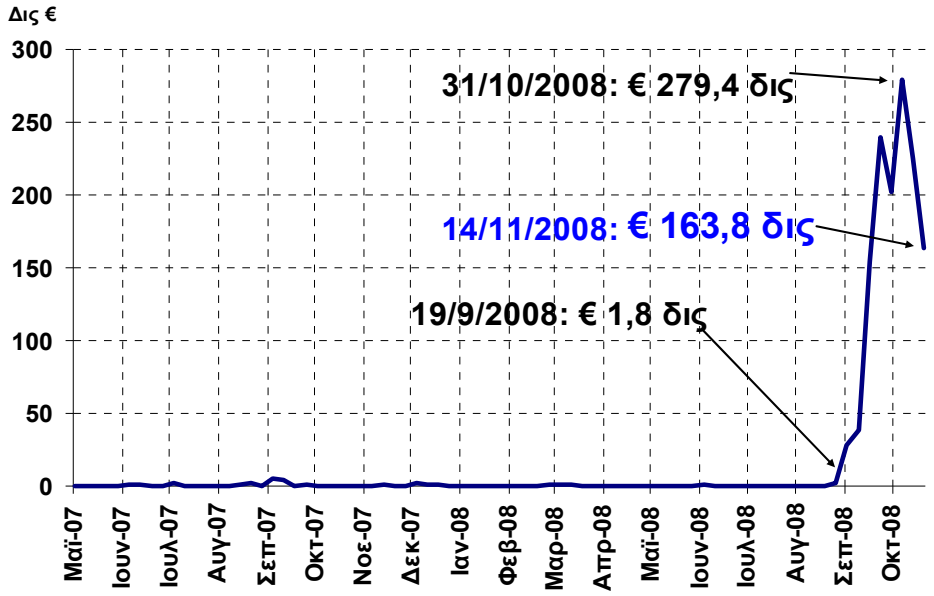
Πηγή: Bloomberg

Διάγραμμα 3β
Περιθώριο ακάλυπτου-καλυμμένου δανεισμού
Διάρκεια 1 εβδομάδος



Πηγή: Bloomberg

Διάγραμμα 4
Καταθέσεις Τραπεζών στην Κεντρική τράπεζα

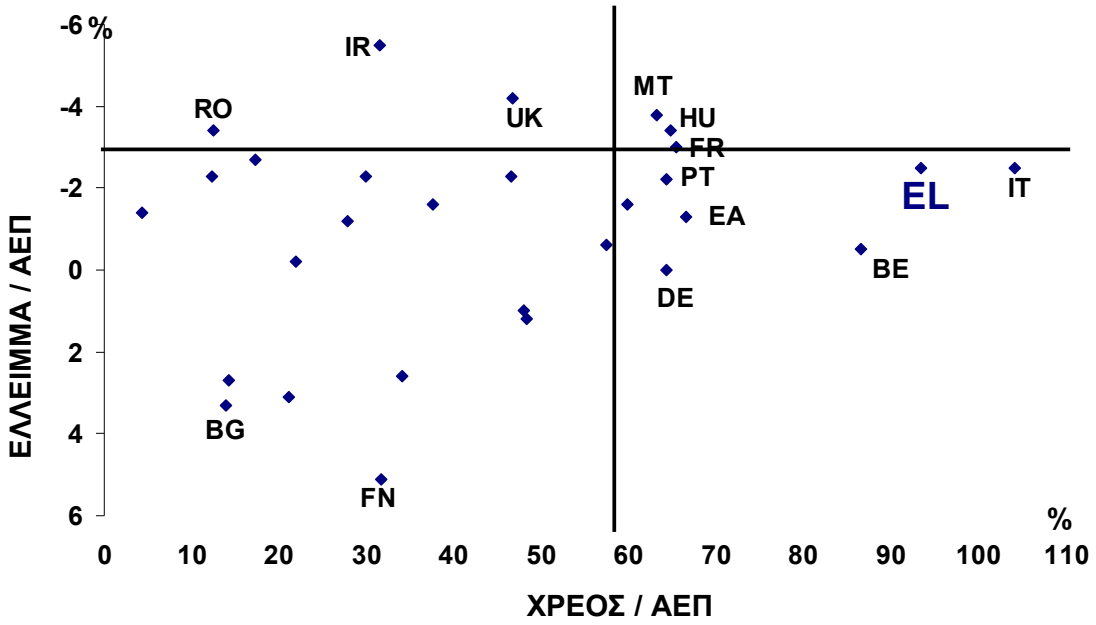


Πηγή: ΕΚΤ

Το δεύτερο μεγάλο πρόβλημα για την Ελλάδα, που φαίνεται πλέον να αναδεικνύεται σε κυρίαρχο ρίσκο είναι η έλλειψη δυναμικής αντίδρασης στην κρίση με επεκτατική δημοσιονομική πολιτική. Η αδυναμία προφανώς πηγάζει από την άσχημη δημοσιονομική εικόνα της χώρας, όπως αυτή φαίνεται στο Διάγραμμα 5. Η Ελλάδα έχει το δεύτερο χειρότερο – μετά την Ιταλία - ποσοστό χρέους Γενικής Κυβέρνησης ως προς το μέγεθος της οικονομίας της στην Ευρώπη των 27. Συγχρόνως, το έλλειμμα του 2008 υπολογίζεται πολύ κοντά στο ανώτατο επιθυμητό επίπεδο του 3% (ενώ το έλλειμμα του 2007 είχε ξεπεράσει το 3%). Συνεπώς, η πολιτική πίεση για δημοσιονομική πειθαρχία είναι έντονη για την Ελλάδα και η παράβαση του ορίου του 3% θα μπορούσε δυνητικά να γίνει μόνον αν υπάρξει κοινή απόφαση ότι προσωρινά το όριο του 3% δεν θα ισχύσει για όλες τις χώρες.

Η αδυναμία εφαρμογής μια επιθετικής πολιτικής επενδύσεων είναι ιδιαίτερα εμφανής και ανησυχητική στον Προϋπολογισμό του 2009. Οι δαπάνες δημοσίων επενδύσεων το 2009 μειώνονται κατά €850 εκατ. ή 8,8% στα €8,8 δις. Συγχρόνως, τα αναμενόμενα έσοδα από την ΕΕ μειώνονται κατά €1.430 εκατ. ή 27,1% στα €3,7 δις. Η μείωση αυτή είναι αινιγματική διότι γίνεται σε μια χρονιά που απαιτείται μεγαλύτερη ενεργοποίηση των κοινοτικών πόρων.

Διάγραμμα 5
Η δημοσιονομική κατάσταση στην Ευρώπη των 27
(τέλος 2008)



Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή

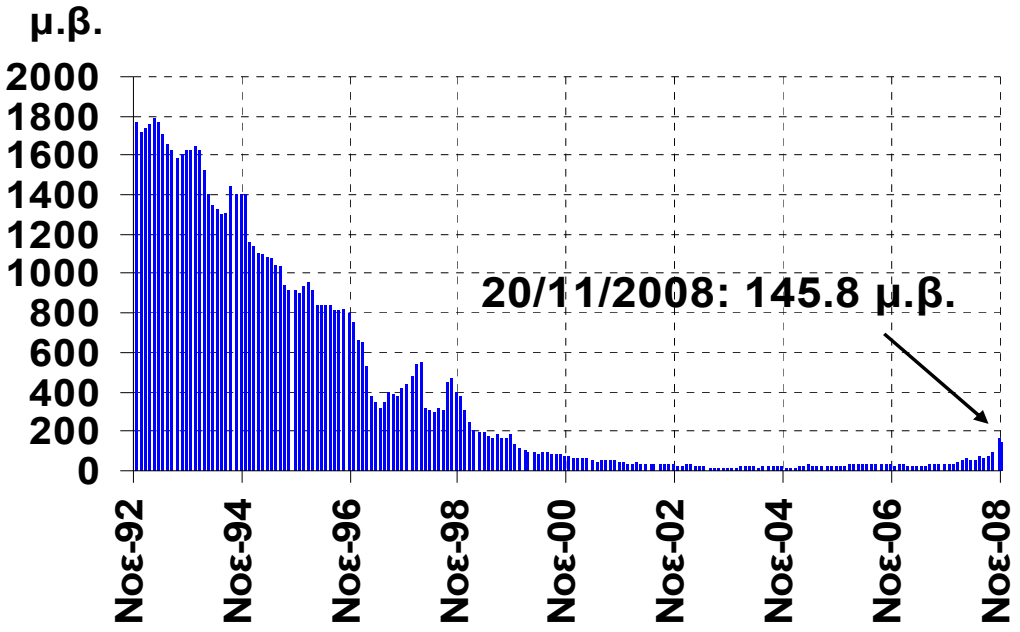
Το τρίτο πρόβλημα του 2009 για την Ελλάδα πηγάζει από το μεγάλο έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών, το οποίο έχει εκτιναχθεί στα επίπεδα του 15% από περίπου 4% πριν την είσοδό μας στην Ευρωζώνη. Από τα μέσα του 2003 έως τα μέσα του 2008, η σωρευτική αύξηση του ελλείμματος, εκφρασμένου ως ποσοστό του ΑΕΠ, είναι 49 ποσοστιαίες μονάδες, όσο περίπου και αύξηση του εξωτερικού χρέους της χώρας. Το εξωτερικό χρέος στα μέσα του 2008 έφτασε τα $531,7 δις ή 138,2% του ΑΕΠ από $166,2 δις στα μέσα του 2003 ή 85,8% του τότε ΑΕΠ. Με άλλα λόγια, η υπέρ-κατανάλωση στην Ελλάδα, όπως αυτή υποδηλώνεται μέσω του ελλείμματος τρεχουσών συναλλαγών, χρηματοδοτείται από την εισροή ξένων κεφαλαίων, κυρίως μέσω δανεισμού.

Η ελληνική υπέρ-κατανάλωση με δανεικά από το εξωτερικό εγείρει και το ερώτημα τι θα μπορούσε να συμβεί αν η χρηματοδότηση από το εξωτερικό σταματούσε ή αν γίνονταν πιο ακριβή. Τι δηλαδή θα μπορούσε να συμβεί αν οι διεθνείς αγορές ξαφνικά επικεντρώνονταν στα ελληνικά ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών και δίσταζαν να αγοράζουν ελληνικά ομόλογα. Η απάντηση είναι προφανής: Τόσο τα επιτόκια θα αυξάνονταν όσο και η παροχή δανείων θα γίνονταν με μεγαλύτερη αυστηρότητα και απαιτούμενη τεκμηρίωση εκ μέρους των δανειστών. Και οι δύο περιπτώσεις συνεπάγονται μείωση της συνολικής ζήτησης στην οικονομία και πτώση της οικονομικής δραστηριότητας.

Προς το παρόν, βεβαίως, η πιθανότητα μιας τέτοιας αύξησης των επιτοκίων είναι μικρή. Στο Διάγραμμα 6 γίνεται μια χρονική αναδρομή στα περιθώρια του ελληνικού επιτοκίου με το γερμανικό. Αν και σήμερα το περιθώριο έχει αυξηθεί και βρίσκεται στο 1,46%, το ποσοστό αυτό είναι πολύ μικρό σε σχέση με τα ποσοστά που επικρατούσαν στο πρώτο μισό της δεκαετίας του 1990. Επιπλέον, η σημερινή άνοδος των περιθωρίων δικαιολογείται από την παράλληλη άνοδο των περιθωρίων και άλλων χωρών (Διάγραμμα 7). Η σημερινή άνοδος είναι ένα διεθνές φαινόμενο και όχι αποκλειστικά ελληνικό.

Διάγραμμα 6

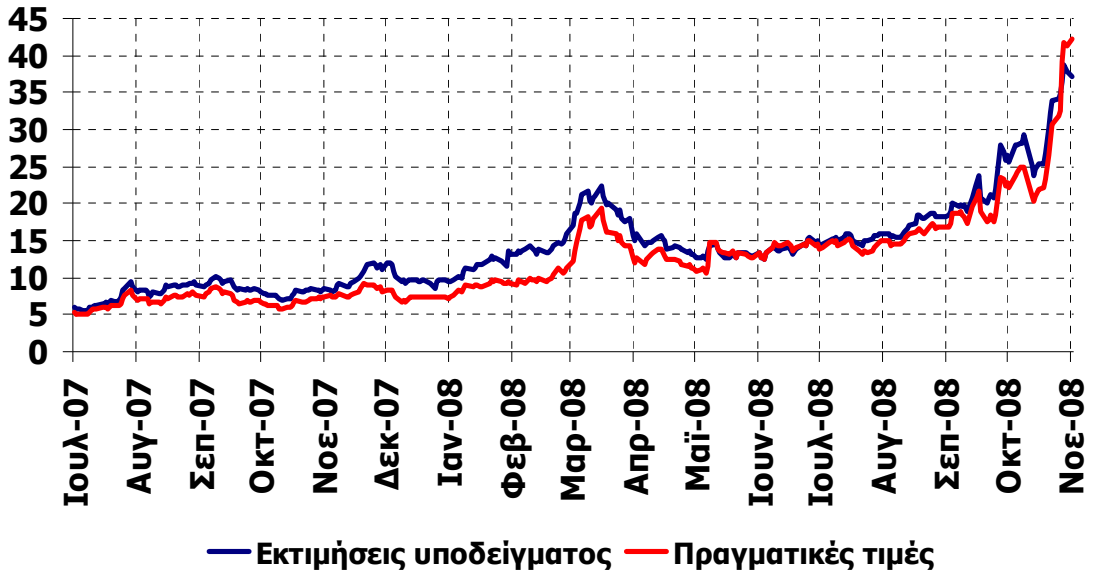
Περιθώριο 10-ετών ομολόγων ελληνικού-γερμανικού Δημοσίου



Πηγή: Ecowin

Υπάρχει, όμως, και μια επιπλέον αρνητική διάσταση του εξωτερικού δανεισμού της Ελλάδας, που χρήζει προσοχής. Στο Διάγραμμα 8 εμφανίζεται η κατανομή του εξωτερικού αυτού δανεισμού ανάμεσα σε διαφορετικούς φορείς της χώρας: Δημόσιο, Κεντρική Τράπεζα, Ιδιωτικές τράπεζες, λοιποί ιδιωτικοί φορείς. Τα ποσά του δανεισμού στην κατανομή είναι μικτά, δηλαδή δεν έχουν αφαιρεθεί τα κεφάλαια που φεύγουν από τη χώρα. Έτσι, οι τράπεζες εμφανίζονται να κατέχουν το 33% του εξωτερικού δανεισμού, χωρίς να αφαιρούνται τα κεφάλαια των τραπεζών που φεύγουν από την Ελλάδα. Με δεδομένη την παρατήρηση αυτή, το μεγάλο ποσοστό συμμετοχής των ιδιωτικών τραπεζών στον εξωτερικό δανεισμό δείχνει ότι σε μια περίοδο έλλειψης ρευστότητας στον τραπεζικό τομέα, όπως είναι η σημερινή, η πιθανή αντίστροφη μετακίνηση των τραπεζικών κεφαλαίων προς το εξωτερικό στο μέλλον θα δημιουργούσε ακόμα πιο έντονο πρόβλημα ρευστότητας και θα επιδείνωνε την εγχώρια κρίση. Κάτι τέτοιο, προς το παρόν έχει μικρή πιθανότητα, αλλά η συνέχιση της κρίσης μεγιστοποιεί τα ρίσκα.

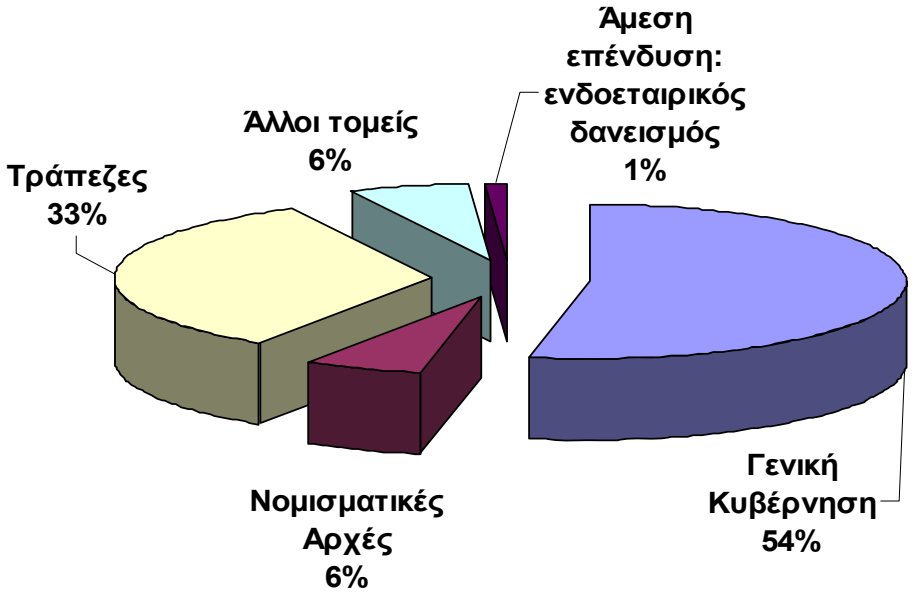
Διάγραμμα 7
Η άνοδος του ελληνικού περιθωρίου επιτοκίων είναι φυσιολογική



Σημειώσεις:

1) Στο διάγραμμα αποτυπώνεται το αποπληθωρισμένο περιθώριο 10-ετών ομολόγων ελληνικού-γερμανικού Δημοσίου καθώς και η εκτίμησή του με βάση οικονομετρικό υπόδειγμα.
2) Η οικονομετρική εκτίμηση γίνεται με βάση τη σχέση του ελληνικού περιθωρίου με τα περιθώρια λοιπών χωρών της Ευρωζώνης καθώς και του δείκτη περιθωρίων των αναδυόμενων αγορών πριν το ξεκίνημα της κρίσης τον Ιούλιο του 2007

Διάγραμμα 8
Η σύνθεση εξωτερικού χρέους της Ελλάδος στο τέλος Ιουνίου 2008
Συνολικό Ποσό: $531,7 δις



Αν τελικά επικρατήσει το κακό σενάριο της ύφεσης, τότε η οικονομική απραγία αναμένεται να πολλαπλασιαστεί. Η χώρα θα βρεθεί σε δύσκολη θέση. Η δυσκολία πηγάζει από το γεγονός ότι μέσα στην Ευρωζώνη τα μακροοικονομικά εργαλεία αντιμετώπισης της αναπτυξιακής ύφεσης είναι περιορισμένα. Επιπλέον, η ιστορική εμπειρία με υφέσεις στην Ελλάδα δεν είναι καθόλου ενθαρρυντική. Η Ελλάδα είναι μια χώρα του ΟΟΣΑ όπου στο παρελθόν επικράτησαν πολύ υψηλές διακυμάνσεις της οικονομικής δραστηριότητας (Πίνακας 2). Σε περιόδους ύφεσης, η συνολική απώλεια της οικονομικής δραστηριότητας στην Ελλάδα ήταν περίπου 3 φορές μεγαλύτερη από τη διάμεση απώλεια των χωρών του ΟΟΣΑ!

Πίνακας 2
Εμπειρία από προηγούμενες υφέσεις

Υφέσεις 1960-2007				
	# υφέσεων	**Διάρκεια*** (τρίμηνα)	**μεταβολή του ΑΕΠ** (%)**	**Σωρευτική Απώλεια ΑΕΠ (%)*** **
Ελλάδα	**8**	**3,50**	**-6,45**	**-11,83**
OECD				
Διάμεσος	**5,00**	**3,00**	**-1,87**	**-3,04**
Μέσος	**5,81**	**3,64**	**-2,63**	**-6,40**

Πηγή: CKT, ΔΝΤ (8/2008)

* Ο αριθμός των τριμήνων από το ανώτατο στο κατώτατο σημείο του οικονομικού κύκλου.
** Από το ανώτατο στο κατώτατο σημείο του οικονομικού κύκλου.
*** Άθροισμα του ρυθμού μεταβολής του ΑΕΠ από την αρχή ως το τέλος της ύφεσης: Λαμβάνει υπόψη τόσο την % μεταβολή όσο και τη διάρκεια της ύφεσης

4. Συμπεράσματα

Η Ελλάδα του 2009 μπορεί να ακολουθήσει δύο διαφορετικές πορείες, ανάλογα με την αντίδραση που θα επιδείξουν οι Αρχές στην εντεινόμενη και εισαγόμενη διεθνή κρίση. Η πρώτη πορεία είναι αυτή της ανάπτυξης με ένα ρυθμό της τάξης του 2%, ο οποίος στις σημερινές διεθνείς συνθήκες είναι ικανοποιητικός. Η δεύτερη πορεία είναι αυτή της ύφεσης, η οποία αναμένεται να ακολουθηθεί από μια μακρά περίοδο στασιμότητας.

Η ανάγκη για άμεση αντίδραση εξακολουθεί να μας υπεκφεύγει. Αιτία είναι πιθανόν το γεγονός ότι έως σήμερα η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση δεν έχει επηρεάσει την ελληνική οικονομία με τόση ισχύ όσο τις άλλες

ευρωπαϊκές χώρες. Η κρίση ξεκίνησε στο χρηματοοικονομικό τομέα, εκεί όπου η Ελλάδα έχει ισχυρό συγκριτικό πλεονέκτημα. Οι ελληνικές τράπεζες απορρόφησαν για πολύ καιρό το υψηλότερο διεθνές κόστος δανεισμού χωρίς να χρειαστούν βοήθεια και χωρίς να το μεταφέρουν εξ ολοκλήρου στους πελάτες τους. Όμως, η διάρκεια της διεθνούς κρίσης αποδείχτηκε πολύ μεγαλύτερη της αρχικά αναμενόμενης. Και η επιδείνωσή της από τον Σεπτέμβριο του 2008 ανάγκασε τις εγχώριες τράπεζες σε μείωση των χορηγήσεων και αύξηση των επιτοκίων. Συγχρόνως, η διεθνής οικονομική στασιμότατα επηρεάζει αρνητικά τη ναυτιλία, τον τουρισμό και τις εξαγωγές. Η κρίση μεταφέρεται σταδιακά και στην πραγματική οικονομία.

Το κακό σενάριο της ύφεσης δεν έχει αμελητέα πιθανότητα. Πρώτον, η έλλειψη ρευστότητας εξακολουθεί να βαραίνει τις διεθνείς αγορές και να επηρεάζει και τις υγιείς ελληνικές τράπεζες. Το πακέτο των €28 δις αποτελεί ένα πρώτο θετικό βήμα, αλλά πιθανόν να μην επαρκέσει, αν το πρόβλημα της έλλειψης εμπιστοσύνης στις διεθνείς αγορές δεν επιλυθεί και έτσι δεν μπορούν να χρηματοδοτηθούν με χαμηλό κόστος όλες οι ανάγκες των τραπεζών. Η ρευστότητα λοιπόν θα εξακολουθήσει να είναι πρόβλημα, αλλά φυσικά όχι με την ένταση που είχε έως σήμερα.

Δεύτερον, η σημερινή κρίση απαιτεί κυρίως επεκτατική δημοσιονομική πολιτική, αλλά η ελληνική δημοσιονομική πολιτική εμφανίζεται εγκλωβισμένη σε ακινησία από το υψηλό χρέος και τα υψηλά ελλείμματα. Αποτελεί μάλιστα ιδιαίτερα αρνητική έκπληξη το γεγονός ότι στον Προϋπολογισμό του 2009, οι δημόσιες επενδύσεις καθώς και οι εισροές από την ΕΕ μειώνονται. Έτσι, το δημοσιονομικό αναδεικνύεται πλέον σε μεγαλύτερο ρίσκο από την έλλειψη ρευστότητας.

Τρίτον, αν η διεθνής κρίση συνεχιστεί με την ένταση των τελευταίων 10 εβδομάδων και πολλές χώρες – όπως τώρα η Ισλανδία, η Ουγγαρία ή η Ουκρανία, βρεθούν στα πρόθυρα της χρεοκοπίας, τίποτα δεν αποκλείει οι αγορές να επικεντρωθούν και στη χρηματοδότηση του τεράστιου ελληνικού ελλείμματος τρεχουσών συναλλαγών και να «επιτεθούν» στην Ελλάδα, δηλαδή να αρνηθούν τον δανεισμό, φέρνοντας σε δυσκολία ακόμα και την έκδοση κρατικών ομολόγων. Άλλωστε, ο εξωτερικός δανεισμός της χώρας μας στα μέσα του 2008 είχε ξεπεράσει το 138% του ΑΕΠ από 86% που ήταν προ πενταετίας. Σε ένα τέτοιο σενάριο, τα επιτόκια δανεισμού του κράτους θα εκτιναχθούν προς τα πάνω, θα υπάρξει έλλειψη κεφαλαίων και η ύφεση θα πάρει διαστάσεις εφιάλτη. Αυτό το εφιαλτικό σενάριο θεωρώ ότι έχει μικρή πιθανότητα, αλλά δεν το αποκλείω διότι στη σημερινή διεθνή κρίση οι αρνητικές εκπλήξεις διαδέχονται η μία την άλλη. Σημειώνω, επίσης, ότι το 33% του εξωτερικού χρέους προέρχεται από τις τράπεζες και, έτσι, στη σημερινή κρίση το πρόβλημα της έλλειψης ρευστότητας και το πρόβλημα του υψηλού εξωτερικού χρέους αποκτούν διαστάσεις συγκοινωνούντων δοχείων.

Ανακεφαλαιώνοντας, σήμερα θεωρώ ότι το καλό σενάριο της ανάπτυξης είναι αυτό που θα επικρατήσει το 2009. Όμως, οι πιθανότητες του καλού ή του κακού σεναρίου μεταβάλλονται καθημερινά. Για παράδειγμα, ο αναιμικός ως προς τις δημόσιες επενδύσεις προϋπολογισμός του 2009 αύξησε τις πιθανότητες του κακού σεναρίου. Δεν πιστεύω, όμως, ότι τελικά οι

επενδύσεις θα παραμείνουν στα επίπεδα που σήμερα εκτιμούνται ή ότι η δημόσια κατανάλωση θα αυξηθεί μόνον 1%, όπως εμφανίζεται στον προϋπολογισμό. Θεωρώ, με άλλα λόγια, ότι η οικονομική πολιτική θα ευθυγραμμιστεί με την ανάγκη υπεράσπισης της οικονομίας και ότι το δημοσιονομικό έλλειμμα θα αυξηθεί πολύ πιο πάνω από το 2%, που σήμερα εμφανίζεται στον προϋπολογισμό.

"The Greek Economy in the midst of the International Financial Crisis"

Gikas A. Hardouvelis*

Athens, November 24, 2008

AMERICAN-HELLENIC CHAMBER OF COMMERCE

Η ΩΡΑ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

Atheneum Intercontinental

* *Chief Economist, Eurobank EFG Group*
Professor, Department of Banking and Financial Management, Un. of Piraeus

The Greek Economy in the midst of the International Financial Crisis

I. Introduction

II. The growth scenario for 2009

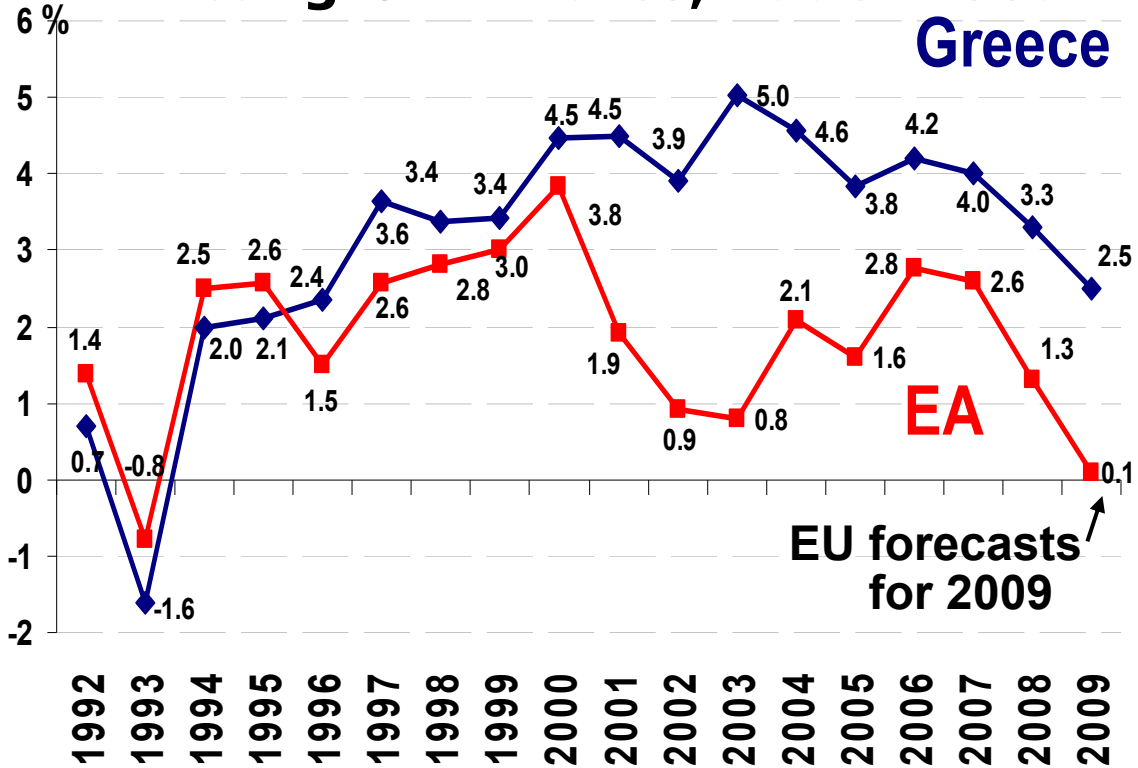
III. The recession scenario

IV. Conclusion

I. Will Greece keep converging to the EU-15 average despite the crisis?

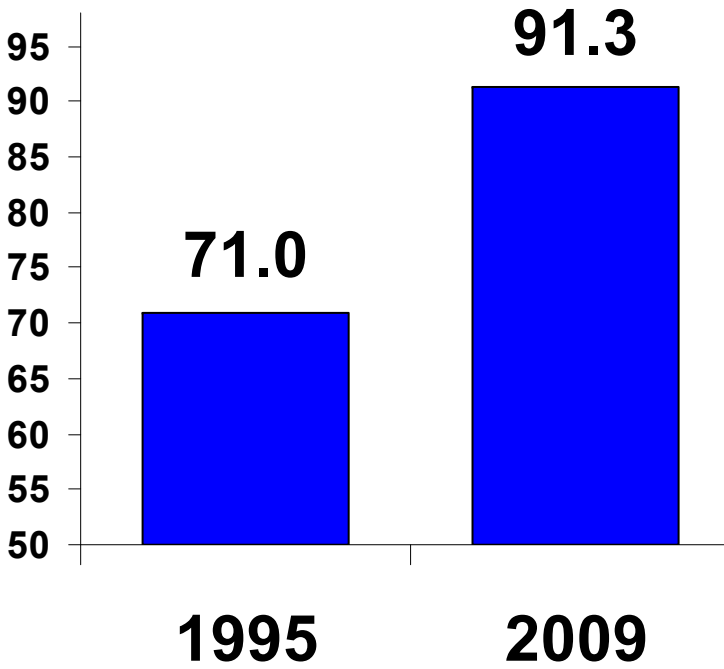
Eurobank EFG

Real growth rates, 1990–2009



Source: European Commission

GDP per capita PPS, EU-15=100



- ✓ **Investment: the main driver of growth, with growth rates higher than those of consumption**
- ✓ **Until 2005, investment in equipment higher than investment in residential construction**
- ✓ **Is the party over now?**

I. Greece at a crossroads

GREEK SCHIZOPHRENIA:

A. In the **short-run**, Greece **can withstand** the crisis **better** than its European counterparts, thanks to its relatively strong banking system, with a projected 2009 rate of growth slightly above 2%

B. Yet, in the **long-run**, the economy's vulnerabilities are deep (competitiveness, fiscal imbalances) and are now exposed by the crisis. Hence, a **nightmare scenario** of negative growth if

1) officials remain sluggish to the **elevated demands for active policy**
2) Credit expansion does not resume by year-end
3) Markets begin focusing on the financing of the current account

WARNING: If the nightmare recession scenario prevails, then subsequently the lack of policy tools and the long-run problems are bound to depress the economy for a long time

II.

A mild scenario

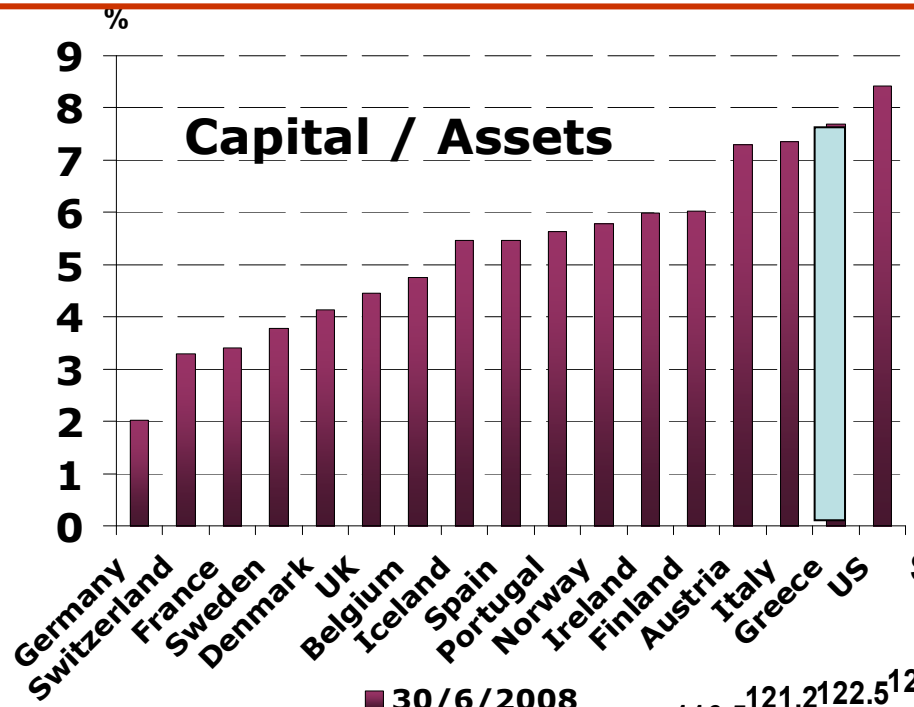
Is a possibility thanks to the strength of the financial sector. However, the mild scenario could prevail only if

1) **Loan expansion resumes by year-end**
2) **Fiscal expansion and investment growth fill in the slack**
3) **Markets do not focus on the Greek current account deficits**

II. Greece: The mild 2009 scenario

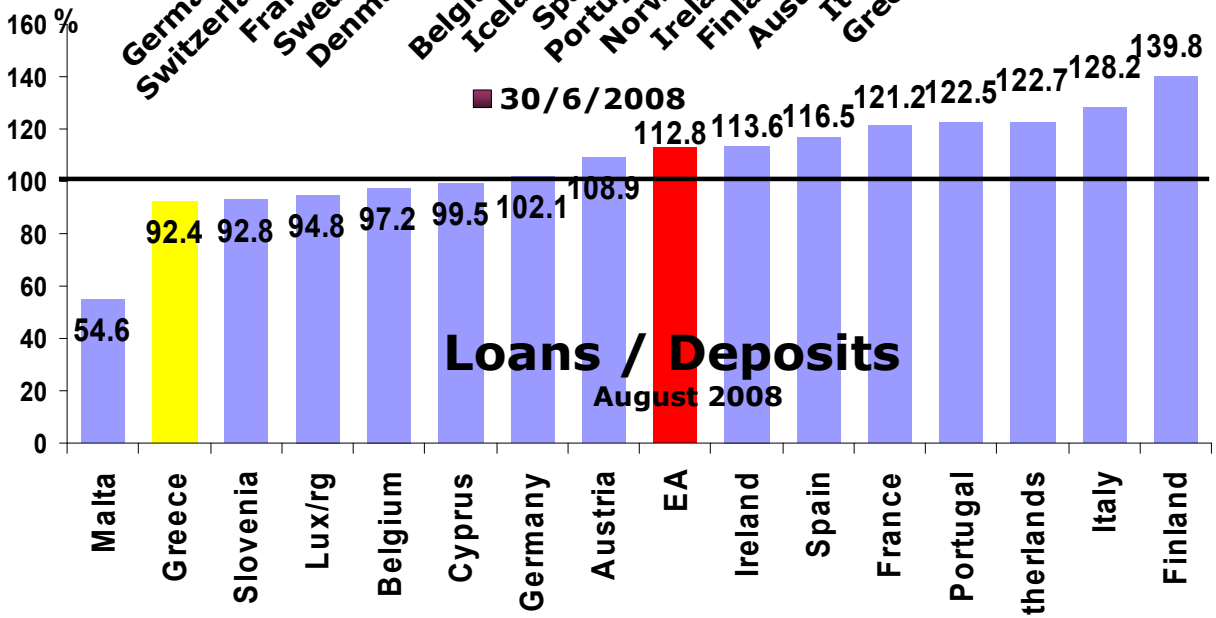
THE GOOD SCENARIO: yoy growth in constant prices	Weights (2007)	Budget 2009	EU 2009	GH 2009
GDP	100.0%	2.7	2.5	**2.1**
Pr. Consumption	71.2%	2.2	2.2	2.0
Pub. Consumption	16.7%	1.0	2.7	2.4
Investment	22.5%	1.5	2.8	2.1
Exports	23.0%	4.3	3.1	2.6
Imports	33.5%	1.0	2.5	2.1
HCPI		3.0	3.5	**3.3**
G.G. Budget deficit (% GDP)		-2.0	-2.2	-2.9
G.G. Public debt (% GDP)		91.4	92.2	93.0
Current account (% GDP)		----	-15.0	-14.0

II. A strong banking system partially hid the crisis until September 2008



Source: Bloomberg, author's calculations

- ✓ Greek large banks have the strongest capitalization in Europe
- ✓ Best: EFG Intern/al **13.52**
- ✓ Worst: DEXIA **1.67%**



- ✓ Liquidity in Greece is second largest in EA
- ✓ Some liquidity was siphoned off to NE

Source: ECB, Balance Sheet Items data

III.
A nightmare scenario

Is also possible,

1) **Liquidity: A worse problem than previously thought, with rescue packages partly incapable of solving it, hence, a credit crunch**
2) **Fiscal ability of the government restricted**
3) **Markets may focus on the current account imbalance, driving interest rates even higher → worsening the external debt → forcing an abrupt contraction!**

And …. past recession experience (1960-1993) was not kind to Greece

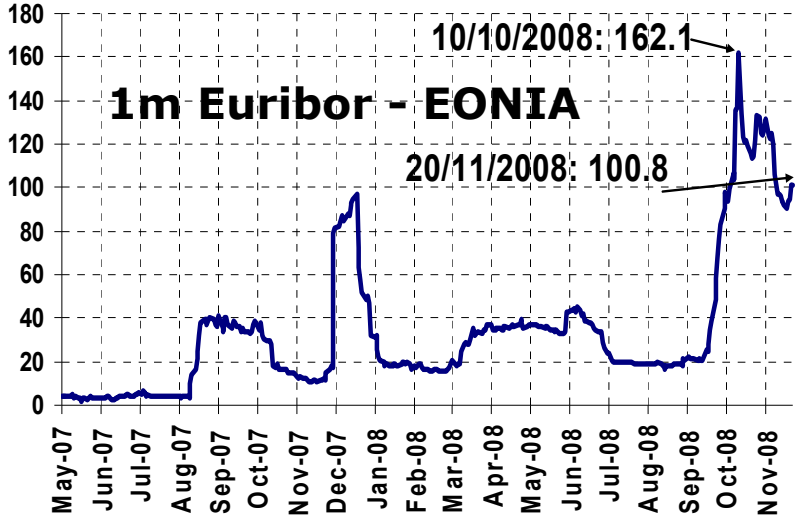
III.1 Liquidity: Not yet solved

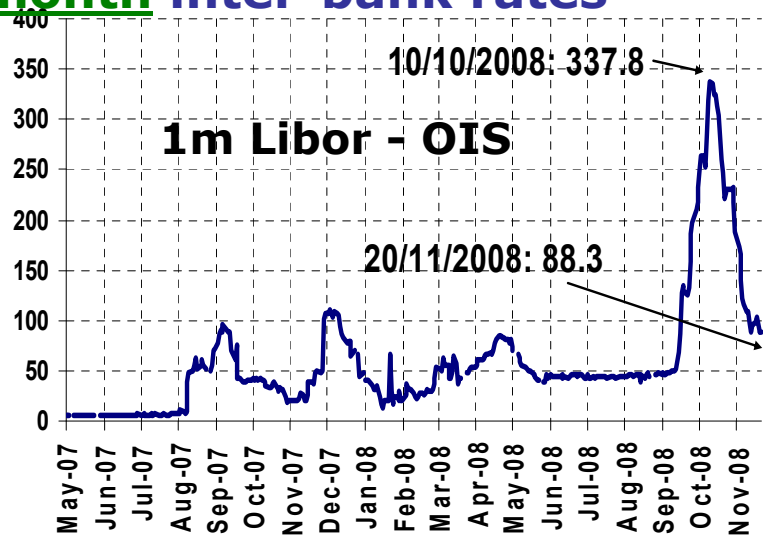
Eurobank EFG

Euro Area

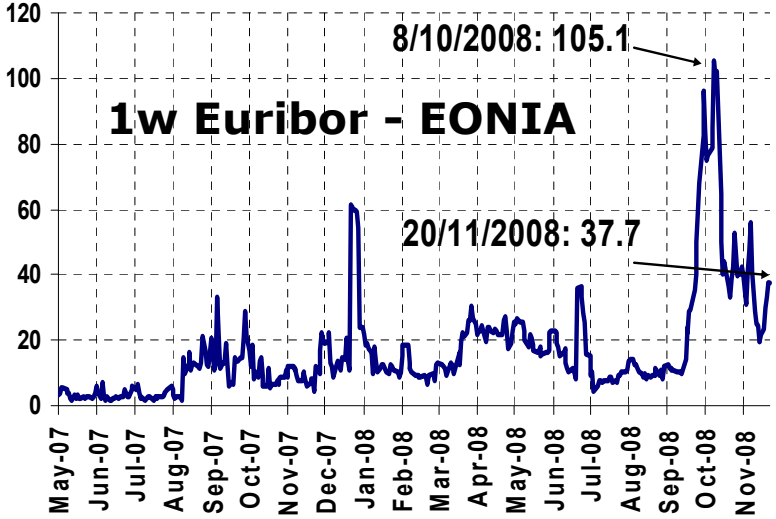
U.S.A.

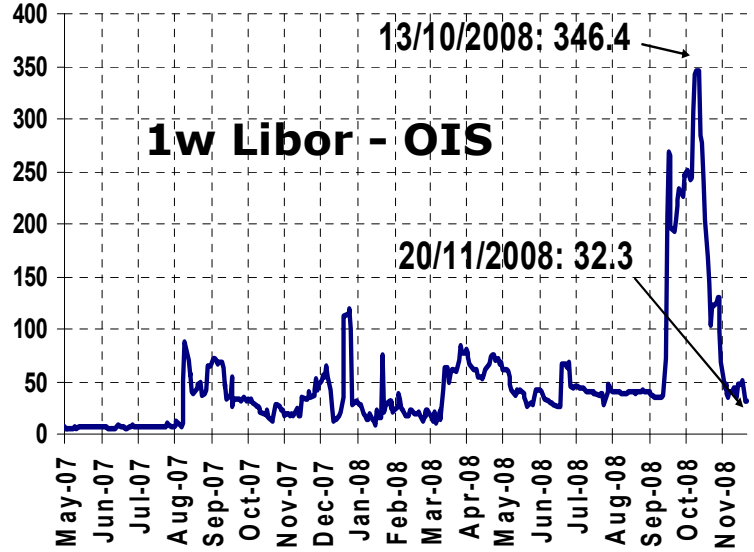
Uncovered minus covered 1-month inter-bank rates



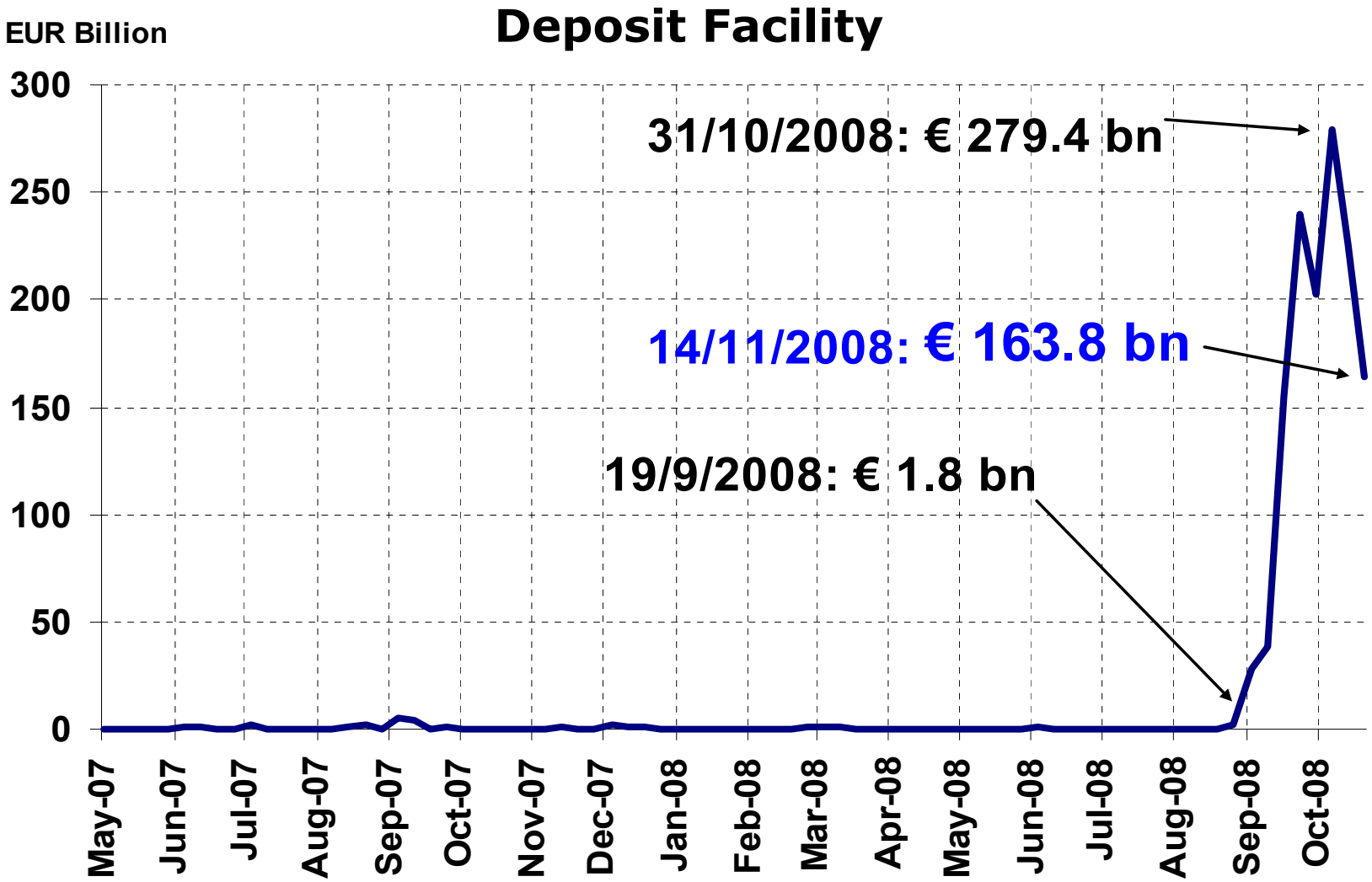


Uncovered minus covered 1-week inter-bank rates



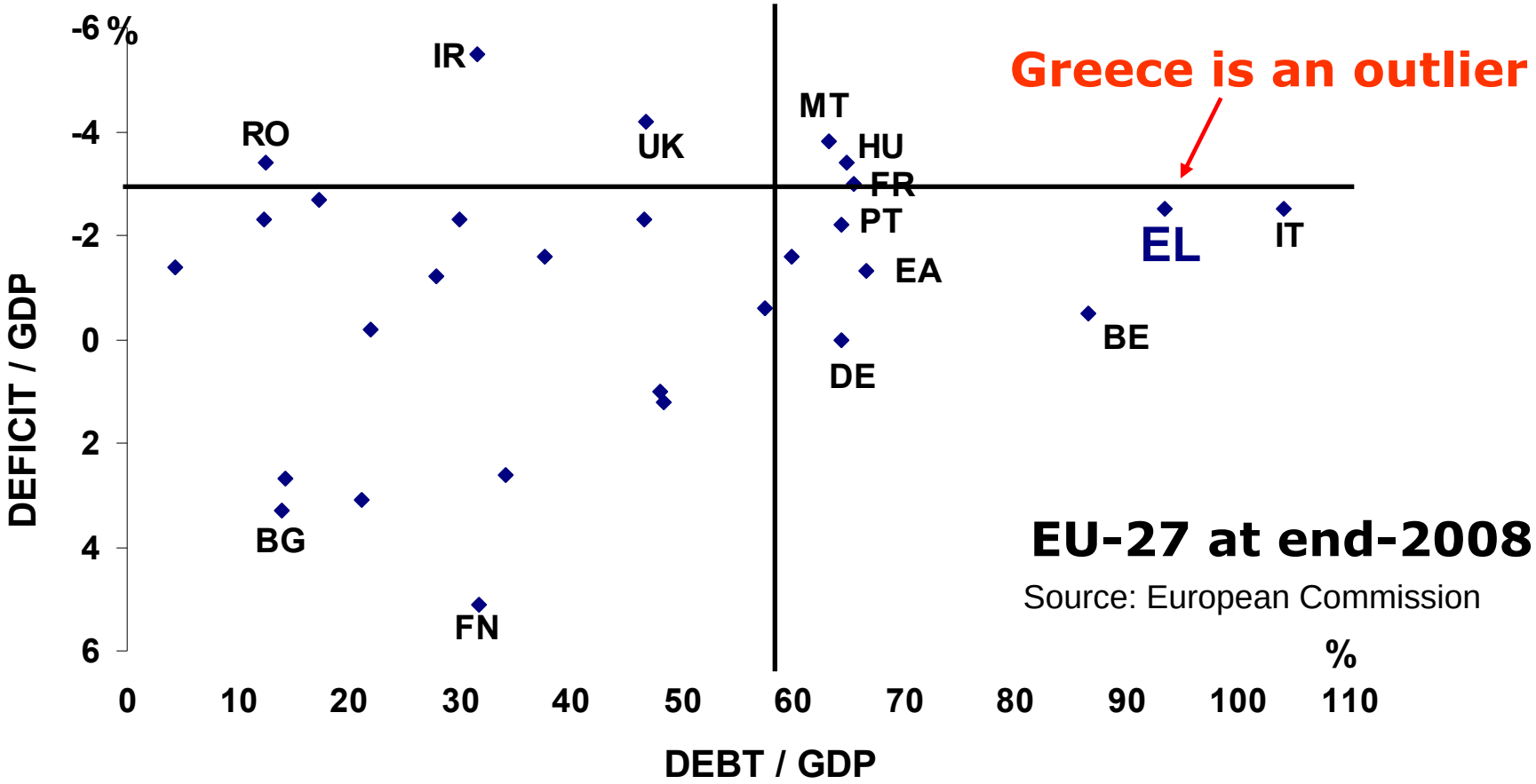


III.1 Liquidity: European banks are hoarding cash



Source: ECB

III.2 Fiscal ability limited

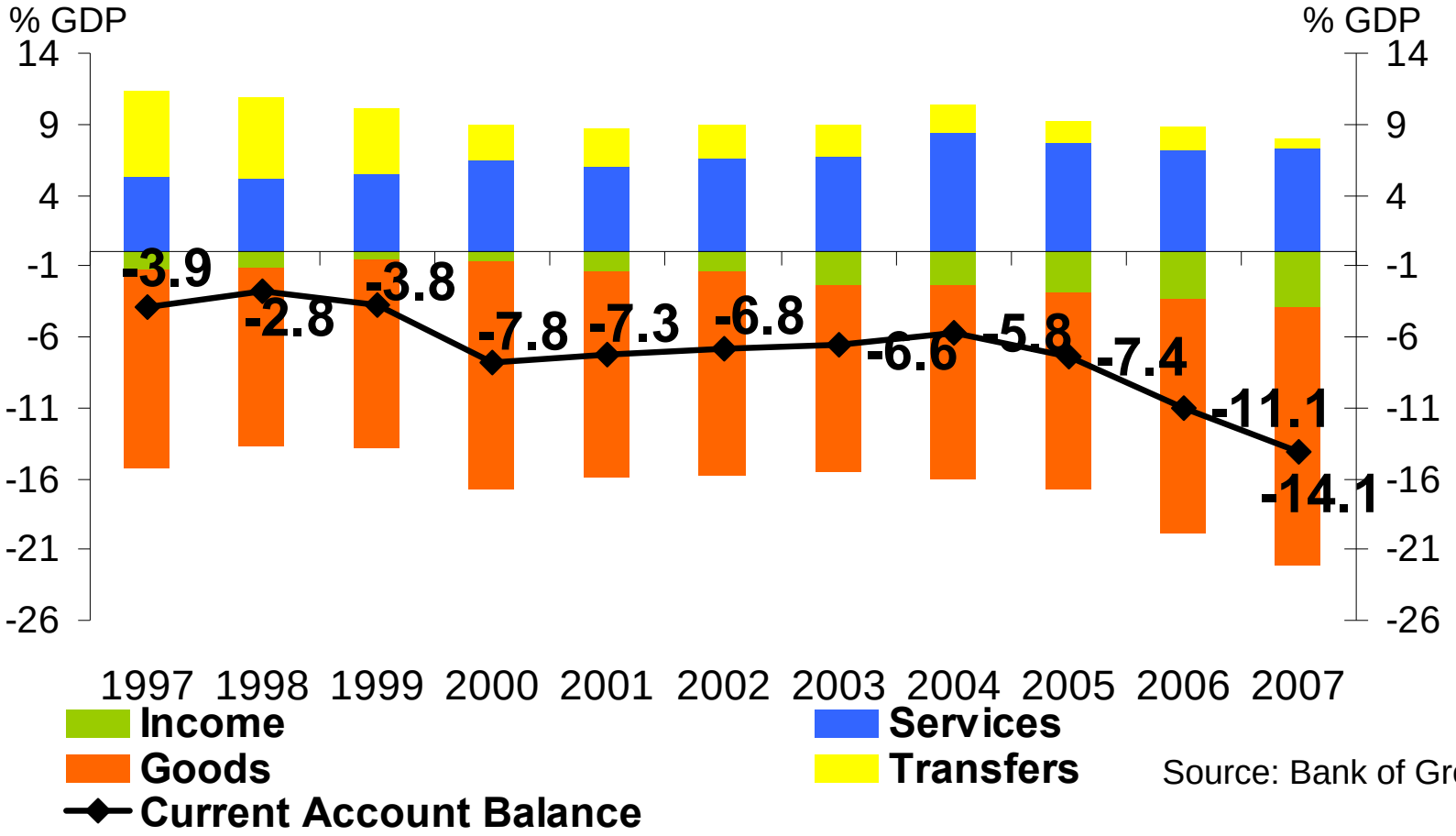


Inability to follow an expansionary policy vivid in the 2009 budget

- ✓ **The Public Investment Budget outlays are <u>reduced</u> by 8.8% !!**
- ✓ Surprisingly lower EU inflows in 2009
- ✓ A possible relaxation of the SGP by the EU might allow some fiscal expansion
- ✓ Eventual deficit should be larger than the 2009 Budget's 2% deficit

III.3 Markets may focus on Greece's deteriorating current account …

- ✓ **CA deficit** has **tripled** relative to the pre-EMU period, while the growth in aggregate demand is the same as before
- ✓ **CA deficit** can lead to an abrupt **future recession**



Source: Bank of Greece

III.3 … which keeps pushing up the external debt

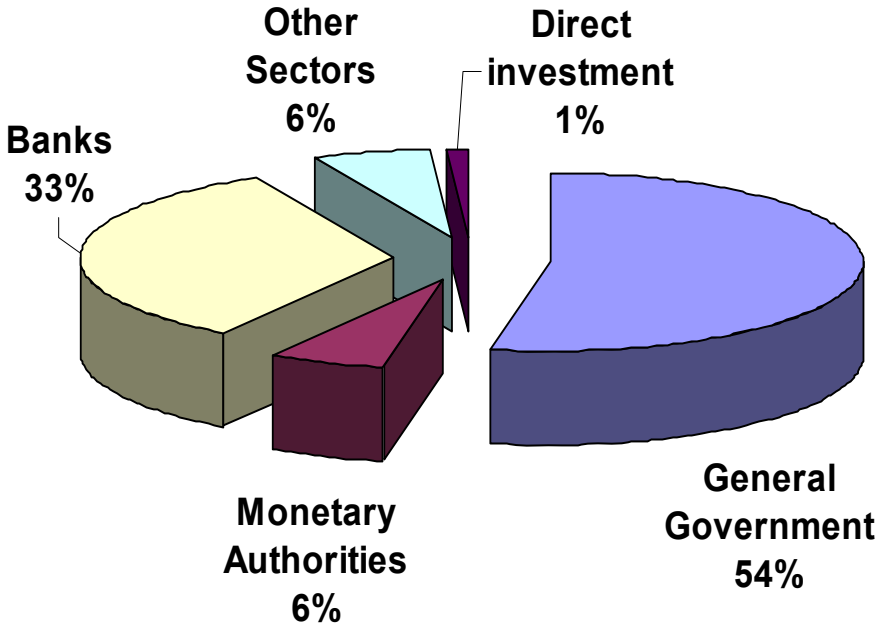
Greek Gross External Debt increased by **52.4 p.p.** of GDP, or 220% in 5 years

2Q 2008 : $ 531.7 bn : 138.2% of GDP
2Q 2003 : $ 166.2 bn : 85.8% of GDP

Accumulated Current Account Deficits 2Q 2003 – 2Q 2008 : **49 p.p. of GDP**

Greek Gross External Debt Composition

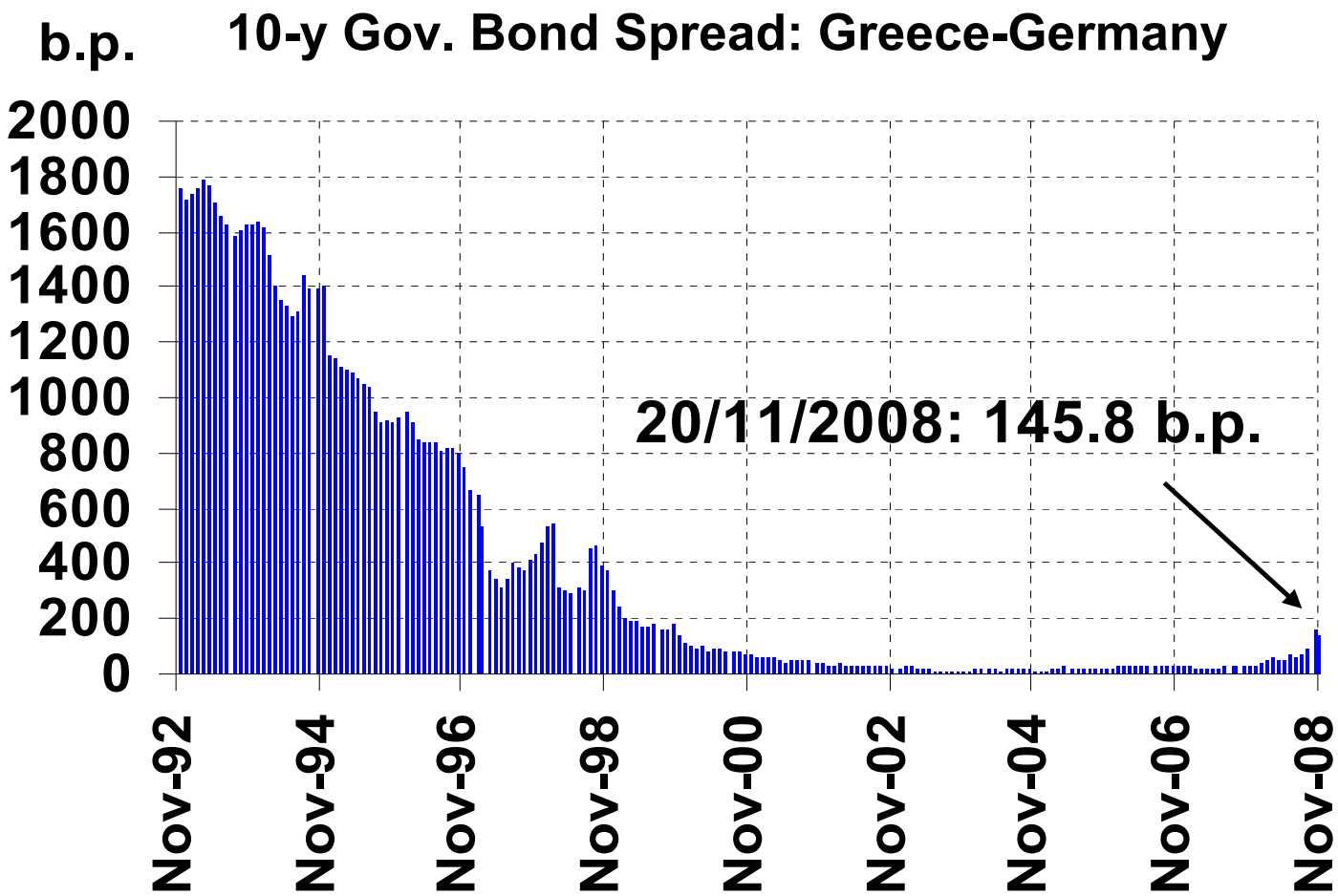
(2Q 2008, Total: $531.7 bn)



- ✓ Banks' ownership of 1/3 of external debt may prolong the current liquidity problem if crisis continues

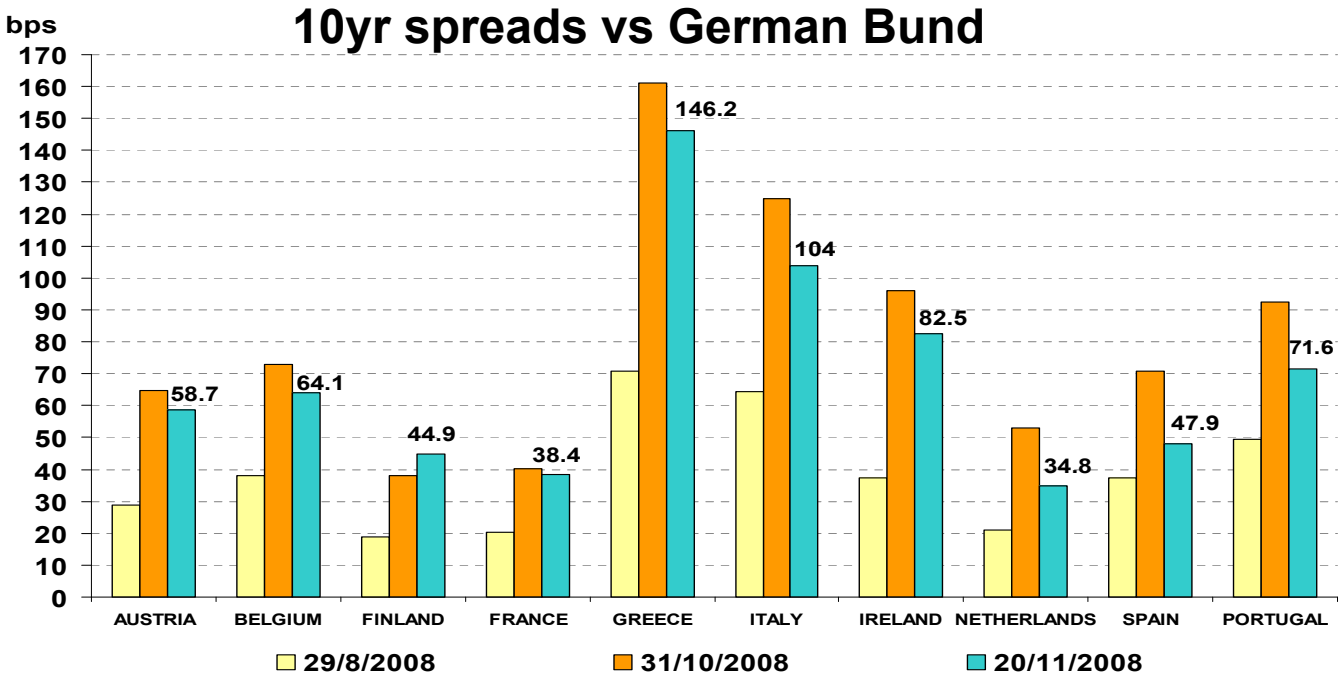
Source: IMF, OECD, BIS, WORLD BANK Joint External Debt Database

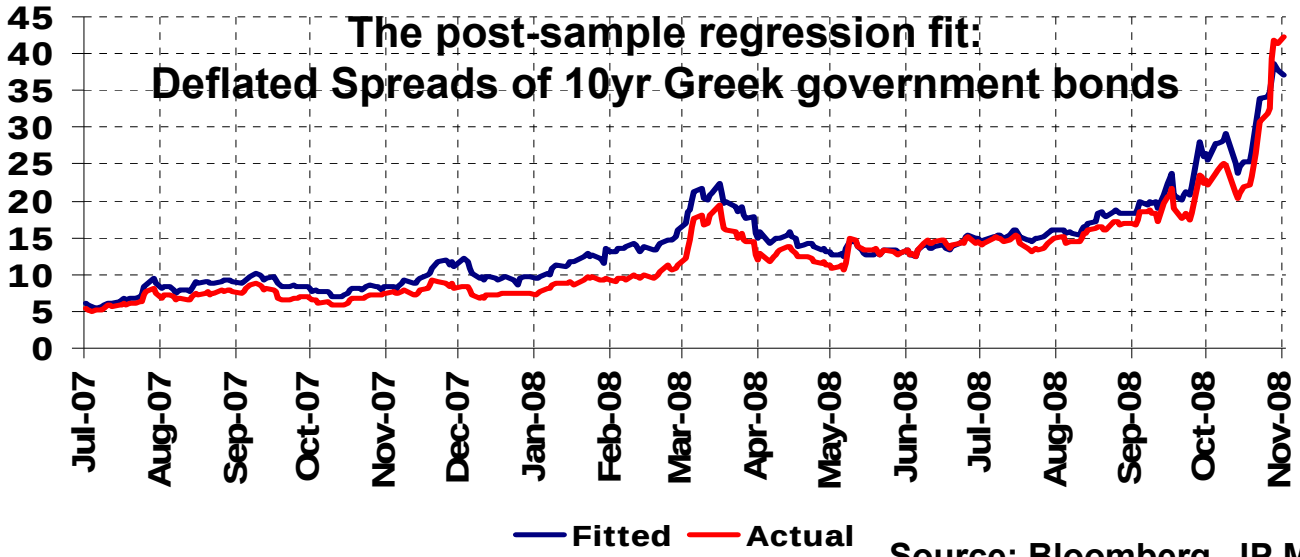
III.3 Could the rise of external debt lead to a nightmare of high spreads as in the early 90s?



✓An **unlikely scenario**, but if it occurs, a deep recession would follow

III.3 Rise of spreads: A global phenomenon





- ✓ The recent increase in Greek spreads is consistent with the increase in all other spreads and the EMBI+
- ✓ Behavior similar to the pre-crisis period
- ✓ Country CDSs behave similarly
- ✓ Hence, so far it is a global, not a local phenomenon

Source: Bloomberg, JP Morgan EMBIG, Eurobank EFG

III.4 The history of recessions is not kind to Greece

Recessions 1960-2007

Summary Statistics

	# of Recessions	Duration (quarters)	Amplitude	Cumulative Loss
Greece	8	3.50	-6.45	-11.83
OECD				
Median	5.00	3.00	-1.87	-3.04
Mean	5.81	3.64	-2.63	-6.40

Source: CKT, IMF (8/2008)

Notes: **Duration** is the number of quarters between a peak and the next trough. **Amplitude** is the percent change in output from a peak to the next trough. The cumulative loss combines information about the duration and amplitude to measure the overall cost of a recession and is expressed in percent. Country-specific data are means. Country-group data are means/medians.

IV. Conclusions

- ✓ The current crisis has delayed affecting Greece because of the health of its financial sector. **Is the worst in front of us?**
- ✓ Two possibilities for 2009:
  - **I. Good scenario of growth slightly > 2%,**
  - **II. Bad scenario of growth < 0**, as past experience shows that Greek recessions are among the worst ones in the OECD, with a total output loss per recession of **-12% of GDP** (*2 times bigger the mean OECD country loss and 3 times the median loss)*
- ✓ Three main risk drivers will determine which scenario will unfold:
  - I. The liquidity issue, which may require an additional Greek-type solution
  - II. The need for aggressive fiscal expansion, mainly though investment projects co-financed with the EU, which the Budget so far disallows
  - III. A possible market focus on the financing of the current account
- ✓ In a possible bad or nightmare scenario, our limited macro-economic tools and the long-run imbalances imply that once in a recession → **A long period of stagnation may follow**

THANK YOU FOR YOUR ATTENTION!!

My thanks to the Research department of Eurobank EFG for able research assistance and support

For more info, please consult the Eurobank website:

http://www.eurobank.gr/research

New Europe: **A quarterly analysis of the countries of New Europe**

Οικονομία & Αγορές: **Μηνιαία έκδοση με θέματα για την ελληνική και παγκόσμια οικονομία**

Global Economic & Market Outlook: **A quarterly in-depth analysis of major market and economic trends across the globe with our detailed forecasts**