

Research on Money and Finance

Occasional Policy Papers

**Κυπριακό Δημόσιο Χρέος:
Μια Δύσκολη Πορεία κάτω
από τις Υφιστάμενες Πολιτικές**

**Ουρανία Δημάκου
RMF and SOAS**

**Occasional Policy Paper 2
January 2014**

Κυπριακό δημόσιο χρέος : Μια δύσκολη πορεία κάτω από τις υφιστάμενες πολιτικές

Ουρανία Δημάκου , SOAS και RMF

Το δημόσιο χρέος αποτελεί ένα βασικό χαρακτηριστικό της κυπριακής κρίσης, το οποίο αυξήθηκε δραματικά από τη χαμηλή βάση του 2008. Η δραματική αύξηση του δημόσιου χρέους είναι ένα κοινό χαρακτηριστικό των τραπεζικών κρίσεων αφού η διάσωση των τραπεζών και η αποτροπή μιας βαθιάς ύφεσης αποτελούν τυπικές ανησυχίες της κυβέρνησης. Η Κύπρος δεν αποτελεί εξαίρεση και, ως αποτέλεσμα της τραπεζικής κρίσης της, το δημόσιο χρέος της έχει εκτιναχθεί ως ποσοστό του ΑΕΠ. Η βιωσιμότητα των κυπριακού δημόσιου χρέους κάτω από τις τρέχουσες πολιτικές, όμως, είναι ένα αντικείμενο μεγάλης ανησυχίας. Υπάρχουν λόγοι να αναμένουμε ότι το δημόσιο χρέος θα αποδειχθεί μη βιώσιμο, αναγκάζοντας την Κύπρο να αναλάβει αποφασιστική δράση, συμπεριλαμβανομένης της σοβαρής αναδιάρθρωσης.

Για να διερευνήσουμε τη βιωσιμότητα του κυπριακού δημόσιου χρέους, και ακολουθώντας στενά την ανάλυση βιωσιμότητας του χρέους (DSA) του ΔΝΤ για την Κύπρο (Έκθεση Χώρας αριθ. 13/293), χρησιμοποιούμε καταρχήν τις προβλέψεις για το συνολικό δημόσιο χρέος για την περίοδο 2013-2020. Ο σκοπός αυτής της άσκησης δεν είναι να αξιολογήσει τη βιωσιμότητα του χρέους καθεαυτή, αλλά να διερευνήσει την εξέλιξη του χρέους, δίνοντας ιδιαίτερη προσοχή τόσο στο (ήδη) επικίνδυνα υψηλό επίπεδο του χρέους προς το ΑΕΠ και ιδιαίτερα, στον μεσοπρόθεσμο ορίζοντα της προβλεπόμενης τάσης. Περιπτώ να αναφέρουμε ότι υπάρχουν ευρέως αναγνωρισμένοι περιορισμοί στη θεωρητική και μεθοδολογική προσέγγιση DSA του ΔΝΤ, αλλά η άσκηση αυτή είναι ωστόσο χρήσιμη για τον εντοπισμό των γενικών και ειδικών τομέων ανησυχίας όσον αφορά το κυπριακό δημόσιο χρέος.

Συνολικά, προκύπτει ότι η εξέλιξη του δημόσιου χρέους στην Κύπρο υπό τις τρέχουσες πολιτικές είναι ασταθής και υπόκειται σε υψηλούς κινδύνους. Οι βασικές προβλέψεις του ΔΝΤ για τις σημαντικότερες μακροοικονομικές μεταβλητές και οι έμμεσες προβλέψεις του δείκτη χρέους αντιστοιχούν με την πολύ κακή

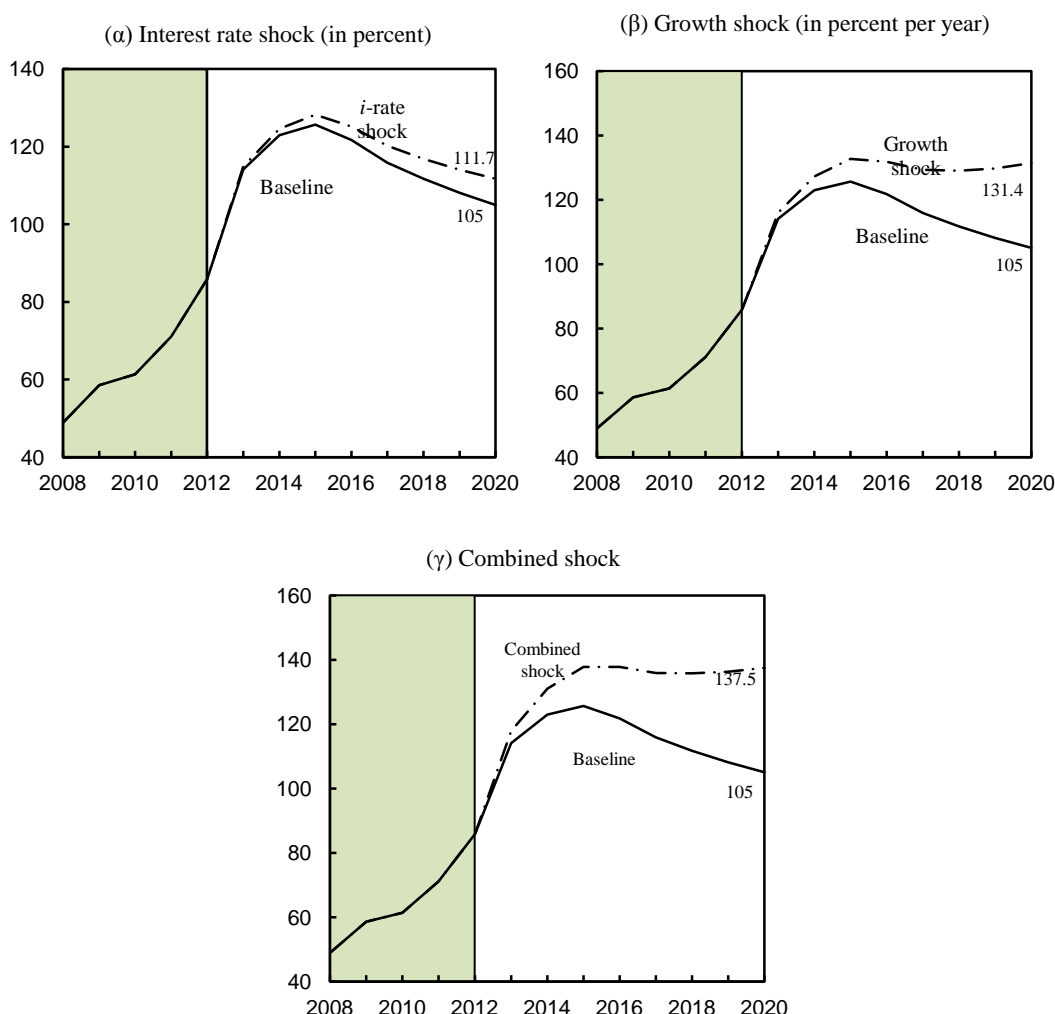
οικονομική προοπτική της Κύπρου. Το βασικό χρέος εκτιμάται ότι θα συνεχίσει την ανοδική τάση φθάνοντας στο 125,7% έως το 2015 και, στη συνέχεια, σιγά-σιγά να μειωθεί στο 105 % μέχρι το 2020. Στο πλαίσιο αυτό, ακόμη και αν χρησιμοποιήσουμε τη μεθοδολογία και το πρότυπο προσωμοίωσης διαφορετικών σεναρίων του ΔΝΤ, είναι πιθανό ότι το κυπριακό χρέος θα παραμείνει ιδιαίτερα ευάλωτο σε αντίζορα μακροοικονομικά σοκ (βλέπε Πίνακα 1 και Σχήμα 1).

Ο πιο σημαντικός παράγοντας που θα μπορούσε να δημιουργήσει μια προβληματική πορεία για το δημόσιο χρέος μετά το 2015 είναι ένα «αρνητικό σοκ στην ανάπτυξη»: εάν η πραγματική ανάπτυξη του ΑΕΠ αποδειχτεί ακόμα και ελαφρώς πιο μειωμένη από τις προβλέψεις του ΔΝΤ, ο δείκτης του χρέους προς το ΑΕΠ θα παραμείνει πεισματικά υψηλός, όπως καταδεικνύεται στο Σχήμα 1(β). Σε αντίθεση, ένα «σοκ επιτοκίων», δηλαδή, μια αύξηση των επιτοκίων, δεν θα είναι αρκετή για να διαταράξει την προβλεπόμενη πτωτική πορεία του χρέους προς το ΑΕΠ, όπως φαίνεται στο Σχήμα. 1(α). Η μειωμένη ανάπτυξη θα είναι επίσης ο βασικός παράγοντας που θα οδηγήσει σε επίμονα υψηλό δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ στην περίπτωση ενός «συνδυασμένου αρνητικού σοκ», περιλαμβάνοντας έναν αριθμό διαφορετικών παραγόντων, όπως φαίνεται στο Σχήμα. 1(γ).

Πίνακας 1: Προσωμοίωση Διαφορετικών Σεναρίων (Bound Tests) ΔΝΤ

	(α) Σοκ πραγματικών επιτοκίων							
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Μέσος όρος πραγματικών επιτοκίων	3.7	2.4	1.9	1.9	2.1	2.2	2.4	2.8
<i>Το πραγματικό επιτόκιο δέχεται σοκ από 0.5 της ιστορικής τυπικής απόκλισης (SD), δηλ. αρχική τιμή $RIR + 0.5 \cdot 1.5$</i>								
Δείκτης χρέους (α)	114.8	124.6	128.2	125.2	120.2	116.9	114.1	111.7
	(β) Πραγματικό σοκ στην ανάπτυξη του ΑΕΠ							
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Πραγματικός ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ	-9.8	-4.9	0.0	0.8	1.2	1.2	0.8	0.7
<i>Η πραγματική αύξηση του ΑΕΠ δέχεται σοκ ίσο με 0.5 της ιστορικής τυπικής απόκλισης (SD), δηλ. της αρχικής τιμής $g+0.5 \cdot 2.1$</i>								
Δείκτης χρέους (β)	115.9	127.2	132.7	131.8	129.3	129.0	129.7	131.4
	(γ) Συνδυασμένο σοκ							
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<i>B1, B2 σοκ συν 0.5 της ιστορικής τυπικής απόκλισης (SD) σοκ στο πρωτογενές πλεονασμα/ΑΕΠ</i>								
Δείκτης χρέους (γ)	117.9	131.0	137.7	137.8	135.9	135.7	136.3	137.5

Σχήμα 1: Προσωμοίωση Διαφορετικών Σεναρίων ΔΝΤ



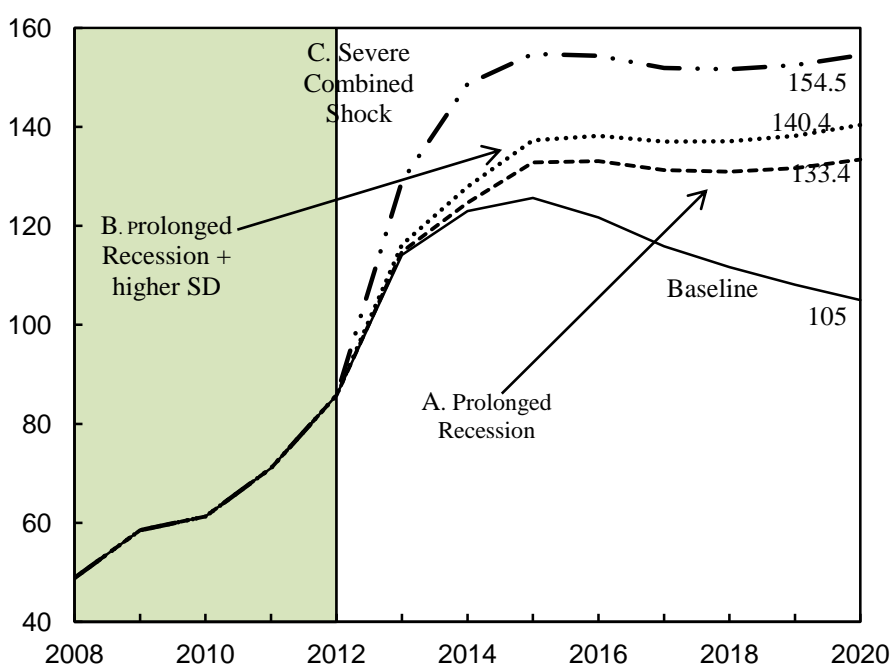
Πηγή: Υπολογισμοί του συγγραφέα με βάση το πρότυπο του ΔΝΤ και τα δεδομένα και προβλέψεις του WEO (World Economic Outlook)

Είναι προφανές, επομένως, ότι η μεγαλύτερη ανησυχία για το κυπριακό δημόσιο χρέος προκύπτει από δυσμενείς εκβάσεις της ανάπτυξης. Για να διερευνήσουμε αυτές τις πιθανότητες, το Σχήμα 2 απεικονίζει ένα σύνολο προσαρμοσμένων στην κάθε περίπτωση προσομοιώσεων διαφορετικών σεναρίων (stress tests) σύμφωνα με εναλλακτικά σενάρια κλυδωνισμών (σοκ) της αύξησης του ΑΕΠ, διατηρώντας παράλληλα τις βασικές προβλέψεις του ΔΝΤ ανέπαφες. Ουσιαστικά, αξιολογούμε, πρώτον, τον αντίκτυπο μίας ύφεσης λίγο πιο παρατεταμένης και σοβαρής από ότι έχει προβλέψει το ΔΝΤ. Δεύτερον, αξιολογούμε τον αντίκτυπο αυτής της πιο παρατεταμένης ύφεσης σε συνδυασμό με υψηλότερη μεταβλητότητα στο ρυθμό μεταβολής του ΑΕΠ από τον ιστορικό μέσο όρο. Τρίτο, αξιολογούμε τον αντίκτυπο μιας περισσότερο εμπροσθοβαρούς ύφεσης μαζί με τις ενδεχόμενες δευτερογενείς επιπτώσεις από τον αποπληθωριστή του ΑΕΠ και το ποσοστό των

εσόδων στο ΑΕΠ (για περισσότερες λεπτομέρειες σχετικά με κάθε περίπτωση σοκ βλ. Πίνακα 2).

Η απόδοση του δημόσιου χρέους είναι ανησυχητική. Οι δείκτες του χρέους αυξάνονται σημαντικά έως το 2015 περίπου και στη συνέχεια σταθεροποιούνται για ένα μικρό χρονικό διάστημα. Ωστόσο, το πιο ανησυχητικό στοιχείο είναι ότι η ανοδική τάση που επανέρχεται μετά το 2019. Ένα «συνδυασμένο σοβαρό σοκ», ειδικότερα, θα μπορούσε να εκτοξεύσει τον εκτιμώμενο δείκτη χρέους πέραν του 150%. Τέλος, σημειώνουμε ότι, αν η ελαφρώς παρατεταμένη και βαθύτερη ύφεση οδηγήσει σε επιπρόσθετα επισφαλή δάνεια και ανάγκη περαιτέρω ανακεφαλαιοποίησης για τις τράπεζες (δηλαδή, ένα συνδυαστικό σοκ ύφεσης και λοιπών έκτακτων υποχρεώσεων (contingent liabilities)) η τροχιά του χρέους μπορεί κάλλιστα να αποδειχθεί πολύ χειρότερη.

Σχήμα 2: Εναλλακτικά Σοκ Αρνητικής Ανάπτυξης



Πηγή: Υπολογισμοί του συγγραφέα με βάση το πρότυπο του ΔΝΤ και τα δεδομένα και προβλέψεις του WEO (World Economic Outlook)

Πίνακας 2: εναλλακτικά τεστ δοκιμών

	Α. Παρατεταμένη Ύφεση							
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Πραγματικός ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ	-8.7	-3.9	-2.1	0.0	0.7	1.2	0.8	0.7
Χρέος προς το ΑΕΠ	114.8	124.7	132.8	133.1	131.3	130.9	131.7	133.4
	Β. Παρατεταμένη ύφεση και υψηλότερη αύξηση της τυπικής απόκλισης (SD)							
Πραγματική αύξηση του ΑΕΠ	-10.0	-5.2	-2.9	-0.5	0.3	0.9	0.6	0.5
Χρέος προς το ΑΕΠ	116.2	127.9	137.3	138.2	137.0	137.1	138.2	140.4
	Γ. Συνδυασμένο σοκ							
Πραγματικός ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ	-14.6	-7.2	0.0	0.8	1.2	1.2	0.8	0.7
Πληθωρισμός (αποπληθωριστής του ΑΕΠ)	-1.0	0.2	1.2	1.5	1.8	1.9	1.9	2.0
Έσοδα προς το ΑΕΠ	34.7	36.5	40.2	41.6	42.1	42.5	42.6	42.7
Χρέος προς το ΑΕΠ	129.0	148.6	154.8	154.4	151.9	151.6	152.5	154.5

A: Η ύφεση είναι παρατεταμένη για δύο επιπλέον έτη έτσι ώστε η πραγματική αύξηση του ΑΕΠ γίνεται θετική το 2017

B: Η ύφεση παρατείνεται όπως στο Α, και η ιστορική τυπική απόκλιση της πραγματικής αύξησης του ΑΕΠ αυξάνεται στο 2.6

Γ: Το αρνητικό σοκ του ΑΕΠ είναι πολύ πιο εμπροσθοβαρές. Τόσο ο αποπληθωριστής του ΑΕΠ και των εσόδων προς το δείκτη του ΑΕΠ επηρεάζονται (χρησιμοποιούνται πληροφορίες από το ΔΝΤ (2013α).

Το κυπριακό δημόσιο χρέος βρίσκεται σε μια άκρως επικίνδυνη πορεία κάτω από τις υφιστάμενες πολιτικές. Η Τρόικα έχει επιβάλλει μια σοβαρή ύφεση στην οικονομία, μειώνοντας δραματικά τα ποσοστά ανάπτυξης. Οι πολιτικές της τρόικας έχουν επίσης αποδυναμώσει τις κυπριακές τράπεζες. Εάν η ύφεση αποδειχθεί έστω και ελαφρώς παρατεταμένη και βαθύτερη από τις προβλέψεις του ΔΝΤ, το κυπριακό δημόσιο χρέος είναι πολύ πιθανό να αποδειχθεί μη βιώσιμο. Οι υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής καλό θα ήταν να αρχίσουν να προετοιμάζονται για μια τέτοια έκβαση από τώρα.