

**ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗ
ΚΑΙ
ΔΥΝΑΜΙΚΗ ΤΟΥ ΧΡΕΟΥΣ**

Νίκος Χριστοδουλάκης

**Συνέδριο ΕΛΙΑΜΕΠ
Δεκέμβριος 2013**

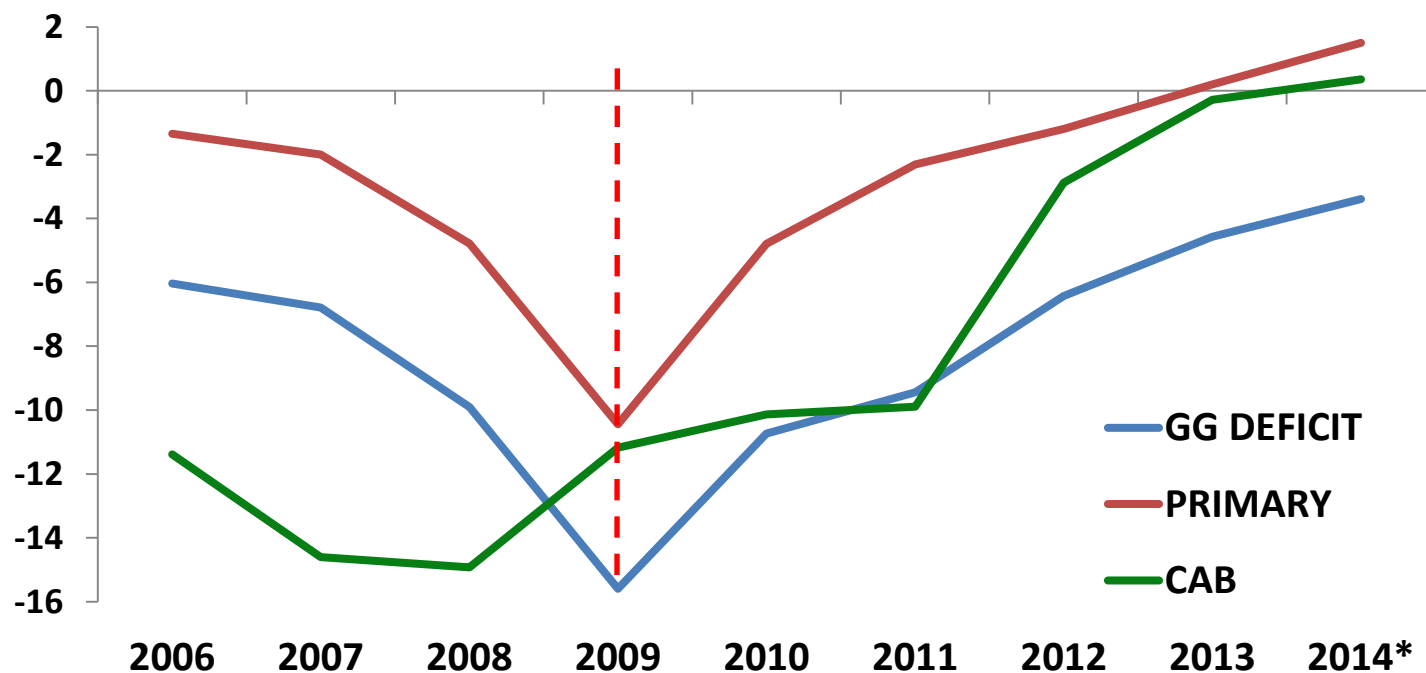
Η Προσαρμογή ...

Όλα τα ελλείμματα καλύτερα και από πριν την κρίση

Έλλειμμα Γεν. Κυβ. από -16% → - 4.5% το 2013

Πρωτογενές από -10.5% → +0.20%

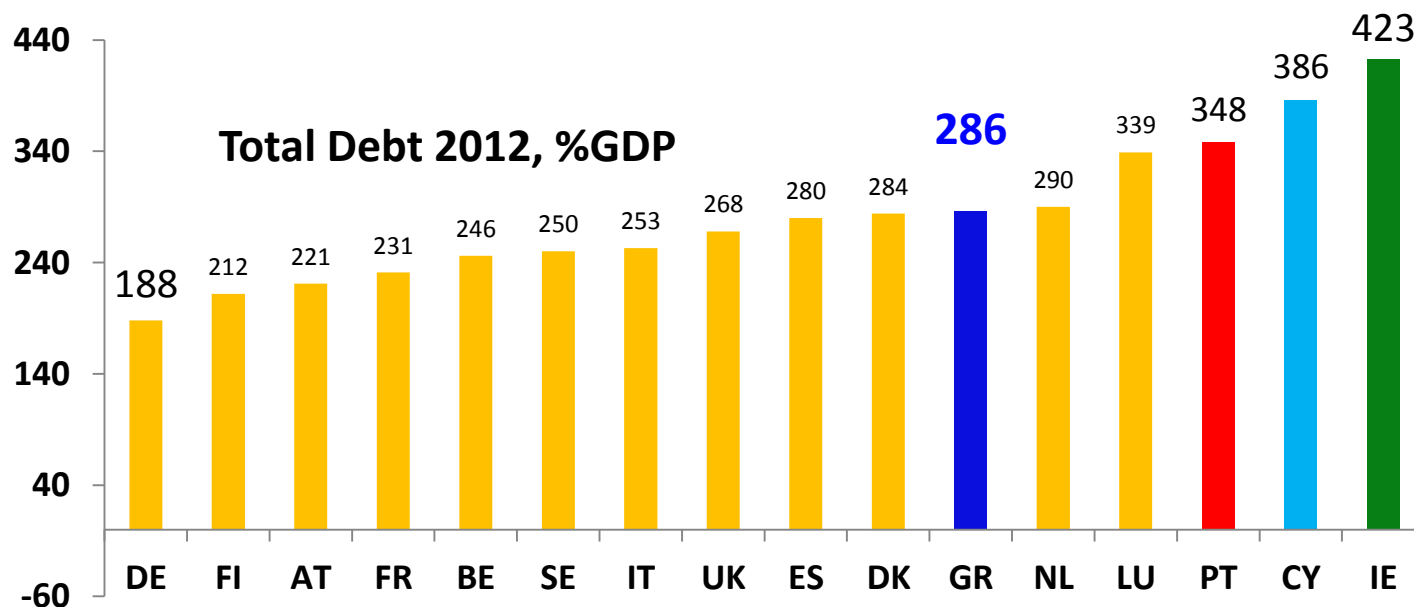
Εξωτερικό έλλειμμα από -15% → 0% (εκτίμηση)



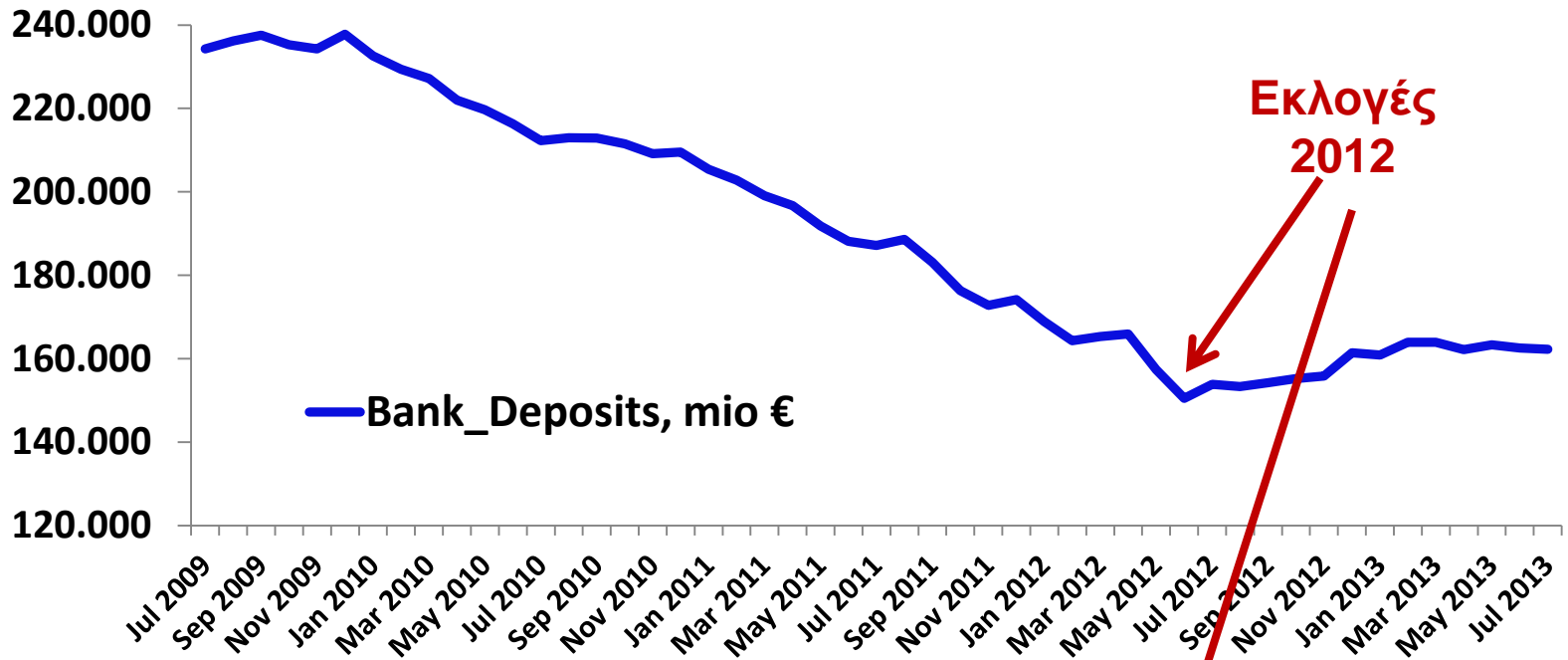
Η Ελλάδα δεν είναι πλέον η χώρα με τα μεγαλύτερα ελλείμματα στην Ευρωζώνη

	Greece	Average EA 17	Worst-Ranking
Gross Balance	-4.57	-3.41	5
Primary surplus	0.20	-1.01	11
CA deficit	-0.286	1.90	3

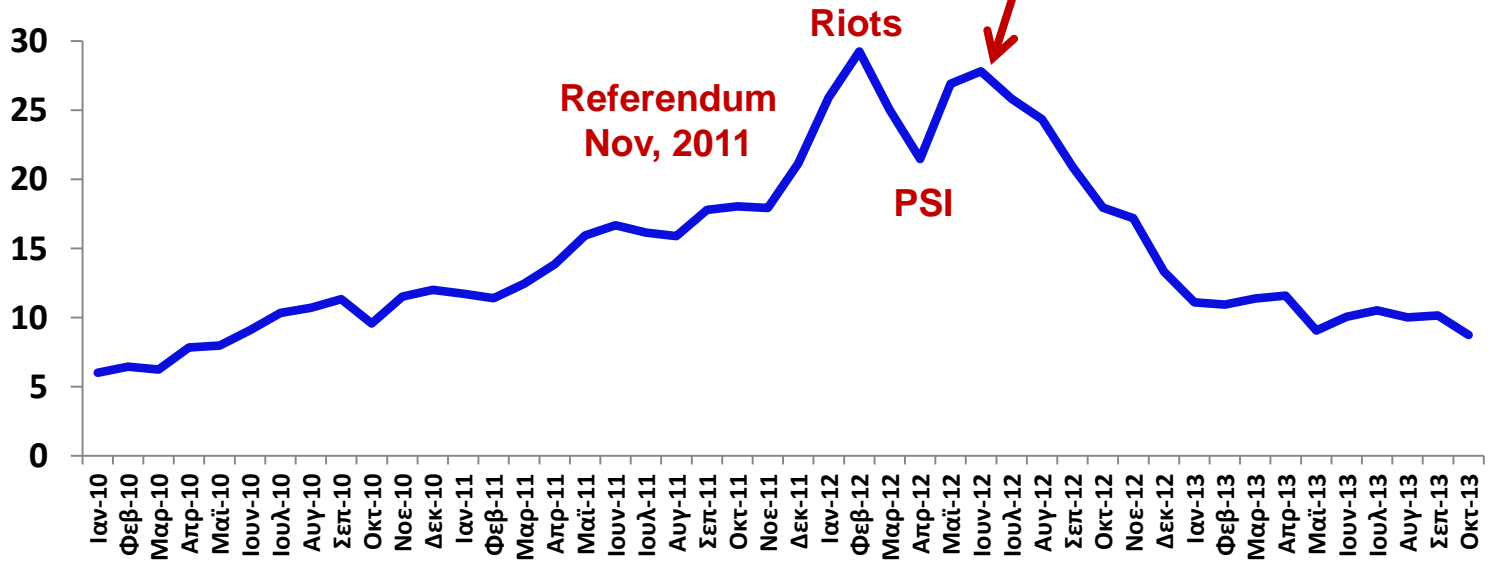
...ούτε με το υψηλότερο ΣΥΝΟΛΙΚΟ χρέος (δημόσιο + ιδιωτικό)



Η φυγή καταθέσεων ανακόπηκε. Μικρή αντιστροφή

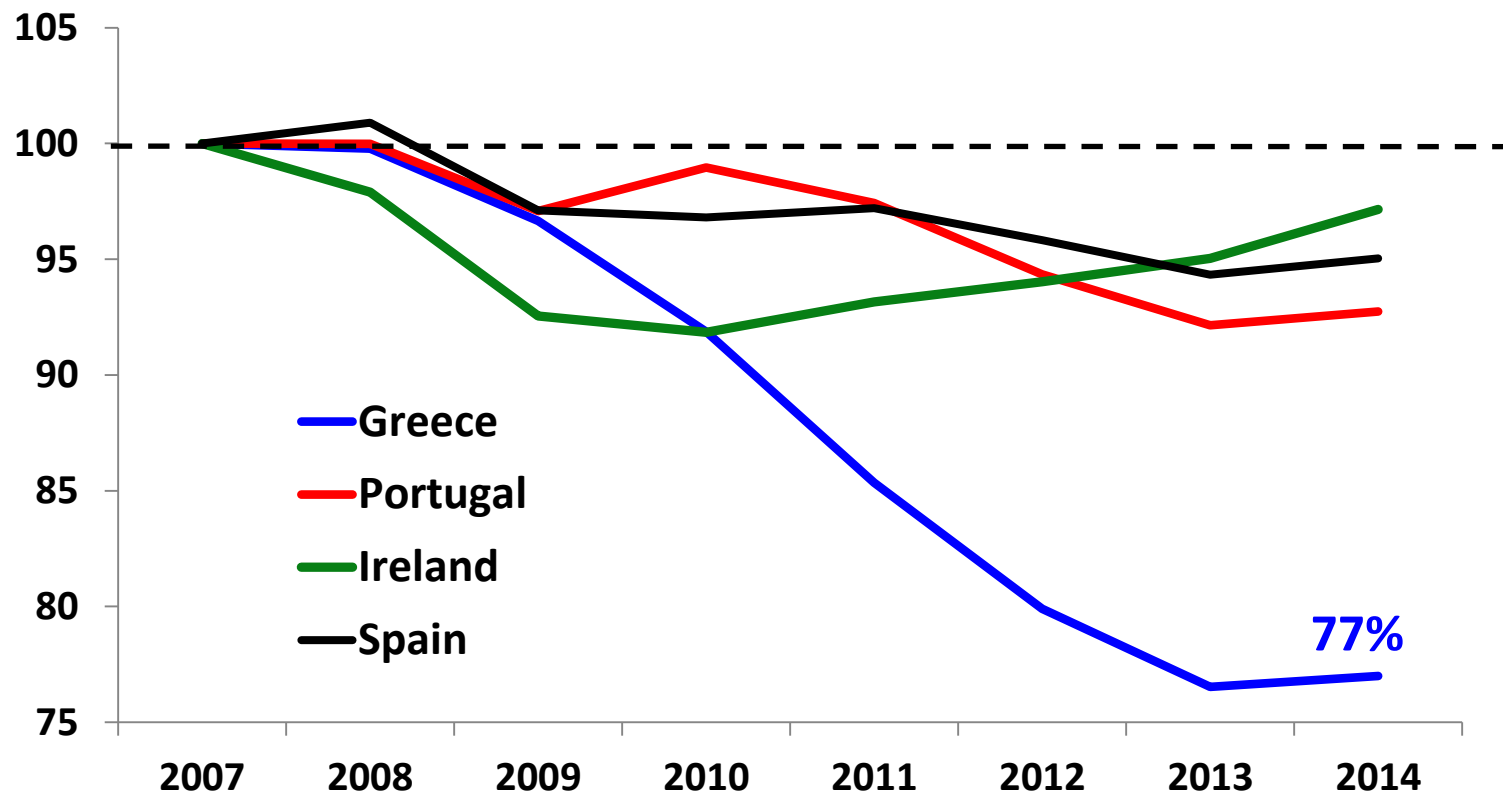


Αποδόσεις
δεκαετούς
στο 8%,
όπως το
2010

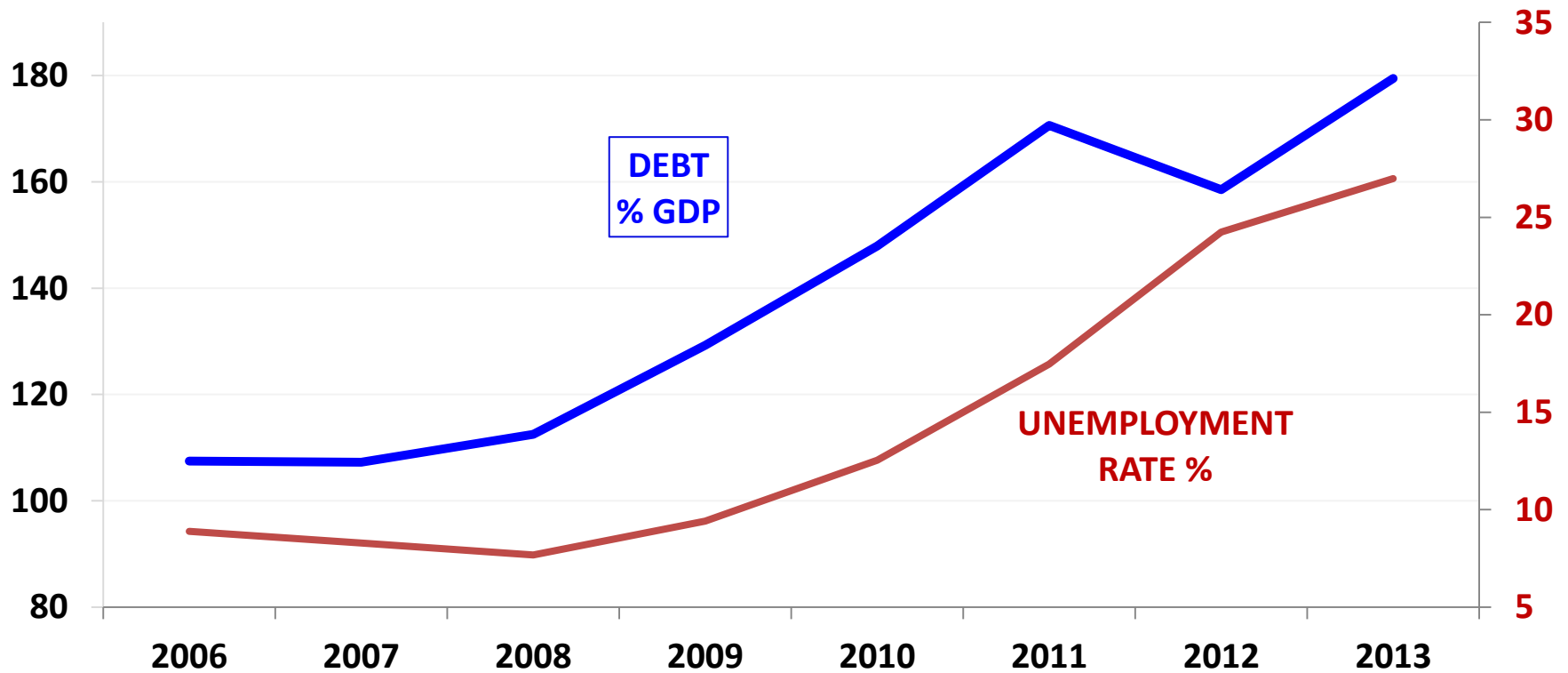


Το Πρόβλημα (1): Υπερβολική ύφεση και ανεργία

Όλες οι περιφερειακές οικονομίες σε ύφεση επί 5 έτη,
αλλά η ελληνική σε μεγάλη **κατάρρευση -23%**



Πρόβλημα (2): Ανεργία και Χρέος επιδεινώνονται ραγδαία...

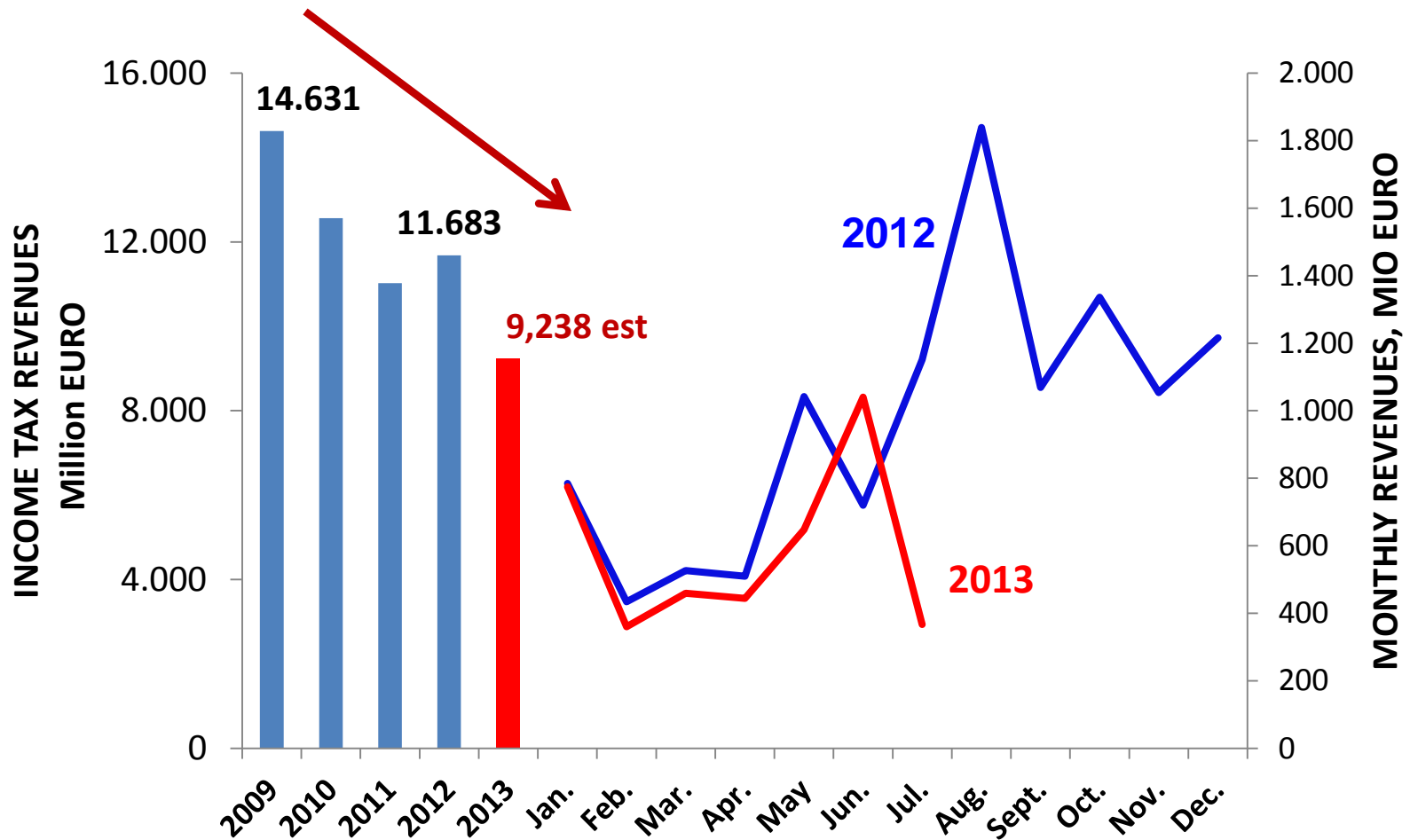


Ανεργία από 8.5% το 2009 στο 27% το 2013

Χρέος από 125% του ΑΕΠ το 2009, στο 179% το 2013

Τα κύρια λάθη του προγράμματος προσαρμογής και της δημοσιονομικής πολιτικής

1. Υπερφορολόγηση, κυρίως επί των ιδίων → κόπωση
2. Οριζόντιες περικοπές στο δημόσιο → αποδιοργάνωση
3. Ανακεφαλαιοποίηση τραπεζών → Νέο δημόσιο χρέος
4. Η καθίζηση των αποκρατικοποιήσεων, (μέχρι τώρα)
5. Η μεγάλη ύφεση → διαρκής αύξηση δημόσιου χρέους



**Φορολογικά έσοδα σε διαρκή πτώση, παρά την αύξηση φόρων
Το 2013, σχεδόν 1.5% ΑΕΠ κάτω του 2012**

Source: Bank of Greece, Conjectural Indicators, Aug 2013

PSI 2012: Έτσι όπως έγινε, είχε πολύ περιορισμένο τελικό όφελος στην μείωση του ελληνικού χρέους

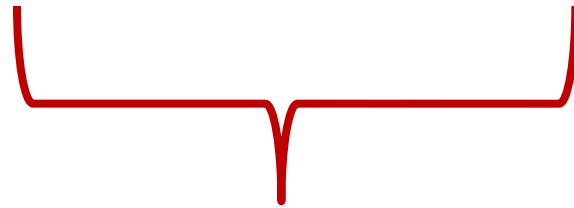
- I. Ανακεφαλαιοποίηση ελληνικών τραπεζών έγινε με κεφάλαια της δανειακής βοήθειας → ξανά χρέος
- II. Το κούρεμα Ασφαλιστικών Ταμείων → κανένα όφελος στο χρέος ΓΕΝΙΚΗΣ Κυβέρνησης (αφού είναι μέρος της)
- III. Το κούρεμα ιδιωτών → πλήγμα στον εσωτερικό δανεισμό
- IV. Ακόμα και για τις ξένες τράπεζες, η μείωση ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ Σε τιμές αγοράς, η αξία της ήταν πολύ μικρότερη

Η αυτοτροφοδοτούμενη έκρηξη του χρέους

R : επιτόκια δανεισμού

g : ονομαστική μεγέθυνση ΑΕΠ, %

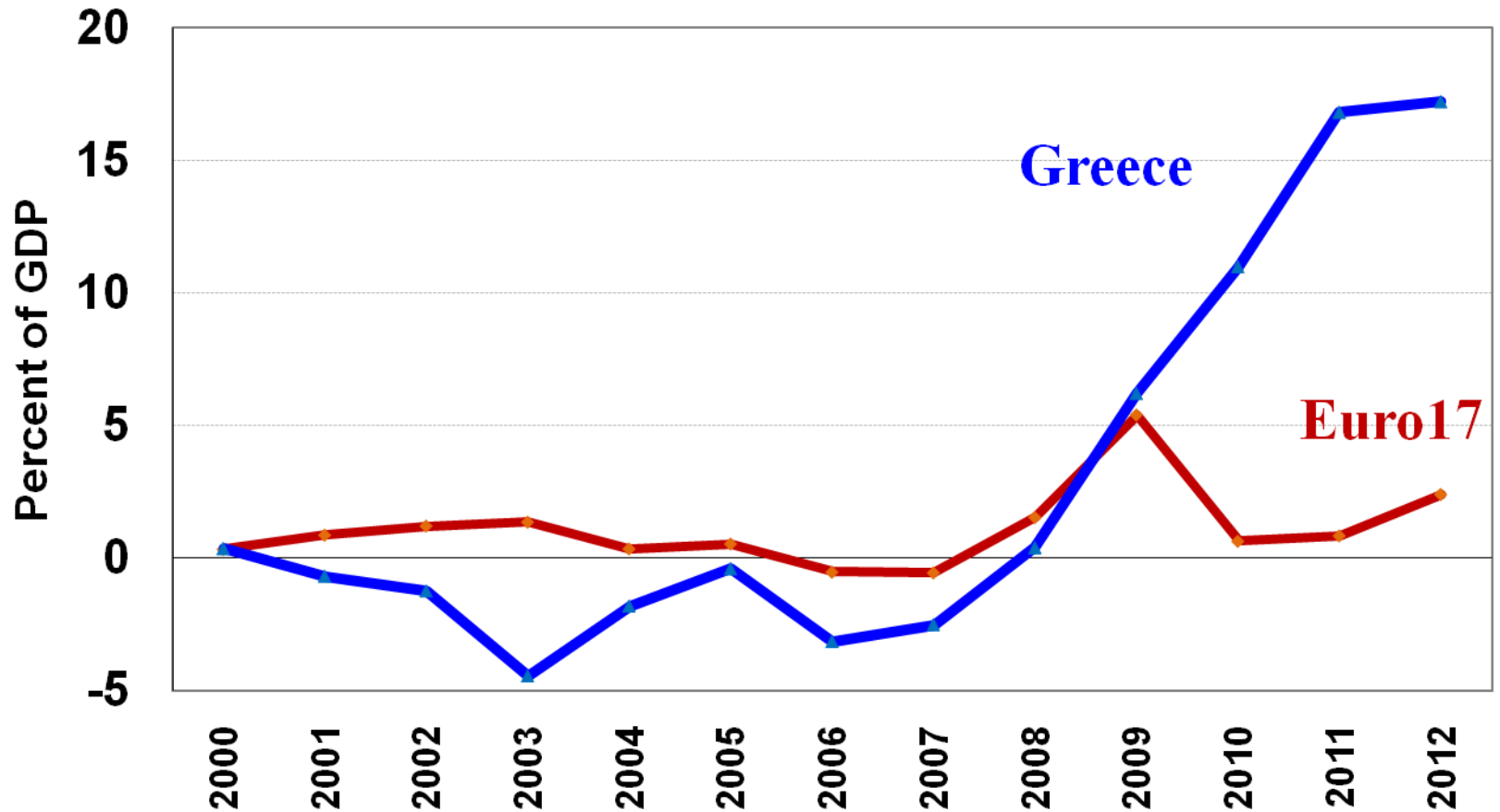
$$\Delta \text{ debt/GDP} = \frac{\mathbf{R - g}}{\mathbf{1 + g}} \text{ debt/GDP}[-1] + [\text{primary_deficit}]$$



The snow-ball effect

Σε περιόδους ύφεσης → μεγέθυνση ΑΕΠ < κόστος δανεισμού
→ ο λόγος χρέους/ΑΕΠ αυξάνεται ραγδαία

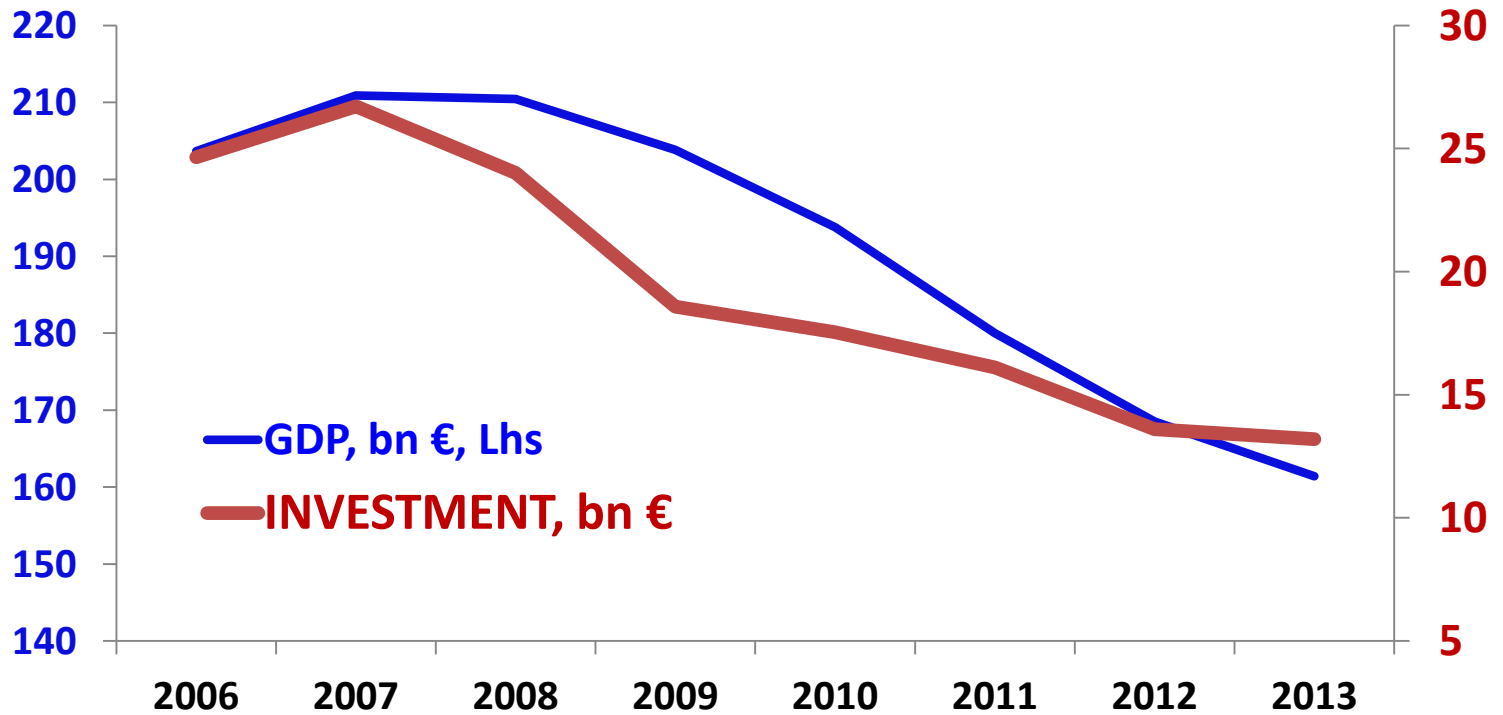
The snow-ball effect



Μετά το 2008, η Ελλάδα «φορτώνεται» 5 έως 15% του ΑΕΠ στο χρέος κάθε χρόνο, λόγω της ύφεσης και μόνο

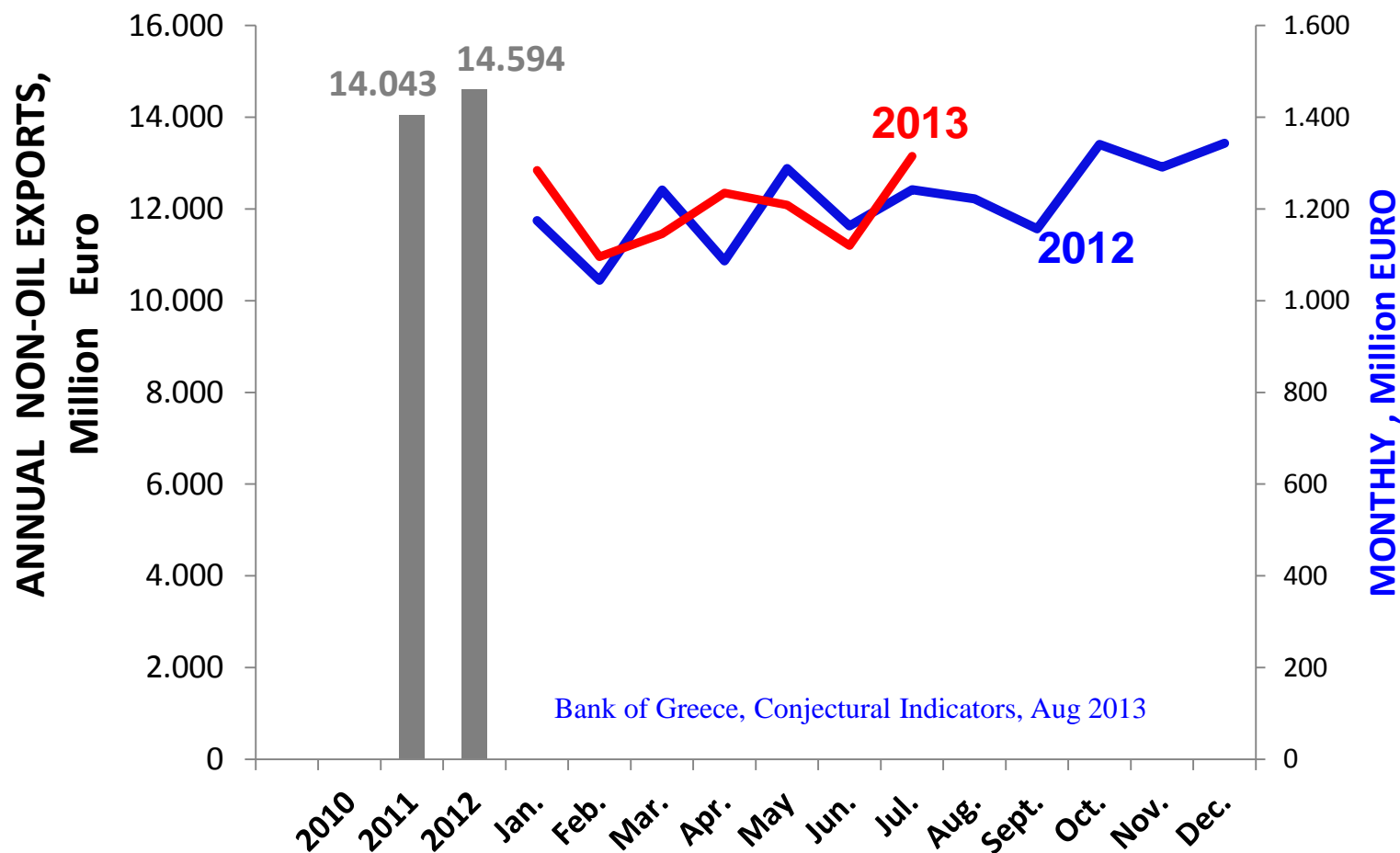
Πρόβλημα (3): Απο-επένδυση, πτώση - 50%

Ραγδαία πτώση επενδύσεων από 26 σε 13 δισ. €



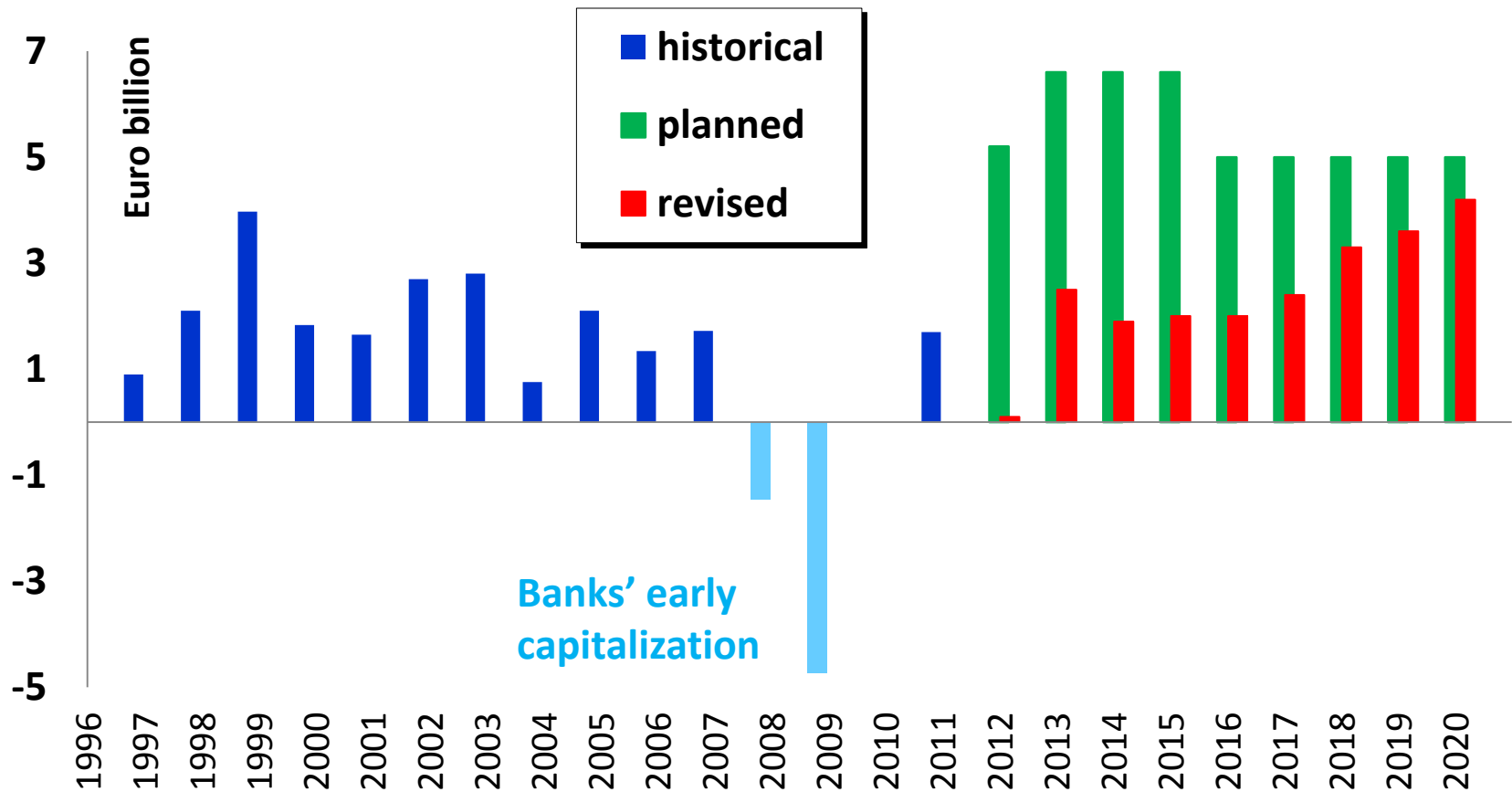
1. Έλλειψη τραπεζικής ρευστότητας
2. Κατάρρευση εσωτερικής ζήτησης
3. Αδύναμη εξωτερική ζήτηση

Η εσωτερική υποτίμηση ΔΕΝ έφερε εξωστρεφή ανάπτυξη



Εξαγωγές πλην καυσίμων το 2012 μόνο +3.90% vs. 2011
Παρά την μείωση ιδιωτικών μισθών -23%

Αποκρατικοποιήσεις, πολύ κάτω των αρχικών στόχων



Μετά το φιάσκο των 50 δισ. €, συνεχείς αναθεωρήσεις

Το επίσημο δημοσιονομικό σενάριο (European Economy, 2012)

	2012	2013	2014	2016	2017	2018	2019	2020
Real GDP growth (%)	-4.70	0.00	2.50	3.00	2.80	2.60	2.50	2.30
Gross debt (% of GDP)	160	164	161	145	137	130	123	116
Primary surplus (% of GDP)	-1.00	1.80	4.50	4.50	4.50	4.30	4.30	4.30

Όλα απέτυχαν!!!

- 4.50%
179%
0.2%

Μη-ρεαλιστικοί στόχοι!!!

Το **NEO** επίσημο σενάριο (European Economy, 2013, July, p13)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Real GDP (growth rate)	-7.1	-6.4	-4.2	0.6	2.9	3.7
GG primary surplus (% of GDP)	-2.3	-1.3	0.0	1.5	3.0	4.5

Ξανά Μη-ρεαλιστικοί στόχοι!!!

OECD, 2013 warns of serious downside risks

1. Primary surplus 4.5% too ambitious, unrealistic
2. Real Growth at 3.70% per year, too optimistic

→ Debt likely around 157% of GDP in 2020

	EE/IMF DSA	OECD
Average GDP growth %	2.9	2.1
Inflation rate (GDP deflator)	1.0	-0.6
Nominal GDP growth %	4.0	1.5
Primary balance (% of GDP)	3.8	3.2
Maastricht Debt (% of GDP)	124	157

Εναλλακτικό σενάριο

Λιγότερη (και πιο ρεαλιστική) δημοσιονομική πίεση

Πιο φιλόδοξος στόχος ανάπτυξης

Σταδιακή ελάφρυνση χρέους

1. Πρωτογενές πλεόνασμα στο **2.5%** ετησίως αντί για 4.5%
→ ενίσχυση ευπαθών ομάδων, μείωση υπερφορολόγησης, κλπ

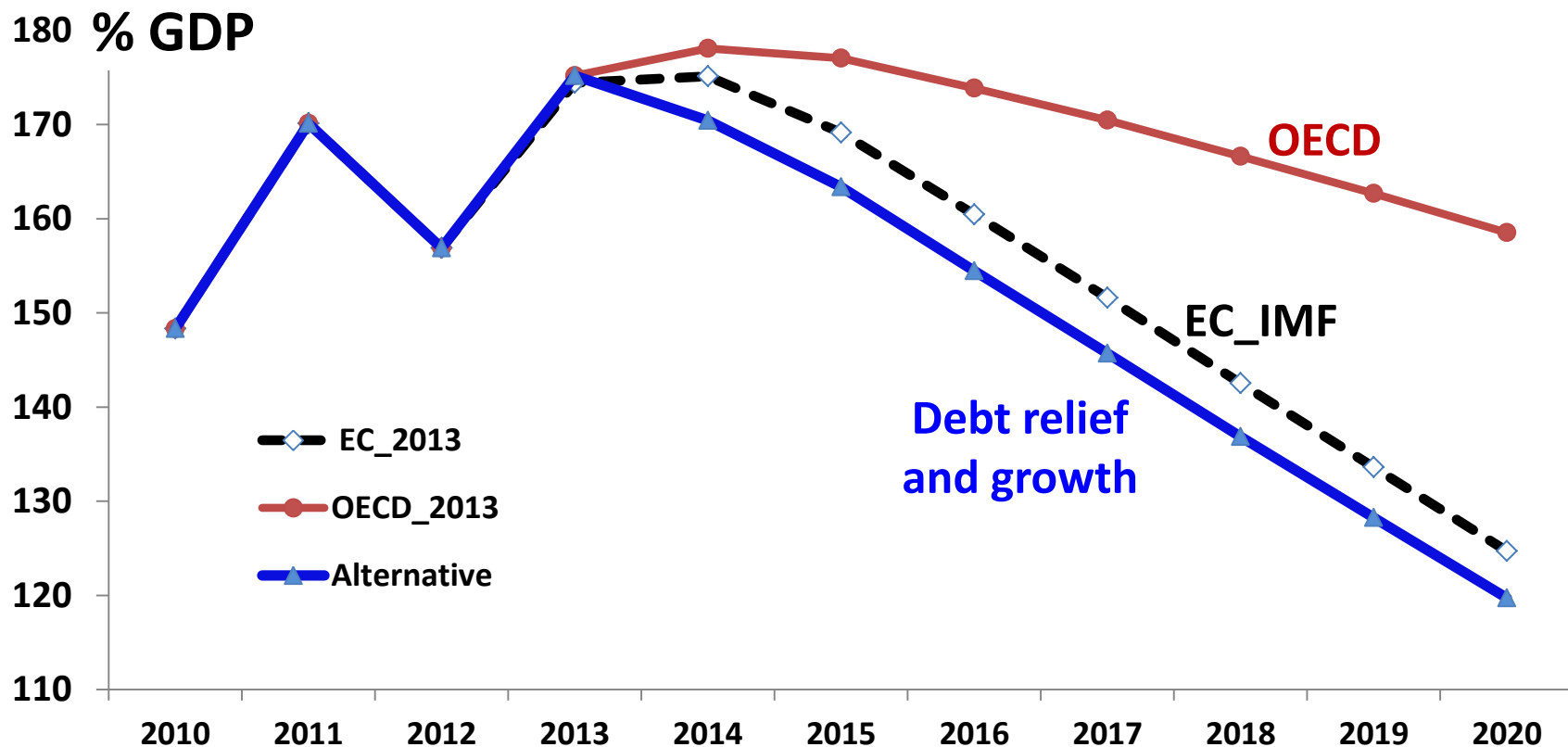
2. Ανάπτυξη σταδιακά στο **3.5 %** ετησίως
→ Ενίσχυση έργων υποδομής, αποκρατικοποιήσεις, κλπ

3. Απομείωση επιτοκίου δανειακής βοήθειας κατά **1%**

Αποτέλεσμα: Η αντιστροφή του «λάθους»

→ Ταχύτερη πτώση του χρέους, λόγω αρνητικού snow-ball

Σενάρια Χρέους 2020: Με ύφεση ή ανάπτυξη



Ανάπτυξη με επενδύσεις και μεταρρυθμίσεις είναι το κλειδί στην βιωσιμότητα του χρέους

Το κόστος για την Ευρωπαϊκή Ένωση:

1. Απομείωση των επιτοκίων κατά 1% ετησίως.
Εκτιμώμενο κόστος **1.8 δισ. Ευρώ** ετησίως

2. Ενίσχυση της ανάπτυξης κατά 1.40% ετησίως
Με πολλαπλασιαστές γύρω στο 1.30,
Απαιτούνται νέοι πόροι **2.2 δισ. Ευρώ** ετησίως

Για την **επταετή** περίοδο **2014-2020** απαιτούνται

ΕΠΙΠΛΕΟΝ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΕ 28 ΔΙΣ ΕΥΡΩ

(Υπό την αίρεση ανάπτυξης και μεταρρυθμίσεων)

Τι θα μπορούσε να γίνει:

1. Κατοχύρωση πρωτογενούς πλεονάσματος ως **άγκυρα** της δημοσιονομικής πολιτικής

2. Πραγματική ατζέντα μεταρρυθμίσεων με φορολογική σταθερότητα και αλλαγές στο Δημόσιο

3. Συμπαγές & ενισχυμένο πρόγραμμα δημοσίων επενδύσεων/έργων υποδομής/αποκρατικοποιήσεων

4. Ανα-κεφαλαιοποίηση τραπεζών από τον Μηχανισμό
➔ **Επιπλέον μείωση χρέους σχεδόν 25-30% ΑΕΠ !!!**

Παράρτημα: Η νέα εκτίμηση των πολλαπλασιαστών στην Ευρωζώνη

$$\Delta growth = const + \psi_1 [growth(-2)] + \psi_2 [fiscal(-1)] + controls$$

Depended variable: $\Delta growth$		
	Method I	Method II
constant	0.597** (1.98)	2.923*** (2.75)
Growth(t-2)	-0.156* (1.89)	-0.211** (2.48)
Primary surplus (t-1)	-0.225** (2.94)	-0.242*** (3.02)
Crisis dummy_2009	-5.541*** (6.88)	-4.470*** (5.10)
Banks dummy_2012	-2.634*** (3.31)	
Uncertainty index		-2.188** (2.48)
R2bar	0.254	0.235
DW	2.64	2.54
Implied growth elasticity	1.440	1.146

→ avg = 1.30

Source: Christodoulakis (Economic Review, April 2013)