

Το Ελληνικό Δημόσιο Χρέος: Προβλήματα και Προοπτικές

Γράφει η κ. Μιράντα Ξαφά.

Salomon Brothers, Economic & Market Analysis

Το άρθρο αυτό επικεντρώνεται στις προοπτικές μείωσης του βάρους του ελληνικού δημοσίου χρέους στα πλαίσια των πρόσφατων εξελίξεων στις διεθνείς χρηματαγορές και εν όψει της πορείας προς την Οικονομική και Νομισματική Ενωση της Ευρώπης (ΟΝΕ). Προτείνονται τρία βήματα τα οποία, σε συνδυασμό με την προσπάθεια μείωσης των ελλειμμάτων, θα βελτίωναν άμεσα την αξιοπιστία της οικονομικής πολιτικής.

Το διεθνές οικονομικό περιβάλλον το 1994 χαρακτηρίστηκε από αύξηση των επιτοκίων σ' όλες τις βιομηχανικές χώρες, παρά το γεγονός ότι ο πληθωρισμός παρέμεινε στο χαμηλότερο σημείο της τελευταίας τριακονταετίας. Η αύξηση των επιτοκίων, που αποτέλεσε έκπληξη για τις αγορές, οφείλεται στο γεγονός ότι τόσο οι επενδυτές όσο και οι υπεύθυνοι για τη χάραξη και την άσκηση της οικονομικής πολιτικής υποτίμησαν τον ρυθμό ανάκαμψης της παραγωγής, πρώτα στην Αμερική και τώρα στην Ευρώπη.

Η ιστορική νίκη του ρεπουμπλικανικού κόμματος στο αμερικανικό Κογκρέσο στις αρχές Νοεμβρίου υπογραμμίζει μία

Η Ελλάδα είναι κάπως αποκομμένη από τις εξελίξεις στις διεθνείς κεφαλαιαγορές λόγω της έλλειψης τίτλων σταθερής απόδοσης και της περιορισμένης ρευστότητας στη δευτερογενή αγορά.

άλλη σημαντική τάση: οι ψηφοφόροι κατάλαβαν ότι η επέκταση του ρόλου του κράτους στις περασμένες δύο δεκαετίες αποδείχθηκε πολύ ακριβή και πρέπει να σταματήσει. Ψηφοφόροι και επενδυτές θεωρούν ότι η αύξηση των κρατικών δαπάνων και του χρέους αποτελούν απειλή για τις οικονομικές επιδόσεις και τη σταθερότητα της κεφαλαιαγοράς.

Στην Ευρώπη, οι αγορές επικεντρώνονται στην προοπτική για Οικονομική και Νομισματική Ενωση, παραμένοντας ιδιαίτερα ευαίσθητες στις δημοσιονομικές εξελίξεις. Με την ανάκαμψη της παραγωγής, οι ανάγκες χρηματοδότησης του ιδιωτικού τομέα έρχονται σε σύγκρουση με τις ακόμη υψηλές δανειακές ανάγκες του δημοσίου τομέα στην πλειοψηφία των ευρωπαϊκών χωρών, πιέζοντας τα επιτόκια σε ανοδική πορεία. Τα μακροπρόθεσμα επιτόκια έχουν αυξηθεί σχεδόν κατά δύο μονάδες στην Ευρώπη και στην Αμερική από την αρχή του έτους, και ακόμη περισσότερο στις χώρες που αντιμετωπίζουν

δημοσιονομικά προβλήματα. Στα πρώτα σημάδια μη διατηρήσιμης πορείας παρατηρείται μαζική έξοδος από την κεφαλαιαγορά και το νόμισμα, όπως συνέβη πρόσφατα στην Ιταλία και τη Σουηδία.

Ο κίνδυνος για τη σύγκλιση είναι ότι η ανάκαμψη θα οδηγήσει σε εφθουχασμό αντί να αποτελέσει έναυσμα για νέες προσπάθειες, καθώς τα κράτη-μέλη "εξαργυρώνουν το μέρισμα" της ταχύρρυθμης ανάπτυξης αυξάνοντας τις δημόσιες δαπάνες.

Η Ελλάδα είναι κάπως αποκομμένη από τις εξελίξεις στις διεθνείς κεφαλαιαγορές λόγω της έλλειψης τίτλων σταθερής απόδοσης και της περιορισμένης ρευστότητας στη δευτερογενή αγορά. Η κυριότερη πρόκληση για την ελληνική οικονομία τα επόμενα χρόνια είναι κατά πόσον θα μπορέσει να ανταποκριθεί στις προϋποθέσεις για συμμετοχή στο τρίτο στάδιο της ΟΝΕ. Η προσαρμογή που απαιτείται είναι μεγάλη, όπως αναγνωρίζει το αναθεωρημένο πρόγραμμα σύγκλισης, και πρέπει να συντελεστεί σε μία περίοδο που οι προοπτικές ανάπτυξης περιορίζονται από το βάρος του δημοσίου χρέους.

Δύο χρόνια πριν ληφθεί η απόφαση για τον χρόνο έναρξης του τρίτου σταδίου, η Ελλάδα συνεχίζει να είναι το μόνο κράτος-μέλος που δεν πληρεί καμία από τις προϋποθέσεις για ονομαστική σύγκλιση (έλλειμμα, χρέος, πληθωρισμός, επιτόκια). Επιπλέον, η εγχώρια κεφαλαιαγορά δεν έχει αναπτυχθεί αρκετά ώστε να υπάρχουν κρατικοί τίτλοι σταθερής απόδοσης με μακροπρόθεσμα επιτόκια που διαμορφώνονται ελεύθερα, όπως απαιτεί η Συνθήκη του Maastricht. Ο κυριότερος παράγοντας που θα δυσκολέψει την ένταξη της Ελλάδας στην ΟΝΕ είναι η δημοσιονομική προσαρμογή. Χωρίς αυτή είναι ανέφικτη η προσπάθεια μείωσης του πληθωρισμού και των επιτοκίων, καθώς και η ένταξη της δραχμής στον μηχανισμό συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Ποιες είναι οι προοπτικές μείωσης του βάρους του δημοσίου χρέους και πώς συνδέονται με την πορεία του πληθωρισμού, των επιτοκίων και της ισοτιμίας της δραχμής; Το κείμενο που ακολουθεί καθορίζει ένα απλό πλαίσιο ανάλυσης αυτών των ερωτημάτων:

"Κύριε Υπουργέ,

Παρακαλούθωντας τις προσπάθειές σας να καταρτίσετε τον προϋπολογισμό και να εξυπηρετήσετε παλαιά δάνεια, έχω την εντύπωση ότι [...] δεν έχει συζητηθεί αρκετά η τεχνική ανάλυση του προβλήματος. Θα ήθελα, επομένως, να τραβήξω την προσοχή σας για μία στιγμή από την Σισύφεια προσπάθεια προώθησης των

προϋπολογισμών στη Βουλή προς ορισμένες βασικές αρχές [...]"

"Μακροπρόθεσμα, η ισοτιμία του νομίσματος θα καθοριστεί όχι από την κερδοσκοπία ούτε από το εμπορικό ισοζύγιο [...] αλλά από το ποσοστό του εισοδήματός τους που οι φορολογούμενοι θα επιτρέψουν να μεταφερθεί στους εισοδηματίες "κατόχους κρατικών ομολόγων".

"Υπάρχουν δύο τρόποι για να επιτευχθεί η επιθυμητή ισορροπία: μπορεί να αυξηθεί η φορολογία ή να μειωθούν οι τόκοι που εισπράττουν οι εισοδηματίες. (Δεδομένου του ύψους του χρέους), ακόμη και αν η κρατική μηχανή ήταν ικανή να συλλέξει τους υπάρχοντες φόρους, τα έσοδα δεν θα επαρκούσαν για να ικανοποιήσουν τις απαιτήσεις των εισοδηματιών στο σημερινό τους επίπεδο. Πρέπει επομένως να βρεθεί τρόπος να μειωθούν οι απαιτήσεις των εισοδηματιών".

"Τρεις τρόποι προσφέρονται: πρώτον, η επιβολή φορολογίας πάνω στο κεφάλαιο. Δεύτερον, η μείωση των επιτοκίων του δημοσίου χρέους. Τρίτον, μία αύξηση των τιμών που θα μείωνε την πραγματική αξία του δημοσίου χρέους. Η πρώτη λύση, παρ' ότι δίκαια, δεν είναι εφαρμόσιμη λόγω των ιδίων πολιτικών και διοικητικών δυσκολιών που εμποδίζουν την επιβολή πρόσθετης φορολογίας [...]. Η δεύτερη λύση δεν προσκρούει σε διοικητικά εμπόδια αλλά ισοδυναμεί με δήλωση αδυναμίας του κράτους να εξυπηρετήσει το χρέος του". "Δια της αποπνιγής καταλήγουμε, επομένως, στην τρίτη λύση".

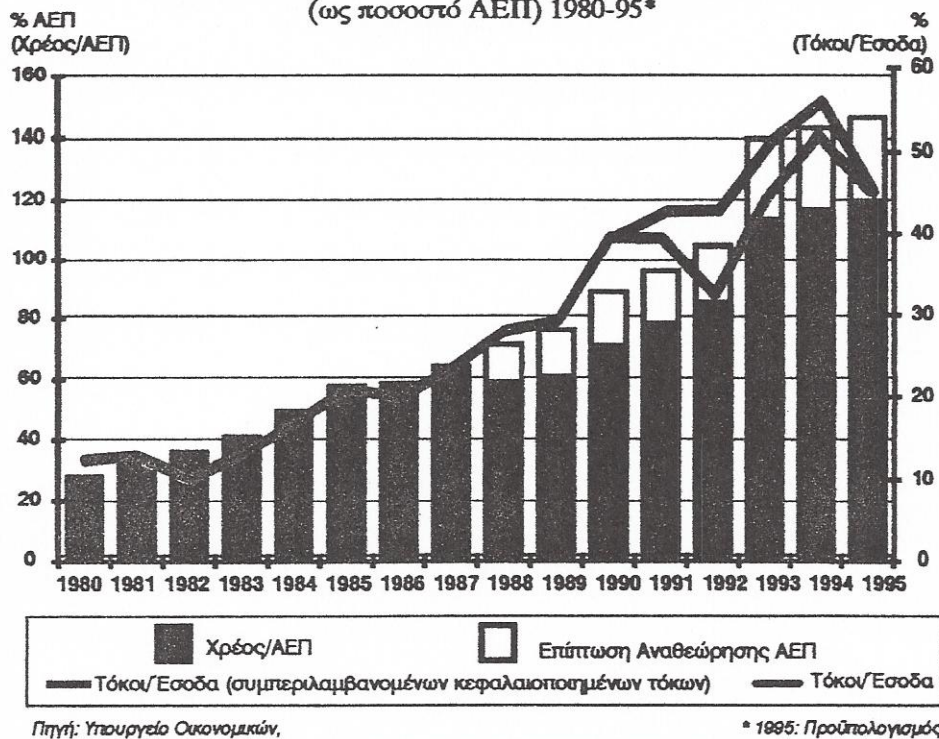
John Maynard Keynes, "Ανοικτή επιστολή στον Υπουργό Οικονομικών της Γαλλίας", 1926 ("Essays in Persuasion")

Πόσο επίκαιρη είναι αυτή η ανάλυση;

Παρόλο που προέκυψε για διαφορετικούς λόγους, το πρόβλημα του δημοσίου χρέους στη Γαλλία μετά τον πρώτο Παγκόσμιο Πόλεμο είναι απaráλλακτο με αυτό που αντιμετωπίζει η Ελλάδα σήμερα. Όμως, η λύση του πληθωρισμού που πρότεινε ο Keynes το 1926 δεν μπορεί να λύσει το σημερινό πρόβλημα στην Ελλάδα.

Πέρα από την προσπάθεια μείωσης του πληθωρισμού στο μέσο ευρωπαϊκό επίπεδο στα πλαίσια της ΟΝΕ, η δομή του ελληνικού δημοσίου χρέους δεν προσφέρεται για μείωση της πραγματικής του αξίας μέσω πληθωρισμού. Ενα μεγάλο και αυξανόμενο ποσοστό του χρέους είναι σε συνάλλαγμα ή με ρήτρα συναλλάγματος, ενώ το εγχώριο χρέος είναι βραχυπρόθεσμο. Εξ αυτού του λόγου, το πρόβλημα του ελληνικού

ΕΛΛΑΔΑ: Χρέος Κεντρικής Διοίκησης και Πληρωμές Τόκων (ως ποσοστό ΑΕΠ) 1980-95*



δημοσίου χρέους λόγω της σύνθεσής του είναι παρόμοιο με αυτό της Τουρκίας αλλά διαφορετικό από αυτό των υπερχρεωμένων χωρών της Δυτικής Ευρώπης. Ετσι, σε αντίθεση με ό,τι συνέβη το 1994 σε άλλες ευρωπαϊκές χώρες με υψηλό δημόσιο χρέος, όπως η Ιταλία και η Σουηδία, μια ξαφνική

Η αύξηση του εξωτερικού δανεισμού από τις επιχειρήσεις αλλά και από την κεντρική διοίκηση εγκυμονεί κυνδύνους, στον βαθμό που μία διολίσθηση του νομίσματος, αντί να μειώσει την πραγματική αξία του χρέους, θα αύξανε υπέρμετρα τις δαπάνες εξυπηρέτησής του.

διολίσθηση του νομίσματος και ο συνεπαγόμενος πληθωρισμός, καθώς αυξάνονται οι τιμές των διεθνών εμπορεύσιμων αγαθών, δεν θα μείωνε σημαντικά την πραγματική αξία του ελληνικού δημοσίου χρέους.

Ούτε οι άλλες λύσεις που αναφέρει ο Keynes προσφέρονται. Η φορολόγηση των τόκων των κρατικών ομολόγων απλώς αυξάνει το επιτόκιο που απαιτούν οι επενδυτές για να συνεχίσουν να επενδύουν σε κρατικούς τίτλους, όπως συνέβη πρόσφατα στην Ιταλία. Αυτό σημαίνει αύξηση των δαπανών για τόκους, που θα αντιστάθμιζε την αύξηση εσόδων χωρίς να μειωθεί το έλλειμμα. Σε μία ανοικτή οικονομία με ελεύθερη κίνηση κεφαλαίων, η επιβολή φορολογίας στο κεφάλαιο ή η μείωση των επιτοκίων με διοικητικές παρεμβάσεις δημιουργεί κινδύνους για τη συναλλαγματική ισοτιμία.

Σημαντική για τη σύγκλιση είναι η αποκρατικοποίηση, η οποία όμως προσκρούει σε ομάδες συμφερόντων που προσπαθούν να μετατοπίσουν το βάρος της δημοσιονομικής προσαρμογής σε άλλες κοινωνικές ομάδες. Τα έσοδα από αποκρατικοποίηση δεν υπολογίζονται από την Κοινότητα σαν έσοδα του προϋπολογισμού διότι δεν είναι μόνιμα, και επομένως δεν επηρεάζουν το έλλειμμα. Η αποκρατικοποίηση έχει όμως πολλαπλές ευνοϊκές επιπτώσεις στην οικονομία. Πρώτον, υποκαθιστώντας τον δανεισμό για τη χρηματοδότηση του ελλείμματος μπορεί να οδηγήσει σε έναν "ενάρετο κύκλο" πτώσεως των επιτοκίων και του ελλείμματος. Δεύτερον, επιτρέπει την πραγματοποίηση μεγάλων επενδύσεων που προωθούν την ανάπτυξη χωρίς να επιβαρύνουν τον προϋπολογισμό και το χρέος. Τρίτον, επιβάλλουν ορθολογική χρήση των οικονομικών πόρων, μειώνοντας τις κρατικές επιδοτήσεις ή επιτρέποντας την πληρωμή μερίσματος στο κράτος-μέτοχο. Για όλους αυτούς τους λόγους η πρόσφατη αναβολή της μερικής ιδιωτικοποίησης του ΟΤΕ, που αποτελούσε το μοναδικό εμπροσθοβαρές στοιχείο της σύγκλισης, θεωρήθηκε αρνητική από την αγορά. Τυχόν αποτυχία του προγράμματος αποκρατικοποίησης θα είναι από μόνη της ικανή να ανατρέψει κάθε προσπάθεια σύγκλισης, ιδιαίτερα σε μία περίοδο όπου όλες οι χώρες της Δυτικής αλλά και Ανατολικής Ευρώπης προχωρούν με γρήγορα βήματα προς αυτή την κατεύθυνση.

Κλείνουμε με ένα κάπως παράδοξο ερώτημα: η πλήρης εφαρμογή του δημοσιονομικού τμήματος του προγράμματος σύγκλισης της ελληνικής οικονομίας εγγυάται τη σύγκλιση; Η απάντηση είναι όχι. Η Συνθήκη του Maastricht σχεδιάστηκε έχοντας κατά νου τις οικονομίες της Δυτικής Ευρώπης, όπου οι κρατικές επιχειρήσεις και οι τράπεζες, στον βαθμό που δεν έχουν ήδη ιδιωτικοποιηθεί, λειτουργούν με ιδιωτικοοικονομικά κριτήρια. Έτσι, τα κριτήρια σύγκλισης της Συνθήκης αναφέρονται στην "Γενική Κυβέρνηση", που δεν περιλαμβάνει τις κρατικές επιχειρήσεις. Επιπλέον η απογόρευση της προνομιακής πρόσβασης του Δημοσίου στις κεφαλαιαγορές δεν περιλαμβάνει την αγορά ομολόγων από κρατικές τράπεζες "οικοιοθελώς". Δημιουργούνται έτσι δύο κίνδυνοι:

Πρώτον, η παραβίαση του πνεύματος της Συνθήκης με την έκδοση εγγυήσεων για δάνεια των κρατικών επιχειρήσεων ή των κρατικών τραπεζών που εν συνεχεία χρηματοδοτούν το Δημόσιο. Οι εγγυήσεις υποκαθιστούν τις δαπάνες του προϋπολογισμού, όπως συνέβη στην δεκαετία του 1980, οδηγώντας σε υποεκτίμηση του πραγματικού ύψους του ελλείμματος και δημιουργώντας μελλοντικές υποχρεώσεις στον βαθμό που οι εγγυήσεις καταπίπτουν. Ήδη εφέτος ο εξωτερικός δανεισμός των κρατικών επιχειρήσεων και τραπεζών έχει διπλασιαστεί στα \$ 2,1 δισ. από \$ 1,1 δισ. πέρυσι. Πέρα από τη μείωση της διαφάνειας, η αύξηση του εξωτερικού δανεισμού από τις επιχειρήσεις αλλά και από την κεντρική διοίκηση εγκυμονεί κινδύνους, στον βαθμό που μία διολίσθηση του νομίσματος, αντί να μειώσει την πραγματική αξία του χρέους, θα αύξανε υπέρμετρα τις δαπάνες εξυπηρέτησής του.

Δεύτερος κίνδυνος είναι η μείωση της ρευστότητας των κρατικών τραπεζών στις οποίες μεταφέρεται το ρίσκο της κάλυψης των δανειακών αναγκών του Δημοσίου. Οι μεγάλες τράπεζες που βρίσκονται σε σημαντικό βαθμό υπό κρατικό έλεγχο, λειτουργούν σαν μηχανισμοί απορρόφησης κρατικών τίτλων όταν αυτοί δεν μπορούν να διοχετευθούν στην αγορά με τα επιτόκια που ισχύουν. Επιπλέον, ο προϋπολογισμός του 1995 περιέχει υπεραισιόδοξες προβλέψεις ως προς το ύψος των τόκων του δημοσίου χρέους (βλέπε διάγραμμα). Τυχόν νέα αναβολή πληρωμής τόκων στις κρατικές τράπεζες προκειμένου να υλοποιηθεί αυτή η υπεραισιόδοξη πρόβλεψη θα είχε σαν αποτέλεσμα τη μεταφορά μέρους του δημοσιονομικού προβλήματος στις τράπεζες, μειώνοντας τη ρευστότητά τους.

Τυχόν νέα αναβολή πληρωμής τόκων στις κρατικές τράπεζες προκειμένου να υλοποιηθεί η πρόβλεψη του προϋπολογισμού θα είχε σαν αποτέλεσμα τη μεταφορά μέρους του δημοσιονομικού προβλήματος στις τράπεζες

Κάθε κίνηση προς την κατεύθυνση της μείωσης της διαφάνειας ως προς το ύψος και τις πηγές χρηματοδότησης των κρατικών δαπανών μειώνει την εμπιστοσύνη των αγορών, αυξάνοντας τα επιτόκια και καθυστερώντας την ανάπτυξη. Πέραν αυτού, η αναβολή της προσαρμογής δεν μεταθέτει απλώς το πρόβλημα στο μέλλον, αλλά το εντείνει, διότι η συσσώρευση χρέους αυξάνει το μέγεθος της απαιτούμενης προσαρμογής.

Τρία βήματα θα βελτίωναν άμεσα την αξιοπιστία της οικονομικής πολιτικής:

1. Η αλλαγή του τρόπου διάθεσης των κρατικών τίτλων, με προαναγγελία του ποσού έκδοσης που επιθυμεί να καλύψει το Δημόσιο και με προσδιορισμό του επιτοκίου από την αγορά, όπως συμβαίνει σε όλες τις χώρες της Δυτικής Ευρώπης. Χωρίς αυτή την αλλαγή, οι αγορές θα παραμένουν καχύποπτες ότι η πώση των επιτοκίων που αναγγέλει το Υπουργείο Οικονομικών είναι ασύμβατη με την ανάγκη χρηματοδότησης των ελλειμμάτων και επομένως αντιστρέψιμη.

2. Η θεσμοθέτηση της ανεξαρτησίας της Τραπέζης Ελλάδος, με στόχο τη σταθερότητα των τιμών, θα ενίσχυε την εμπιστοσύνη των αγορών στις επίσημες προβλέψεις για μείωση του πληθωρισμού.

3. Η ιδιωτικοποίηση των κρατικών επιχειρήσεων και τραπεζών θα βελτίωνε την αξιοπιστία του προγράμματος σύγκλισης για τους λόγους που προαναφέρθηκαν.

Τελικά, η σύγκλιση της ελληνικής οικονομίας θα συντελεστεί, είτε με τις προειδοποιήσεις της θεωρίας είτε με την πίεση των γεγονότων. Όσο πιο γρήγορα συμβεί αυτό, τόσο λιγότερο η ονομαστική σύγκλιση θα αποβεί εις βάρος της πραγματικής σύγκλισης.