

Κείμενα Οικονομικής & Διεθνοπολιτικής Ανάλυσης  
κ-ΟΙΔΑ

2018-2

**Πόσα χρόνια επιτήρηση θα  
χρειαστούν ακόμη;**

**Νίκος Κ. Κυριαζής & Εμμανουήλ-  
Μάριος Οικονόμου**

# Πόσα χρόνια επιτήρηση θα χρειαστούν ακόμη;

Νίκος Κ. Κυριαζής<sup>1</sup> & Εμμανουήλ-Μάριος Οικονόμου<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Καθηγητής Τμήματος Οικονομικών Επιστημών, Πανεπιστήμιο Θεσσαλίας

<sup>2</sup> Διδάκτωρ και Πανεπιστημιακός Υπότροφος Τμήματος Οικονομικών Επιστημών  
Πανεπιστήμιο Θεσσαλίας

Τον Αύγουστο του 2018 ολοκληρώνεται η περίοδος των μνημονίων. Αυτό σημαίνει πως η Ελλάδα θα πρέπει να καλύπτει τυχόν ελλείμματα με προσφυγή μέσω έκδοσης ομολόγων στις αγορές. Δεν σημαίνει όμως πως αποκτά την πλήρη κυριότητα της οικονομικής και κυρίως της δημοσιονομικής πολιτικής. Σύμφωνα με ότι ισχύει τώρα στην ΕΕ, μια χώρα βρίσκεται υπό αυστηρή επιτήρηση ώσπου να εξοφλήσει το 75% του δημόσιου χρέους της (το τμήμα του χρέους που είναι κρατικό). Μέχρι να συμβεί αυτό επιτήρηση σημαίνει έλεγχο των αποφάσεων οποιασδήποτε ελληνικής κυβέρνησης από τους θεσμούς της ΕΕ και απόρριψη όσων δεν είναι συμβατές με τη μείωση του χρέους. Δηλαδή μέτρα λιτότητας θα ισχύουν και μετά, σε πιο ήπια μορφή. Απόρριψη μέτρων, σε πρώτη φάση, όταν κοινοποιούνται, σημαίνει πως οι αγορές θα ζητούν υψηλότερα επιτόκια για τα ελληνικά ομόλογα, δηλαδή πρόσθετη επιβάρυνση στα δημοσιονομικά μεγέθη. Σε δεύτερη φάση, αν η Ελλάδα δεν θα συμμορφωθεί, σημαίνει επιβολή διάφορων κυρώσεων, όπως πχ., αποκλεισμός από κοινοτικούς πόρους, από ενδεχόμενο πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης από την ΕΚΤ, αν χρειαστεί μελλοντικά.

Στο κείμενο αυτό προβαίνουμε σε εκτιμήσεις αναφορικά με το πόσο μακρά μπορεί να είναι η περίοδος επιτήρησης. Τονίζουμε, πως οι εκτιμήσεις μας δείχνουν μελλοντικές μακροχρόνιες τάσεις και δεν μπορεί να είναι απόλυτα ακριβείς, όπως καμία μακροχρόνια πρόβλεψη. Τα δεδομένα του της ελληνικής οικονομίας για το 2017 είναι: ΑΕΠ 178 δις ευρώ, δημόσιο χρέος 321, από το οποίο 240 δις κρατικό χρέος. Αν ανακεφαλαιοποιηθούν οι τόκοι της πενταετούς περιόδου χάριτος (λήγει το 2022), που θεωρούμε και το πιο πιθανό, στα 240 δις θα

πρέπει να προστεθούν 30 δις, οπότε το δημόσιο χρέος ανέρχεται στα 270 δις. Αυτή είναι η βάση εκκίνησης δηλαδή κάτω από επιτήρηση ώσπου να μειωθεί το χρέος στα 67 δις (το 25% του 270).

Πόσα χρόνια θα χρειασθούν για να μειωθεί το χρέος σε αυτό το ύψος, δηλαδή να μειωθεί το χρέος κατά 203 δις;

Ας υποθέσουμε ότι σε μια πρώτη περίοδο η Ελλάδα θα πρέπει να πληρώνει 6 δις τόκους το χρόνο, (με βάση τα σημερινά επιτόκια) και θα κατορθώνει να αποπληρώνει 1 δις κεφάλαιο το χρόνο (που σημαίνει ότι θα απαιτούνταν δημοσιονομικά πλεονάσματα με βάση το σημερινό ΑΕΠ, όχι 3,5% αλλά 4,2%, μάλλον αδύνατον να επιτευχθούν). Σταδιακά, όσο συνεχίζεται η αποπληρωμή του χρέους, το κεφάλαιο που απομένει μειώνεται και εκείνο, άρα και οι απαιτούμενοι τόκοι το ίδιο, πράγμα που επιτρέπει μεγαλύτερη ετήσια αποπληρωμή κεφαλαίου, πάντα με την προϋπόθεση πως η χώρα δεν αναλαμβάνει νέο χρέος. Παράλληλα, αν υπάρχει ικανοποιητικός ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης πχ. 2,5% το έτος μεσοσταθμικά, τότε το ΑΕΠ από τα 178 δις το 2017, θα έφτανε σε πέντε χρόνια τα 200 δις. Ακόμα και με ίδιο ύψος επιβάρυνσης τόκων 6 δις το έτος, η χώρα θα μπορούσε, λόγω μεγαλύτερου ΑΕΠ, να αποπληρώνει μεγαλύτερο τμήμα κεφαλαίου. Ένα πλεόνασμα πχ. 3.5% με ΑΕΠ 200 δις ευρώ σημαίνει 7 δις, δηλαδή θα είχε 1 δις διαθέσιμο για πληρωμή κεφαλαίου, χωρίς να χρειάζεται πλεόνασμα 4,2 % που θα ήταν αναγκαίο για το ίδιο ποσό με ΑΕΠ 178 δις σε μία δεκαετία (όσο ήταν πριν την κρίση). Τότε με ίδιο ποσοστό πλεονάσματος 3,5%, το διαθέσιμο ποσό είναι περίπου 8 δις, πράγμα που θα επέτρεπε την αποπληρωμή 2 δις κεφαλαίου το έτος.

Το βασικό συμπέρασμα όμως είναι πως σε κάθε περίπτωση θα χρειασθεί πολύ μεγάλο χρονικό διάστημα για να μειωθεί το χρέος στο 25%, στο παραπάνω σενάριο, έναν αιώνα περίπου! Βέβαια, με εξαίρεση το Λουξεμβούργο, καμία χώρα της ΕΕ δεν έχει δημόσιο χρέος μικρότερο του 25% επί του ΑΕΠ. Συνεπώς θεωρητικά όλες θα έπρεπε να είναι υπό επιτήρηση. Ωστόσο η διαφορά είναι ότι το μεγαλύτερο μέρος του χρέους αυτών των χωρών (σε σχέση με την Ελλάδα) είναι προς τις αγορές και όχι προς άλλες κυβερνήσεις και το ΔΝΤ.<sup>1</sup>

Ένα πιο ευνοϊκό σενάριο λαμβάνει υπόψη τα έσοδα από ιδιωτικοποιήσεις. Υποθέτουμε πως στην πιο αισιόδοξη περίπτωση, το συνολικό ποσό από ιδιωτικοποιήσεις μπορεί να φτάσει

---

<sup>1</sup> Πρέπει να αναφερθεί επίσης ότι οι χώρες της ΕΕ που είχαν χρέη προς άλλες κυβερνήσεις και το ΔΝΤ ήταν οι 3 χώρες που μαζί με την Ελλάδα είχαν υπαχθεί σε καθεστώς μνημονίων, δηλαδή η Ιρλανδία, η Πορτογαλία και η Κύπρος.

τα 30 δις, που είναι περίπου το ίδιο με την πιθανή ανακεφαλαιοποίηση των τόκων της περιόδου χάριτος. Δεδομένου πως τα έσοδα από ιδιωτικοποιήσεις πηγαίνουν για τη μείωση του χρέους, το χρέος θα μειώνονταν κατά 30 δις, θα κατέβαινε δηλαδή στα 240 δις, και το 75% θα αντιστοιχούσε σε 180 δις, αντί για τα 203 του προηγούμενου σεναρίου, χωρίς ιδιωτικοποιήσεις. Προφανώς, η περίοδος αποπληρωμής-επιτήρησης μειώνεται.

Ένα ακόμα πιο ευνοϊκό σενάριο προβλέπει ίδια έσοδα από ιδιωτικοποιήσεις, συν έμμεση ελάφρυνση του χρέους, δηλαδή χαμηλότερα και σταθερά επιτόκια για όλη την περίοδο. Αν πχ. τα επιτόκια μεσοσταθμικά μειώνονταν στο 1% από 2%, η Ελλάδα θα χρειαζόταν αρχικά 3 δις το έτος για πληρωμή τόκων αντί για 6 δις, με τα ποσά να μειώνονται ανάλογα με την αποπληρωμή του κεφαλαίου. Άρα, με τα ίδια ποσοστά πλεονασμάτων ως προς το ΑΕΠ (άσχετα με τον ακριβή προσδιορισμό τους) μένει μεγαλύτερο ποσό για αποπληρωμή κεφαλαίου. Με αυτές τις υποθέσεις, η περίοδος επιτήρησης μειώνεται στα περίπου 50 χρόνια!

Η υποκατάσταση όμως φθηνού κρατικού δανεισμού με ακριβό ιδιωτικό δανεισμό από τις αγορές, αντιστρέφει το παραπάνω. Αν πχ. οι αγορές μας δανείζουν μεσοσταθμικά με επιτόκιο 4% (με τα σημερινά δεδομένα το επιτόκιο είναι περίπου 4%) η υποκατάσταση κάθε 10 δις κρατικού χρέους (με επιτόκιο 2%) από ιδιωτικό, σημαίνει πρόσθετη επιβάρυνση 200 εκ. το έτος (ποσό που προκύπτει από την διαγραφή των επιτοκίων,  $4\% - 2\% = 2\%$ ). Αν αντί να αποπληρώνουμε χρέος, απλά το υποκαθιστούμε, έχουμε την ασφαλέστερη συνταγή για την επόμενη χρεωκοπία.

Επαναλαμβάνουμε, πως οι παραπάνω εκτιμήσεις δείχνουν μακροχρόνιες τάσεις και όχι ακριβή αποτελέσματα. Το βασικό όμως συμπέρασμα είναι πως και στην πιο αισιόδοξη περίπτωση, η περίοδος επιτήρησης θα είναι πολύ μακριά, όχι 100 έτη, όπως είπε χαριτολογώντας ο κ. Τόμσεν, αλλά, αν δεν αλλάξουν τα δεδομένα, μισό αιώνα (η περίοδος επιτήρησης μετά την χρεωκοπία του Τρικούπη κράτησε 80 έτη). Βέβαια, υπάρχει και ο από μηχανής Θεός, ή καλός Θεός της Ελλάδας. Αν ανακαλυφθούν σημαντικά κοιτάσματα πετρελαίου και φυσικού αερίου, όπως υποστηρίζεται από μελέτες που έχουν γίνει, ερευνητές και τον τύπο, και οι μελλοντικές τιμές παραμένουν ακόμα στα σημερινά χαμηλά επίπεδα, η Ελλάδα θα μπορέσει να αποπληρώσει το χρέος της πολύ γρηγορότερα.