

***Η ΑΠΕΙΛΗ
ΤΟΥ ΕΚΤΙΝΑΣΣΟΜΕΝΟΥ ΧΡΕΟΥΣ
ΓΕΝΙΚΗΣ ΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ
ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ***

Γκίκας Α. Χαρδούβελης *

ΣΥΝΕΔΡΙΟ Ε.Ε.Ν.Ε., 22/4/2010, 18:30 μ.μ.

**** Καθηγητής, Department of Banking and Financial Management, Un. of Piraeus
Οικονομικός Σύμβουλος, Eurobank EFG Group***

I.

**Η ΑΣΧΗΜΗ
ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΗ ΕΙΚΟΝΑ
ΣΗΜΕΡΑ**

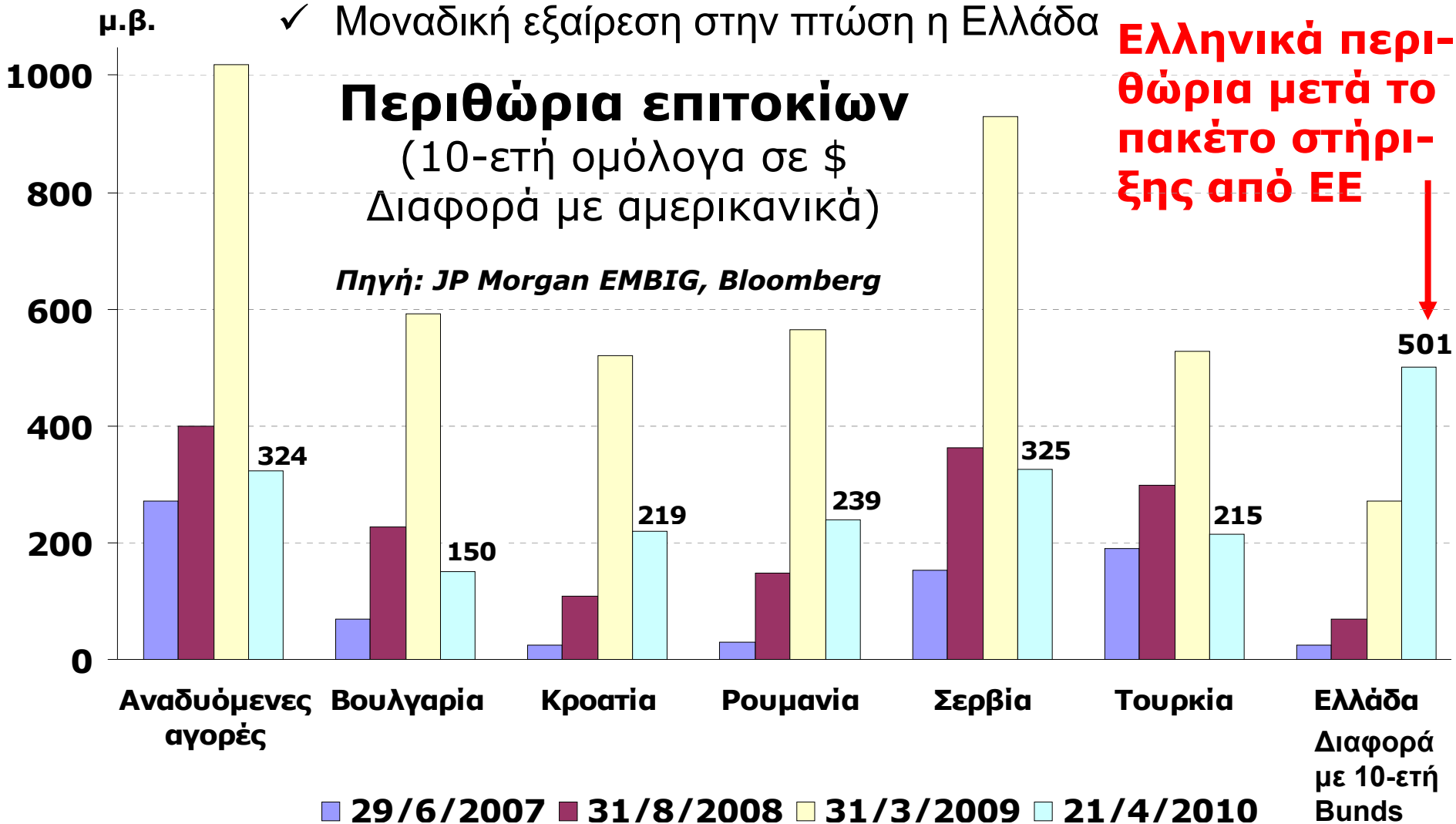
I. Το μεγαλύτερο χρέος στην ΕΕ-27, που αυξάνεται



Source: European Commission

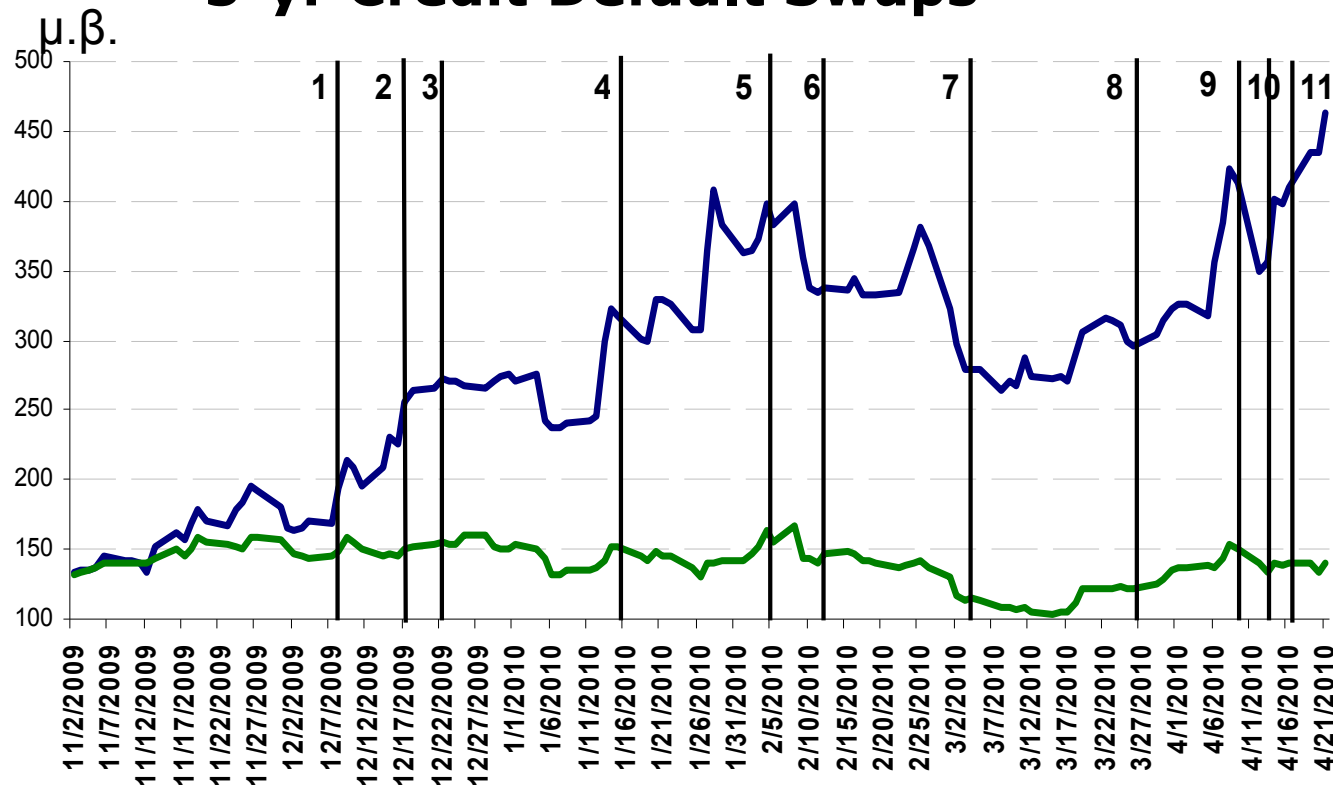
I. Οι όροι δανεισμού χειρότεροι από αυτούς των γειτόνων

- ✓ Πέφτουν τα περιθώρια μετά τον Φεβρ.-Μαρτ. 2009 αλλά ο φόβος παραμένει, υψηλότερα σε σχέση με Ιούνιο 2007
- ✓ Μοναδική εξαίρεση στην πτώση η Ελλάδα



I. Εκτίναξη Αμφιβολιών στην αγορά από 12/2009

5-yr Credit Default Swaps



Πηγή: Bloomberg

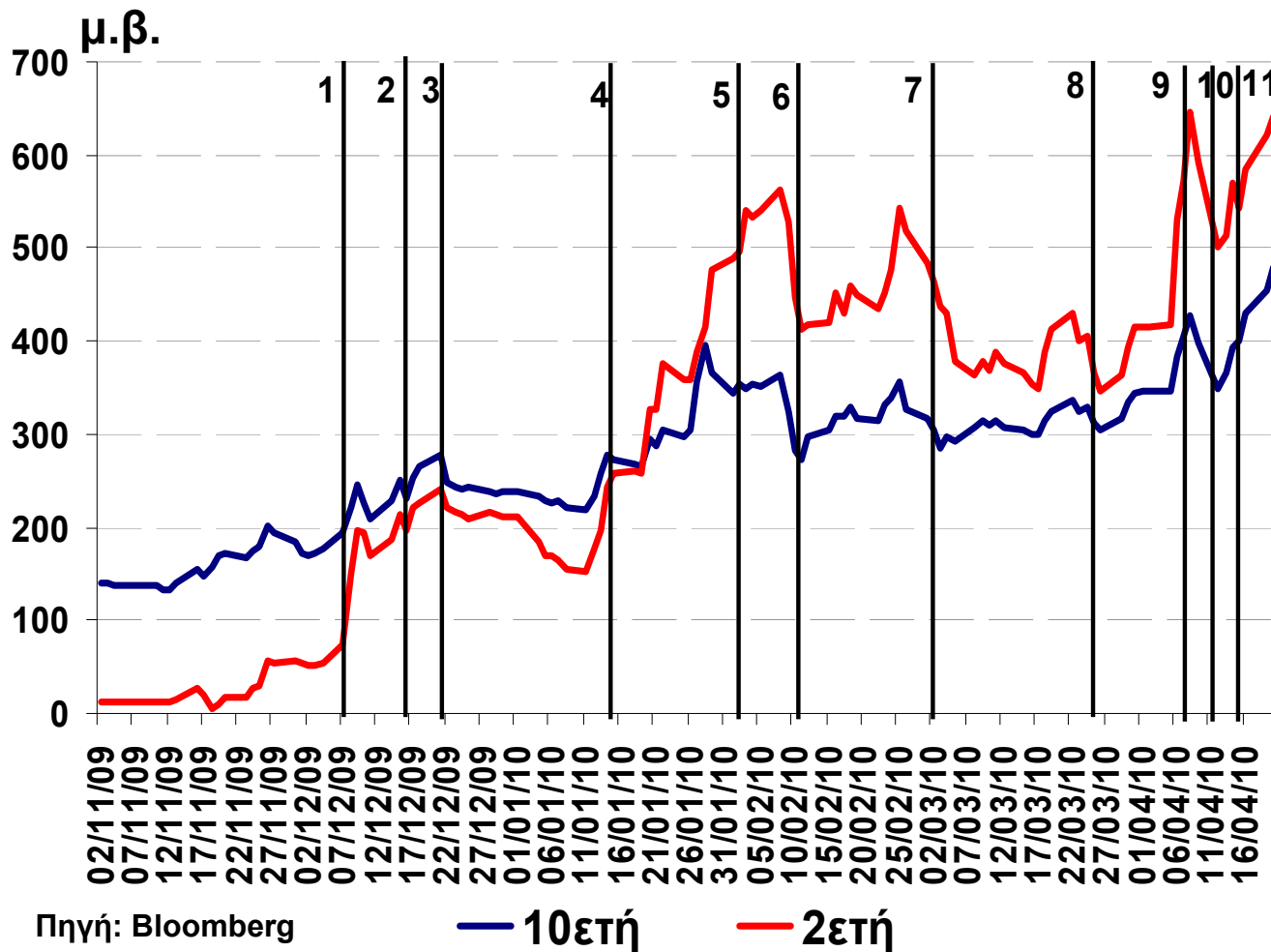
— Greece — Ireland

1.	8 /12/2009	FITCH υποβάθμιση (A- σε BBB+)
2.	16/12/2009	S&P υποβάθμιση (A- σε BBB+)
3.	22/12/2009	Moody's υποβάθμιση (A1 σε A2)
4.	15/1/2010	Ανακοίνωση ΠΣΑ
5.	2/2/2010	Διάγγελμα Πρωθυπουργού
6.	11/2/2010	Έγκριση ΠΣΑ από Ε.Ε.
7.	3/3/2010	Ανακοίνωση επιπρόσθετων μέτρων
8.	25/3/2010	Απόφαση Ε.Ε. για δημιουργία Μηχανισμού Στήριξης
9.	8/4/2010	Ανακοίνωση ΕΚΤ για αποδοχή των ελληνικών ομολόγων ως collateral και μετά την 1/1/11
10.	12/4/2010	Καθορισμός λεπτομερειών για το Μηχανισμό Στήριξης
11.	15/4/2010	Επιστολή Υπ. Οικονομικών σε ΔΝΤ, Ε.Ε. και ΕΚΤ

- ✓ €80 δις αγορά των CDS
- ✓ Το κόστος προστασίας από την χρεοκοπία του ελληνικού Δημοσίου είναι €410 χιλιάδες ετησίως για 5 χρόνια, σε 5-ετές ομόλογο ονομαστικής αξίας €10 εκατ.

I. Χειρότερη η επιδείνωση στα διετή

Spread 10ετών και 2ετών ελληνικών ομολόγων
έναντι των αντίστοιχων γερμανικών



✓ Έντονη και η βραχυπρόθεσμη πίεση

1.	8 /12/2009	FITCH υποβάθμιση (A- σε BBB+)
2.	16/12/2009	S&P υποβάθμιση (A- σε BBB+)
3.	22/12/2009	Moody's υποβάθμιση (A1 σε A2)
4.	15/1/2010	Ανακοίνωση ΠΣΑ
5.	2/2/2010	Διάγγελμα Πρωθυπουργού
6.	11/2/2010	Έγκριση ΠΣΑ από Ε.Ε.
7.	3/3/2010	Ανακοίνωση επιπρόσθετων μέτρων
8.	25/3/2010	Απόφαση Ε.Ε. για δημιουργία Μηχανισμού Στήριξης
9.	8/4/2010	Ανακοίνωση ΕΚΤ για αποδοχή των ελληνικών ομολόγων ως collateral και μετά την 1/1/11
10.	12/4/2010	Καθορισμός λεπτομερειών για το Μηχανισμό Στήριξης
11.	15/4/2010	Επιστολή Υπ. Οικονομικών σε ΔΝΤ, Ε.Ε. και ΕΚΤ

II.

**ΓΙΑΤΙ ΟΙ ΞΕΝΟΙ
ΘΕΩΡΟΥΝ ΠΙΘΑΝΗ
ΤΗ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗ
ΧΡΕΟΚΟΠΙΑ ;**

II. Δύσκολες οι προβλέψεις: Ιδού μια σχετικά καλή εικόνα

Ελλάδα - GDP Growth (%)	2010	2011	2012	2013
Εφικτό σενάριο	-2.8	-0.7	0.5	1.2
Λίγο πιο απαισιόδοξο σενάριο	-4.7	-1.2	0.2	0.8

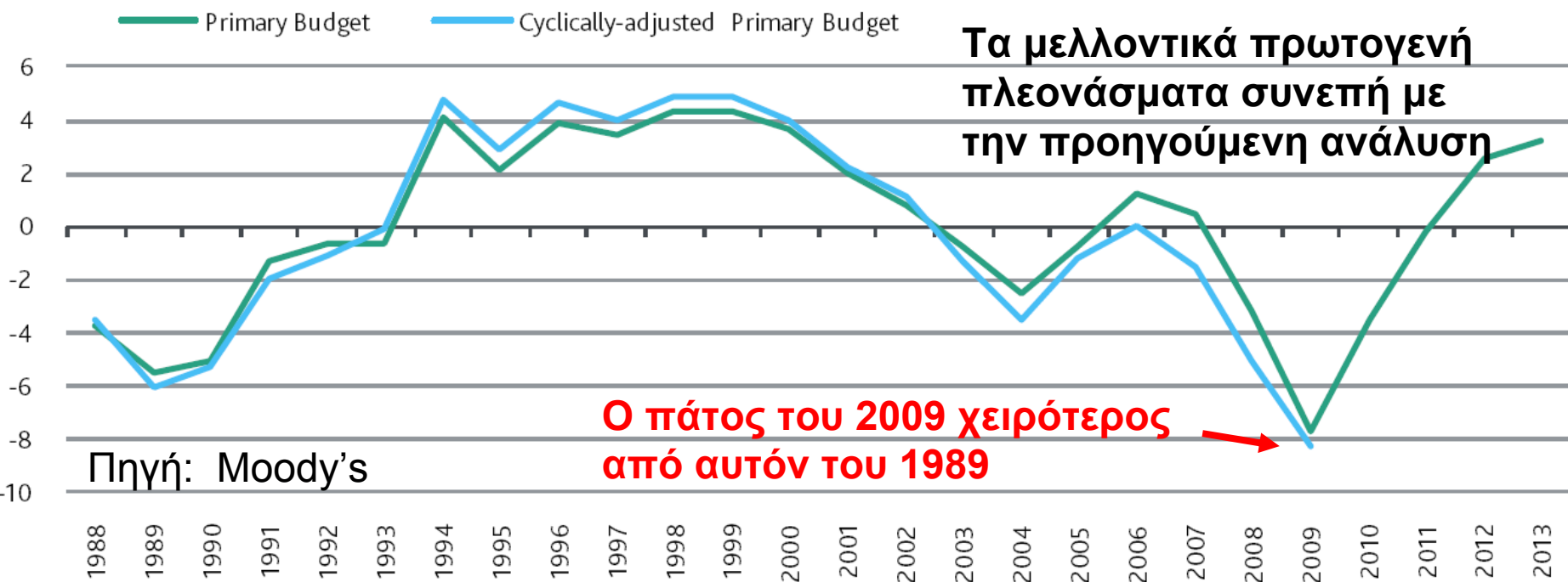
Και τα δύο σενάρια υποστηρίζουν την αισιόδοξη εκδοχή ανάκαμψης το 2011- Η2

Χρέος* (% ΑΕΠ)	2010	2011	2012	2013
Εφικτό σενάριο	124.1	130.5	132.6	133.1
Πρωτογενές Πλεόνασμα	-3.5	-1.3	1.7	2.4
Λίγο πιο απαισιόδοξο σενάριο	127.7	135.1	137.8	139.4
Πρωτογενές Πλεόνασμα	-4.8	-1.6	1.6	2.1

- ❖ Χωρίς καταπτώσεις εγγυήσεων €26 δις ή 11% του ΑΕΠ
- ❖ Πέραν των πιθανών καταπτώσεων, η EUROSTAT επιφυλάσσεται να αναθεωρήσει το χρέος κατά επιπλέον 5 με 7 μονάδες του ΑΕΠ

- ✓ Το ρίσκο ύφεσης διαρκείας είναι πολύ μεγάλο
- ✓ Σε 2 χρόνια πρέπει να γίνουν όσα δεν έγιναν σε 20

II. Moody's, 3/3/2010: Ο πλέον αισιόδοξος αξιολογικός οίκος



✓ Η Moody's στήριξε τη βαθμολογία (rating) A2 με αρνητική προοπτική (negative outlook)

✓ Θα παρακολουθεί το πρωτογενές πλεόνασμα και εντός 2 μηνών θα γνωρίζει αν θα υποβαθμίσει ή όχι την Ελλάδα περαιτέρω

- » The country is rich although the government is rather poor.
- » Greece's membership of the Eurozone – while forcing it to make economic adjustments through painful internal devaluation and difficult productivity increases – is sheltering the country from external payment crises that might typically affect other A-rated countries (like Korea or Poland).
- » Short-term liquidity risk is very limited.
- » Greece's creditworthiness faces a risk of long-term erosion given the need to deleverage the economy (starting with the public sector) in a context of weak competitiveness and slow regional growth.
- » The additional fiscal measures announced by the Greek government on 3 March 2010 are consistent with the current A2 rating and are a clear manifestation of the government's resolve to regain control of public finances. These measures increase the probability of debt stabilization provided that they, and the other previously announced policy measures, are fully implemented.

II. Ομοιότητες & διαφορές με Lehman Brothers

Lehman (15/9/2008)

- 1) **Συστημικό πρόβλημα** (κεντρικός διαμεσολαβητής, διασπορά χρέους)
 - ❖ Χρέος \$ 613 δισ.
 - ❖ Τα \$155 δισ. ήταν ομόλογα (σε 3 τράπεζες), τα υπόλοιπα βραχυπρόθεσμοι τίτλοι (σε 100.000 νομικά πρόσωπα).
- 2) Επενδυτική τράπεζα ⇒ **Δεν υπήρχε αυτόματος μηχανισμός διάσωσης** από την Κεντρική Τράπεζα & **άρνηση** δανεισμού από τον ιδιωτικό τομέα
- 3) Πριν από την πτώχευση
 - ❖ **Ανεπαρκής έλεγχος** των εποπτών
 - ❖ **Βραχυπρόθεσμος δανεισμός** LB
 - ❖ Ηθικός κίνδυνος: LB ανέλαβε **υψηλότερο ρίσκο** θεωρώντας ότι είναι «too big to fail»
 - ❖ **Δημιουργική λογιστική** LB

Ελλάδα (31/12/2009)

- 1) **Συστημικό πρόβλημα** (EMU)
 - ❖ Χρέος €273.4 δις ή \$366,4δις
 - ❖ Το 82% στο εξωτερικό, μέση διάρκεια 8 έτη
- 2) **Απαγορεύεται η διάσωση** από την EMU (**αλλά η ΕΚΤ μπορεί να παράσχει ρευστότητα**) & ακριβός δανεισμός από τον ιδιωτικό τομέα, που μπορεί να μεταλλαχτεί σε **άρνηση**
- 3) Πριν το σήμερα
 - ❖ **Ανεπαρκής έλεγχος** από ΕΕ
 - ❖ **Όχι βραχυπρόθεσμος δανεισμός**
 - ❖ «Ήπια προσαρμογή» ήταν στρατηγική **υψηλού ρίσκου**. **Μετά τον Οκτώβριο, απέφυγε τη στρατηγική υψηλού ρίσκου**
 - ❖ **Δημιουργική λογιστική**

II. Πολύ ξένοι μας παρομοιάζουν με την Αργεντινή

- ✓ Η Αργεντινή κήρυξε **αδυναμία πληρωμών** του εξωτερικού της χρέους τον **Δεκέμβριο του 2001**
- ✓ Τον Ιανουάριο του 2002 εγκατέλειψε την πολιτική σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας με το δολάριο (1:1) και υποτίμησε το νόμισμά της (στα τέλη του 2002 η ισοτιμία ήταν **3,4 peso/ \$**)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002
% ΑΕΠ (πραγμ. τιμές)	8,1	3,8	-3,4	-0,8	-4,4	-10,9
CPI Πληθωρισμός (y-end)	0,3	0,7	-1,8	-0,7	-1,5	41,0
Ισ. Τρεχ. Συν. (% ΑΕΠ)	-4,2	-4,9	-4,2	-3,1	-1,7	3,1
Δημόσιο Χρέος (% ΑΕΠ)	37,7	40,9	47,6	50,9	62,2	...
Εξωτερικό Χρέος (% ΑΕΠ)	42,7	47,5	51,2	51,6	52,2	42,9
Συναλλ. Αποθέματα (\$δισ)	22,3	24,8	26,3	25,1	14,6	10,5
REER (1990=100)	175,8	170,6	177,6	184,8	184,7	71,6
Έλλειμμα Γ.Κ. (% ΑΕΠ)	-2,1	-2,1	-4,2	-3,6	-6,2	-12,8
Πρωτογενές Πλεόν. (% ΑΕΠ)	0,3	0,8	-0,8	0,5	-1,4	0,3
Spread Ομολόγων *	456	705	533	770	5363	6342
Ανεργία	14,9	12,8	14,1	15,0	17,4	19,6

* EMBI Global Argentina Stripped Spreads σε σχέση με ΗΠΑ – τέλος έτους

II. Αργεντινή: Ορισμένες ομοιότητες με την Ελλάδα

Στις αρχές της δεκαετίας του 90 η Αργεντινή έπειτα από μια δεκαετία υπερπληθωρισμού και οικονομικής στασιμότητας ξεκίνησε την εφαρμογή μιας σειράς διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων με την υποστήριξη του ΔΝΤ.

- ✓ Επέλεξε την πρόσδεση του peso με το δολάριο – currency board, καθεστώς σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας με τις ΗΠΑ (1:1)
- ✓ Ως αποτέλεσμα ο πληθωρισμός τιθασεύτηκε και η ανάπτυξη ενισχύθηκε

Όμως **όπως και στην Ελλάδα:**

- 1) Οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις δεν ολοκληρώθηκαν
- 2) Η ανταγωνιστικότητα χειροτέρευε
- 3) Η δημοσιονομική πολιτική συνέχισε να είναι ανεπαρκής και το δημόσιο χρέος αυξάνονταν σταθερά

II. Αργεντινή: Μεγάλες οι διαφορές με την Ελλάδα

- 1) Το μεγαλύτερο μέρος του δημόσιου χρέους της Αργεντινής ήταν σε ξένο νόμισμα (90% περίπου στα τέλη της δεκαετίας του 90) και η εξυπηρέτησή του γινόταν όλο και πιο δύσκολη καθώς τα συναλλαγματικά αποθέματα δεν επαρκούσαν υπό την πίεση της ανάγκης διατήρησης της σταθερής ισοτιμίας
- 2) Το Currency Board δεν είναι Νομισματική Ένωση
- 3) Εκτεταμένη δολαριοποίηση της οικονομίας στην Αργεντινή
- 4) Αποπληθωρισμός στην Αργεντινή
- 5) Πολιτική αστάθεια πριν τη χρεοκοπία στην Αργεντινή
- 6) Το τραπεζικό σύστημα στην Αργεντινή παρότι εκσυγχρονίστηκε στη δεκαετία του 90 παρέμεινε ευάλωτο σε κινδύνους:
 - i. Χαμηλή κερδοφορία – ευάλωτο σε περίπτωση ύφεσης
 - ii. Επιχειρήσεις και νοικοκυριά βασισμένα σε εισοδήματα σε peso δανείζονταν σε δολάρια – κίνδυνος υποτίμησης
 - iii. Το 20% του ενεργητικού τραπεζών σε κρατικά ομόλογα
 - iv. Υπό κρατικό έλεγχο τράπεζες το 1/3 του συστήματος με 50% των NPLs

III. Ανακεφαλαίωση

- ✓ Έχουμε το μεγαλύτερο χρέος στην ΕΕ-27 και η διαφορά με τον επόμενο χειρότερο εκτινάσσεται, με την προοπτική σταθεροποίησης να μετατρέπεται σε Γολγοθά
- ✓ Ο φόβος των αγορών για χρεοκοπία της Ελλάδας εντείνεται: Βλέπουν την περίοδο μετά το πακέτο της ΕΕ και τις μεταρρυθμίσεις, και αναρωτιούνται για τη δυνατότητα μελλοντικής ανάπτυξης που θα σταθεροποιούσε τον λόγο χρέους προς ΑΕΠ: Σε 2 χρόνια πρέπει να γίνουν όσα δεν έγιναν σε 20
- ✓ Τα ρίσκα είναι μεγάλα, ενώ ακόμα και στο αισιόδοξο σενάριο το 2013 θα κουβαλάμε χρέος της τάξης του 135% του ΑΕΠ
- ✓ Η χρεοκοπία δεν είναι λύση διότι μάλλον θα συνοδευτεί και με έξοδο από την Ευρωζώνη, με δυσθεώρητο οικονομικό και πολιτικό κόστος
- ✓ Οι ομοιότητες με την περίπτωση της Lehman Brothers είναι πολλές, κυρίως στην επίδραση μιας χρεοκοπίας σε τρίτους
- ✓ Οι ομοιότητες με την Αργεντινή είναι επίσης πολλές αλλά οι διαφορές ακόμα μεγαλύτερες
- ✓ Απαιτούνται θυσίες από όλους τους Έλληνες και συναίνεση