

ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Γκίκας Α. Χαρδούβελης*

Αθήνα, 11 Δεκεμβρίου 2009

Αμφιθέατρο "Μεγάρου Διοικητού Θεοδώρου Β. Καρατζά"

4η Ετήσια Εσπερίδα

Ελληνικής Εταιρείας Τραπεζικού Δικαίου και Δικαίου της Κεφαλαιαγοράς

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

ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

- I. ΧΡΗΜΑΤΩΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ**
- II. ΜΕΤΑΔΟΣΗ ΣΤΗΝ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ**
- III. ΤΟ ΜΕΛΛΟΝ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟ- ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ**
- IV. Η ΕΛΛΑΔΑ ΣΕ ΣΤΕΝΩΠΟ ΔΙΑΡΚΕΙΑΣ**
- V. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ**

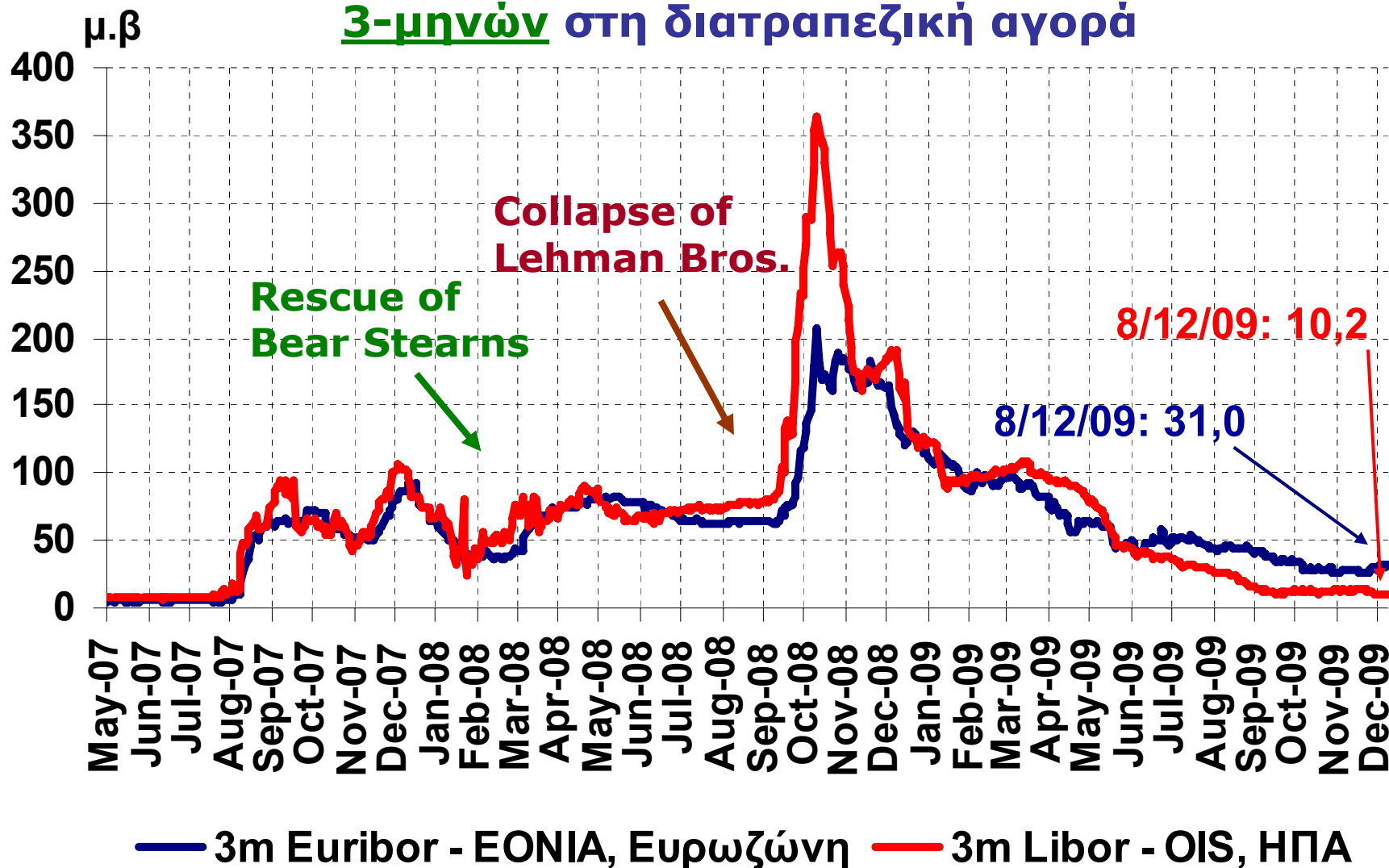
I.

ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

- 1) ΤΟ ΧΡΟΝΙΚΟ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ
- 2) Ο ΕΙΔΙΚΟΣ ΡΟΛΟΣ ΤΗΣ ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ
- 3) ΕΝΔΟΓΕΝΗ ΡΙΣΚΑ

1.1 Το χρονικό της κρίσης στη διατραπεζική αγορά

Περιθώριο ακάλυπτου-καλυμμένου δανεισμού 3-μηνών στη διατραπεζική αγορά



Συνδυασμός παραγόντων πίσω από την κρίση:

- 1) **Διεθνείς ανισορροπίες** με πλεονάσματα και ελλείμματα ⇒ φτηνό χρήμα και ρευστότητα προς υπέρ-δανεισμένες χώρες
- 2) **Φούσκα ακινήτων**
 - i. **Δάνεια μειωμένης εξασφάλισης** χωρίς την ανάλογη τραπεζική εγκράτεια στον πιστωτικό κίνδυνο, π.χ. interest rate only loans
 - ii. **Τιτλοποιήσεις:** CDOs, CDOs στο τετράγωνο, και με νέους ενδιάμεσους παίκτες εκτός των ημι-κρατικών φορέων Fannie Mae, Freddie Mac
- 3) **Το δόγμα της αποτελεσματικής αγοράς και του κακού κράτους**
 - i. **“Απληστία”** δηλ. η εξασφάλιση απόδοσης αγνοώντας το ρίσκο, το αντίθετο από το γνωστό «Πρόβλημα του Πέσο»
 - ii. **Αδύναμη Εποπτεία** – Ολική κατάργηση της Glass-Steagall Act in 1999, μεγαλύτεροι συντελεστές μόχλευσης από το SEC
 - iii. **Κακά κίνητρα** σε Αξιολογικούς Οίκους, ανώτερα στελέχη επιχειρήσεων.
 - iv. **Νέα κερδοσκοπική κουλτούρα** στον τραπεζικό τομέα με βάση τη γένεση προσόδων
- 4) **Πολύ μεγάλη μόχλευση** (νοικοκυριών & ΧΙ) που βασίστηκε και σε βραχυχρόνιο δανεισμό, από μη τραπεζικούς φορείς ⇒ **Εξάπλωση** της κρίσης
- 5) **Εποπτεία σε Μικρο-** που δεν επεκτάθηκε σε Μάκρο- Επίπεδο

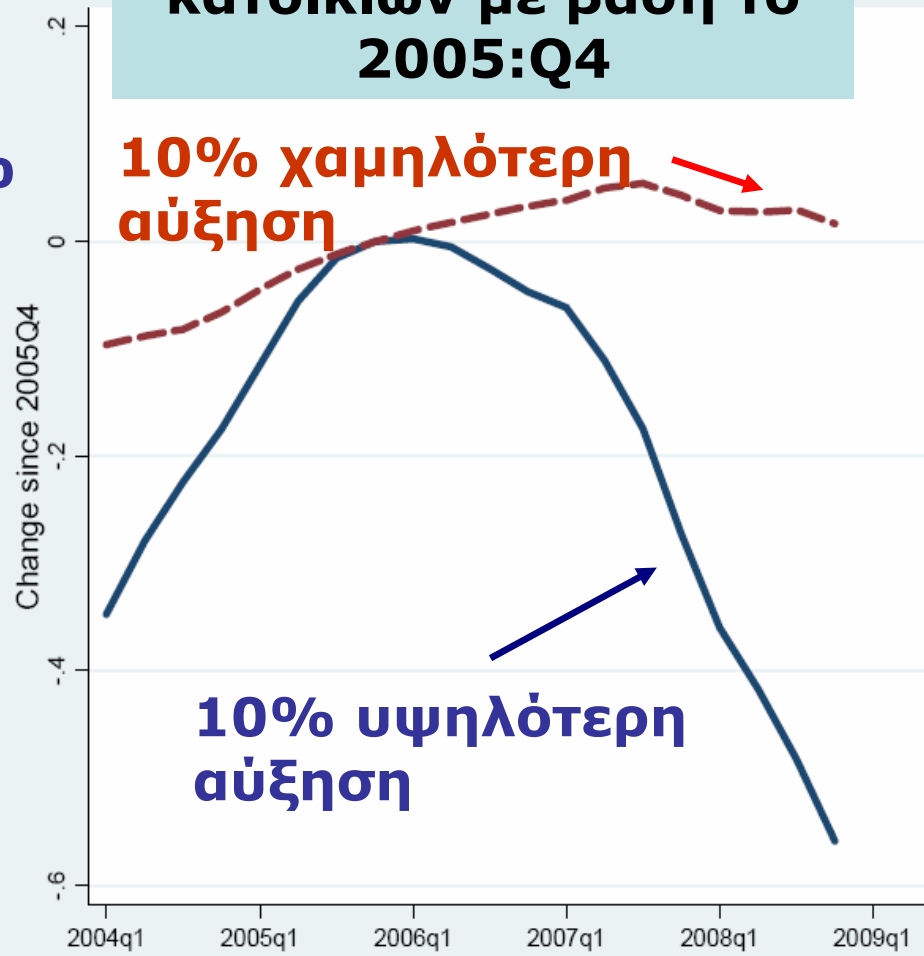
Μεταβολή από 2005:Q4 στο % χρεοκοπίας νοικοκυριών



Το 10% των περιοχών με τη μεγαλύτερη αύξηση στο λόγο δανεισμού-εισοδήματος στις ΗΠΑ από το 2002 στο 2006

Το 10% των περιοχών με τη μικρότερη αύξηση

% μεταβολή στην τιμή κατοικιών με βάση το 2005:Q4



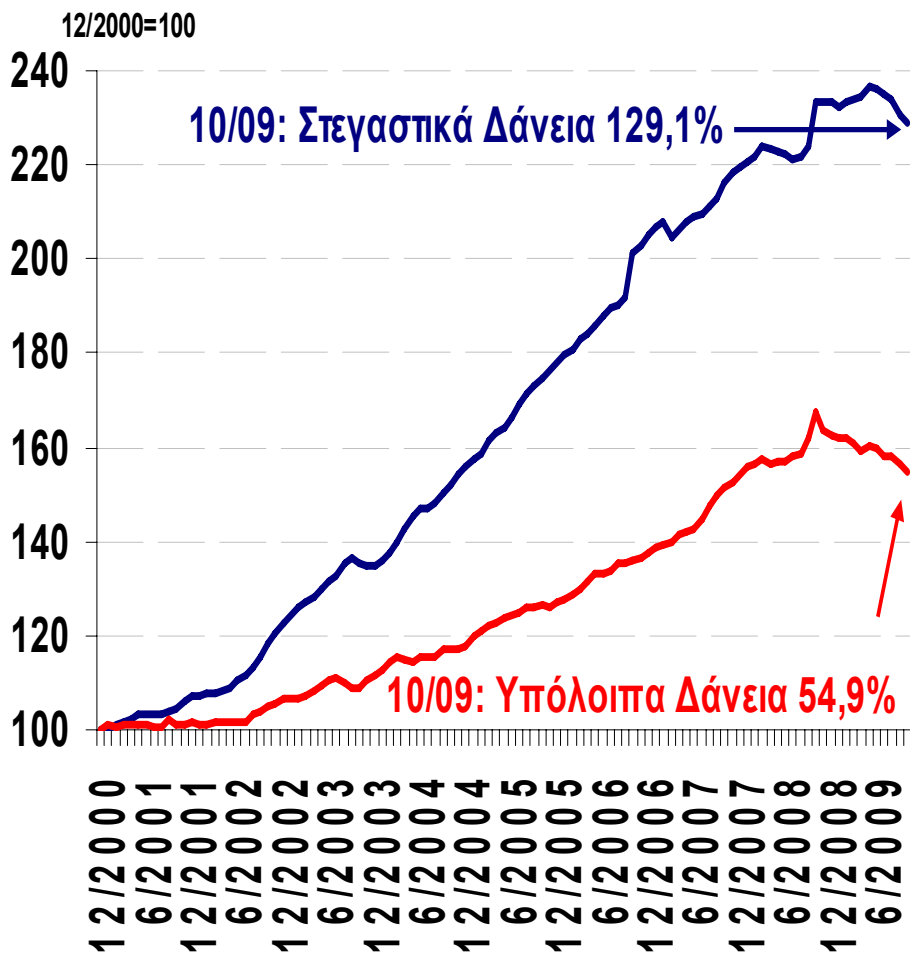
10% χαμηλότερη αύξηση

10% υψηλότερη αύξηση

Source: *Mian & Soufi*, Un. of Chicago, August 2009

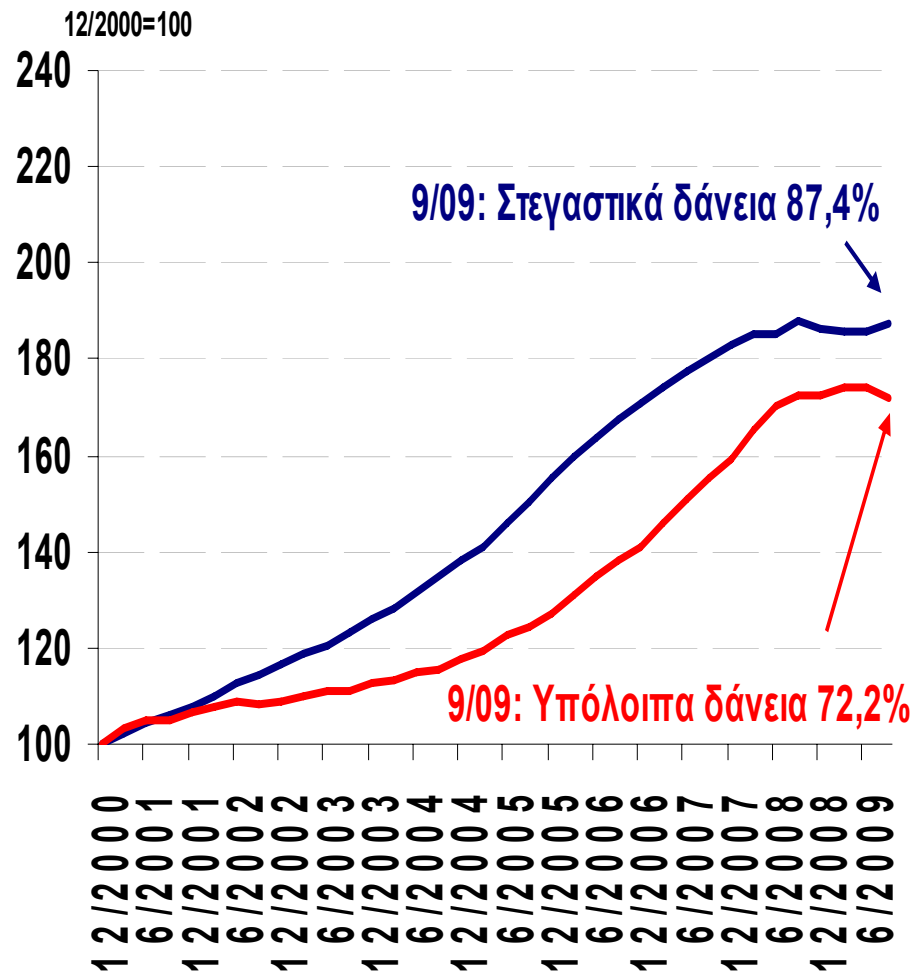
Ι.2 Μεγάλη πιστωτική επέκταση στη στεγαστική πίστη

ΗΠΑ



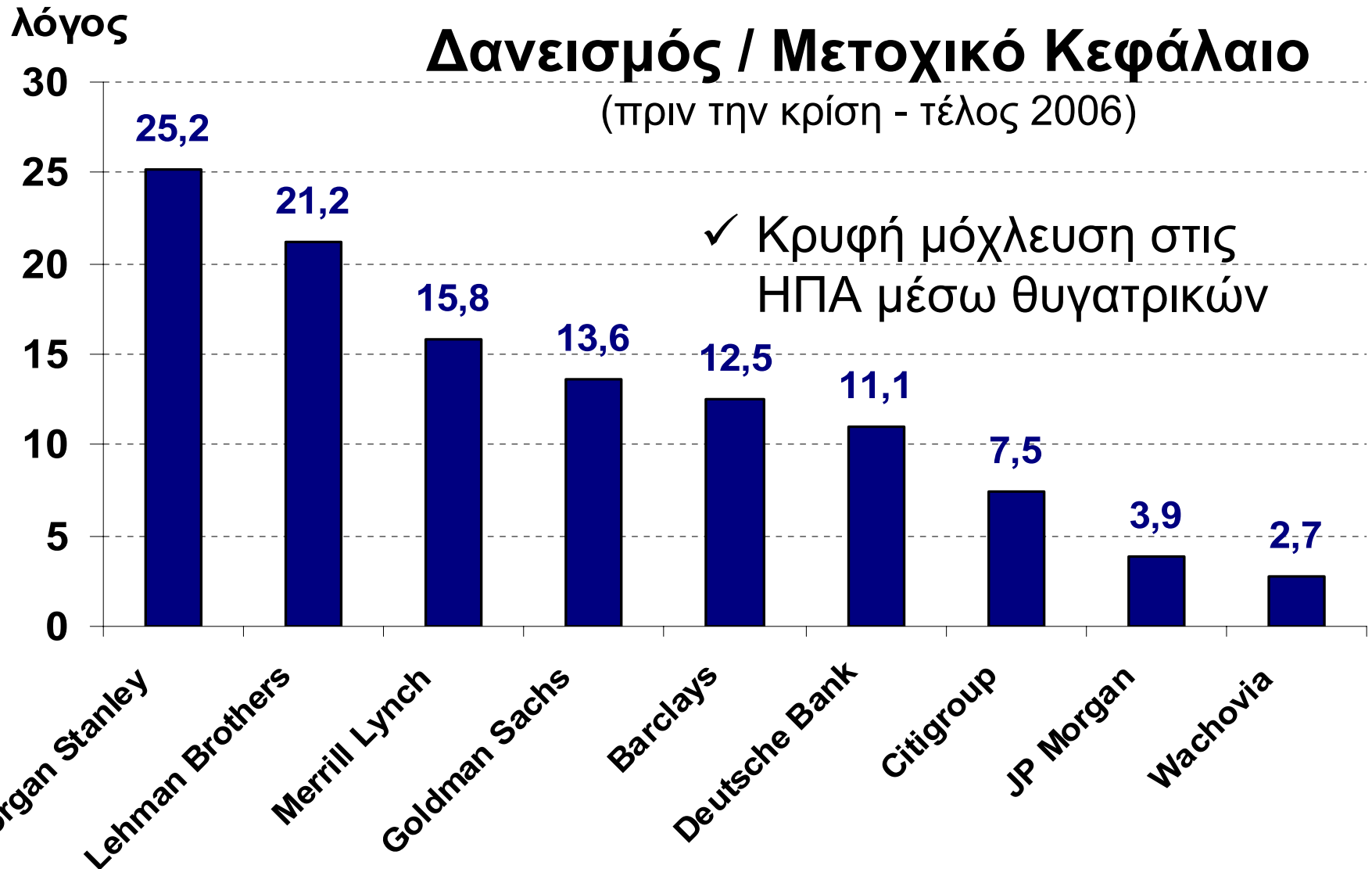
Πηγή: Federal Reserve

ΕΥΡΩΖΩΝΗ



Πηγή: ECB

I.2 Υψηλή η μόχλευση των ΧΙ



Πηγή: Bloomberg

- ✓ Ο συστημικός κίνδυνος που εμφανίστηκε στην κρίση ανέδειξε ότι η επιμονή στον περιορισμό του κινδύνου ανά τράπεζα ή ΧΙ ή ανά χρηματοοικονομικό προϊόν είναι ανεπαρκής
- ✓ Απαιτείται μια συνολικότερη σκιαγράφιση του κινδύνου όλου του χρηματοοικονομικού συστήματος. **Το σύστημα δεν είναι αναγκαστικά ασφαλές όταν απλώς τα επιμέρους συστατικά του είναι ασφαλή.**

Παράδειγμα:

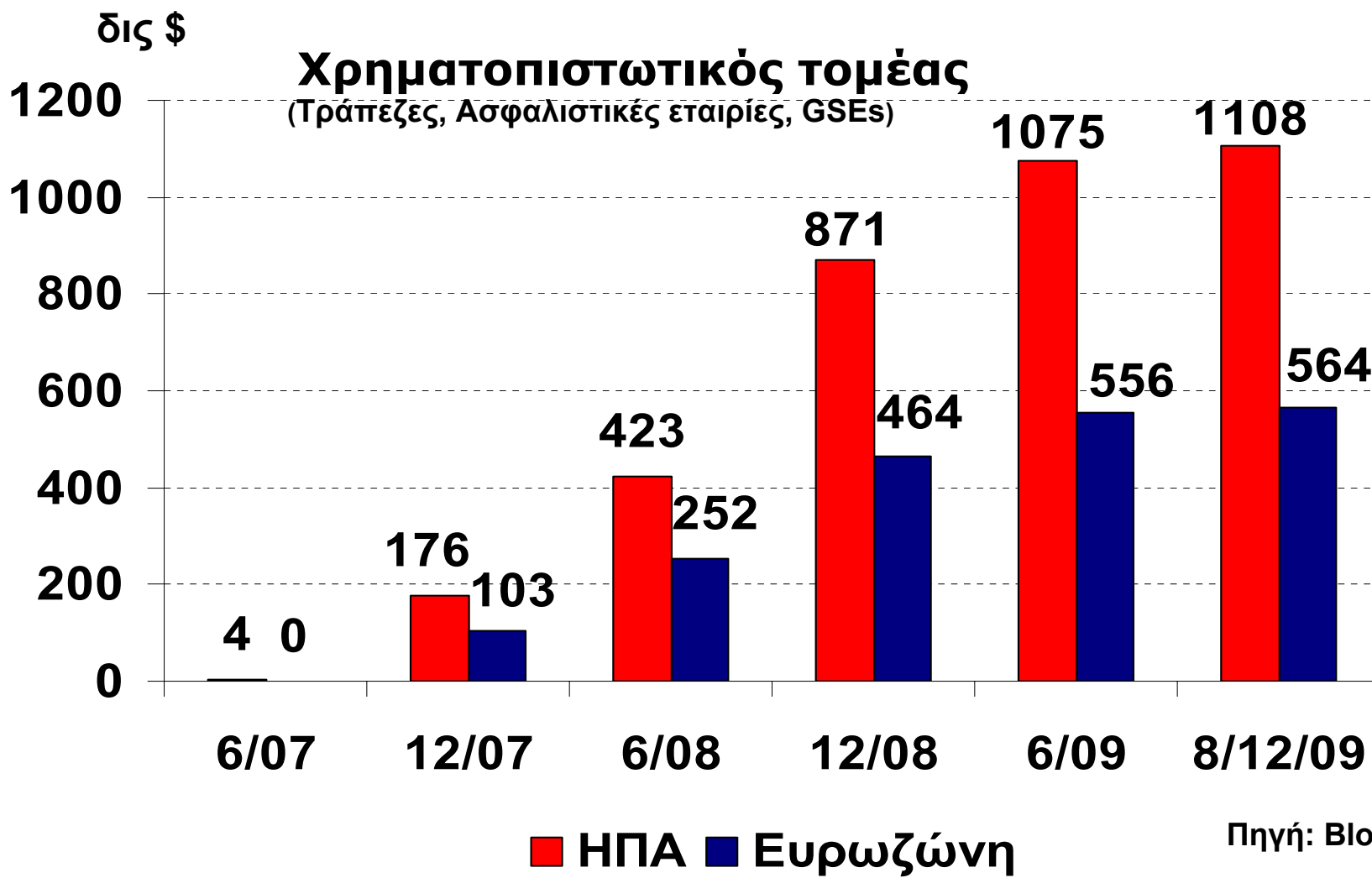
- ✓ Έστω ΧΙ κατέχουν περιουσιακό στοιχείο χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας (ομόλογο **BB+**) ⇒ Σύμφωνα με τους κανόνες της Βασιλείας, διακρατούν παραπάνω ίδια κεφάλαια. Επόπτες κοιμούνται ήσυχοι.
- ✓ Έστω, ξαφνική **υποβάθμιση** ομολόγου σε **BB-** ⇒ έστω ότι το **πωλούν πολλά ΧΙ** για να αποφύγουν τα απαιτούμενα επιπλέον κεφάλαια ⇒ ο εκδότης του ομολόγου δυσκολεύεται να δανειστεί ⇒ έχει πρόβλημα **ρευστότητας** και **φερεγγυότητας** ⇒ **επιπλέον υποβάθμιση σε CCC+** ⇒ **συνεχίζονται οι πωλήσεις** ⇒ Τα ΧΙ που έχουν τα ομόλογα αυτά αρχίζουν να **πωλούν άλλα** περιουσιακά στοιχεία για να ικανοποιήσουν την κεφαλαιακή επάρκεια ⇒ **πτώση τιμών** περιουσιακών στοιχείων ⇒ αύξηση διακύμανσης τιμών, **αύξηση της συνδιακύμανσης – συσχέτισης μεταξύ των τιμών** ⇒ περισσότερες κεφαλαιακές απαιτήσεις ⇒ περισσότερες πωλήσεις, μεγαλύτερη πτώση, **πανικός**
- ✓ Έτσι, ένα μικρό πρόβλημα σε συγκεκριμένο ομόλογο δημιούργησε μεγαλύτερο πρόβλημα σε περισσότερες αγορές, και πιθανόν χώρες

II.

ΜΕΤΑΔΟΣΗ ΣΤΗΝ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

- 1) Η ΜΕΓΑΛΗ ΥΦΕΣΗ ΤΟΥ 2009
- 2) Η ΑΝΤΙΔΡΑΣΗ ΤΩΝ ΑΡΧΩΝ
- 3) ΤΕΛΕΙΩΣΕ Η ΚΡΙΣΗ;
- 4) ΜΙΚΡΟΤΕΡΟΙ ΡΥΘΜΟΙ
ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΣΤΟ ΜΕΛΛΟΝ

II.1 Φερεγγυότητα: Το μεγαλύτερο πρόβλημα

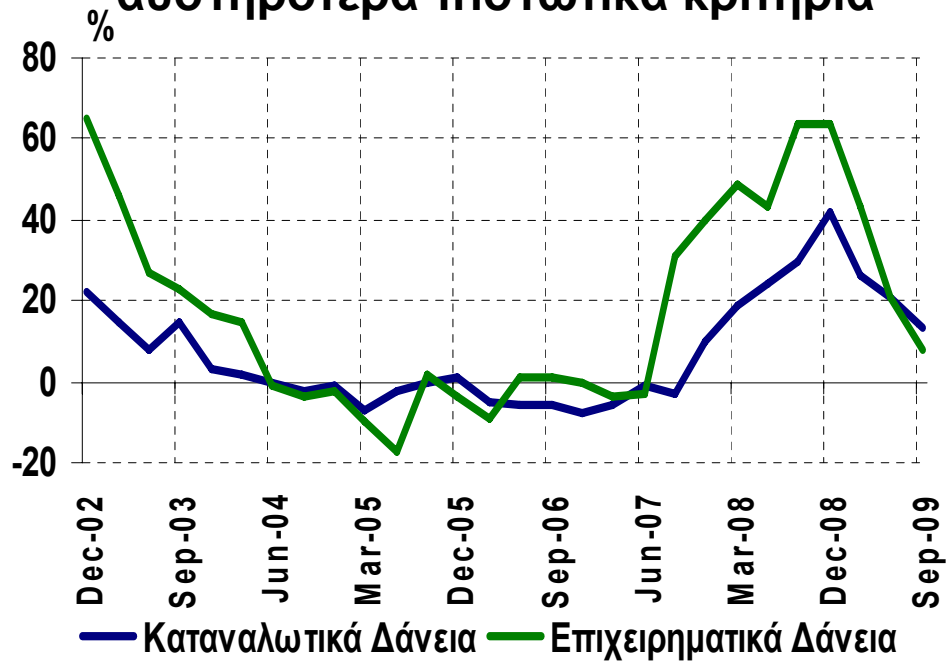


✓ ΔΝΤ: Απομειώσεις πιθανόν να φτάσουν τα \$3,4 τρισ.

II.1 Έλλειψη ρευστότητας & Φερεγγυότητας ⇒ απομόχλευση, ⇒ αυστηροποίηση πιστωτικών κριτηρίων

Ευρωζώνη

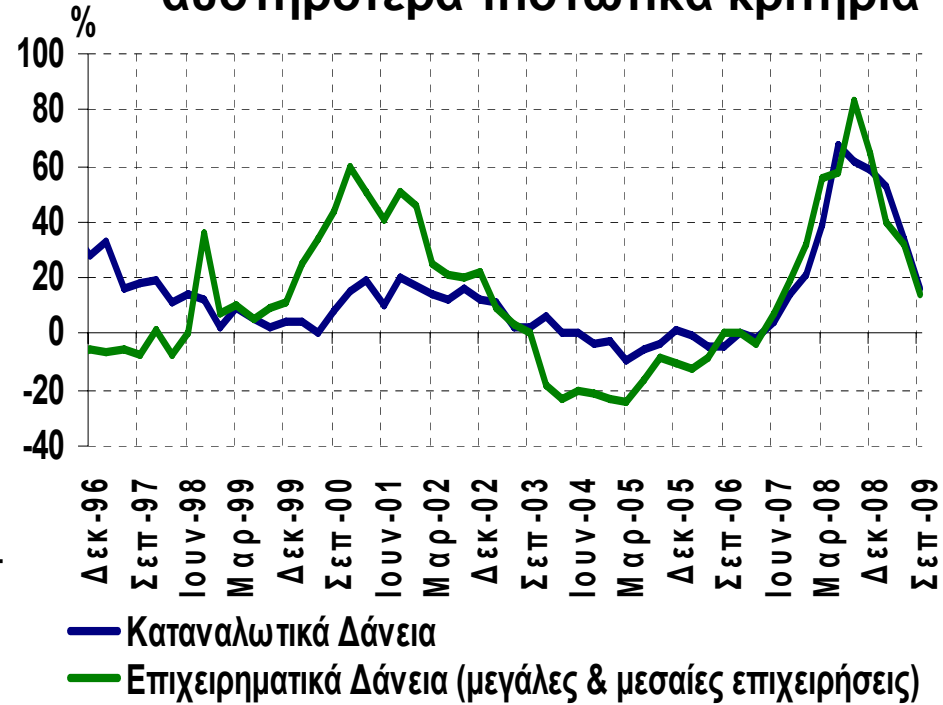
% τραπεζών που αναφέρουν αυστηρότερα πιστωτικά κριτήρια



Πηγή: ECB, The Euro Area Bank Lending Survey, September 2009

ΗΠΑ

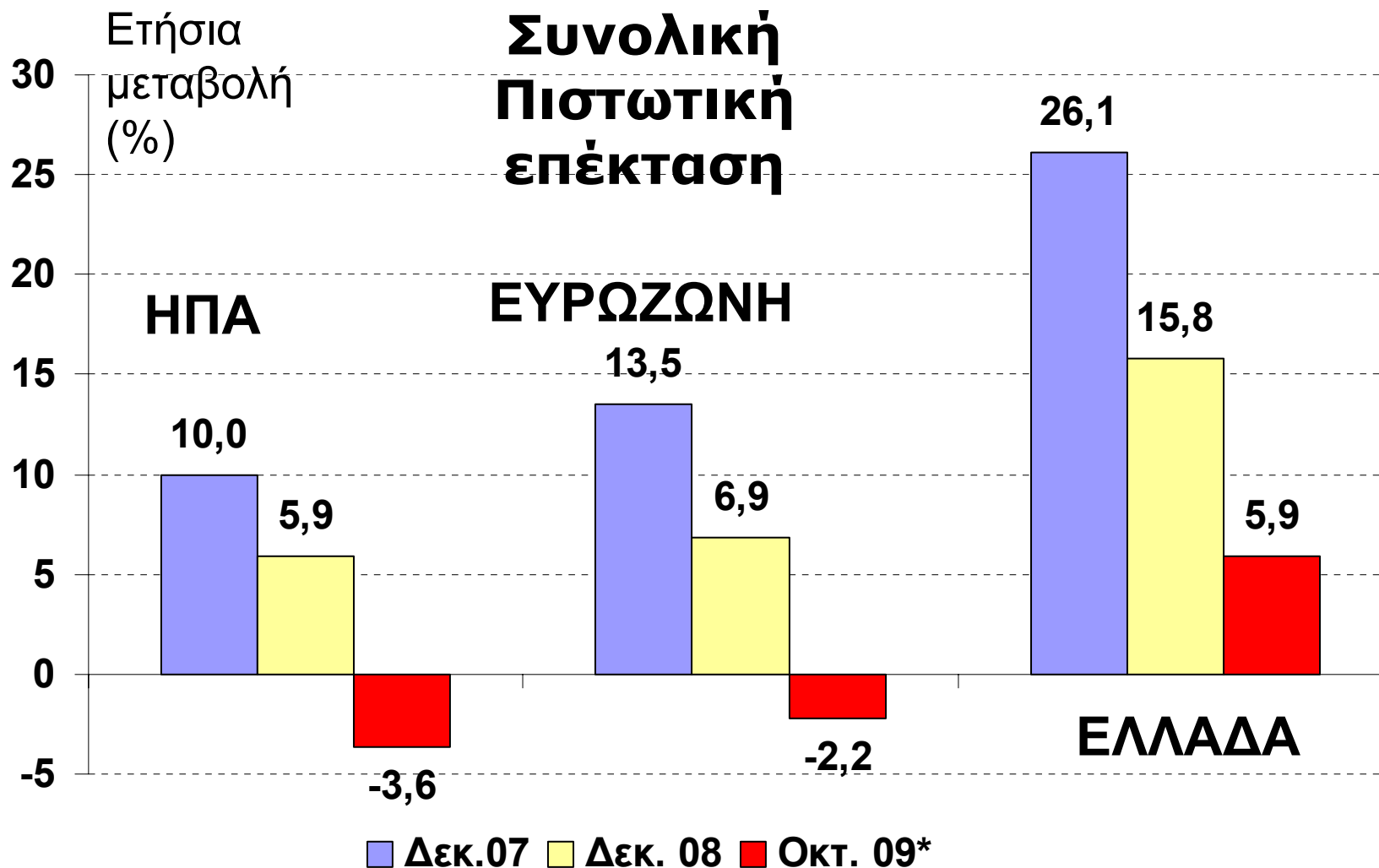
% τραπεζών που αναφέρουν αυστηρότερα πιστωτικά κριτήρια



Πηγή: Federal Reserve, The Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices, September 2009

- ✓ Από το 1^ο τρίμηνο του 2009 συνεχίζεται σε Ευρωζώνη και ΗΠΑ η μείωση της τάσης για αυστηρότερα πιστωτικά κριτήρια

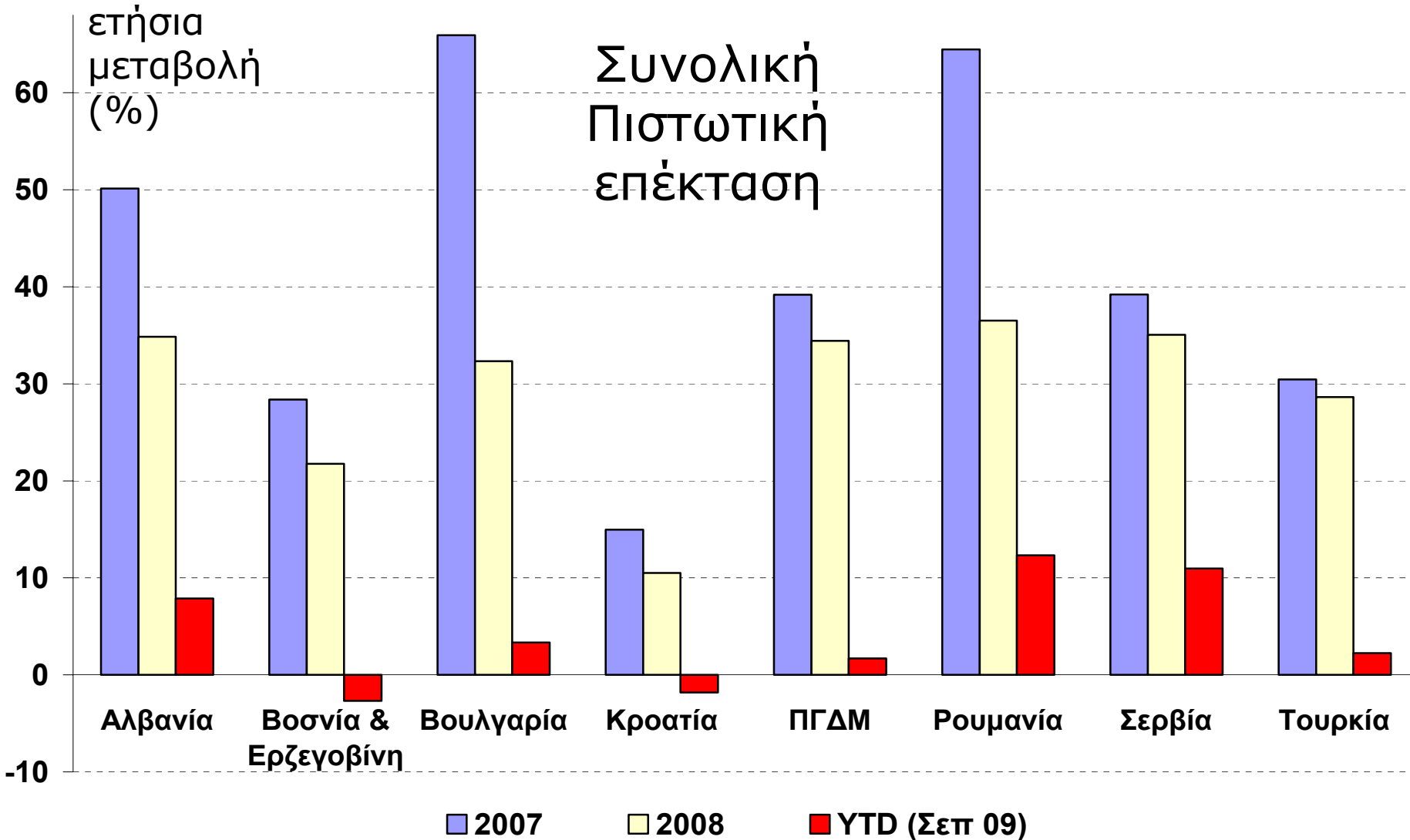
II.1 Πτώση ρυθμών αύξησης πιστωτικής επέκτασης



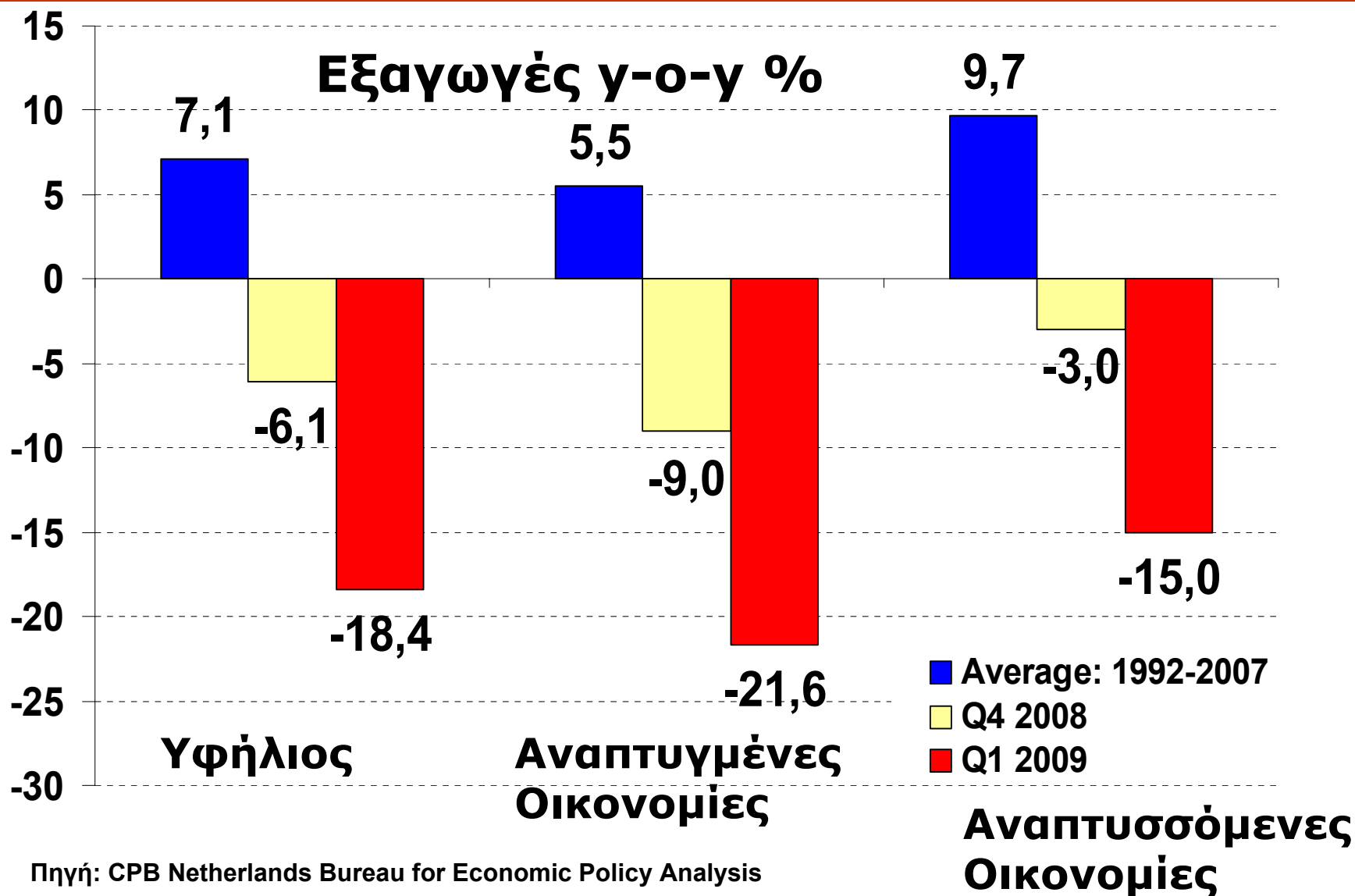
* Δεκ.08-Οκτ.09

Πηγή: ΕΚΤ, Fed

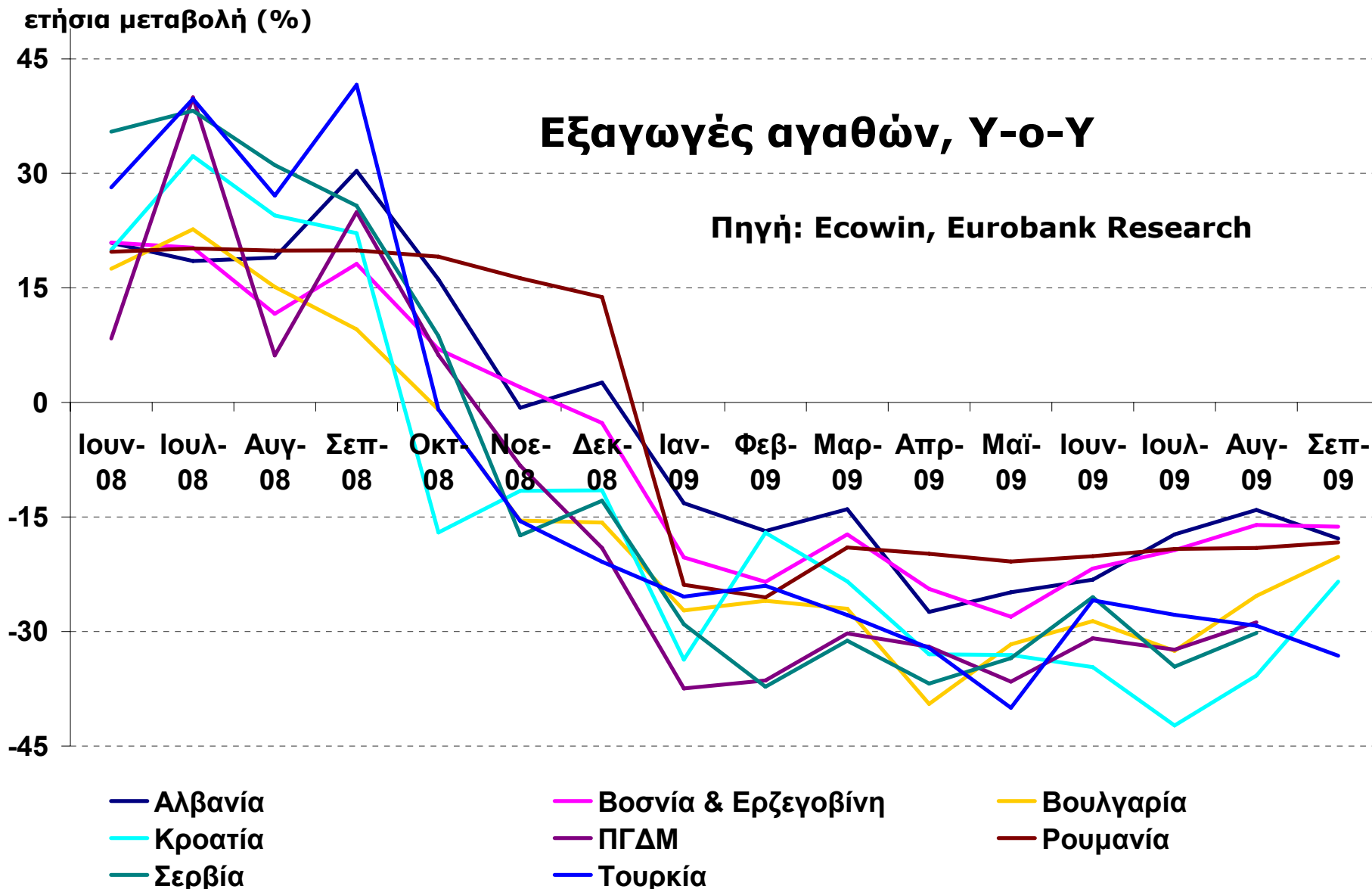
II.1 ΝΑ Ευρώπη: Πτώση ρυθμών αύξησης πιστωτικής επέκτασης



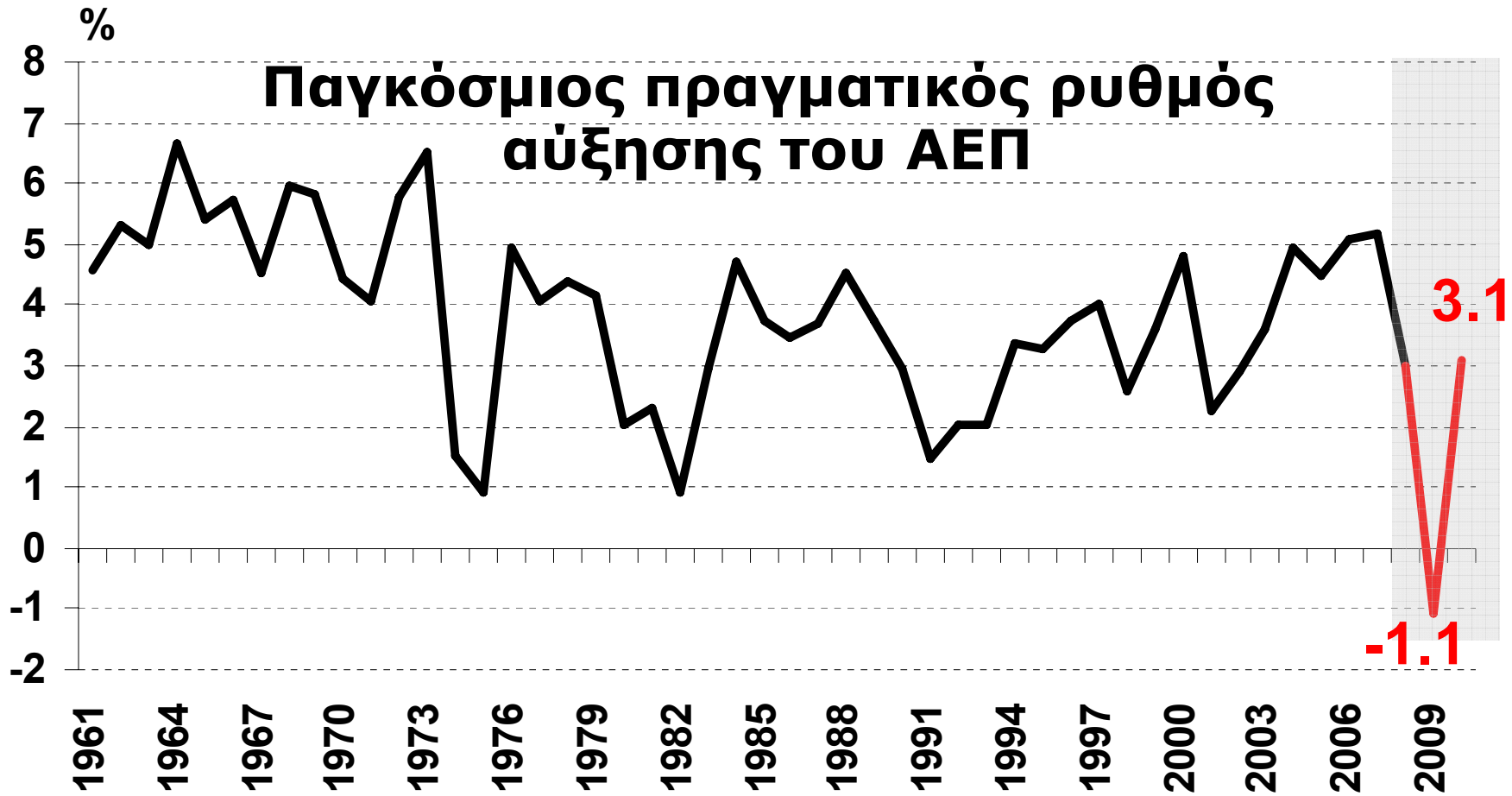
II.1 Κατάρρευση διεθνούς εμπορίου το 2008:Q4







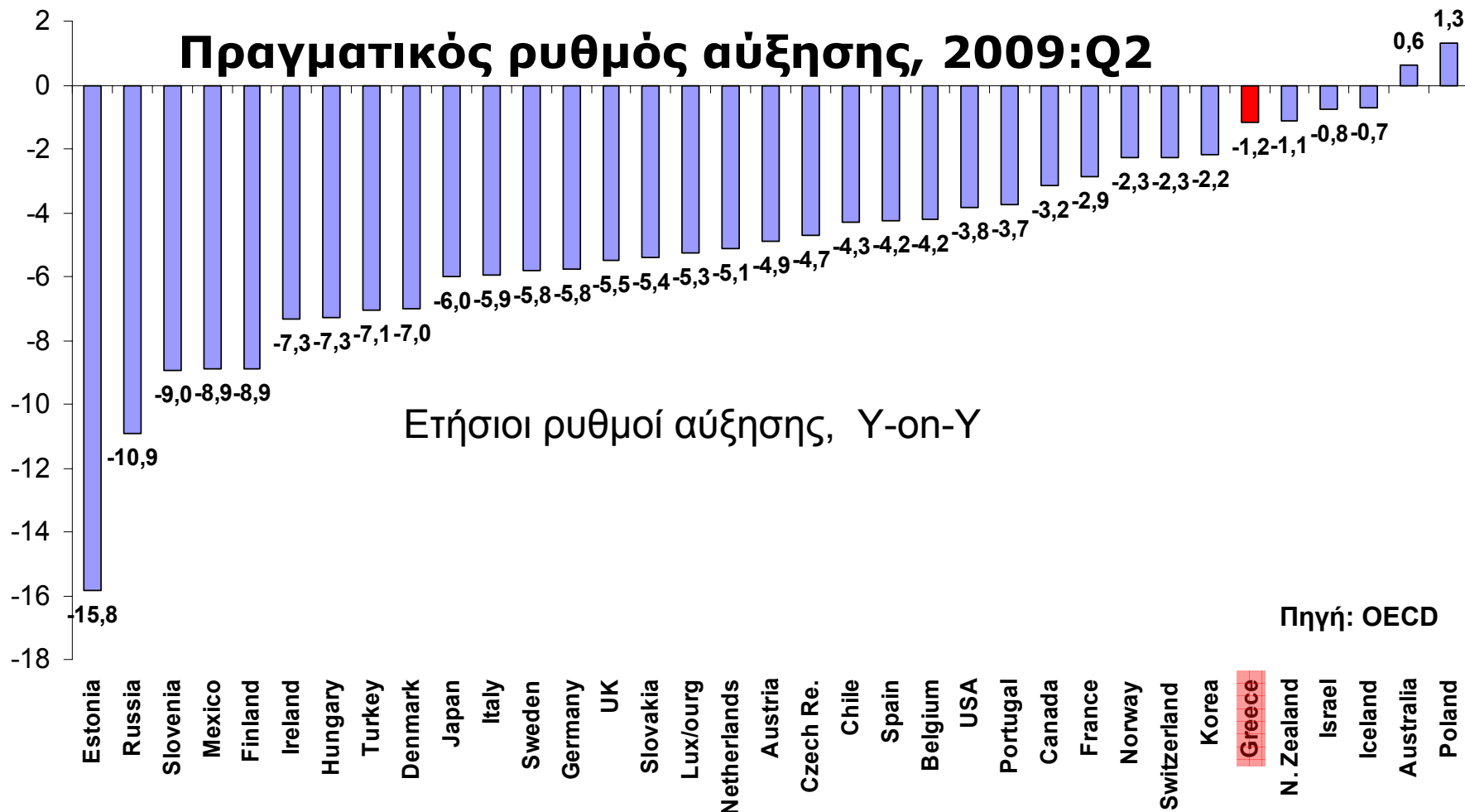
II.1 ... φέρνουν τη μεγάλη ύφεση του 2009



Πηγή: IMF, World Bank

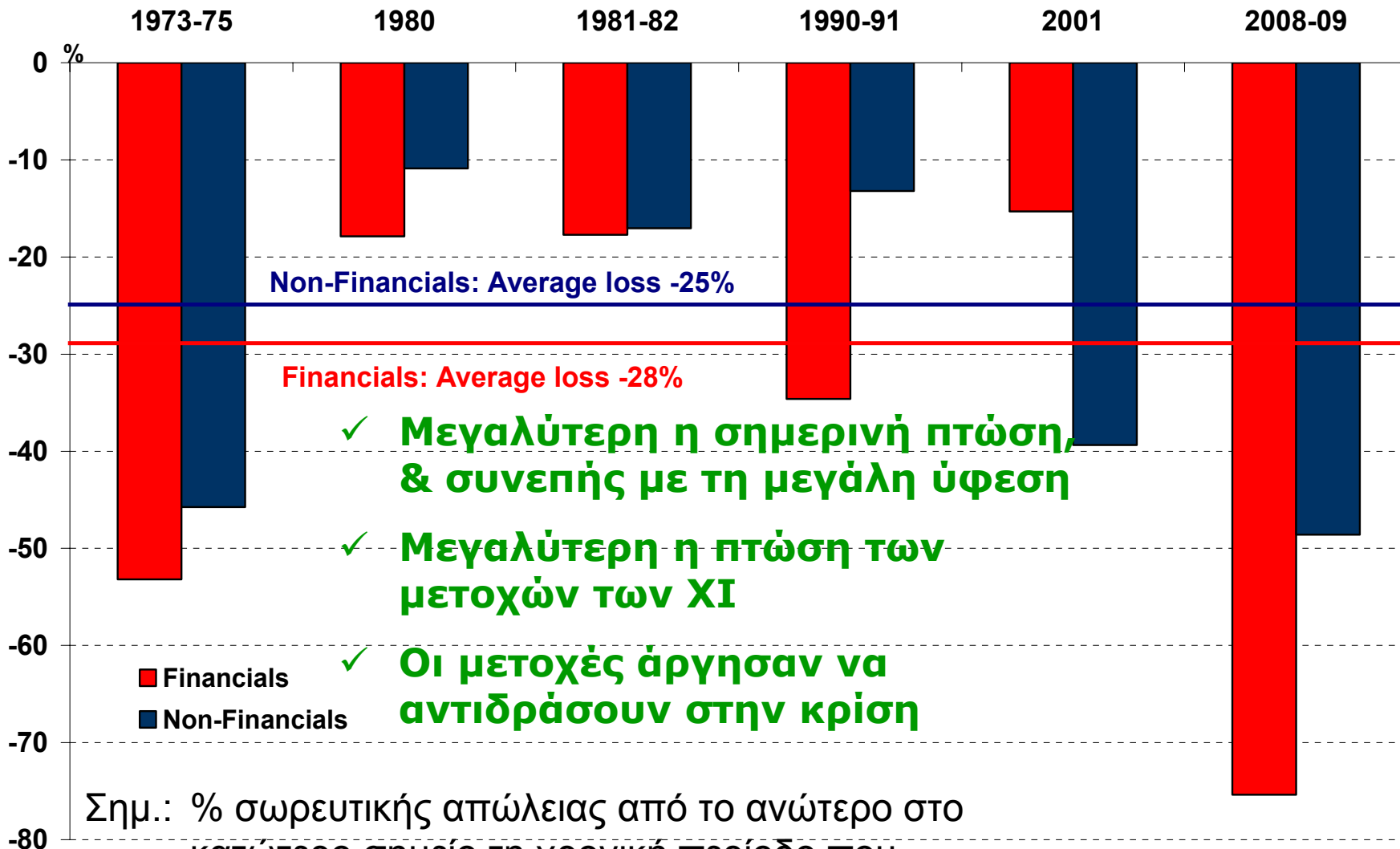
- ✓ Το 2009 είναι ο πρώτος χρόνος με αρνητικό ρυθμό ανάπτυξης από τη δεκαετία του 1930

II.1 ... επηρεάζοντας όλες τις χώρες



- ✓ Η μεγάλη πτώση ξεκίνησε το 2008:Q4 και συνεχίστηκε το 2009:Q2

NBER Υφέσεις στις ΗΠΑ



✓ Μεγαλύτερη η σημερινή πτώση, & συνεπής με τη μεγάλη ύφεση

✓ Μεγαλύτερη η πτώση των μετοχών των ΧΙ

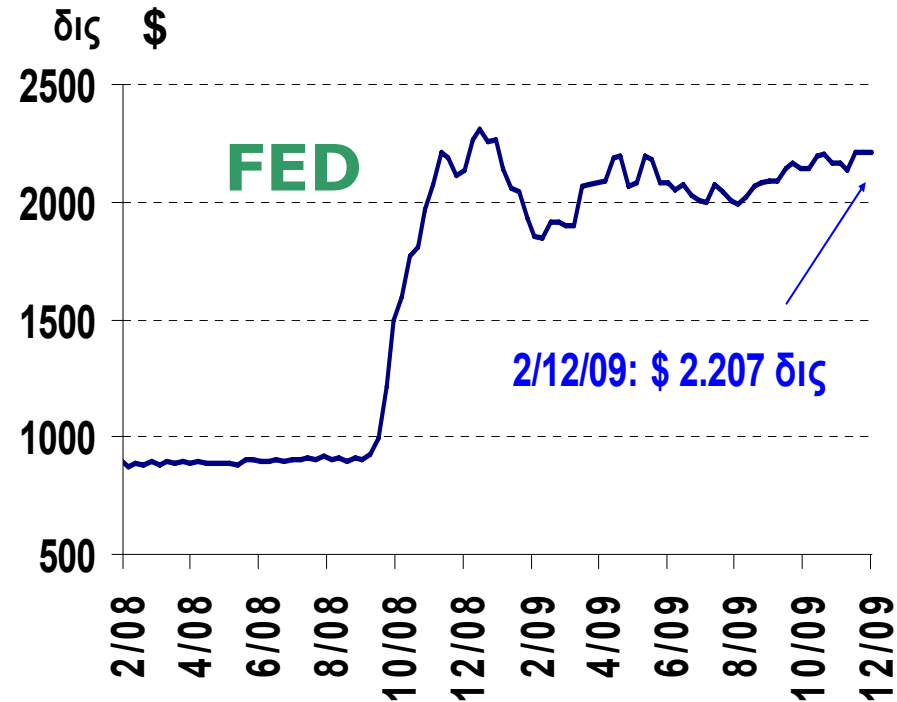
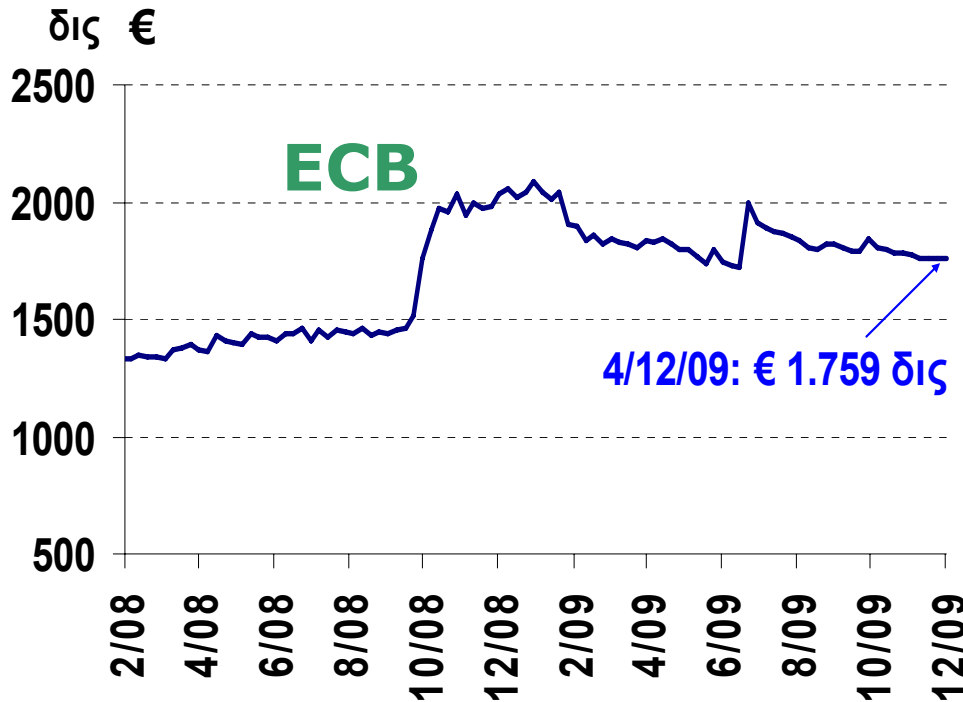
✓ Οι μετοχές άργησαν να αντιδράσουν στην κρίση

Σημ.: % σωρευτικής απώλειας από το ανώτερο στο κατώτερο σημείο τη χρονική περίοδο που ξεκινά ένα χρόνο πριν την ύφεση και λήγει στο τέλος της ύφεσης

Πηγή: Thomson Financial Datastream

II.2 Επιθετική η αντίδραση των κεντρικών τραπεζών

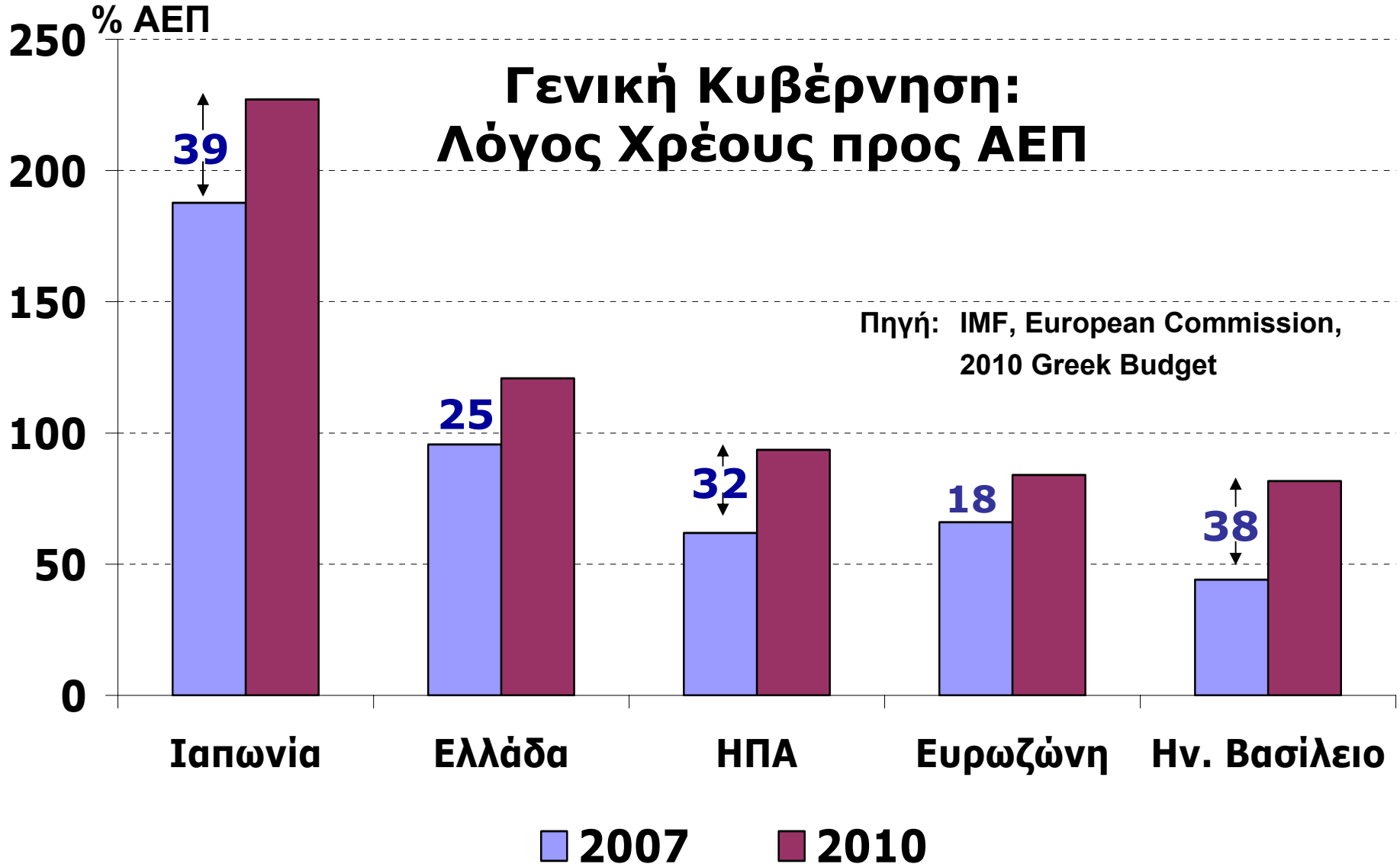
Ισολογισμοί κεντρικών τραπεζών



Πηγή: ECB, Federal Reserve

- ✓ Οι κεντρικές τράπεζες μείωσαν τα επιτόκια παρέμβασης και υιοθέτησαν έκτακτα μέτρα για παροχή ρευστότητας, κυρίως μετά τη χρεοκοπία της Lehman
- ✓ Η Fed ήταν η πιο επιθετική κεντρική τράπεζα, αφού μείωσε τα επιτόκια παρέμβασης στο μηδέν και υπερδιπλασίασε το ενεργητικό της.

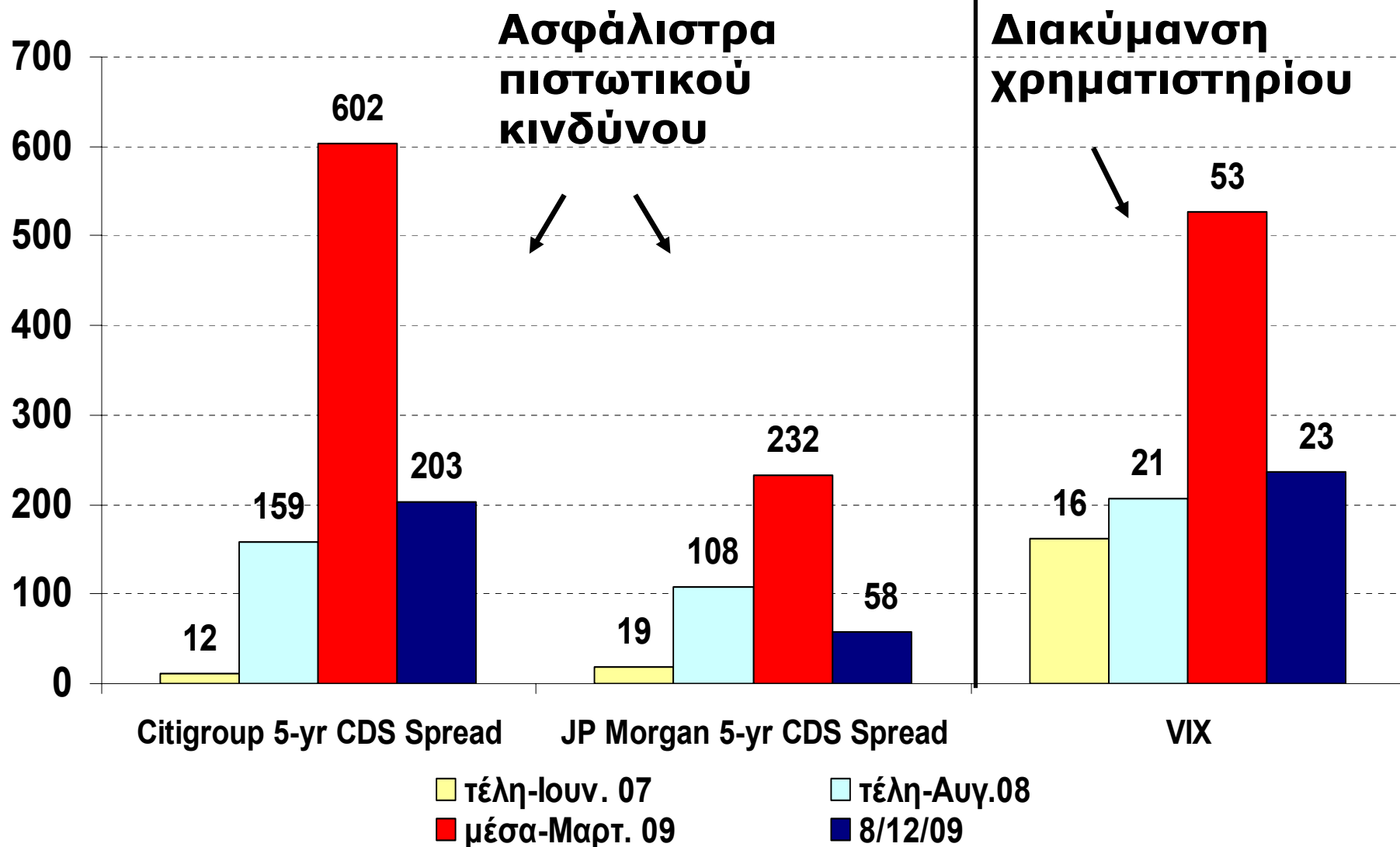
II.2 Επιθετική αντίδραση των κυβερνήσεων



II.2 ΝΑ Ευρώπη: Σημαντικές παρεμβάσεις για στήριξη της πιστωτικής επέκτασης

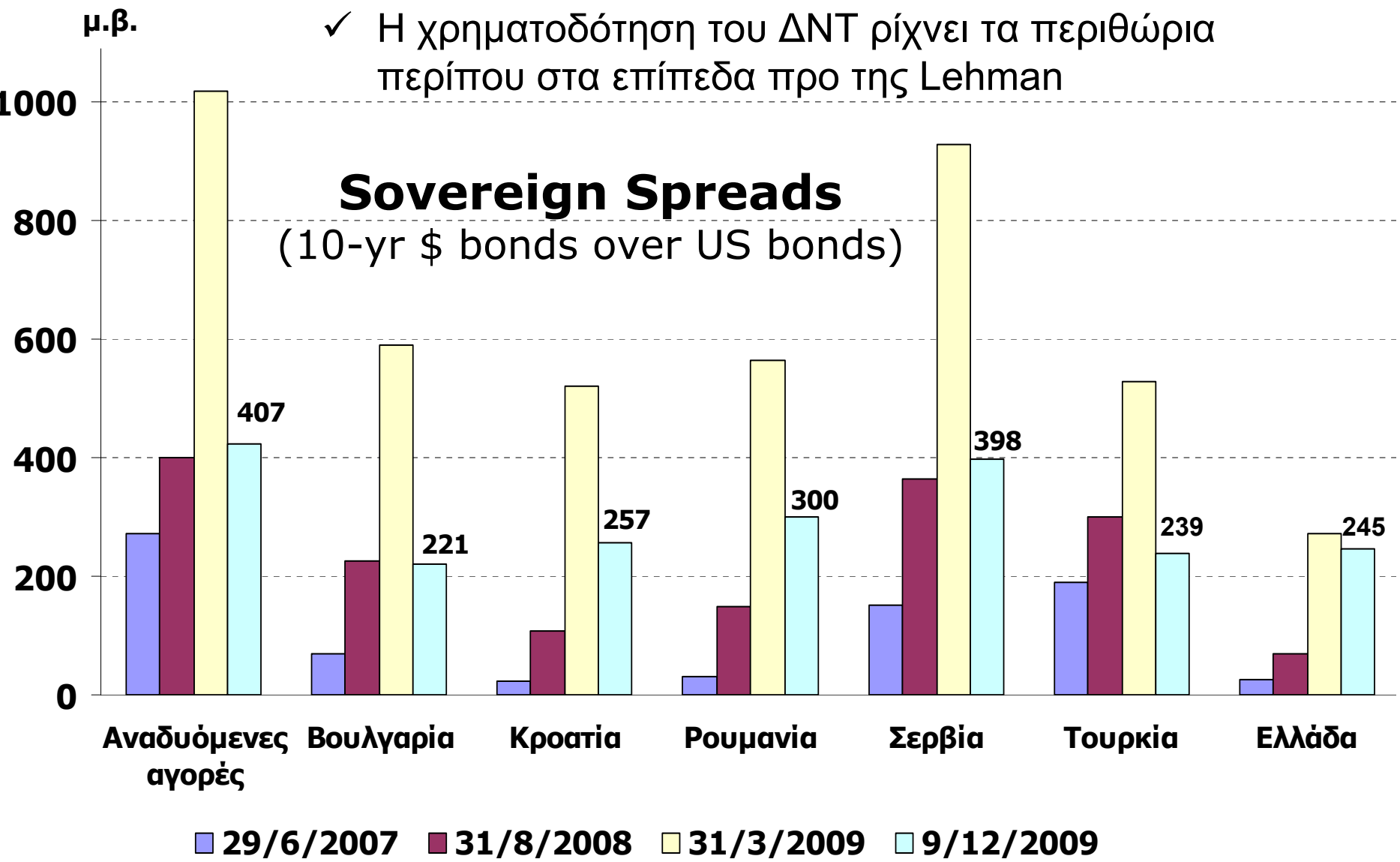
	Αλβανία	Βοσνία	Βουλγαρία	Κροατία	ΠΓΔΜ	Ρουμανία	Σερβία	Τουρκία
Εγγύηση καταθέσεων	✓	✓	✓	✓		✓	✓	✓
Υποχρεωτικά διαθέσιμα		✓	✓	✓		✓	✓	✓
Στήριξη ΔΝΤ		✓				✓	✓	
Ειδική δανειακή στήριξη	✓		✓	✓		✓	✓	
Χαλάρωση νομισματικής πολιτικής	✓			✓	✓	✓	✓	✓
Άλλες (φορολογικές, ρυθμιστικές, κλπ)	✓				✓	✓	✓	✓

II.3 Τελειώνει η κρίση; Χαμηλότερα ασφάλιστρα κινδύνου αλλά όχι στα προ κρίσης επίπεδα του 2007

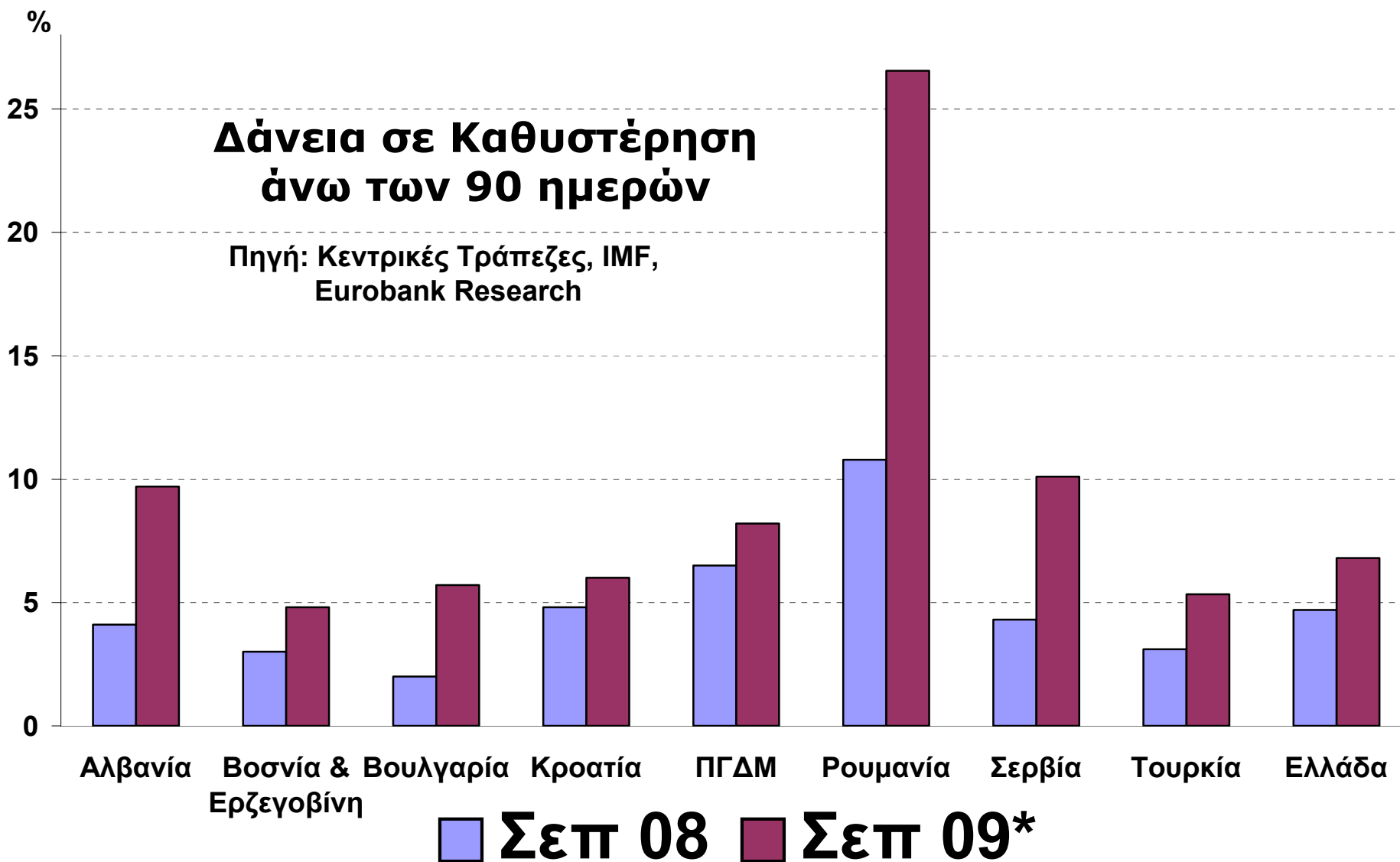


II.3 Τελειώνει η κρίση στην περιοχή μας;

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

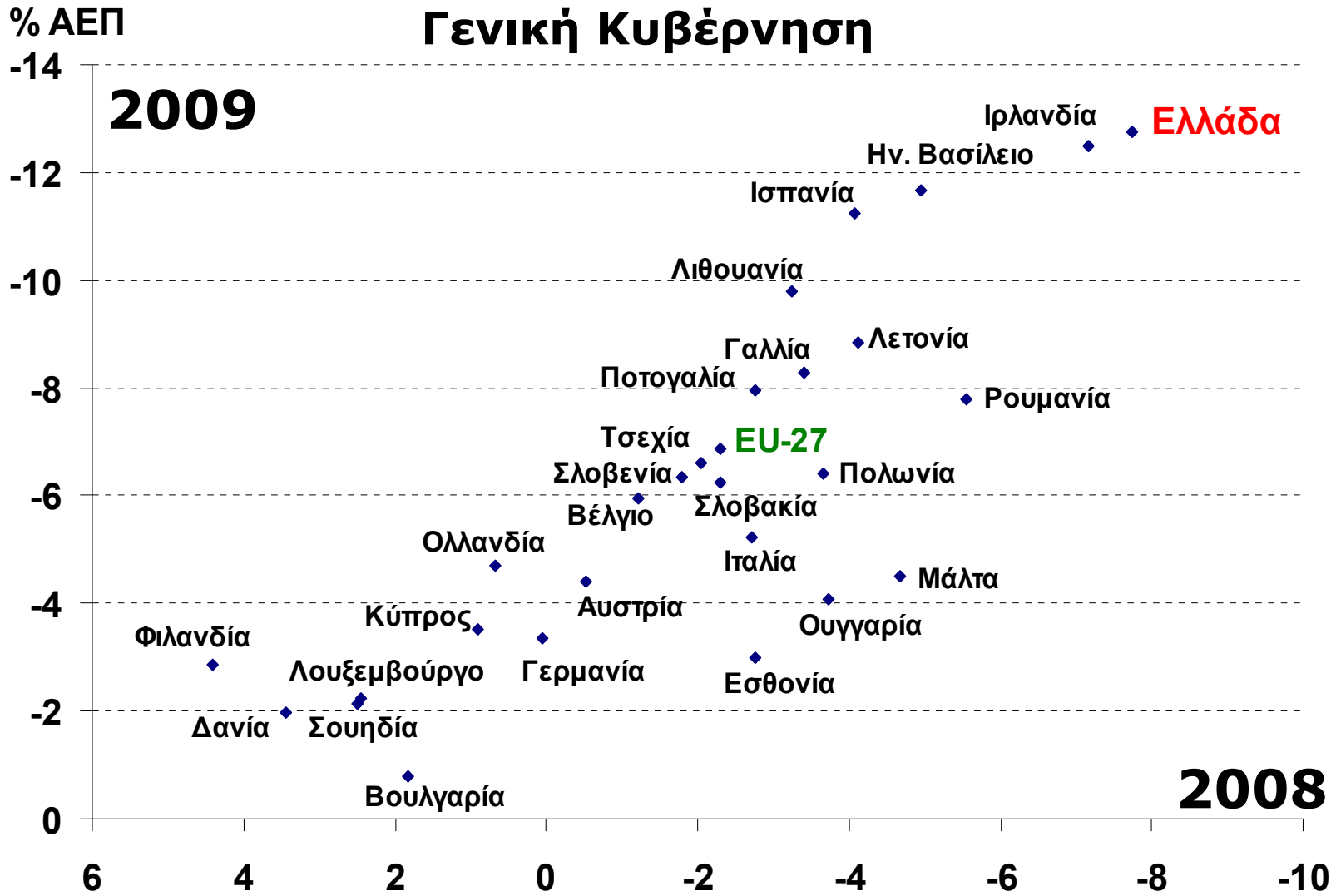


II.3 Τελειώνει η κρίση; Άνοδος των NPLs

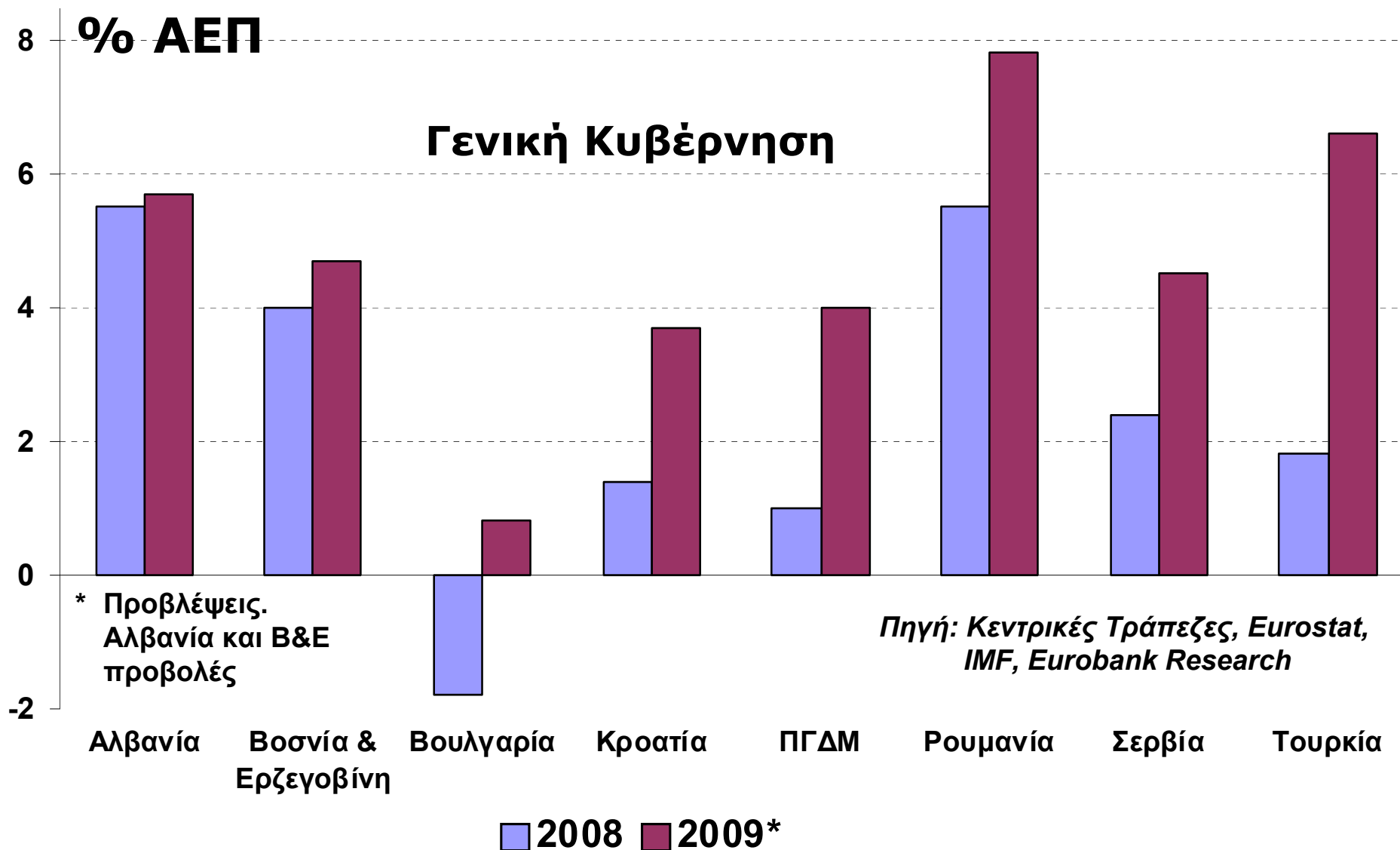


* Κροατία, ΠΓΔΜ: Ιουν 09 / Σερβία: Αυγ 09
Ελλάδα: Ιουν 08 - Ιουν 09

II.3 Τελιώνει η κρίση; Βαριά η κληρονομιά των Δημοσιονομικών ελλειμμάτων



II.3 Δημοσιονομικά ελλείμματα και στην ΝΑ Ευρώπη



Πραγματικό ΑΕΠ

	2008	2009f	2010f
ΗΠΑ	0.4	-2.4	2.8
Ευρωζώνη	0.6	-3.8	1.5
Ιαπωνία	-0.7	-5.5	1.4
Κίνα	9.0	8.5	9.5
Βραζιλία	5.1	0.0	4.0
Ρωσία	5.6	-7.5	3.0
Ινδία	7.5	6.5	7.5
Ελλάδα	2,0	-1,3	-0,5
Βουλγαρία	6,0	-5,9	-1,1
Πολωνία	5,0	1,3	2,0
Ρουμανία	6,2	-7,5	0,5
Σερβία	5,5	-3,5	1,5
Τουρκία	0,9	-5,5	3,0

- ✓ Η ανάκαμψη είναι συνάρτηση της συνεχιζόμενης στήριξης από κυβερνήσεις και κεντρικές τράπεζες
- ✓ Η ΕΚΤ πιο περιοριστική από τη Fed
- ✓ Αποφύγαμε μια επανάληψη της δεκαετίας του 1930, αλλά μεταφέραμε κόστος στο μέλλον

II.4 Χαμηλότερη η μελλοντική παγκόσμια οικονομική ανάπτυξη

1 Υψηλότερα πραγματικά επιτόκια

- ✓ Τα ασφάλιστρα κινδύνου θα παραμείνουν αυξημένα
- ✓ Αύξηση του κόστους διαμεσολάβησης λόγω υψηλής ζήτησης από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα για νέα κεφάλαια
- ✓ Η αύξηση του δημοσίου χρέους διεθνώς έχει ως συνέπεια την αύξηση του ανταγωνισμού με τον ιδιωτικό τομέα για προσέλκυση πόρων
- ✓ Η επεκτατική νομισματική πολιτική που ακολουθούν οι κεντρικές τράπεζες κάποια στιγμή θα αποσυρθεί όταν γίνει σαφές ότι οι οικονομίες ανακάμπτουν

2. Τα επόμενα χρόνια οι κυβερνήσεις θα ασκήσουν **περιοριστική δημοσιονομική πολιτική**, ώστε το σημερινό υψηλό δημόσιο χρέος να περιοριστεί

3. Αναμένεται αποκατάσταση των παγκόσμιων ανισορροπιών: Ο Αμερικανός καταναλωτής είναι αναγκασμένος να μειώσει τη μόχλευσή του και να **αυξήσει την αποταμίευση** ⇒ μείωση των εξαγωγών προς τις ΗΠΑ

- ✓ Ο κινέζος καταναλωτής δεν είναι ακόμα έτοιμος να τον αναπληρώσει
- ✓ Η Ινδία παραμένει μια κλειστή οικονομία
- ✓ Η Ευρώπη εξαρτάται από τις εξαγωγές

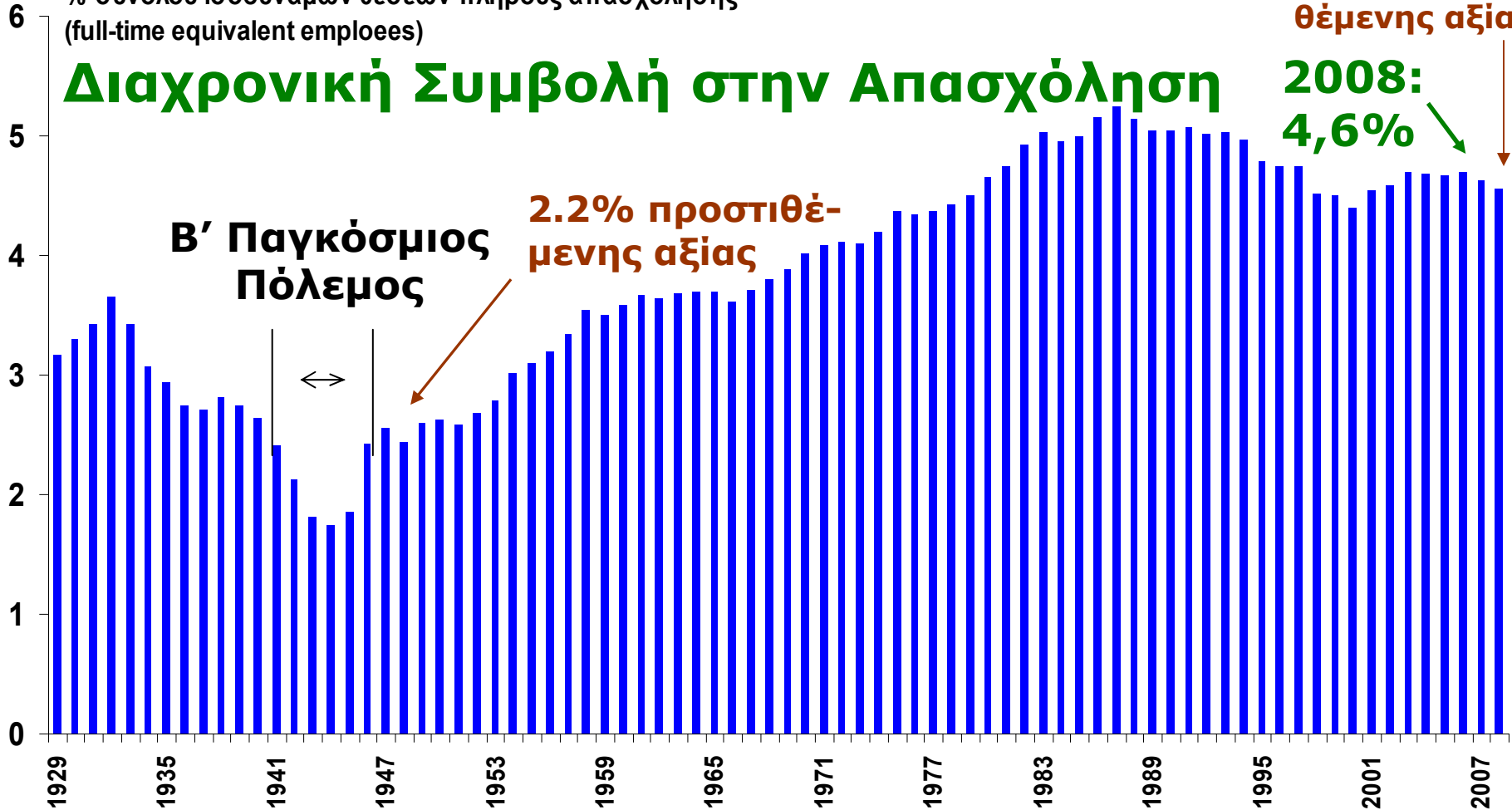
III.

ΤΟ ΜΕΛΛΟΝ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ

III. Θα πληγεί ο αναπτυσσόμενος χρηματοοικονομικός τομέας ?

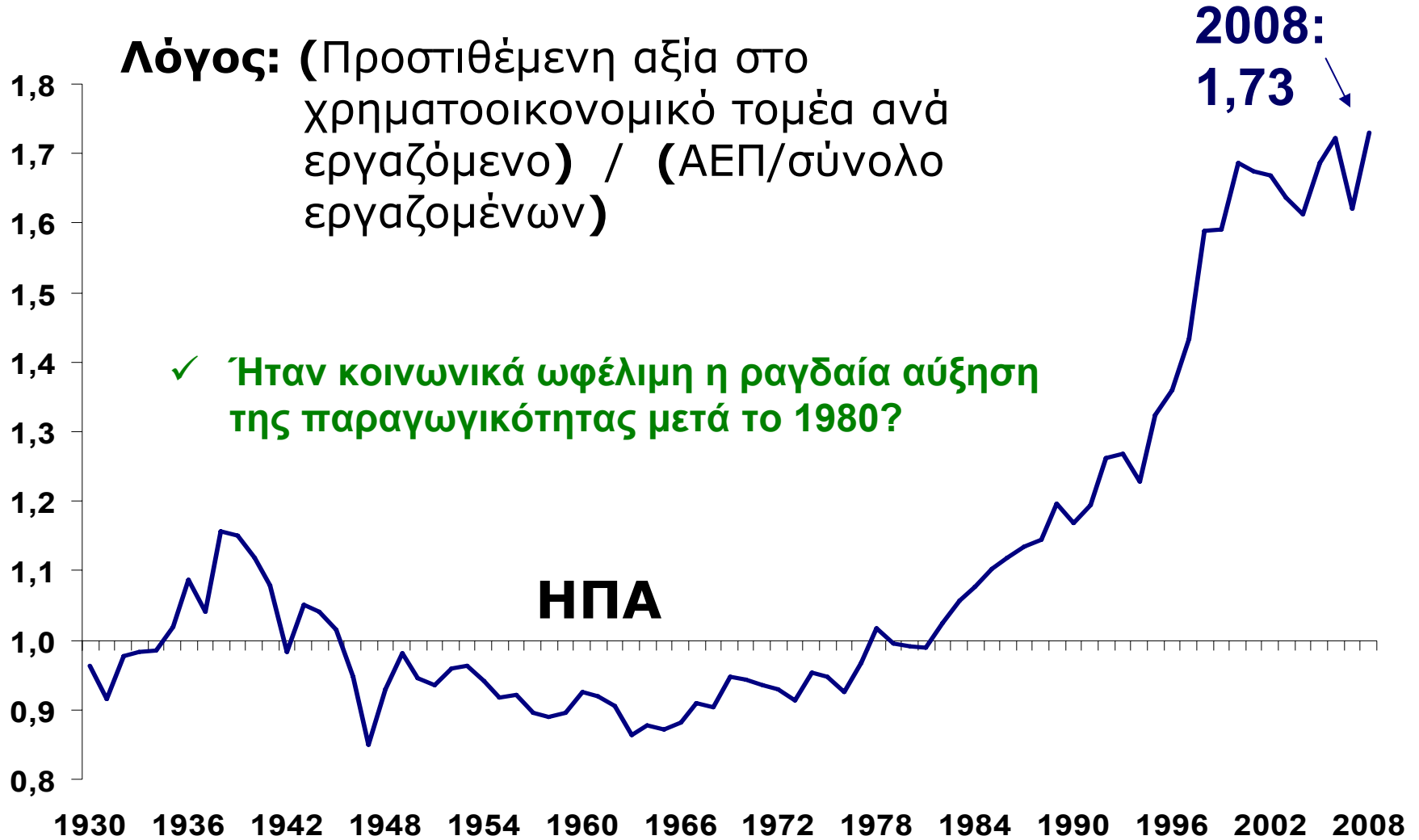
% συνόλου ισοδύναμων θέσεων πλήρους απασχόλησης
(full-time equivalent employees)

Διαχρονική Συμβολή στην Απασχόληση



■ Ισοδύναμες θέσεις πλήρους απασχόλησης στο χρημ/κό & ασφαλιστικό τομέα

III. Η παραγωγικότητα στον χρηματοοικονομικό τομέα αυξήθηκε με ταχύτερους ρυθμούς από το 1980



III. Έρχονται αλλαγές που θα επηρεάσουν τα ΧΙ

- ✓ Διεθνής Οικονομία: Χαμηλότεροι ρυθμοί ανάπτυξης
- ✓ Διεθνής Πολιτική: Η κρίση επισπεύδει τη μετατόπιση του κέντρου βάρους προς την Ασία
- ✓ Διεθνής Εποπτεία: Περισσότερο περιοριστική, με το Financial Stability Board να έχει την πρωτοκαθεδρία και τους G-20 να οριοθετούν τους κανόνες. Μεγαλύτερος ρόλος και στο ΔΝΤ.
- ✓ Η Ευρώπη προσαρμόζεται πιο γρήγορα, με τις τρεις νέες πανευρωπαϊκές ρυθμιστικές αρχές (για 1. τράπεζες, 2. Ασφαλιστικές εταιρείες και συνταξιοδοτικά ταμεία, 3. Αγορές), οι οποίες θα επικεντρωθούν στο συστημικό κίνδυνο
- ✓ Οι ΗΠΑ έχουν κατακερματισμένη εποπτεία και οικονομικά πανίσχυρο χρηματοοικονομικό τομέα. Η **Wall Street** αντιδρά έντονα σε πιθανούς περιορισμούς του εποπτικού πλαισίου.

- ✓ Η ανάγκη για χρηματοοικονομική διαμεσολάβηση θα συνεχίσει να υπάρχει
- ✓ Το ζητούμενο είναι να έχουμε ένα πιο σταθερό χρηματοοικονομικό σύστημα

Πού αναμένεται να δούμε αλλαγές:

- ✓ Περιορισμοί στη μόχλευση και κανόνες ελάχιστης ρευστότητας
- ✓ Κανόνες διαφάνειας και κοινά παγκόσμια λογιστικά πρότυπα
- ✓ Περιοριστικοί κανόνες στο μέγεθος των ΧΙ, αλλά όχι τύπου Glass-Steagall, κυρίως μέσω κεφαλαιακής επιβάρυνσης
- ✓ Εποπτεία από τη χώρα υποδοχής του ΧΙ και όχι τη χώρα προέλευσης του ΧΙ
- ✓ Κεφαλαιακή επάρκεια ως συνάρτηση του οικονομικού κύκλου ή της πιστωτικής επέκτασης
 - ❖ Ισπανία, Πορτογαλία, Ινδία είχαν τέτοιους κανόνες πριν έρθει η κρίση
 - ❖ **Οι κανόνες της Βασιλείας λειτουργούν ανάποδα:** Σε περιόδους οικονομικής ευεξίας, όταν οι αγορές είναι αισιόδοξες, οι τιμές ανεβαίνουν και τα ασφάλιστρα κινδύνου πέφτουν, οι κεφαλαιακές απαιτήσεις αυτόματα μειώνονται
 - ❖ Οι κανόνες της Βασιλείας έδωσαν την ευχέρεια στους ισχυρούς να αποφύγουν την κεφαλαιακή επιβάρυνση, αφού χρησιμοποιούσαν τα δικά τους μοντέλα
 - ❖ Είναι σημαντικό να τονιστεί η ανάγκη κανόνων και όχι τόσο διακριτικής ευχέρειας των εποπτικών αρχών. Διότι στην εποχή ανόδου της οικονομικής δραστηριότητας, θα υπάρχει πολιτική πίεση για ελαφρύνσεις, όχι περιορισμούς
 - ❖ **Το κεφάλαιο κοστίζει**, λύση τα **ομόλογα μετατρέψιμα σε μετοχές** αν χτυπήσει κρίση

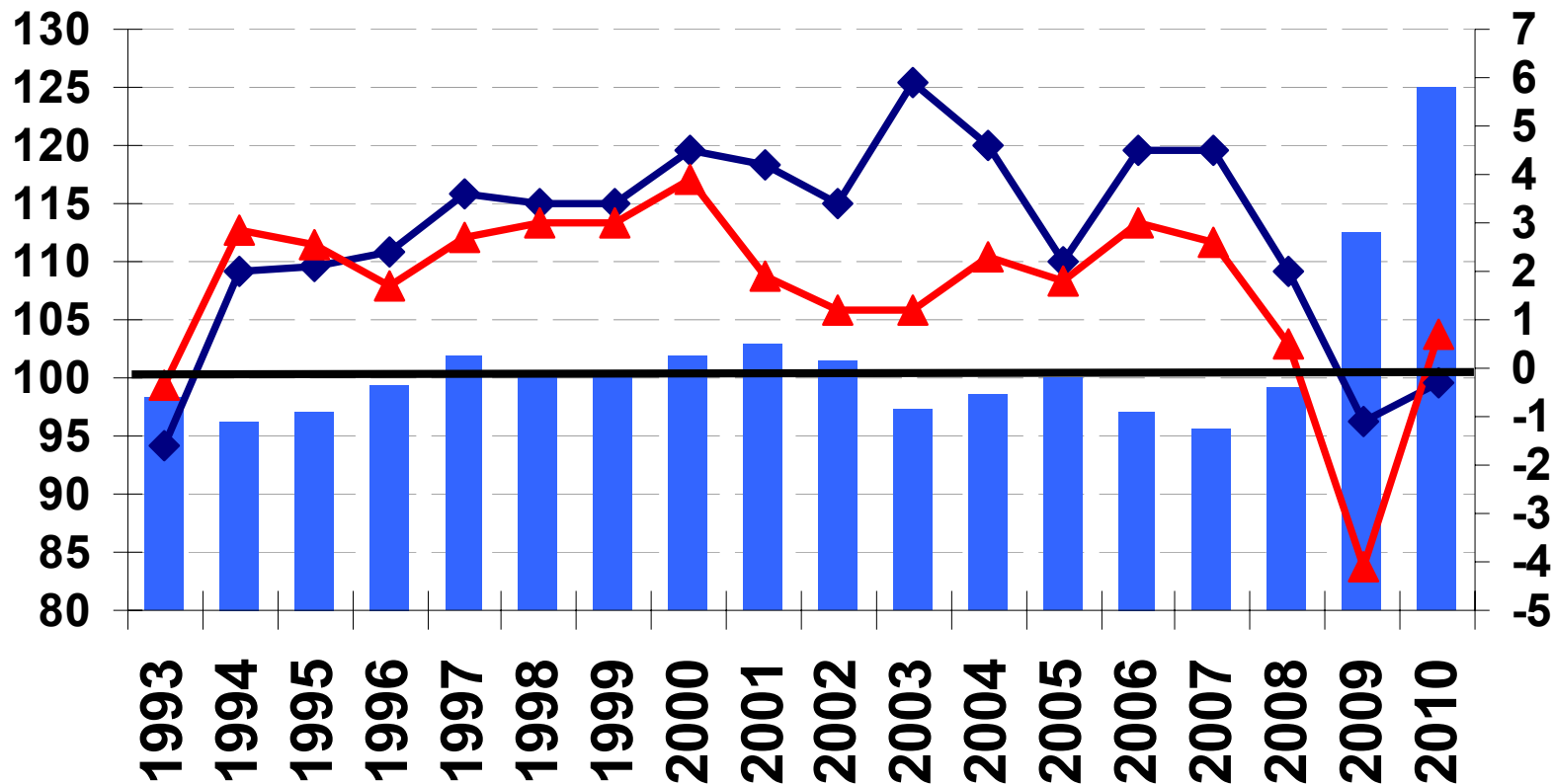
IV. Η ΕΛΛΑΔΑ ΣΕ ΣΤΕΝΩΠΟ ΔΙΑΡΚΕΙΑΣ



Σκίτσο του Ηλία Μακρή.

- 1) ΔΥΣΚΟΛΗ Η ΣΥΓΚΥΡΙΑ
- 2) ΜΕΓΑΛΕΣ ΟΙ ΑΝΙΣΟΡΡΟΠΙΕΣ

IV.1 Δεν μειώσαμε το χρέος την εποχή της μεγάλης ανάπτυξης ...



- Ελλάδα Δημόσιο Χρέος (% ΑΕΠ), αριστερός άξονας
- ◆ Ελλάδα Πραγματικό ΑΕΠ (% μεταβολή), δεξιός άξονας
- ▲ ΕΕ-15 Πραγματικό ΑΕΠ (% μεταβολή), δεξιός άξονας

Πηγή: Eurostat

IV.1 ... και εκτροχιάσαμε τα δημοσιο- νομικά το 2009 – Οι απόψεις της ΕΕ

Πως φτάσαμε στο τελικό έλλειμμα 2009

**Επίπτωση
στο έλλειμμα
(% ΑΕΠ)**

**Έλλειμμα
2009
(% ΑΕΠ)**

Initial target in the 2009 budget law

2,0

January 2009 update of the Stability programme

3,7

Base year effect

1,4

Automatic stabilisers

1,5

One-off expenditure

1,5

Impact of revenue enhancing measures

- 1,0

Impact of expenditure restraining measures

- 0,3

Revenue shortfalls

3,5

Expenditure overruns

2,2

Difference in swaps

0,2

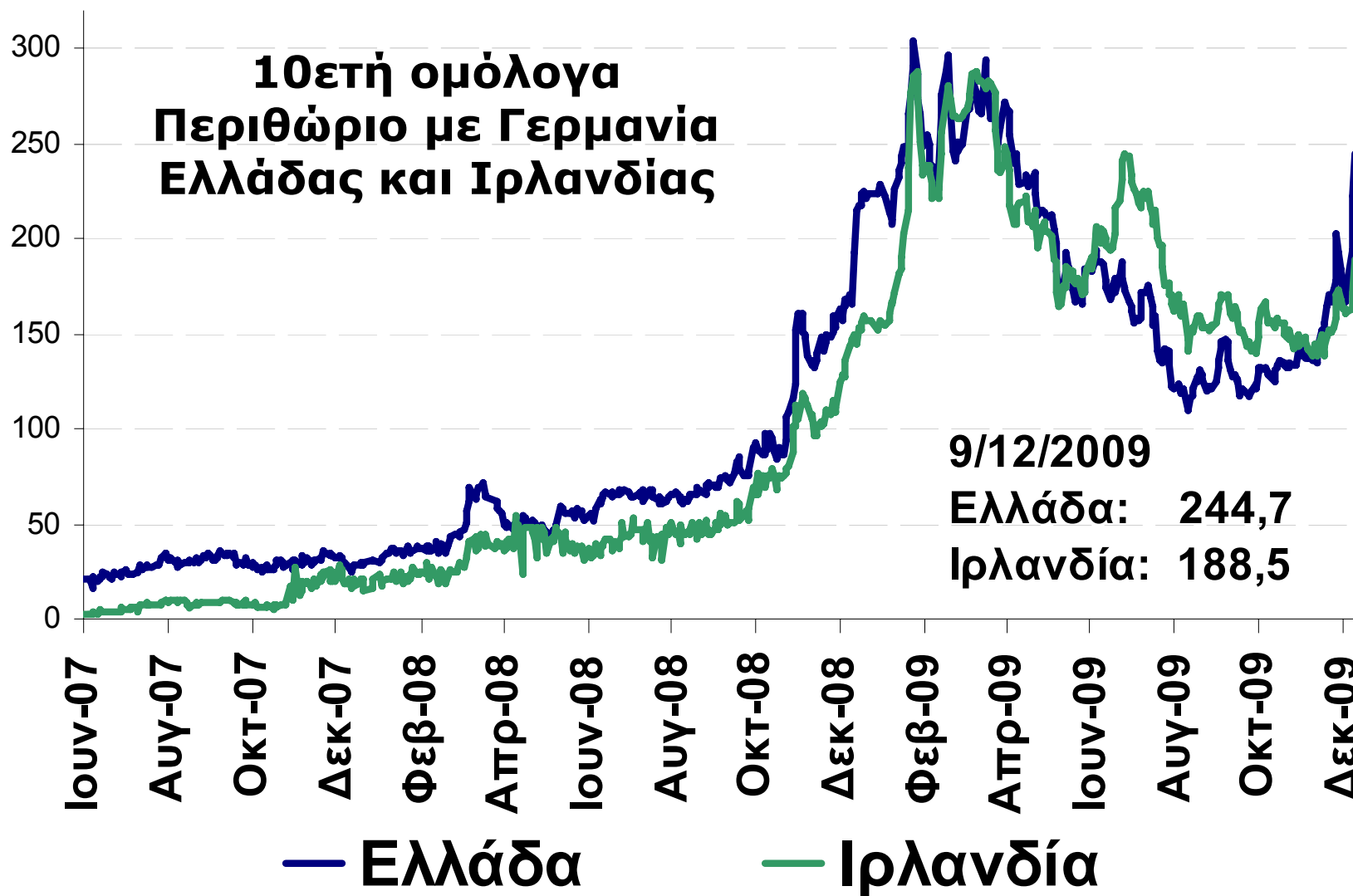
Autumn 2009 Commission forecast

12,7

← **ΕΕ: «Κύριοι, δεν
φταίει η κρίση»**

Το + συμβολίζει αυξητική επίδραση στο έλλειμμα και το - μειωτική.
Αναθεωρήσεις, Διορθώσεις και Αποκλίσεις από το Πρόγραμμα
Σταθερότητας και Ανάπτυξης του Ιανουαρίου 2009.

IV.1 Δυσχερείς οι όροι δανεισμού του ελληνικού Δημοσίου



Πηγή: ECOWIN

IV.1 Πως μας βλέπουν σήμερα οι αξιολογικοί οίκοι, 10/12/2009

Greece's sovereign credit rating (foreign currency LT debt)

Moody's	Standard & Poor's	Fitch
Aaa	AAA	AAA
Aa1	AA+	AA+
Aa2	AA	AA
Aa3	AA-	AA-
A1 (outlook : negative)	A+	A+
A2	A	A
A3	A- (outlook : negative)	A-
Baa1	BBB+	BBB+(outlook: negative)
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	CC
Caa3	CCC-	C
Ca	CC	D
C	C	
WR	D	
	NR	

Note: Investment grades above dotted line; non-investment grades below dotted line

IV.1 Η σχετική μας κατάταξη με βάση την αξιολόγηση της Fitch, 10/12/2009

Αυστρία	AAA
Ην. Βασίλειο	AAA
Σουηδία	AAA
Δανία	AAA
Φινλανδία	AAA
Γαλλία	AAA
Γερμανία	AAA
Λουξεμβούργο	AAA
Ολλανδία	AAA
Ισπανία	AAA
Βέλγιο	AA+
Πορτογαλία	AA
Σλοβενία	AA
Κύπρος	AA-
Ιρλανδία	AA-
Ιταλία	AA-

Τσεχία	A+
Μάλτα	A+
Σλοβακία	A+
Πολωνία	A-
Ελλάδα	BBB+
Εσθονία	BBB+
Ουγγαρία	BBB
Λιθουανία	BBB
Βουλγαρία	BBB-
Λετονία	BB+
Ρουμανία	BB+
Ρωσία	BBB
Τουρκία	BB+
Σερβία	BB-
Ουκρανία	B-

	S&P	MOODY'S	FITCH
2009	A-	A1	BBB+
2008	A	A1	A
2007	A	A1	A
2006	A	A1	A
2005	A	A1	A
2004	A	A1	A
2003	A+	A1	A+
2002	A	A1	A
2001	A	A2	A
2000	A-	A2	A-
1999	A-	A2	BBB+
1998	BBB	Baa1	BBB
1997	BBB-	Baa1	BBB
1996	BBB-	Baa1	BBB-
1995	BBB-	Baa3	BBB-
1994	BBB-	Baa3	
1993	BBB-		
1992	BBB-		

Συνεχής αναβάθμιση
1994-2003:

BBB- → A+

Πρώτη πτώση το
2004

Το 2009 υποβάθμιση
από FITCH (-2
βαθμίδες) και S&P (-1
βαθμίδα) και negative
outlook από
MOODY'S και S&P.

Πηγή: Bloomberg

IV.1 Από την ανακοίνωση της FitchRatings που συνόδευσε την υποβάθμιση στις 8/12/2009 ...

- ✓ «Η υποβάθμιση αντικατοπτρίζει τους φόβους για τη μεσοπρόθεσμη δημοσιονομική κατάσταση και την ισχνή αξιοπιστία των δημοσιονομικών θεσμών και του πλαισίου πολιτικής στην Ελλάδα, τα οποία εντείνονται από την αβεβαιότητα της μελλοντικής οικονομικής ανάκαμψης»
- ✓ «Η Ελλάδα έδωσε δείγματα γραφής με την αποτυχία της να μειώσει το λόγο Χρέους /ΑΕΠ την περίοδο 2003-2008 παρά τους τότε υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, καθώς και με το ξεχείλωμα των δημοσιονομικών μεγεθών το 2009»
- ✓ «Αν και είναι πιθανό ότι θα παρθούν μέτρα που θα αποσοβήσουν τον κίνδυνο προστίμων από την ΕΕ, το χρέος αναμένεται να ανεβεί πρώτα στο 130% του ΑΕΠ πριν σταθεροποιηθεί» Στο 120% το 2010, στο 125% το 2011.
- ✓ «Η Fitch δεν πείθεται ότι τα μελλοντικά μέτρα για τη μεταρρύθμιση του ασφαλιστικού και τη μείωση των δαπανών θα είναι ικανά να περιορίσουν το χρέος μεσοπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα»
- ✓ «Η επιδείνωση του δημοσιονομικού ελλείμματος σε σχέση τα σημερινά σχέδια συνεπάγεται πιθανή περαιτέρω υποβάθμιση, ενώ η εμφάνιση μιας πιο επιθετικής προσαρμογής και συνεπούς εφαρμογής της, ίσως μεταβάλλουν το outlook από αρνητικό σε σταθερό»
- ✓ «Τα θετικά που στηρίζουν τη σημερινή βαθμολόγηση της Ελλάδας:
 - ❖ Υψηλό εισόδημα των νοικοκυριών
 - ❖ Σταθερό τραπεζικό σύστημα που άντεξε στην κρίση
 - ❖ Μέση λήξη του χρέους παραμένει στα 8 χρόνια παρά το βραχυχρόνιο δανεισμό του 2009, που σημαίνει μικρή έκθεση στη μεταβολή των επιτοκίων»

IV.1 Επιπλέον θετικά σημεία στη σημερινή συγκυρία

- ✓ Βελτιώνεται η οικονομική συγκυρία:
 - ❖ Θετική πιστωτική επέκταση στην Ελλάδα (Οκτ. 5,9% ytd)
 - ❖ Άνοδος δεικτών καταναλωτικής και επιχειρηματικής εμπιστοσύνης
 - ❖ Εισαγωγές μειώνονται πιο πολύ από τις εξαγωγές
 - ❖ Τουρισμός & Ναυτιλία πιθανόν να ανακάμψουν το 2010
 - ❖ Χρηματοδότηση χρέους το 2010 κατά 15 δις λιγότερη
- ✓ Ξεκινούν οι Διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις στο Υπ. Οικονομίας:
 - ❖ Πάγωμα προσλήψεων στο Δημόσιο το 2010
 - ❖ Ενιαία Αρχή Πληρωμών
 - ❖ Κατάρτιση από το 2011 τριετούς προϋπολογισμού
 - ❖ Ανεξαρτησία Στατιστικής Υπηρεσίας
- ✓ Η αναμενόμενη εποπτεία από την ΕΕ θα επιφέρει πειθαρχία
- ✓ Εμπεδώνεται η πολιτική αντίληψη της κρισιμότητας των δημοσιονομικών
- ✓ Ξεδιπλώνεται σταδιακά όλη η γκάμα των ανοικτών ζητημάτων (ασφαλιστικό, πράσινη ανάπτυξη, ΑΣΕΠ, κλειστά επαγγέλματα, κλπ.)

IV.2 Μπορούμε να περιορίσουμε τα ελλείμματα; Σύγκριση 2010 με 2008

	εκατ. €	2008	2010	% Δ
Ονομαστικό ΑΕΠ		239.141	244.233	2,1
Συνολικές Δαπάνες		71.266	80.096	12,4
Συνολικά Έσοδα		56.698	57.560	1,5
Έλλειμμα Κεντρικής Κυβέρνησης		-14.568	-22.536	54,7
Δαπάνες Τ.Π.	εκατ. €	61.642	69.796	13,2
Τόκοι		11.207	12.950	15,5
Πρωτογενείς Δαπάνες		50.435	56.846	12,7
Αποδοχές και Συντάξεις		22.871	26.213	14,6
Ασφάλιση, Περίθαψη & Κοιν. Προστασία		13.447	15.555	15,7
Λειτουργικές Δαπάνες		8.783	9.513	8,3
Αποδιδόμενοι Πόροι, κ.α.		5.334	5.565	4,3

Πηγή: Προϋπολογισμός 2010

IV.2 Μακροχρόνια Δημοσιονομική Ανισορροπία: Γήρανση του πληθυσμού ⇒ Ελλείμματα και Χρέος

	2007	2035	2060
Συνταξιοδοτικές Δαπάνες (% ΑΕΠ)	11,7	19,4	24,1
Δαπάνες Υγείας (% ΑΕΠ)	5,0	5,9	6,4
Δαπάνες Μακροχρόνιας Φροντίδας (% ΑΕΠ)	1,4	2,2	3,6
Δαπάνες Εκπαίδευσης (% ΑΕΠ)	3,7	3,4	3,7
Σύνολο (% ΑΕΠ)	21,8	30,9	37,8
Λόγος Συνταξιούχων προς Εργαζόμενους (%)*	57	78	102

* Αριθμός συνταξιούχων προς αριθμό εργαζομένων που πληρώνουν εισφορές σε δημόσια ασφαλιστικά ταμεία

IV.2 Δεύτερο μεγάλο έλλειμμα: Ανταγωνιστικότητα

- **Παγκόσμια Τράπεζα:**
Το 2009 η Ελλάδα 109η σε σύνολο 183 χωρών στην ευκολία άσκησης επιχειρηματικής δραστηριότητας

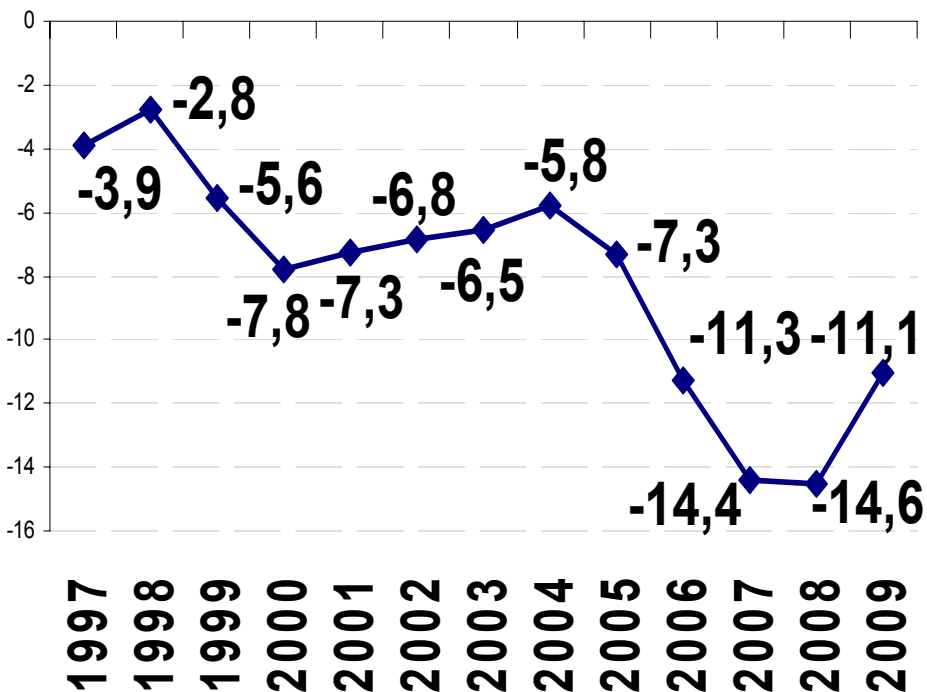
	Θέση	Έναρξη Επιχείρησης (ημέρες)	Δυσκολία Πρόσληψης (0-100)	Προστασία Επενδύτων (0-10)	Εξαγωγή Προϊόντος (ημέρες)	Πληρωμή Φόρων (ώρες)
Ελλάδα	109	19	44	3,3	20	224
ΟΟΣΑ		13	26,4	5,8	10,5	194.1
Πορτογαλία	48	6	33	6	16	328
Τσεχία	74	15	33	5	17	613
Τουρκία	73	6	44	5,7	14	223
Βουλγαρία	44	18	17	6	23	616
Ρουμανία	55	10	67	6	12	202

Πηγή: Ease of doing business 2010

IV.2 Προφανής η εκδήλωση του ελλείμματος ανταγωνιστικότητας στην οικονομία

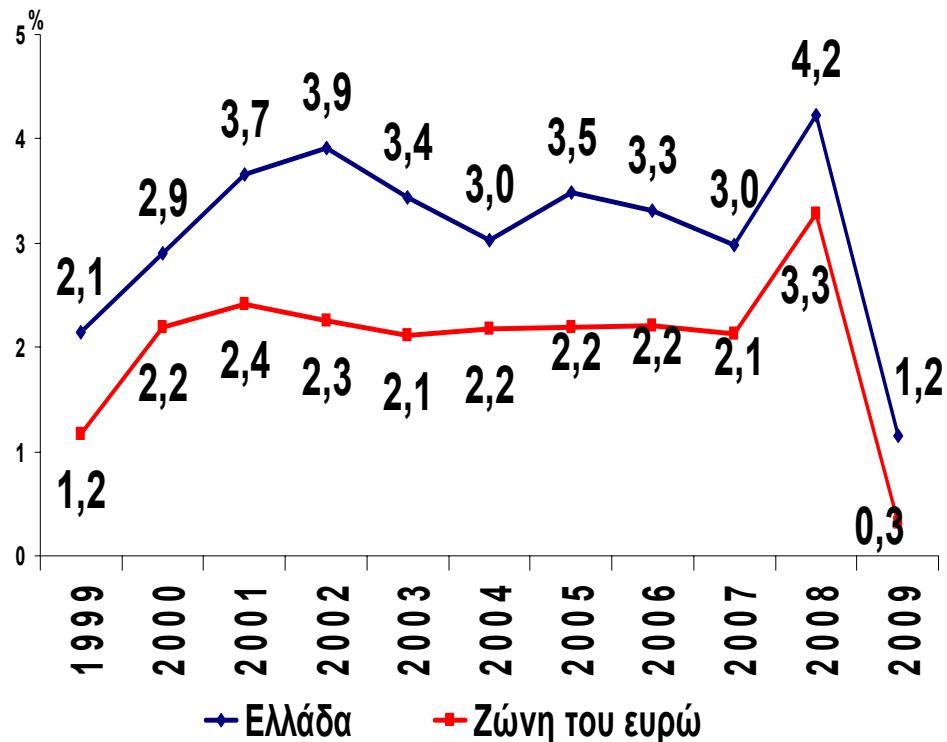
Έλλειμμα Τρεχουσών Συναλλαγών

% ΑΕΠ



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος

Πληθωρισμός



Πηγή: European Commission

IV.2 Οικονομία με δανεικά: Η τρομακτική αύξηση του εξωτερικού χρέους



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος

- ✓ Τα τελευταία χρόνια για να διατηρήσουμε το βιοτικό μας επίπεδο, «πουλήσαμε» μια πόλη του μεγέθους της Θεσσαλονίκης

V. Συμπέρασμα

- ✓ Τα χειρότερα της κρίσης έχουν παρέλθει ...
- ✓ ... αλλά η ανάκαμψη των οικονομιών είναι εύθραυστη
- ✓ Οι κεντρικές τράπεζες εξακολουθούν να παρέχουν φτηνή ρευστότητα
- ✓ Οι χώρες έχουν επιβαρύνει το δημόσιο χρέος τους
- ✓ Η ραγδαία μετάδοση της κρίσης των στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης σε όλο τον χρηματοοικονομικό χώρο διδάσκει για τις ατέλειες του εποπτικού πλαισίου
- ✓ Η επέκταση της κρίσης σε όλες τις οικονομίες διδάσκει για τη μεγάλη συσχέτιση των οικονομιών, που φέρνει η παγκοσμιοποίηση
- ✓ Αναμένουμε χαμηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης στο μέλλον
- ✓ Αναμένεται μια πιο αποτελεσματική εποπτεία, που να επικεντρώνεται στον συστημικό κίνδυνο, τον κίνδυνο ως συνάρτηση του οικονομικού κύκλου αλλά και του μεγέθους των ΧΙ
- ✓ Η διεθνής ύφεση έφερε στο φως την επίπλαστη ανάπτυξη των τελευταίων ετών στην Ελλάδα, που βασιζόταν στη μεγαλύτερη αύξηση της ζήτησης από την εγχώρια παραγωγή και την αύξηση του εξωτερικού δανεισμού
- ✓ Οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις πρέπει να γίνουν στην Ελλάδα σε εποχή στασιμότητας διάρκειας
- ✓ Η κουλτούρα της κοινωνικής συναίνεσης αποτελεί μονόδρομο

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.



Economy & Markets:

A monthly publication on issues from the Greek and World economy.



Global Economic & Market Outlook:

A quarterly in-depth analysis of major market and economic trends across the globe with our detailed forecasts.