

## ΕΝΗΜΕΡΩΤΙΚΟ ΣΗΜΕΙΩΜΑ

### **Η συμφωνία της 21<sup>ης</sup> Ιουλίου και οι κίνδυνοι από τα νέα σενάρια για «κούρεμα» του χρέους**

Σκοπός της ανάλυσης που ακολουθεί είναι: α) να παρουσιάσει μια συνοπτική ανάλυση των δυνητικών ωφελειών για την Ελλάδα που απορρέουν από την εφαρμογή των αποφάσεων της Συνόδου Κορυφής της 21<sup>ης</sup> Ιουλίου 2011, β) να αποτυπώσει μια εκτίμηση των πιθανών επιπτώσεων από την εφαρμογή μιας λύσης άμεσου haircut και γ) να προτείνει διευθετήσεις που προσδίδουν ευνοϊκότερα αποτελέσματα για την Ελλάδα.

Η ανάλυση αντιτάσσεται σε μία δραστική αλλαγή των κύριων όρων του νέου συμφωνηθέντος στις 21 Ιουλίου πακέτου στήριξης για την Ελλάδα, υπογραμμίζοντας μεταξύ άλλων ότι μια *μη-εθελοντική* αναδιάρθρωση του ελληνικού δημοσίου χρέους (λ.χ. μέσω επιβολής μεγαλύτερου «κουρέματος» π.χ. 50% στους ιδιώτες επενδυτές κρατικών ομολόγων), θα είχε ιδιαίτερα δυσμενείς συνέπειες για την εγχώρια οικονομία, αλλά και για τη σταθερότητα της ευρωπαϊκής και παγκόσμιας οικονομίας.

Σε κάθε περίπτωση πάντως, η εφαρμογή των μέτρων δημοσιονομικής προσαρμογής και των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων που απαιτούνται, παραμένει αναγκαία συνθήκη για τη σταθεροποίηση των δημοσίων οικονομικών της χώρας και για την προώθηση της ανάκαμψης της εγχώριας οικονομίας.

#### **A. Η συμφωνία της 21<sup>ης</sup> Ιουλίου**

Η συμφωνία της 21<sup>ης</sup> Ιουλίου ήταν μια ομόφωνη συμφωνία των Ευρωπαίων εταίρων μας και έχει ήδη εγκριθεί από όλα σχεδόν τα κοινοβούλια των Ευρωπαϊκών κρατών. Προσφέρει την *πλήρη* κάλυψη των χρηματοδοτικών αναγκών του Ελληνικού Δημοσίου έως το τέλος του 2013/μέσα του 2014. Επιπλέον, αναμένεται να επιφέρει δραστική μείωση των δανειακών αναγκών για τη μετέπειτα χρονική περίοδο έως το 2020 κατά ένα συνολικό ποσό που κυμαίνεται από € 50 δισ. έως € 130 δισ. (περίπου € 15 δισ. κατά μέσο όρο ετησίως) με προβλεπόμενες δανειακές ανάγκες της τάξης των € 450 δισ. πριν την ανακοίνωση των αποφάσεων της Συνόδου Κορυφής της 21<sup>ης</sup> Ιουλίου. Παράλληλα, επιδιώκει τη σταδιακή επάνοδο της ελληνικής οικονομίας σε ικανοποιητικούς και βιώσιμους ρυθμούς ανάπτυξης, μέσω της ταχείας ενεργοποίησης του ΕΣΠΑ 2007-2013 για την απορρόφηση με ευνοϊκούς όρους έως και € 15,5 δισ. από την ενεργοποίηση της επιχορήγησης των ευρωπαϊκών διαρθρωτικών ταμείων. Το νέο χρηματοδοτικό πακέτο προβλέπει επίσης σημαντική τεχνική βοήθεια από την Ευρωπαϊκή Ένωση και βασίζεται στην εντατικοποίηση της προσπάθειας για γρήγορη προώθηση των αποκρατικοποιήσεων και των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων σε βασικούς τομείς της οικονομίας.

Το κύριο αποτέλεσμα της εφαρμογής των αποφάσεων της Συνόδου Κορυφής της 21<sup>ης</sup> Ιουλίου για την Ελλάδα θα είναι μία καθαρή *σωρευτική* μείωση του δημοσίου χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ κατά περίπου 32 ποσοστιαίες μονάδες έως το 2020, λόγω:

- (i) της σημαντικής βελτίωσης των όρων δανεισμού από τους επίσημους δανειστές (δηλαδή χαμηλότερα επιτόκια και επιμήκυνση της διάρκειας των δανείων),
- (ii) της δυνατότητας επαναγοράς χρέους στη δευτερογενή αγορά και
- (iii) της συμμετοχής του ιδιωτικού τομέα (PSI) με την εθελούσια ανταλλαγή ομολόγων που λήγουν την περίοδο έως το 2020 με νέα μακροπρόθεσμα ομόλογα.

Εάν το PSI εφαρμοστεί όπως έχει συμφωνηθεί, θα συνεπάγεται μία πρόσθετη σημαντική μείωση του κόστους εξυπηρέτησης του χρέους. Συγκεκριμένα, το ετήσιο όφελος για την Ελλάδα από την πληρωμή χαμηλότερων τόκων μπορεί να ανέλθει έως και τις 2,4 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ στην περίοδο 2015-2020. Εξασφαλίζεται, επίσης, μία αξιοσημείωτη ένεση ρευστότητας για την κάλυψη των χρηματοδοτικών αναγκών του δημοσίου για την περίοδο 2011-2020, μέσω της επιμήκυνσης του μέσου χρόνου ωρίμανσης του χρέους που διακρατούν οι ιδιώτες επενδυτές, από 6 σε 10 έτη. Τέλος, η συμφωνία της 21<sup>ης</sup> Ιουλίου αποτελεί σχετική ψήφο εμπιστοσύνης ως προς την ικανότητα της χώρας να συνεχίσει να συμμετέχει στα ευρωπαϊκά δρώμενα και μια έμπρακτη εκδήλωση Ευρωπαϊκής αλληλεγγύης, καθώς προβλέπεται η συμμετοχή τόσο των οργάνων της ευρωζώνης μέσω του EFSF όσο και της επενδυτικής κοινότητας για τα επόμενα τουλάχιστον 20 έτη.

Λαμβάνοντας υπόψη τους ανωτέρω παράγοντες, εκτιμάται ότι με τη συμφωνία της 21<sup>ης</sup> Ιουλίου θα χρειασθούν πολύ μικρότερα πρωτογενή πλεονάσματα για να επιτευχθεί το 2020 το ίδιο τελικό ποσοστό χρέους ως προς το ΑΕΠ από ό,τι πριν από τις ανακοινώσεις της 21<sup>ης</sup> Ιουλίου. Ειδικότερα, θα απαιτείται πρωτογενές πλεόνασμα ύψους περίπου 4,5% του ΑΕΠ μετά το 2014, σε σύγκριση με τουλάχιστον 6,5% του ΑΕΠ πριν από τη συμφωνία του Ιουλίου. Αυτό θα οδηγήσει σε σημαντική μείωση του ποσοστού του χρέους ως προς το ΑΕΠ από το 2013 και μετά, με σταδιακή σύγκλιση προς τον μέσο όρο της Ευρωζώνης έως τα μέσα της δεκαετίας 2020-30.

#### **B. Οι προωθούμενες λύσεις κουρέματος π.χ. 50%**

Η εμπλοκή των θεσμικών οργάνων (ΔΝΤ, ΕΕ, ΕΚΤ) στα δρώμενα της ελληνικής οικονομίας έγινε με στόχο τη μείωση του κινδύνου της χώρας, έτσι ώστε να ανακτήσει η Ελλάδα την εμπιστοσύνη των επενδυτών, όχι μόνο ως προς τα δημόσια οικονομικά της, αλλά και ως επενδυτικός προορισμός κεφαλαίων-επενδύσεων στο σύνολό της.

**Η αλλαγή των όρων της 21<sup>ης</sup> Ιουλίου συνιστά αύξηση του επενδυτικού κινδύνου της χώρας, τόσο με αρνητική αξιολόγηση, από πλευράς των θεσμικών οργάνων, όσο και από την επενδυτική κοινότητα. Επηρεάζεται η αποτίμηση όλων των αξιών, ιδιωτικών και δημόσιων, κάτι που συνεπάγεται μείωση των αποτιμήσεων δημόσιας περιουσίας, κινητής και ακίνητης, καθώς και μείωση των μελλοντικών χρηματοροών από επενδυτικά σχέδια. Θα υπάρξει, έτσι, ταχεία απομείωση της αξίας της περιουσίας του απλού πολίτη, ο οποίος έχει στην κατοχή του κινητές και ακίνητες αξίες.**

Προτάσεις για μεγαλύτερο «κούρεμα» για τους ιδιώτες κατόχους ομολόγων, π.χ. κατά 50%, μπορεί, δηλαδή, να δράσουν αποσταθεροποιητικά, χωρίς ταυτόχρονα να υπάρχει σημαντικό οικονομικό όφελος.

**Πράγματι, το δυνητικό όφελος δεν θα υπερέβαινε, σε καθαρή βάση, τα € 45 δισ. ή 20% του ΑΕΠ περίπου, και δεν είναι καν μεγαλύτερο από το όφελος του PSI (υπάρχουν μελέτες που αναφέρουν ότι είναι κατώτερο των € 30 δισ.).** Αυτό προκύπτει από το γεγονός ότι η απομείωση κατά 50% του χρέους αφορά μόνο στο χρέος που βρίσκεται στην κατοχή ιδιωτών, δηλαδή τα 212 δισ. €, από το συνολικό χρέος των περίπου € 360 δισ. Έτσι, η απομείωση αγγίζει μόλις τα 106 δισ. €, ενώ αμέσως μετά θα πρέπει η Ελλάδα να καλύψει με νέο δανεισμό την απομείωση χαρτοφυλακίων του εγχώριου τραπεζικού συστήματος και των ασφαλιστικών Ταμείων και εταιρειών, κατά τουλάχιστον € 50 δισ. ή 22% του ΑΕΠ.

Επισημαίνεται ότι, ο ανωτέρω πρόσθετος δανεισμός της Ελλάδας θα επιβαρύνει το σύνολο του δημοσίου χρέους ακυρώνοντας ουσιαστικά την πρόοδο μείωσης των ελλειμμάτων των δύο προηγούμενων ετών.

Το σύνολο του δημοσίου χρέους, παρά την απομείωσή του, θα παραμείνει σε πολύ υψηλά επίπεδα, όπως δείχνει η μελέτη του IMF Αυγούστου, καθώς προστίθενται ήδη € 30 δισ., και με βάση τις ανωτέρω εκτιμήσεις έως € 50 δισ. για την κάλυψη του χρηματοπιστωτικού/ασφαλιστικού τομέα από το ΤΧΠΣ, ακυρώνοντας έτσι μέχρι και το μελλοντικό αποτέλεσμα των αποκρατικοποιήσεων (που περιλαμβάνονται στο Μεσοπρόθεσμο σχέδιο).

Η αλλαγή των όρων αφαιρεί τη δυνατότητα από τον ιδιωτικό τομέα να ανακτήσει κεφάλαια μέσα από την παραγωγική του διαδικασία (δημιουργία κερδών και αποθεματικών, εισροή ιδιωτικών κεφαλαίων εξωτερικού, κ.λπ.) και να ξεπεράσει το πρόβλημα με τις δικές του δυνάμεις.

Επίσης, τα ανωτέρω περιορίζουν περαιτέρω τη δυνατότητα χρηματοδότησης όλου του ιδιωτικού τομέα (βιομηχανία, εμπόριο, τράπεζες), ιδιαίτερα από τις αγορές του εξωτερικού.

Επιπλέον, τα δυνητικά οφέλη από μία *μη εθελοντική* αναδιάρθρωση του χρέους θα μπορούσαν να εξανεμιστούν περαιτέρω από πιθανή μεγάλη και παρατεταμένη κάμψη της οικονομικής δραστηριότητας, που θα προέλθει και από τη μείωση πιστώσεων (συγκεκριμένη μελέτη αναφέρει πρόσθετη μείωση του ΑΕΠ κατά 3,5%), με δυσμενείς συνέπειες για την εθνική οικονομία και τη βιωσιμότητα του χρέους. **Η σταθερότητα του πανευρωπαϊκού χρηματοοικονομικού συστήματος θα δοκιμαστεί σκληρά και η ήδη σοβούσα ύφεση και κρίση εμπιστοσύνης στην Ευρώπη θα λάβει ανησυχητικές διαστάσεις.**

Τις τελευταίες εβδομάδες έχει κερδίσει έδαφος η άποψη ότι η διασφάλιση της βιωσιμότητας του ελληνικού χρέους απαιτεί την υιοθέτηση πιο δραστικών πολιτικών, με ένα σενάριο που προβλέπει τη μη εθελοντική αναδιάρθρωση του χρέους μέσω ενός μεγάλου κουρέματος της τρέχουσας καθαρής αξίας των ομολόγων.

Αν όμως πράγματι απαιτείται απόκλιση από την απόφαση της 21<sup>ης</sup> Ιουλίου, είναι προτιμότερο να υιοθετηθεί ένας συνδυασμός ενισχυμένης διαχείρισης του χρέους και ενός διευρυμένου οργανισμού επαναγοράς χρέους (extended debt buyback facility) (DBF), χρηματοδοτούμενου από τα επίσημα κεφάλαια που πρόκειται να λάβει η χώρα με βάση τη συμφωνία της 21<sup>ης</sup> Ιουλίου. Ενδείκνυται δηλαδή, η δημιουργία ενός οργανισμού DBF για την επαναγορά του χρέους με κεφάλαια ύψους € 50 δισ. σε συνδυασμό με μια νέα πρόταση ανταλλαγής ομολόγων (ενισχυμένου PSI με haircut, π.χ. της τάξης του 30% έναντι 21% που προβλέπεται), που θα έχει την πιθανότητα να γίνει αποδεκτή από τους ιδιώτες κατόχους τους. Με τον τρόπο αυτόν η Ελλάδα θα μπορούσε να μειώσει άμεσα το χρέος κατά € 60 δισ. (ή 27% του ΑΕΠ). Η μείωση αυτή είναι υψηλότερη από αυτήν που προβλέπει τόσο η συμφωνία της 21<sup>ης</sup> Ιουλίου όσο και η πρόταση για κούρεμα 50% (μείωση περίπου κατά € 40 δισ.). Το πιο κρίσιμο θέμα είναι ότι αυτά τα θετικά αποτελέσματα, με όλα τα δυνητικά οφέλη που αυτό θα συνεπάγεται για τη μακροοικονομική ισορροπία και τη δυναμική του χρέους, προκύπτουν χωρίς να υπάρξει το «πιστωτικό γεγονός» του μεγάλου κουρέματος, που θα επέφερε ανεξέλεγκτες συνέπειες στη χώρα.

Σε γενικές γραμμές, άλλωστε, αυτή είναι και η εκτίμηση της ΕΚΤ, η οποία εκφράζει κατηγορηματική αντίθεση σε οτιδήποτε συνιστά πιστωτικό γεγονός και μη εθελοντική απομείωση της αξίας του χρέους.

Η στοίχιση της Ελλάδας με τη θέση της ΕΚΤ και η επίκληση στην εφαρμογή της τόσο πρόσφατης και ομόφωνης Ευρωπαϊκής απόφασης, θα μπορούσε να αποτελεί την καλύτερη διαπραγματευτική επιλογή σήμερα, αφού: α) οι συνθήκες δεν έχουν αλλάξει τόσο ριζικά από τότε που ελήφθη η Ευρωπαϊκή απόφαση της 21<sup>ης</sup> Ιουλίου, β) το ελληνικό χρέος καθίσταται βιώσιμο με αυτή τη λύση και γ) η οποιαδήποτε αλλαγή των όρων της 21<sup>ης</sup> Ιουλίου δεν μπορεί να επιβληθεί χωρίς τη συμφωνία της ελληνικής κυβέρνησης.

#### **Γ. Πρόσθετες ενισχυτικές δράσεις**

Στο πλαίσιο αυτό, η Ελλάδα έχει τη δυνατότητα να προτείνει διευθετήσεις που αφενός ενισχύουν τις λύσεις αποφυγής μεγάλου κουρέματος και αφετέρου προσδίδουν ευνοϊκότερα για αυτήν αποτελέσματα. Ενδεικτικά αναφέρουμε τις εξής:

- Η εξέλιξη της Εταιρίας Διαχείρισης Αποκρατικοποιήσεων σε μια ακόμη πιο ευέλικτη μορφή, ώστε να μπορεί να εκδώσει τίτλους διαφόρων ειδών, ύψους € 30-35 δισ. (τιτλοποίηση) με βάση την αξία και τη μορφή της δημόσιας περιουσίας προς αποκρατικοποίηση και αξιοποίηση. Η χώρα θα συνεισφέρει τους τίτλους στο EFSF, ενώ θα διατηρήσει την απευθείας διαχείριση των αποκρατικοποιήσεων. Ο κάτοχος των τίτλων θα αγοράσει ελληνικά ομόλογα από τη δευτερογενή αγορά στις τρέχουσες χαμηλές τιμές, αποσύροντας έτσι χρέος πολύ μεγαλύτερης ονομαστικής αξίας.
- Βελτίωση των όρων για την αποπληρωμή των διμερών δανείων που έχουν ήδη εκταμιευτεί (περίπου € 47,1 δισ. μέχρι σήμερα), ευθυγραμμίζοντάς τους με τους όρους της συμφωνίας της 21<sup>ης</sup> Ιουλίου.
- Την άμεση εφαρμογή ενός ευρωπαϊκού «Σχεδίου Μάρσαλ» για την Ελλάδα –με αφετηρία την αποτελεσματική απορρόφηση των πόρων του ΕΣΠΑ με μειωμένη από το 50% στο 15% την εθνική συμμετοχή– σύμφωνα με την απόφαση της 21<sup>ης</sup> Ιουλίου.

Εάν η Ελλάδα συρθεί σε αποφάσεις με μεγάλες αποκλίσεις από τη συμφωνία της 21<sup>ης</sup> Ιουλίου κινδυνεύει να υποστεί δραματικές συνέπειες σε βάρος της εθνικής οικονομίας, ενώ παράλληλα θα κλονιστεί και η σταθερότητα του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού συστήματος. Πέρα από το γεγονός ότι ένα κούρεμα της τάξης του 50% είναι χωρίς οικονομικά ερείσματα, η αδυναμία των ταγών να τηρήσουν τις επίσημες συμφωνίες που έκαναν θα περάσει ισχυρά αρνητικά μηνύματα για την Ευρωπαϊκή συνοχή και σταθερότητα στις παγκόσμιες αγορές. Για την Ελλάδα το καθαρό όφελος δεν θα είναι μεγαλύτερο από το αντίστοιχο καθαρό όφελος των πιο ήπιων λύσεων που βασίζονται στις αποφάσεις της 21<sup>ης</sup> Ιουλίου, ενώ θα υπάρξουν σημαντικές παράπλευρες συνέπειες, όπως η σημαντική μείωση του εγχώριου ΑΕΠ, η απομείωση των αξιών κινητής και ακίνητης περιουσίας, ο στραγγαλισμός του ιδιωτικού τομέα της οικονομίας και ένα δυσοίωνα μελλοντικό σενάριο για το χρέος.

#### **Πίνακας 1: Σενάρια του ΔΝΤ για την εξέλιξη του ελληνικού χρέους**

<b>Έτη</b>	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2020
<b>Σενάριο 1</b> Πριν την 21 <sup>η</sup> Ιουλίου Χρέος ως % του ΑΕΠ	143	157	160	156	149	139	124
<b>Σενάριο 2</b> Μετά την 21 <sup>η</sup> Ιουλίου Χρέος ως % του ΑΕΠ	143	156	159	155	146	134	105

#### **Πίνακας 2: Επίπτωση από «κούρεμα» 50%**

Συνολικό χρέος στο τέλος του 2011	€365,6 δισ.
<b>Μείον</b>	
• Δάνεια από τους εταίρους μας	€78 δισ.
• Ομόλογα στα χέρια της ΕΚΤ	€62 δισ.
• Έντοκα Γραμμάτια	€13,6 δισ.
• Εγγυημένα και τιτλοποιημένα δάνεια	€10,1 δισ.
Ποσό επί του οποίου επιβάλλεται το «κούρεμα»	€ 201,9 δισ.
<b>Μετά τη διαγραφή</b>	<b>€ 101.0 δισ.</b>

**Πίνακας 3: Καθαρή επίπτωση από το «κούρεμα»**

Αρχική επίπτωση	€101 δισ.
<b>Μείον</b>	
• Ανάγκες επανακεφαλοποίησης	
○ Τραπεζών	€40.0 δισ.
○ Ασφαλιστικών ταμείων	€13.0 δισ.
• Ζημιές Τραπέζης της Ελλάδος	€3,4 δισ.
• Απώλειες Ασφαλιστικών Εταιρειών	€1.0 δισ.
<b>Καθαρό όφελος</b>	<b>€43,6 δισ.</b>