

Η Διεθνής Οικονομική Συγκυρία & ΟΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΗΣ στην Ελληνική Οικονομία

Γκίκας Α. Χαρδούβελης*

15 Απριλίου 2008

Παρουσίαση στο Ινστιτούτο «Κωνσταντίνος Καραμανλής»

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

ΔΟΜΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗΣ

Προοίμιο: Η ισχυρότερη πενταετία
των τελευταίων 40 ετών φτάνει στο τέλος της

I. Αύξηση διεθνούς πληθωρισμού

1. Πετρέλαιο, εμπορεύματα & πρώτες ύλες
2. Εισαγόμενη επίπτωση στην Ελλάδα

II. Παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση

1. Η σημερινή κρίση σε σχέση με το παρελθόν
2. Αύξηση κόστους χρήματος
3. Μείωση πλούτου
4. Μείωση διεθνούς οικονομικής δραστηριότητας
5. Εισαγόμενη επίπτωση στην Ελλάδα

III. Ανταγωνιστικότητα: Το ελληνικό μακροχρόνιο έλλειμμα, που δεν είναι εισαγόμενο

Υψηλοί παγκόσμιοι ρυθμοί ανάπτυξης ...

2003 – 2007: Πενταετία υψηλών ρυθμών ανάπτυξης,
ιδίως για τις αναδυόμενες οικονομίες

Ρυθμός Αύξησης Πραγματικού ΑΕΠ



... Ελαττώνονται οι ρυθμοί ανάπτυξης

➤ Αναθεώρηση ↓ προβλέψεων για το 2008

- ✓ **IMF** για παγκ. ανάπτυξη 10/2007: **4,8%**, 4/2008: **3,7%**
- ✓ **ΥΠΟΙΚΟ** για Ελλάδα: 10/2007: **4,0%**, 4/2008: **3,6%**

➤ Δύο οι κυριότεροι αρνητικοί διεθνείς παράγοντες:

- ✓ Άνοδος πληθωρισμού, προερχόμενη από τιμές πετρελαίου & πρώτων υλών
- ✓ Χρηματοοικονομική κρίση με αφετηρία τις ΗΠΑ

➤ Το δίλημμα των κεντρικών τραπεζών:

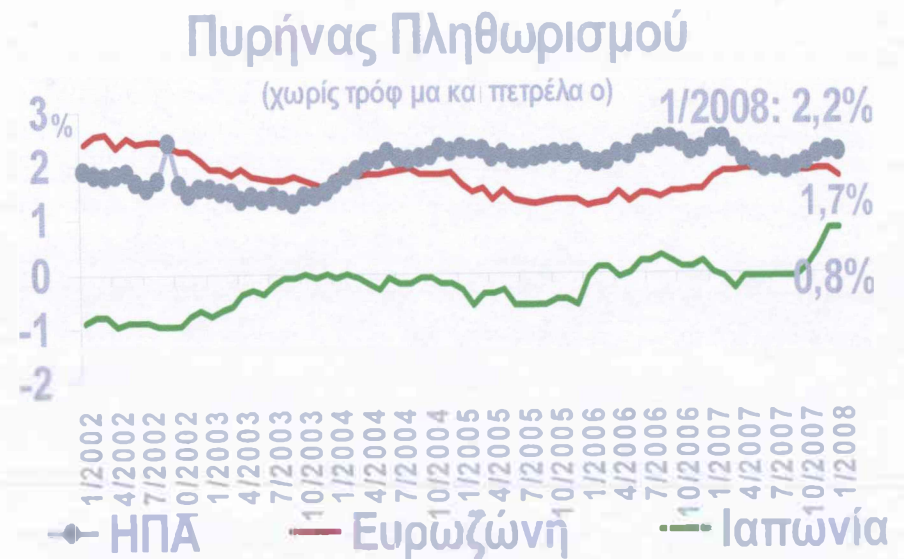
- ✓ Η καταπολέμηση του πληθωρισμού απαιτεί περιοριστική νομισματική πολιτική και άνοδο επιτοκίων παρέμβασης (και περιοριστική δημοσιονομική πολιτική)
- ✓ Η εκτόνωση της πιστωτικής κρίσης απαιτεί επεκτατική νομισματική πολιτική και πτώση επιτοκίων παρέμβασης (και επεκτατική δημοσιονομική πολιτική)

ΠΡΩΤΗ ΕΝΟΤΗΤΑ: ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ

- 1. Πετρέλαιο, Εμπορεύματα & Πρώτες Ύλες**
- 2. Εισαγόμενη επίπτωση στην Ελλάδα**

Ι. Διεθνής Πληθωρισμός

- Έντονες πληθωριστικές πιέσεις, ιδίως στις αναδυόμενες οικονομίες
- Σταθερός ο πυρήνας πληθωρισμού



I.1 Τιμές Πετρελαίου

- **2006 – 2007: Μέση τιμή πετρελαίου** ↑ (σε €) **+1,7%** (σε \$ +11%), **2007 – 2008: Αν** ισοτιμία \$1,37/€ → \$1,55/€ και τιμή πετρελαίου: \$72,2 → \$ 97 (+34%), τότε (σε €) η **αύξηση** θα είναι **18,8%**.
- Η πτώση του παγκόσμιου ρυθμού ανάπτυξης θα επιφέρει **πτώση** του **ρυθμού αύξησης της ζήτησης**, αλλά παραμένουν **σημαντικά προβλήματα** στη διαδικασία **διύλισης**.



Ι.1 Τιμές Τροφίμων & Πρώτων Υλών

- Αλματώδης αύξηση ζήτησης από Κίνα & άλλες αναδυόμενες οικονομίες
- Ειδικότερα στα αγροτικά προϊόντα, μεγάλη και η αύξηση ζήτησης για παραγωγή βιοκαυσίμων (40% της αύξησης του 2007)
- Καταστροφές από καιρικά φαινόμενα (ξηρασίες) προκάλεσαν προβλήματα στην παραγωγή το 2007.

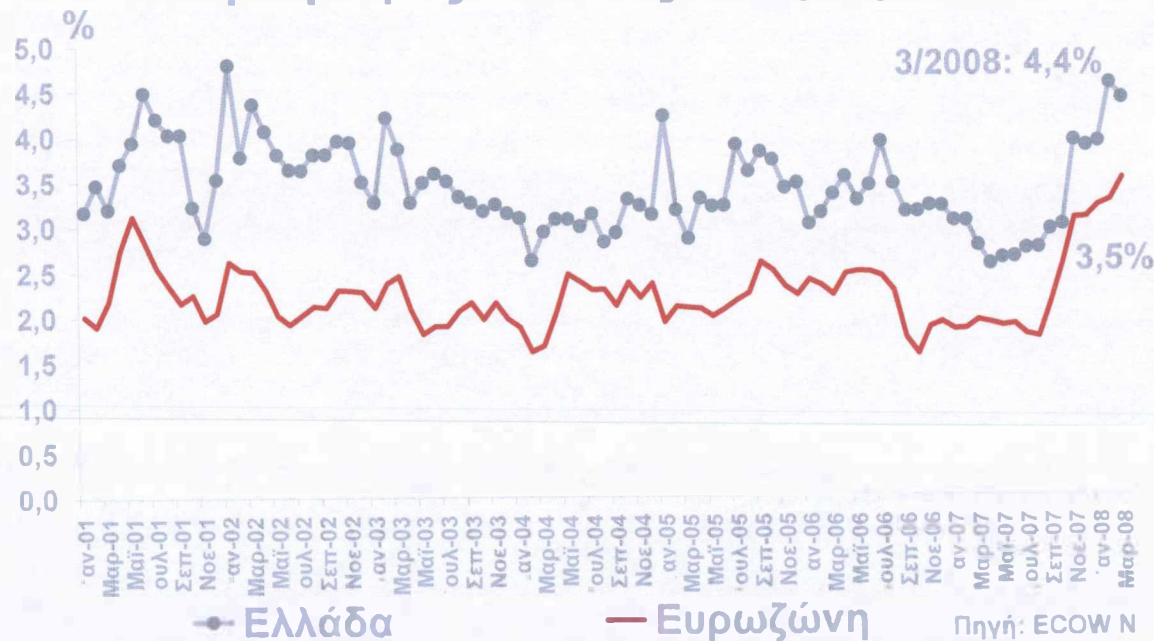
Βασικά Αγροτικά Προϊόντα



Ι.2. Επιπτώσεις στην Ελλάδα

- Πετρέλαιο, αύξηση σε € 19% → πληθωρισμός ↑ έως 1,2% → από 2,9% το 2007 στο 4,1% το 2008
- Ενεργειακή ένταση οικονομίας πολύ μεγαλύτερη από αυτή της Ευρωζώνης
- Εμπορεύματα, παλαιές αυξήσεις → σημερινή άνοδος τιμών εισαγόμενων προϊόντων

Πληθωρισμός Ελλάδας & Ευρωζώνης



Ενεργειακή ένταση της οικονομίας

(σταθερές τιμές 1995, κατανάλωση kg ισοδύναμα πετρελαίου ανά 1000€ ΑΕΠ)

	ΕΕ-13	Ελλάδα
1995	196,3	268,5
2005	183,4	236,5

ΔΕΥΤΕΡΗ ΕΝΟΤΗΤΑ: ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

- 1) Η σημερινή κρίση σε σχέση με το παρελθόν
- 2) Αύξηση κόστους χρήματος
- 3) Μείωση πλούτου
- 4) Μείωση διεθνούς οικονομικής δραστηριότητας
- 5) Εισαγόμενη επίπτωση στην Ελλάδα

II.1 Το ξεκίνημα της κρίσης ...

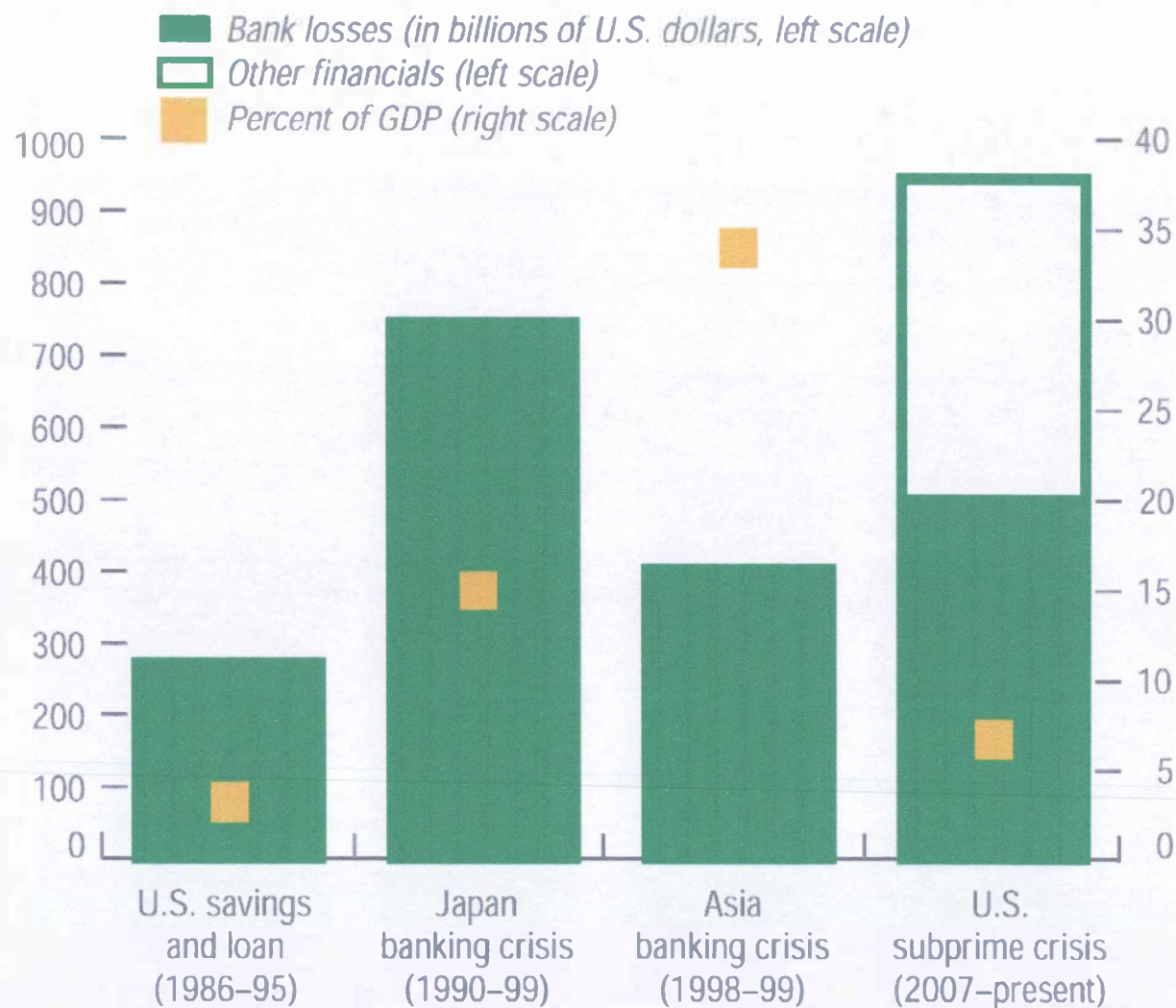
... Οφείλεται στη συνύπαρξη τριών παραγόντων:

- 1) Φούσκα στα ακίνητα σε πολλές περιοχές των ΗΠΑ και υπέρ-κατανάλωση (*mortgage equity withdrawal*)
- 2) Ραγδαία εξάπλωση στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου (*subprime*)
- 3) Μεταφορά ρίσκου από τους ισολογισμούς των τραπεζών στους επενδυτές μέσω τιτλοποιήσεων

- Σημερινή κρίση ιδιαίτερα προβληματική, αφού ξεκίνησε στη χώρα που παράγει το 25% του παγκόσμιου ΑΕΠ (2007)
- Η κρίση ξεκίνησε στον χρηματοοικονομικό χώρο

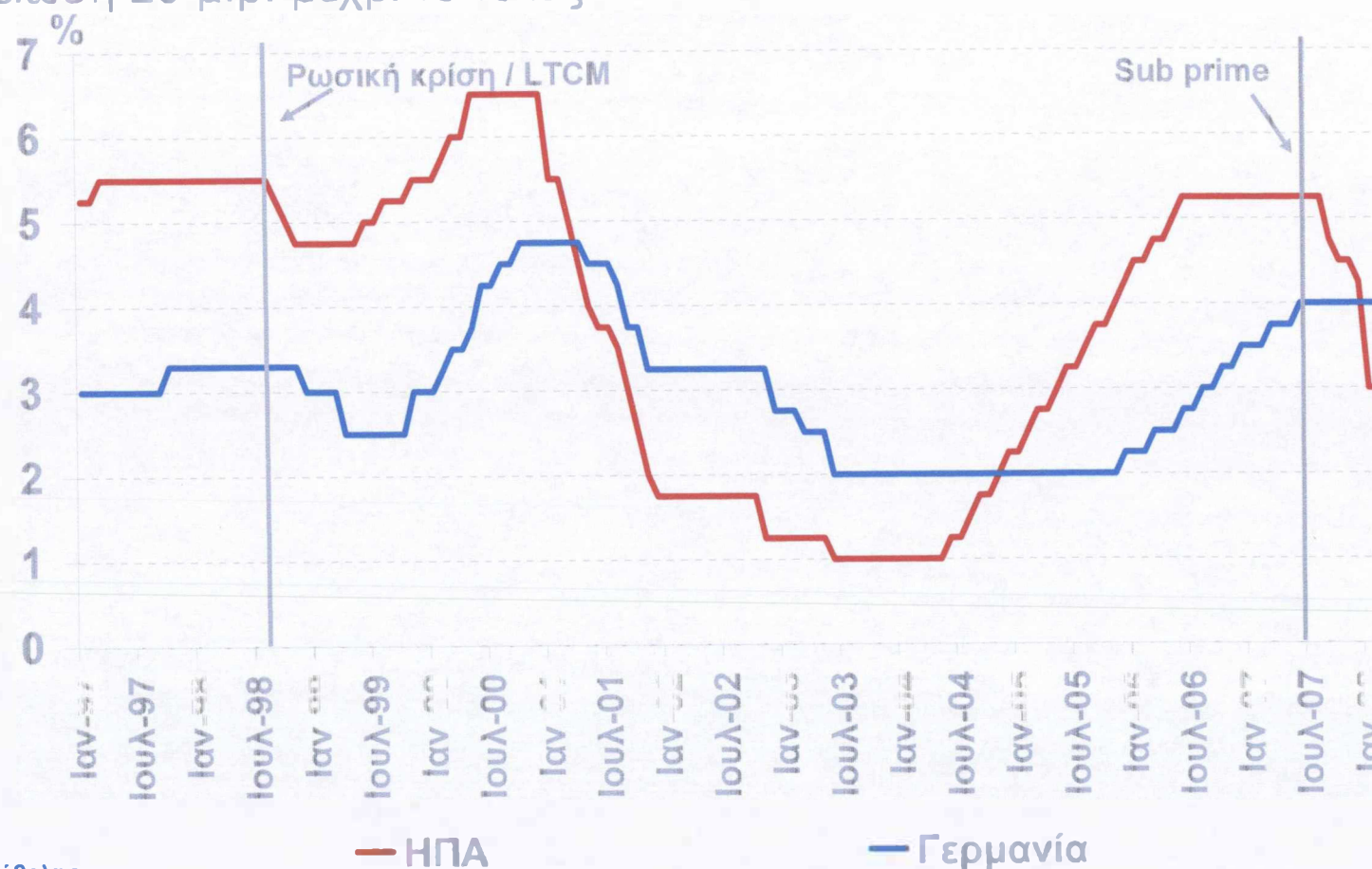
II.1 Η σημερινή κρίση ...

μεγαλύτερη από παρόμοιες κρίσεις του πρόσφατου παρελθόντος



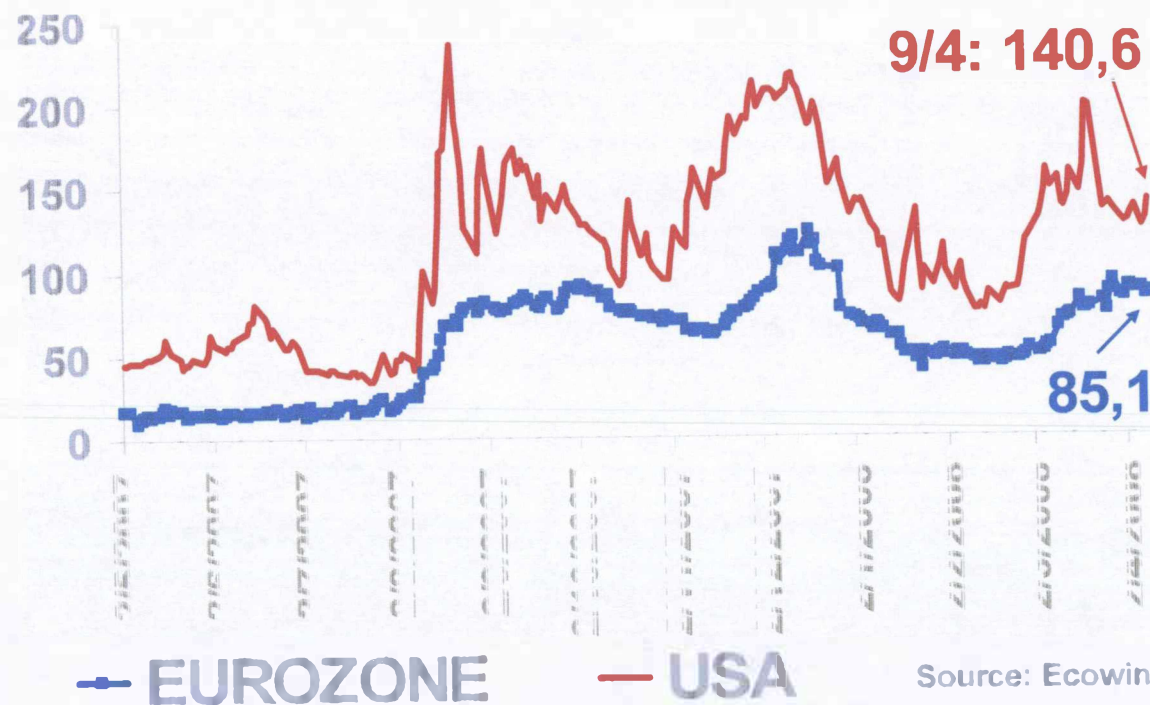
II.2 Επιπτώσεις στις Αγορές: Επιτόκια παρέμβασης

- ΗΠΑ: Επιθετική πολιτική μείωσης. Τα futures προεξοφλούν μείωση από το 2,25% στο 1,75% στο τέλος του 2008.
- ΕΕ: ΕΚΤ δίνει βάρος στον πληθωρισμό. Αγορές αναμένουν το πολύ μία μείωση 25 μ.β. μέχρι το τέλος του 2008.

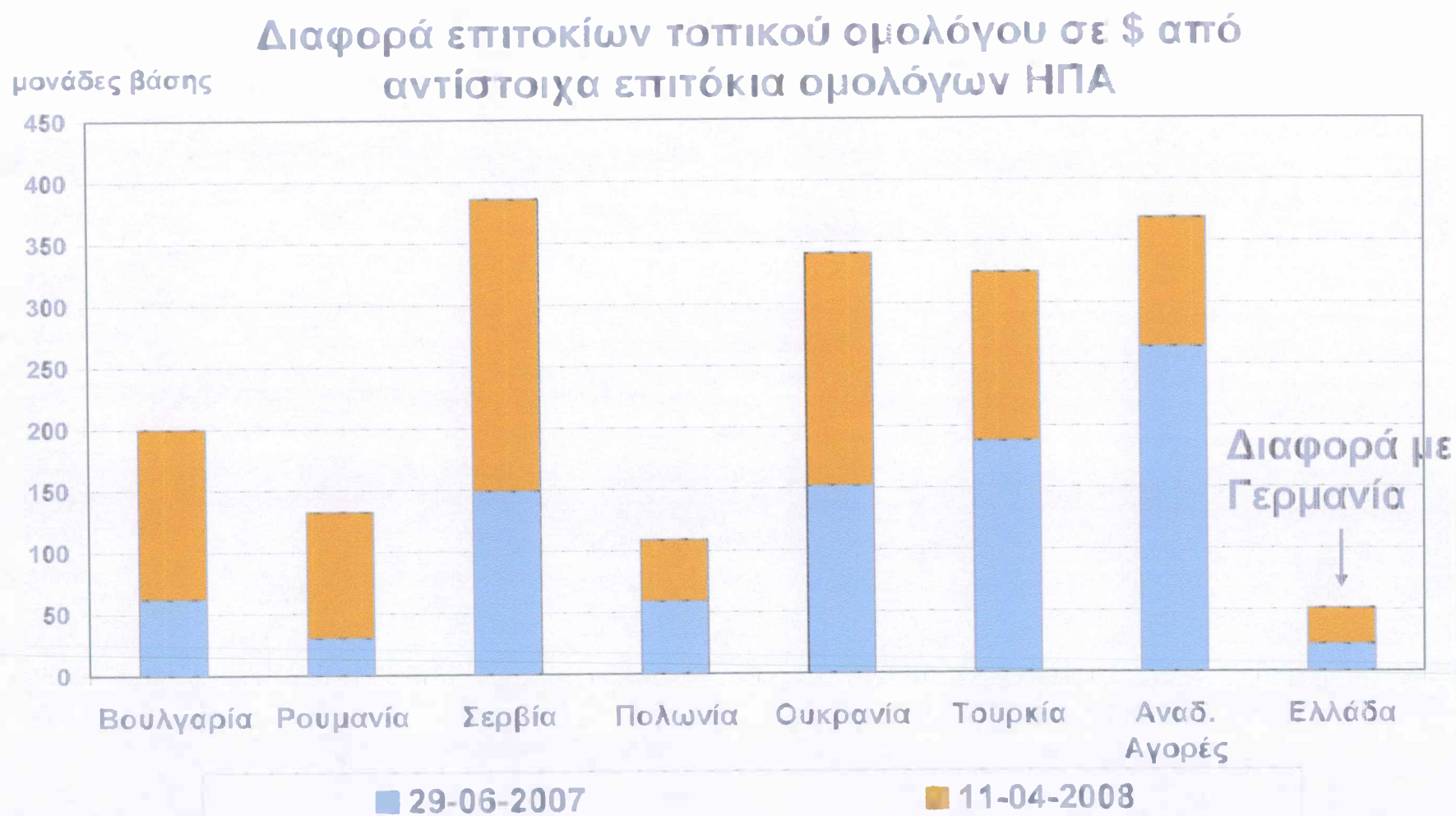


II.2 Αύξηση του κόστους χρήματος σε ΗΠΑ και Ευρωζώνη

- Σημαντικά αυξημένο ασφάλιστρο κινδύνου δείχνει το TED spread (3mEurodollar - 3mTbill).
- Το ίδιο αν και σε χαμηλότερο βαθμό ισχύει και για την Ευρωζώνη (3mEuribor - 3mEuroZoneTbills).
- Πιθανή η μετακύλιση έως και μίας (1) ποσοστιαίας μονάδας στους καταναλωτές και τις επιχειρήσεις το 2008.



II.2 Αύξηση κόστους χρήματος στη Νέα Ευρώπη



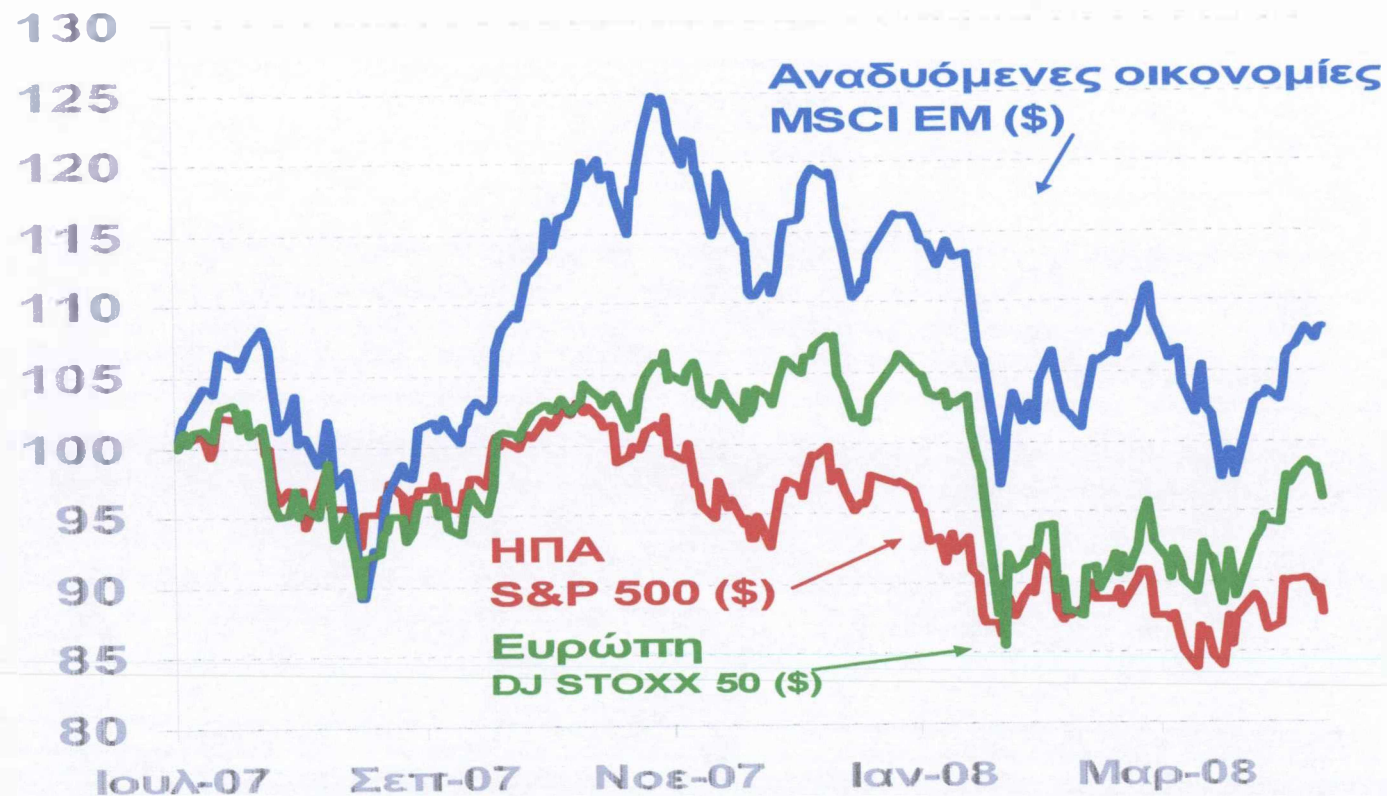
Πηγή: Bloomberg, JP Morgan EMBIG Index

Γκ. Χαρδούβελης

II.3 Μείωση πλούτου από την πτώση στα χρηματιστήρια

- Ερωτηματικά στην υπόθεση αποσύνδεσης των αναδυόμενων αγορών (decoupling)

Πορεία των δεικτών σε δολάρια ΗΠΑ

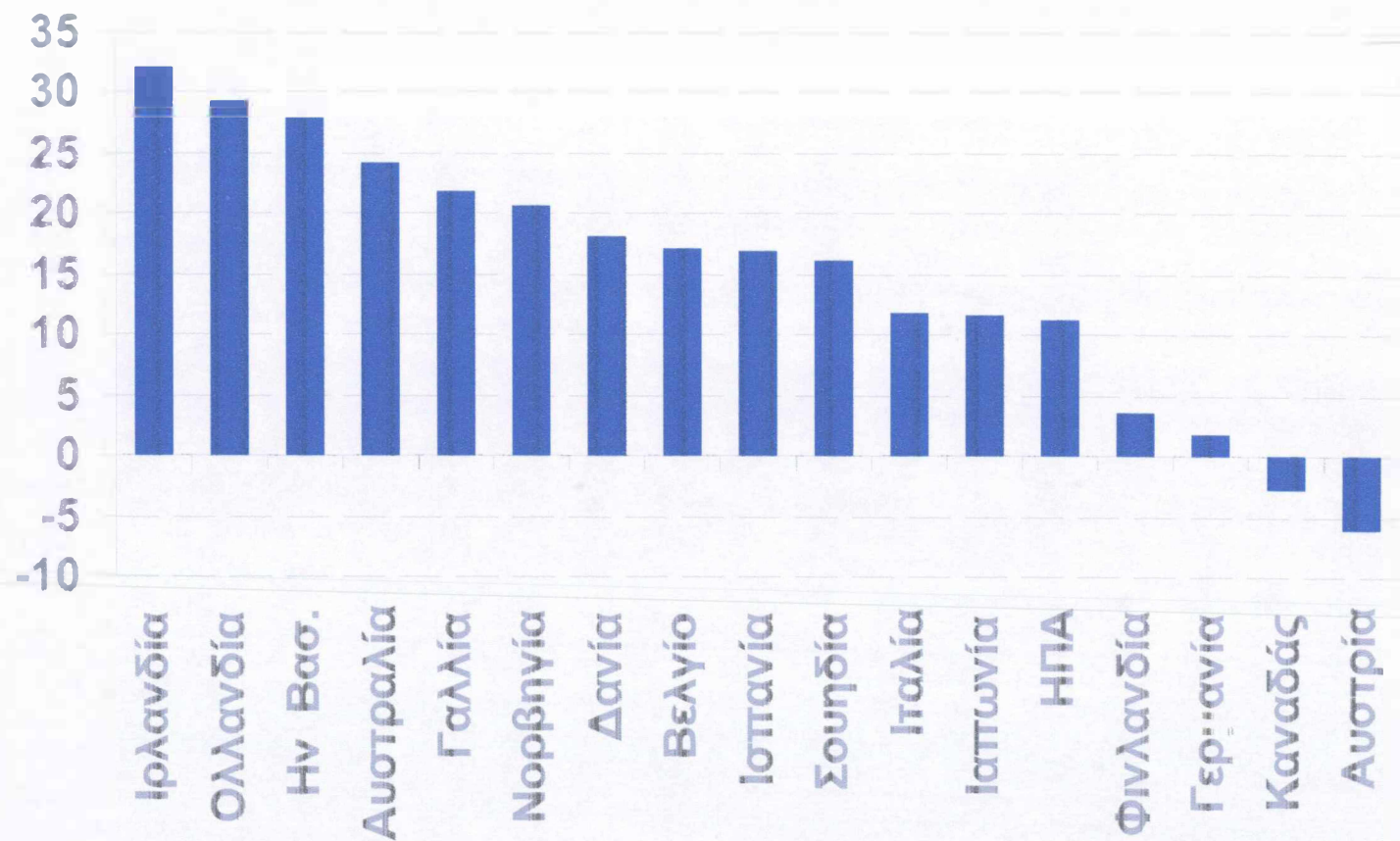


* Το ευρώ έχει ανατιμηθεί έναντι του δολαρίου κατά 17,2% από τα τέλη Ιουνίου 2007 έως σήμερα.

II.3 και την αγορά κατοικίας

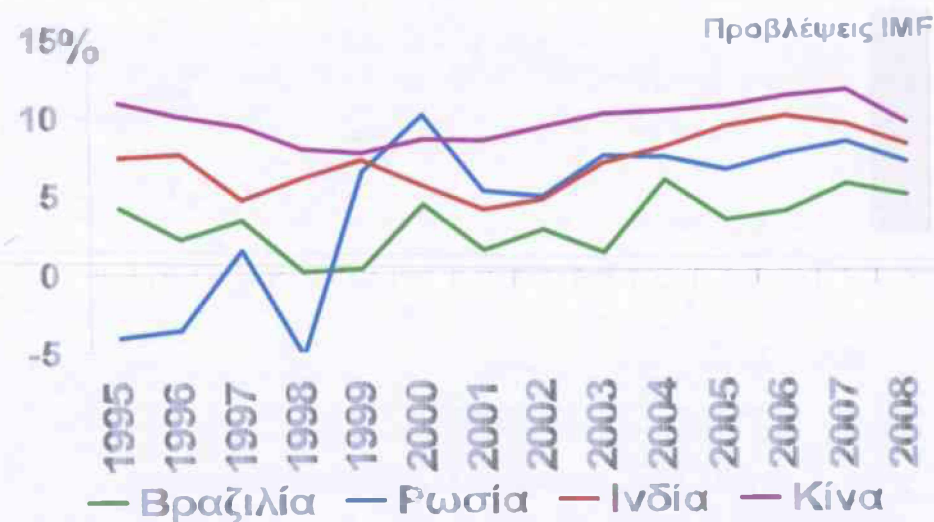
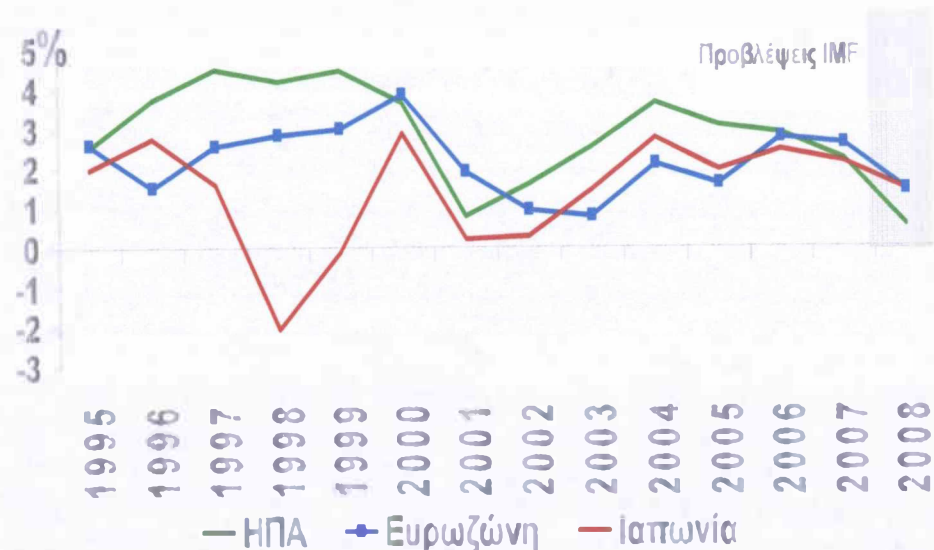
- Οι τιμές των κατοικιών πέφτουν πέρα από τις ΗΠΑ, στην Ιρλανδία, την Ισπανία, την Αγγλία κ.α.

Μη δικαιολογημένες αυξήσεις τιμών κατοικιών,
1997 – 2007



II.4 Οικονομική Ανάπτυξη – Μειωμένες Προβλέψεις μετά την κρίση

- Κίνδυνος ύφεσης στις ΗΠΑ το 2008, άνω του 80%.
- IMF (4/2007): ΗΠΑ: 2,2% 2007 και 0,5 το 2008, ΙΑΠΩΝΙΑ: 2,1% 2007 και 1,4% 2008, Ευρωζώνη: 2,6% 2007 και 1,4% 2008. Οι προβλέψεις αυτές είναι χαμηλότερες από ότι πριν 3 μήνες.
- Μείωση προβλέψεων για τις αναπτυσσόμενες οικονομίες, ιδίως στις αποκαλούμενες BRIC (Βραζιλία, Ρωσία, Ινδία και Κίνα).



II.5 Κανάλια επίδρασης στην ελληνική οικονομία

(% ετήσιες μεταβολές)	2007	2008	Στάθμιση
ΑΕΠ (σταθερές τιμές)	4,0	3,5	100%
Ιδιωτική Κατανάλωση	3,1	3,0	72,3%
Δημόσια Κατανάλωση	3,2	3,0	15,1%
Επενδύσεις	5,9	6,0	27,8%
Εξαγωγές	7,6	6,4	22,3%
Εισαγωγές	6,1	5,8	-37,5%
Πληθωρισμός	2,9	3,7	---
Έλλειμμα (% ΑΕΠ)	2,8	2,0	---
Δημόσιο Χρέος (% ΑΕΠ)	94,5	91,0	---
Ανεργία	8,0	7,5	---
Πηγή: ΥΠΟΙΟ, EFG Eurobank forecasts			

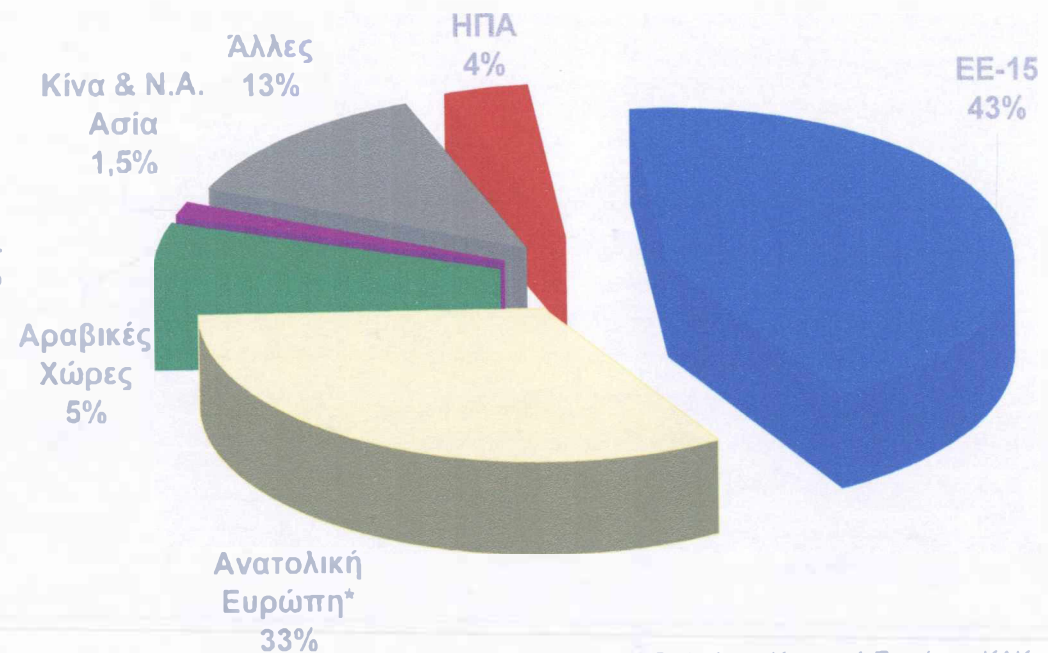
II.5 Κανάλια επίδρασης στην ελληνική οικονομία

Αισιόδοξο σενάριο για το 2008: Ρυθμός ανάπτυξης 3,5%

- 1) Μείωση ανάπτυξης στο εξωτερικό → Εξαγωγές, τουριστικό συνάλλαγμα ↓
- 2) Αύξηση επιτοκίων:
 - 800 εκατ. ↑ σε τόκους Δημόσιου Χρέους
 - 1.500 εκατ. ↑ σε τόκους Νοικοκυριών, Επιχειρήσεων
- 3) Πτώση οικοδομικής δραστηριότητας
- 4) Μικρότερη κερδοφορία από δραστηριότητες στο εξωτερικό

- Μηδαμινή η επίδραση στην κατανάλωση από τη μικρή μείωση του πλούτου στην Ελλάδα

Ελληνικές Εξαγωγές, 2007



* Βαλκάνια, Κεντρική Ευρώπη, ΚΑΚ

Πηγή: ΤΤΕ

II.5 Η εξάρτηση από την Ανατολική Ευρώπη είναι μεγαλύτερη σήμερα

- Οι συνολικές ελληνικές Άμεσες Επενδύσεις μόνο στην Νοτιοανατολική Ευρώπη φτάνουν τα συνολικά τα €12 δις (Α' εξάμηνο 2007) – περίπου το 9% των συνολικών FDI στην περιοχή.
- Νο 2 επενδυτής σε Αλβανία, Βουλγαρία, FYROM και Σερβία.

Ρυθμός Αύξησης
Πραγματικού ΑΕΠ

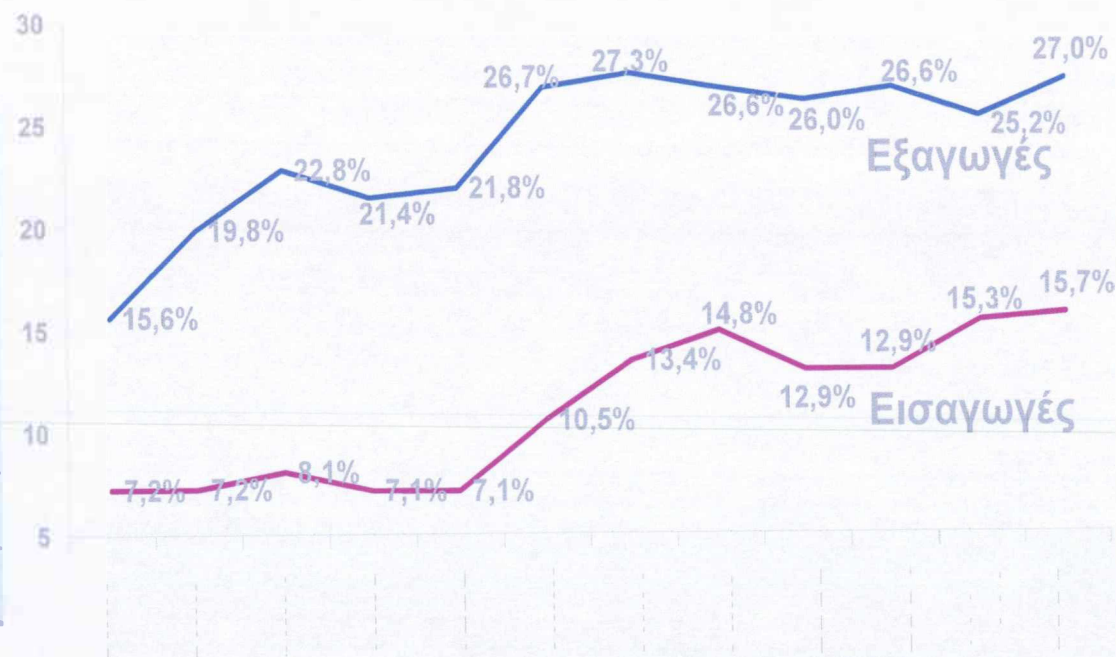
	2006	2007	2008
Τουρκία	6,9	5,0	4,0
Βουλγαρία	6,3	6,2	5,5
Ρουμανία	7,9	6,0	5,4
Ρωσία	7,4	8,1	6,8
Ουκρανία	7,1	7,3	5,6
Πολωνία	6,2	6,5	4,9

Πηγή: IMF

Γκ. Χαρδούβελης

Εμπόριο με Α. Ευρώπη

(% συνολ κών εξαγωγών κα εισαγωγών)



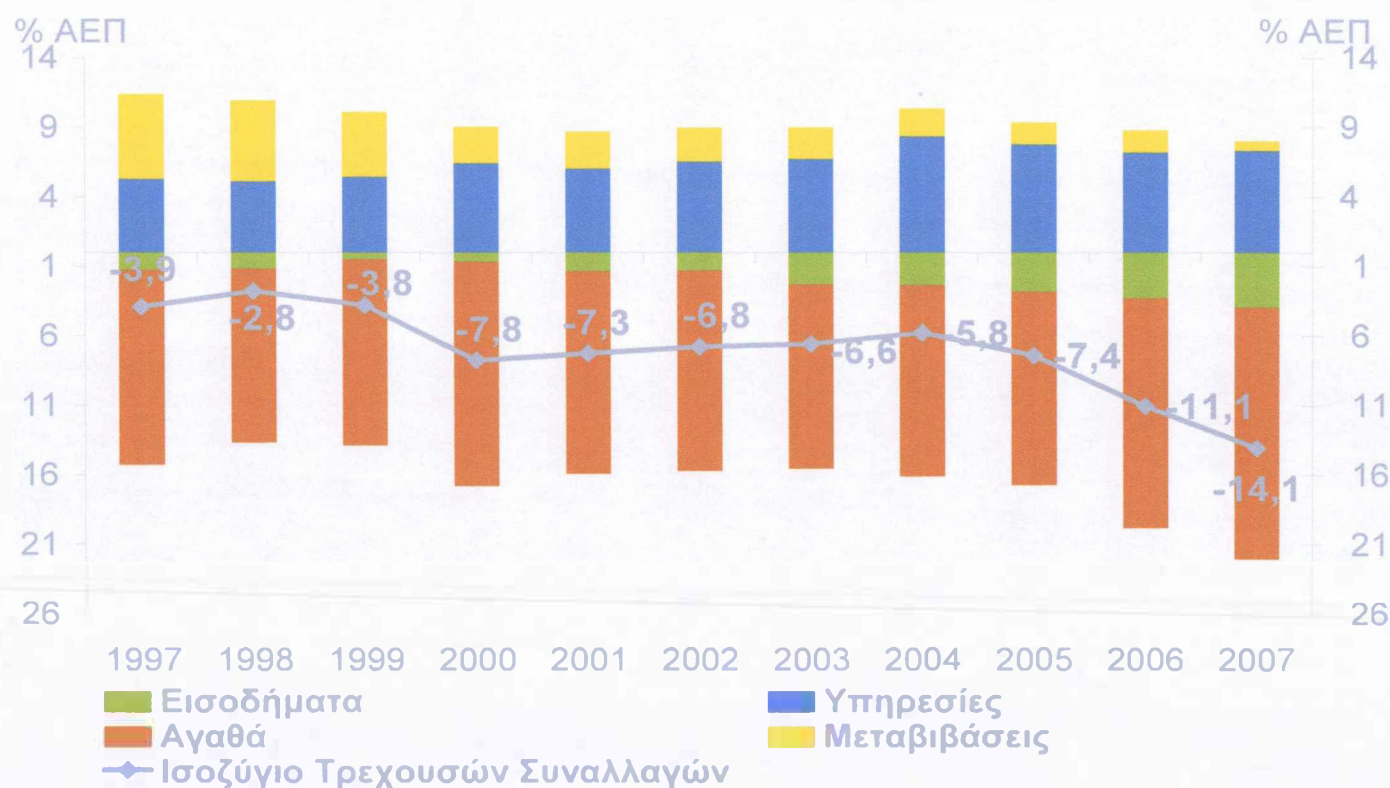
Πηγή: DOTS

ΤΡΙΤΗ ΕΝΟΤΗΤΑ: ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΟΤΗΤΑ

**ΤΟ ΜΑΚΡΟΧΡΟΝΙΟ
ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΠΡΟΒΛΗΜΑ**

III. Ανταγωνιστικότητα ...

- ... το βαθύτερο πρόβλημα της ελληνικής οικονομίας
- Πιστοποιείται σε μακροοικονομικό επίπεδο από το μεγάλο και συνεχώς διευρυνόμενο **έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών**



III. Ανταγωνιστικότητα

➤ Παγκόσμια Τράπεζα:

Το 2007 η Ελλάδα 100η σε σύνολο 178 χωρών στην ευκολία άσκησης επιχειρηματικής δραστηριότητας

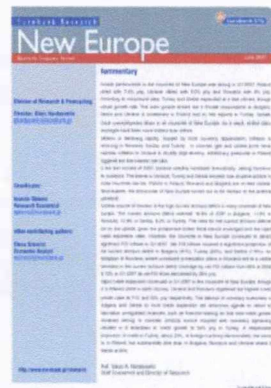
	Θέση	Έναρξη Επιχείρησης (ημέρες)	Δυσκολία Πρόσ- ληψης (0-100)	Προστασία Επεν- δυτών (0-10)	Εξαγωγή Προϊόντος (ημέρες)	Πληρωμή Φόρων (ώρες)
Ελλάδα	100	15	44	3	20	264
ΟΟΣΑ		6	25	6	10	183
Πορτογαλία	37	7	33	6	16	328
Τσεχία	56	17	33	5	16	930
Τουρκία	57	6	56	5,3	14	223
Βουλγαρία	46	32	17	6	23	616
Ρουμανία	48	14	78	6	12	202

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>

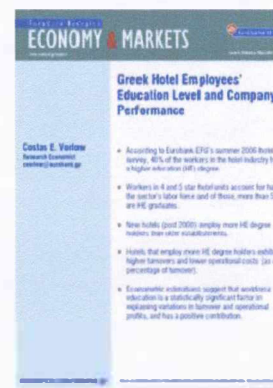


New Europe:

Οικονομία & Αγορές:

Global Economic & Market Outlook:

Γκ. Χαρδούβελης



Τριμηνιαία έκδοση για τις χώρες της Νέα 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.



ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

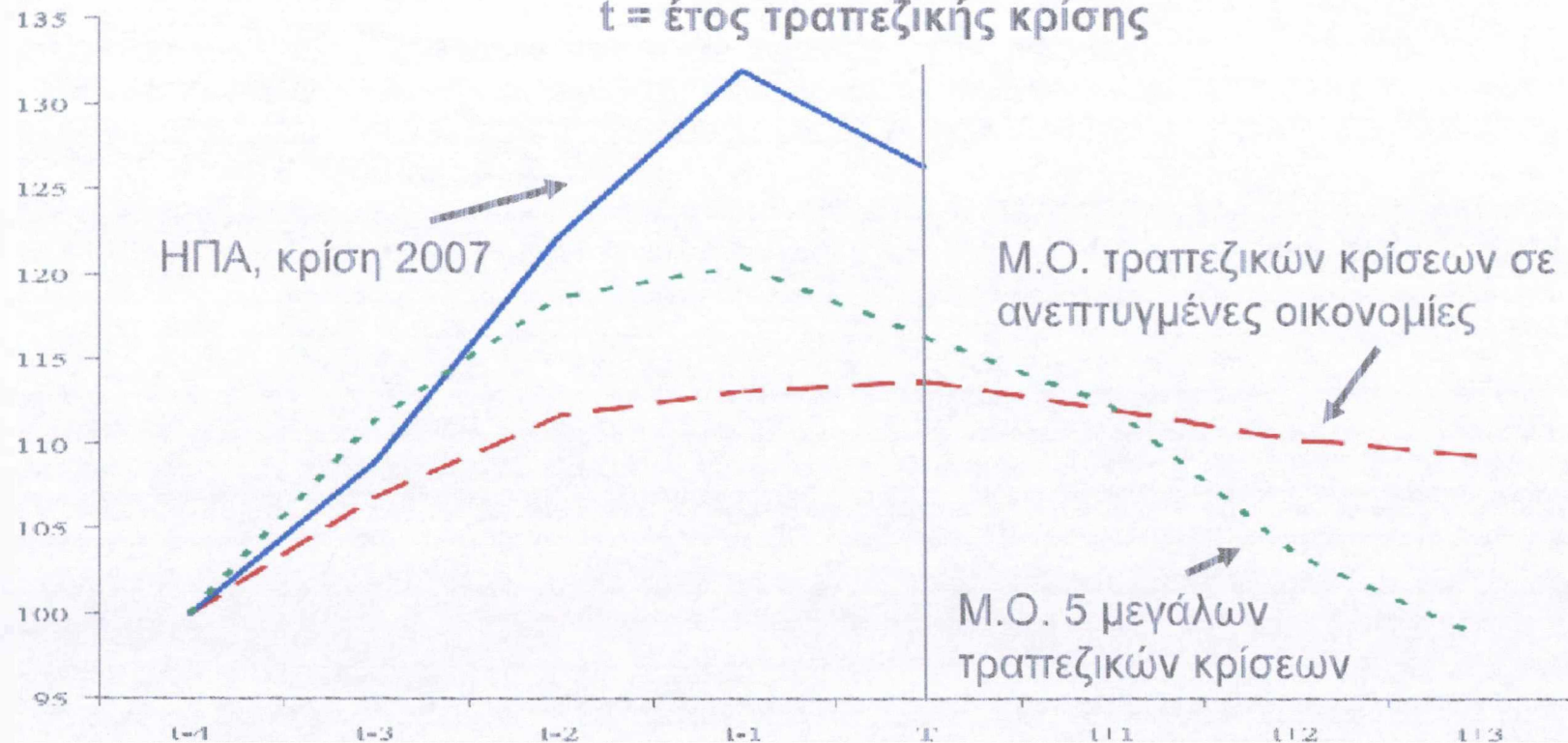
1. ΤΟ ΞΕΚΙΝΗΜΑ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ 2007-8

Η σημερινή κρίση ξεκίνησε από τη συνύπαρξη τριών παραγόντων:

- 1) Φούσκα στα ακίνητα σε πολλές περιοχές των ΗΠΑ και υπέρ-κατανάλωση (*mortgage equity withdrawal*)
 - 2) Ραγδαία εξάπλωση στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου (*subprime*)
 - 3) Μεταφορά ρίσκου από τους ισολογισμούς των τραπεζών στους επενδυτές μέσω τιτλοποιήσεων
-
- Σημερινή κρίση ιδιαίτερα προβληματική, αφού ξεκίνησε στη χώρα που παράγει το 25% του παγκόσμιου ΑΕΠ (2007)
 - Η κρίση ξεκίνησε στον χρηματοοικονομικό χώρο

2. Φούσκα ακινήτων, μεγαλύτερη από τη συνήθη

Πραγματικές τιμές ακινήτων 4 έτη πριν έως 3 έτη μετά την κρίση
 t = έτος τραπεζικής κρίσης



Ταξινόμηση των Reinhart-Rogoff:

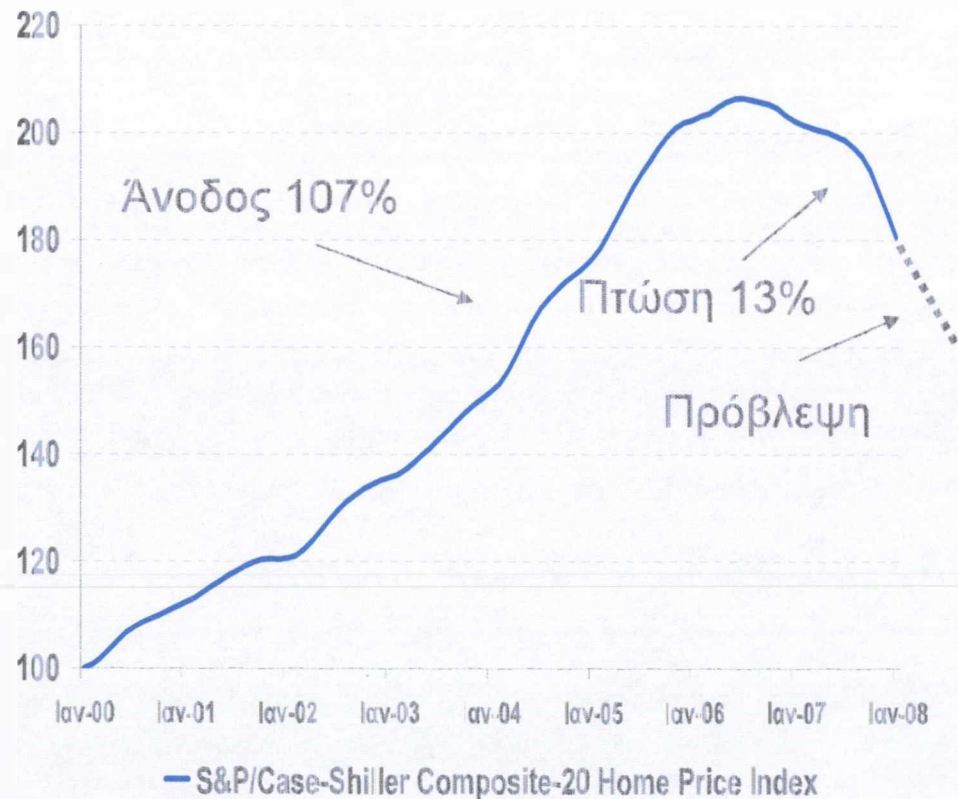
Πηγή: Reinhart & Rogoff (2008)

- 5 «μεγάλες» τραπεζικές κρίσεις: Ισπανία (1977), Νορβηγία (1987), Φινλανδία (1991), Σουηδία (1991), Ιαπωνία (1992).
- Μικρότερες τραπεζικές κρίσεις σε ανεπτυγμένες οικονομίες: Αυστραλία (1989), Καναδάς (1983), Δανία (1987), Γαλλία (1994), Γερμανία (1977), Ελλάδα (1991), Ισλανδία (1985), Ιταλία (1990), Ν. Ζηλανδία (1987), Ην. Βασίλειο (1974, 1991, 1995) και ΗΠΑ (1984).

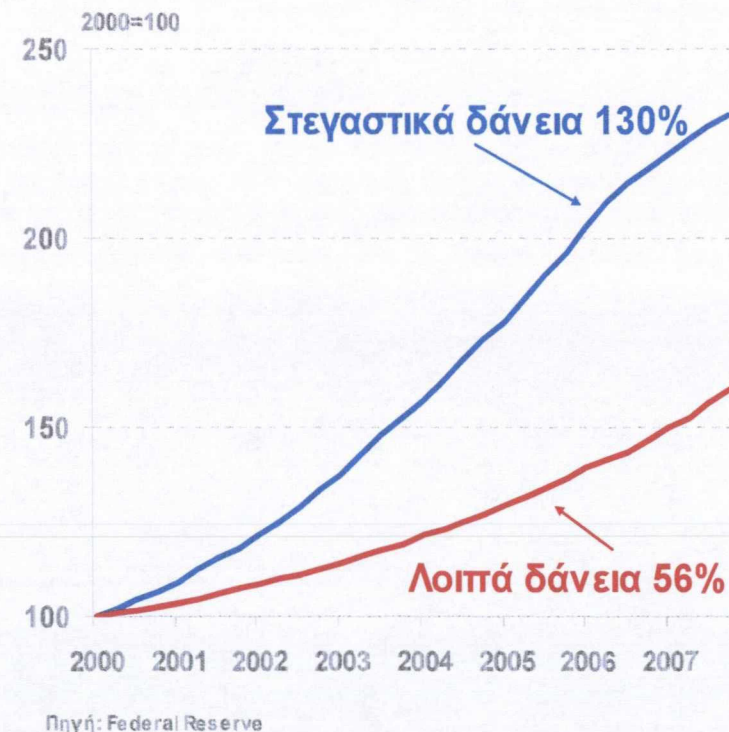
3. ΣΥΝΕΧΙΖΕΤΑΙ Η ΠΤΩΣΗ ΣΤΙΣ ΤΙΜΕΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ

- Ζούμε τη μεγαλύτερη πτώση στην ιστορία των δεικτών
- Σε ορισμένες περιοχές, οι τιμές έχουν πέσει περίπου 40%
- Πολλοί αναλυτές αναμένουν διπλασιασμό της πτώσης

ΗΠΑ: Δείκτης ονομαστικών τιμών κατοικιών



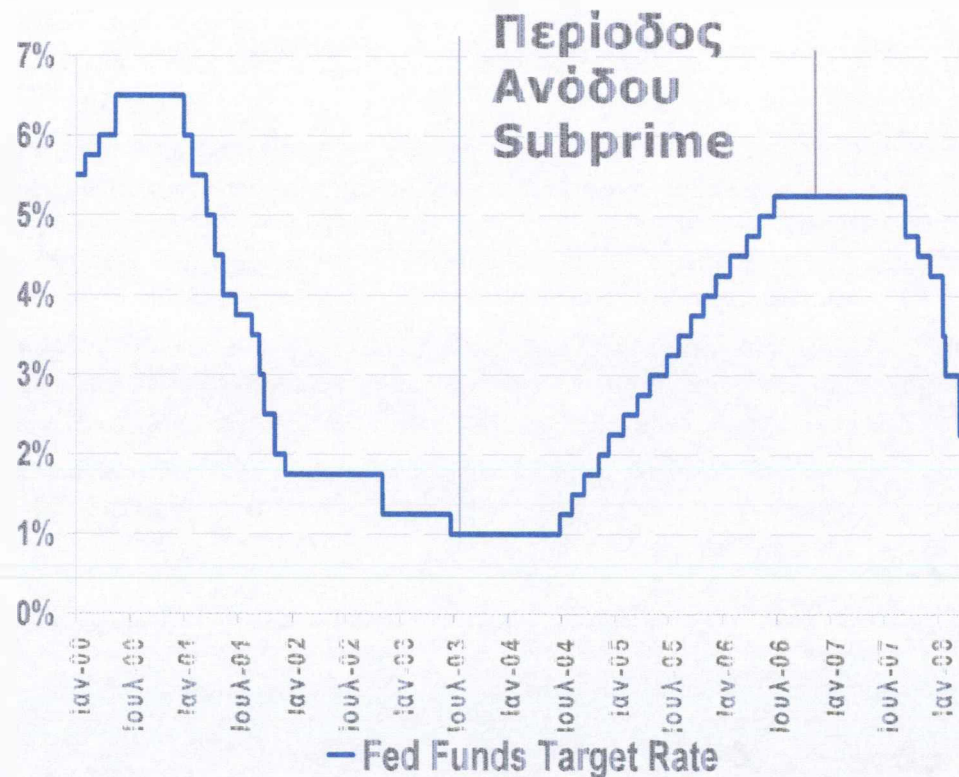
Άνοδος στεγαστικών δανείων



4. ΡΑΓΔΑΙΑ ΑΝΟΔΟΣ ΔΑΝΕΙΩΝ SUBPRIME

Subprime: από 9% των στεγαστικών δανείων το 2003, σε 24% στα μέσα του 2007 (subprime & Alt-A)

Διαφορά επιτοκίων
Subprime-Prime
after controlling for loan
characteristics



Πηγή: Demyanyk & Van Hemert
(2007)

5. Ο κανιβαλισμός μιας χρήσιμης καινοτομίας: Τιτλοποιήσεις

Οι τράπεζες έχουν 3 επιλογές:

- 1) Κρατούν δάνεια εντός ισολογισμού
- 2) Πωλούν δάνεια σε ημι-κρατικούς φορείς (FNMA, FHLM, κλπ.), οι οποίοι τα τιτλοποιούν, μια πρακτική από το 1939. Τράπεζες αποκτούν **ρευστότητα** για νέα δάνεια
- 3) Πωλούν τα δάνεια σε μη-κρατικούς φορείς, οι οποίοι τα τιτλοποιούν, οπωσδήποτε τα jumbo mortgages (άνω των \$417.000).

Ποσοστό στεγαστικών δανείων που τιτλοποιήθηκαν από μη κρατικούς φορείς



1999

Πηγή: Mian & Soufi (2008)

2006

➤ **Τιτλοποιήθηκαν το 77% των subprime**

6. Η ΕΠΕΚΤΑΣΗ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ...

ΟΦΕΙΛΕΤΑΙ σε:

1. Δομημένοι τίτλοι ως ενέχυρο διασκορπισμένοι σε όλο το χρημ. σύστημα

➤ Ευρωπαϊκές κα ασιατικές τράπεζες, funds, ασφαλιστικές, κλπ

2. Έλλειψη εμπιστοσύνης (λόγω αδιαφάνειας και πολυπλοκότητας προϊόντων)

➤ Δ ατραπεζική αγορά · έλλειψη ρευστότητας

3. Μεγάλη μόχλευση των hedge funds, investment banks:

➤ Δημ ούργησαν την ανάγκη ρευστού, πίεση γ α πώληση

➤ Δύναμη στ ς χώρες με σημαντικές αποταμιεύσεις (πετρελα οπαγωγές, Κίνα, κλπ)

➤ (Near) defaults of Investment Banks, Insurers, Hedge funds

4. Αγορά ασφάλισης του πιστωτικού κινδύνου των τίτλων

➤ Credit Default Swaps (αγορά \$45 τρις), Mono line Insurers

5. Προϋπήρχε και η επέκταση τιτλοποιήσεων σε μη-στεγαστικά δάνεια

➤ Asset Backed Commercial Paper

6. Αξιολογικοί οίκοι πιο αυστηροί

➤ Περαιτέρω μείωση της αξίας των περιουσ ακών στο χείων

7. Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα με υποχρέωση αποτίμησης στις αγοραίες τιμές (Marking-to-Market):

➤ Τράπεζες αναγκάζοντα να δείξουν λογιστ κές και όχ πραγματ κές απώλε ες

➤ Πίεση για πώληση στο χείων, περαιτέρω μείωση τ μών

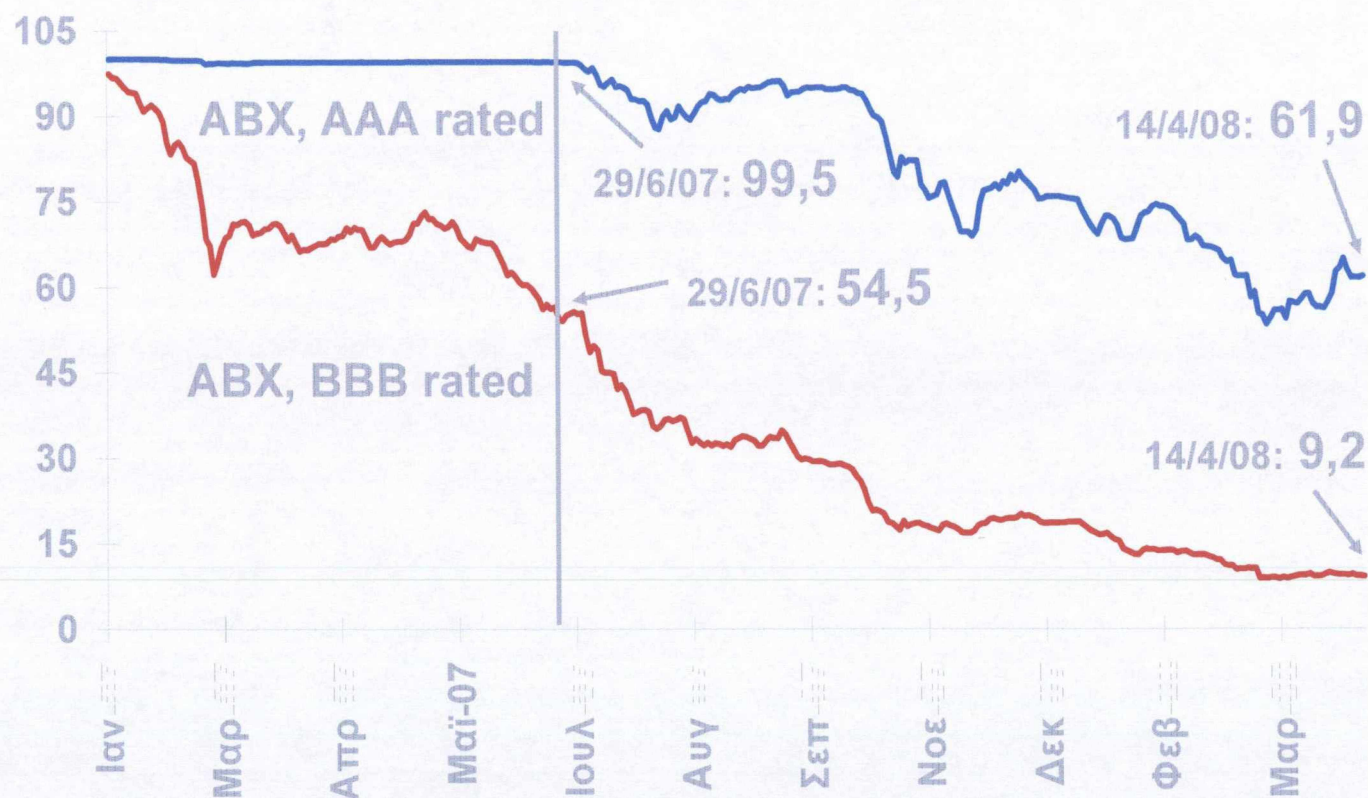
7... οδήγησε σε δραματική πτώση τιμών στην αγορά Credit Default Swaps

Όπου ασφαλίζεται ο πιστωτικός κίνδυνος. Πτώση συνεπάγεται ότι το κόστος ασφάλισης αυξάνεται

Οι δείκτες ABX (swaps βασισμένα σε στεγαστικά δάνεια) των subprime άρχισαν να πέφτουν τον Ιανουάριο του 2007, ενώ των AAA από τον Ιούλιο.

Απώλειες από την
αρχή της κρίσης
(Ιούλιος 2007):

- Δάνεια υψηλής
φερεγγυότητας
AAA: - 38%
- Δάνεια χαμηλής
φερεγγυότητας
BBB: - 83%



8. ... οδηγεί σε απομειώσεις στις ΗΠΑ

Σήμερα

- 50 εκατ. νοικοκυριά με στεγαστικά δάνεια, 18% από τα οποία έχουν δάνειο αξίας μεγαλύτερης του σπιτιού τους σήμερα, περίπου \$1,9 τρις δανείων στο κόκκινο, ποσοστό που θα αυξηθεί αν πέσουν περαιτέρω οι τιμές. Βεβαίως, δεν θα χρεοκοπήσουν οι περισσότεροι.

Απώλειες:

- Σύνολο έως 1 Απριλίου: \$238 δις
- Εκτιμώμενες απώλειες (IMF): \$945 δις: \$225 δις από μη αποπληρωμή δανείων
\$720 δις από τιτλοποιημένα προϊόντα

Συνεπώς:

- Απαιτούμενες αυξήσεις κεφαλαίου
- Μείωση ενεργητικού (\$ 1-2 τρις) και μείωση δανείων → επιδείνωση της ύφεσης
- Η πολιτική αύξησης ρευστότητας της FED δεν μπορεί να βοηθήσει

Οι εποπτικές αρχές θα κάνουν τα πάντα για να σταματήσει η κρίση:

- Bernanke: Βαθύς γνώστης της Μεγάλης Ύφεσης 1929-1933 (Great Depression), καινοτόμος στις παρεμβάσεις του
- Δημοσιονομικό πακέτο για την ύφεση στις ΗΠΑ
- Financial Stability Forum → συστάσεις προς τις G7

Η κρίση μεγάλη, αλλά δεν θα ακολουθήσει το πρότυπο της Ιαπωνίας (δεκαετία '90) ή της Μεγάλης Ύφεσης