



Μιράντα Ξαφά

Senior Scholar, Centre for International Governance Innovation & μέλος της Διοικούσας Επιτροπής της ΔΡΑΣΗΣ

Τα προβλήματα με την ελάφρυνση του χρέους

Δημοσιεύθηκε: 11/04/2017



Μετά την κατ' αρχήν αποδοχή από την κυβέρνηση των μέτρων που ζητούν οι δανειστές για να κλείσει η δεύτερη αξιολόγηση, μόλις ψηφιστούν τα μέτρα προβλέπεται να ανοίξει η συζήτηση για το χρέος. Παρά το γεγονός ότι το θέμα αυτό συζητείται παρασκηνακά μεταξύ Ευρωπαίων και ΔΝΤ εδώ και μήνες, λύση που να είναι πολιτικά αποδεκτή από όλους τους εμπλεκόμενους στη διαπραγμάτευση δεν θα είναι εύκολο να βρεθεί. [Μία πρόσφατη μελέτη](#) τριών επιφανών οικονομολόγων εξηγεί γιατί.

Η μελέτη των Jeromin Zettelmeyer, Eike Kreplin και Ugo Panizza (οι δύο πρώτοι έχουν εργαστεί ή εργάζονται στο Γερμανικό Υπουργείο Οικονομικών), έχει τίτλο «**Χρειάζεται η Ελλάδα περαιτέρω ελάφρυνση του επίσημου χρέους; Αν ναι, πόση;**». Η μελέτη αναλύει την διάρθρωση και διαχρονική εξέλιξη του ελλείμματος και του χρέους, τις συγκρίνει με τα ιστορικά δεδομένα άλλων υπερχρεωμένων χωρών, και καταλήγει σε τρία συμπεράσματα:

1. Πρώτον, η Ελλάδα χρειάζεται περαιτέρω ελάφρυνση του επίσημου χρέους (προς τους Ευρωπαϊκούς θεσμούς) και μάλιστα μεγάλη. Σενάρια που βασίζονται σε ταχύρρυθμη ανάπτυξη και υψηλά πρωτογενή πλεονάσματα που θα καθιστούσαν το χρέος βιώσιμο δεν είναι ρεαλιστικά. Τα σενάρια που είναι

συμβατά με την εμπειρία άλλων υπερχρεωμένων χωρών προϋποθέτουν ελάφρυνση χρέους.

2. Δεύτερον, τα μέτρα ελάφρυνσης που είναι αποδεκτά από το Eurogroup θα επαρκούσαν μόνο αν εφαρμοστούν στο έπακρο.

Συγκεκριμένα, η Ελλάδα θα χρειαστεί μακρά περίοδο χάριτος στη διάρκεια της οποίας οι τόκοι θα κεφαλαιοποιούνται, καθώς και παράταση της προθεσμίας λήξης του χρέους ύψους 131 δισ. προς το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF), πρόδρομο του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας (ESM) που χρηματοδοτεί το παρόν (τρίτο) πρόγραμμα. Η κεφαλαιοποίηση τόκων συνεπάγεται ότι το χρέος αυτό θα συνεχίσει να αυξάνεται επί δεκαετίες πριν αρχίσει να αποπληρώνεται. Αυτή η εξέλιξη, που ισοδυναμεί με νέο δάνειο προς την Ελλάδα, δύσκολα θα γίνει αποδεκτή από τους Ευρωπαίους δανειστές.

3. Τρίτον, υπάρχουν λύσεις σε αυτό το δίλημμα. Αυτές περιλαμβάνουν: (α) την επέκταση της ελάφρυνσης στα διμερή δάνεια ύψους 53 δισ. ευρώ («Greek Loan Facility», GLF) που χρηματοδότησαν το πρώτο πρόγραμμα διάσωσης το 2010, (β) την προσπάθεια μείωσης του κόστους δανεισμού του EFSF μέσω swaps και μακροπρόθεσμου δανεισμού ώστε να κλειδώσει το επιτόκιο στα σημερινά χαμηλά επίπεδα, με μεταφορά αυτού του κέρδους στην Ελλάδα, και (γ) την συνέχιση της φθηνής χρηματοδότησης από τον ESM μέσω τέταρτου, πέμπτου, έκτου και έβδομου μνημονίου, ώστε να αναβληθεί επ' αόριστον η επιστροφή της Ελλάδας στον ακριβό δανεισμό από τις κεφαλαιαγορές. Αυτή η λύση προφανώς δεν θα γίνει εύκολα αποδεκτή από την Ελλάδα.

Οι λύσεις αυτές είναι κατ' αρχήν συμβατές [με την απόφαση του Eurogroup της 25ης Μαΐου 2016](#), που αποκλείει το «κούρεμα» του επίσημου χρέους και ξεκαθαρίζει ότι το κόστος των swaps θα επιβαρύνει την Ελλάδα. Μένει όμως να καθοριστεί το μήκος της περιόδου χάριτος και αποπληρωμής που θα κληθεί το Eurogroup να αποφασίσει. **Μία μακρά περίοδος χάριτος ισοδυναμεί με νέο δάνειο που οι Ευρωπαίοι πιστωτές είναι απρόθυμοι να παραχωρήσουν στην Ελλάδα.** Οι εναλλακτικές λύσεις μπορεί όμως να είναι χειρότερες για τους ίδιους: (α) μεγαλύτερη ελάφρυνση χρέους ώστε να αντισταθμιστεί το υψηλό κόστος αναχρηματοδότησης του επίσημου χρέους από τις αγορές, ή (β) επιβολή υψηλού πρωτογενούς πλεονάσματος στην Ελλάδα για μακρά περίοδο, που η διεθνής εμπειρία δείχνει ότι δεν είναι διατηρήσιμη. Η απόφαση του Eurogroup προβλέπει επίσης την εκχώρηση στην Ελλάδα των κερδών (τόκοι και κεφαλαιακά κέρδη) από τα ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου που κατέχουν η EKT και οι κεντρικές τράπεζες της Ευρωζώνης (SMP και ANFA) από το 2017 και μετά αν χρειαστεί, και το «ξεπάγωμα» των κερδών SMP και ANFA του 2014 που διακρατείται σε ειδικό λογαριασμό του ESM. Η επιστροφή των κερδών αυτών στην Ελλάδα είχε αρχικά συμφωνηθεί το Νοέμβριο 2012, στα πλαίσια της απόφασης του Eurogroup για ελάφρυνση του επίσημου χρέους, αλλά το 2015 και 2016 η Ελλάδα είτε βρισκόταν εκτός προγράμματος είτε δεν είχε κλείσει την αξιολόγηση, με αποτέλεσμα να χάσει αμετάκλητα πόρους 3.8 δισ. ευρώ από αυτή την πηγή.

Αυτή τη στιγμή υπάρχουν δύο βασικές απόψεις για το χρέος: [η άποψη της Ευρωπαϊκής Επιτροπής](#) που θεωρεί ότι το χρέος είναι οριακά βιώσιμο χωρίς περαιτέρω ελάφρυνση αν το τρίτο πρόγραμμα εφαρμοστεί πλήρως, και [η άποψη του ΔΝΤ](#) που θεωρεί ότι το χρέος είναι ακραία μη βιώσιμο. **Πώς μπορεί δύο κορυφαίοι οργανισμοί να φθάνουν σε τόσο διαφορετικά συμπεράσματα; Διότι βασίζονται σε διαφορετικές υποθέσεις.** Η ΕΕ προβλέπει πρωτογενή πλεονάσματα 3.5% του ΑΕΠ από το 2018 για 10 χρόνια, αύξηση ονομαστικού ΑΕΠ 3.5% μεσοπρόθεσμα, έσοδα ιδιωτικοποιήσεων 18 δισ. ευρώ (συμπεριλαμβανομένων 3 δισ. από την ανακεφαλαιοποίηση τραπεζών του 2015, επένδυση που έχει ήδη απαξιωθεί), και επιτόκιο δανεισμού από τις αγορές 5%. Το ΔΝΤ προβλέπει πρωτογενή πλεονάσματα 1.5% του ΑΕΠ από το 2018, αύξηση ονομαστικού ΑΕΠ 2.7% μεσοπρόθεσμα, έσοδα ιδιωτικοποιήσεων 5 δισ. ευρώ, και επιτόκιο δανεισμού 6% αρχικά, συνδεδεμένο στη συνέχεια με το λόγο χρέους προς ΑΕΠ. Σε βάθος δεκαετιών, οι διαφορετικές υποθέσεις οδηγούν σε τελείως διαφορετικά συμπεράσματα.

Στο βασικό σενάριο της Επιτροπής, το χρέος είναι βιώσιμο εφόσον πληρούνται τα δύο βασικά κριτήρια: **το χρέος σταθεροποιείται γύρω στο 100% του ΑΕΠ από το 2040, και οι ακαθάριστες δανειακές ανάγκες (gross financing needs, GFN) παραμένουν κάτω από το όριο του 15% του ΑΕΠ μέχρι το 2030 και γύρω στο 20% μέχρι το 2060.** Αντίθετα, το ΔΝΤ προβλέπει εκρηκτική πορεία του χρέους και των ακαθάριστων δανειακών αναγκών, καθώς το επίσημο χρέος στη λήξη του αναχρηματοδοτείται με πολύ υψηλότερο επιτόκιο από τις αγορές. Για να αποκατασταθεί η βιωσιμότητα του χρέους, το ΔΝΤ προτείνει:

1. Περίοδο χάριτος μέχρι το 2040 για όλα τα δάνεια που έχει συνάψει η Ελλάδα με τους Ευρωπαίους εταίρους, στη διάρκεια της οποίας οι τόκοι θα κεφαλαιοποιούνται. Αυτό συνεπάγεται παράταση της περιόδου χάριτος από τα σημερινά επίπεδα κατά 20 χρόνια για το GLF, 17 χρόνια για το EFSF, και κατά 6 χρόνια για τον ESM.

2. Παράταση της περιόδου αποπληρωμής μέχρι το 2070. Αυτό συνεπάγεται παράταση των λήξεων που προβλέπονται σήμερα κατά 30 χρόνια για το GLF, 14 χρόνια για το EFSF, και 10 για το ESM. Οι κεφαλαιοποιημένοι τόκοι της περιόδου χάριτος αποπληρώνονται ταυτόχρονα με το κεφάλαιο την περίοδο 2040-70.

3. Επιστροφή στην Ελλάδα των κερδών SMP και ANFA, ώστε να μειωθεί περαιτέρω το χρέος και οι ακαθάριστες δανειακές ανάγκες.

4. Σταθεροποίηση των επιτοκίων του χρέους της Ελλάδας σε ESM/EFSF/GLF, που σήμερα ανέρχεται σε 216 δισ. ευρώ, σε ανώτατο επίπεδο 1,5% για 30 χρόνια, ώστε να αποτραπεί ο κίνδυνος αύξησης των σημερινών κυμαινόμενων επιτοκίων δανεισμού. Το ΔΝΤ αναγνωρίζει ότι το Eurogroup έχει ήδη συμφωνήσει να κλειδώσει το επιτόκιο στα σημερινά χαμηλά επίπεδα μέσω swaps για κάποιες υποχρεώσεις της Ελλάδας, αλλά θεωρεί ότι αυτά είναι ανεπαρκή.

Υπό αυτές τις προϋποθέσεις, το χρέος θα μειωθεί σταδιακά από 183% του ΑΕΠ το 2017-8 σε 146% το 2030, και οι ακαθάριστες δανειακές ανάγκες θα παραμείνουν πολύ κάτω του 10% του ΑΕΠ την περίοδο μετά το 2020. Αυτοί οι όροι όμως δεν φαίνεται να είναι αποδεκτοί από τους Ευρωπαίους εταίρους. Το θέμα της βιωσιμότητας του χρέους θα πρέπει επομένως να οδηγεί σε σοβαρό προβληματισμό παρά σε κλίμα αισιοδοξίας για την έκβαση του εγχειρήματος. Υπάρχουν και άλλες ιδέες στο τραπέζι, **όπως η επαναγορά του «ακριβού» δανείου του ΔΝΤ**, ύψους σχεδόν 13 δισ. ευρώ σήμερα, από τον ESM, αλλά αυτό θα συνέβαλε οριακά μόνο στην ελάφρυνση χρέους.

Οι «ελέφαντες» στο δωμάτιο, Γερμανία και ΔΝΤ, πρέπει να φτάσουν σύντομα σε κάποιο συμβιβασμό που να ικανοποιεί και τους δύο. Αυτό θα πρέπει να γίνει μέχρι την εαρινή σύνοδο του ΔΝΤ στην Ουάσιγκτον στις **21-23 Απριλίου**, ώστε να υπάρξει χρόνος για πλήρη συμφωνία στο Eurogroup της 22ης Μαΐου, που θα περιλαμβάνει το κλείσιμο της δεύτερης αξιολόγησης, τους μεσοπρόθεσμους δημοσιονομικούς στόχους και το χρέος. **Κάθε καθυστέρηση κοστίζει ακριβά, καθώς η αβεβαιότητα πλήττει την οικονομία και τις τράπεζες, ενώ η συσσώρευση απλήρωτων υποχρεώσεων του δημοσίου μειώνει τη ρευστότητα.** Μία τέτοια συμφωνία θα έλυνε και τα χέρια της ΕΚΤ για την ποσοτική χαλάρωση, αλλά δεν πρέπει να περιμένουμε μεγάλα οφέλη από αυτήν. Το spread των ελληνικών ομολόγων σήμερα είναι πάνω από τα επίπεδα του 2014, όταν η Ελλάδα κατάφερε να επιστρέψει στις κεφαλαιαγορές, το ΑΕΠ και οι προοπτικές ανάπτυξης είναι χαμηλότερα, και το χρέος υψηλότερο. **Ακόμη και αν η ΕΚΤ αρχίζει να αγοράζει ομόλογα του ελληνικού Δημοσίου το καλοκαίρι, το spread θα μειωθεί οριακά και την ρευστότητα θα καρπωθούν τα ξένα funds που κατέχουν την συντριπτική πλειοψηφία των ελληνικών ομολόγων.** Με αυτά τα δεδομένα, δεν είναι ούτε εφικτό ούτε επιθυμητό να επιστρέψει η Ελλάδα στις αγορές σύντομα.