

Προκαταρκτική Ανάλυση Βιωσιμότητας του Χρέους για την Ελλάδα

Το παρόν σημείωμα, το οποίο έχει παραχθεί από το προσωπικό των Ευρωπαϊκών θεσμών, συνοψίζει τις απόψεις τους καθώς και εκείνες του προσωπικού του ΔΝΤ. Παρουσιάζει μια προκαταρκτική ανάλυση βιωσιμότητας του χρέους για την Ελλάδα υποθέτοντας ότι θα υπάρξει ένα Staff Level Agreement και μια επέκταση του τρέχοντος προγράμματος οικονομικής βοήθειας του Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής σταθερότητας (EFSF) για πέντε μήνες. Κατά την περίοδο αυτή θα υπάρξει παροχή οικονομικής βοήθειας με την μορφή εκταμίευσης από το EFSF (συμπεριλαμβανομένης της ανακατεύθυνσης του αποθέματος του ΤΧΣ), μεταφορά κερδών του προγράμματος SMP και εκταμίευση από το ΔΝΤ. Πρώτα ανατρέπει στις παραμέτρους της συμφωνίας του Eurogroup του 2012, μετά εξετάζει τις τρέχουσες εκτιμήσεις σχετικά με το επίπεδο του χρέους/ΑΕΠ με ορίζοντα το 2020 και το 2022 με βάση διαφορετικά σενάρια, και μετά, ως συμπλήρωμα, εξετάζει τις ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες ώστε να αξιολογήσει την βιωσιμότητα του χρέους υπό το πρίσμα των ιδιαιτεροτήτων της δομής του Ελληνικού χρέους. Μια πιο λεπτομερής Ανάλυση Βιωσιμότητας Χρέους (DSA) θα παρουσιαστεί στην πλήρη ολοκλήρωση της αξιολόγησης.

1. Το πλαίσιο του Eurogroup του 2012 για το χρέος

Το Eurogroup του 2012 συμφώνησε σε μια σειρά μέτρων για να εξασφαλίσει ότι η Ελλάδα θα μπορέσει να φτάσει σε ένα λόγο χρέους προς ΑΕΠ της τάξεως του 124% το 2020, και το 2022 μια αναλογία χρέους προς ΑΕΠ αρκετά χαμηλότερη από 110%. Συμφώνησε επίσης να εξετάσει και περαιτέρω μέτρα, αν κριθεί αναγκαίο, ώστε να επιτευχθεί μια αξιόπιστη και βιώσιμη μείωση του λόγου χρέους – ΑΕΠ, όταν η Ελλάδα πετύχει ένα ετήσιο πρωτογενές πλεόνασμα, όπως προβλέπεται στο τρέχον μνημόνιο, υπό την προϋπόθεση ότι θα εφαρμοστούν πλήρως όλοι οι όροι που περιέχονται στο πρόγραμμα. Το Eurogroup της 20^{ης} Φεβρουαρίου 2015 επιβεβαίωσε την δέσμευση σε αυτό το πλαίσιο.

Η Ελλάδα έχει ήδη ωφεληθεί από μια σειρά μέτρων για την μείωση του χρέους. Οι όροι σχετικά με το Greek Loan Facility έχουν αναθεωρηθεί τρεις φορές (επέκταση της περιόδου χάριτος και των ωριμάνσεων, μείωση των επιτοκίων). Οι όροι του EFSF τροποποιήθηκαν το 2012 (επέκταση ωριμάνσεων, κατάργηση χρεώσεων και αναβολή πληρωμών τόκων). Επιπλέον, το Eurogroup δεσμεύτηκε να μεταφέρει τα κέρδη των προγραμμάτων SMP και ANFA. Συνολικά, αυτά τα μέτρα ήδη συνεπάγονται μια άμεση μείωση των χρηματοδοτικών αναγκών κατά τη διάρκεια της επόμενης δεκαετίας και ισοδυναμούν με μια οικονομική ανακούφιση του χρέους, σε όρους καθαρής παρούσας αξίας, από την σκοπιά των αγορών. Πρέπει επίσης να επισημανθεί ότι οι πληρωμές τόκων της Ελλάδος είναι συγκρίσιμες με εκείνες των λιγότερο χρεωμένων χωρών (Ιταλία, Πορτογαλία για παράδειγμα). Τέλος, το PSI οδήγησε σε μείωση του δημόσιου χρέους κατά περίπου 100 δις Ευρώ τον Μάρτιο του 2012 (52% του ΑΕΠ του 2012).

2. Τρέχουσα κατάσταση σχετικά με την Ανάλυση Βιωσιμότητας Χρέους

Είναι ξεκάθαρο ότι η ανεπαρκής εφαρμογή της πολιτικής και οι αβεβαιότητες των τελευταίων μηνών έχουν καταστήσει την επίτευξη των στόχων του 2012 ανέφικτη σε κάθε περίπτωση. Οι βασικοί παράγοντες που οδήγησαν στην επιδείνωση της Ανάλυσης Βιωσιμότητας Χρέους είναι η μείωση της οικονομικής ανάπτυξης, η αναθεωρημένη πορεία του πρωτογενούς ισοζυγίου, τα χαμηλότερα έσοδα από τις ιδιωτικοποιήσεις και πιθανές επιπρόσθετες οικονομικές ανάγκες του τραπεζικού τομέα.

3. Η Ανάλυση Βιωσιμότητας Χρέους (DSA) υπό το πρίσμα διαφορετικών σεναρίων

Για αυτήν την προκαταρκτική Ανάλυση Βιωσιμότητας Χρέους (DSA) παρουσιάζονται τρία σεναρία. Το πρώτο υποθέτει πλήρη εφαρμογή των μεταρρυθμίσεων του προγράμματος και τις αντίστοιχες συνέπειες στην ανάπτυξη. Το δεύτερο υποθέτει μερική εφαρμογή των μεταρρυθμίσεων, συμπεριλαμβανομένου και των ιδιωτικοποιήσεων, οδηγώντας σε 0,5% χαμηλότερη ανάπτυξη και σε ένα υψηλότερο επιτόκιο κινδύνου (0,6%). Το τρίτο σενάριο αποτελεί το σενάριο βάσης του ΔΝΤ. Πραγματοποιούνται περαιτέρω εργασίες προκειμένου να συγκλίνουν τα σεναρία.

Σύμφωνα με όλα τα σεναρία, το χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ είναι σε πτωτική πορεία, αλλά παραμένει σημαντικά πάνω από τους στόχους του Eurogroup του Νοεμβρίου του 2012 οι οποίοι περιγράφονται ως «πολύ κάτω από το 110% μέχρι το 2022».

		2015	2020	2022	2030	
Χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ (%)	Σενάριο Α	172,8	137,5	124,0	85,0	
	Σενάριο Β	174,3	146,5	135,0	100,9	
	Σενάριο Γ	176,7	149,9	142,2	118,0	
Παραδοχές*	Πρωτογενές πλεόνασμα (% ΑΕΠ)	Σενάριο Α	1,0	3,5	3,5	3,5
		Σενάριο Β	1,0	3,5	3,5	3,5
		Σενάριο Γ	1,0	3,5	3,5	3,5
	Έσοδα από ιδιωτικοποιήσεις (€ δις.), Συγκεντρωτικά	Σενάριο Α	1,4	15,2	22,0	26,8
		Σενάριο Β	0,4	9,2	16,0	20,8
		Σενάριο Γ	0,5	3,0	4,0	4,0
	Ονομαστική αύξηση ΑΕΠ	Σενάριο Α	- 0,6	4,1	4,1	4,0
		Σενάριο Β	- 1,2	3,5	3,5	3,5
		Σενάριο Γ	- 1,2	3,7	3,7	3,5
Επιτόκιο αναχρηματοδότησης (%)	Σενάριο Α	1,4	5,1	4,9	4,1	
	Σενάριο Β	1,4	5,4	5,2	4,7	
	Σενάριο Γ	1,4	6,3	6,3	6,3	

Σημείωση: όλα τα σεναρία υποθέτουν ένα νέο τριετές πρόγραμμα με ευνοϊκούς όρους χρηματοδότησης. Το ποσοστό του χρέους θα είναι υψηλότερο εάν απαιτηθεί πρόσθετη ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών.

4. Ο Ρόλος των Χρηματοδοτικών Αναγκών

Η εστίαση στο επίπεδο του χρέους προς ΑΕΠ δεν επιτρέπει να αποτυπωθεί η διάρθρωση του χρέους και αυτή καθαυτή δεν απεικονίζει πλήρως τα μέτρα που έχουν ληφθεί για την ευρωπαϊκή οικονομική ενίσχυση, ώστε να γίνει το ελληνικό χρέος βιώσιμο. Αυτή η πτυχή μπορεί να αντιμετωπιστεί καλύτερα από τις ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες της

χώρας, οι οποίες αποτυπώνουν τη δομή των πληρωμών της σε βάθος χρόνου. Χαμηλότερες ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες συνεπάγονται καλύτερη πρόσβαση στις αγορές και λιγότερο κίνδυνο για την οικονομική σταθερότητα.

Η μέθοδος υπολογισμού των ακαθάριστων χρηματοδοτικών αναγκών δέχεται ότι υπάρχει ζήτημα βιωσιμότητας, σύμφωνα με τα δύο πρώτα σενάρια. Οι ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες παραμένουν πολύ κάτω από το όριο του 15%, ένα όριο το οποίο αναφέρεται στις οδηγίες του ΔΝΤ σχετικά με αυτό το κριτήριο. Σύμφωνα με το σενάριο Γ, σημαντική αναμόρφωση του ύψους του χρέους και ευνοϊκοί όροι δανεισμού θα βελτίωναν τη βιωσιμότητα. Η αναμόρφωση των ρών των πληρωμών δεν συνεπάγεται ονομαστικό κούρεμα ή δημοσιονομικά κόστη για τους πιστωτές. Αυτό επίσης θα οδηγούσε σε πρόσθετα κέρδη Καθαρής Παρούσας Αξίας (NPV) για την Ελλάδα και μακροπρόθεσμα θα ενίσχυε την βιωσιμότητα του Ελληνικού δημόσιου χρέους.