

# Η Ελληνική οικονομία: Προοπτικές, κίνδυνοι και προκλήσεις

Δημήτρης Μαλλιάρopoulos\*  
Τράπεζα της Ελλάδος  
Δεκέμβριος 2019

\*Chief Economist, Διευθυντής Οικονομικής Ανάλυσης και Μελετών

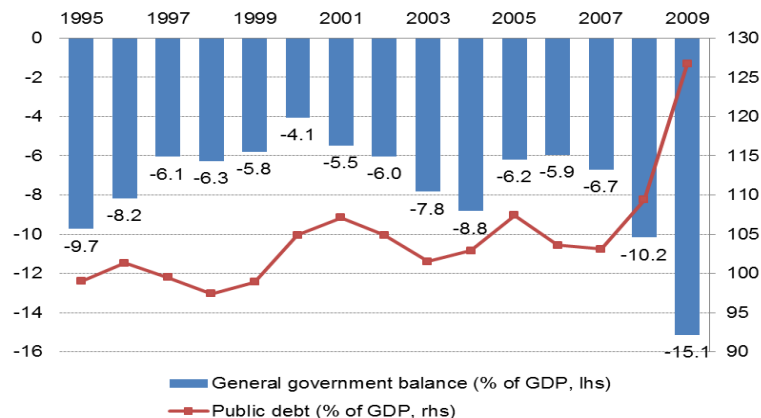
Disclaimer: Οι απόψεις είναι προσωπικές και δεν ταυτίζονται απαραίτητα με τις εκείνες της Τράπεζας της Ελλάδος ή του Ευρωσυστήματος.

# Αίτια της Ελληνικής κρίσης

# Η ελληνική κρίση ήταν το αποτέλεσμα της συσσώρευσης μεγάλων μακροοικονομικών ανισορροπιών στην Ελλάδα

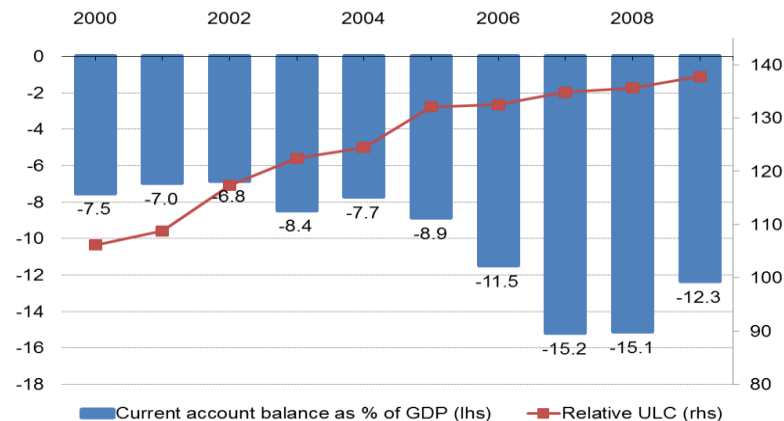
- Το αναπτυξιακό μοντέλο της χώρας βασιζόταν στην κατανάλωση και το δανεισμό: μακροπρόθεσμα μη βιώσιμο
- Η επιδείνωση της ανταγωνιστικότητας και η μεγέθυνση του δημόσιου τομέα οδήγησαν στα «δίδυμα ελλείμματα» και στη συσσώρευση υψηλού δημόσιου και εξωτερικού χρέους

**Ισοζύγιο Γενικής Κυβέρνησης (% ΑΕΠ)  
και Δημόσιο χρέος (% ΑΕΠ)**



Source: Eurostat

**Ισοζύγιο Τρεχουσών συναλλαγών (% ΑΕΠ)  
και Σχετικό μοναδιαίο κόστος εργασίας (δείκτης)**



Source: Ameco, Bank of Greece

# Οι ατέλειες των αγορών και τα προβλήματα στο σχεδιασμό της ΟΝΕ συνέβαλαν επίσης στη δημιουργία της κρίσης

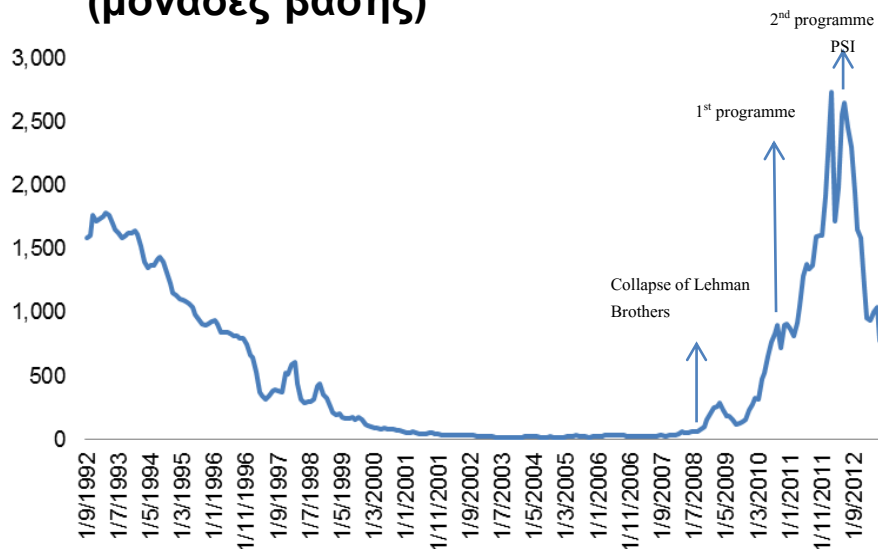
- ❑ **Ανάληψη υπερβολικού κινδύνου από τις χρηματοπιστωτικές αγορές: αναζήτηση υψηλών αποδόσεων**
  - Η σύγκλιση των επιτοκίων στην Ευρωζώνη (ΕΖ) λόγω της εσφαλμένης τιμολόγησης του κινδύνου στις χρηματοπιστωτικές αγορές επέτρεψε την υπερχρέωση των κρατών.
  - Οι ροές κεφαλαίων από τις κεντρικές χώρες της ΕΖ προς την περιφέρεια συνέβαλαν στη δημιουργία μακροοικονομικών ανισορροπιών.
- ❑ **Προβλήματα σχεδιασμού της αρχιτεκτονικής της ΟΝΕ**
  - Έλλειψη αξιοπιστίας της ρήτρας μη διάσωσης στη Συνθήκη του Μάαστριχτ ("χρονική ασυνέπεια" λόγω κινδύνου μετάδοσης).
  - Ατελής δημοσιονομική και μακροοικονομική εποπτεία: Τα δύο τρίτα των χωρών μελών παραβίασαν το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης την περίοδο 2001-2007.
  - Ανυπαρξία μηχανισμού αντιμετώπισης κρίσεων.
  - Ανυπαρξία δημοσιονομικής ένωσης και τραπεζικής ένωσης.

"Only when the tide goes out do you discover who's been swimming naked."

Warren Buffett

# Η παγκόσμια οικονομική κρίση αποκάλυψε τα χρόνια προβλήματα της Ελληνικής οικονομίας

## Διαφορά επιτοκίου 10ετών ομολόγων Ελληνικού και Γερμανικού δημοσίου (μονάδες βάσης)



□ Με το ξέσπασμα της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης, οι αγορές άρχισαν να τιμολογούν διαφορετικά τον κίνδυνο των ευάλωτων κρατών-μελών της Ευρωζώνης.

□ Το κόστος δανεισμού για το Ελληνικό κράτος αυξήθηκε δραματικά. Η Ελλάδα δεν μπορούσε πλέον να χρηματοδοτηθεί από τις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές.

□ Η μόνη επιλογή που απέμενε ήταν η διάσωση από τους Ευρωπαίους εταίρους και το ΔΝΤ (Μάιος 2010).

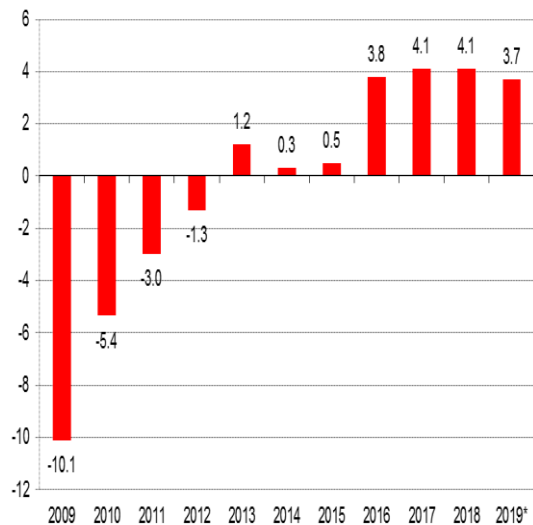
# Οικονομική προσαρμογή κατά τη διάρκεια της κρίσης

## Προγράμματα Οικονομικής Προσαρμογής

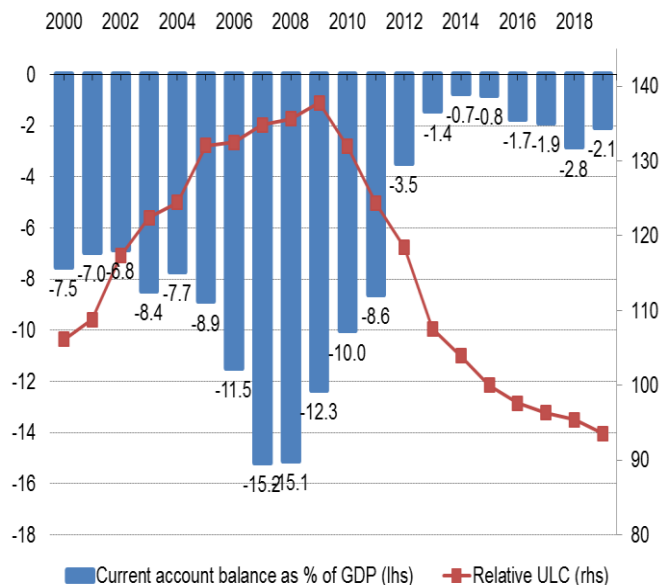
- ❑ Η Ελλάδα έχει υπογράψει τρία Προγράμματα Οικονομικής Προσαρμογής (2010, 2012, 2015)
- ❑ Τα ποσά των δανείων ήταν συνολικά €330 δις (€ 284 δις. από τους Ευρωπαίους εταίρους και €47 δις. από το ΔΝΤ)
- ❑ Τα Προγράμματα περιέγραφαν λεπτομερώς τις συγκεκριμένες δημοσιονομικές, χρηματοοικονομικές και διαρθρωτικές πολιτικές που έπρεπε να υλοποιηθούν υπό την επίβλεψη διεθνών οργανισμών:
  - Ευρωπαϊκή Επιτροπή
  - Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα
  - Διεθνές Νομισματικό Ταμείο
  - Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας
- ❑ Οι στόχοι των προγραμμάτων ήταν:
  - Αποκατάσταση δημοσιονομικής βιωσιμότητας
  - Εξασφάλιση χρηματοπιστωτικής σταθερότητας
  - Ενίσχυση ανταγωνιστικότητας, επενδύσεων και ανάπτυξης
  - Δημιουργία ενός σύγχρονου κράτους και δημόσιας διοίκησης
- ❑ Το τελευταίο Πρόγραμμα της Ελλάδας τερματίστηκε τον Αύγουστο του 2018.

# Τα διπλά ελλείμματα εξαλείφθηκαν, αποκαταστάθηκε η ανταγωνιστικότητα κόστους και οι μεταρρυθμίσεις κατέστησαν την οικονομία πιο ευέλικτη

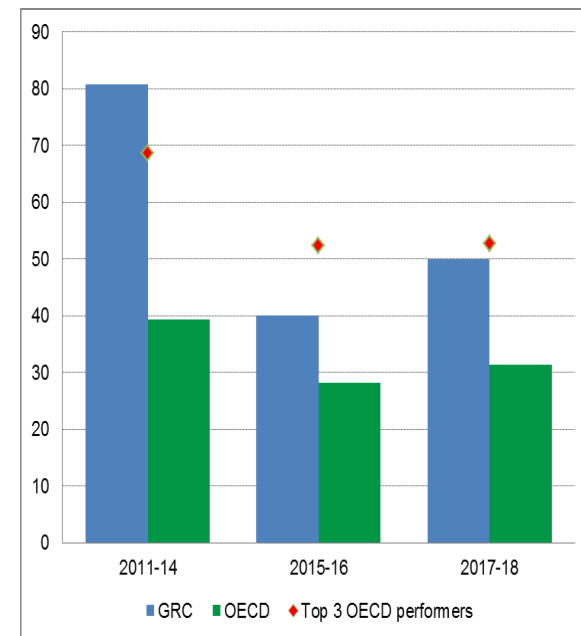
**Πρωτογενές Ισοζύγιο Γενικής Κυβέρνησης**  
(% ΑΕΠ, ορισμός Προγράμματος)



**Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών (% ΑΕΠ) και Ανταγωνιστικότητα Κόστους (Δείκτης)**



**Δείκτης Μεταρρυθμίσεων του ΟΟΣΑ**



Source: Ministry of Finance  
\* Draft Budget 2020

Source: Bank of Greece, Ameco.  
\* Four quarter sum for 2019 (2018q4-2019q3)

Source: OECD Going for Growth

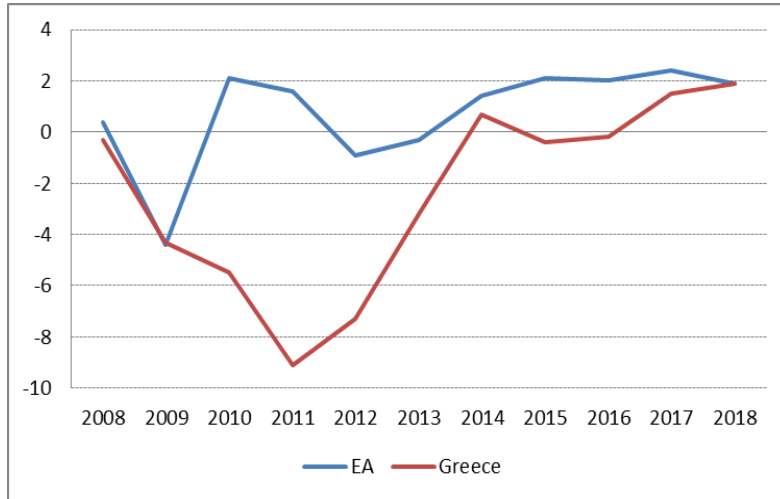


## Όμως, το κοινωνικοοικονομικό κόστος ήταν υψηλό

- ❑ Τα μέτρα λιτότητας και η αβεβαιότητα επιβάρυναν την ελληνική οικονομία και κοινωνία:
  - Πρωτοφανούς μεγέθους ύφεση: η Ελλάδα έχασε περισσότερο από 25% του ΑΕΠ
  - Δραματική αύξηση της ανεργίας: κορυφώθηκε στο 27.5% το 2013

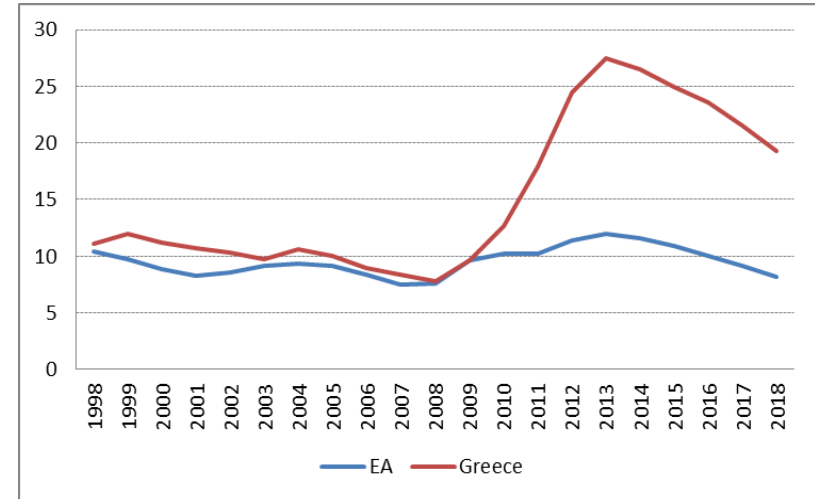
### Πραγματικό ΑΕΠ

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής)



### Ανεργία

(% ενεργού πληθυσμού)

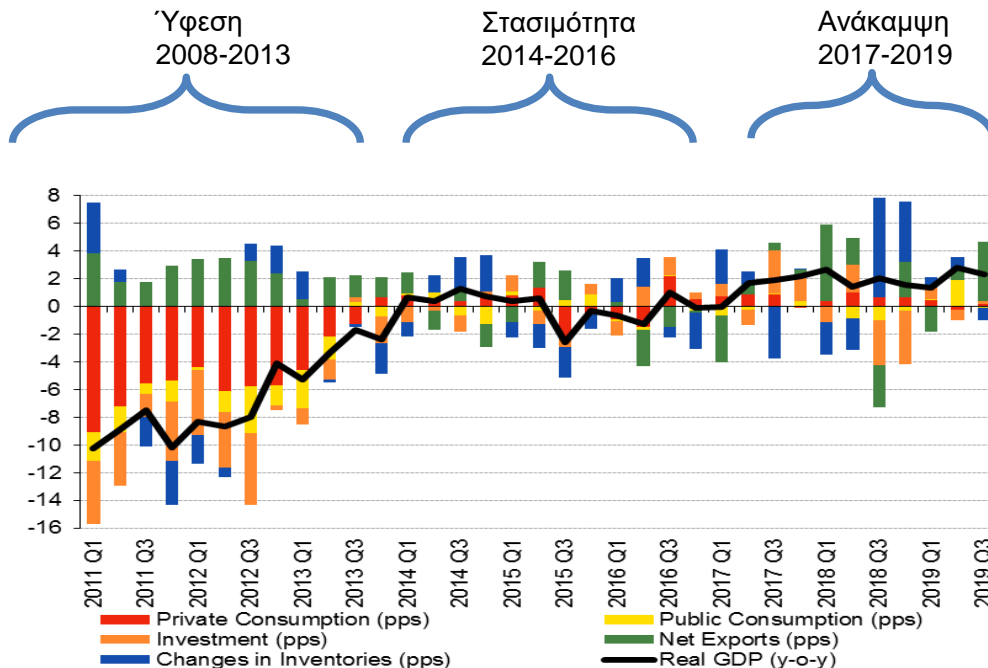


# Τρέχουσα κατάσταση της οικονομίας, προοπτικές και κίνδυνοι

# Μετά από τρία χρόνια στασιμότητας, η οικονομία μεγεθύνεται και πάλι από το Α΄ τρίμηνο του 2017

## Πραγματικό ΑΕΠ

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής, συνιστώσες σε π.μ.)



- Οι ρυθμοί ανάπτυξης όμως παραμένουν χαμηλοί, γύρο στο 2% (“**credit-less recovery**”).
- Επιτάχυνση της ανάκαμψης το 2019.
- Πηγές ανάπτυξης το Α΄ εννεάμηνο του 2019:
  - Εξαγωγές (+6,6%)
  - Δημ. Κατανάλωση (+3%)
  - Επενδύσεις (+1%)
  - Ιδιωτ. Κατανάλωση (+0.2%)
  - Εισαγωγές (+3,3%)

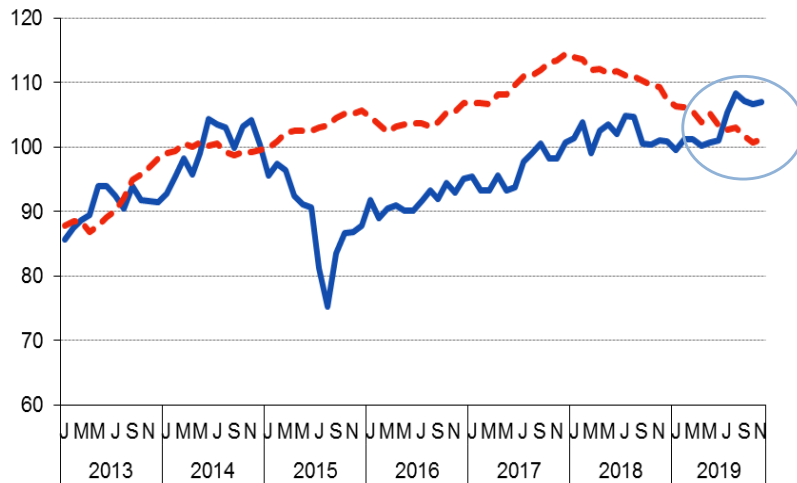
## Η ανάκαμψη της οικονομίας επιταχύνεται

- ❑ Βελτίωση του οικονομικού κλίματος (ESI, PMI).
- ❑ Η εμπιστοσύνη στο τραπεζικό σύστημα έχει ενισχυθεί (καταθέσεις).
- ❑ Οι περιορισμοί στην κίνηση κεφαλαίων έχουν καταργηθεί πλήρως.
- ❑ Οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων έχουν αποκλιμακωθεί σημαντικά.
- ❑ Βελτίωση συνθηκών χρηματοδότησης (αγορές ομολόγων, τραπεζικός δανεισμός, αποταμίευση).
- ❑ Ανάκαμψη αγοράς ακινήτων (τιμές, οικοδομική δραστηριότητα, επενδύσεις).
- ❑ Ανάκαμψη αγοράς εργασίας και επιτάχυνση διαθέσιμου εισοδήματος νοικοκυριών.
- ❑ Εξαγωγές και τουρισμός διατηρούν τη δυναμική τους παρά την παγκόσμια επιβράδυνση.

## Το οικονομικό κλίμα βελτιώνεται μέσα σε ένα περιβάλλον παγκόσμιας επιβράδυνσης

- Ο δείκτης οικονομικού κλίματος βρίσκεται στο υψηλότερο σημείο των τελευταίων 12 ετών
- Ο δείκτης PMI για την Ελλάδα παραμένει σταθερά πάνω από το όριο του 50 για τους τελευταίους 29 μήνες το οποίο υποδεικνύει σημαντική ανάπτυξη του μεταποιητικού τομέα

### Δείκτης Οικονομικού Κλίματος (ESI)

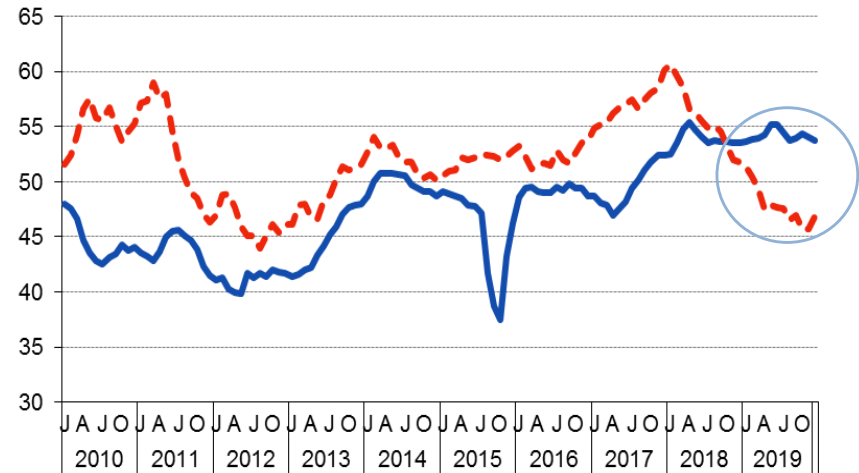


— Greece

- - - Euro area

Source: European Commission

### Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών (PMI)



— Greece

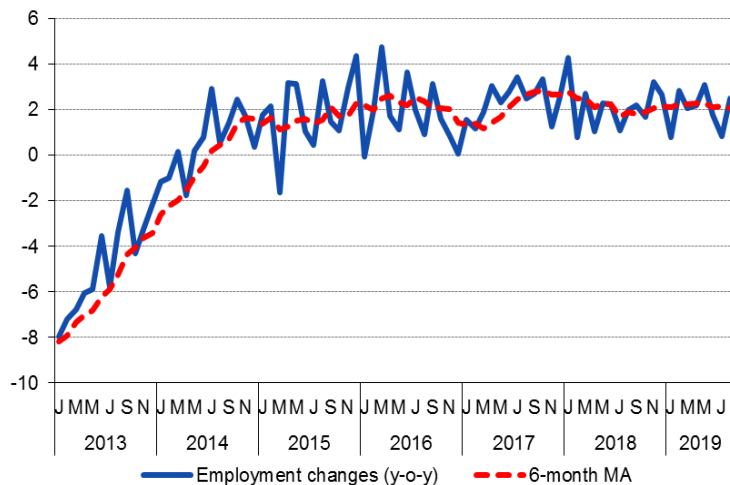
- - - Euro area

Source: Markit

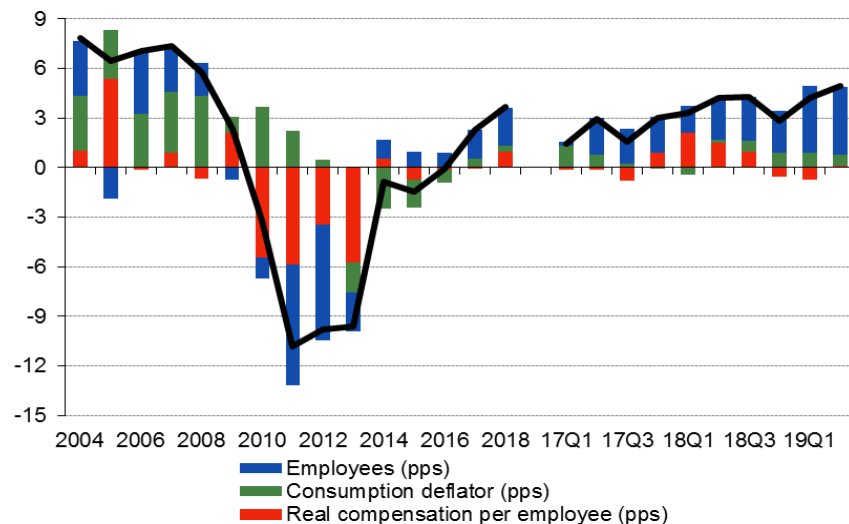
## Η ανάκαμψη της αγοράς εργασίας συνεχίζεται

- Η καθαρή δημιουργία θέσεων εργασίας οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στην αυξημένη ευελιξία της αγοράς εργασίας
- Παρόλα αυτά, η ανεργία παραμένει υψηλή (16.9% το 2019:Q2).

**Απασχόληση**  
(ετήσια μεταβολή)



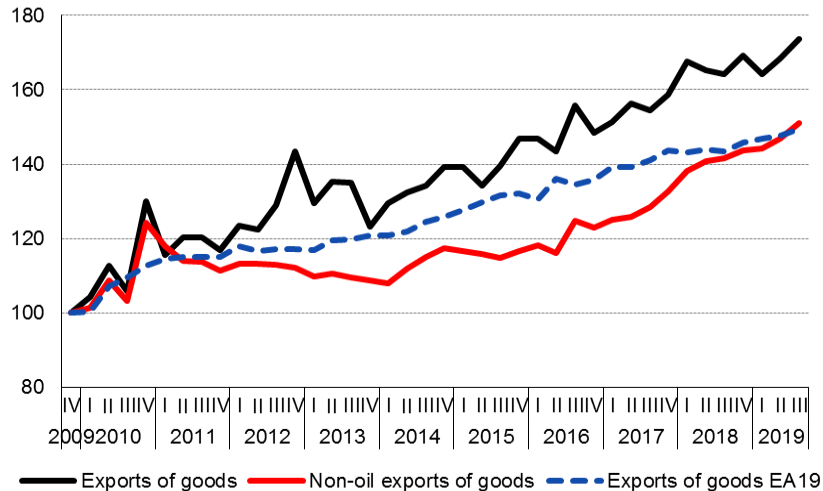
**Αμοιβές εργαζομένων**  
(% μεταβολή και συνιστώσες)



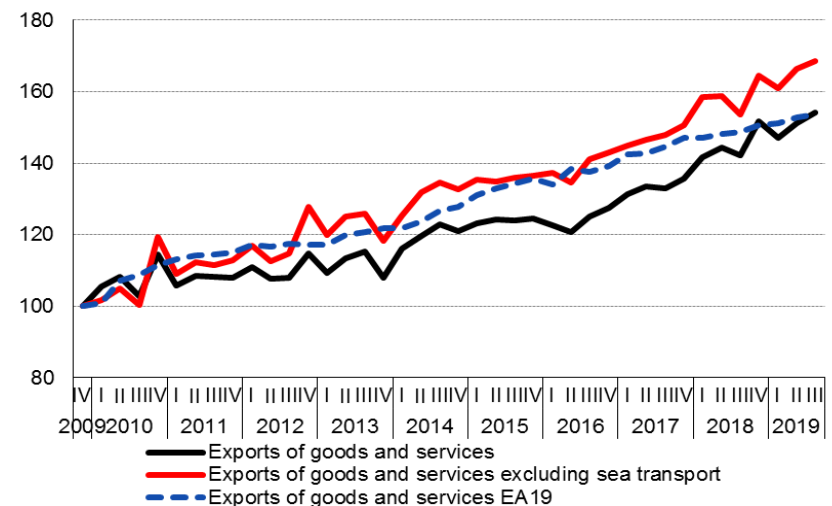
# Οι εξαγωγές αυξήθηκαν σημαντικά, υπερβαίνοντας τις επιδόσεις της Ευρωζώνης

- Η εξωστρέφεια Ελληνικής οικονομίας –  $(X+M)/ΑΕΠ$  – αυξήθηκε από 48% το 2009 σε 75% το 2019.
- Οι εξαγωγές αγαθών αυξήθηκαν 73% από το 2009 σε πραγματικούς όρους (Ευρωζώνη: 50%).
- Το μερίδιο της Ελλάδας στο παγκόσμιο εμπόριο αυξήθηκε (+13% από το 2015).

**Εξαγωγές αγαθών, πραγματικές τιμές**  
(δείκτης 2009:Q4=100)



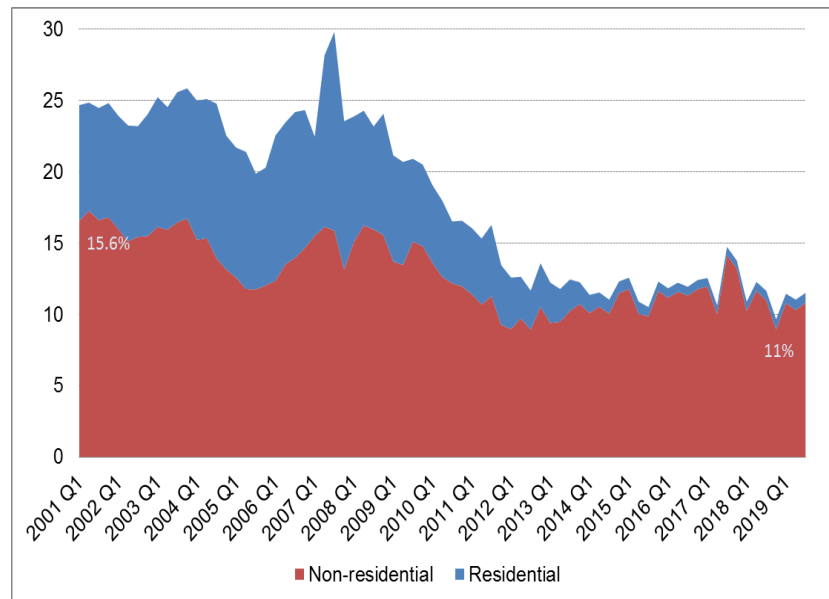
**Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών, πραγματικές τιμές**  
(δείκτης 2009 Q4=100)



Source: Bank of Greece (BoP statistics) and Eurostat (for EA 19).

# Η περαιτέρω αναδιάρθρωση της οικονομίας απαιτεί επενδύσεις ... και χρηματοδότηση

**Συνολικές ακαθάριστες επενδύσεις (ιδιωτικές και δημόσιες)**  
(% ΑΕΠ)



Sources: ELSTAT

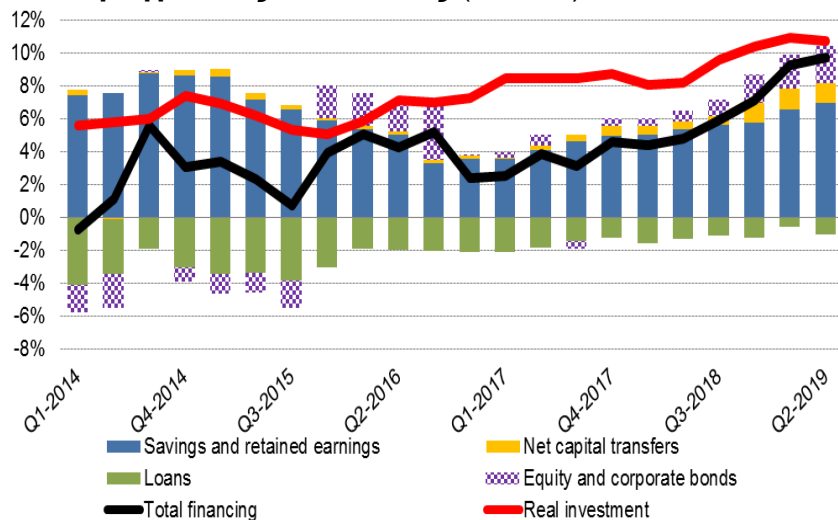
- ❑ Οι ιδιωτικές επενδύσεις μειώθηκαν δραματικά κατά τη διάρκεια της κρίσης.
- ❑ Οι επενδύσεις πλην κατοικιών ήταν σχετικά πιο ανθεκτικές.
- ❑ Οι εγχώριες αποταμιεύσεις δεν επαρκούν για τη χρηματοδότηση των επενδύσεων. Εν μέρει επειδή τα υψηλότερα δημοσιονομικά πλεονάσματα αφαιρούν πόρους από τον ιδιωτικό τομέα.
- ❑ Απαιτείται:
  - χαμηλότεροι φόροι και ασφαλιστικές εισφορές ώστε να καταστεί δυνατή η αύξηση της ιδιωτικής αποταμίευσης και η χρηματοδότηση των ιδιωτικών επενδύσεων
  - Αύξηση δημόσιων επενδύσεων
  - Προσέλκυση ΑΞΕ
  - Επιτάχυνση της μείωσης των μη εξυπηρετούμενων δανείων για την ανάκαμψη της τραπεζικής πίστης



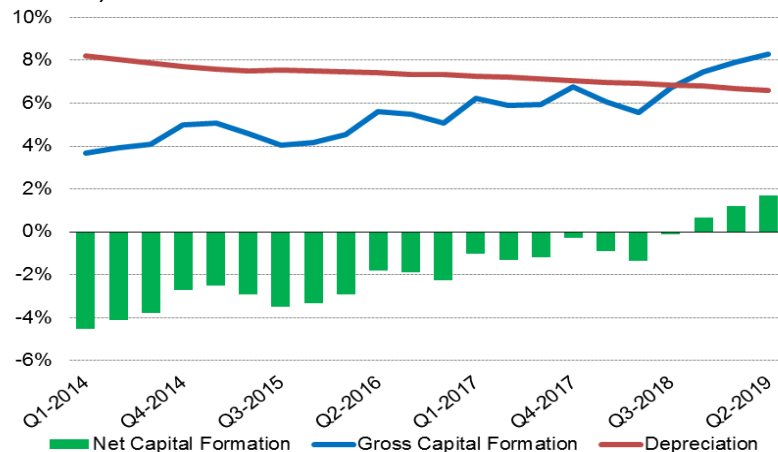
# Οι συνθήκες χρηματοδότησης βελτιώνονται και το επενδυτικό κενό κλείνει με ταχύτερο ρυθμό από ό,τι αναμενόταν

- ❑ Οι αποταμιεύσεις που διοχετεύονται στις επενδύσεις αυξάνονται από 2016:Q3 (8.1% του ΑΕΠ το 2019:Q2)
- ❑ Το έλλειμμα χρηματοδότησης μειώθηκε στο 2.6% του ΑΕΠ το 2019:Q2.
- ❑ Καθαρές επενδύσεις των ΜΧΕ έγιναν θετικές από 2018:Q4

## Πηγές χρηματοδότησης του ιδιωτικού τομέα και πραγματικές επενδύσεις (% ΑΕΠ)



## Επενδύσεις των Μη Χρηματοπιστωτικών Επιχειρήσεων (% ΑΕΠ)

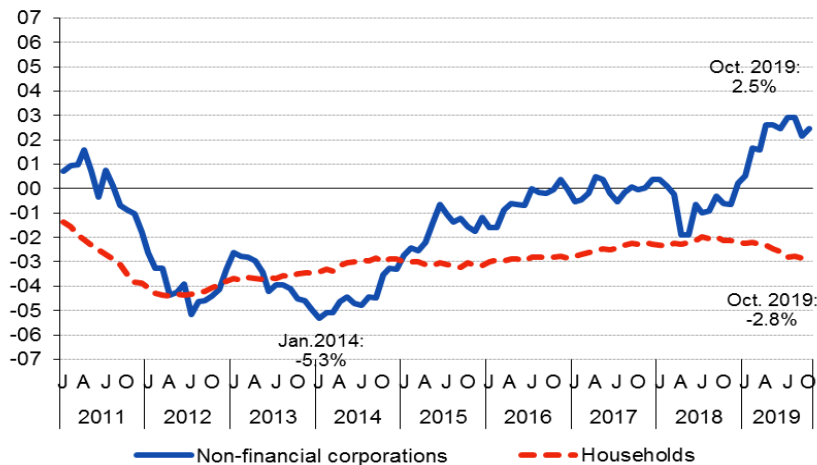


Source: Bank of Greece

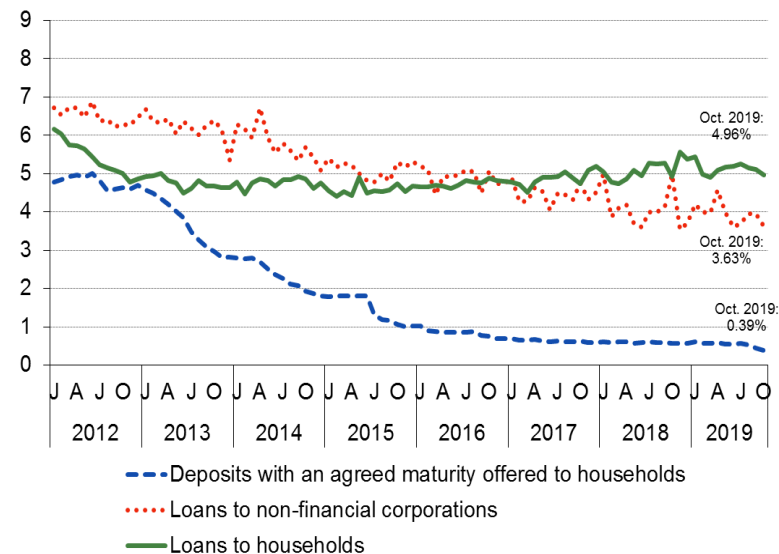
## Ωστόσο, οι συνθήκες τραπεζικού δανεισμού παραμένουν περιοριστικές και το κόστος δανεισμού υψηλό

- ❑ Ο τραπεζικός δανεισμός προς τα νοικοκυριά συνεχίζει να μειώνεται λόγω της απομόχλευσης.
- ❑ Ο δανεισμός προς τις επιχειρήσεις δείχνει θετικά σημάδια:
  - Ετήσια αύξηση ακαθάριστων ροών δανείων προς επιχειρήσεις 2,5%.

**Τραπεζικός δανεισμός σε νοικοκυριά και ΜΧΕ (ροές)  
(y-o-y)**

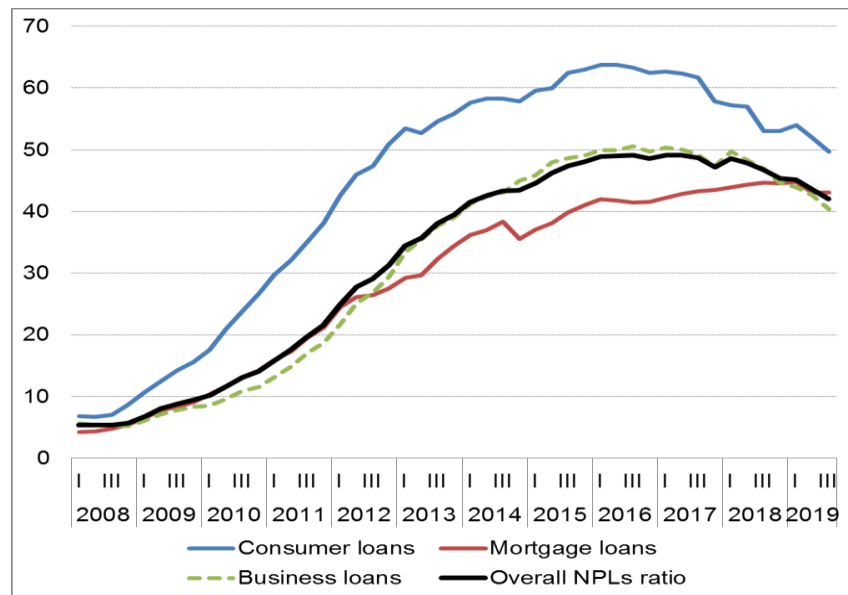


**Τραπεζικά επιτόκια νέων δανείων και καταθέσεων**



## Χαμηλή ποιότητα ενεργητικού των τραπεζών λόγω του υψηλού ποσοστού μη εξυπηρετούμενων δανείων

### Μη εξυπηρετούμενα δάνεια (% συνολικών δανείων)

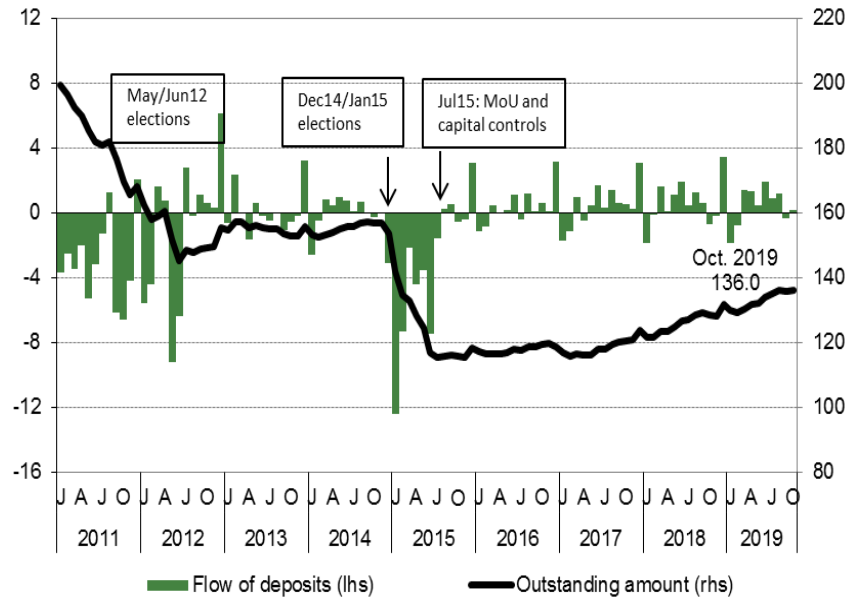


Source: Bank of Greece

- ❑ Τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια είναι διαρθρωτικό και όχι κυκλικό φαινόμενο.
- ❑ Οι τράπεζες στοχεύουν σε μείωση των μη εξυπηρετούμενων δανείων στο 20% έως το 2021 από 47% το 2018.
- ❑ Η μείωση των μη εξυπηρετούμενων δανείων θα επιτρέψει στις τράπεζες να αρχίσουν να δανείζουν και πάλι (Διαφορετικά, η οικονομία θα παραμείνει παγιδευμένη σε μια "ανάκαμψη χωρίς πίστωση".)
- ❑ Το σχέδιο «Ηρακλής» για μείωση σημαντικού μέρους κόκκινων δανείων είναι ένα βήμα προς τη σωστή κατεύθυνση.

## Σταδιακή ανάκαμψη των καταθέσεων

### Καταθέσεις νοικοκυριών και ΜΧΕ (δισ. Ευρώ)



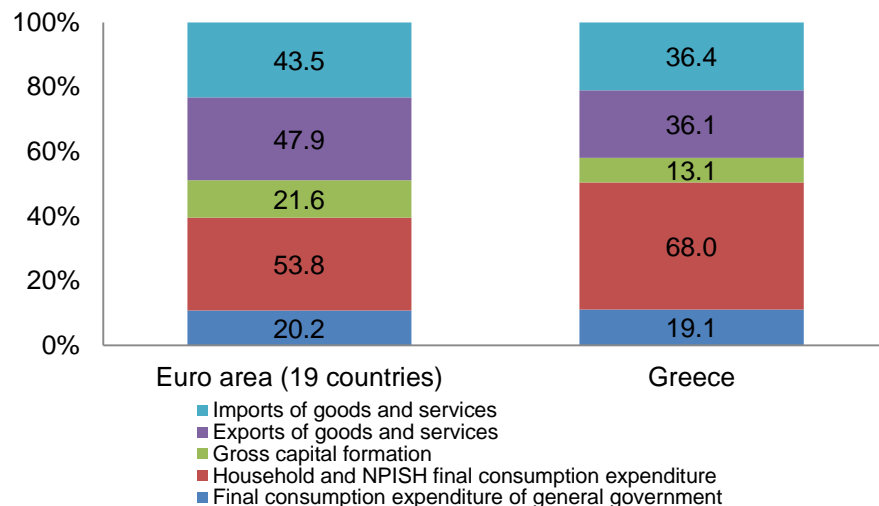
## Προοπτικές και κίνδυνοι για την ανάπτυξη βραχυπρόθεσμα και μεσοπρόθεσμα

- ❑ **Η θετική αναπτυξιακή δυναμική** θα συνεχιστεί βραχυπρόθεσμα εξαιτίας της σύγκλισης μετά από μια βαθιά ύφεση.
- ❑ Το πραγματικό ΑΕΠ προβλέπεται να αυξηθεί κατά 1.9%+ το 2019. Περαιτέρω επιτάχυνση της ανάπτυξης το 2020-2022.
- ❑ **Αρνητικά ρίσκα:**
  - Μια μεγάλη διόρθωση στις παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές αγορές μπορεί να αυξήσει το κόστος και τη διαθεσιμότητα της χρηματοδότησης.
  - Η παγκόσμια οικονομική επιβράδυνση μπορεί να επηρεάσει τις εξαγωγές.
  - Πιθανές καθυστερήσεις στις μεταρρυθμίσεις και στις ιδιωτικοποιήσεις θα επηρεάσουν την εμπιστοσύνη και τις επενδύσεις.
  - Γεωπολιτικά ρίσκα (Τουρκία, προσφυγικό).
- ❑ **Θετικά ρίσκα:**
  - Η υιοθέτηση ενός σχήματος μείωσης των μη εξυπηρετούμενων δανείων σε συστημικό επίπεδο θα συμβάλει στη βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης.
  - Η αναβάθμιση του Ελληνικού Δημοσίου σε επενδυτική βαθμίδα θα επιτρέψει την συμμετοχή των Ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου στο Πρόγραμμα Αγοράς Στοιχείων Ενεργητικού της ΕΚΤ.

# Η μεσοπρόθεσμη πρόκληση είναι η αναδιάρθρωση της οικονομίας προς ένα “νέο αναπτυξιακό πρότυπο”

- Από την πλευρά της ζήτησης: Οι επενδύσεις και οι εξαγωγές πρέπει να καλύψουν το κενό της πραγματικής ζήτησης από τη χαμηλότερη δημόσια και ιδιωτική κατανάλωση. → Εφικτό.

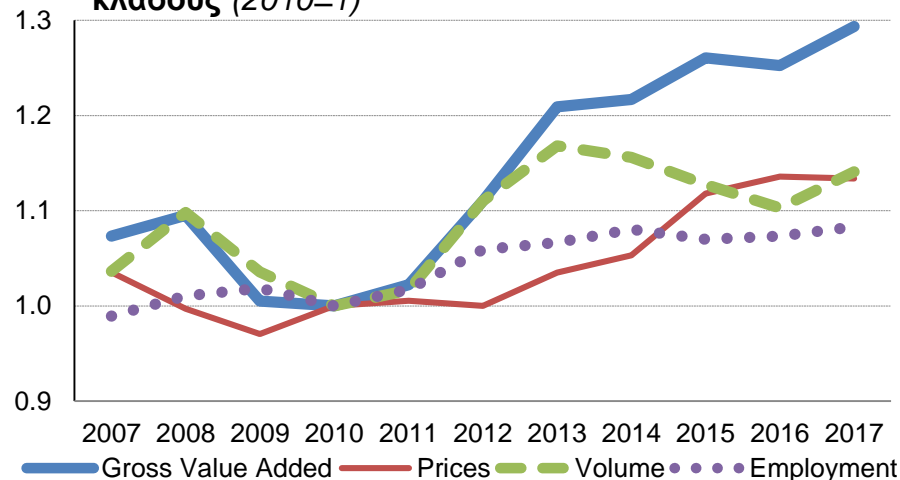
## Βασικές μακροοικονομικές μεταβλητές (% ΑΕΠ)



Source: Eurostat

- Από την πλευρά της προσφοράς: Αναδιάρθρωση προς εμπορεύσιμα αγαθά και υπηρεσίες. → Απαιτούνται επενδύσεις

## Δείκτης εμπορεύσιμων προς μη εμπορεύσιμους κλάδους (2010=1)



Note: Tradeables: agriculture, industry, business and financial services, telecommunications and services related to tourism (transport and accommodation and restaurants).  
Non-tradeables: all else except public administration and non-market services.

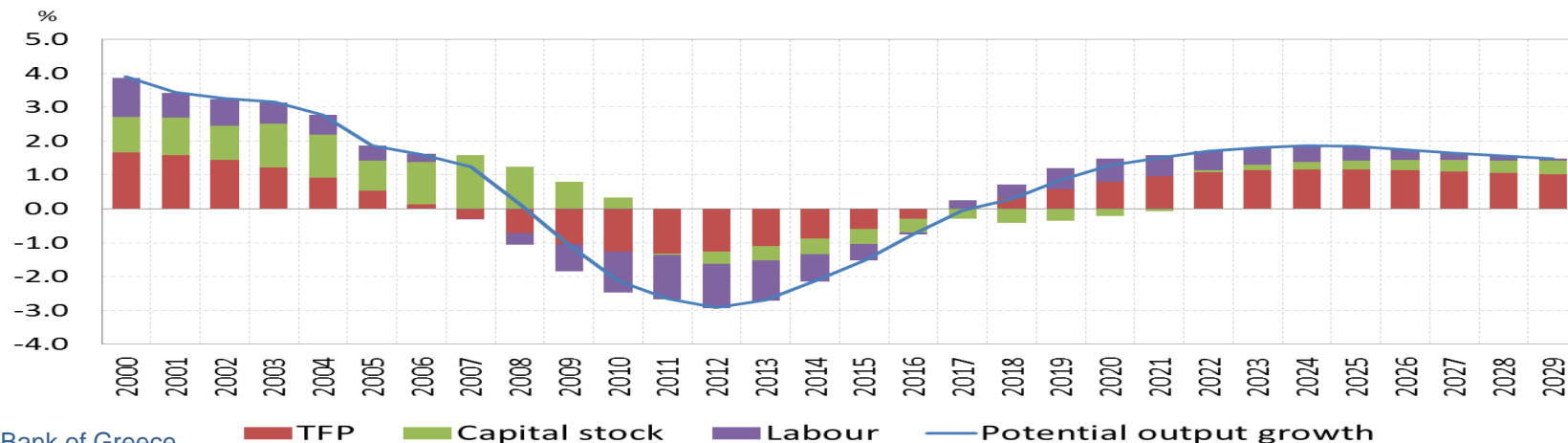
Source: Bank of Greece

## Μακροχρόνια ανάπτυξη

- Η γήρανση/μείωση του πληθυσμού και το υψηλό ποσοστό μακροχρόνιας ανεργίας επηρεάζουν αρνητικά την δυνητική ανάπτυξη.
- Σε δέκα χρόνια, το δυνητικό προϊόν θα αυξάνεται με ρυθμό 1,5%.
- Η βασική κινητήρια δύναμη ανάπτυξης σε χρόνο T+10 είναι η αύξηση της παραγωγικότητας (τάσης), η οποία αναμένεται να συνεισφέρει περίπου 1 π.μ. στην αύξηση του δυνητικού προϊόντος. Το υπόλοιπο μέρος εξηγείται κατά 0,4 π.μ. από τη συνεισφορά του κεφαλαίου και 0,1 π.μ. από την εργασία.

### Δυνητικό ΑΕΠ

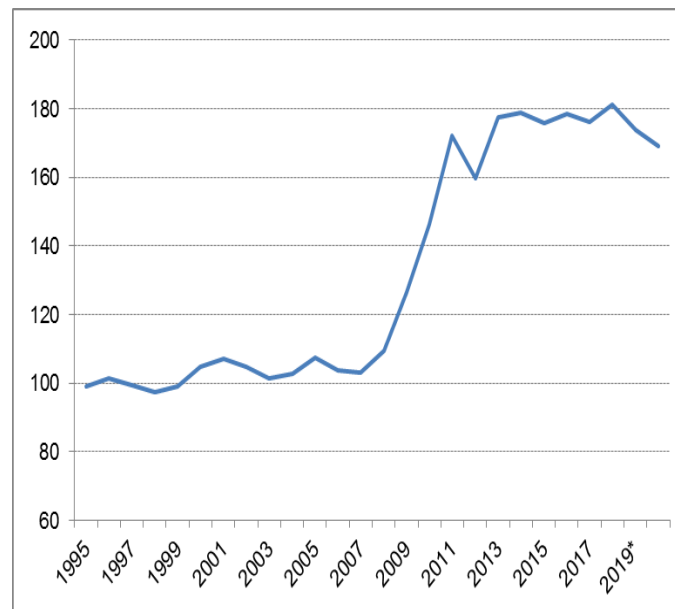
(ετήσια % μεταβολή, συνεισφορά σε π.μ.)



## Δημόσιο χρέος

- ❑ Το δημόσιο χρέος είναι υψηλό αλλά διαχειρίσιμο (174% του ΑΕΠ το 2019:Η1).
  - Μακρά μέση διάρκεια (19 έτη) και χαμηλό μέσο επιτόκιο (2%).
  - ¾ του ελληνικού δημόσιο χρέους κρατείται από τον επίσημο τομέα.
  - Χαμηλό κόστος εξυπηρέτησης (λιγότερο από 3% του ΑΕΠ έναντι 4.6% για τον μέσο όρο των χωρών της περιφέρειας).
- ❑ Τα μέτρα ελάφρυνσης του χρέους συμφωνήθηκαν στο Eurogroup (2016 και 2018) έχουν βελτιώσει την βιωσιμότητα του χρέους.
- ❑ Ασφάλιση έναντι διαταραχών των επιτοκίων μεσοπρόθεσμα.
  - Με περισσότερο από το 90% του ελληνικού χρέους με σταθερό επιτόκιο, η βιωσιμότητα του χρέους είναι ανθεκτική ως προς την εξέλιξη των επιτοκίων.
  - Η δυναμική του χρέους μέχρι τις αρχές της δεκαετίας του 2030 εξαρτάται κυρίως από την αύξηση του ονομαστικού ΑΕΠ και το μέγεθος των πρωτογενών δημοσιονομικών πλεονασμάτων (και δευτερευόντως από την πορεία των επιτοκίων).

**Δημόσιο χρέος**  
(% ΑΕΠ)



Source: Eurostat

\* Debt figures for 2019-20 from the Draft Budget 2020

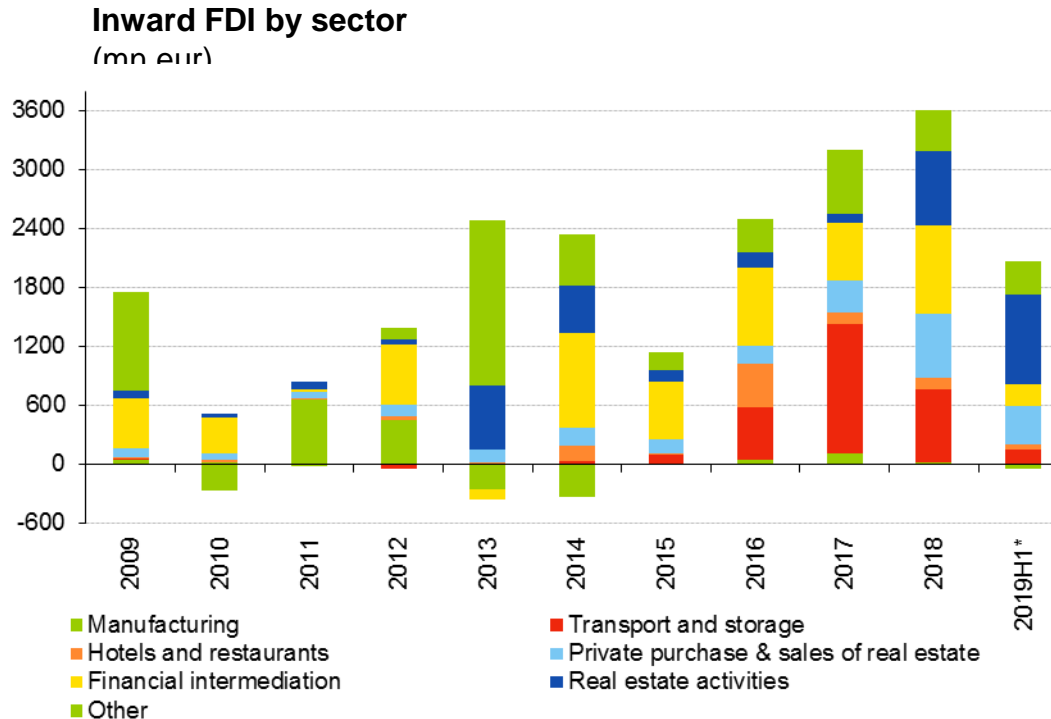


## Σύνοψη

- ❑ **Η οικονομία αναπτύσσεται και πάλι**
  - ...αλλά παραμένει ευάλωτη (υψηλό δημόσιο χρέος, μη εξυπηρετούμενα δάνεια, ανεργία).
- ❑ **Οι μακροχρόνιες προοπτικές είναι θετικές**
  - Αυξημένη ανταγωνιστικότητα.
  - Διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις.
  - Οικονομική αναδιάρθρωση.
- ❑ **Η οικονομική πολιτική πρέπει τώρα να επικεντρωθεί στην ανάπτυξη και στις μεταρρυθμίσεις**
  - Αλλαγή μείγματος δημοσιονομικής πολιτικής ώστε να ενισχυθεί η ανάπτυξη.
  - Επιτάχυνση των ιδιωτικοποιήσεων ώστε να υποστηριχθούν οι επενδύσεις και να προσελκυσθούν ΑΞΕ.
  - Επιτάχυνση διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων (ενίσχυση κράτος δικαίου, επιτάχυνση απονομής δικαιοσύνης, κυβερνητική αποτελεσματικότητα, έλεγχος διαφθοράς).
- ❑ **Εναπομένουσες προκλήσεις**
  - Αντιμετώπιση ανεργίας και μη εξυπηρετούμενων δανείων.
  - Προώθηση καινοτομίας, εκπαίδευσης και κεφαλαίου βασιζόμενου στη γνώση.
  - Προσέλκυση ιδιωτικών επενδύσεων και ΑΞΕ. Αντιστροφή του brain drain.
  - Μετάβαση σε μια σύγχρονη, ανταγωνιστική, ψηφιακή και κλιματικά ουδέτερη οικονομία.

**Σας ευχαριστώ για την προσοχή σας!**

# Foreign Direct Investment: Real estate sector attracts FDI



Real estate sector attracts  
~40% of inward FDI

## But export base remains small

- ❑ Greece's exports are smaller than Eurozone's (36.1% of GDP against 47.9%).
- ❑ Exports of goods are larger than exports of services since 2011.

**Exports of goods by category**  
(%; bars pp contributions)

