

Δημόσιο Χρέος: Μια λύση για την Ελλάδα

Ντανιέλ Μουνέβαρ

Research on Money and Finance

Αθήνα, 09/11/14

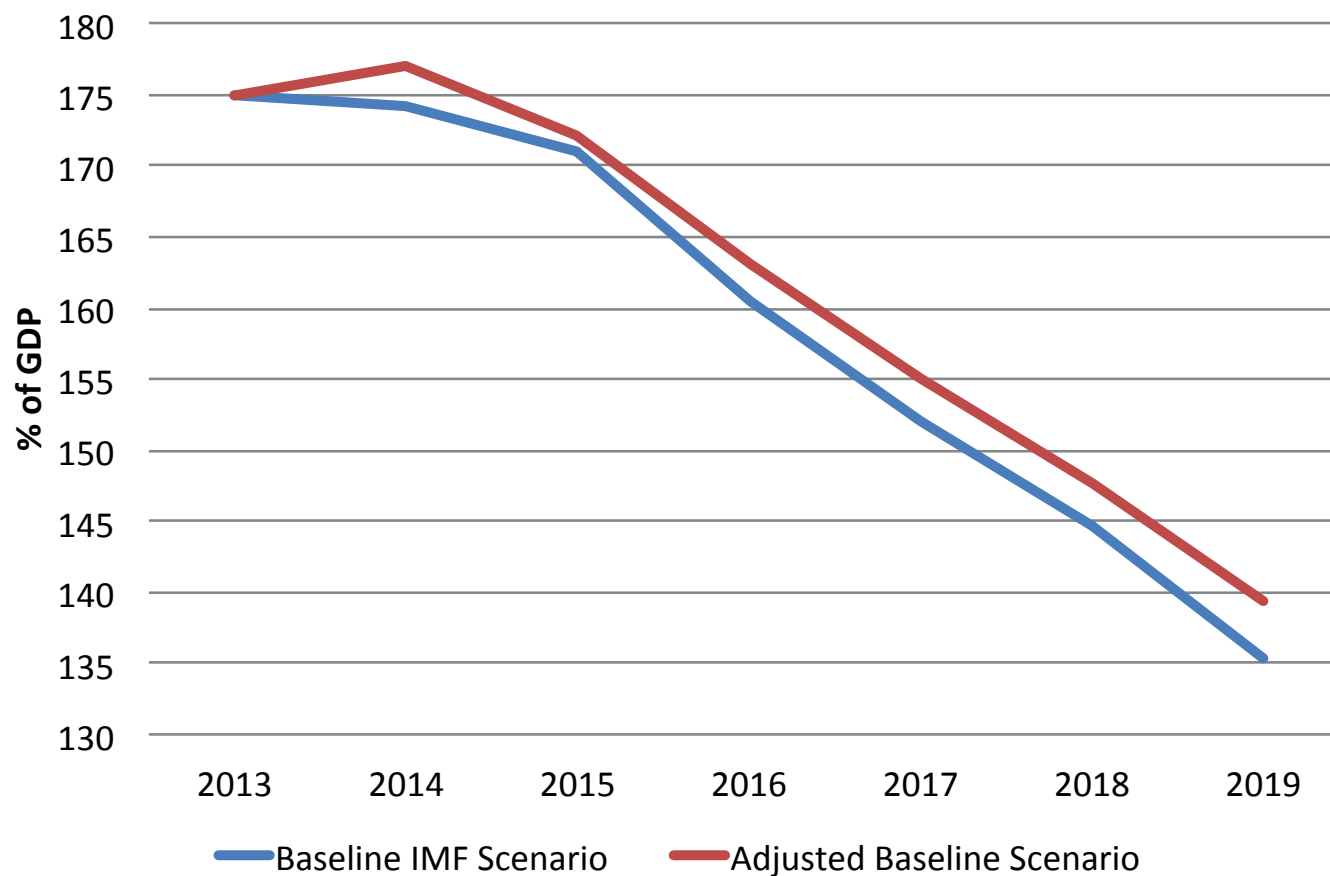
Το βασικό σενάριο ΔΝΤ - Ι

- Βασικές υποθέσεις (μέσος όρος 2015 – 2019)
 - Ανάπτυξη 3,4%
 - Πληθωρισμός 1,1%
 - Αποτελεσματικό επιτόκιο 3,3%
 - Πρωτογενές πλεόνασμα 4,1%
 - Έσοδα ιδιωτικοποιήσεων (%ΑΕΠ) 1,4%

- Επιπλέον 'απροσδιόριστα μέτρα' ύψους 1,3% του ΑΕΠ.
Περιλαμβάνονται στην καμπύλη χρέους του ΔΝΤ, αλλά όχι του RMF

Το βασικό σενάριο ΔΝΤ – II

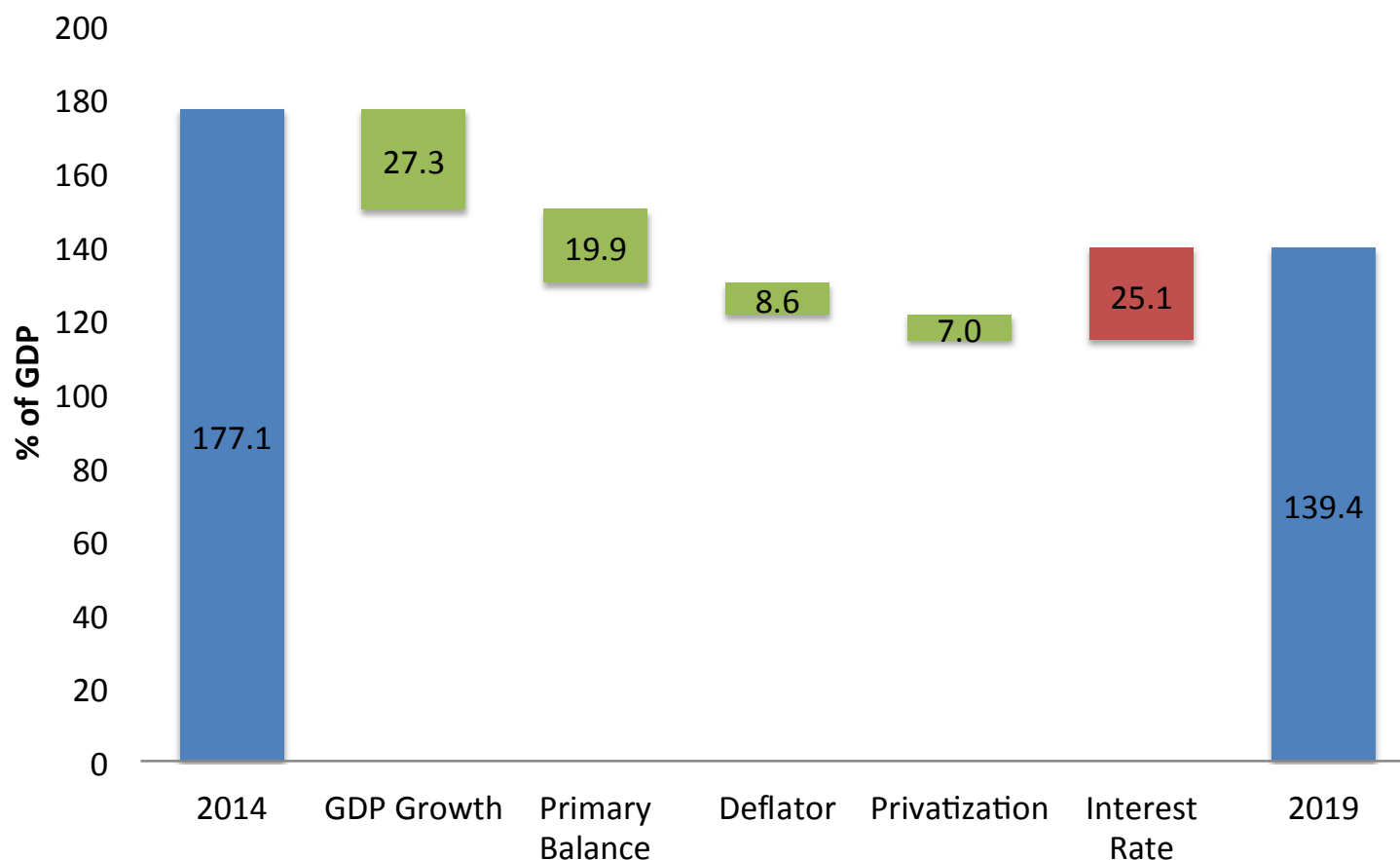
Ακαθάριστο Χρέος Γενικής Κυβέρνησης ως % ΑΕΠ



Source: European Commission (2014), IMF (2014). Calculations made by the author.

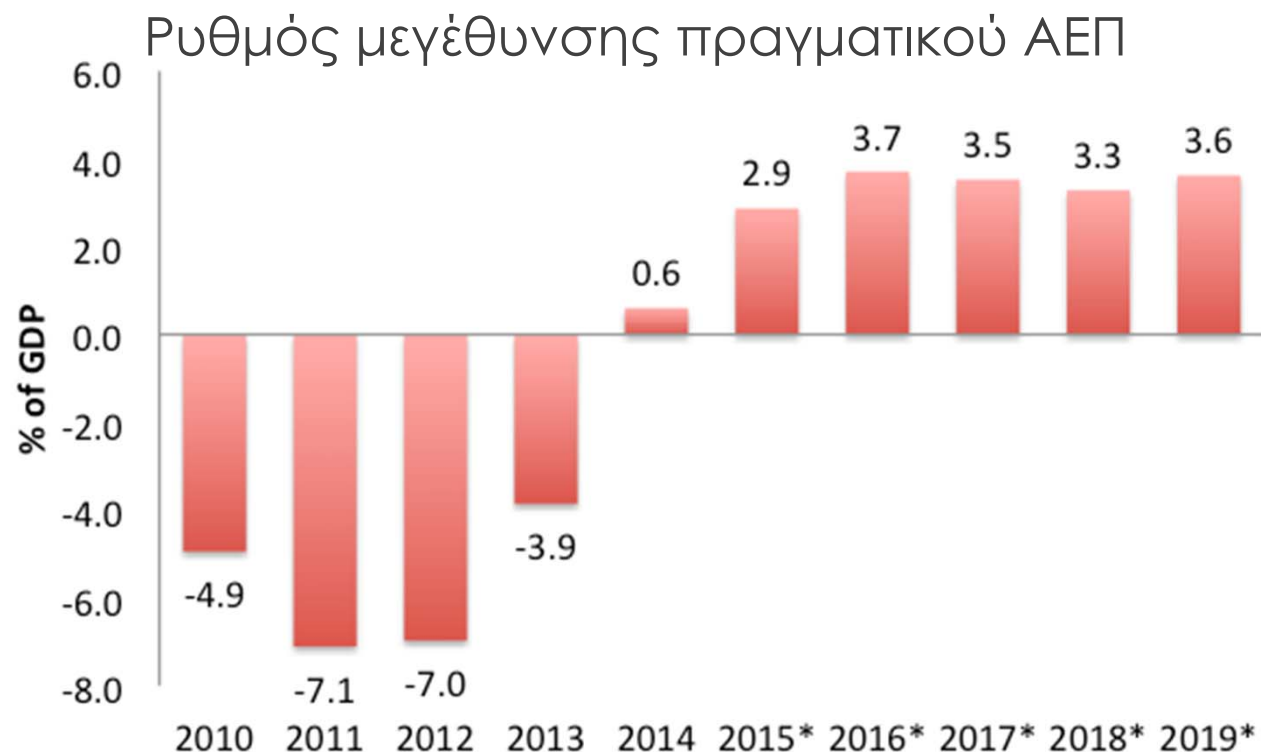
Το βασικό σενάριο ΔΝΤ - III

Εξέλιξη του Χρέους 2014 – 2019 (% του ΑΕΠ)
Συμμετοχή των κυρίων παραγόντων



Source: European Commission (2014), IMF (2014). Calculations made by the author.

Το βασικό σενάριο ΔΝΤ - IV



Source: Eurostat (2014), IMF (2014). *Projected. Calculations made by the author.

Greece	1965 - 2014	2001-2007	2015-2019*
GDP Growth Average	2.5	4.2	3.4
St. Dev.	4.3	1.3	0.3

*IMF Projections

Source: World Bank (2014), IMF (2014)

Υποτίθενται ρυθμοί ανάπτυξης υψηλότεροι του ιστορικά μέσου ρυθμού, και σημαντικά χαμηλότερης μεταβλητότητας (σε όρους Τυπικής Απόκλισης (St. Dev.)).
IMF Greece median forecast error (2005 – 2013): -2.91

Το βασικό σενάριο ΔΝΤ - V

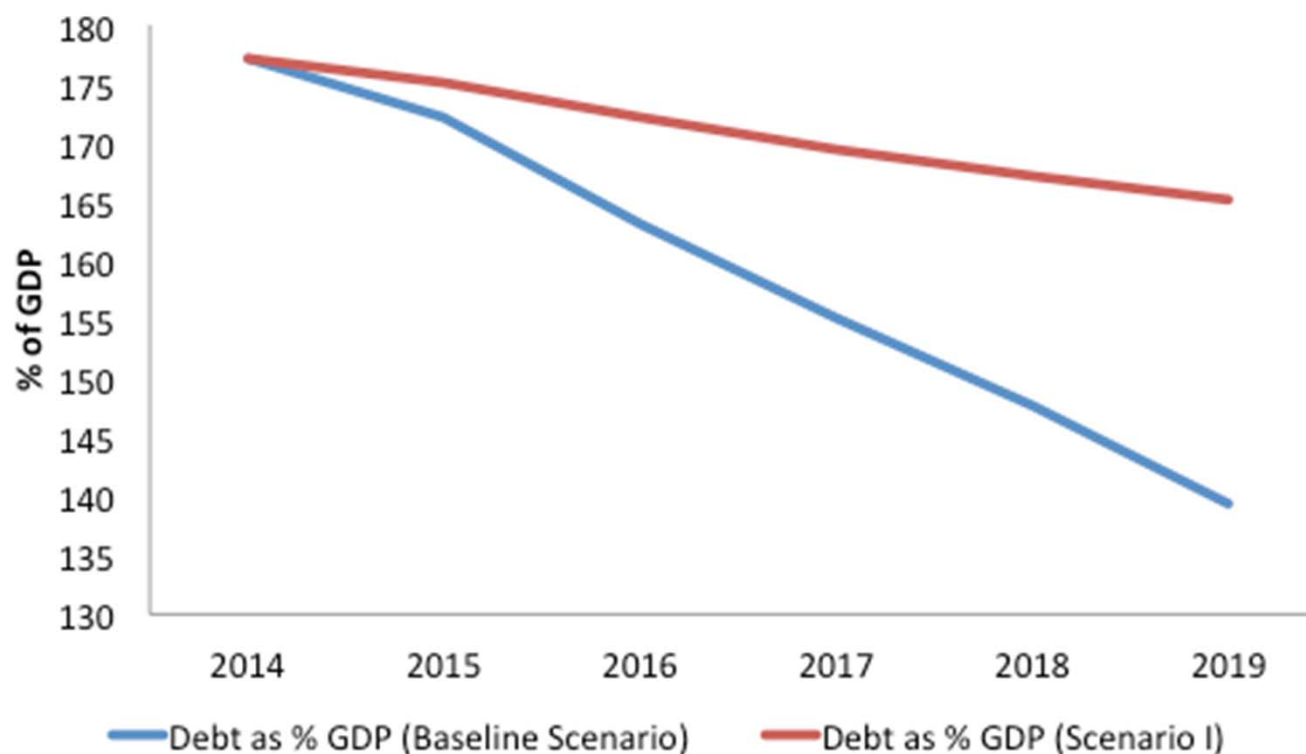
- **Τέσσερις μακροοικονομικές ασυνέπειες:**
 - Οι μακροοικονομικές προβολές κάνουν την υπόθεση ότι η χώρα θα μπορέσει να κλείσει το 'παραγωγικό κενό' σε 5 χρόνια.
 - Η Ελλάδα δεν έχει 'οικονομική μηχανή' που θα κάνει την ανάπτυξη να ξαναρχίσει. Το ΔΝΤ υποθέτει ότι η ανάπτυξη θα πηγάζει από την ιδιωτική ζήτηση παρά το ότι η ανεργία είναι υψηλή, οι μισθοί χαμηλοί και το 'ποσοστό χρησιμοποίησης' επίσης χαμηλό.
 - Μεσοπρόθεσμα το ΔΝΤ αναμένει ότι η δημόσια ζήτηση θα έχει θετική συμβολή στην ανάπτυξη, χωρίς όμως να υπάρξει αύξηση των δημοσίων δαπανών ως % του ΑΕΠ.
 - Το ΔΝΤ υποθέτει ότι η ανάκαμψη θα συνοδεύεται από μείωση των εισαγωγών ως % του ΑΕΠ.

Ένα πιο ρεαλιστικό σενάριο - Ι

	Σενάριο ΔΝΤ	Ρεαλιστικό σενάριο
Ανάπτυξη	3,4%	2,5%
Πληθωρισμός	1,1%	-0,4%
Αποτελεσματικό επιτόκιο	3,3%	3,3%
Πρωτογενές πλεόνασμα	4,1%	4,1%
Έσοδα ιδιωτικοποιήσεων	1,4%	0,4%

Ένα πιο ρεαλιστικό σενάριο - II

Ακαθάριστο Χρέος Γενικής Κυβέρνησης ως % του ΑΕΠ



% of GDP	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Primary Balance (Baseline Scenario)	1.5	3.0	4.5	4.5	4.2	4.2
Primary Balance (where Baseline Scenario = Scenario I)	1.5	5.8	10.5	9.8	9.3	10.1

Source: European Commission (2014), IMF (2014). Calculations made by the author.

Αναδιάρθρωση ελληνικού χρέους

- Όχι εάν χρειάζεται, αλλά τότε και πως:
 - Μείωση επιτοκίων
 - Επιμήκυνση
 - Διαγραφή ονομαστικής αξίας

Μείωση επιτοκίων - I

- Το «κλειδί» βρίσκεται στη σύνθεση του ελληνικού χρέους.

Composition of Greek Debt (End of 2013)

	EUR Bn	Average Interest Rate 2014 - 2019	Share
Private Creditors			
New bonds from the 2012 debt exchange (€bn)	31	2.7	20%
Hold-outs (€bn)	4	5.0	
Short-term securities (€bn)	15	5.0	
Others (€bn)	15	5.0	
Total	65	4.4	
ECB / IMF			
ECB/NCB holdings (€bn)	38	5.0	21%
IMF loans (€bn)	29	3.6	
Total	67	4.3	
EU / EFSF			
Bilateral EU loans (€bn)	53	1.2	59%
EFSF loans (PSI sweetener and accrued interest) (€bn)	35	2.0	
EFSF loans (2nd programme) (€bn)	99	2.0	
Total	187	1.7	
Total	319	2.7	

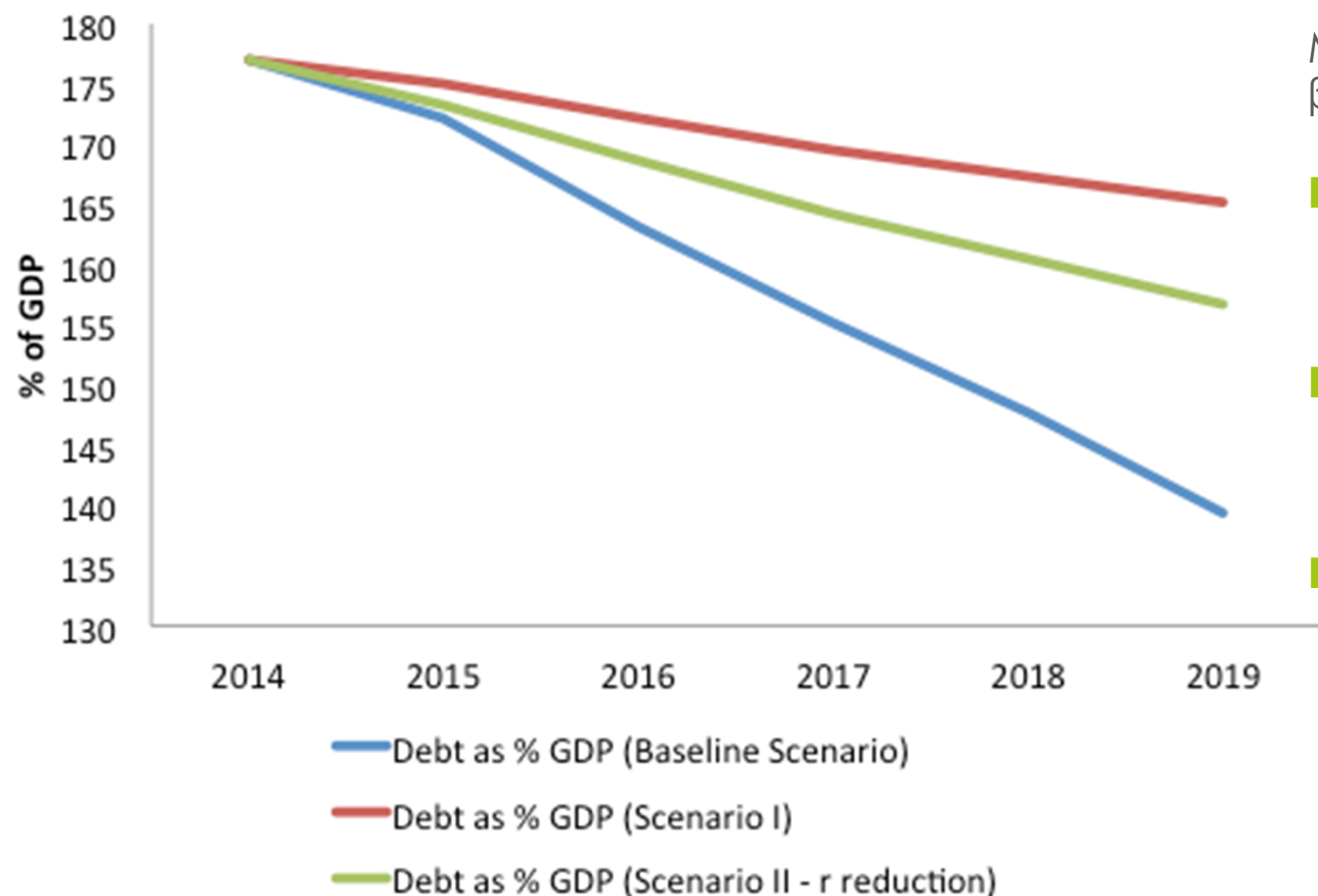
Source: IMF (2014), Darvas (2014). Calculations made by the author.

- Μια μείωση του μεσοσταθμικού επιτοκίου θα απαιτούσε σημαντική μείωση των επιτοκίων και του ΔΝΤ και της ΕΚΤ

Μείωση επιτοκίων - II

- Η επίπτωση μιας μείωσης 100 μονάδων βάσης

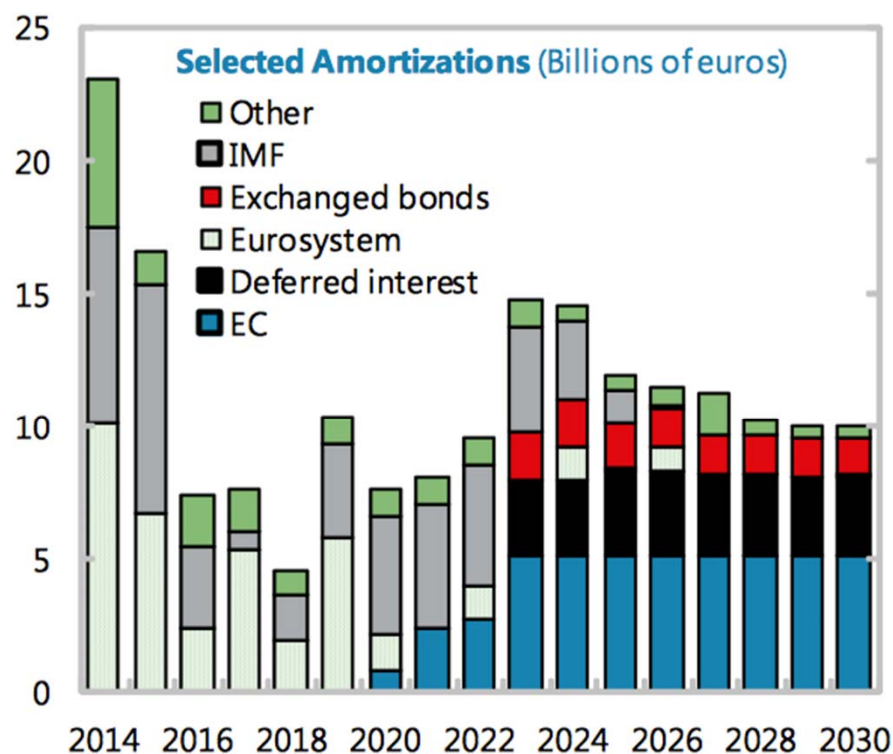
Ακαθάριστο χρέος γενικής κυβέρνησης ως % ΑΕΠ



Μια μείωση 100 μονάδων βάσης θα απαιτούσε:

- Μείωση 300 μονάδων βάσης στο επιτόκιο της ΕΚΤ
- Μείωση 200 μονάδων βάσης στο επιτόκιο του ΔΝΤ
- Επιπλέον μείωση 100 μονάδων βάσης στο επιτόκιο του ΕΤΧΣ

Επιμήκυνση – Η επίπτωση θα είναι περιορισμένη



Source: IMF staff estimates.

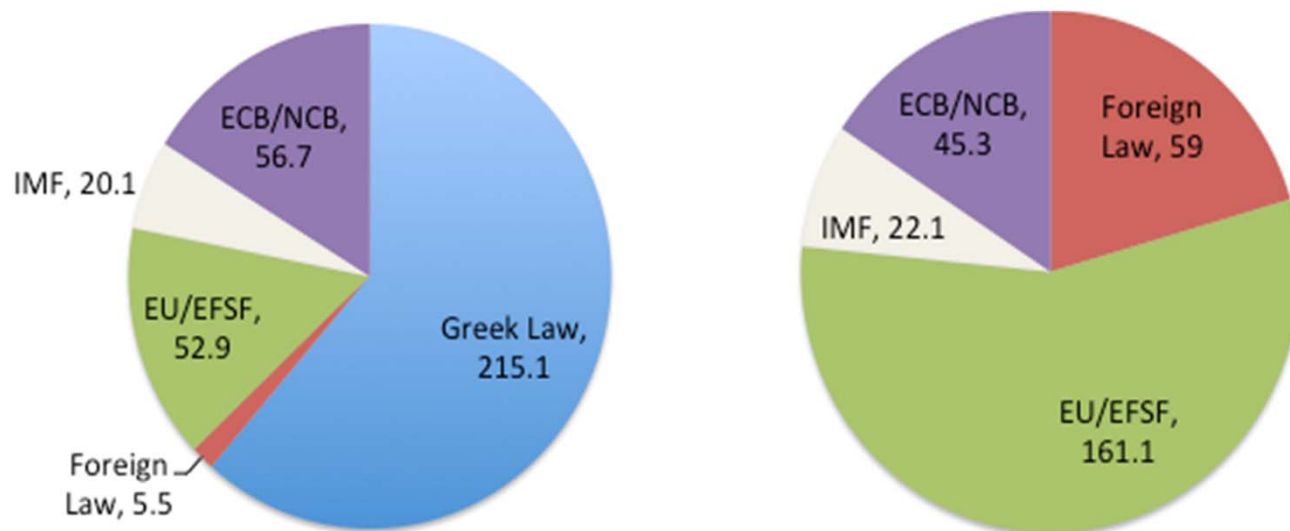
Η επιμήκυνση:

- Μειώνει την «καθαρή παρούσα αξία» και τις ανάγκες αναχρηματοδότησης.
- Δεν μειώνει τα χρεολύσια και δεν δημιουργεί «δημοσιονομικό χώρο» βραχυπρόθεσμα
- Το PSI του 2012 ήδη επιμήκυνε το χρέος και έδωσε περίοδο χάριτος 10 ετών για την αποπληρωμή του χρέους προς ΕΕ/ΕΤΧΣ.
- Οι μόνες πληρωμές που μπορούν να επιμηκυνθούν ουσιαστικά είναι προς το ΔΝΤ και την ΕΚΤ.

Διαγραφή χρέους - I

- Ούτε η επιμήκυνση, ούτε η μείωση των επιτοκίων προσφέρει χώρο οικονομικής πολιτικής μεσοπρόθεσμα.
- Οποιαδήποτε σοβαρή προσπάθεια για βιωσιμότητα του χρέους προϋποθέτει σημαντική μείωση της ονομαστικής αξίας του.
- Αυτό ήταν ήδη ξεκάθαρο μετά την αναδιάρθρωση του 2012 και για τον λόγο αυτό άλλαξε και το νομικό πλαίσιο του χρέους:

Governing Law Greek Debt: Pre and Post Restructuring 2012 (EUR Billion)



Source: Zettelmeyer (2013)

Διαγραφή χρέους - II

- Η διαγραφή του χρέους θα συμβεί σε συνθήκες στις οποίες η σύγκρουση με την Τρόικα θα είναι **αναπόφευκτη**

Θετικά και αρνητικά της προοπτικής διαγραφής χρέους στην Ελλάδα

Θετικά	Αρνητικά
1. Υπάρχει πρωτογενές πλεόνασμα.	1. Το νομικό πλαίσιο είναι εχθρικό και οδηγεί σε δικαστικές περιπέτειες.
2. Η σύνδεση εγχώριων τραπεζών και δημοσίου χρέους ατόνησε το 2012.	2. Δημιουργεί κακό προηγούμενο για το ΔΝΤ και την ΕΚΤ.
3. Δυνατότητα αντικυκλικής δημοσιονομικής πολιτικής.	3. Ευθεία σύγκρουση με το ΕΤΧΣ.

Διαγραφή χρέους - III

- Στις σημερινές συνθήκες η δυνατότητα συναινετικής διαγραφής είναι **πολύ περιορισμένη**

Πλαίσιο διαγραφής

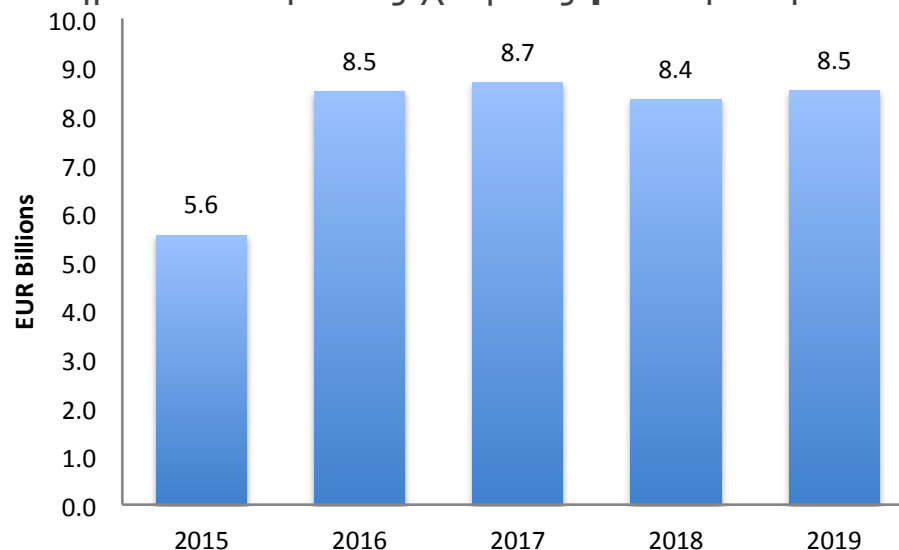
	Ποιος θα φέρει τις ζημιές;	Ικανότητα απορρόφησης ζημιών	Πολιτικό πλαίσιο
Γερμανία (1953)	Δημόσιοι δανειστές (ΗΠΑ, Βρετανία)	Περιορισμένη για τη Βρετανία	Ψυχρός Πόλεμος
Ελλάδα (201?)	ΕΤΧΣ/ΕΚΤ/ΔΝΤ	Μικρό κεφαλαιακό 'μαξιλάρι' για ΕΤΧΣ και ΕΚΤ. Απαιτεί περαιτέρω συμμετοχή κρατών-μελών	Ισχυρή αντίδραση Γερμανίας, αλλά και από άλλες περιφερειακές χώρες.
Ελλάδα, Ισπανία, Πορτογαλία, Ιταλία	Ευρωπαϊκό Τραπεζικό Σύστημα/Γερμανία	Πολύ περιορισμένη. Απαιτεί παρέμβαση μεγάλου μεγέθους για τη διάσωση των τραπεζών	Ισχυρή αντίδραση Γερμανίας.

Διαγραφή χρέους - IV

■ Δύο βασικά σενάρια για την Ελλάδα:

- **‘Βλέποντας και κάνοντας’:** Στασιμότητα. Δεκαετίες λιτότητας. Συστηματική εξασθένιση του δημόσιου τομέα. Απώλεια οικονομικής κυριαρχίας.
- **Μονομερείς ενέργειες:** Εμπορικές και χρηματοπιστωτικές κυρώσεις. Πιθανή έξοδος από την ΟΝΕ. **Βραχυπρόθεσμη** οικονομική κρίση. Οικονομική ανάπτυξη και κυριαρχία **μακροπρόθεσμα**.
- **Οποιαδήποτε** προσπάθεια συστηματικής ανάκαμψης και στήριξης της ανταγωνιστικότητας θα απαιτήσει **ενεργό δημοσιονομική πολιτική** μετά από διαγραφή χρέους.

Επιπλέον δημοσιονομικός χώρος **μετά** μια βαθιά διαγραφή χρέους



Source: European Commission (2014), IMF (2014). Calculations made by the author.