ΚΑΤΑΝΟΩΝΤΑΣ ΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

Οκτώβριος 2015| Νο 9

Ελλάδα : Η πρόκληση της επίτευξης δημοσιονομικής βιωσιμότητας σε συνθήκες οικονομικής ύφεσης

Δρ Πλάτων Μονοκρούσος

Επικεφαλής Οικονομολόγος Ομίλου Eurobank & Προέδρος του Επιστημονικού Συμβουλίου της Ελληνικής Ένωσης Τραπεζών

Το παρόν άρθρο αναλύει την εξέλιξη του ελληνικού δημοσίου χρέους μετά το ξέσπασμα της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης, εξηγεί γατί η μεγάλη δημοσιονομική προσαρμογή της προηγούμενης 5ετίας οδήγησε σε αύξηση (αντί για μείωση) του λόγου χρέους προς ΑΕΠ και εξετάζει τη δυνητική δομή ενός νέου πακέτου ελάφρυνσής του από τους επίσημους δανειστές. Το άρθρο αναδεικνύει τη σπουδαιότητα μιας τέτοια διευθέτησης για την βελτίωση της εξυπηρετησιμότητας του ελληνικού χρέους και εξηγεί γιατί η επιστροφή της ελληνικής οικονομίας σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης αποτελεί την πιο σημαντική προϋπόθεση για τη σταθεροποίηση της δημοσιονομικής θέσης της χώρας σε μεσοπρόθεσμη βάση.

Πώς εξηγείται η αύξηση του λόγου δημοσίου χρέους-ΑΕΠ την προηγούμενη 5ετία παρά την τελεσθείσα δημοσιονομική προσαρμογή;

Από την υπογραφή του 1ου προγράμματος διάσωσης το Μάιο του 2010, η Ελλάδα επιτέλεσε μια άνευ προηγουμένου μακροοικονομική προσαρμογή που οδήγησε στην εξάλειψη των προ-κρίσης δίδυμων ελλειμμάτων και στην αποκατάσταση της ανταγωνιστικότητας σε όρους μισθολογικού κόστους έναντι των κύριων εμπορικών της εταίρων.

Στο δημοσιονομικό μέτωπο, η σωρευτική βελτίωση στο πρωτογενές ισοζύγιο της Γενικής Κυβέρνησης έχει υπερβεί τις 10,5 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ ενώ σε κυκλικά διορθωμένους όρους έχει ήδη προσεγγίσει τις 18 ποσοστιαίες μονάδες. Αναμφισβήτητα, η προσαρμογή αυτή είναι η μεγαλύτερη που έχει επιτελεσθεί σε τόσο σύντομο χρονικό διάστημα από οποιαδήποτε άλλη ανεπτυγμένη οικονομία στη σύγχρονη οικονομική ιστορία, όπως άλλωστε έχει επανειλημμένα τονιστεί από το ΔΝΤ και άλλους διεθνείς οργανισμούς.

Παρά την προαναφερθείσα βελτίωση και την εφαρμογή μιας σειράς μέτρων το 2012 για την αναδιάρθρωση του μεγαλύτερου μέρους του ελληνικού δημοσίου χρέους που βρίσκονταν στην κατοχή του ιδιωτικού τομέα (τράπεζες, επενδυτικά ταμεία και ιδιώτες ομολογιούχοι)[1], ο λόγος δημοσίου χρέους-ΑΕΠ της χώρας παρουσίασε αύξηση περίπου 47

[1] Στο πλαίσιο του προγράμματος Συμμετοχής του Ιδιωτικού Τομέα (PSI) που ολοκληρώθηκε το Μάρτιο του 2012, πραγματοποιήθηκε, σε εθελοντική βάση, απομείωση (δηλ. «κούρεμα») άνω του 50% σε δημόσιο χρέος συνολικής *ονομαστικής* αξίας περίπου €200 δις.

μονάδων, προσεγγίζοντας το 177% του ΑΕΠ στο τέλος του 2014, από 129,8% το 2009. Η εξέλιξη αυτή είναι φυσικό να εγείρει σημαντικά ερωτήματα αναφορικά με την επιτυχία ή μη των εφαρμοσθέντων προγραμμάτων λιτότητας να σταθεροποιήσουν την δημοσιονομική θέση της χώρας σε μεσοπρόθεσμη βάση.

Γενικότερα, το ενδεχόμενο μιας «αυτοαναιρούμενης» δημοσιονομικής προσαρμογής (self-defeating fiscal consolidation) εξετάσθηκε αρχικά σε σχετική μελέτη του Daniel Gros (2011)[2], βάσει της οποίας η εφαρμογή μέτρων λιτότητας μπορεί πράγματι να οδηγήσει σε αύξηση του λόγου χρέους-ΑΕΠ βραχυπρόθεσμα.

Πιο απλουστευτικά, ο μηχανισμός που μπορεί να οδηγήσει δυνητικά σε αρχική αύξηση του λόγου χρέους-ΑΕΠ κατόπιν της εφαρμογής μέτρων δημοσιονομικής σύσφιξης περιγράφεται στο ακόλουθο παράδειγμα. Ας υποθέσουμε ότι το έτος *t*, οι αρχές εφαρμόζουν μέτρα δημοσιονομικής προσαρμογής (*πχ*. περικοπές δαπανών) ύψους 1 ποσοστιαίας μονάδας (π.μ.) του ΑΕΠ με στόχο τη βελτίωση του δημοσιονομικού ελλείμματος. Υποθέτοντας όλους τους άλλους παράγοντες σταθερούς, η επίπτωση της ανωτέρω δημοσιονομικής προσαρμογής στο λόγο χρέους-ΑΕΠ είναι ως ακολούθως: *α)* θετική (*δηλ*. πτωτική) επίπτωση στο λόγο χρέους-ΑΕΠ, ως αποτέλεσμα της συνεπαγόμενης μείωσης του πρωτογενούς δημοσιονομικού ελλείμματος και *β)* αρνητική (*δηλ*. αυξητική) επίπτωση ως αποτέλεσμα των υφεσιακών συνεπειών των μέτρων λιτότητας στο ονομαστικό (ΑΕΠ). Επιπροσθέτως, σημειώνεται ότι η θετική επίδραση *α)* στο λόγο χρέους-ΑΕΠ μπορεί να είναι μικρότερη της 1 π.μ., εάν η υφεσιακή επίπτωση των μέτρων λιτότητας επιδράσει αρνητικά στα δημόσια φορολογικά (ή/και άλλα) έσοδα μέσω των αυτόματων σταθεροποιητών.[3] Απλές αριθμητικές ασκήσεις βασιζόμενες στις ανωτέρω παραδοχές αποδεικνύουν πώς η εφαρμογή μέτρων λιτότητας μπορεί κάλλιστα να οδηγήσει σε αρχική αύξηση (αντί για μείωση) του λόγου χρέους-ΑΕΠ, ιδιαίτερα εάν η οικονομία βρίσκεται ήδη σε βαθιά ύφεση και ο λόγος χρέους-ΑΕΠ είναι ιδιαίτερα υψηλός.

Για την περίπτωση της Ελλάδας, πρόσφατη μελέτη μας αναλύει τις προϋποθέσεις για μια τέτοια εξέλιξη.[4] Πιο συγκεκριμένα, λαμβάνοντας ως σημείο αναφοράς το λόγο δημοσίου χρέους-ΑΕΠ το 2011 (170,3% του ΑΕΠ), η κρίσιμη τιμή του δημοσιονομικού πολλαπλασιαστή[5] για την αποτροπή μιας *άμεσης* αύξησης του λόγου χρέους-ΑΕΠ κατόπιν υποθετικής δημοσιονομικής προσαρμογής που λαμβάνει χώρα το ίδιο έτος, είναι περίπου 0,5.

Με άλλα λόγια, υποθέτοντας όλους τους άλλους παράγοντες σταθερούς, η δημοσιονομική προσαρμογή που λαμβάνει χώρα το έτος *t* (εδώ, *t* = 2011) οδηγεί σε αρχική αύξηση του λόγου χρέους-ΑΕΠ, αν το μέγεθος του δημοσιονομικού πολλαπλασιαστή κατά το έτος αυτό είναι ίσο ή μεγαλύτερο από 0,5. Ας σημειωθεί δε ότι, προγενέστερες εμπειρικές μελέτες μας έχουν εκτιμήσει δημοσιονομικούς πολλαπλασιαστές σημαντικά υψηλότερους της μονάδας σε περιόδους βαθιάς ύφεσης στην ελληνική οικονομία.[6]

Επιπροσθέτως, στο πλαίσιο του προγράμματος επαναγοράς χρέους (debt buyback) που ολοκληρώθηκε το Δεκέμβριο του ιδίου έτους, το Ελληνικό Δημόσιο απέσυρε χρέος συνολικής *ονομαστικής* αξίας περίπου €32δις, μέσω επαναγοράς του σε μεσοσταθμική τιμή 33.8%.

[2] Gros, Daniel, 2011, Can austerity be self-defeating?, VOX.

[3] Οι αυτόματοι σταθεροποιητές είναι πολιτικές και προγράμματα που δρουν για να αμβλύνουν τις διακυμάνσεις του οικονομικού κύκλου μιας χώρας χωρίς την παρέμβαση της εκάστοτε δημοσιονομικής αρχής. Οι φόρος εισοδήματος σε νομικά και φυσικά πρόσωπα καθώς και το επίδομα ανεργίας αποτελούν κάποιες από πλέον γνωστές πολιτικές αυτού του είδους. Στο παρόν κείμενο, ο όρος αυτόματος σταθεροποιητής χρησιμοποιείται για υποδηλώσει την επίδραση του οικονομικού κύκλου στα δημόσια έσοδα.

[4] Monokroussos, Platon, 2014, The Challenge of Restoring Debt Sustainability in a Deep Economic Recession: The case of Greece, LSE, Hellenic Observatory Papers on Greece and Southeast Europe.

[5] Σημειώνεται ότι δημοσιονομικός πολλαπλασιαστής ορίζεται η μεταβολή του ΑΕΠ ως αποτέλεσμα μιας μοναδιαίας μεταβολής των εσόδων ή των πρωτογενών δαπανών της κυβέρνησης. Για παράδειγμα, ο πολλαπλασιαστής των πρωτογενών δαπανών της κυβέρνησης είναι **1** όταν για κάθε ένα ευρώ περιστολής των δαπανών (πχ. για την αγορά προϊόντων, υπηρεσιών ή τη μισθολογική δαπάνη) το ΑΕΠ της χώρας μειώνεται κατά **1 ευρώ**.

[6] Monokroussos, Platon and Thomakos, Dimitris, 2012, Fiscal Multipliers in deep economic recessions and the case for a 2-year extension in Greece's austerity programme, Economy & Markets, Global Markets Research, Eurobank Ergasias S.A.

Συμπερασματικά, η αύξηση του λόγου δημοσίου χρέους-ΑΕΠ την τελευταία 5ετία παρά τη μεγάλη δημοσιονομική προσαρμογή που έλαβε χώρα την περίοδο αυτή μπορεί να ερμηνευτεί από την μεγάλη υφεσιακή επίπτωση των εφαρμοσθέντων μέτρων λιτότητας (*βλ.* ακόλουθη παράγραφο). Από την άλλη πλευρά, η δημοσιονομική προσαρμογή των τελευταίων ετών σε συνδυασμό με τη μεγάλη αναδιάρθρωση χρέους που έλαβε χώρα το 2012 βελτίωσαν σημαντικά την «εξυπηρετησιμότητά» του. Σημειώνεται ότι, σύμφωνα με πρόσφατη έκθεση του ΔΝΤ για τη βιωσιμότητα του ελληνικού δημοσίου χρέους (Ιούνιος 2015), στις αρχές του τρέχοντος έτους ο λόγος χρέους-ΑΕΠ προβλεπόταν ότι θα υποχωρούσε στο 116.5% του ΑΕΠ το 2020 και στο 104.4% του ΑΕΠ του 2022, καθιστώντας μη αναγκαία την παροχή ενός νέου πακέτου ελάφρυνσης χρέους για την Ελλάδα στο πλαίσιο των αποφάσεων που ελήφθησαν στο Eurogroup του Νοεμβρίου 2012.

Εκτιμώμενη υφεσιακή επίπτωση των μέτρων λιτότητας της περιόδου 2010-2014

Το ονομαστικό μέγεθος της συνολικής δέσμης δημοσιονομικών μέτρων που εφαρμόστηκε στο πλαίσιο των δύο διαδοχικών προγραμμάτων διάσωσης εκτιμάται σε 30 μονάδες του ΑΕΠ περίπου, με το 45% των σχετικών μέτρων να εμπίπτουν στο σκέλος των εσόδων (αυξήσεις σε άμεσους και έμμεσους φόρους καθώς και στις εισφορές κοινωνικής ασφάλισης) και το υπόλοιπο στην πλευρά των δαπανών (κυρίως περικοπές σε μισθούς, συντάξεις και στο πρόγραμμα δημοσίων επενδύσεων).[7]

Δυστυχώς, παρά την σημαντική μείωση του δημοσιονομικού ελλείμματος την προηγούμενη 5ετία, η ιδιαίτερα μεγάλη (και εμπροσθοβαρής) δημοσιονομική προσαρμογή συνοδεύτηκε από δραματική συρρίκνωση του ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος (πλέον των 26 μονάδων) καθώς και μεγάλη άνοδο του ποσοστού ανεργίας.

Μάλιστα όπως σημειώνεται σε πρόσφατη μελέτη μας,[8] οι πολιτικές λιτότητας που εφαρμόστηκαν την τελευταία 5ετία μπορούν να ερμηνεύσουν πλήρως την επακόλουθη συρρίκνωση του ελληνικού ΑΕΠ σε σύγκριση με ένα θεωρητικό (counterfactual) σενάριο το οποίο υποθέτει: *α)* μηδενική δημοσιονομική προσαρμογή την περίοδο 2010-2014, και *β)* συνέχιση της εξωτερικής χρηματοδότησης του ελληνικού δημοσίου την εν λόγω περίοδο (με όρους παρόμοιους με αυτούς των τελευταίων ετών) για την αποτροπή χρεοκοπίας και μιας πιο βίαιης απομόχλευσης της εγχώριας οικονομίας.

Φυσικά, αυτό δεν σημαίνει ότι η Ελλάδα δε θα έπρεπε να εφαρμόσει μέτρα δημοσιονομικής προσαρμογής τα τελευταία έτη, ιδιαίτερα λαμβάνοντας υπ᾽ όψιν τις τεράστιες μακροοικονομικές ανισορροπίες που συσσωρεύτηκαν την περίοδο πριν το ξέσπασμα της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2007/2008. Αντ᾽ αυτού, το κεντρικό μήνυμα από την άσκηση προσομοίωσης που παρουσιάζεται στην προαναφερθείσα μελέτη είναι ως ακολούθως:

Η πιθανότητα ένα δρακόντειο πρόγραμμα λιτότητας να αποδειχθεί τελικά αντιπαραγωγικό ("self-defeating"), δηλαδή να οδηγήσει σε υπέρμετρη απώλεια των εισοδημάτων και σε επιδείνωση (αντί για βελτίωση) της δυναμικής του δημοσίου χρέους αυξάνεται σημαντικά όταν αυτό εφαρμόζεται σε συνθήκες βαθιάς ύφεσης, όπως αυτές που επικράτησαν στην Ελλάδα τα τελευταία έτη. Κατ' επέκταση, μια λιγότερο εμπροσθοβαρής (και περισσότερο αντικυκλική) δημοσιονομική προσαρμογή που θα εφαρμοζόταν όταν η οικονομία θα είχε ήδη αρχίσει να ανακάμπτει, θα μπορούσε τελικά να επιφέρει τα επιδιωκόμενα αποτελέσματα (βελτίωση των δημοσιονομικών μεγεθών) χωρίς κατ᾽ ανάγκη να προκαλέσει τόσο σοβαρές απώλειες στην εγχώρια οικονομία.

Monokroussos, Platon and Thomakos, Dimitris, 2013, Greek fiscal multipliers revisited – Government spending cuts vs. tax hikes and the role of public investment expenditure, Economy & Markets, Global Markets Research, Eurobank Ergasias S.A.

[7] Πηγή: ΤτΕ, Υπουργείο Οικονομικών και Διεύθυνση Οικονομικής Ανάλυσης και Έρευνας Διεθνών Κεφαλαιαγορών Eurobank.

[8] Monokroussos, Platon, June 2015, The macroeconomic costs of fiscal adjustment in Greece, Greece Macro Monitor, Eurobank Research

Το ανωτέρω αποτέλεσμα προκύπτει λόγω της τεκμηριωμένης αλληλεξάρτησης των δημοσιονομικών πολλαπλασιαστών και του οικονομικού κύκλου τόσο στην Ελλάδα όσο και σε πολλές άλλες οικονομίες (πολύ υψηλότεροι πολλαπλασιαστές σε περιόδους βαθιάς ύφεση από ότι σε περιόδους οικονομικής σταθερότητας και ανάπτυξης). Η ισχύς του ανωτέρου επιχειρήματος αυξάνεται επίσης με την υιοθέτηση ενός αξιόπιστου πολυετούς προγράμματος δημοσιονομικής εξυγίανσης και, κυρίως, με την εφαρμογή γενναίων διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, προγραμμάτων ενίσχυσης της ρευστότητας και άλλων στρατηγικών με στόχο την αντιμετώπιση των περιοριστικών επιδράσεων της δημοσιονομικής προσαρμογής και την ταχύτερη επάνοδο σε θετικούς (και βιώσιμους) ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης.

Γιατί η δυσμενής επίπτωση των προγραμμάτων δημοσιονομικής προσαρμογής στην πραγματική οικονομία είναι μεγαλύτερη σε συνθήκες βαθιάς ύφεσης

Προγενέστερες θεωρητικές και εμπειρικές μελέτες για τις επιπτώσεις της δημοσιονομικής πολιτικής στο ακαθάριστο εθνικό προϊόν (ΑΕΠ) ή άλλους μακροοικονομικούς δείκτες έχουν δείξει ότι το εκτιμώμενο μέγεθος (και σε ορισμένες περιπτώσεις, το πρόσημο) του δημοσιονομικού πολλαπλασιαστή μπορεί να μεταβάλλεται με το πέρας του χρόνου σε συνάρτηση με την εξέλιξη των γενικότερων μακροοικονομικών συνθηκών.

Σε πρόσφατη εμπειρική μας μελέτη για την ελληνική οικονομία[9] εξετάσαμε, μεταξύ άλλων*: α)* το μέγεθος των δημοσιονομικών πολλαπλασιαστών και το βαθμό μεταβολής τους ανάλογα με τις διακυμάνσεις του οικονομικού κύκλου, *β)* τις δυνητικές επιπτώσεις στην πραγματική οικονομία διαφορετικών μειγμάτων δημοσιονομικής προσαρμογής (πχ. περικοπή δαπανών έναντι αύξησης των φορολογικών εσόδων), και *γ)* το δυνητικό ρόλο των δημοσίων επενδύσεων ως μοχλού σταθεροποίησης της εγχώριας οικονομίας και της επιστροφής σε θετικούς και βιώσιμους ρυθμούς ανάπτυξης.

Η εν λόγω μελέτη επιχειρεί να αναδείξει τα ανωτέρω ζητήματα, βασιζόμενη σε μια νέα εμπειρική μεθοδολογία (*Threshold Vector Autoregressive Model*) η οποία κρίνεται ιδιαίτερα ελκυστική από τεχνική άποψη για τη μέτρηση των μακροοικονομικών επιπτώσεων της δημοσιονομικής πολιτικής ανάλογα με τις διακυμάνσεις του οικονομικού κύκλου. Οι νέες μας μετρήσεις φαίνεται να τεκμηριώνουν τα αποτελέσματα προγενέστερης μελέτης μας η οποία εκτιμούσε σημαντικά υψηλότερους δημοσιονομικούς πολλαπλασιαστές σε συνθήκες ύφεσης από ότι σε περιόδους οικονομικής ανάπτυξης.[10] Επιπροσθέτως, η μελέτη αναδεικνύει μια σειρά νέων στοιχείων με βαρύνουσα σημασία για την άσκηση της δημοσιονομικής πολιτικής στη χώρα μας.[11]

---

[9] Monokroussos, Platon and Thomakos, Dimitris, 2013, Greek fiscal multipliers revisited – Government spending cuts vs. tax hikes and the role of public investment expenditure, Economy & Markets, Global Markets Research, Eurobank Ergasias S.A.

[10] Monokroussos, Platon and Thomakos, Dimitris, 2012, Fiscal Multipliers in deep economic recessions and the case for a 2-year extension in Greece's austerity programme, Economy & Markets, Global Markets Research, Eurobank Ergasias S.A.

[11] Σημειώνεται ότι η ερμηνεία των εμπειρικών αποτελεσμάτων της εν λόγω μελέτης και άλλων σχετικών μελετών στην διεθνή βιβλιογραφία χρήζουν ιδιαίτερης προσοχής, λόγω πλειάδας σοβαρών θεωρητικών και τεχνικών δυσκολιών που σχετίζονται με την εκτίμηση των δημοσιονομικών πολλαπλασιαστών. Η δε εκτίμηση για το μέγεθος της συσταλτικής επίπτωσης των μέτρων δημοσιονομικής προσαρμογής δεν αποτελεί αναγκαστικά και πρόβλεψη για την πορεία του ακαθάριστου εθνικού προϊόντος καθώς αυτή μπορεί να επηρεαστεί από πολλούς άλλους παράγοντες όπως *πχ.* η εξέλιξη του επενδυτικού κλίματος και η εμπιστοσύνη των επενδυτών για την δημοσιονομική σταθερότητα μιας χώρας.

Ειδικότερα,

Η συσταλτική επίπτωση στο ΑΕΠ της Ελλάδας για κάθε ένα ευρώ σύσφιξης της δημοσιονομικής πολιτικής - *π.χ.* μέσω περικοπής του μισθολογικού κόστους, του προγράμματος δημοσίων επενδύσεων ή/και της δαπάνης για την αγορά άλλων προϊόντων και υπηρεσιών - αυξάνει με το μέγεθος της συνολικής δημοσιονομικής σύσφιξης και είναι μεγαλύτερη όταν η τελευταία λαμβάνει χώρα σε περίοδο ύφεσης (δηλ. συρρίκνωσης του ΑΕΠ της χώρας).

Η συσταλτική επίπτωση στο ΑΕΠ της Ελλάδας για κάθε ένα ευρώ σύσφιξης της δημοσιονομικής πολιτικής εξαρτάται από το μείγμα και την διάρθρωση της δημοσιονομικής προσαρμογής και είναι σημαντικά υψηλότερη όταν η τελευταία στοχεύει στην περικοπή των δημοσίων δαπανών αντί αύξησης των δημοσίων εσόδων.

Ενδεικτικά, η δυνητική συσταλτική επίπτωση (fiscal drag) μιας προσαρμογής που στοχεύει σε βελτίωση της πρωτογενούς θέσης της γενικής κυβέρνησης (general government primary balance) κατά περίπου 3% εκτιμάται ότι μπορεί να ανέλθει σωρευτικά σε 1.89 ευρώ σε βάθος τριετίας (για κάθε 1 ευρώ δημοσιονομικής προσαρμογής) όταν αυτή αναμένεται να προέλθει αποκλειστικά από τη μείωση των πρωτογενών δαπανών.

Παρόλα αυτά, η εκτιμώμενη συσταλτική επίπτωση στο ΑΕΠ της χωράς εκτιμάται ότι μπορεί να είναι αρκετά μικρότερη (περίπου 0.5 ευρώ σωρευτικά σε βάθος τριετίας για κάθε 1 ευρώ δημοσιονομικής προσαρμογής) όταν η προσαρμογή αυτή στηρίζεται εξ ολοκλήρου σε αύξηση των δημοσίων εσόδων.

Σημειώνεται εδώ ότι το ανωτέρω αποτέλεσμα δεν αποτελεί άμεση προτροπή για περαιτέρω αύξηση των φορολογικών συντελεστών στην Ελλάδα, αφού οι τελευταίοι παραμένουν σε υψηλά επίπεδα σε σχέση με τις υπόλοιπες χώρες της ευρωζώνης. Αντ' αυτού, αποτελεί ισχυρότατο επιχείρημα υπέρ μιας επιθετικότερης πολιτικής στο μέτωπο αναδιοργάνωσης του φοροεισπρακτικού μηχανισμού και πάταξης της φοροδιαφυγής μέσω μιας συνολικότερης αναδιάρθρωσης του δημόσιου τομέα της χώρας.

Οι εκτιμώμενοι πολλαπλασιαστές του προγράμματος δημοσίων επενδύσεων είναι ιδιαίτερα υψηλοί, κυρίως όταν η οικονομία βρίσκεται σε φάση βαθιάς ύφεσης. Κάτω από ορισμένες προϋποθέσεις, η θετική επίπτωση στο ΑΕΠ της χώρας λόγω μιας αύξησης του προγράμματος δημοσίων επενδύσεων θα μπορούσε να ανέλθει σωρευτικά σε βάθος τριετίας σε 2.91 με 3.99 ευρώ για κάθε ένα ευρώ αύξησης της πραγματικής δαπάνης για δημόσιες επενδύσεις. Τα ανωτέρω αποτελούν ισχυρό επιχείρημα υπέρ μιας επιθετικής αύξησης του προγράμματος δημοσίων επενδύσεων στην τρέχουσα συγκυρία μέσω πχ. της ταχύτερης απορρόφησης των διαθέσιμων πόρων από τα διαθρωτικά ταμεία της Ε.Ε. και άλλων δράσεων.

Στρατηγικές αναδιάρθρωσης του ελληνικού δημοσίου χρέους και προϋποθέσεις για την εδραίωση της βιωσιμότητας της δημοσιονομικής θέσης της χώρας

Όπως έχει ήδη γίνει γνωστό, οι πρόσφατες μακροοικονομικές και δημοσιονομικές εξελίξεις στην Ελλάδα έχουν επιφέρει, μεταξύ άλλων, σοβαρή επιδείνωση στη προβλεπόμενη δυναμική του λόγου δημοσίου χρέους-ΑΕΠ αλλά και σημαντικές τροποποιήσεις στον τρόπο με τον οποίο οι ευρωπαίοι εταίροι και το ΔΝΤ αξιολογούν τη βιωσιμότητά του.

Πιο συγκεκριμένα, σύμφωνα με τη νέα έκθεση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για τη βιωσιμότητα του ελληνικού χρέους (Αύγουστος 2015), ο λόγος χρέους-ΑΕΠ δεν αναμένεται πλέον να προσεγγίσει επίπεδα πλησίον του 120% πριν το έτος 2030. Επιπροσθέτως, ενώ στο προηγούμενο πρόγραμμα προσαρμογής (και βάσει των αποφάσεων του Eurogroup του Νοεμβρίου 2012) η βιωσιμότητα του δημοσίου χρέους εξασφαλιζόταν μέσω της προβλεπόμενης επίτευξης συγκεκριμένων στόχων για το λόγο χρέους-ΑΕΠ (124% το 2020 και σημαντικά χαμηλότερος του 110% το 2022), στο νέο (3ο) πρόγραμμα διαφαίνεται η υιοθέτηση νέας προσέγγισης για τη βιωσιμότητα του χρέους βάσει της οποίας οι μέσες ετήσιες χρηματοδοτικές δαπάνες Γενικής Κυβέρνησης δε θα πρέπει μην υπερβαίνουν το 15% του ΑΕΠ μεσοπρόθεσμα.

Σύμφωνα με την πλέον πρόσφατη επίσημη μελέτη βιωσιμότητας του ελληνικού δημοσίου χρέους *"Οι ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες προς το ΑΕΠ στο δυσμενές σενάριο εκτιμούνται κατά μέσο όρο γύρω στο 12% την περίοδο 2020 – 2030, ενώ αναμένεται να υπερβούν το όριο του 15% τις επόμενες δεκαετίες."* (Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Αύγουστος 2015). Επιπροσθέτως, σημειώνεται ότι βάσει του νέου βασικού μακροοικονομικού σεναρίου, ο λόγος δημοσίου χρέους-ΑΕΠ της Ελλάδας αναμένεται να ανέλθει στο 200% περίπου το επόμενο έτος, παραμένοντας υψηλότερος του 120% την επόμενη 15ετία.

Οι ανωτέρω επισημάνεις αποτελούν σαφή αποδοχή της αναγκαιότητας περαιτέρω ελάφρυνσης του ελληνικού δημοσίου χρέους που, όπως άλλωστε επισημαίνεται και στη νέα δανειακή σύμβαση, αναμένεται να συζητηθεί κατόπιν της επιτυχούς ολοκλήρωσης της 1ης αξιολόγησης του νέου προγράμματος.

Σύμφωνα με σειρά πρόσφατων δηλώσεων υψηλόβαθμων ευρωπαίων αξιωματούχων, η δομή ενός νέου πακέτου ελάφρυνσης του ελληνικού δημοσίου χρέους αναμένεται, δυνητικά, να περιλαμβάνει: ***α)*** περαιτέρω επιμήκυνση των μέσων χρόνων ωρίμανσης των *ευρωπαϊκών* δανείων που έλαβε η χώρα στο πλαίσιο των διαδοχικών προγραμμάτων προσαρμογής, και ***β)*** περίοδο χάριτος στις αποπληρωμές τόκων και χρεολυσίων επί των δανείων αυτών. *Σημειώνεται ότι σύμφωνα με τις ανωτέρω δηλώσεις, το ενδεχόμενο απομείωσης της ονομαστικής αξίας των εν λόγω δανείων έχει είτε αποσιωπηθεί είτε παντελώς αποκλεισθεί.*

Λαμβάνοντας υπ' όψιν τις ανωτέρω εξελίξεις, πρόσφατη μελέτη μας εξετάζει τις δυνητικές επιπτώσεις ενός <u>βασικού</u> (θεωρητικού) πακέτου ελάφρυνσης του ελληνικού δημοσίου χρέους στην προβλεπόμενη εξέλιξη των δανειακών υποχρεώσεων της Γενικής Κυβέρνησης και του λόγου χρέους-ΑΕΠ τις επόμενες δεκαετίες.[12]

Η δομή του εν λόγω βασικού πακέτου ελάφρυνσης είναι η ακόλουθη:

20ετής επέκταση του χρόνου ωρίμανσης *του συνόλου* των ευρωπαϊκών δανείων (GLF, EFSF και ESM) που έλαβε (ή αναμένεται να λάβει) η Ελλάδα στο πλαίσιο των τριών διαδοχικών προγραμμάτων διάσωσης, σε συνδυασμό με νέα 10ετή περίοδο χάριτος στις αποπληρωμές τόκων και χρεολυσίων. Στην περίπτωση του ανωτέρω θεωρητικού σχήματος εξετάζονται τρία σενάρια για το ύψος των αντίστοιχων επιτοκίων: αμετάβλητα επιτόκια ή, εναλλακτικά, μετατροπή των υφιστάμενων επιτοκίων από κυμαινόμενα σε σταθερά 0,25% ή 0,50%, αντίστοιχα.

Κάποια από τα κύρια αποτελέσματα της ανάλυσης των δυνητικών επιπτώσεων του προαναφερθέντος βασικού σεναρίου παρατίθενται ακολούθως:

Αμελητέα επίπτωση στην προβλεπόμενη μεσοπρόθεσμη εξέλιξη του λόγου χρέους-ΑΕΠ, ιδιαίτερα εάν δεν υπάρξει περαιτέρω διευθέτηση σε σχέση με τα υφιστάμενα επίπεδα των επιτοκίων των εν λόγω δανείων, δηλαδή περαιτέρω μείωση ή/και μετατροπή τους από κυμαινόμενα σε σταθερά (σενάριο αμετάβλητων επιτοκίων).

- ✓ Η όποια ευνοϊκή επίπτωση όσον αφορά το μέγεθος του χρέους αναμένεται να επιτελεσθεί σε όρους καθαρής τρέχουσας αξίας (NPV).
- ✓ Σημαντική ελάφρυνση των ακαθάριστων δανειακών υποχρεώσεων της Γενικής Κυβέρνησης τις επόμενες 3-4 δεκαετίες, κυρίως εάν υπάρξει περαιτέρω μείωση των επιτοκίων επί του συνόλου ή μέρους των ευρωπαϊκών δανείων προς την Ελλάδα στα πλαίσια των τριών προγραμμάτων προσαρμογής.

[12] Monokroussos, Platon, Sept. 2015, Greece: state financing gaps, funding sources & the case for debt restructuring, Eurobank Economic Research.

Για παράδειγμα, η προαναφερθείσα *μέση ετήσια* ελάφρυνση (ως ποσοστό του ονομαστικού ΑΕΠ του 2014) των ακαθάριστων δανειακών υποχρεώσεων της Γενικής Κυβέρνησης την περίοδο 2016-2050 υπολογίζεται σε: *i)* 1.3 ποσοστιαίες μονάδες (π.μ.) εάν δεν υπάρξει μείωση των επιτοκίων, και *ii)* 2.7 π.μ. εάν τα επιτόκια του συνόλου των δανείων αυτών μετατραπούν σε σταθερό 0,5%.

Συμπερασματικά, η παροχή ενός νέου πακέτου ελάφρυνσης με χαρακτηριστικά που προσομοιάζουν, σε γενικές γραμμές, με αυτά του ανωτέρω βασικού (θεωρητικού) σεναρίου θα μπορούσε να καταστήσει βιώσιμο το ελληνικό δημόσιο χρέος, βάσει του νέου ορισμού βιωσιμότητας σύμφωνα με τον οποίο η μέση ετήσια χρηματοδοτική δαπάνη της Γενικής Κυβέρνησης δεν θα πρέπει να υπερβαίνει το 15% του ΑΕΠ μεσοπρόθεσμα.

Μια περαιτέρω διευθέτηση των υφιστάμενων επιτοκίων επί του συνόλου ή μέρους των ευρωπαϊκών δανείων (*δηλαδή* περαιτέρω μείωση ή/και μετατροπή τους από κυμαινόμενα σε σταθερά) θα συνέβαλε καθοριστικά στη διασφάλιση βιωσιμότητας του ελληνικού δημοσίου χρέους, καθώς απρόβλεπτες μελλοντικές αυξήσεις στα διατραπεζικά επιτόκια Euribor ή/και τα επιτόκια με τα οποία δανείζεται ο μηχανισμός ESM από τις αγορές θα μπορούσαν να προκαλέσουν σημαντική άνοδο στις δαπάνες του ελληνικού δημοσίου για την αποπληρωμή τόκων *(έως και €15.5δις σωρευτικά την επόμενη 50ετία, για κάθε αύξηση 0.25 ποσοστιαίων μονάδων στα ανωτέρω διατραπεζικά επιτόκια από το 2020 και εντεύθεν).*

Τέλος, η επιστροφή της ελληνικής οικονομίας σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης αποτελεί την πιο σημαντική προϋπόθεση για τη σταθεροποίηση της δημοσιονομικής θέσης της χώρας μεσοπρόθεσμα, καθώς: *α)* για κάθε μία μονάδα αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ ο λόγος χρέους- ΑΕΠ υποχωρεί κατά 2 μονάδες (λαμβάνοντας υπ' όψιν το τρέχον επίπεδο του λόγου αυτού και θεωρώντας όλους τους άλλους παράγοντες σταθερούς), και *β)* απαιτείται μέσος ετήσιος ονομαστικός ρυθμός αύξησης 2,7% του ελληνικού ΑΕΠ την επόμενη 10ετία για να αποτραπεί η *αυτόματη* άνοδος του λόγου χρέους-ΑΕΠ (φαινόμενο «χιονοστιβάδας»), θεωρώντας όλους τους άλλους παράγοντες σταθερούς.