



Μιράντα Ξαφά

Η “καθαρή έξοδος”
της Ελλάδας από το τρίτο
πρόγραμμα διάσωσης:
Ένας έλεγχος πραγματικότητας



ΚΕΦΪΜ
Μάρκος Δραγούμης

Κέντρο Φιλελεύθερων Μελετών
Μάρτιος 2018

Η “καθαρή έξοδος” της Ελλάδας
από το τρίτο πρόγραμμα διάσωσης:
Ένας έλεγχος πραγματικότητας

Μιράντα Ξαφά

Σχετικά με τη συγγραφέα:

Η Μιράντα Ξαφά είναι μέλος του Επιστημονικού Συμβουλίου του Κέντρου Φιλελεύθερων Μελετών “Μάρκος Δραγούμης” και senior fellow στο Centre for International Governance Innovation (CIGI). Στο CIGI, η Μιράντα Ξαφά εστιάζει σε κρίσεις δημοσίου χρέους και σε Ευρωπαϊκά οικονομικά θέματα. Από το 2004 έως το 2009 ήταν μέλος του εκτελεστικού συμβουλίου του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου στην Ουάσινγκτον, όπου είχε προηγουμένως εργαστεί ως στέλεχος. Διετέλεσε διευθύντρια του οικονομικού γραφείου του Πρωθυπουργού Κωνσταντίνου Μητσότακη από το 1991 έως το 1993. Από το 1994 έως το 2003 εργάστηκε ως αναλύτρια χρηματοπιστωτικών αγορών και εμπειρογνώμων στην Salomon Brothers/Citigroup στο Λονδίνο. Έχει διδακτορικό τίτλο στα οικονομικά από το πανεπιστήμιο της Πενσυλβανία και έχει διδάξει οικονομικά στα πανεπιστήμια της Πενσυλβανία και του Πρίνστον. Έχει δημοσιεύσει άρθρα και επιστημονικές μελέτες πάνω στα διεθνή οικονομικά και τα χρηματοπιστωτικά ζητήματα.

Κεντρικά σημεία

– Μια ομαλή έξοδος της Ελλάδας από το τρέχον πρόγραμμα διάσωσης φαίνεται πιθανή τον Αύγουστο του 2018. Αρκετά όμως περισσότερα βήματα απαιτούνται πριν η Ελλάδα αποχωρήσει από το πρόγραμμα.

– Ο Πρωθυπουργός κ. Αλέξης Τσίπρας μπορεί να προσπαθήσει να αξιοποιήσει πολιτικά μια ομαλή έξοδο από το πρόγραμμα προκαλώντας πρόωρες εκλογές το φθινόπωρο του 2018, πριν εφαρμοστούν οι πολιτικές επώδυνες περικοπές στις συντάξεις.

– Τα “δίδυμα ελλείμματα” στο δημοσιονομικό και το εξωτερικό πεδίο έχουν σχεδόν εξαφανιστεί, όμως οι δημοσιονομικές ανισορροπίες έχουν μετακινηθεί στους ισολογισμούς του ιδιωτικού τομέα. Οι καθυστερήσεις στις πληρωμές φόρων και τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια (NPLs) παραμένουν σε υψηλά επίπεδα-ρεκόρ, ενώ η ανάπτυξη το 2017 υπήρξε απογοητευτική.

– Αυτές οι προκλήσεις δοκιμάζουν την υπόσχεση του κ. Τσίπρα να αποκαταστήσει την κανονικότητα στην Ελλάδα. Χωρίς περαιτέρω μεταρρυθμίσεις που θα βελτιώσουν το επιχειρηματικό κλίμα και θα προσελκύσουν επενδύσεις, η ελληνική οικονομία διατρέχει τον κίνδυνο να παγιδευτεί σε μία πορεία χαμηλής ανάπτυξης.

Εισαγωγή

Μετά την καταστροφική διαπραγμάτευση του 2015 που είχε ως αποτέλεσμα μια τρίτη συμφωνία διάσωσης, οι σχέσεις της Ελλάδας με τους δανειστές της έχουν σταδιακά βελτιωθεί. Φαίνεται ότι ο Πρωθυπουργός κ. Τσίπρας έχει επιτέλους εμπεδώσει το μάθημα ότι “ένας διαλλακτικός τόνος σε πάει πολύ μακρύτερα από μια στάση λεονταρισμού όταν διατυπώνεις τολμηρά αιτήματα” σύμφωνα με το Harvard Law School, που ταξινόμησε τη διαπραγματευτική τακτική τύπου “chicken game” της Ελλάδας ως τη χειρότερη παγκοσμίως για το 2015 (Καθημερινή 2016).

Καθώς η Ελλάδα και οι δανειστές της συγκλίνουν στην επιθυμία να αποφύγουν ένα τέταρτο πρόγραμμα διάσωσης, μια ομαλή έξοδος από το τρέχον πρόγραμμα φαίνεται πιθανή τον Αύγουστο, μετά την ολοκλήρωση της τέταρτης αξιολόγησης. Η κυβέρνηση έχει δεσμευθεί για μια “καθαρή έξοδο” από το πρόγραμμα, με ένα ταμειακό απόθεμα που υπολογίζεται στα 18 δισεκατομμύρια ευρώ για να διευκολύνει την πρόσβαση στις αγορές. Τον περασμένο Νοέμβριο επιτεύχθηκε η κατ’ αρχήν συμφωνία ως προς την τρίτη αξιολόγηση με την τρόικα των δανειστών, και το Eurogroup υποδέχθηκε θετικά την ολοκλήρωση “σχεδόν όλων” των συμφωνημένων προαπαιτούμενων. Αρκετά όμως περαιτέρω βήματα είναι αναγκαία πριν η Ελλάδα βγει από το πρόγραμμα:

- Πρέπει να ολοκληρωθούν δύο προαπαιτούμενα της τρίτης αξιολόγησης και να εκκαθαριστούν οι ληξιπρόθεσμες οφειλές του Δημοσίου πριν καταβληθεί η πλήρης δόση των 6,7 δισεκατομμυρίων ευρώ που συνδέεται με την αξιολόγηση. Ανάμεσα στα προβληματικά σημεία είναι η επιτάχυνση των ηλεκτρονικών δημοπρασιών των υπό κατάσχεση ιδιοκτησιών, που θεωρείται αναγκαία για τη μείωση των μη εξυπηρετούμενων δανείων στους ισολογισμούς των τραπεζών.

- Ήδη διεξάγονται συζητήσεις για την ελάφρυνση του χρέους και τις λεπτομέρειες της επιτήρησης μετά την ολοκλήρωση του προγράμματος. Οι Ευρωπαίοι δανειστές δεν φαίνονται πρόθυμοι να προσφέρουν σημαντική περαιτέρω ελάφρυνση, ενώ η οποιαδήποτε ελάφρυνση θα συνδέεται πιθανότατα με μεταρρυθμίσεις για την ενίσχυση της ανάπτυξης¹. Σύμφωνα με τους κανόνες της ΕΕ, η Ελλάδα θα βρίσκεται υπό καθεστώς αυστηρής επιτήρησης για να διασφαλιστεί ότι θα διατηρεί δημοσιονομική ισορροπία και δεν θα υπαναχωρήσει από τις μεταρρυθμίσεις μέχρι να έχει αποπληρώσει τουλάχιστον το 75% του οφειλόμενου χρέους στους ευρωπαϊκούς θεσμούς.

- Στο πλαίσιο της τέταρτης αξιολόγησης διεξάγονται stress tests από τον βραχίονα επιτήρησης της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ), τον Ενιαίο Εποπτικό Μηχανισμό, ώστε να εξακριβωθεί αν οι τράπεζες έχουν επαρκή κεφαλαιοποίηση, με τη δημοσίευση των αποτελεσμάτων να αναμένεται στις αρχές του Μαΐου. Η επίλυση του θέματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων, που συνιστούν περίπου το ήμισυ των τραπεζικών δανείων, είναι κομβική για την ανάκαμψη του ελληνικού τραπεζικού τομέα και την αναδιάρθρωση του υπερβολικού χρέους που οφείλουν δανειολήπτες από τον ιδιωτικό τομέα.

- Το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ) αναμένεται να ενεργοποιήσει το πρόγραμμα που εγκρίθηκε κατ’ αρχήν τον περασμένο Ιούλιο, υπό τον όρο η επικαιροποιημένη ανάλυση βιωσιμότητας του χρέους (DSA) που θα συντάξει θα καταλήγει στο συμπέρασμα ότι το χρέος της Ελλάδας είναι βιώσιμο μετά την ελάφρυνσή του. Επί πλέον, το ΔΝΤ θα εξετάσει κατά πόσο η μείωση του αφορολόγητου εισοδήματος, που έχει προγραμματιστεί το 2020 για να διευρυνθεί η φορολογική

¹ Όπως επισημάνθηκε στην ανακοίνωση του Eurogroup της 25ης Μαΐου 2016, μία από τις κατευθυντήριες αρχές για την ελάφρυνση χρέους για την Ελλάδα είναι “η παροχή κινήτρων για την διαδικασία προσαρμογής της χώρας ακόμη και μετά τη λήξη του προγράμματος” (Ευρωπαϊκό Συμβούλιο 2016).

βάση, θα πρέπει να επισπευσθεί και να εφαρμοστεί ταυτόχρονα με μια περαιτέρω μείωση στις συντάξεις το 2019 ώστε να διασφαλιστεί ότι ο στόχος του πρωτογενούς πλεονάσματος 3,5% του ΑΕΠ θα επιτευχθεί με μόνιμα μέτρα. Αυτό το δημοσιονομικό πακέτο για το διάστημα που έπεται του προγράμματος, που έχει ήδη ψηφιστεί από τη Βουλή ως προαπαιτούμενο της δεύτερης αξιολόγησης, θα εξοικονομήσει πόρους ύψους 2% του ΑΕΠ για να βοηθήσει την επίτευξη των στόχων του πρωτογενούς πλεονάσματος μετά το 2018.

-Τα προαπαιτούμενα της τέταρτης και τελικής αξιολόγησης, που πρόκειται να οριστικοποιηθούν σύντομα, θα πρέπει να εφαρμοστούν το αργότερο μέχρι τον Ιούνιο προκειμένου η τελευταία εκταμίευση να γίνει εγκαίρως, πριν την λήξη ομολόγων Ελληνικού Δημοσίου στα μέσα του Ιουλίου. Η αξιολόγηση περιλαμβάνει πολιτικά δύσκολα προαπαιτούμενα, μεταξύ των οποίων και την ιδιωτικοποίηση του 40% των εγκαταστάσεων παραγωγής ενέργειας από λιγνίτη της ΔΕΗ - εξέλιξη στην οποία αντιδρά έντονα το ισχυρό εργατικό συνδικάτο της εταιρίας.

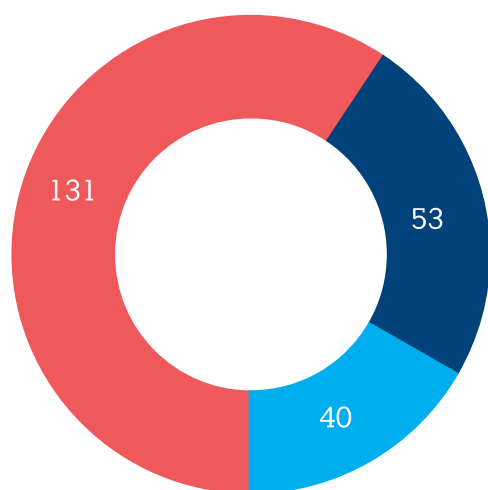
Ο Τσίπρας θέλει να επικαλεστεί τη νίκη επιτυγχάνοντας μια "καθαρή έξοδο" από το πρόγραμμα, ενώ οι Ευρωπαίοι δανειστές θέλουν να αποφύγουν ακόμη μια αναζωπύρωση στην Ελληνική κρίση την ώρα που έχουν να αντιμετωπίσουν το Brexit και την αρχιτεκτονική της Ευρωζώνης. Και οι δύο πλευρές έχουν το κίνητρο να συμβιβαστούν επί των διαφορών και να μειώσουν τις μεταρρυθμίσεις προκειμένου να ολοκληρωθεί η τελική αξιολόγηση εγκαίρως. Τα "δίδυμα ελλείμματα" στο δημοσιονομικό και το εξωτερικό πεδίο έχουν σχεδόν εξαφανιστεί, όμως οι δημοσιονομικές ανισορροπίες έχουν μετακινηθεί στους ισολογισμούς του ιδιωτικού τομέα. Τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια στους τραπεζικούς ισολογισμούς και οι εκπρόθεσμες οφειλές φόρων βρίσκονται σε υψηλά επίπεδα-ρεκόρ, ενώ η οικονομική ανάκαμψη είναι αναιμική και οι επενδύσεις παραμένουν πολύ χαμηλότερα από τα προ κρίσης επίπεδα σε σχέση με το ΑΕΠ. Αυτές οι προκλήσεις δοκιμάζουν την υπόσχεση του Τσίπρα να αποκαταστήσει την κανονικότητα στην Ελλάδα.

Ελάφρυνση χρέους και επιτήρηση μετά το πρόγραμμα

Οι Ευρωπαίοι δανειστές έχουν αποκλείσει τη διαγραφή χρέους, αλλά έχουν εκφράσει την προθυμία τους να παράσχουν ελάφρυνση, αν χρειαστεί, ώστε να διατηρηθούν οι ακαθάριστες ανάγκες χρηματοδότησης (gross financing needs, GFN) της Ελλάδας κάτω από το συμφωνημένο όριο του 15% του ΑΕΠ μεσοπρόθεσμα και του 20% μακροπρόθεσμα. Ήδη έχουν παράσχει “βραχυπρόθεσμη” ελάφρυνση χρέους,² κυρίως επεκτείνοντας τις λήξεις των δανείων του Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF) στο μέγιστο επιτρεπτό όριο των 32,5 ετών και ανταλλάσσοντας ένα μέρος του χρέους κυμαινόμενου επιτοκίου της Ελλάδας προς τους Ευρωπαίους δανειστές με χρέος σταθερού επιτοκίου ώστε να περιοριστεί ο κίνδυνος αύξησης του επιτοκίου. Σύμφωνα με την ανακοίνωση του Eurogroup της 25ης Μαΐου 2016,³ φαίνονται πρόθυμοι να παράσχουν “μεσοπρόθεσμη” ελάφρυνση χρέους παρατείνοντας την λήξη και αναβάλλοντας την καταβολή τόκων επί των δανείων του EFSF που χρηματοδότησαν το δεύτερο πακέτο διάσωσης (2012-2014), που συνιστούν τον κύριο όγκο του επίσημου χρέους της Ελλάδας (βλέπε σχήμα 1). Το Eurogroup έχει ακόμη συμφωνήσει να μεταβιβάσει στην Ελλάδα τα κέρδη από τους τόκους και το κεφάλαιο επί των GGBs που διατηρεί το Ευρωσύστημα (τα λεγόμενα ομόλογα ANFA και SMP), ξεκινώντας από το δημοσιονομικό έτος 2017, ως ένα εσωτερικό ανάχωμα που διατηρεί το ESM για την ελάφρυνση του μελλοντικού κόστους εξυπηρέτησης του χρέους αν χρειαστεί.⁴

Σχήμα 1: Χρέος προς Ευρωπαίους επίσημους δανειστές, τέλος του 2017 (δισ ευρώ)

Δάνεια Ευρωπαίων εταίρων (€ δισ.)



- Πρώτο πρόγραμμα (GLF)
- Δεύτερο πρόγραμμα (EFSF)*
- Τρίτο πρόγραμμα (ESM)**

Σημειώσεις: Το χρέος προς τους Ευρωπαίους επίσημους δανειστές αντιστοιχεί σε λίγο περισσότερο από το 70% του συνολικού χρέους γενικής κυβέρνησης της Ελλάδας.

* Δεν περιλαμβάνονται 11 δισεκατομμύρια ευρώ που αποπληρώθηκαν το 2015

** Στοιχεία του Φεβρουαρίου 2018

Πηγή: ESM (2016, σελ. 25).

2 Βλέπε European Stability Mechanism (ESM) (2017)

3 Βλέπε την ανακοίνωση του Eurogroup της 25ης Μαΐου 2016 (Ευρωπαϊκό Συμβούλιο 2016). Η ανακοίνωση του Eurogroup της 15ης Ιουνίου 2017 αποσαφίνισε περαιτέρω ότι η πληρωμή τόκων και χρεολυσίων του EFSF θα αναβληθεί μέχρι και 15 χρόνια (Ευρωπαϊκό Συμβούλιο 2017).

4 Τα ποσά θα διατηρούνται σε χωριστό λογαριασμό του ESM που ήδη περιλαμβάνει τα κέρδη του SMP για το 2014. Τα κέρδη για το 2015 και το 2016 κάθκην αμετάκλητα για την Ελλάδα καθώς το πρόγραμμα προσαρμογής δεν εφαρμοζόταν τότε ικανοποιητικά.

Το ΔΝΤ έχει ζητήσει τη διεύρυνση της βάσης της ελάφρυνσης χρέους ώστε αυτή να περιλαμβάνει τα διμερή δάνεια που χρηματοδότησαν το πρώτο πακέτο διάσωσης (τη δανειακή διευκόλυνση για την Ελλάδα, GLF) και τα δάνεια του ESM που χρηματοδοτούν το τρέχον, τρίτο πακέτο διάσωσης. Οι Ευρωπαίοι δανειστές όμως δεν είναι πιθανό να παράσχουν ελάφρυνση χρέους στα δάνεια που δόθηκαν από τον ESM, ο οποίος μπορεί να εξελιχθεί σε ένα Ευρωπαϊκό Νομισματικό Ταμείο - έναν δανειστή έσχατης ανάγκης για τις χώρες της Ευρωζώνης παρόμοιο προς το ΔΝΤ, του οποίου τα δάνεια έχουν προτεραιότητα έναντι των άλλων δανειστών. Ένας πιθανός συμβιβασμός μεταξύ του ΔΝΤ και των ευρωπαϊκών θέσεων θα ήταν η Ελλάδα να αποπληρώσει πλήρως το GLF, του οποίου η απόσβεση ξεκινά ήδη το 2020, μέσω ενός μακροπρόθεσμου δανείου από τον ESM. Το Eurogroup έχει συμφέρον να υποστηρίξει αυτή τη μορφή της ελάφρυνσης χρέους, καθώς θα μειώσει το χρέος των επιμέρους κρατών-μελών ενώ θα διατηρήσει αμετάβλητη τη συνολική έκθεσή τους έναντι της Ελλάδας. Αν χρειαστεί, η ελάφρυνση του χρέους μπορεί ακόμη να περιλαμβάνει την "εξαγορά" από τον ESM των αξιώσεων του ΔΝΤ από την Ελλάδα, που ανέρχονταν το τέλος του Φεβρουαρίου σε 9 δις ευρώ, χρησιμοποιώντας γι' αυτό το σκοπό τα μη καταβληθέντα ποσά από το τρίτο πακέτο διάσωσης ύψους 86 δις ευρώ.⁵ Αυτό θα μειώσει το κόστος εξυπηρέτησης του χρέους για την Ελλάδα, καθώς τα δάνεια του ESM έχουν χαμηλότερο επιτόκιο και μακρύτερη διάρκεια. Αυτή η μορφή ελάφρυνσης χρέους είναι συμβατή με την απόφαση του Eurogroup του Μαΐου του 2016 που προβλέπει "διαχείριση χρέους - πρώιμη μερική αποπληρωμή των υφιστάμενων επίσημων δανείων προς την Ελλάδα με την αξιοποίηση αχρησιμοποίητων πόρων του προγράμματος του ESM για τη μείωση του κόστους των επιτοκίων και την παράταση των λήξεων" (European Council 2016).

Η έλλειψη εμπιστοσύνης μεταξύ της Ελλάδας και των δανειστών της είναι βαθιά. Ο δημόσιος τομέας της Ελλάδας χαρακτηρίζεται από πελατειακές σχέσεις και ευνοιοκρατία - για την εξασφάλιση ψήφων και χαριστικών ρυθμίσεων - και η κυβέρνηση φαίνεται πρόθυμη να επιστρέψει στις πολιτικές που προκάλεσαν την κρίση. Ο Τσίπρας δήλωσε σε μια πρόσφατη τηλεοπτική συνέντευξη ότι μετά τη λήξη του προγράμματος επιτέλους θα κρατά "τα κλειδιά του χρηματοκιβωτίου": ένας κορυφαίος υπουργός είπε ότι "θα ανοίξουν οι κάρουλες" για τη διανομή μετρητών και η Υπουργός Εργασίας εξετάζει την αποκατάσταση του κατώτατου μισθού στα προ κρίσης επίπεδα σε ορίζοντα τετραετίας.⁶ Καθώς οι παλιές συνήθειες πεθαίνουν δύσκολα, η επιτήρηση των Ευρωπαίων δανειστών πιθανότατα θα παραμείνει στενή και μετά τη λήξη του προγράμματος. Οι ελληνικές αρχές έχουν αποκλείσει κάθε μορφής νέο πρόγραμμα, αλλά μια έκθεση της Τράπεζας της Ελλάδας (2017) που δέχθηκε έντονες επικρίσεις από την κυβέρνηση υποστηρίζει ότι μια προληπτική πιστωτική γραμμή μετά τον Αύγουστο θα ενισχύσει την εμπιστοσύνη των επενδυτών και θα μειώσει το κόστος δανεισμού. Πράγματι, η συσσώρευση ταμειακού αποθέματος της τάξης των 18 δις ευρώ θα κόστιζε περισσότερα από 400 εκατομμύρια ευρώ ετησίως μόνο σε τόκους,⁷ ενώ ένα προληπτικό πρόγραμμα δεν θα κοστίζει τίποτα εκτός εάν χρησιμοποιηθεί. Η έκθεση ακόμη προειδοποιεί ότι χωρίς πρόγραμμα οι ελληνικές τράπεζες θα χάσουν την εξαίρεση (waiver) που τους επιτρέπει να έχουν πρόσβαση σε φθηνή χρηματοδότηση από την ΕΚΤ και τη διατραπεζική αγορά χρησιμοποιώντας ως ενέχυρο GGBs με πιστοληπτική αξιολόγηση βαθιά στην κατηγορία των σκουπιδιών.⁸ Η απώλεια της εξαίρεσης θα αποκλείσει επίσης τη συμμετοχή της Ελλάδας στο

5 Το μέρος του πακέτου διάσωσης των 86 δις ευρώ που θα απομείνει μετά την κάλυψη των χρηματοδοτικών απαιτήσεων εκτιμάται στα 20 δις ευρώ και αντανακλά υψηλότερα πρωτογενή πλεονάσματα σε σύγκριση με τους στόχους του προγράμματος και μικρότερες ανάγκες ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών.

6 Βλέπε www.naftemporiki.gr/finance/story/1324267/efi-axtsioglou-sti-nauksisi-tou-katotatou-misthou-meta-to-telos-tis-epitropeias.

7 Αυτή η εκτίμηση υποθέτει ότι το αποθεματικό προέρχεται κατά το ήμισυ από χρηματοδότηση του ESM και κατά το ήμισυ από την έκδοση τριών ομολόγων ύψους 3 δις έκαστο, προγραμματισμένων πριν τον Αύγουστο: το ήδη εκδοθέν επταετές ομόλογο απόδοσης 3,5%, ένα τριετές στο 3% και ένα δεκαετές στο 4,3%, βάσει των υφιστάμενων επιτοκίων στην αγορά.

8 Η πιστωτική αξιολόγηση της Ελλάδας στην κατηγορία "B" είναι πέντε θέσεις κάτω από την αξιολόγηση BBB- που απαιτείται προκειμένου το κρατικό χρέος να είναι επιλέξιμο ως ενέχυρο για πράξεις αναχρηματοδότησης της ΕΚΤ. Μια εξαίρεση (waiver)

πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης (QE) της ΕΚΤ ακόμη και κατά την περίοδο της επανεπένδυσης, μετά την αποκατάσταση της βιωσιμότητας του χρέους.

Στην περίπτωση που το ΔΝΤ παραμείνει δανειστής, θα διεξάγει τη δική του επιτήρηση μετά τη λήξη του προγράμματος, καθώς η Ελλάδα ακόμη οφείλει στο Ταμείο 9 δις ευρώ. Ένα νέο πρόγραμμα του ΔΝΤ, το Policy Coordination Instrument (PCI) (βλέπε IMF 2017) ακούγεται ιδανικό για την επιτήρηση της Ελλάδας μετά τη λήξη του προγράμματος, αλλά δεν είναι πιθανό να ζητηθεί καθώς αντίκειται στην κυβερνητική ρητορική περί καθαρής εξόδου. Σχεδιασμένο για χώρες που επιδιώκουν να επιδείξουν τη δέσμευσή τους σε μια μεταρρυθμιστική ατζέντα, το PCI δεν παρέχει χρηματοδότηση, αλλά θα μπορούσε να βοηθήσει στην άντληση χρηματοδότησης από άλλους επίσημους δανειστές ή ιδιώτες επενδυτές, σηματοδοτώντας πρόοδο στη μεταρρυθμιστική προσπάθεια.

από το ελάχιστο όριο αξιολόγησης παρέχεται στις χώρες της Ευρωζώνης που εφαρμόζουν προγράμματα της ΕΕ και του ΔΝΤ. Αν η ΕΚΤ αποσύρει την εξαίρεση μετά τη λήξη του ελληνικού προγράμματος, οι τράπεζες θα χρειαστεί να βασιστούν στη διατραπεζική αγορά ή στην Επείγουσα Παροχή Ρευστότητας (ELA) για τη χρηματοδότηση δανείων χρησιμοποιώντας ομόλογα Ε.Δ. ως εγγύηση. Ο ELA παρέχεται με πτωρικό επιτόκιο σε φερέγγυες τράπεζες έναντι εγγυήσεων χαμηλής ποιότητας, με τον κίνδυνο χρεοκοπίας να βαραίνει την εθνική κεντρική τράπεζα. Οι ελληνικές τράπεζες ήδη βασίζονται στον ELA, καθώς υπέστησαν μαζικές αναλήψεις καταθέσεων πριν την επιβολή των κεφαλαιακών ελέγχων τον Ιούνιο του 2015, ενώ η εξαίρεση από το ελάχιστο όριο αξιολόγησης αποσύρθηκε στο διάστημα μεταξύ Φεβρουαρίου 2015 και Ιουνίου 2016 λόγω μη αξιόπιστης εφαρμογής του προγράμματος. Το ανώτατο όριο του ELA σταδιακά μειώθηκε από το υψηλό των 90 δις ευρώ τον Ιούλιο του 2015 στα 19,8 δις ευρώ σήμερα, αντανακλώντας τη συρρίκνωση του καρτοφυλακίου δανείων των τραπεζών και την πώληση μη απαραίτητων στοιχείων ενεργητικού, αλλά θα μπορούσε να αυξηθεί αν η Ελλάδα χάσει την εξαίρεση μετά τη λήξη του προγράμματος.

Πρόωρες εκλογές είναι πιθανές εντός του 2018

Ο κ. Τσίπρας μπορεί να προσπαθήσει να αξιοποιήσει πολιτικά μια ομαλή έξοδο από το πρόγραμμα προκαλώντας πρόωρες εκλογές το φθινόπωρο του 2018, ένα χρόνο πριν τη λήξη της τετραετίας, πριν εφαρμοστούν οι πολιτικά επώδυνες περικοπές στις συντάξεις. Οι κίνδυνοι γύρω από αυτή την εξέλιξη περιλαμβάνουν την ακύρωση του αφηγήματος περί καθαρής εξόδου αν η τελική αξιολόγηση καθυστερήσει και οι συνθήκες της αγοράς επιδεινωθούν. Ο εκπρόσωπος της Ευρωπαϊκής Επιτροπής στην τριόικια Ντέκλαν Κοστέλο έχει ήδη αμφισβητήσει το αφήγημα της κυβέρνησης, επισημαίνοντας ότι η βιώσιμη οικονομική ανάκαμψη θα απαιτήσει τη συνέχιση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων μετά τη λήξη του προγράμματος. Κατά την ομιλία του στο ετήσιο Capital Link Invest in Greece Forum στη Νέα Υόρκη τον Δεκέμβριο του 2017, δήλωσε ότι οι μεταρρυθμίσεις στη δημόσια διοίκηση, το φορολογικό σύστημα και την αδειοδότηση των επενδύσεων παραμένουν αιελίες. Τόνισε την υποχρέωση της Ελλάδας να τηρήσει τη δέσμευσή της να επιτύχει πρωτογενή πλεονάσματα της τάξης του 3,5% του ΑΕΠ κατά την περίοδο 2018-2022, και διέψευσε τις ελπίδες ότι η Ελλάδα μπορεί να αποφύγει την εφαρμογή περικοπών στις συντάξεις το 2019 αν το ΔΝΤ αποχωρήσει από το πρόγραμμα.

Μολονότι η κυβέρνηση συνεχίζει να δηλώνει ότι θα εξαντλήσει τη θητεία της, είναι απίθανο να παραμείνει στην εξουσία μέχρι τον Σεπτέμβριο του 2019. Τα πολιτικώς τοξικά προαπαιτούμενα θα διαβρώσουν ακόμη περισσότερο την εκλογική της βάση, ενώ ήδη έχουν εμφανιστεί ρωγμές στον κυβερνώντα συνασπισμό Αριστεράς και Δεξιάς σε θέματα εξωτερικής πολιτικής, ασφάλειας και άμυνας, δικαιωμάτων των ομοφυλοφίλων, αμφιφυλοφίλων και διεμφυλικών ατόμων, και διαχωρισμού κράτους και εκκλησίας. Αυτές οι δυσκολίες έχουν οδηγήσει απ' ό,τι φαίνεται κάποια στελέχη του ΣΥΡΙΖΑ να ζητούν πρόωρες εκλογές την άνοιξη του 2018 προκειμένου να μεταφέρουν το φορτίο της ολοκλήρωσης της τέταρτης αξιολόγησης στην αξιωματική αντιπολίτευση, που προηγείται στις δημοσκοπήσεις με ευρεία διαφορά.

Μια έρευνα ως προς προμήθειες που υποστηρίζεται πως δόθηκαν σε υψηλόβαθμα στελέχη προηγούμενων κυβερνήσεων, η οποία θεωρείται ευρέως πολιτικά υποκινούμενη, αυξάνει την πιθανότητα πρόωρων εκλογών, καθώς η πόλωση και ο διχασμός θεωρείται πως συσπειρώνουν τους ψηφοφόρους του ΣΥΡΙΖΑ. Ο ΣΥΡΙΖΑ ελπίζει να επιστρέψει αν η κυβέρνηση της Νέας Δημοκρατίας δεν καταφέρει να συγκεντρώσει την κοινοβουλευτική πλειοψηφία του 60% που απαιτείται για την εκλογή Προέδρου της Δημοκρατίας το 2020. Η κυβέρνηση ΣΥΡΙΖΑ-ΑΝΕΛ έχει αλλάξει τον εκλογικό νόμο με τον οποίο θα διεξαχθούν οι μεθεπόμενες εθνικές εκλογές σε ένα πλήρως αναλογικό σύστημα, το οποίο μπορεί να οδηγήσει σε πολυκομματικές συμμαχίες και να καταστήσει τη χώρα ακυβέρνητη.

Οι συνθήκες της αγοράς είναι σήμερα ευνοϊκές, αλλά το μέλλον παραμένει αβέβαιο

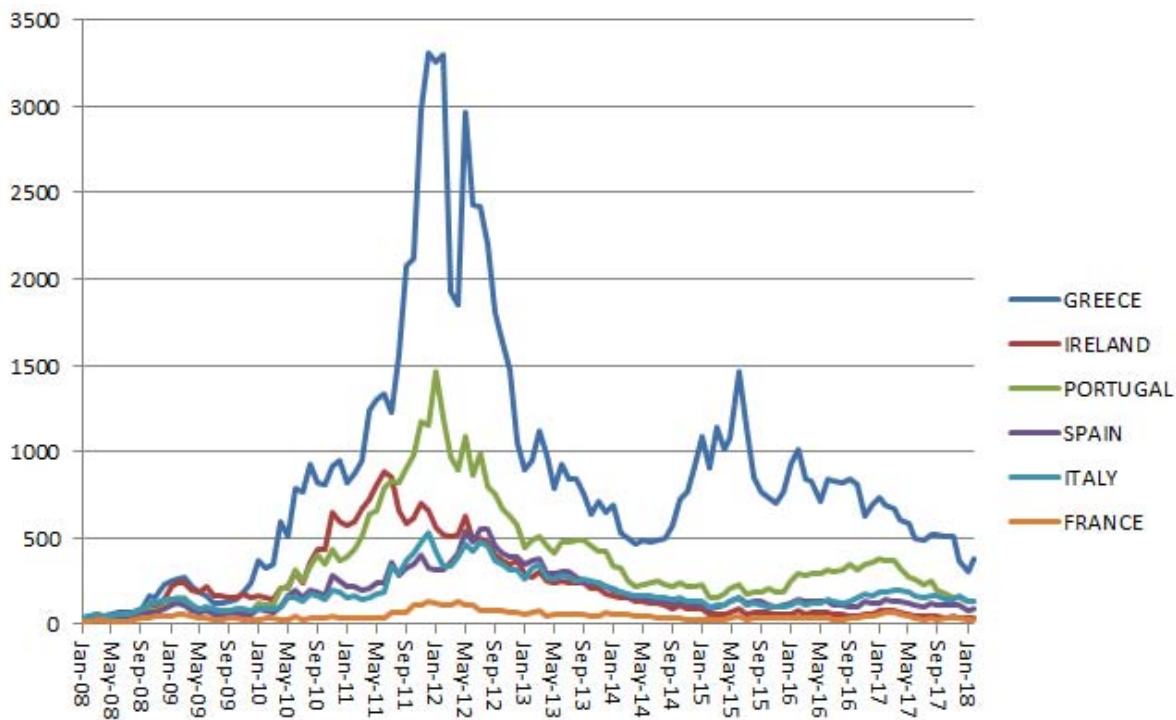
Η επιτάχυνση της παγκόσμιας ανάπτυξης και η άφθονη ρευστότητα που παρέχουν οι κεντρικές τράπεζες έχουν οδηγήσει παγκοσμίως τα πιστωτικά περιθώρια (spreads) σε χαμηλά επίπεδα. Τα ομόλογα του ελληνικού δημοσίου (GGBs) ωφελήθηκαν από αυτή την τάση, υποβοηθούμενα από δύο ιδιοσυγκρασιακούς παράγοντες:

- Οι προσδοκίες της αγοράς για Grexit έχουν υποχωρήσει σημαντικά. Αφού ο Τσίπρας υπέκυψε στις απαιτήσεις των δανειστών και υιοθέτησε το αφήγημα περί καθαρής εξόδου, περαιτέρω λεονταρισμοί από πλευράς του που θα μπορούσαν να θέσουν σε κίνδυνο τους στόχους του προγράμματος δεν φαίνονται πιθανοί.

- Τεχνικές παράμετροι συνέβαλαν στη μείωση του spread. Ένα mega-swap που ολοκληρώθηκε με επιτυχία στις αρχές του Δεκεμβρίου αφορούσε την ανταλλαγή των 20 GGBs με λήξη την περίοδο 2023-2042, τα οποία εκδόθηκαν με αφορμή την αναδιάρθρωση του χρέους το 2012, με πέντε νέες εκδόσεις που λήγουν σε πενταετή διαστήματα κατά την ίδια περίοδο. Τετραπλασιάζοντας το μέγεθος της κάθε έκδοσης, η ανταλλαγή βελτίωσε τη ρευστότητα της ελληνικής αγοράς χρέους και εξομάλυνε την καμπύλη αποδόσεων (Korfi and Xafa 2013), συμβάλλοντας στην προσέλκυση νέων επενδυτών.

Τον Ιανουάριο, τα δεκαετή πιστωτικά περιθώρια μεταξύ των GGBs και των bunds (των γερμανικών ομολόγων) έπεσαν στις 300 μονάδες βάσεις (3%) για πρώτη φορά από το πρώτο πρόγραμμα διάσωσης του Μαΐου του 2010, παραμένοντας τα υψηλότερα στην Ευρωζώνη. (βλέπε σχήμα 2). Η απόδοση των ελληνικών δεκαετών ομολόγων έπεσε στο χαμηλό του 3,6% στις αρχές του Φεβρουαρίου, αλλά εκτινάχθηκε στο 4,3% στη συνέχεια, καθώς οι παγκόσμιες αγορές υποχώρησαν. Η εκτίναξη και μεγάλη διακύμανση των αποδόσεων καταδεικνύουν την ευπάθεια της ελληνικής οικονομίας. Ελλοχεύουν και άλλοι κίνδυνοι: η ΕΚΤ έχει ήδη περιορίσει το πρόγραμμα αγοράς ομολόγων (QE) που προγραμματίζεται να τερματιστεί τον Σεπτέμβριο του 2018, σχεδόν ταυτόχρονα με την έξοδο της Ελλάδας από το πρόγραμμα. Ο τερματισμός του QE θα ανοίξει τον δρόμο για αύξηση των επιτοκίων το 2019. Οι αποδόσεις και τα πιστωτικά περιθώρια στον ευρωπαϊκό νότο πιθανότατα θα αυξηθούν καθώς οι αγορές θα επικεντρωθούν στο υψηλό χρέος των χωρών αυτών σε περίοδο που η οικονομική δραστηριότητα επιβραδύνεται. Υπάρχουν και πολιτικοί κίνδυνοι: Η εκλογή του Προέδρου της Ελληνικής Δημοκρατίας το 2020 μπορεί να προκαλέσει εθνικές εκλογές με το πλήρως αναλογικό εκλογικό σύστημα που υιοθετήθηκε πέρσι, οδηγώντας πιθανώς σε δυσκολία σχηματισμού κυβέρνησης ή σε παρατεταμένες πολυκομματικές διαπραγματεύσεις για τον σχηματισμό της. Μολονότι δεν είναι ιδιαίτερα πιθανό η Ελλάδα να προκαλέσει ένα νέο κύμα αναταραχών στις αγορές της Ευρωζώνης, μπορεί να μην καταφέρει να έχει πρόσβαση στις αγορές με λογικό κόστος υπ' αυτές τις συνθήκες.

Σχήμα 2: Περιθώρια σε σχέση με την απόδοση του δεκαετούς γερμανικού ομολόγου (μονάδες βάσης)



Πηγή: Bloomberg

Χρειάζεται μια αναπτυξιακή στρατηγική

Η δημοσιονομική εξυγίανση έχει βασιστεί κυρίως στις αυξήσεις των φόρων στο υφιστάμενο πρόγραμμα, καθώς οι συντελεστές τόσο των άμεσων όσο και των έμμεσων φόρων έχουν αυξηθεί σε επίπεδα που υπερβαίνουν τον μέσο όρο της Ευρωζώνης. Ο Οργανισμός για την Οικονομική Συνεργασία και Ανάπτυξη (ΟΟΣΑ) (2017) επισημαίνει ότι η Ελλάδα είναι η μόνη εξαίρεση μεταξύ των χωρών του ΟΟΣΑ, όπου οι πρόσφατες φορολογικές μεταρρυθμίσεις στόχευαν την υποστήριξη της ανάπτυξης.

Παραδόξως για μια κυβέρνηση που προτιμά την ενίσχυση της ζήτησης έναντι των μεταρρυθμίσεων στην πλευρά της προσφοράς, ο προϋπολογισμός σταθερά θέτει ως στόχο πρωτογενή πλεονάσματα που υπερβαίνουν τους στόχους του προγράμματος σε σχέση με το ΑΕΠ (2016: 3,8% έναντι 0,5%· 2017: 2,4% έναντι 1,75%· 2018: 3,8% έναντι 3,5%) μέσω αυξήσεων σε φόρους και περικοπών σε αναγκαίες δαπάνες (κυρίως σε δημόσιες επενδύσεις και νοσοκομειακές προμήθειες). Ένα μέρος της φεινής φορολογικής υπεραπόδοσης χρησιμοποιήθηκε για τη διανομή ενός "κοινωνικού μερίσματος" σε διάφορες ομάδες χαμηλού εισοδήματος, δημιουργώντας έτσι αντικίνητρα για εργασία και αποκόμιση μεγαλύτερου εισοδήματος από το φόβο μη καθούν οι παροχές. Ο Τσίπρας φαίνεται να πιστεύει ότι οι εργαζόμενοι ωφελούνται περισσότερο όταν οι πολιτικοί μοιράζουν επιταγές, παρά όταν επιδιώκουν τη αύξηση των μισθών με την ενίσχυση της ανάπτυξης και των επενδύσεων. Ίσως πιστεύει ότι οι παροχές του θα βρουν ανταπόκριση στους ψηφοφόρους της εργατικής τάξης, αλλά ο πολιτικός καιροσκοπισμός δεν είναι ιδιαίτερα πιθανό να του χαρίσει τη νίκη στις επόμενες εκλογές, σύμφωνα με τις δημοσκοπήσεις που δείχνουν την αξιωματική αντιπολίτευση να προηγείται με διαφορά 10 ποσοστιαίων μονάδων.⁹

Οι φόροι και οι ασφαλιστικές εισφορές πρόκειται να αυξηθούν ακόμη περαιτέρω το 2018 για να διασφαλιστεί η επίτευξη των στόχων του προϋπολογισμού. Οι αγρότες και οι αυτοαπασχολούμενοι θα δουν να αυξάνονται οι συνταξιοδοτικές τους εισφορές λόγω της αλλαγής της βάσης υπολογισμού τους. Υπάρχουν ενδείξεις ότι η φοροδιαφυγή αυξάνεται, καθώς οι αυτοαπασχολούμενοι δήλωσαν σημαντικά χαμηλότερα εισοδήματα τόσο το 2016 όσο και το 2017. Οι εκπρόθεσμες φορολογικές οφειλές αυξήθηκαν σε επίπεδα ρεκόρ, σηματοδοτώντας την κόπωση των φορολογουμένων.

Οι παρατεταμένες διαπραγματεύσεις για την ολοκλήρωση των δύο πρώτων αξιολογήσεων έπληξαν την οικονομία, η οποία επέστρεψε στην ύφεση το 2015-2016 και σημείωσε αναιμική ανάκαμψη το 2017 εξαιτίας της απουσίας επενδύσεων. Τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια στα χαρτοφυλάκια των τραπεζών έφτασαν σε επίπεδα ρεκόρ το 2017 και η ρευστότητα περιορίστηκε καθώς η κυβέρνηση συσώρευσε ληξιπρόθεσμες οφειλές στο εσωτερικό προκειμένου να εξυπηρετήσει το εξωτερικό χρέος. Τα προαπαιτούμενα της τρίτης αξιολόγησης πρέπει να εφαρμοστούν σύντομα ώστε να συμβάλουν στην αποκατάσταση της εμπιστοσύνης. Οι προτεραιότητες του Τσίπρα έχουν πλέον μετακινηθεί στην προσέλκυση επενδύσεων και τον τερματισμό της εξάρτησης της χώρας από τους Ευρωπαίους εταίρους. Αυτές οι πολιτικές απέχουν παρασάγγας από τον ριζοσπαστισμό του αρχικού του οράματος, αλλά οι προσπάθειές του να προσελκύσει ξένες επενδύσεις συγκρούονται επίσης με την πραγματικότητα της μόνιμης παρεμπόδισης από μέλη του ΣΥΡΙΖΑ που ανήκουν

⁹ Δημοσκόπηση της Metron Analysis που δημοσιεύθηκε στο Βήμα, 24 Φεβρουαρίου 2018: www.tanea.gr/news/politics/article/5520861/statheroprobadisma-ths-neas-dhmokratias-enanti-toy-syriza/.

στη ριζοσπαστική Αριστερά. Ξένες πολυεθνικές απεπενδύουν τις συμμετοχές τους στην Ελλάδα: η Unilever, η Nestlé και η Bosch κλείνουν τις εταιρίες τους στην Ελλάδα, ενώ οι γραφειοκρατικές καθυστερήσεις έχουν θέσει σε κίνδυνο τις δύο μεγαλύτερες ξένες επενδύσεις, το Ελληνικό και τα μεταλλεία της Eldorado. Η παγκόσμια κατάταξη της Ελλάδας στην έκθεση Doing Business της Παγκόσμιας Τράπεζας για το 2018 έπεσε από την 61η στην 67η θέση, κοντά στον πάτο μεταξύ των χωρών της ΕΕ (World Bank 2018).

Η βασισμένη σε μοντέλα ανάλυση των Pierre-Olivier Gourinchas, Thomas Philippon και Dimitri Vayanos (2016) συμπέρανε ότι η απουσία ανάκαμψης στην Ελλάδα μετά τη μείωση του ΑΕΠ κατά 25% κατά την περίοδο 2009-2013 φαίνεται πως οφείλεται στα υψηλά επίπεδα των μη εξυπηρετούμενων δανείων και τη δυσκαμψία των τιμών στις αγορές των προϊόντων. Αυτά τα πορίσματα καταδεικνύουν ότι οι δυνάμεις που κρατούν πίσω την ελληνική οικονομία έχουν πλέον σε μεγάλο βαθμό εγκώριο και μικροοικονομικό χαρακτήρα. Η ανάκαμψη συνεπάγεται την εκκαθάριση των μη εξυπηρετούμενων δανείων και τη βελτίωση του ανταγωνισμού στις αγορές αγαθών και υπηρεσιών ώστε να εξαλειφθούν οι μονοπωλιακές πρόσοδοι που εμποδίζουν τις τιμές να προσαρμόζονται σε ευθυγράμμιση με τις αμοιβές.

Χωρίς περαιτέρω μεταρρυθμίσεις η ελληνική οικονομία διατρέχει τον κίνδυνο να παγιωθεί σε μία πορεία χαμηλής ανάπτυξης. Η μακροπρόθεσμη φερεγγυότητα δεν είναι διασφαλισμένη στο βαθμό που η ανάπτυξη παραμένει απογοητευτική και η κυβέρνηση φαίνεται απρόθυμη να εφαρμόσει μεταρρυθμίσεις. Αυτό που χρειάζεται είναι μεταρρυθμίσεις στη φορολογία, στο ρυθμιστικό πλαίσιο, στο κράτος και στη Δικαιοσύνη για να καταστεί η Ελλάδα ένα ελκυστικό επιχειρηματικό περιβάλλον. Το αδύναμο πτωχευτικό δίκαιο και οι καθυστερήσεις στην απονομή δικαιοσύνης στην Ελλάδα έχουν εμποδίσει την αναδιάρθρωση των χρεών του ιδιωτικού τομέα, που είναι απαραίτητη προκειμένου οι τράπεζες να διαχειριστούν τα μεγάλα χαρτοφυλάκια μη χρηματοδοτούμενων δανείων και οι επιχειρήσεις να επιστρέψουν στην κερδοφορία. Η έκθεση Doing Business της Παγκόσμιας Τράπεζας επισημαίνει ότι χρειάζονται 1.580 ημέρες για την επίλυση μιας επιχειρηματικής διαφοράς στα ελληνικά δικαστήρια, πολύ περισσότερο από οποιαδήποτε άλλη χώρα της ΕΕ (World Bank 2018). Οι υψηλοί φορολογικοί συντελεστές, το κόστος της γραφειοκρατίας και η πολιτική αντίσταση στις ιδιωτικοποιήσεις αποθαρρύνουν την προσφορά νέων επενδυτικών κεφαλαίων που χρειάζεται η Ελλάδα για να χρηματοδοτήσει την ανάπτυξη. Η αφαίρεση αυτών των διαρθρωτικών εμποδίων είναι απαραίτητη για την ανάπτυξη και τη βιωσιμότητα του χρέους. Μέχρι να αντιμετωπιστούν αυτά τα ζητήματα, μια καθαρή έξοδος από το πρόγραμμα δεν θα πετύχει την καθαρή έξοδο από το παρελθόν.

Παραπομπές

- Bank of Greece. 2017. "The Bank of Greece Interim report on Monetary Policy." Press release, December 21. www.bankofgreece.gr/Pages/en/Bank/News/PressReleases/DispItem.aspx?Item_ID=5919&List_ID=1af869f3-57fb4de6-b9ae-bdfd83c66c95&Filter_by=DT.
- ESM. 2016. 2016 Annual Report. www.esm.europa.eu/sites/default/files/esm_annual_report_2016_0.pdf.
- . 2017. "Explainer on ESM short-term debt relief measures for Greece." www.esm.europa.eu/press-releases/explaineresm-short-term-debt-relief-measures-greece.
- European Council. 2016. "Eurogroup statement on Greece." Press release, May 25. www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2016/05/25/eurogroup-statement-greece/.
- . 2017. "Eurogroup statement on Greece." Press release, June 15. www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2017/06/15/eurogroup-statement-greece/.
- Gourinchas, Pierre-Olivier, Thomas Philippon, and Dimitri Vayanos. 2016. "The Analytics of the Greek Crisis." NBER Macroeconomic Annual 31 (1): 1–81. www.journals.uchicago.edu/toc/ma/current.
- IMF. 2017. "Policy Coordination Instrument." July 26. www.imf.org/en/about/factsheets/sheets/2017/07/25/policycoordination-instrument.
- Kathimerini. 2016. "Greek negotiation of third bailout deal tops Harvard's 'worst tactics' list." January 13. www.ekathimerini.com/205022/article/ekathimerini/news/greek-negotiation-of-third-bailout-deal-tops-harvards-worst-tactics-list.
- Kopf, Christian and Miranda Xafa. 2013. "A Proper Yield Curve for Greece to Kick-Start Financial Intermediation." Centre for European Policy Studies, December 10. www.ceps.eu/publications/proper-yield-curve-greecekick-start-financial-intermediation.
- OECD. 2017. Tax Policy Reforms 2017: OECD and Selected Partner Economies. September 13. www.oecd.org/tax/tax-policy-reforms2017-9789264279919-en.htm.
- World Bank. 2018. Doing Business 2018: Reforming to Create Jobs. Washington, DC: The World Bank. www.doingbusiness.org/~media/WBG/DoingBusiness/Documents/AnnualReports/English/DB2018-Full-Report.pdf.



ΚΕΦΪΜ
Μάρκος Δραγούμης

Μαιζώνος 38, Αθήνα

T: +30 210 345 3454

www.kefim.org

info@kefim.org

[facebook.com/kefim.org.gr/](https://www.facebook.com/kefim.org.gr/)

twitter.com/kefimgr

[youtube.com/c/ΚεΦιΜΜάρκοςΔραγούμης](https://www.youtube.com/c/ΚεΦιΜΜάρκοςΔραγούμης)