

Κείμενο Πολιτικής (Policy Brief)/ 17

Ιούνιος 2018

Η επόμενη φάση της κρίσης στην Ελλάδα

Γιώργος Αργείτης

Επιστημονικός Διευθυντής ΙΝΕ ΓΣΕΕ

Καθηγητής, Οικονομικό Τμήμα, ΕΚΠΑ

Καθημερινά αναπτύσσεται πλέον μια διαρκώς εντεινόμενη αντιπαράθεση για το ζήτημα της «επόμενης μέρας», μετά το τέλος του τρίτου προγράμματος οικονομικής προσαρμογής. Κυβέρνηση και θεσμικοί δανειστές –την άποψη των αγορών δεν την γνωρίζει κανείς, γιατί δεν υπάρχει, καθώς διαμορφώνεται αντανακλαστικά βάσει των ευκαιριών κερδοσκοπίας στις αγορές– φαίνεται να υποστηρίζουν δύο φαινομενικά διαφορετικές επιλογές προϋποθέσεων για την αναχρηματοδότηση του ελληνικού χρέους από τις αγορές, οι οποίες σχηματικά εκφράζονται στον δημόσιο διάλογο ως «καθαρή έξοδος» και «προληπτική γραμμή στήριξης» αντίστοιχα. Και τα δύο αφηγήματα εξόδου της χώρας στις αγορές δημιουργούν σημαντικούς κινδύνους και αβεβαιότητα για το μέλλον. Αυτό οφείλεται στο έλλειμμα πραγματισμού τους, καθώς υποτιμούν την τρέχουσα κατάσταση της οικονομίας και την αβέβαιη δυναμική της, και υπερτιμούν είτε τις σταθεροποιητικές και αναπτυξιακές επιπτώσεις της ασκούμενης οικονομικής πολιτικής είτε τις δυνατότητες αλλαγής της. Επικοινωνιακά το αφήγημα της «καθαρής εξόδου» συνοδεύεται από υποθέσεις δημιουργίας βαθμών ελευθερίας στην άσκηση οικονομικής πολιτικής και αντιστροφής της λιτότητας στο πλαίσιο της μεταμνημονιακής εποπτείας της χώρας. Αντίθετα, το αφήγημα της «προληπτικής πιστωτικής στήριξης» προϋποθέτει τη συνέχιση της ασκούμενης οικονομικής

πολιτικής και την ιδιοκτησία των λεγόμενων διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων με αυστηρή εποπτεία.

Η επόμενη φάση της κρίσης θα εξαρτηθεί από τις εξελίξεις και τη δυναμική της αλληλεπίδρασής τους σε τρία πεδία: α) στην αναδιάρθρωση του ελληνικού χρέους, β) στο πόσο εύρυθμη θα είναι και με ποιο κόστος η αναχρηματοδότηση των δανειακών υποχρεώσεων της χώρας από τις αγορές και γ) στον ρυθμό μεγέθυνσης της οικονομίας. Κατά την άποψη μου, μείζονος σημασίας για την επόμενη φάση της κρίσης είναι το αποτέλεσμα της προσδοκώμενης δέσμευσης/παρέμβασης των δανειστών στη σημερινή δομή χρέους, δηλαδή το εάν το αποτέλεσμα της αναδιάρθρωσης θα καταστήσει το ελληνικό χρέος πραγματικά βιώσιμο. Στο πολιτικό επίπεδο οι προσδοκίες δεν πρέπει να είναι υψηλές, καθώς το συμφέρον του Γερμανού φορολογουμένου εξακολουθεί να βρίσκεται πάνω όχι μόνο από εθνικά συμφέροντα, αλλά και από την ίδια τη δημοκρατία στην Ευρώπη. Στο τεχνικό επίπεδο, επίσης, οι προσδοκίες δεν πρέπει να είναι υψηλές. Η αναδιάρθρωση του ελληνικού χρέους φαίνεται ότι θα γίνει βάσει ενός μείγματος εργαλείων με άξονες την περαιτέρω επέκταση των ωριμάνσεων στα δάνεια του EFSF, την πιθανή μεταφορά των κερδών (ANFA και SMP) του ευρωσυστήματος στην Ελλάδα, και την πιθανή εξαγορά από τον ESM των υψηλότερου κόστους δανείων του ΔΝΤ. Η έκταση της χρήσης των εργαλείων αυτών θα εξαρτηθεί από τον κυρίαρχο συσχετισμό ισχύος στην ΕΕ. Για να είναι βιώσιμη η εξυπηρέτηση των αναδιρθρωμένων δανειακών υποχρεώσεων της χώρας, είναι αναγκαίος ένας βιώσιμος συνδυασμός πρωτογενών πλεονασμάτων και πρόσβασης σε διαθέσιμη ρευστότητα για την αναχρηματοδότηση της διαφοράς δανειακών υποχρεώσεων και πρωτογενών πλεονασμάτων. Το ύψος των πρωτογενών πλεονασμάτων θα καθορίσει τους βαθμούς δημοσιονομικής ελευθερίας της οικονομίας, ενώ το κόστος και η έκταση της αναχρηματοδότησης θα καθορίσει, ανάμεσα σε άλλους παράγοντες, τη βιωσιμότητα της εξυπηρέτησης των δανειακών υποχρεώσεων της χώρας. Η προσδοκώμενη παρέμβαση θα γίνει βάσει του κριτηρίου αξιολόγησης της βιωσιμότητας του χρέους των δανειστών, δηλαδή βάσει του ύψους των ακαθάριστων δανειακών αναγκών της χώρας, οι οποίες δεν θα πρέπει μεσοπρόθεσμα να ξεπερνούν το 15% του ΑΕΠ.

Το κριτήριο αυτό είναι μια πολιτική επιλογή του ΔΝΤ και των δανειστών, δεν έχει καμία θεωρητική και εμπειρική θεμελίωση. Το γεγονός ότι αποτελεί μέρος της συζήτησης για την αξιολόγηση της βιωσιμότητας του χρέους δεν σημαίνει ότι είναι το κατάλληλο μέγεθος γι' αυτή την αξιολόγηση. Ωστόσο, είναι γεγονός ότι διαμορφώνει πλέον τις κερδοσκοπικές προσδοκίες των αγορών. Η πραγματική βιωσιμότητα του χρέους, ειδικά μιας οικονομίας που είναι σε κρίση χρέους, εξαρτάται από τη δυναμική των μεγεθών που προσδιορίζουν τις ακαθάριστες δανειακές ανάγκες, και ειδικά από τη σχέση τόκων και πρωτογενούς πλεονάσματος. Μπορεί οι δανειακές υποχρεώσεις της Ελλάδας να είναι κάτω από το όριο του 15% και το κόστος αναχρηματοδότησής τους να τις καθιστά μη εξυπηρετήσιμες. Αυτό θα μπορούσε να συμβεί ως αποτέλεσμα ενός συνδυασμού χαμηλού ρυθμού μεγέθυνσης –πολύ περισσότερο μιας ύφεσης που θα υπονόμει τη φερεγγυότητα της οικονομίας– και κεφαλαιοποίησης τόκων που δεν θα καλύπτονταν από το πρωτογενές πλεόνασμα, προκαλώντας σωρευτική αύξηση των δανειακών υποχρεώσεων και των αναγκών αναχρηματοδότησης, του λόγου χρέους/ΑΕΠ και του πιστωτικού ρίσκου. Η πιθανότητα θα αυξανόταν στην περίπτωση που οι αγορές αντιμετώπιζαν συνθήκες αστάθειας, διαταραχών και στενότητας ρευστότητας.

Συνεπώς, από τεχνική πλευρά η βιωσιμότητα του χρέους θα εξαρτηθεί από το εάν θα δημιουργηθεί μια χρονοσειρά δανειακών υποχρεώσεων (τόκοι και χρεολύσια) που θα μπορούν βιώσιμα να εξυπηρετηθούν από την Ελλάδα. Βιώσιμη εξυπηρέτηση σημαίνει ότι η αποπληρωμή του χρέους θα γίνει με όρους οικονομικής και κοινωνικής προόδου. Εναλλακτικά, η αποπληρωμή θα μπορούσε να γίνει με διαρκή δημοσιονομική λιτότητα και συστηματική υπονόμηση των δημοκρατικών θεσμών. Στο σημείο αυτό πρέπει να σημειωθεί με έμφαση ότι το κριτήριο των ακαθάριστων δανειακών αναγκών δεν αποτελεί φερέγγυο οδηγό για την ενεργοποίηση του λεγόμενου μηχανισμού προσαρμογής ανάπτυξης (γνωστό στον δημόσιο διάλογο ως «η γαλλική πρόταση»), ο οποίος θα μπορούσε τελικά να λειτουργεί αποσταθεροποιητικά και υφεσιακά για την ελληνική οικονομία. Αυτό θα μπορούσε να συμβεί εάν ο προσδιορισμός των πρωτογενών πλεονασμάτων και οι δημοσιονομικές δεσμεύσεις γίνουν βάσει ενός ύψους τόκου που είναι πολιτικά επιθυμητός από τους δανειστές. Το εθνικό συμφέρον θα εξυπηρετηθεί και ο μηχανισμός προσαρμογής ανάπτυξης δεν θα λειτουργεί

υφεσιακά μόνο στην περίπτωση που η αποπληρωμή των τόκων γίνεται βάσει του επεκτατικού αποτελέσματος της οικονομικής μεγέθυνσης στο πρωτογενές πλεόνασμα. Το κριτήριο των ακαθάριστων δανειακών αναγκών δεν εγγυάται τη διασφάλιση αυτής της διάκρισης.

Το κόστος της αναχρηματοδότησης του χρέους, που προσδιορίζει τη μεσομακροχρόνια βιωσιμότητά του, θα εξαρτηθεί από την έκταση της αναδιάρθρωσης του χρέους, τη δυναμική της οικονομίας, την έλλειψη θεσμοθετημένα εγγυημένης ρευστότητας στην αγορά στην οποία η χώρα θα διαπραγματεύεται την αύξηση των υποχρεώσεων της και, τέλος, από τη σταθερότητα/αστάθεια των αγορών. Σε μια βιώσιμη Ευρωζώνη την εγγυημένη ρευστότητα θα την πρόσφερε η ΕΚΤ, γεγονός που θα λειτουργούσε σταθεροποιητικά για τις αγορές. Στην πραγματική Ευρωζώνη στην οποία ζούμε αυτό δεν μπορεί να συμβεί. Η έλλειψη εγγυημένης ρευστότητας στην πρωτογενή και τη δευτερογενή αγορά κρατικού χρέους δυσχεραίνει τους όρους δανεισμού των εθνικών κρατών από τις αγορές, καθιστώντας τη δομή χρέους τους εύθραυστη και ευάλωτη σε εξωγενείς διαταραχές, όπως, π.χ., αυτή της Ιταλίας. Το πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης, το οποίο φαίνεται ότι σύντομα θα εκπνεύσει, είχε σταθεροποιητική επίδραση τα τελευταία χρόνια, αλλά δεν αποτελεί δομικό υλικό της αρχιτεκτονικής της Ευρωζώνης.

Η προληπτική πιστωτική γραμμή, όπως και το αποθεματικό κεφάλαιο που συσσωρεύει η ελληνική κυβέρνηση, δεν αντιμετωπίζει τη διαρθρωτική αυτή αδυναμία της αρχιτεκτονικής της Ευρωζώνης. Ο λόγος είναι ότι δεν αποτελούν νομισματικά εργαλεία ισχυροποίησης της φερεγγυότητας της Ελλάδας στην αποπληρωμή των υποχρεώσεων της, εξέλιξη που θα προεξοφλούσαν οι αγορές με μείωση του πιστωτικού ρίσκου της χώρας στην έκδοση νέου χρέους. Η προληπτική πιστωτική γραμμή, όπως και το αποθεματικό κεφάλαιο, είναι εργαλεία βραχυπρόθεσμης διαθέσιμης ρευστότητας για την αποφυγή ενός νέου, και άμεσου, χρηματοδοτικού αποκλεισμού της Ελλάδας από τις αγορές, είτε λόγω υψηλού κόστους είτε λόγω απροθυμίας των αγορών να αναχρηματοδοτήσουν το ελληνικό χρέος. Συνεπώς, δεν εγγυώνται τις απαιτήσεις των νέων δανειστών της Ελλάδας, γι' αυτό και δεν θα έχουν σημαντική επίδραση στο κόστος της αναχρηματοδότησης, πέραν του θετικού ψυχολογικού αποτελέσματος στη διαμόρφωση των προσδοκιών των αγορών. Το

κόστος της αναχρηματοδότησης και της νέα δομής του χρέους της Ελλάδας στις αγορές θα εξαρτηθεί συνεπώς σε μεγάλο βαθμό από το μέγεθός της, τη μεσοχρόνια βιωσιμότητα του χρέους και τη δυναμική της οικονομίας. Όσο πιο βιώσιμο θα θεωρείται το χρέος και όσο υψηλότεροι θα είναι οι ρυθμοί μεγέθυνσης τόσο υψηλότερα θα είναι τα περιθώρια ασφάλειας νέου δανεισμού και η αξιοπιστία της ελληνικής οικονομίας στις αγορές.

Το πεδίο εκείνο, λοιπόν, που θα κρίνει σημαντικά τις εξελίξεις είναι ο ρυθμός δυναμικής της οικονομίας. Η εκτίμηση αυτής της δυναμικής προϋποθέτει ρεαλιστική ανάγνωση της τρέχουσας κατάστασης της οικονομίας, των δυνατοτήτων και των προοπτικών της. Λανθασμένες εκτιμήσεις μπορούν να αποβούν μοιραίες. Ρεαλιστική ανάγνωση της οικονομίας σημαίνει πραγματισμός στην ανάλυση των δομικών, των παραγωγικών και των επιχειρηματικών χαρακτηριστικών της και της θέσης της στο ευρύτερο οικονομικό περιβάλλον. Η μετάβαση της ελληνικής οικονομίας σε μια πορεία υψηλών και διατηρήσιμων ρυθμών μεγέθυνσης προϋποθέτει: α) να σταματήσει αμέσως η περαιτέρω αφαίμαξη της οικονομίας με μέτρα λιτότητας και β) να ενεργοποιηθούν ενδογενείς μηχανισμοί δημιουργίας ροών εισοδήματος και ρευστότητας. Δεν υποτιμώ τον ρόλο εξωγενών μηχανισμών, όπως, π.χ., οι ξένες άμεσες επενδύσεις. Είναι ευπρόσδεκτες. Όμως, όταν σε μια τέτοια κρίσιμη στιγμή για τη χώρα, όπου η δυναμική της οικονομίας θα προσδιορίσει τη βιωσιμότητα του εγχειρήματος της εξόδου, εναποθέτουμε –όπως και πολλές άλλες χώρες– αυτή τη δυναμική στην ελπίδα μας για ξένες επενδύσεις, τότε το μέλλον μας είναι το ίδιο αβέβαιο όπως και οι ξένες επενδύσεις. Η συμπεριφορά μας αυτή αποκαλύπτει πιθανά μια από τις δομικές αιτίες που μας οδήγησαν στην κρίση. Στο πλαίσιο αυτό, η ανακοπή της αφαίμαξης έρχεται σε αντίθεση με την υλοποίηση των δύο προνομοθετημένων δεσμεύσεων για μείωση των συντάξεων και του αφορολογήτου, καθώς θα ενεργοποιήσει υφεσιακές πιέσεις. Ο εγκλωβισμός της οικονομίας σε μια κατάσταση στασιμότητας και χαμηλών ρυθμών μεγέθυνσης όχι απλώς δεν διευκολύνει, αντίθετα θα δυσχεράνει τη δυνατότητα ανάκτησης της δημοσιονομικής φερεγγυότητας και αξιοπιστίας που προϋποθέτει μια βιώσιμη αναχρηματοδότηση του χρέους από τις αγορές. Συνεπώς, η εμμονή των δανειστών στην υλοποίηση των δεσμεύσεων αυτών υπονομεύει δραματικά την έξοδο της χώρας από την κρίση χρέους. Βέβαια, βάσει του μοντέλου

σκέψης τους, οι παρεμβάσεις αυτές συμπεριλαμβάνονται στις λεγόμενες «διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις» που βελτιώνουν την ανταγωνιστικότητα και την αξιοπιστία της χώρας στις αγορές. Η πραγματικότητα των οκτώ χρόνων Μνημονίων και κρίσης προσφέρει πλέον την εμπειρική βάση για την αξιολόγηση του ρεαλισμού και της σοβαρότητας των υποθέσεων οικονομικής πολιτικής των δανειστών.

Ενδογενείς μηχανισμοί δημιουργίας εισοδημάτων, δεδομένης της δημοσιονομικής αδυναμίας της χώρας, είναι: α) η αύξηση των εγχώριων επενδύσεων και β) η αύξηση του διαθέσιμου εισοδήματος. Στο σημερινό επιχειρηματικό, χρηματοδοτικό, μακροοικονομικό και πολιτικό περιβάλλον η απαιτούμενη αύξηση των επενδύσεων είναι εξαιρετικά αβέβαιη. Η παραδοχή αυτής της αβεβαιότητας δεν συνεπάγεται ότι οι επενδύσεις δεν αποτελούν το θεμελιακό μέγεθος το οποίο, εάν ενεργοποιηθεί, ειδικά στο πλαίσιο μιας ουσιαστικής παραγωγικής αναδόμησης της οικονομίας, θα κρίνει τη διατηρησιμότητα της αναπτυξιακής δυναμικής της οικονομίας, τη διαχρονική δημοσιονομική αξιοπιστία της και την οριστική έξοδο από την κρίση χρέους. Όμως, η άμεση έξοδος της χώρας στις αγορές, για να είναι βιώσιμη, και η αποφυγή μιας νέας περιπέτειας αποκλεισμού της προϋποθέτουν την άμεση μετάβαση της οικονομίας σε υψηλούς και διατηρήσιμους ρυθμούς μεγέθυνσης. Βραχυπρόθεσμα, ο μόνος ενδογενής επεκτατικός μηχανισμός που απομένει είναι η αύξηση του διαθέσιμου εισοδήματος. Δεδομένου ότι η μείωση της φορολογίας είναι μεν επιθυμητή αλλά αβέβαιη, το μόνο εργαλείο που θα μπορούσε να διεγείρει επεκτατικά την οικονομία είναι η αύξηση του κατώτατου μισθού και, ιδανικά, η επαναφορά των κλαδικών συμβάσεων για να διαχυθεί η αύξηση στο σύνολο της οικονομίας. Αυτό θα επιφέρει ισχυρότερο θετικό αποτέλεσμα στο ΑΕΠ, και συνεπώς στη φερεγγυότητα της οικονομίας και στους όρους αναχρηματοδότησης του χρέους στις αγορές. Επίσης, η μετάβαση της οικονομίας σε ένα υψηλότερο επίπεδο μεγέθυνσης θα δημιουργήσει την απαιτούμενη σταθερότητα για την επιτάχυνση των επενδύσεων.

Βάσει της ανάλυσης που προηγήθηκε, μπορούμε να αξιολογήσουμε τα δύο αφηγήματα, της κυβέρνησης και των δανειστών. Η έξοδος, «καθαρή ή όχι», της χώρας για την αναχρηματοδότηση του χρέους της από τις αγορές, ακόμη και κάτω από τις καλύτερες προϋποθέσεις, θα δημιουργήσει μια νέα δομή χρέους υψηλότερου κόστους. Το κριτήριο της βιωσιμότητας των ακαθάριστων δανειακών αναγκών, και εφόσον

πρωτογενή αναχρηματοδότηση του χρέους. Η αναχρηματοδοτική αναγκαιότητά της μηδενίζεται εφόσον σχηματιστεί αποθεματικό κεφάλαιο και, κυρίως, εφόσον υπάρξει βιώσιμη αναδιάρθρωση του χρέους και οι ρυθμοί μεγέθυνσης της οικονομίας γίνουν διατηρήσιμα υψηλοί, και το αντίθετο. Εάν ακολουθήσει στη σειρά την εξάντληση του αποθεματικού κεφαλαίου και δώσει τη σκυτάλη σε κάποιο ευρωπαϊκό νομισματικό ταμείο, τότε δημιουργεί μια προοπτική με σημαντικούς περιορισμούς. Οι υποστηρικτές της επιλογής της προληπτικής πιστωτικής γραμμής, κυρίως η ΕΚΤ και ο ESM, αναφέρονται και σε δευτερεύοντα επιχειρήματα, όπως στη χρησιμότητα του waiver. Το τελευταίο να μην ενισχύει, βραχυπρόθεσμα, τη σταθεροποίηση του τραπεζικού συστήματος, ωστόσο παραγνωρίζει τις βαθύτερες αιτίες του προβλήματος της ποιότητας του ενεργητικού των τραπεζών και της αδυναμίας χρηματοδότησης της οικονομίας. Η ανάκτηση της βιωσιμότητας του χρέους και της φερεγγυότητας της χώρας θα ήταν αξιοσημείωτα πιο αποτελεσματικό μέσο μακροχρόνιας ισχυροποίησης του τραπεζικού συστήματος. Επιπλέον, η σταθερότητα των ελληνικών τραπεζών είναι απολύτως εξαρτημένη από τη δημιουργία εισοδημάτων και ροών ρευστότητας στην οικονομία, καθώς μια τέτοια εξέλιξη θα βελτίωνε και την ποιότητα του ενεργητικού τους και την καταθετική τους βάση. Όμως, για να υπάρξει αύξηση των εισοδημάτων και των ρυθμών μεγέθυνσης, πρέπει να μην πραγματοποιηθούν αυτά που οι δανειστές και οι υποστηρικτές της προληπτικής γραμμής στήριξης απαιτούν από την Ελλάδα (π.χ. μείωση συντάξεων και αφορολογήτου), και παράλληλα να γίνουν άλλα (π.χ. αύξηση μισθών) με τα οποία εκείνοι διαφωνούν. Η αναχρηματοδοτική διασφάλιση της εγγυημένης πιστωτικής γραμμής αυτο-υπονομεύεται από τις υφεσιακές επιπτώσεις του πλαισίου οικονομικής πολιτικής που προϋποθέτει η ενεργοποίησή της.

Παράλληλα, η επίκληση ωφελειών από την ένταξη των ελληνικών ομολόγων στο πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης προϋποθέτει τη βιωσιμότητα του χρέους και την, αβέβαιη, συνέχιση του ίδιου του προγράμματος της ποσοτικής χαλάρωσης. Μα εάν το ελληνικό χρέος καταστεί βιώσιμο, τότε ανοίγει ο δρόμος της βιώσιμης αναχρηματοδότησής του από τις αγορές. Η προληπτική γραμμή στήριξης θα δημιουργούσε θετικές βραχυπρόθεσμες προϋποθέσεις εφόσον δεν συνοδευόταν από ιδεοληπτικές υφεσιακές πολιτικές.

Το αμέσως επόμενο χρονικό διάστημα, ιδέες, ιδεοληψίες, οικονομικά και εθνικά συμφέροντα, η κατανομή της ισχύος σε διάφορα επίπεδα, καθώς και μη προβλεπόμενες διαταραχές, όπως η κατάσταση στην Ιταλία, θα προσδιορίσουν τον συνδυασμό των εξελίξεων που τελικά θα λάβει χώρα και θα καθορίσει το εθνικό, οικονομικό και κοινωνικό κόστος της επόμενης φάσης της κρίσης της Ελλάδας.

ΙΝΣΤΙΤΟΥΤΟ ΕΡΓΑΣΙΑΣ ΓΣΕΕ
Παρατηρητήριο Οικονομικών και Κοινωνικών Εξελίξεων
Εμμανουήλ Μπενάκη 71Α
106 81, Αθήνα

Τηλ. +30 2108202257
Fax +30 2108202203

www.ineobservatory.gr

Οι απόψεις που διατυπώνονται στο παρόν κείμενο είναι του συγγραφέα και δεν εκφράζουν κατ' ανάγκη τις θέσεις της ΓΣΕΕ.

Γλωσσική επιμέλεια –Διορθώσεις: Στέλλα Ζούπα

© INE ΓΣΕΕ
ISSN: 2585-3708

Η παρούσα έρευνα χρηματοδοτήθηκε από το Ευρωπαϊκό Κοινωνικό Ταμείο και το Υπουργείο Οικονομίας και Ανάπτυξης στο πλαίσιο του Επιχειρησιακού Προγράμματος «Ανάπτυξη Ανθρώπινου Δυναμικού, Εκπαίδευση και Διά Βίου Μάθηση» 2014-2020