

**ΒΟΥΛΗ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΩΝ  
ΓΡΑΦΕΙΟ ΠΡΟΫΠΟΛΟΓΙΣΜΟΥ ΤΟΥ ΚΡΑΤΟΥΣ**

**ΤΟ ΔΗΜΟΣΙΟ ΧΡΕΟΣ ΜΕΤΑ ΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ «ΜΝΗΜΟΝΙΟΥ» (2014)**

**Ενημερωτικό σημείωμα για τα μέλη των αρμόδιων Κοινοβουλευτικών Επιτροπών  
της Βουλής των Ελλήνων**



Οκτώβριος 2013

## ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

<b>ΠΡΟΛΟΓΟΣ</b> .....	<b>3</b>
<b>ΤΟ ΔΗΜΟΣΙΟ ΧΡΕΟΣ ΜΕΤΑ ΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ «ΜΝΗΜΟΝΙΟΥ» (2014)</b> .....	<b>4</b>
1. ΔΥΟ ΔΙΑΦΟΡΕΤΙΚΑ ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ: «ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΟ ΚΕΝΟ» ΚΑΙ ΔΗΜΟΣΙΟ ΧΡΕΟΣ .....	4
2. ΔΙΕΥΚΟΛΥΝΣΗ ΕΞΥΠΗΡΕΤΗΣΗΣ ΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΧΡΕΟΥΣ : ΜΕΙΩΣΗ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ ΚΛΠ.....	5
3. ΝΕΑ ΕΠΙΣΗΜΗ ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗ (=ΔΙΑΓΡΑΦΗ) ΤΟΥ ΧΡΕΟΥΣ ΓΙΑ ΝΑ ΕΙΝΑΙ «ΒΙΩΣΙΜΟ».....	6
4. ΕΥΡΩΠΑΪΚΑ ΕΡΓΑΛΕΙΑ ΓΙΑ ΤΗ ΜΕΙΩΣΗ ΤΟΥ ΑΠΟΘΕΜΑΤΟΣ ΧΡΕΟΥΣ .....	9
<b>ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ</b> .....	<b>12</b>
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι.....	13
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙ.....	14
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙΙ.....	15
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙV.....	18

## Πρόλογος

Το Γραφείο Προϋπολογισμού του Κράτους στο πλαίσιο των αρμοδιοτήτων του εκπόνησε το παρόν σημείωμα με τίτλο «**ΤΟ ΔΗΜΟΣΙΟ ΧΡΕΟΣ ΜΕΤΑ ΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ ΜΝΗΜΟΝΙΟΥ (2014)**». Το σημείωμα απευθύνεται πρωτίστως στα μέλη των αρμοδίων κοινοβουλευτικών Επιτροπών, δηλαδή της Ειδικής Διαρκούς Επιτροπής του Απολογισμού και του Γενικού Ισολογισμού του Κράτους και Ελέγχου της Εκτέλεσης του Προϋπολογισμού του Κράτους, καθώς και της Διαρκούς Επιτροπής Οικονομικών Υποθέσεων της Βουλής των Ελλήνων. Έχει ως στόχο την υποβοήθηση του έργου των δύο Επιτροπών με την παροχή των αναγκαίων πληροφοριών και στοιχείων.

Το σημείωμα αυτό συζητήθηκε και εγκρίθηκε από την Επιστημονική Επιτροπή του Γραφείου σε συνεδρίαση που πραγματοποιήθηκε στις 19/09/2013. Εκτός από την αυτόνομη δημοσίευσή του αποφασίστηκε να αποτελέσει μέρος της τρίτης τριμηνιαίας έκθεσης.

Για την εκπόνησή του διαμορφώθηκε ομάδα εργασίας με επικεφαλής τον Καθηγητή κ. Πάνο Καζάκο (μέλος της Επιστημονικής Επιτροπής του Γραφείου) και τη συνεργασία του Δρα. κ. Σπύρου Λαπατσιώρα (μέλους της Επιστημονικής Επιτροπής του Γραφείου) και των στελεχών του Γραφείου κ.κ. Αλέξανδρο Λύρα και Μιχάλη Σταύρακα.

Ο Συντονιστής του Γραφείου

Καθηγητής Παναγιώτης Λιαργκόβας

## Το Δημόσιο Χρέος μετά το τέλος του «μνημονίου» (2014)

### 1. Δύο διαφορετικά προβλήματα: «Δημοσιονομικό κενό» και Δημόσιο Χρέος

Η τρέχουσα δανειακή σύμβαση με την Τρόικα με όρους που περιλαμβάνονται στο «Μνημόνιο» λήγει το 2014. Τότε θα καταβληθεί η τελευταία δόση (βλ. Παράρτημα Ι). Από το β' εξάμηνο 2014 οι πόροι που διαθέτει η χώρα δεν θα επαρκούν για να καλύψει τις υποχρεώσεις προς πληρωμή των τόκων για τα δάνεια που έχει λάβει. Ειδικότερα, δεν θα επαρκεί το πρωτογενές πλεόνασμα (= περίσσειμα φόρων πάνω από τις δαπάνες) για την πληρωμή των τόκων. Κάπως απλά, η διαφορά μεταξύ τόκων και πρωτογενούς πλεονάσματος είναι το «δημοσιονομικό κενό».

Επίσημα το «δημοσιονομικό κενό» υπολογίζεται με βάση την τρέχουσα πολιτική προσαρμογής. Αν η τελευταία αλλάξει, π.χ. αν αυξηθούν οι κοινωνικές δαπάνες, τότε *ceteris paribus* το κενό γίνεται μεγαλύτερο και μαζί του οι δανειακές ανάγκες.<sup>1</sup> Το ίδιο ισχύει αν υπάρξει υστέρηση των φορολογικών εσόδων. Το ΔΝΤ προβλέπει ένα «δημοσιονομικό κενό» 4.4 δις € προς τα τέλη 2014 και επιπλέον 6.5 δις € το 2015, συνολικά 11 δις €. <sup>2</sup> Η ελληνική κυβέρνηση θεωρεί ότι το κενό είναι μικρότερο, ελπίζοντας ότι θα πετύχει πρωτογενές πλεόνασμα 2.8<sup>3</sup> δις €. <sup>4</sup> Όπως και να διαμορφωθεί τελικά, το «κενό» θα πρέπει να καλυφθεί, πράγμα που μπορεί να γίνει με νέο δανεισμό, μείωση των επιτοκίων και νέα μέτρα ή με ένα συνδυασμό όλων αυτών. Η κυβέρνηση αποκλείει νέα μέτρα.

Ας προσθέσουμε ότι το «κενό» διευρύνεται αν προσθέσουμε τις δαπάνες πληρωμής ληξιπρόθεσμων χρεών. Τότε μετονομάζεται σε «χρηματοδοτικό κενό». Η Ελλάδα δεν θα είναι εύκολο να δανεισθεί με λογικούς όρους από τις αγορές για να καλύψει το «κενό» αυτό, δηλαδή να πληρώσει τους τόκους και να αποπληρώσει ληξιπρόθεσμα δάνεια.

Μια συμφωνία για νέα δάνεια στήριξης ή και άλλες διευκολύνσεις (μείωση επιτοκίων κλπ) είναι η πιθανότερη λύση με τα σημερινά δεδομένα. Προβλέπονται άλλωστε στη δήλωση της Ευρωομάδας.<sup>5</sup> Επίσης και συναφώς, η ελληνική πλευρά εξετάζει το ενδεχόμενο να καλύψει μέρος του δημοσιονομικού κενού με διάφορους τρόπους εκτός δανεισμού από τους εταίρους, ένας από τους οποίους είναι η προσφυγή στις «αγορές». <sup>6</sup> Η Τρόικα για τους δικούς της λόγους την παρακινεί προς αυτή την κατεύθυνση.

<sup>1</sup> Βλ. Λαπατσιώρας, Σπ. «Χρηματοδοτικό κενό και κοινωνικές ανάγκες», εφημερίδα *η Αυγή* 18.8.2013. Βλ. επίσης IMF *Executive Board concludes 2013 Article IV consultation*, Public Information Note No. 13/64 June 5, 2013.

<sup>2</sup> Βλ. IMF *Executive Board concludes 2013 Article IV consultation*, Public Information Note No. 13/64 June 5, 2013.

<sup>3</sup> Βλ. Προσχέδιο Κρατικού Προϋπολογισμού 2014, Πίνακας 2.2, σελ. 24.

<sup>4</sup> Η διαφορά πάντως από το 2009 όταν ξεκίνησε η κρίση είναι μεγάλη καθώς τότε καταγράφηκε δημοσιονομικό έλλειμμα 24 δις.€.

<sup>5</sup> *Eurogroup Statement on Greece 27 November 2013*.

<sup>6</sup> Βλ. εφημερίδα *η Καθημερινή*, 21.8.2013.

*Επισημαίνουμε ότι μια νέα δανειακή σύμβαση για το κλείσιμο του δημοσιονομικού κενού δίνει μόνο προσωρινή λύση για ένα-δύο χρόνια. Ουσιαστικά αναβάλλει την αντιμετώπιση του μείζονος προβλήματος που είναι ο όγκος του Δημόσιου Χρέους της χώρας.*

Επομένως, τα ερωτήματα που τίθενται είναι τι πρέπει να γίνει με το Δημόσιο Χρέος, τι ακριβώς μπορεί να αναμένει ή να ζητήσει η χώρα, πότε και τι είναι διαπραγματευτικά εφικτό. Θα απασχολήσουν αναγκαστικά τη Βουλή. Είναι προφανές ότι συνυφαίνονται με ένα άλλο: Ποια πολιτική οικονομικής προσαρμογής θα είναι δυνατή από ή μετά το 2014. Το παρόν σημείωμα εξετάζει τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα κάθε προσφερόμενης δυνατότητας για την αντιμετώπιση του προβλήματος.

*Βασική παραδοχή μας είναι ότι το χρέος (και ο λόγος χρέους) δεν πρόκειται να τεθεί σε τροχιά μείωσης και να γίνει «βιώσιμο» ως το 2020 ή 2022<sup>7</sup> αποκλειστικά με εθνικές προσπάθειες αποταμίευσης (=δημιουργίας πρωτογενών πλεονασμάτων και ιδιωτικοποιήσεις), χωρίς οποιαδήποτε αναδιάρθρωση (=νέο «κούρεμα») ή και αναδιάρθρωση (=επιμήκυνση των περιόδων αποπληρωμής χρεών) και άλλες διευκολύνσεις (βλ. πιο κάτω). Η εξυπηρέτηση του χρέους ώστε να γίνει βιώσιμο μόνο με τις δικές μας δυνάμεις προϋποθέτει ένα συνδυασμό ρυθμών μεγέθυνσης και πρωτογενών πλεονασμάτων για πολλά χρόνια που όμως δεν είναι ρεαλιστικό να υποθέσουμε ότι θα επιτευχθούν. Θα προϋπέθετε επίσης δυνατότητα αναχρηματοδότησης από τις αγορές με ανεκτούς όρους.*

## **2. Διευκόλυνση εξυπηρέτησης του Δημόσιου Χρέους : Μείωση επιτοκίων κλπ.**

Πρόκειται για μέτρα που θα ελάφρυναν το βάρος εξυπηρέτησης του χρέους μας (flow relief) με μείωση των επιτοκίων του επίσημου δανεισμού προς την Ελλάδα ειδικά από την πρώτη δανειακή σύμβαση, μετάθεση πληρωμής και κεφαλαιοποίηση τόκων για τα δάνεια του EFSF, επιμήκυνση των περιόδων αποπληρωμής κ.α.

Η Ελλάδα πληρώνει το 2013 8.9 δις € ή 4.9 % του ΑΕΠ (βλ. και Παράρτημα II, πίνακας 2).<sup>8</sup> Μια περαιτέρω «τεχνητή» μείωσή του θα σήμαινε λιγότερες ετήσιες δαπάνες του προϋπολογισμού για τόκους, κατά προέκταση λιγότερη πίεση για μελλοντικές περικοπές άλλων δαπανών. Επιπλέον, με την επιμήκυνση της αποπληρωμής των δανείων θα έπρεπε να βρεθούν λιγότεροι δανειακοί πόροι για αποπληρωμή ληξιπρόθεσμων χρεών μετά το 2014.

Η προοπτική των διευκολύνσεων στην εξυπηρέτηση του χρέους δεν πρέπει να υποτιμηθεί. Έχει μεγάλη σημασία πόσα μπορεί η χώρα να δίνει για την εξυπηρέτηση του χρέους. Οι προτεινόμενες διευκολύνσεις θα πρέπει να ενταχθούν

<sup>7</sup> Δηλαδή να κατέβει σε 124% του ΑΕΠ (2020) και 110% του ΑΕΠ (2022). Βλ. IMF *Executive Board concludes 2013 Article IV consultation*, Public Information Note No. 13/64 June 5 2013.

<sup>8</sup> Προϋπολογισμός του Κράτους 2013, Δεκέμβριος 2012. Το ποσό μειώθηκε από 11.7 δις € (ή 6% του ΑΕΠ) του έτους 2012.

σε μια συνολική λύση του προβλήματος του χρέους. Αν π.χ. συμφωνηθεί ένα moratorium (=διακοπή της πληρωμής όλων ή μέρους των τόκων) για 4-5 ή και περισσότερα χρόνια, τα αντίστοιχα ποσά θα μπορούσαν να επενδυθούν. Σημειώνουμε ότι η Ευρωζώνη έχει αφήσει ανοιχτό το ενδεχόμενο για μια μείωση των επιτοκίων!<sup>9</sup> Ένα σχετικό επενδυτικό πρόγραμμα που θα δημιουργούσε θέσεις εργασίας θα έπρεπε βέβαια να συμφωνηθεί με την ΕΕ. Θα έδινε ερεθίσματα για ανάκαμψη και μείωση της ανεργίας αν και δεν θα έλυσε το πρόβλημα αυτό. Το σπουδαιότερο είναι ότι θα άλλαζε το κλίμα. Η εξυπηρέτηση του χρέους δεν θα έπνιγε την οικονομία μας.

Το ερώτημα είναι αν η μείωση των επιτοκίων και η επιμήκυνση της αποπληρωμής χρεών (= παράταση των ωριμάνσεων) θα επιτρέψουν στην Ελλάδα να επιστρέψει στις αγορές για να καλύψει υποχρεώσεις χρεολυσίων με λογικούς όρους. Μολονότι η αποπληρωμή του Δημόσιου Χρέους μέσω νέου δανεισμού (π.χ. από την ΕΚΤ ή το ΕΤΣ) δεν μπορεί να συνεχίζεται επ' άπειρον, είναι ψευδαίσθηση να αναμένουμε ότι η χώρα θα επιστρέψει στις αγορές μετά το 2014 για να καλύψει με λογικούς όρους τις ανάγκες αναχρηματοδότησης του χρέους συν τυχόν έκτακτες ανάγκες. Μόνο για τα χρεολύσια, οι απαιτήσεις τα επόμενα χρόνια ανέρχονται σε 70,5 δις € (2014-2020, βλ. γράφημα 1 στο παράρτημα II)<sup>10</sup>. Κατά την εκτίμησή μας, οι ελαφρύνσεις είναι μεν αναγκαίες, αλλά δεν αρκούν για μια οριστική λύση του προβλήματος και αφήνουν την Ελλάδα έκθετη στις απροσδόκητες διαταραχές της διεθνούς και ευρωπαϊκής οικονομίας. Το χρέος θα παραμείνει ως δαμόκλειος σπάθη πάνω από την ελληνική οικονομία, θα επηρεάζει αρνητικά τις προσδοκίες των οικονομικών παραγόντων και θα εμποδίζει την επιστροφή στις αγορές.

### **3. Νέα επίσημη αναδιάρθρωση (=διαγραφή) του χρέους για να είναι «βιώσιμο»**

Η δεύτερη και πλέον αμφισβητούμενη δυνατότητα είναι να συμφωνηθεί νέα δραστική περικοπή του τωρινού χρέους (ή μείωση του αποθέματος χρέους, stock relief). Προφανώς η αναδιάρθρωση συνυφάινεται με το θέμα της βιωσιμότητάς του (βλ. και παράρτημα). Στην περίπτωση μας η Τρόικα θεωρεί ότι δείκτης της βιωσιμότητας είναι η μείωση του λόγου χρέους στο 124% του ΑΕΠ έως το 2020 και 110% του ΑΕΠ έως το 2022.<sup>11</sup>

---

<sup>9</sup> Eurogroup Statement on Greece, 27.November 2012. Την ιδέα για ένα moratorium υποστηρίζουν πολλοί όπως π.χ. ο καθηγητής Ν. Οικονομίδης (ΗΠΑ) του Stern School of Business, New York University.

<sup>10</sup> 72.5 δις € περίπου με βάση το ΓΛΚ- το ύψος εξαρτάται και από τη συναλλαγματική ισοτιμία SDR- € λόγω των δανείων από το ΔΝΤ.

<sup>11</sup> IMF Greece 2013 Article IV Consultation. Country Report No. 13/154, June 2013. Για έναν αυστηρό ορισμό της βιωσιμότητας βλ, Μπαλφούσιας, Αθ. Θ. «Αξιολόγηση της ελληνικής οικονομικής πολιτικής», στο ΚΕΠΕ *Οικονομικές εξελίξεις*, 12/2010, σελ. 58-69. Βιώσιμο γενικά είναι το χρέος που «εξυπηρετείται» (για το οποίο εξασφαλίζεται η πληρωμή τόκων με εθνικούς πόρους (μέσω ανάπτυξης) και είναι δυνατή η αναχρηματοδότηση με λογικούς όρους της αποπληρωμής ληξιπρόθεσμων οφειλών.

### *Η αριθμητική του χρέους είναι εναντίον μας.*

Σήμερα το ΔΝΤ πιέζει για μια νέα αναδιάρθρωση την οποία θεωρεί αναγκαία ακόμη και στην περίπτωση που πετυχαίνει πλήρως το τρέχον πρόγραμμα προσαρμογής!<sup>12</sup> Μεταξύ οικονομολόγων και εκπροσώπων οικονομικών συμφερόντων διατυπώνεται ολοένα και συχνότερα η γνώμη ότι η αναδιάρθρωση του χρέους είναι αναπόφευκτη.<sup>13</sup> Οι υπολογισμοί όμως της αναγκαίας περικοπής διαφέρουν. Το ΔΝΤ υποστηρίζει ότι απαιτείται μια διαγραφή χρέους της τάξης του 4-5% του ΑΕΠ για να επιτευχθούν οι στόχοι του 2020 και 2022. Εκτός τούτου, μια σημαντική μείωση του αποθέματος του χρέους έστω και σταδιακά θα λειτουργούσε ως κίνητρο για να συνεχισθούν οι μεταρρυθμίσεις ή να μη πάνε χαμένες όσες έγιναν.<sup>14</sup>

Το Δημόσιο Χρέος της χώρας εκτιμάται ότι θα ανέλθει στο τέλος του 2013 σε 321 δις € ή 175.5% του ΑΕΠ. Το ΑΕΠ το 2013 εκτιμάται ότι θα μειωθεί δραματικά στα 183 δις €, γεγονός που εξηγεί και την άνοδο του λόγου χρέους προς ΑΕΠ σε σχέση με το 2012 (304 δις € ή 156.9%). Το επόμενο έτος 2014 προβλέπεται ότι θα μειωθεί στα 319 δις € ή 174.5% του ΑΕΠ<sup>15</sup>. Επομένως, από τη σκοπιά αυτή, η χώρα είναι σε χειρότερη θέση να αντιμετωπίσει το πρόβλημα του Δημοσίου Χρέους της αφού έχει καταρρεύσει η παραγωγική της βάση σύμφωνα και με τα επίσημα στοιχεία. Επιπλέον: Ακόμη και αν επιτευχθεί ο στόχος ενός λόγου χρέους 124% ΑΕΠ έως το 2020 η κατάσταση δεν θα είναι διατηρήσιμη!

Στο παράρτημα III της παρούσας έκθεσης περιλαμβάνεται μια τεχνική παρουσίαση των όρων για σταθεροποίηση του χρέους. Από το παράδειγμα προκύπτει ότι η σταθεροποίηση και πολύ περισσότερο η φιλόδοξη μείωσή του στο 110% από το επίπεδο του 175.5% του ΑΕΠ το 2013, διευκολύνεται αν υπάρξει περικοπή του αποθέματος του χρέους (σε τεχνική γλώσσα: stock relief).

### *Μια αιτιολόγηση της ανάγκης για αναδιάρθρωση του χρέους.*

Η επίτευξη και κυρίως η διατήρηση μεγάλων πρωτογενών πλεονασμάτων στο μέλλον (πάνω σε μια εξασθετισμένη οικονομία) είναι σχεδόν αδύνατη. Εκτός τούτου, οι προοπτικές μεγέθυνσης της χώρας είναι δυσμενείς, παρά τις επίσημα

---

<sup>12</sup> IMF Executive Board concludes 2013 Article IV consultation, Public Information Note No. 13/64 June 5 2013.

<sup>13</sup> Βλ. τελευταία θετική άποψη του προέδρου του DIW (Βερολίνου) Marcel Fratzscher σε συνέντευξή του στη *Deutsche Welle* τον Αύγουστο 2013 καθώς και εκτιμήσεις του IFO στη *Die Welt* 16.6.2013. Στη συζήτηση αντιπαράτιθεται το επιχείρημα του «ηθικού κινδύνου». Σύμφωνα με αυτό μια πρόωρη εξέταση περικοπής του χρέους θα είχε ως συνέπεια να παγώσουν οι μεταρρυθμίσεις στη χώρα. Βλ. σχόλιο του Lars Feld in der *Frankfurter Allgemeinen Zeitung*, 16.7.2013. Αλλά το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου μπορεί να λυθεί. Βλ. Μπόφινγκερ, Πέτερ *Επιστροφή στο Μάρκο; Η Γερμανία χρειάζεται το €*, μετάφραση Ελίζας Παπαδάκη, Πόλις 2012. Για μια γενικότερη λύση με τη δημιουργία μηχανισμού αναδιάρθρωσης χρεών στην ΕΕ βλ. Gianviti, Fr., Krueger, Anna et al *A European mechanism for sovereign debt crisis resolution: A proposal*, Bruegel 2010.

<sup>14</sup> Βλ. δήλωση του ειδικού σε θέματα οικονομικής συγκυρίας του Ινστιτούτου IFO (Γερμανίας) καθηγητή Kai Carstensen στην εφημερίδα *Die Welt* 26.6.2013.

<sup>15</sup> Το 2010 (προ Μνημονίου) το χρέος ήταν συνολικά 329.5 δις € ή 148.3% του ΑΕΠ. Για τα στοιχεία του Δημοσίου Χρέους των υπόλοιπων ετών βλ. Προσχέδιο Κρατικού Προϋπολογισμού 2014 σελ. 42, Πίνακας 3.1.

διατυπωμένες προσδοκίες για ανάκαμψη το 2014 λόγω ασθενούς εξαγωγικής βάσης (που αναπτυσσόμενη θα παρέσυρε όλη την οικονομία), πολιτικών αβεβαιοτήτων, συνεχιζόμενης περιοριστικής δημοσιονομικής πολιτικής (λιτότητας), υπερβολικά υψηλού λόγου χρέους κλπ. Προς το παρόν η αριθμητική του χρέους είναι εναντίον της (βλ. και παράρτημα). Ούτε μπορεί κανείς να αναμένει σοβαρή μείωση του χρέους μέσω ιδιωτικοποιήσεων (βλ. πιο κάτω).

Γενικά, πολύ μεγάλα χρέη σε απόλυτα μεγέθη και ως % ΑΕΠ γίνονται ανεξέλεγκτα («μη βιώσιμα»), προκαλούν αβεβαιότητες και κινδύνους (με αποτέλεσμα οι δανειστές να απαιτούν υψηλά πριμ ρίσκου, ιδιαίτερα αν εκτιμούν ότι η χώρα στο τέλος θα χρεοκοπήσει, οδηγώντας την έτσι στην χρεοκοπία) και αφαιρούν από τις κυβερνήσεις δυνατότητες αντιμετώπισης οικονομικών προβλημάτων. Ακόμη και αν τα χρέη δεν οδηγούν την αναπτυξιακή διαδικασία σε πλήρη κατάρρευση, όμως τείνουν να την επιβραδύνουν.<sup>16</sup> Αυτό ισχύει ακόμη και αν δεν μπορούμε να καθορίσουμε επακριβώς το όριο πάνω από το οποίο πνίγουν την ανάπτυξη.

Ας το διατυπώσουμε διαφορετικά: Το μέγεθος του χρέους (και του λόγου χρέους) επηρεάζει αρνητικά τους ρυθμούς μεγέθυνσης που βεβαίως, όπως σημειώσαμε, επηρεάζονται αρνητικά και από άλλους παράγοντες. Καθιστά επιφυλακτικές τις αγορές και αποτρέπει όσους σχεδιάζουν να επενδύσουν στην πραγματική οικονομία. Επομένως, ένα «κούρεμα» του χρέους εντός της *Ευρωζώνης*, θα επιτάχυνε την ανάπτυξη, ενθαρρύνοντας τις επενδύσεις και μειώνοντας την πίεση για πρωτογενή πλεονάσματα.<sup>17</sup> Το κλειδί είναι η μεγέθυνση.

Η χώρα είναι αδύνατο να επιστρέψει στις αγορές κεφαλαίου για να αναχρηματοδοτήσει το τεράστιο χρέος της με λογικούς όρους. Το μέγεθός του θα λειτουργεί αποτρεπτικά για τους πιθανούς δανειστές.

Η οργανωμένη διαγραφή μέρους του χρέους εντός της ΕΕ και της Ευρωζώνης θα δημιουργούσε νέα δεδομένα. Το σπουδαιότερο είναι ότι θα ενσωματωνόταν σύντομα στις προσδοκίες των αγορών. Επίσης, θα κατένεμε πιο ισόρροπα τα βάρη ανάμεσα σε δανειστές και οφειλέτες, συνεισφέροντας έτσι στη σταθεροποίηση της ΕΕ. Υπενθυμίζουμε ότι και στο ΔΝΤ είχαν γίνει σχετικές προτάσεις για όλες τις χώρες αλλά προσέκρουσαν σε ανυπέρβλητες τότε αντιδράσεις.<sup>18</sup>

---

<sup>16</sup> Carmen M Reinhart, Kenneth Rogoff, *Debt and growth revisited* 11 August 2010, [www.voxeu.org](http://www.voxeu.org). Υποστηρίζουν πως όταν ο λόγος χρέους προς ΑΕΠ ξεπεράσει το 90%, χειροτερεύουν δραματικά οι αναπτυξιακές προοπτικές της οικονομίας και, κατά προέκταση, η διαχείριση του χρέους! Για κριτική συζήτηση πάνω στο κείμενο, σχετικά με το αναλυτικό και μεθοδολογικό πλαίσιο, που καταλήγει και σε αμφισβήτηση κύριων συμπερασμάτων δεξ και Herndon, Thomas, Michael Ash και Robert Pollin, "Does high public debt consistently stifle economic growth? A critique of Reinhart and Rogoff", University of Massachusetts at Amherst, Political Economy Research Institute, Working Papers Series, No. 322, 15 April 2013 & Ugo Panizza, Andrea F. Presbitero, "Public Debt and economic growth, one more time", 25 April 2013, [www.voxeu.org](http://www.voxeu.org).

<sup>17</sup> Στο παράρτημα III παραθέτουμε ένα απλό τρόπο υπολογισμού της σχέσης ανάμεσα σε περικοπή του χρέους και πρωτογενή πλεονάσματα!

<sup>18</sup> Βλ. Krueger Anna *A new approach to sovereign debt restructuring*, Washington D.C. 2010.



### *Διαπραγματευτικές δυνατότητες και περιορισμοί.*

Οι ευρωπαϊκές κυβερνήσεις έχουν εγγυηθεί τα δάνεια στην Ελλάδα και επομένως κάθε περικοπή θα ανέβαζε το δικό τους χρέος, πιθανόν το κόστος εξυπηρέτησης και θα επιβάρυνε εν τέλει τους φορολογούμενους τους. *Οι ελληνικές πολιτικές δυνάμεις δεν πρέπει να υποτιμούν ότι η περικοπή χρεών σε κράτη είναι πολιτικά ευαίσθητο ζήτημα και για τους άλλους!* Συναφώς, δεν πρέπει να υποτιμηθεί η ανησυχία των άλλων κρατών μελών ότι ένα τέτοιο μέτρο ενέχει τον λεγόμενο «ηθικό κίνδυνο». Αυτό σημαίνει, με απλά λόγια, ότι θα μπορούσε να προκαλέσει χαλάρωση της δημοσιονομικής πολιτικής και ανακοπή των μεταρρυθμίσεων στην Ελλάδα και σε άλλες χώρες που θα προσδοκούσαν ίδια μεταχείριση. Επομένως, θα συνοδευθεί, αν τελικά γίνει (βλ. πιο κάτω) με δικλείδες ασφαλείας!

Ένα επιθετικά προβαλλόμενο σχετικό αίτημα από την ελληνική πλευρά που θα αγνοούσε τις ανησυχίες των εταίρων, θα επιβάρυνε τις διακρατικές μας σχέσεις με ανυπολόγιστες οικονομικές συνέπειες. Θα μπορούσε να τροφοδοτήσει νέα συζήτηση για την έξοδο της Ελλάδας από την Ευρωζώνη. Για τον λόγο αυτό η ελληνική πλευρά κρατά χαμηλούς τόνους στο ζήτημα αυτό μολονότι ο υπουργός οικονομικών κ. Στουρνάρας φαίνεται ότι αναμένει κινήσεις για περικοπή και ελάφρυνση του χρέους.<sup>19</sup>

Πάντως, η έκβαση μιας διαπραγματεύσεως για αναδιάρθρωση του χρέους εξαρτάται (και) από την αξιοπιστία της χώρας, η οποία με τη σειρά της μετράται με την εξέλιξη της δημοσιονομικής πολιτικής μας, των μεταρρυθμίσεων και της αξιοποίησης των φυσικών πόρων. Το ίδιο ισχύει και για τις προβλεπόμενες ανάγκες για περαιτέρω στήριξη μετά το 2014. Όσο καθυστερούν οι μεταρρυθμίσεις και άλλες αποφάσεις η οικονομική κατάσταση θα επιβαρύνεται και οι διαπραγματευτικές δυνατότητες θα ελαχιστοποιούνται. Θα ήταν μια χρήσιμη έκπληξη και θα βελτίωνε τις διαπραγματευτικές δυνατότητες της χώρας η έγκαιρη εκπλήρωση των πιο κρίσιμων προαπαιτούμενων.

#### **4. Ευρωπαϊκά εργαλεία για τη μείωση του αποθέματος χρέους**

Προσθέτουμε ότι, από πολιτική άποψη πάλι, η διαγραφή των χρεών μας προς άλλα κράτη θα συζητηθεί παρά τις ισχυρές αντιδράσεις σε ένα τέτοιο μέτρο. Και πράγματι μεσοπρόθεσμα δυνατότητες υπάρχουν να μειωθεί το απόθεμα χρέους χωρίς ως ένα βαθμό να εμφανισθεί σαν νέο «κούρεμα».

Ξεχωρίζουμε δύο που βρίσκονται ήδη στην ημερήσια διάταξη.

(α) *Ανάληψη του κόστους ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών από το ESM* πράγμα που θα μείωνε το χρέος περίπου κατά 30 δις € που είναι οι συμμετοχές του ΤΧΣ στις τράπεζες, ίσως μάλιστα και περισσότερα. Αυτό θα συμβεί μετά την καθίδρυση της λεγόμενης «τραπεζικής ένωσης» που ήδη προχωρεί. Ειρήσθω εν παρόδω ότι

---

<sup>19</sup> Βλ. συνέντευξή του στην *Εφημερίδα των Συντακτών*, 10-11.8.2013.

σχετική ρύθμιση θα έθετε τέρμα σε ένα φαύλο κύκλο τραπεζικής και δημοσιονομικής κρίσης.

(β) «Αμοιβαιοποίηση» μέρους του χρέους ή ένα σύμφωνο απόσβεσης όπως έχει προταθεί από το Συμβούλιο Εμπειρογνομόνων της Γερμανίας και, σε παραλλαγές, από άλλους ερευνητές. Η πρόταση του Συμβουλίου Εμπειρογνομόνων προβλέπει μια ποσοτικά και χρονικά περιορισμένη κοινή εγγύηση για το μέρος του χρέους που ξεπερνά το όριο του Μάαστριχτ 60% του ΑΕΠ.<sup>20</sup> Αυτό θα γίνει με αυστηρούς όρους: τα κράτη θα πρέπει να αποσβέσουν τα νέα ομόλογα σε διάστημα 25 ετών, να προσδιορίσουν φόρους, τα έσοδα από τους οποίους θα χρησιμοποιούνται αποκλειστικά για πληρωμές τόκων και χρεολυσίων και θα πρέπει, για να έχουν πρόσβαση στις εγγυήσεις, να τηρούν τους όρους του Δημοσιονομικού Συμφώνου και του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης.

Στο ίδιο πνεύμα ως προς την «αμοιβαιοποίηση» κινούνται οι προτάσεις για μια γενικότερη λύση των προβλημάτων χρέους στην Ευρωζώνη που δημοσίευσε εξ αρχής ο Γιάννης Βαρουφάκης και έκτοτε εξειδικεύει σε αλληπάλληλα δημοσιεύματα. Η βασική του ιδέα είναι το κατά Μάαστριχτ νόμιμο χρέος κάθε χώρας (60% ΑΕΠ) να περάσει στην ΕΚΤ!<sup>21</sup> Εκτός από άλλους ερευνητές με παρόμοιες κατευθύνσεις, όπως ο Wyplosz<sup>22</sup>, τις ίδιες ιδέες έχει εξετάσει και η Ευρωπαϊκή Επιτροπή.<sup>23</sup>

Γεγονός είναι ότι υπάρχει κινητικότητα στο θέμα αυτό και στην ΕΕ. Τον Ιούλιο ο J. M. Barroso ανακοίνωσε τη σύσταση ομάδας εργασίας που εξετάζει τα πλεονεκτήματα και τους κινδύνους, τις νομικές προϋποθέσεις και τις οικονομικές επιπτώσεις πρωτοβουλιών για την κοινή ευρωπαϊκή έκδοση χρέους υπό τη μορφή ενός ταμείου απόσβεσης των δημοσίων χρεών (debt redemption fund) και ευρωγραμματίων.<sup>24</sup>

---

<sup>20</sup> Για τις λεπτομέρειες βλ. Μπόφινγκερ, Πέτερ *Επιστροφή στο Μάρκο; Η Γερμανία χρειάζεται το €*, μετάφραση Ελίζας Παπαδάκη, Πόλις 2012.

<sup>21</sup> Βλ. επικαιροποιημένη πρόταση των Varoufakis, J., Holland, St. And Galbraith J. *A modest proposal for resolving the Eurozone crisis*, Version 4.0, July 2013. Ο στόχος είναι βέβαια να αποδεσμευθούν πόροι για την ανάπτυξη.

<sup>22</sup> Βλ. Pierre Paris, Charles Wyplosz, "To end the Eurozone crisis, bury the debt forever", 6 August 2013, [www.voxeu.org](http://www.voxeu.org).

<sup>23</sup> European Commission *On the feasibility of introducing stability bonds*, Green Paper, Brussels 23.11.2011.

<sup>24</sup> European Commission Memo Straßburg, 2 July 2013. Η σύσταση της ομάδας ειδικών αποτέλεσε προϋπόθεση για την υπερψήφιση του Δημοσιονομικού Συμφώνου από το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο!

### Λεξιλόγιο

- Πρωτογενές πλεόνασμα: Τα τακτικά έσοδα του κράτους είναι μεγαλύτερα από τις δαπάνες του. Δεν συνυπολογίζονται τα έσοδα από ιδιωτικοποιήσεις και οι τόκοι.
- Δημοσιονομικό κενό: Το πρωτογενές πλεόνασμα δεν επαρκεί για την πληρωμή των τόκων.
- Αναδιάρθρωση. Εννοούμε κατά κανόνα το «κούρεμα». Ήταν μέρος των προγραμμάτων προσαρμογής του IMF.
- Αναδιάρθρωση. Επιμήκυνση των περιόδων αποπληρωμής του συσσωρευμένου χρέους (μετάθεση της αποπληρωμής ληξιπρόθεσμων χρεών), ενδεχομένως μαζί με μετάθεση της πληρωμής τόκων.
- Ηθικός κίνδυνος. Ο κίνδυνος ο ωφελούμενος στο πλαίσιο ενός συμβολαίου να αθετήσει εκ των υστέρων τις δικές του δεσμεύσεις και σε αυτό να τον μιμηθούν και άλλοι! Μερικές φορές χρησιμοποιείται μαζί με την έννοια του κακού προηγούμενου.
- Αμοιβαιοποίηση του χρέους στην Ευρωζώνη. Ανάληψη μέρους του χρέους από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθεροποίησης (ESM) ή αναχρηματοδότησή του μέσω της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας.
- Βιώσιμο ή διατηρήσιμο χρέος. Βιώσιμο γενικά είναι το χρέος που «εξυπηρετείται» (για το οποίο εξασφαλίζεται η πληρωμή τόκων με εθνικούς πόρους (μέσω ανάπτυξης) και είναι δυνατή η αναχρηματοδότηση με λογικούς όρους της αποπληρωμής ληξιπρόθεσμων οφειλών.

## **Παραρτήματα**

- I. Πίνακας 1. Χρονοδιάγραμμα δανειακής στήριξης έως το 2014.
- II. Γράφημα 1 και Πίνακας 2. Χρονοδιάγραμμα αποπληρωμής χρεών και χρονοδιάγραμμα αποπληρωμής χρεών και πληρωμών τόκων.
- III. Η βιωσιμότητα του Δημοσίου Χρέους.
- IV. Επέκταση της ανάλυσης σύμφωνα με μια αισιόδοξη υπόθεση εργασίας.

## Παράρτημα Ι.

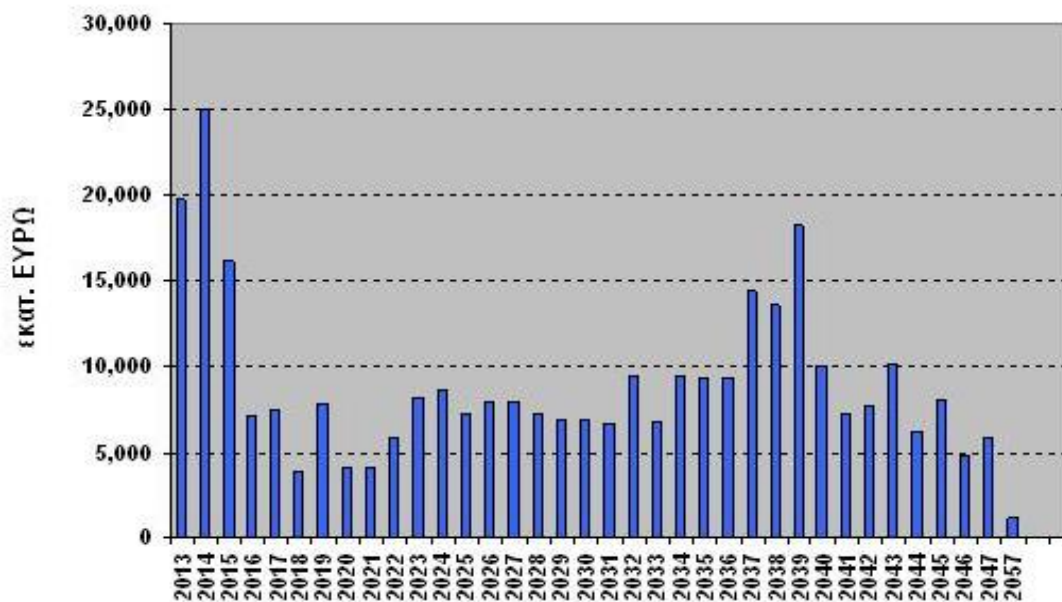
Πίνακας 1. Χρονοδιάγραμμα Δανειακής στήριξης ως το 2014.

in bn EUR, unless otherwise noted	2012				2013				2014				2012-2014
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	
<b>Financing needs</b>													
<b>A. Government cash Deficit</b>	2.7	2.2	2.7	1.9	2.0	1.9	1.5	0.6	1.4	0.5	1.3	0.3	18.9
Primary deficit("-" is surplus)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.3	0.5	-0.5	-0.3	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	0.0
Interest payments	2.0	1.5	2.0	1.2	1.7	1.4	2.0	0.9	2.0	1.2	2.0	1.0	18.9
<b>B. Other government cash needs</b>	1.4	-1.0	0.1	3.3	1.8	4.1	1.5	1.9	0.5	0.6	0.1	0.2	14.6
Estimated cash adjustments(2)	0.1	0.2	0.2	0.4	0.1	0.5	0.1	0.2	0.5	0.2	0.1	0.2	2.9
Arrears	0.0	0.0	0.0	0.5	1.7	2.7	1.4	1.7	0.0	0.0	0.0	0.0	8.0
Cash buffer	1.3	-1.2	-0.1	1.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.5
ESM capital	0.0	0.0	0.0	0.9	0.0	0.9	0.0	0.0	0.0	0.5	0.0	0.0	2.3
<b>C. Maturing debt</b>	4.9	4.0	0.0	0.3	4.4	6.8	3.8	1.3	3.5	11.7	7.5	2.6	50.8
Bonds & loans after exchange	4.9	4.0	3.4	0.3	1.0	6.8	3.0	0.3	2.2	9.8	5.7	0.3	41.7
Bonds after PSI and DBB (3)	4.7	3.8	3.1	0.0	0.7	6.5	2.8	0.0	1.9	9.5	5.4	0.0	38.4
other, incl loans	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	3.2
EU repayment	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
IMF repayment	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.7	1.0	1.3	1.9	1.9	2.3	9.1
Short-term debt	0.0	0.0	-3.4	0.0	3.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>D. Cost of PSI</b>	34.6	25.0	0.0	27.3	0.0	7.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	94.0
Cash upfront for PSI (sweetener and accrued interest)	34.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	34.6
Bank recapitalisation	0.0	25.0	0.0	16.0	0.0	7.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	48.2
Cash upfront for Buyback	0.0	0.0	0.0	11.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	11.3
<b>E. Gross financing needs(A.+B.+C.+D.)</b>	43.6	30.3	2.8	32.7	8.3	20.0	6.7	3.8	5.4	12.8	9.0	3.0	178.4
<b>Financing sources</b>													
<b>F. Private financing sources</b>	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.8	0.7	0.2	0.6	2.3	0.4	5.1
Market financing	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Privatisation 1/	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.8	0.7	0.2	0.6	2.3	0.4	5.1
<b>G. Additional financing sources</b>													
ANFA & SMP profits	0.0	0.0	0.0	0.3	0.0	0.6	1.6	0.5	0.0	0.5	1.9	0.0	5.5
Contingency measures													
<b>H. Financing needs per quarter</b>	43.6	30.3	2.8	32.4	8.2	19.3	4.3	2.6	5.2	11.7	4.8	2.6	167.7
<b>I. Official assistance disbursements</b>	42.0	33.6	0.0	34.3	8.1	19.3	4.3	4.9	9.2	4.7	1.8	1.8	163.9
EU	40.4	33.6	0.0	34.3	4.8	17.5	2.5	3.1	5.7	2.9	0.0	0.0	144.7
IMF	1.6	0.0	0.0	0.0	3.3	1.8	1.8	1.8	3.5	1.8	1.8	1.8	19.1

Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, 2013.

## Παράρτημα ΙΙ.

**Γράφημα 1.** Χρονοδιάγραμμα αποπληρωμής χρεών.



Πηγή: Οργανισμός Διαχείρισης Δημοσίου Χρέους (ΟΔΔΗΧ)

**Πίνακας 2.** Χρονοδιάγραμμα αποπληρωμής χρεών και πληρωμών τόκων.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Υποχρεώσεις για αποπληρωμές ληξιπρόθεσμων ομολόγων και τόκων (*)	26.9	24.9	16.1	6.8	7.7	3.6	7.6	3.8
Πληρωμές τόκων (**)	7.5	8.7	9.8	10.5	-	-	-	-
Πρωτογενές πλεόνασμα (**)	0.0	2.8	5.7	9.0	-	-	-	-

(\*) ΟΔΔΗΧ, σε δις. €.

(\*\*) Πρόβλεψη 2013-2016 από Memorandum of Understanding July 2013, σε δις. €. Μετά το 2015 υπάρχει αισιόδοξη πρόβλεψη του IMF για ετήσιο πρωτογενές πλεόνασμα 4.5% του ΑΕΠ.

### Παράρτημα ΙΙΙ.

#### Η βιωσιμότητα του Δημοσίου Χρέους

Αφετηρία μερικών υπολογισμών ήταν ο τύπος για τη δυναμική συσσώρευσης του Δημοσίου Χρέους

$$b_t - b_{t-1} = \frac{r_t - \gamma_t}{1 + \gamma_t} b_{t-1} - s_t \quad (1)$$

όπου είναι

$s_t$  το πρωτογενές αποτέλεσμα ως ποσοστό του ΑΕΠ,

$\gamma_t$  ο ρυθμός μεγέθυνσης του ΑΕΠ,

$r_t$  το μέσο επιτόκιο δανεισμού,

$b_{t-1}$  το συσσωρευμένο ως τώρα λόγω χρέους προς το ΑΕΠ.

Όπως γίνεται αντιληπτό, η εξέλιξη του χρέους επηρεάζεται

α) από το επιτόκιο δανεισμού  $r_t$  (όσο υψηλότερο είναι αυτό, τόσο αυξάνεται το χρέος)

β) από το ρυθμό μεγέθυνσης του ΑΕΠ  $\gamma_t$  (θετικοί ρυθμοί μεγέθυνσης μειώνουν το λόγο χρέους και ειδικότερα, απαιτείται ρυθμός μεγέθυνσης μεγαλύτερος του επιτοκίου)

γ) από το πρωτογενές αποτέλεσμα  $s_t$  (το πρωτογενές πλεόνασμα μειώνει το χρέος)

δ) από το συσσωρευμένο ως τώρα χρέους  $b_{t-1}$ .

Από τα παραπάνω μεγέθη, στον άμεσο έλεγχο της κυβέρνησης βρίσκεται μόνο το πρωτογενές αποτέλεσμα  $s_t$ . Επισημαίνουμε όμως επιπροσθέτως ότι η κατάσταση γίνεται δυσκολότερη αν λάβουμε υπόψη ότι ένας υψηλός λόγος χρέους (δηλαδή χρέη ως ποσοστό του ΑΕΠ) πιέζει τους ρυθμούς μεγέθυνσης προς τα κάτω!

Όπως φάνηκε και από την περίπτωση της Ελλάδας, ο πιο σημαντικός ίσως παράγοντας είναι ο ρυθμός μεγέθυνσης του ΑΕΠ για την προσπάθεια ελέγχου της δυναμικής του Δημοσίου Χρέους. Αυτό προκύπτει και από το εξής: ως τώρα έχουν ληφθεί μέτρα βελτίωσης των υπολοίπων τριών παραγόντων<sup>25</sup>, αλλά δεδομένης της πρωτοφανούς συρρίκνωσης, ο λόγος χρέους προς ΑΕΠ θα αυξάνεται μέχρι και το 2013, ενώ το χρέος σε απόλυτους αριθμούς θα αυξάνεται μέχρι και το 2016.<sup>26</sup>

<sup>25</sup> Πρωτογενές πλεόνασμα το 2013, κούρεμα του χρέους με το PSI το Μάρτιο του 2012, μείωση επιτοκίων δανεισμού και επιμήκυνση των ήδη καταβληθέντων δανείων.

<sup>26</sup> Σύμφωνα με τα στοιχεία του Επικαιροποιημένου Μεσοπρόθεσμου Προγράμματος Δημοσιονομικής Στρατηγικής, ΜΠΔΣ 2013- 2016. Βλέπε σχετικά 1<sup>η</sup> Τριμηνιαία Έκθεση του Γραφείου Προϋπολογισμού του Κράτους στη Βουλή, Κεφάλαιο 2, Οι στόχοι του ΜΠΔΣ 2013- 2016. Παρ' όλα αυτά, στο Προσχέδιο του Κρατικού Προϋπολογισμού του 2014, προβλέπεται μείωση του Δημοσίου Χρέους του 2014 σε απόλυτες τιμές σε σχέση με του 2013.

Επομένως, το ερώτημα είναι ποια πρωτογενή πλεονάσματα και ποιους ρυθμούς μεγέθυνσης μπορεί κανείς να αναμένει ρεαλιστικά. Με κάποια τροποποίηση της σχέσης (1)

$$\overline{s}_t = \frac{r_t - \gamma_t}{1 + \gamma_t} b_t - 1 \quad (2)$$

Μπορούμε να προχωρήσουμε σε δύο παραδειγματικές εφαρμογές:

#### Παράδειγμα 1

έστω επίπεδο χρέους  $b_{t-1}$  120%

επιτόκιο δανεισμού  $r_t$  2.5 %

ρυθμός μεγέθυνσης  $\gamma_t$  0.0%

τότε απαιτείται πρωτογενές πλεόνασμα 3% του ΑΕΠ, προκειμένου ο λόγος χρέους να παραμείνει σταθερός στο 120%, δεδομένων των άλλων παραμέτρων.

#### Παράδειγμα 2

έστω επίπεδο χρέους  $b_{t-1}$  175%

επιτόκιο δανεισμού  $r_t$  2.5%

ρυθμός μεγέθυνσης  $\gamma_t$  0.0%

τότε απαιτείται πρωτογενές πλεόνασμα 4.4% του ΑΕΠ, προκειμένου ο λόγος χρέους να παραμείνει σταθερός στο 175%, δεδομένων των άλλων παραμέτρων.

Ο επόμενος πίνακας 3 εμφανίζει τα (ελάχιστα) πρωτογενή αποτελέσματα (+ πλεόνασμα, - έλλειμμα) που απαιτούνται προκειμένου ο λόγος χρέους προς ΑΕΠ να παραμείνει σταθερός. Στον οριζόντιο άξονα εμφανίζεται το επίπεδο χρέους προς ΑΕΠ, στον κάθετο ο ρυθμός ανάπτυξης του ΑΕΠ, ενώ έχει γίνει η υπόθεση για μέσο επιτόκιο δανεισμού στο 2.5%.

Στην ανάλυσή μας για λόγους απλούστευσης έχει σκοπίμως αγνοηθεί η επίδραση της προσαρμογής χρέους- ελλείμματος (stock- flow adjustment). Αν σκεφτεί κανείς ότι στο Πρόγραμμα προβλέπονται ιδιωτικοποιήσεις (βασική συνιστώσα της προσαρμογής χρέους- ελλείμματος) ύψους 22 δις € μέχρι το 2020 και ότι αυτά τα έσοδα θα χρησιμοποιηθούν απευθείας για τη μείωση του χρέους, τότε τα ακόλουθα αποτελέσματα θα βελτιώνονταν οριακά (σε περίπτωση πιστής εφαρμογής του Προγράμματος). Βλέπε επίσης επόμενο Παράρτημα με πρόσθετες υποθέσεις.



**Πίνακας 3.** Ελάχιστα πρωτογενή πλεονάσματα για σταθεροποίηση του λόγου χρέους.

$b_{t-1}$	80%	100%	120%	140%	160%	170%
$\gamma_t$						
<b>3%</b>	-0.39%	-0.50%	-0.60%	-0.68%	-0.78%	-0.80%
<b>1%</b>	1.20%	1.50%	1.80%	2.10%	2.40%	2.50%
<b>0%</b>	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%	4.25%
<b>-1%</b>	3.00%	3.50%	4.20%	5.00%	5.70%	6.00%
<b>-3%</b>	4.50%	5.70%	6.80%	8.00%	9.10%	9.60%
<b>-5%</b>	6.30%	7.90%	9.50%	11.00%	11.40%	13.42%

## Παράρτημα IV.

### Επέκταση της ανάλυσης σύμφωνα με μια αισιόδοξη υπόθεση εργασίας.

Όπως αναφέραμε ο ρυθμός μεγέθυνσης της ελληνικής οικονομίας μπορεί να καθοριστεί μερικώς μόνο από την οικονομική πολιτική (κυρίως μέσω των δημοσίων δαπανών – μία αύξησή τους αυξάνει το ΑΕΠ σύμφωνα με το πολλαπλασιαστή των δημοσίων δαπανών ενώ μία μείωσή τους το μειώνει. Οι μεταβολές στον τομέα των εσόδων επηρεάζουν επίσης τη μεταβολή του ΑΕΠ ενώ οι θεσμικές μεταρρυθμίσεις το επηρεάζουν αλλά γενικά με μη προσδιορισμο τρόπο ως προς το μέγεθος της μεταβολής και το χρόνο εκδήλωσης των αποτελεσμάτων). Συμπερασματικά, πρόκειται για ένα μέγεθος για το οποίο οι εκτιμήσεις του σε βάθος δεκαετίας είναι αβέβαιες.

Ένα πολύ μεγάλο τμήμα του χρέους υπόκειται σε κυμαινόμενα επιτόκια (τα διακρατικά δάνεια από τα κράτη μέλη της Ε.Ε, τα δάνεια από το EFSF και τα δάνεια από το ΔΝΤ). Αυτά τα επιτόκια είναι ανεξάρτητα της οικονομικής πολιτικής. Καθορίζονται εν γένει από τις αγορές χρήματος και από τις νομισματικές πολιτικές των κύριων κεντρικών τραπεζών (FED κυρίως και ECB δευτερευόντως). Το γεγονός ότι για λόγους διαχείρισης των συνεπειών της παγκόσμιας κρίσης του 2008 τα επιτόκια των κεντρικών τραπεζών παραμένουν σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα, που οδηγεί και στα τρέχοντα χαμηλά επιτόκια για το τμήμα του Δημόσιου χρέους που έχει κυμαινόμενο επιτόκιο δε σημαίνει ότι και την επόμενη δεκαετία θα παραμείνουν στα ίδια χαμηλά επίπεδα.

Ρυθμός οικονομικής μεγέθυνσης και επιτόκια επομένως δεν καθορίζονται εν γένει από την οικονομική πολιτική ωστόσο παίζουν κρίσιμο ρόλο στις μεταβολές του αποθέματος χρέους (για την αύξησή του ή την μείωσή του).

Στους πίνακες που ακολουθούν δείχνουμε δυνατές καταστάσεις που μπορεί να συναντήσουμε στην επιχείρηση μείωσης του Δημόσιου χρέους<sup>27</sup>.

#### *Πρωτογενή πλεονάσματα που απαιτούνται για τη μείωση του Δημόσιου Χρέους.*

Υιοθετώντας ως στόχο το Δημόσιο Χρέος μέχρι το 2022 να μειωθεί στο 110% (στόχος, που όπως παρατηρήσαμε στο κείμενο, δεν εξασφαλίζει αναγκαστικά την ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας, εφόσον για διάστημα μίας δεκαετίας το Δημόσιο Χρέος θα είναι πάνω από το 100%) εξετάζουμε ποιο είναι το ύψος των πρωτογενών πλεονασμάτων, ως ποσοστό επί του ΑΕΠ, που απαιτείται για να επιτευχθεί αυτός ο στόχος, κατά την περίοδο 2014-2022 σε σχέση με πιθανούς συνδυασμούς επιτοκίων και ρυθμών οικονομικής μεγέθυνσης.

---

<sup>27</sup> Ο τρόπος με τον οποίο παράγονται οι πίνακες προέρχεται από τη βασική εξίσωση (1) της δυναμικής συσσώρευσης του χρέους η οποία βρίσκεται στην αρχή του Παραρτήματος III. Παραλείπουμε για λόγους τεχνικής περιπλοκότητας τις αναλυτικές λεπτομέρειες. Ο ενδιαφερόμενος αναγνώστης παραπέμπεται σε Buiter 2009, κεφάλαιο 9 (<http://www.willembuiter.com/lectures.pdf>).

Στον πίνακα 4 η πρώτη στήλη δίνει δυνατές τιμές για τον ρυθμό μεγέθυνσης του ονομαστικού ΑΕΠ,  $\gamma$ , που βρίσκονται γύρω από τις τιμές του βασικού σεναρίου (2, 3, 3.5, 4, 4.5, 5, 5.5). Οι τιμές του βασικού σεναρίου παρουσιάζονται με έντονα γράμματα (4% και 4.5%).

Η πρώτη γραμμή (2, 2.5, 3, 3.5, 4, 4.5, 5) δίνει δυνατές τιμές (ονομαστικών) επιτοκίων γύρω από τις τρέχουσες τιμές των επιτοκίων που υιοθετούνται επισήμως για την ανάλυση της βιωσιμότητας του Δημόσιου χρέους (οι βασικές τιμές παρουσιάζονται επίσης με έντονα γράμματα: 3 και 3.5).

Οι υπόλοιπες τιμές εντός του πίνακα 4 που σχηματίζεται αναφέρονται στο ποσοστό επί του ΑΕΠ που πρέπει να ανέρχεται το άθροισμα του πρωτογενούς πλεονάσματος και των εσόδων από ιδιωτικοποιήσεις (τα έσοδα από ιδιωτικοποιήσεις υπολογίζονται, κατά μέσο όρο στο χρονικό διάστημα που αναφερόμαστε, ότι ανέρχονται στο 1.2% επί του ΑΕΠ). Θα αναφερόμαστε σε αυτό το άθροισμα με τον όρο «πρωτογενές πλεόνασμα» για λόγους ευκολίας αλλά ο αναγνώστης θα πρέπει να έχει κατά νου ότι το πρωτογενές πλεόνασμα που απαιτείται προκύπτει αν αφαιρούμε από τις τιμές των κελιών στον πίνακα τα έσοδα από τις ιδιωτικοποιήσεις (1.2% επί του ΑΕΠ).

Ο αναγνώστης πρέπει να έχει υπόψη του αν θέλει να μεταφράσει τα ποσοστά επί του ΑΕΠ που δίνονται για το δημοσιονομικό πλεόνασμα ότι 1% του ΑΕΠ για το διάστημα που εξετάζουμε εκτιμάται, σύμφωνα με μια αισιόδοξη υπόθεση εργασίας, ανέρχεται κατά μέσο όρο σε 2.2 δις €.

**Πίνακας 4.** Απαιτούμενα δημοσιονομικά πλεονάσματα και άλλα έσοδα.

	b=110% επί του ΑΕΠ το 2022						
$\gamma/r$	2	2.5	<b>3</b>	<b>3.5</b>	4	4.5	5
2	7.3	8.0	8.7	9.5	10.2	10.9	11.7
3	5.9	6.6	7.3	8.0	8.7	9.4	10.2
3.5	5.2	5.9	<b>6.6</b>	<b>7.3</b>	<b>8.0</b>	<b>8.7</b>	9.4
<b>4</b>	4.5	<b>5.2</b>	<b>5.9</b>	<b>6.6</b>	<b>7.3</b>	8.0	8.7
<b>4.5</b>	3.8	<b>4.5</b>	<b>5.2</b>	<b>5.9</b>	<b>6.6</b>	7.3	8.0
5	3.2	<b>3.8</b>	<b>4.5</b>	<b>5.2</b>	5.9	6.6	7.3
5.5	2.5	3.2	3.9	4.5	5.2	5.9	6.6

Στον πίνακα 4 παρατηρούμε στο κέντρο του (όπου το πλαίσιο του πίνακα έχει έντονο χρώμα) τις τιμές που πρέπει να έχει το πρωτογενές πλεόνασμα μέχρι το 2022 έτσι ώστε το χρέος να ανέρχεται στο 110% του ΑΕΠ. Το πρωτογενές πλεόνασμα πρέπει να είναι 5.9% του ΑΕΠ αν ο ρυθμός μεγέθυνσης,  $\gamma$ , ανέρχεται σε 4% και το μέσο (ονομαστικό) επιτόκιο,  $r$ , επιβάρυνσης του αποθέματος χρέους σε 3%. Το ίδιο ισχύει αν το  $\gamma=4.5\%$  και το  $r=3.5\%$ . Αυτό που διαπιστώνουμε άμεσα είναι ότι το σημαντικό μέγεθος είναι η *διαφορά* του ρυθμού μεγέθυνσης σε σχέση με το επιτόκιο και όχι το απόλυτο ύψος εκάστου χωριστά.

Πραγματικά αν εξετάσουμε τα πιο σκούρα κελιά του πίνακα που βρίσκονται διαγώνια, διαπιστώνουμε ότι 5.9% του ΑΕΠ πρωτογενές πλεόνασμα απαιτείται αν το  $\gamma$  είναι 3.5 και το  $r$  είναι 2.5, αν το  $\gamma$  είναι 3 και το  $r$  είναι 2, αν το  $\gamma$  είναι 5 και το  $r$  είναι 4 ή αντίστοιχα 5.5 και 4.5.

Με οδηγό τη διαπίστωση αυτή εξερευνούμε άλλα κελιά γύρω από τα κελιά που απεικονίζουν την υπόθεση εργασίας που υιοθετείται για την ανάλυση της βιωσιμότητας του χρέους. Παρατηρούμε ότι αν έχουμε ρυθμούς ονομαστικής μεγέθυνσης 4.5% αλλά τα επιτόκια αυξηθούν κατά 50 μονάδες βάσης (0.5) και από 3.5% γίνουν 4% τότε το απαιτούμενο πρωτογενές πλεόνασμα αυξάνει κατά 1.5 δις. στο 6.6% του ΑΕΠ. Αν υποθέσουμε ότι ο ρυθμός μεγέθυνσης κατά μέσο όρο βρίσκεται στο 3.5% (αντί για 4.5%) και τα επιτόκια αυξηθούν από το σημερινό ιστορικό χαμηλό 3.5% κατά 100 μονάδες βάσης στο 4.5% τότε το απαιτούμενο δημοσιονομικό πλεόνασμα είναι στο 8.7% (στο κελί δεξιά επάνω που έχει ως φόντο πλέγμα), δηλαδή 3 μονάδες σχεδόν πάνω από αυτό που απαιτείται στην υπόθεση εργασίας μας.

Με λίγα λόγια διαπιστώνουμε ότι τα περιθώρια για να επιτευχθεί ο στόχος του 110% χρέους επί του ΑΕΠ είναι πολύ στενά: διαφορές ρυθμού μεγέθυνσης (που μπορεί μόνο μερικά να επηρεαστεί από την οικονομική πολιτική) σε σχέση με τα μέσα επιτόκια (τα οποία δεν εξαρτώνται από την οικονομική πολιτική) ίσες ή άνω του 1% και συνεχή δημοσιονομικά πλεονάσματα ιστορικά υψηλά, χωρίς περιθώρια για αντιμετώπιση εκτάκτων γεγονότων.

Αν και από αυτόν τον πίνακα ήδη φαίνονται οι συνέπειες αν οι εκτιμήσεις για το μελλοντικό ρυθμό μεγέθυνσης ή το μελλοντικό επιτόκιο που αποτελούν τις προϋποθέσεις της υπόθεσης εργασίας αποκλίνουν από τα πραγματοποιούμενα μεγέθη ο επόμενος πίνακας το διευκρινίζει ως προς το ύψος του Δημόσιου χρέους.

*Δυνατά ποσοστά χρέους με τις τιμές του βασικού σεναρίου για το πρωτογενές πλεόνασμα και τα άλλα έσοδα στο διάστημα 2014-2022.*

Στον πίνακα 5 που ακολουθεί υιοθετούμε την τιμή της υπόθεσης εργασίας για το ύψος του πρωτογενούς πλεονάσματος, 5.6% του ΑΕΠ και εξετάζουμε το ύψος του χρέους που θα προκύψει αν εμφανίζεται μέχρι το 2022 αυτό το πρωτογενές πλεόνασμα ανάλογα με τις τιμές που θα έχει ο ρυθμός οικονομικής μεγέθυνσης (ονομαστικός),  $\gamma$ , και το μέσο επιτόκιο (ονομαστικό).

**Πίνακας 5.** Χρέος προς ΑΕΠ το 2022 με στόχους για δημοσιονομικά πλεονάσματα και άλλα έσοδα.

<b>S=5.6% επί του ΑΕΠ σταθερές πηγές χρηματοδότησης (πρωτογενή πλεονάσματα + έσοδα από ιδιωτικοποιήσεις)</b>							
<b>γ/ρ</b>	<b>2</b>	<b>2.5</b>	<b>3</b>	<b>3.5</b>	<b>4</b>	<b>4.5</b>	<b>5</b>
2	125.3	132.2	139.4	146.9	154.7	162.8	171.3
3	112.4	118.7	125.3	132.1	139.3	146.7	154.4
3.5	106.5	112.5	<b>118.8</b>	<b>125.3</b>	<b>132.1</b>	<b>139.2</b>	146.6
<b>4</b>	100.8	<b>106.6</b>	<b>112.6</b>	<b>118.8</b>	<b>125.3</b>	132.1	139.1
<b>4.5</b>	95.5	<b>100.9</b>	<b>106.7</b>	<b>112.6</b>	<b>118.8</b>	125.3	132.0
5	90.3	<b>95.6</b>	<b>101.0</b>	<b>106.7</b>	112.7	118.9	125.3
5.5	85.5	90.5	95.7	101.2	106.8	112.7	118.9

Από τον πίνακα 5 διαπιστώνουμε τα στενά περιθώρια για την επίτευξη του στόχου.

Αν το  $\gamma$  και το  $r$  παίρνουν τις τιμές του σεναρίου βάσης ( $\gamma = 4\%$  ή  $4.5\%$  και  $r = 3\%$  ή  $3.5\%$ ) τότε όπως φαίνεται στο κέντρο του πίνακα (όπου το πλαίσιο του πίνακα έχει έντονο χρώμα) κινούμαστε αρκετά κοντά στο στόχο. Το ίδιο και καλύτερο ισχύει για κάθε συνδυασμό  $\gamma$  (τιμής της πρώτης στήλης) και  $r$  (τιμής της πρώτης γραμμής) που αντιστοιχεί σε κελί κάτω από τη διαγώνιο του πίνακα που έχουμε χρωματίσει πιο σκούρα (όλα τα κελιά με τιμές 112). Επειδή εκεί οι διαφορές μεταξύ ρυθμού μεγέθυνσης και μέσου επιτοκίου είναι μεγαλύτερες του 1. Ωστόσο για να έχουμε το μέσο επιτόκιο στο 2% απαιτείται όχι πολύ σημαντική μείωση επιτοκίων για ένα μεγάλο τμήμα του χρέους (που θα ισοδυναμεί, χάριν παραδείγματος, με ότι το EFSF θα δανείζεται με ακριβότερο επιτόκιο από αυτό που μας επιβαρύνει). Ενώ ο ρυθμός μεγέθυνσης του ονομαστικού ΑΕΠ κατά 5.5%, ως μέσος ρυθμός καθ' όλη τη διάρκεια της περιόδου φαίνεται πολύ αισιόδοξος. Από την πάνω μεριά αυτής της διαγωνίου παρατηρούμε την κακή εκδοχή ως προς το στόχο μείωσης του χρέους. Για παράδειγμα με σταθερό ρυθμό ονομαστικής μεγέθυνσης 4%, την περίοδο 2014-2022, και μέσο επιτόκιο στο 4%, το χρέος καταλήγει στο 125.3% του ΑΕΠ ενώ αν το μέσο επιτόκιο διαμορφωθεί στο 4.5% στο 132.1% του ΑΕΠ.