

Περιεχόμενα

1. Εισαγωγή.....	2
2. Η θεμελιώδης ασυμμετρία του κρατικού χρέους.....	2
3. Βιωσιμότητα χρέους: το γενικό πλαίσιο.....	3
4. Οι όροι του προβλήματος.....	9
5. Η βασική ιδέα.....	11
6. Το υπόδειγμα αντιμετώπισης του χρέους.....	13
6.1 Οι βασικές μακροοικονομικές υποθέσεις.....	14
6.2 Τα κύρια αποτελέσματα του υποδείγματος.....	16
7. Επίλογος.....	20
Βιβλιογραφικές αναφορές.....	21

Δημόσιο χρέος στην Ευρωζώνη. Ο νεοφιλελευθερισμός δεν είναι μονόδρομος

Σπύρος Λαπατσιώρας, Γιάννης Μηλιός και Δημήτρης Π. Σωτηρόπουλος

1. Εισαγωγή

Το χρέος του ελληνικού δημοσίου δεν είναι «βιώσιμο», με δεδομένο τον σημερινό τρόπο λειτουργίας της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) και τη θεσμική οργάνωση της Ζώνης του ευρώ (ΖτΕ)¹. Η χρεοκοπία (ακριβέστερα: το χρεοστάσιο) του ελληνικού δημοσίου διατάραξε την παγκόσμια οικονομική ισορροπία με έναν διπλό τρόπο. Πρώτον, αποκάλυψε τις αδυναμίες στην αρχιτεκτονική του ίδιου του εγχειρήματος του ευρώ, ύστερα από μία πρώτη φάση υπέρμετρης και αδικαιολόγητης αισιοδοξίας.² Δεύτερον, υπήρξε η πρώτη κρατική χρεοκοπία αναπτυγμένης καπιταλιστικής οικονομίας αρκετές δεκαετίες μετά από τις αντίστοιχες χρεοκοπίες της Δυτικής Γερμανίας του 1948 και 1953 στον απόηχο του Β΄ Παγκοσμίου Πολέμου.³

Ωστόσο, το πρόβλημα δεν αφορά μόνο το ελληνικό δημόσιο χρέος. Κατά τον χρόνο συγγραφής αυτού του κειμένου το δημόσιο χρέος της Ιταλίας προσεγγίζει το 130% επί του ΑΕΠ (εκτίμηση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, Ε.Ε. στη συνέχεια, για το 2019) ενώ μία ματιά στην πρώτη στήλη του Πίνακα 4, στη συνέχεια του κειμένου, δείχνει ότι αποτελεί ένα ευρύτερο πρόβλημα για πολλά κράτη-μέλη της ΖτΕ.

Στο παρόν κείμενο αναλύουμε τη δυναμική της συσσώρευσης του χρέους για τις χώρες της ΖτΕ και παρουσιάζουμε μία πρόταση για το πρόβλημα του δημόσιου χρέους, σε επίπεδο ΖτΕ⁴ η οποία να επιτρέπει την ακύρωση των πολιτικών λιτότητας όπως έχουν εμπεδωθεί στη ΖτΕ.

2. Η θεμελιώδης ασυμμετρία του κρατικού χρέους

Κάθε μορφή χρέους αποτελεί μία τυπική συμφωνία μεταξύ ενός δανειστή και ενός δανειζόμενου. Σε μία απλή περίπτωση, ο πρώτος (πιστωτής) καταβάλλει ένα αρχικό ποσό (C) στον δεύτερο (οφειλέτη), και ο δεύτερος με τη σειρά του υπόσχεται την τακτική καταβολή τόκων c_1 , για το πρώτο έτος, c_2 , για το 2^ο, κ.ο.κ. μέχρι το συγκεκριμένο χρονικό διάστημα κατά το οποίο ολοκληρώνεται η ισχύς της συμφωνίας (έστω το τέλος του n έτους). Μετά τη λήξη της συμφωνίας ο οφειλέτης δεσμεύεται να επιστρέψει ακέραιη την ονομαστική αξία του συμβολαίου (C).

Αυτό πρακτικά σημαίνει ότι ο κάτοχος του χρεογράφου (πιστωτής) αποκτά δικαίωμα σε μία δέσμη μελλοντικών πληρωμών, η οποία καθίσταται αναμενόμενο έσοδο για αυτόν και επομένως μπορεί να υπολογίσει την «αγοραστική» ισχύ που έχουν σήμερα αυτές, την παρούσα αξία τους. Η παρούσα αξία του τίτλου (της συμφωνίας), PV , δίνεται από την Σχέση (1), με την υπόθεση ότι για κάθε έτος διάρκειας της συμφωνίας το επιτόκιο που διαμορφώνεται στις αγορές τίτλων είναι ενιαίο, και το οποίο συμβολίζουμε με r :

$$PV = \sum_{t=1}^n \frac{c_t}{(1+r)^t} + \frac{C}{(1+r)^n} \quad (1)$$

1 Δες και εκτιμήσεις για τη δυναμική εξέλιξης του στον Πίνακα 4 και Διάγραμμα 7 στη συνέχεια το κείμενο.

2 Αναλυτικότερα σε Μηλιός και Σωτηρόπουλος (2011), Sotiropoulos *et al.* (2013).

3 Βλ. Buiter και Rahbari (2013: 20). Αυτός ενδεχομένως να ήταν και ο βασικός λόγος για τον οποίο δεν είχε προβλεφθεί εξ αρχής μηχανισμός διαχείρισης χρεοκοπίας δημοσίου τομέα εντός της ΖτΕ.

4 Πρόκειται για μία επεξεργασία η οποία ανανεώνει την ανάλυση καθώς, επίσης, συγκροτεί μία διαφορετική πρόταση από ό,τι κατατέθηκε σε Sotiropoulos *et al.* (2014b) και στην προγενέστερη εκδοχή, στα ελληνικά, Σωτηρόπουλος κ.α. (2014a).

Πράξη *χρεοκοπίας* (χρεοστασίου) αποτελεί κάθε συμβάν που μεταβάλλει (μειώνει ή και ακυρώνει) τις τρέχουσες και μελλοντικές πληρωμές (c_t και C) ή επιμηκύνει τους χρόνους καταβολής κάποιων από τα c_t ή του C και κατά συνέπεια επηρεάζει (μειώνει) την παρούσα αξία του συμβολαίου.

Στην περίπτωση που ο δανειζόμενος είναι μία επιχείρηση (ή ένα νοικοκυριό), το παραπάνω χρεόγραφο υπόκειται στο αστικό δίκαιο και την εφαρμογή του εγγυώνται οι αντίστοιχοι κρατικοί θεσμοί. Στην περίπτωση, όμως, που ο δανειστής είναι το κράτος (στις διεθνείς χρηματαγορές) τα πράγματα είναι διαφορετικά από την άποψη ότι η τυπική εγγύηση του αστικού δικαίου χάνει τη σημασία της. Το κράτος μπορεί να επιλέξει να (αυτο-)συμμορφωθεί με τους όρους του χρεογράφου, αλλά στην αντίθετη περίπτωση δεν υπάρχει αντίστοιχος μηχανισμός, σε διεθνές επίπεδο, για την τυπική επιβολή των όρων. Στη σχετική βιβλιογραφία, αυτό ονομάζεται ως θεμελιώδης *ασυμμετρία* στην περίπτωση του κρατικού δανεισμού. Στο αφηρημένο αυτό πλαίσιο ανάλυσης προκύπτει το εξής ερώτημα: Γιατί τα κράτη συμμορφώνονται με τις απαιτήσεις του δανειστή (πιστωτή) πολύ περισσότερο από ό,τι θα περίμενε κανείς;

Στο σημείο αυτό η βιβλιογραφία είναι ανεξάντλητη αλλά η βασική ιδέα είναι ότι τα στρατηγικά οφέλη από μια ενδεχόμενη χρεοκοπία (χρεοστάσιο: παύση πληρωμών) είναι πολύ λιγότερα από τις προσδοκώμενες ζημιές. Ο κατάλογος των υπολογισμών κόστους-οφέλους θα μπορούσε να είναι μεγάλος αλλά ο καθοριστικός παράγοντας δεν είναι άλλος από τη δομή της οργάνωσης της εξουσίας στα σύγχρονα κράτη στο περιβάλλον ενός διεθνοποιημένου νεοφιλελευθερισμού. Το επιχείρημα το οποίο στηρίζει αυτή τη θέση δεν μπορούμε να το αναπτύξουμε εδώ⁵, ωστόσο μία βασική συνέπεια αυτής της θέσης συνοπτικά είναι ότι η οργανική ενσωμάτωση της οικονομίας στις διεθνείς αγορές, για τις αναπτυγμένες καπιταλιστικές οικονομίες, δεν έχει ως κύριο αποτέλεσμα τον περιορισμό της πολιτικής ισχύος των κρατών, αλλά την οργάνωση της νεοφιλελεύθερης συνθήκης διακυβέρνησης, η οποία λαμβάνει τη μορφή «κράτος+αγορά».

3. Βιωσιμότητα χρέους: το γενικό πλαίσιο

Στην ενότητα αυτή θα επιχειρήσουμε να αναπτύξουμε λίγο περισσότερο το παραπάνω επιχείρημα δίνοντας έμφαση στη διαχείριση του δημόσιου χρέους.

Η δυναμική της μεταβολής του δημόσιου χρέους καθώς και οι παράγοντες που την επηρεάζουν περιγράφονται από την *Σχέση (2)*⁶:

$$\Delta d_{t-1}^t = -s_t + \left(\frac{r_t - \gamma_t}{1 + \gamma_t} \right) \cdot d_{t-1} + sf_t - \Delta h_{t-1}^t \quad (2b)$$

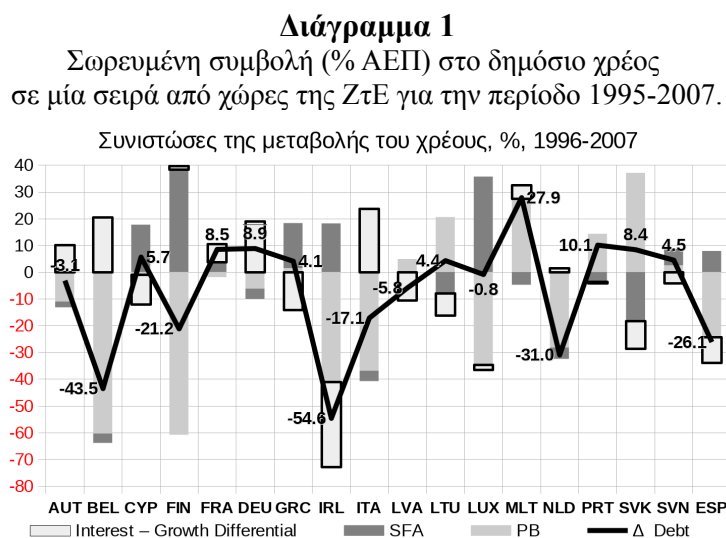
Σύμφωνα με την *Σχέση (2)* το χρέος μπορεί να μειωθεί, δηλαδή η διαφορά του χρέους της τρέχουσας από αυτό της προηγούμενης περιόδου, $d_t - d_{t-1} < 0$, το οποίο συμβολίζουμε με Δd_{t-1}^t , με τους εξής τυπικούς τρόπους (ή τους μεταξύ τους συνδυασμούς): (i) με μακροχρόνια πρωτογενή πλεονάσματα ($s_t > 0$), (ii) με μεγέθυνση του ΑΕΠ, γ_t , μεγαλύτερη από το επιτόκιο, r_t , που αντιστοιχεί στο σύνολο του σωρευμένου χρέους ($\gamma_t > r_t$, ή διαφορετικά $r_t - \gamma_t < 0$) ή με άλλα λόγια η μεγέθυνση του ΑΕΠ να υπερκαλύπτει τους τόκους που δημιουργεί το χρέος της προηγούμενης περιόδου και συνεπώς να μειώνονται οι απαιτήσεις έκδοσης νέου χρέους, (iii) με πωλήσεις κρατικής περιουσίας, ($sf_t < 0$)⁷, (iv) με αναδιαμόρφωση των όρων δανεισμού (επιμήκυνση, μείωση ή αναβολή της

⁵ Αναλυτικότερα δες Sotiropoulos et al (2013) και Μηλιός και Σωτηρόπουλος (2011).

⁶ Για μία πιο αναλυτική επεξήγηση των όρων της *Σχέσης (2)* και μίας ανάλυσης των αιτιών συσσώρευσης του ελληνικού δημόσιου χρέους ο αναγνώστης μπορεί να δει: Λαπατσιώρας και Σωτηρόπουλος (2011), Λαπατσιώρας et al (2011).

καταβολής τόκων⁸) ή και διαγραφή μέρους της ονομαστικής αξίας και τέλος με αύξηση της νομισματικής βάσης, δηλαδή νομισματοποίηση του (ή τμήματος) του χρέους (Δh_{t-1}^i). Λόγω του ότι η νομισματοποίηση χρέους δεν αποτελεί πολιτική επιλογή στο παρόν πλαίσιο και λόγω του ότι οι υπάρχουσες μεταβολές νομισματικής βάσης έχουν ασήμαντη επίδραση στη δυναμική της συσσώρευσης του χρέους δεν λαμβάνουμε υπόψη τις μεταβολές της νομισματικής βάσης. Υπογραμμίζουμε, επίσης, ότι *έχουμε παραλείψει τις επιδράσεις που ασκούν οι μεταβολές των συναλλαγματικών ισοτιμιών* στην αύξηση ή μείωση του χρέους. Αυτό δεν βλάπτει την εγκυρότητα των θεωρητικών συμπερασμάτων της ανάλυσης που επιχειρούμε εδώ, καθώς εστιάζουμε στο χρέος των κρατών της ΖτΕ, που σε πολύ μεγάλο βαθμό έχει εκδοθεί σε «εγχώριο» νόμισμα – ευρώ.

Στο Διάγραμμα (1) εξετάζουμε για κάθε κράτος της ΖτΕ⁹ την σωρευτική επίδραση στη μεταβολή του δημόσιου χρέους των πρωτογενών πλεονασμάτων, των SFA και της επίδρασης της διαφοράς ($r_t - \gamma_t$), την περίοδο πριν την παγκόσμια κρίση του 2008, 1996-2007. Παρατηρούμε μία ομάδα κρατών (Κύπρος, Φιλανδία, Ελλάδα, Ιρλανδία, Λουξεμβούργο και Σλοβακία) στην οποία οι προσαρμογές ροών-αποθεμάτων ήταν σωρευτικά πάνω από 10% του ΑΕΠ. Σε αυτήν την ομάδα θα μπορούσε να προστεθεί και η Λιθουανία. Μία δεύτερη ομάδα, είναι η ομάδα των κρατών με διαφορά επιτοκίου και ρυθμού μεγέθυνσης αρνητική, η οποία έτεινε να αυξήσει το χρέος. Εδώ συμπεριλαμβάνονται Αυστρία, Βέλγιο, Γαλλία, Γερμανία, Ιταλία. Τέλος σχηματίζεται μία ομάδα κρατών όπου τα υψηλά πρωτογενή πλεονάσματα έτειναν να μειώσουν το χρέος: Αυστρία, Βέλγιο, Φιλανδία, Ιρλανδία, Ιταλία, Λουξεμβούργο, Ολλανδία και Ισπανία.



Πηγή: AMECO 2018, δικοί μας υπολογισμοί.

Στο Διάγραμμα (2) εξετάζουμε την περίοδο μετά την παγκόσμια κρίση του 2008, 2008-18¹⁰. Εν αντιθέσει με την προηγούμενη περίοδο όπου το δημόσιο χρέος παρέμεινε σχετικά σταθερό ή αυξήθηκε λίγο (σωρευτικά κάτω του 10%) για τα περισσότερα κράτη, σε αυτήν την περίοδο, εμφανίζονται μεγάλες αυξήσεις για την πλειοψηφία των κρατών. Η αύξηση αυτή αποδίδεται τόσο

7 Το μέγεθος sf_t , συμβολίζει την προσαρμογή ροών-αποθεμάτων, την οποία θα αναφέρουμε ως SFA στη συνέχεια του κειμένου. Αυτή αποτελεί λογιστικό μέγεθος των εθνικών λογαριασμών το οποίο περιλαμβάνει διάφορες δαπάνες ή έσοδα, όπως αμυντικές δαπάνες, έσοδα από ιδιωτικοποιήσεις, ή για παράδειγμα, κεφάλαια τραπεζικών διασώσεων και διαγραφές χρέους, τα οποία δεν περιλαμβάνονται στα μεγέθη που καθορίζουν το πρωτογενές πλεόνασμα.

8 Στην κατηγορία αυτή εντάσσεται κάθε άλλο μέσο που μειώνει την παρούσα αξία των μελλοντικών δόσεων του δημόσιου χρέους.

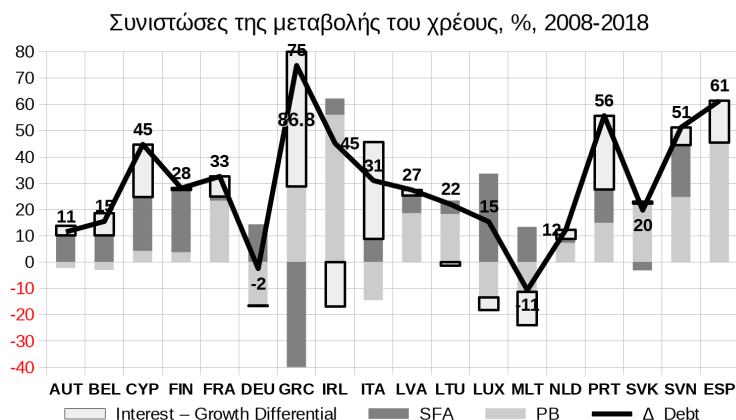
9 Εκτός της Εσθονίας, την οποία δεν περιλαμβάνουμε επίσης στη συνέχεια της ανάλυσης λόγω μη-διαθεσιμότητας μίας σειράς στοιχείων που απαιτούνται για την ανάλυσή μας.

10 Τα δεδομένα για το 2018 αποτελούν εκτιμήσεις που παρέχονται στην βάση δεδομένων AMECO.

στα πρωτογενή ελλείμματα (αρνητικά πρωτογενή πλεονάσματα) όσο και στη μείωση των ρυθμών μεγέθυνσης με αποτέλεσμα αρνητικές διαφορές επιτοκίων και ρυθμών μεγέθυνσης.

Διάγραμμα 2

Σωρευμένη συμβολή (% ΑΕΠ) στο δημόσιο χρέος σε μία σειρά από χώρες της ΖτΕ για την περίοδο 2008-2018.



Πηγή: AMECO 2018, δικοί μας υπολογισμοί.

Εκτός από την ανάλυση της συμβολής των συνιστωσών στη συσσώρευση δημόσιου χρέους, η Σχέση (2) επιτρέπει να εξάγουμε και αποτελέσματα που αφορούν τον ορίζοντα οργάνωσης των δημοσιονομικών πολιτικών. Στη γενική περίπτωση μιας οικονομίας ακόμη και με υψηλό αλλά διατηρήσιμο ακόμα χρέος,¹¹ η οικονομική πολιτική αν έχει στόχο την αποτροπή της περαιτέρω αύξησής του (με τους όρους του μαθηματικού συμβολισμού που χρησιμοποιούμε θα πρέπει, $d_t - d_{t-1} = 0$, ή $\Delta d_{t-1}^t = 0$ στη Σχέση (2)). Κατά συνέπεια, αν παραλείψουμε τις μεταβολές των ροών-αποθεμάτων, sf, και θεωρώντας μηδενική τη μεταβολή της νομισματικής βάσης¹², δηλαδή $\Delta h_{t-1}^t = 0$, βασική συνθήκη διατηρησιμότητας του δημόσιου χρέους στο ίδιο επίπεδο είναι το μέγεθος των πρωτογενών πλεονασμάτων για κάθε έτος να είναι κατ'ελάχιστο ίσο με τη μεταβολή του χρέους της προηγούμενης περιόδου, d_{t-1} , σταθμισμένου με το λόγο του έμμεσου επιτοκίου στο σύνολο του χρέους και του ρυθμού μεγέθυνσης. Αυτή η συνθήκη συμβολικά δίνεται από την Σχέση (3)¹³ στην οποία συμβολίζουμε το ελάχιστο απαιτούμενο μέγεθος πρωτογενών πλεονασμάτων με $s^{\min}$:

$$\Delta d_{t-1}^t = 0 \Rightarrow s_t^{\min} = \left(\frac{r_t - \gamma_t}{1 + \gamma_t} \right) \cdot d_{t-1} \quad (3)$$

Η συνθήκη αυτή για τις περισσότερες χώρες του Πίνακα 1 συνεπάγεται σημαντική δημοσιονομική προσαρμογή και λήψη «έκτακτων» μέτρων που θα έχουν σαν τάση να αποκτήσουν το καθεστώς μονιμότητας. Για σχεδόν το σύνολο των αναπτυγμένων χωρών του καπιταλισμού, η προσδοκώμενη μακροχρόνια τάση της μεγέθυνσης δεν φαίνεται ικανή να υπερβεί τα αντίστοιχα

11 Στο σύγχρονο πλαίσιο λειτουργίας των χρηματαγορών δεν μπορεί να υπάρξει ασφαλής ορισμός του «διατηρήσιμου» χρέους (για περισσότερα βλ. Wyplosz 2011).

12 Η επιλογή αυτή αποτελεί μία ουσιαστική απλοποίηση της θεωρητικής γενικότητας της ανάλυσης παρά το ότι ισχύει για τα κράτη της ΖτΕ. Ας αναλογιστούμε για παράδειγμα τους όρους κάτω από τους οποίους η Ιαπωνία μπορεί να κινείται σε υψηλότερο δημόσιο χρέος ως προς το ΑΕΠ (γύρω στο 240% για το 2017, δες Πίνακα 1) με την παρουσία αρνητικών πρωτογενών πλεονασμάτων (δηλαδή πρωτογενών ελλειμμάτων) χωρίς να αμφισβητείται εμπράκτως η «βιωσιμότητά του».

13 Για την παραγωγή της Σχέσης (3) από τη Σχέση (2) ο αναγνώστης μπορεί να δει: Λαπατσιώρας και Σωτηρόπουλος (2011), Λαπατσιώρας et al (2011)

μακροχρόνια επιτόκια¹⁴. Στη στήλη $r-\gamma$ του Πίνακα 1 οι θετικοί αριθμοί σημαίνουν ότι τα αντίστοιχα κράτη πρέπει να παρουσιάζουν πρωτογενή πλεονάσματα των οποίων το ύψος μπορεί να υπολογιστεί πρόχειρα και προσεγγιστικά, για τις ανάγκες της παρουσίασης, ως το γινόμενο αυτού του αριθμού με το ύψος του χρέους του 2017 (διαιρώντας το χρέος με το 100). Είναι προφανές ότι όσο πιο μεγάλο είναι το ύψος του χρέους του 2017 τόσο υψηλότερα πρέπει να είναι τα πλεονάσματα ως ποσοστό του ΑΕΠ. Επισημαίνουμε ότι σε κάθε περίπτωση αυτός ο υπολογισμός δεν οδηγεί σε εκτίμηση των μελλοντικών απαιτήσεων, απλά είναι μία άσκηση που διασαφηνίζει τις απαιτήσεις που δημιουργεί η Σχέση (3). Εκτιμήσεις για την πορεία αυτών των μεγεθών παρουσιάζονται στον Πίνακα 3 και στο Διάγραμμα 7.

Πίνακας 1

Βασικά μεγέθη που καθορίζουν το δημόσιο χρέος για τις χώρες της ΖτΕ
και επιλεγμένες αναπτυσσόμενες καπιταλιστικές οικονομίες.

	Δημόσιο Χρέος %			PB (1)		SFA %	γ (3)		IIR (4)		$r-\gamma$ (5)	BF90 (6)
	2007	2012	2017	2007	2017	Μέσ.(2)	2007	2017	2007	2017		S11 (6)
AUT	64.7	81.7	78.6	1.8	0.9	-0.06	6.0	4.4	5.0	2.3	0.5	-66.6
BEL	87.0	104.3	103.8	4.0	1.1	-0.10	5.5	3.6	4.6	2.6	1.0	-109.3
CYP	53.5	79.7	103.0	6.0	3.5	0.93	9.4	4.8	5.2	2.4	0.4	-210.7
DEU	63.7	79.8	64.8	2.9	2.1	-0.20	5.0	3.6	4.2	1.9	0.6	-56
EST	3.7	9.7	9.2	2.9	-0.2	0.87	20.2	8.8	4.5	0.6	-4.3	-150.1
FIN	34.0	53.9	62.7	6.6	-0.4	2.40	8.1	3.8	4.0	1.6	0.2	-123.6
FRA	64.3	89.6	96.9	0.1	-1.1	0.10	5.0	2.5	4.3	1.9	1.7	-95.9
GRC	103.1	159.6	179.6	-2.2	2.0	0.68	6.8	2.5	4.6	1.8	2.1	-93.6
IRL	23.9	119.6	69.9	1.3	1.6	0.47	6.6	5.3	4.5	2.9	-0.8	-213.9
ITA	99.8	123.4	132.1	3.2	1.7	-0.11	3.9	2.1	4.8	3.0	2.8	-117.5
LVA	8.0	41.2	39.0	-0.2	0.0	0.11	32.1	6.7	4.9	2.4	-1.9	-118.5
LTU	15.9	39.8	41.5	-0.2	1.3	0.20	20.6	7.5	4.6	3.2	-2.9	-84.2
LUX	7.7	22.0	23.7	4.5	0.8	2.61	10.0	5.8	4.5	1.6	-1.3	-217.1
MLT	62.3	67.8	54.9	1.3	2.8	0.17	6.9	7.7	5.8	3.6	-2.0	-63.5
NLD	42.7	66.3	57.7	2.2	1.7	-0.56	5.9	4.3	4.6	1.6	0.3	-119.6
PRT	68.4	126.2	126.4	-0.1	2.5	-0.29	5.5	4.0	4.5	3.1	0.5	-124.8
SVK	30.1	52.2	50.6	-0.6	-0.3	-1.31	12.1	5.3	5.0	2.7	-0.3	-57.9
SVN	22.8	53.8	76.4	1.2	1.8	1.00	11.4	6.5	5.3	3.5	-1.2	-88.5
ESP	35.6	85.7	98.4	3.5	-0.6	0.24	7.2	4.0	4.3	2.6	0.3	-121.7
EA19	64.9	91.4	89.3	2.2	0.9	-0.02	5.6	3.4	4.5	2.3	1.1	-96
DNK	27.3	44.9	36.1	6.6	0.2	NA*	3.4	4.0	5.3	3.3	1.3	-99.8
GBR	41.9	84.5	86.6	-0.5	0.5	NA*	5.0	3.8	5.6	3.1	1.8	-160.4
POL	44.2	53.7	53.2	0.3	-0.2	NA*	11.0	6.4	5.1	3.0	-1.2	-84.8
SWE	39.3	38.1	39.0	5.0	1.2	NA*	6.4	5.5	4.0	0.9	-1.5	-218.4
USA	64.0	102.5	108.2	0.0	-1.4	NA*	4.5	4.0	5.9	3.5	0.7	NA*

14 Όπως φαίνεται και στο Πίνακα 3 στη συνέχεια του κειμένου.

JPN	176.6	228.6	239.6	-0.9	-2.5	NA*	0.9	1.6	1.1	0.8	-0.5	NA*
------------	-------	--------------	--------------	-------------	-------------	-----	-----	-----	-----	-----	-------------	-----

Πηγές: Eurostat, AMECO (Αύγουστος 2018), δικοί μας υπολογισμοί. NA* σημαίνει μη-διαθέσιμο δεδομένο. (1) PB συμβολίζει το πρωτογενές πλεόνασμα ως ποσοστό επί του ΑΕΠ (το s των Σχέσεων 2,3). (2) SFA οι προσαρμογές ροών αποθεμάτων ως ποσοστό επί του ΑΕΠ (s_f στις Σχέσεις 2, 3). Εδώ καταγράφουμε τον μέσο όρο για την περίοδο 1996-2008 και 2013-2017. (3) γ , ο ποσοστιαίος ρυθμός μεγέθυνσης του ονομαστικού ΑΕΠ. 4) Το τεκμαρτό επιτόκιο για το σύνολο του χρέους (Implicit Interest Rate – IIR). (5) Μία παραλλαγή του αριθμητή $r_i - \gamma_i$ της Σχέσης 3. Εχουμε χρησιμοποιήσει το IIR του 2007, το οποίο προσεγγίζει τα επιτόκια δανεισμού πριν την κρίση και τις παρεμβάσεις των ΚΤ (δες και *Διάγραμμα 4*, *Πίνακα 3*, στη συνέχεια), για να δείξουμε τι απαιτήσεις θα δημιουργηθούν σε πρωτογενή πλεονάσματα από την ανακοινωμένη άρση των «ανορθόδοξων» πολιτικών αγοράς δημοσίου χρέους (πρόγραμμα PSPP) από την ΕΚΤ. Με άλλα λόγια τις επιπτώσεις στα τρέχοντα ιστορικά χαμηλά μακροπρόθεσμα επιτόκια που θα έχει η όποια επιστροφή στην «κανονικότητα» της μη-παρέμβασης της ΕΚΤ στην αγορά δημοσίου χρέους. Για τη σημασία του δέσ και στο κείμενο. (6) BF90 είναι ο κωδικός για το καθαρό χρηματοοικονομικό πλούτο ή διαφορετικά την καθαρή χρηματοοικονομική θέση ενός τομέα. Αρνητικό πρόσημο σημαίνει παθητικό. S11 είναι ο τομέας των μη-χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων.

Γενικά το πρωτογενές δημόσιο ισοζύγιο ως ποσοστό του ΑΕΠ είναι ανελαστικό και μία ριζική και γρήγορη βελτίωσή του προϋποθέτει σημαντικές μεταβολές με σημαντικές πολλαπλασιαστικές επιπτώσεις στο επίπεδο της οικονομικής δραστηριότητας.¹⁵ Η ελληνική περίπτωση είναι η πλέον χαρακτηριστική. Γενικά, ο μακροχρόνιος περιορισμός του χρέους δεν μπορεί να βασίζεται στο δημοσιονομικό ισοζύγιο. Βραχυχρόνια μία σημαντική δημοσιονομική προσαρμογή, ιδιαίτερα όταν πραγματοποιείται σε φάση ύφεσης, θα έχει αρνητικές επιπτώσεις στη δυναμική του χρέους, επειδή, παρά την αύξηση των πλεονασμάτων, η μείωση των ρυθμών μεγέθυνσης θα μεταβάλλει προς το αρνητικό τη σχέση επιτοκίου εξυπηρέτησης του χρέους και ρυθμού μεγέθυνσης. Αυτές οι επιπτώσεις δημιουργούν επίσης «πολιτικό κίνδυνο» στο μακρό χρόνο, καθώς αναδιοργανώνονται οι πολιτικές σχέσεις εκπροσώπησης για τα κοινωνικά στρώματα τα οποία πλήττονται¹⁶

Η Σχέση (4) που ακολουθεί και η οποία παράγεται από την Σχέση (2), υπαινίσσεται μία πολιτική συνθήκη η οποία σχετίζεται με τον τρόπο με τον οποίο οι «αγορές» εποπτεύουν τα δημόσια οικονομικά.¹⁷ Το δημόσιο προσδοκά την είσπραξη μιας σειράς μελλοντικών πρωτογενών πλεονασμάτων S_t . Στο πλαίσιο αυτό, το δημόσιο μπορεί να αναζητήσει δάνεια από τις αγορές για να καλύψει τον προϋπολογισμό του. Στη γενική περίπτωση, το τρέχον χρέος D μπορεί να θεωρηθεί ως διατηρήσιμο, πάντα με προϋπόθεση της απουσία πραγματικής νομισματικής επέκτασης, μόνο εφόσον καλύπτεται από την παρούσα αξία των μελλοντικών πρωτογενών πλεονασμάτων σε μεγάλο βάθος χρόνου (i είναι ένα «κατάλληλο» προεξοφλητικό επιτόκιο):¹⁸

$$D - \sum_{t=0}^{\infty} \left[\frac{S_t}{(1+i)^t} \right] \leq 0 \quad (4)$$

Η Σχέση (4) αποτελεί μία πρώτη προσέγγιση, σε αφηρημένη μορφή, αυτού που συμβαίνει στην πραγματικότητα στις αγορές κεφαλαίου. Αν το τρέχον ύψος του χρέους είναι μεγαλύτερο από τα προεξοφλούμενα πρωτογενή πλεονάσματα τότε η αποπληρωμή του δεν είναι «διασφαλισμένη» και επομένως χαρακτηρίζεται «μη-βιώσιμο».

Πρόκειται για μία σχέση, ωστόσο, η οποία αποτελεί μόνο πρώτη προσέγγιση στο ζήτημα του τι τότε μπορεί να θεωρηθεί «βιώσιμο» το χρέος ενός κράτους. Για να προσεγγίσουμε θεωρητικά την

¹⁵ Η μείωση της εσωτερικής ζήτησης έχει έμμεσες συνέπειες στο γενικό ύψος των μισθών.

¹⁶ Milios et al (2017).

¹⁷ Για μια ολοκληρωμένη ανάλυση του τρόπου λειτουργίας του σύγχρονου χρηματοπιστωτικού συστήματος ο αναγνώστης μπορεί να ανατρέξει σε Μηλιός και Σωτηρόπουλος (2011), Sotiropoulos et al (2013).

¹⁸ Για την παρουσίαση της σχετικής συζήτησης και της βασικής βιβλιογραφίας βλ. Wyplosz (2011).

πραγματικότητα των αγορών κεφαλαίου πρέπει να εισάγουμε μία ουσιώδη τροποποίηση της οποίας τη σημασία μας βοηθά να συνειδητοποιήσουμε το ακραίο και θεωρητικό παράδειγμα που ακολουθεί. Ας υποθέσουμε ότι ένα κράτος - μέλος της ΖτΕ έχει ύψος χρέους 200% του ΑΕΠ αλλά όλο αυτό το χρέος έχει εξαιρετικά μακροχρόνιες λήξεις. Ας υποθέσουμε δηλαδή, ότι αποπληρώνεται ένα πρώτο τμήμα αυτού του χρέους για πρώτη φορά μετά από 50 χρόνια. Σε όλο αυτό το διάστημα η μόνη χρηματοδοτική ανάγκη του δημοσίου, πέραν των πρωτογενών δημοσίων δαπανών θα αφορά την καταβολή των τόκων που δημιουργεί αυτό το χρέος. Αυτό το χρέος, πέραν αυτών των τόκων, θα είναι σαν να μην υπάρχει. Το κράτος θα μπορεί να εκδίδει ομόλογα μεγάλης διάρκειας, 10ετή ή 20ετή, όπου κριτήριο «βιωσιμότητας» θα αποτελεί όχι το υπάρχον χρέος αλλά η ικανότητά του δημοσίου να αποπληρώνει τους τόκους και τις αποπληρωμές του νέου ενδιάμεσου χρέους που δημιουργεί. Σε αυτήν την περίπτωση η Σχέση (4) πρέπει να τροποποιηθεί ουσιαστικά. Αρκούμεστε, ωστόσο, να εξάγουμε το βασικό θεωρητικό συμπέρασμα το οποίο η (4), παρά την ατέλειά της, μας βοηθά να προσεγγίσουμε.

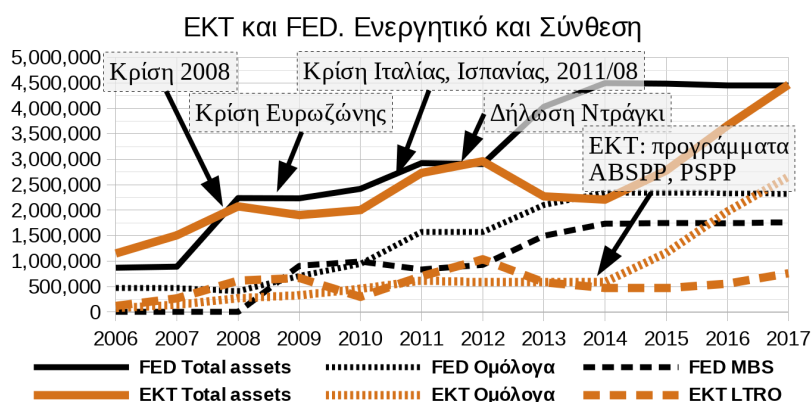
Οι αγορές ποσοτικοποιούν τα δυνητικά αποτελέσματα των κατευθύνσεων της δημοσιονομικής (και της νομισματικής) πολιτικής και τα συγκρίνουν με την κατανομή στο χρόνο του ύψους των υποχρεώσεων και αναγκών ενός κράτους. Τα αποτελέσματα αυτής της σύγκρισης συνιστούν το πυρήνα των κριτηρίων για το χαρακτηρισμό του χρέους ως «βιώσιμου» ή μη.¹⁹

Επιστρέφοντας στο απλό πλαίσιο που εξασφαλίζουν οι βοηθητικές για τους συλλογισμούς μας Σχέσεις (3) και (4), διαπιστώνουμε ότι είναι συμπληρωματικές. Η συνθήκη λιτότητας που υπαινίσσεται η (3) δεν θα μπορούσε να επιβληθεί εάν δεν υπήρχε η υψηλή εποπτεία των αγορών στη βάση της ερμηνείας που προκύπτει από την (4).

Από μία πλευρά, το νομισματικό πλαίσιο της ΖτΕ (με τον δεσπόζοντα ρόλο της ΕΚΤ) διαθέτει την εμβέλεια να παρέμβει και να τροποποιήσει τη δραστηριότητα της Σχέσης (4) (διαμορφώνοντας τη σχέση μεταξύ γ και r έτσι ώστε να μειώνεται το επίπεδο χρέους D). Αυτό το διαπιστώνουμε με emphaticό τρόπο κατά την περίοδο 2012-2018, μετά την κρίση χρέους της Ισπανίας και Ιταλίας τον Αύγουστο του 2011²⁰. Ειδικά μετά το 2014 και τα εκτεταμένα προγράμματα παρέμβασης στην αγορά ομολόγων, ABSPP το 2014 και PSPP το 2015²¹. Τα Διάγραμμα 3 και 4 αποτυπώνουν την παρέμβαση και την αποτελεσματικότητα της παρέμβασης της ΕΚΤ κατά τα έτη 2008-2017.

Διάγραμμα 3

Μεταβολή στοιχείων του ενεργητικού για ΕΚΤ και FED, 2006-2017



Πηγές: ECB 2018b, FED 2018. Δική μας επεξεργασία. Σημειώνουμε ότι τα έτη στον άξονα αφορούν όχι την αρχή του έτους αλλά το τέλος του έτους (το διάστημα 2010-2011 αφορά το έτος 2011).

¹⁹ Δες και Lapatsioras (2014).

²⁰ Η περίφημη δήλωση Ντράγκι που σηματοδοτεί την ενεργητική παρέμβαση της ΕΚΤ: «Η ΕΚΤ είναι έτοιμη να κάνει οτιδήποτε απαιτείται για τη διαφύλαξη/διάσωση του ευρώ», Draghi (2012)

²¹ Αναλυτικά για τα τρέχοντα προγράμματα και το ιστορικό των προγραμμάτων σε ECB (2018a).

Στο Διάγραμμα (3) παρατηρούμε ότι ενώ η FED παρεμβαίνει ενεργά στην αγορά ομολόγων από το 2009 η ΕΚΤ το πράττει «ρητά» μετά το 2014 και έμμεσα μετά την κρίση στην Ισπανία και Ιταλία τον Αύγουστο του 2011 (μέσω του προγράμματος LTRO)²².

Διάγραμμα 4
Μεταβολή ενεργητικού της ΕΚΤ και
μακροχρόνια επιτόκια για επιλεγμένες χώρες της ΖτΕ, 2006-2017



Πηγές: ECB 2018b, ECB 2018c, Eurostat 2018. Δική μας επεξεργασία. Σημειώνουμε ότι τα έτη στον άξονα αφορούν το τέλος του έτους.

Στο Διάγραμμα (4) παρατηρούμε την αποτελεσματικότητα της παρέμβασης της ΕΚΤ στα επίπεδα των μακροχρόνιων επιτοκίων (επιτοκίων για ομόλογα 10ετή αναφοράς). Τα μακροχρόνια επιτόκια δανεισμού μειώνονται για όλα τα κράτη σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα. Αυτό το διάγραμμα, αν οι ημερομηνίες διαβαστούν ανάστροφα, αποτελεί και ένα δείκτη για την επίδραση που θα έχει η διακοπή της παρέμβασης της ΕΚΤ στην αγορά ομολόγων.

Από την άλλη πλευρά, ωστόσο, η ΖτΕ δεν αποτελεί πολιτική οντότητα με τα χαρακτηριστικά ενός κράτους και έχει περιορισμένη αποστολή με βάση τη συνθήκη ίδρυσής της. Οι παρεμβάσεις που έκανε ήταν στα πλαίσια μία έκτακτης συνθήκης για να αντισταθμίσει τις δυσμενείς και σοβαρές επιπτώσεις (δυσνητική χρεοκοπία Ιταλίας και Ισπανίας).

Στο σημείο αυτό μπορούμε να διατυπώσουμε το καταληκτικό συμπέρασμα της ενότητας (που θα είναι χρήσιμο για την ανάλυση στη συνέχεια του άρθρου). Μία αναπτυγμένη καπιταλιστική οικονομία (που για την αναπαραγωγή της προϋποθέτει οργανική ένταξη στον διεθνή καταμερισμό και στις διεθνείς αγορές) μπορεί να εξασφαλίζει κατάλληλο δημοσιονομικό χώρο για την οργάνωση ουσιαστικής κοινωνικής πολιτικής μόνο στο βαθμό που «χαλαρώσει» η εποπτεία της (4) επάνω στην (3), ή αλλιώς, η εποπτεία των αγορών επάνω στα δημόσια οικονομικά. Δηλαδή μόνο στο βαθμό που η οργάνωση της δημοσιονομικής πολιτικής είναι σχετικά αποδεδουλευμένη από την τιμολόγηση των αγορών.

4. Οι όροι του προβλήματος²³

Η δραστική αντιμετώπιση του υψηλού δημόσιου χρέους στις αναπτυγμένες καπιταλιστικές χώρες όπως διαπιστώσαμε δεν μπορεί να βασίζεται σε δημοσιονομική προσαρμογή και μόνιμα υψηλά

²² Αναλυτικότερα στοιχεία σε ECB (2018a) και (2018b).

²³ Για την ενότητα δες Σωτηρόπουλος et al (2014a και 2014b), όπου παρουσιάζεται μία προγενέστερη ανάλυση του προβλήματος του δημόσιου χρέους στη ΖτΕ και συγχρόνως μία πρόταση αντιμετώπισής του η οποία βασιζόταν στο πλαίσιο που ανέπτυξαν οι Pâris και Wyplosz (2013). Στο παρόν κείμενο η πρόταση αντιμετώπισης του δημόσιου χρέους είναι διάφορη αυτών των προγενέστερων κειμένων, όπως γίνεται φανερό στη συνέχεια.

πρωτογενή πλεονάσματα²⁴. Η λύση δεν μπορεί, επίσης, να έρθει με αποκρατικοποιήσεις και πώληση δημόσιας περιουσίας. Στις περισσότερες περιπτώσεις ευρωπαϊκών οικονομιών με υψηλό χρέος, τα περιουσιακά στοιχεία του δημοσίου δεν επαρκούν ποσοτικά για έναν δραστικό περιορισμό του προβλήματος²⁵.

Κατά συνέπεια, ο στόχος της αποδέσμευσης από την παγίδα λιτότητας (που αναγκαστικά επιβάλλει ένα υψηλό επίπεδο χρέους) μπορεί να ικανοποιηθεί τυπικά μόνο μέσα από μη-συμβατικές λύσεις, δηλαδή από πολιτικές οι οποίες επηρεάζουν έναν από τους τρεις βασικούς όρους της Σχέσης (1) μειώνοντας την παρούσα αξία του δημόσιου χρέους: είτε τις δόσεις (τους τόκους που προκύπτουν) c_t , μεταβάλλοντας την περίοδο αποπληρωμής n ή το ύψος τους c , είτε την ονομαστική τιμή του χρέους C . Με άλλα λόγια, απαιτούνται μορφές παρέμβασης κατάλληλες να εξασφαλίσουν είτε πιο ευνοϊκούς όρους αποπληρωμής, είτε κούρεμα των δανειακών υποχρεώσεων του δημοσίου. Στο σημείο αυτό χρειάζονται τέσσερις βασικές επισημάνσεις.

Πρώτον, οποιαδήποτε μείωση της παρούσας αξίας χωρίς το κούρεμα της ονομαστικής τιμής του χρέους C , μπορεί να περιορίζει μερικώς το πρόβλημα, αλλά στρατηγικά δεν χαλαρώνει την επιτήρηση των αγορών (ιδιαίτερα όταν η όποια λύση προσφέρεται μαζί με το «προαπαιτούμενο» της λιτότητας).

Δεύτερον, πρέπει να ληφθεί υπόψη είναι ο κεντρικός ρόλος που διαδραματίζουν τα κρατικά χρεόγραφα των αναπτυγμένων χωρών ως βάση πολλών σύνθετων χρηματοπιστωτικών προϊόντων και ως κυρίαρχο περιουσιακό στοιχείο των θεσμικών επενδυτών (ασφαλιστικά ταμεία κλπ.). Μία δραστική μεταβολή στην παρούσα αξία των χρεογράφων αυτών είναι ικανή να υποκινήσει ένα νέο διεθνές χρηματοπιστωτικό επεισόδιο και να αφήσει εξαιρετικά εκτεθειμένο τον τραπεζικό τομέα (ανάγκη ανακεφαλαιοποίησης τραπεζών) και τα ασφαλιστικά ταμεία (δες *Πίνακα 2* για την κατανομή του δημόσιου χρέους ανά θεσμικό κάτοχο). Κάποιος θα μπορούσε να αντιπροτείνει το επιλεκτικό κούρεμα του δημόσιου χρέους που κατέχει ο ιδιωτικός μη-τραπεζικός τομέας. Ωστόσο όπως φαίνεται στον *Πίνακα 2*, για το σύνολο των χωρών οι εγχώριοι μη-τραπεζικοί πιστωτές δεν κατέχουν σημαντικό μερίδιο του χρέους και μάλιστα στο ύψος που απαιτείται

Πίνακας 2

Κάτοχοι δημόσιου χρέους (%) το 2017 και το 2007

	Ημεδαπή								Αλλοδαπή	
	Κεντρική Τράπεζα		Τράπεζες		Ασφαλιστικά ταμεία και ασφ. επιχειρήσεις		Μη - χρηματοπιστωτικός τομέας			
Κράτη	2017	2007	2017	2007	2017	2007	2017	2007	2017	2007
Αυστρία	14.2	0.6	14.5	14.4	3.4	5.7	0.5	0.8	67.4	78.5
Βέλγιο	12.0	1.5	16.5	25.7	15.7	9.6	3.8	5.9	52.0	57.2
Κύπρος	3.4	18.1	8.9	36.1	3.3	12.1	1.1	10.9	83.3	22.8
Γερμανία	15.3	0.7	25.0	29.9	8.4	10.9	1.9	2.8	49.5	55.7
Εσθονία	0.0	0.0	30.2	51.4	4.7	7.3	3.4	4.9	61.7	36.5
Ισπανία	17.7	4.8	22.4	24.2	14.2	13.5	0.6	9.8	45.1	47.8
Φιλανδία	16.8	1.3	12.8	11.0	1.2	1.5	1.9	4.2	67.4	82.1
Γαλλία	14.9	0.2	15.6	15.4	16.7	0.2	2.0	1.9	50.8	82.3
Ιταλία	16.3	4.0	26.5	23.4	19.3	12.8	5.4	19.2	32.5	40.6
Λετονία	9.7	NA*	9.9	NA*	4.4	NA*	8.5	NA*	67.5	NA*

24 Για την επίδραση των δημοσίων δαπανών στο πλαίσιο της συζήτησης των δημοσιονομικών πολλαπλασιαστών η βιβλιογραφία είναι πολύ μεγάλη. Ενδεικτικά παραπέμπουμε σε Fève, Sahuc (2015), Truger (2015), Batini et al (2014), Blanchard, Leigh (2013).

25 Ενδεικτικά δες Pâris και Wyplosz (2013).

Λιθουανία	10.5	0.0	9.0	23.6	4.4	5.4	2.8	0.4	73.3	70.5
Ολλανδία	17.1	NA*	22.9	21.7	22.3	12.5	1.8	3.8	35.9	61.3
Πορτογαλία	10.6	0.4	16.3	9.8	6.2	3.6	12.9	10.9	54.0	75.3
Σλοβενία	17.8	1.3	15.6	31.7	4.1	20.2	0.6	9.1	61.9	37.7
Σλοβακία	19.4	0.0	22.3	61.1	0.0	0.0	0.8	1.1	57.5	37.9
ZtE (19)	15.5	1.9	21.2	22.6	13.9	8.5	3.2	8.0	46.2	59.0

Πηγές: Eurostat, ECB, δική μας επεξεργασία. NA* σημαίνει μη-διαθέσιμο δεδομένο. Εχουμε παραλείψει την Ελλάδα καθώς το μεγαλύτερο τμήμα του χρέους της είναι προς το EFSF και το ESM.

Τρίτον, στη ZtE δεν υπάρχει πολιτικό έδαφος για σημαντικές δημοσιονομικές μεταβιβάσεις, κατάλληλες για τη ριζική αντιμετώπιση του προβλήματος στις χώρες που υπάρχει ανάγκη. Αυτό θα προϋπόθετε ομοσπονδιακές δομές εθνικού κράτους, όπως ακριβώς συμβαίνει στην περίπτωση των ΗΠΑ. Επιπλέον, στο βαθμό που πρόβλημα χρέους αντιμετωπίζουν αρκετές πλέον χώρες της ZtE, η λογική των μεταβιβάσεων δεν θα αποτελούσε από μόνη της λύση σε συνολικό επίπεδο.

Τέταρτον, οι παραδοσιακές πολιτικές ανοικτής αγοράς, παρότι είναι χρήσιμες δεν επαρκούν για την επίλυση του προβλήματος σε όσες χώρες βρίσκονται ήδη με υψηλά επίπεδα δημόσιου χρέους. Μπορεί να βελτιώνουν τη διαφορά $r-\gamma$ (δηλαδή τη σχέση μεγέθυνσης και κόστους δανεισμού) στη Σχέση (3), αλλά αφήνουν τα δημόσια οικονομικά λίγο-πολύ το ίδιο εκτεθειμένα στην επίβλεψη των αγορών, διότι δεν μεταβάλλουν το μέγεθος της ονομαστικής επιβάρυνσης C . Επιπλέον, όπως σημειώνουν και οι Pâris και Wyplosz (2013) και οι De Grauwe και Ji (2013), δημιουργούν έσοδα για την ΕΚΤ τα οποία μοιράζονται αναλογικά στους «μετόχους» της και άρα υποκινούν έμμεσες μεταβιβάσεις προς τις μη-χρεωμένες χώρες, δηλαδή μεταβιβάσεις προς τη λάθος κατεύθυνση.

Η μόνη ουσιαστική λύση σε επίπεδο ZtE οφείλει να μειώνει σημαντικά για ένα σύνολο χωρών το ονομαστικό ύψος του χρέους C , το οποίο πρέπει να εξυπηρετηθεί σε ένα ορισμένο χρονικό ορίζοντα, δηλαδή να περιορίζει τη δραστηριότητα της (4) επάνω στην (3), και να κινείται πέρα από τους τέσσερις παραπάνω περιορισμούς. Μία τέτοια λύση προϋποθέτει αναμφισβήτητη την αλλαγή του ρόλου της ΕΚΤ.

5. Η βασική ιδέα

Η βασική ιδέα είναι απλή: Η ΕΚΤ οφείλει να λειτουργεί ως παραδοσιακή (συμβατική) Κεντρική Τράπεζα παρεμβαίνοντας χωρίς περιορισμούς στην αγορά δημόσιων χρεογράφων (δανειζοντας, δηλαδή, τα ευρωπαϊκά κράτη). Η εν λόγω διαδικασία νομισματοποίησης του χρέους στην απαιτούμενη κλίμακα (βλ. στη συνέχεια τον Πίνακα 4 για τα οικονομικά μεγέθη ενός βασικού σεναρίου) είναι πολύ πιθανό να οδηγήσει σε πληθωρισμό (οι πληθωριστικές πιέσεις, βέβαια, θα είναι πολύ πιο ασθενείς στο περιβάλλον αυξημένου κινδύνου αποπληθωρισμού). Για τον λόγο αυτό, η ΕΚΤ θα πρέπει να αντικαθιστά τα κρατικά χρεόγραφα με δικά της, δηλαδή να δανείζεται από τον ιδιωτικό τομέα, ώστε να ουδετεροποιήσει την αύξηση του ενεργητικού από την αγορά του κρατικού χρέους. Στην περίπτωση αυτή το πραγματικό κόστος δανεισμού του δημοσίου θα ισούται με το επιτόκιο που θα πληρώνει η Κεντρική Τράπεζα προς τον ιδιωτικό τομέα. Για την ZtE το επιτόκιο αυτό μπορεί μακροχρόνια να διαμορφώνεται στο επίπεδο του 3%-3,5%²⁶, όμως η εμπειρία από την παρέμβαση της ΕΚΤ στην αγορά ομολόγων κατά την περίοδο 2015-2018 δείχνει ότι μπορεί να διαμορφωθεί και σε πολύ χαμηλότερα επίπεδα. Στο σενάριο που παρουσιάζουμε στη συνέχεια υποθέτουμε ότι το επιτόκιο με το οποίο δανείζεται η ΕΚΤ διαμορφώνεται σε 3.5%. Η επιβάρυνση της ΕΚΤ από τους τόκους μπορεί να αντισταθμιστεί σε βάθος χρόνου από τα έσοδα νομισματοποίησης (seignorage)²⁷. Αυτή η ιδέα αποτελεί το γενικό πλαίσιο εντός του οποίου μπορεί

²⁶ Δες ενδεικτικά Pâris και Wyplosz (2014).

²⁷ Δες Buiter, W., Rahbari, E. (2012) και Pâris και Wyplosz (2014).

να τοποθετηθεί σε αφηρημένο επίπεδο και η τρέχουσα παρέμβαση της ΕΚΤ, αλλά στην ανάλυσή μας γίνεται σε μεγαλύτερη κλίμακα αυτή η παρέμβαση.

Στο σενάριο που προτείνουμε, η ΕΚΤ αποκτά το δημόσιο χρέος όλων των 19 κρατών της ΖτΕ το οποίο αντιστοιχεί στο 50% του διαπραγματεύσιμου χρέους για κάθε κράτος²⁸. Το μέγεθος της πρότασης είναι περίπου το διπλάσιο (το τρέχον επίπεδο ομολόγων που κατέχει η ΕΚΤ είναι το 24,77% του διαπραγματεύσιμου χρέους και η πρόταση μας θα το αυξήσει από τα τρέχοντα 2 τρισ. ευρώ στα 3.8 τρισ. ευρώ περίπου).

Το 50% του χρέους το αποκτά σταδιακά, τη χρονική στιγμή που λήγει κάθε τμήμα του, ξεκινώντας από το τέλος του 2018. Όταν ένα τμήμα του χρέους λήγει τα κράτη εκδίδουν ομόλογα για την αποπληρωμή του, τα οποία τα αγοράζει η ΕΚΤ σε ένα συγκεκριμένο ύψος επιτοκίου²⁹. Αυτή η παρέμβαση της ΕΚΤ εξαντλείται το 2024-25, καθώς για όλα τα κράτη της ΖτΕ, εκτός της Ελλάδας, το 50% του διαπραγματεύσιμου χρέους λήγει μέχρι το 2024-25. Για την περίπτωση της Ελλάδας, λόγω της εξομάλυνσης των λήξεων χρέους που έχει λάβει χώρα, η παρέμβαση της ΕΚΤ λήγει το 2038, γεγονός που δείχνει και την ανάγκη μία διαφορετικής αντιμετώπισης στην οποία όμως δεν προχωρούμε σε αυτό το κείμενο. Στο σενάριο του οποίου τα αποτελέσματα παρουσιάζουμε τα νέα αυτά ομόλογα που αποκτά η ΕΚΤ λήγουν με ισομεγέθη χρεολύσια στο διάστημα 2040-60.

Το επιτόκιο το οποίο καρπώνεται η ΕΚΤ και το οποίο συμβολίζουμε με e , καθορίζεται στη βάση δύο συνθηκών: α) είναι όσο είναι το τρέχον μακροπρόθεσμο επιτόκιο του κράτους συν 50 μονάδες βάσης (0.5%) και β) σε περίπτωση που το προηγούμενο άθροισμα υπερβαίνει την οροφή του 2%, γι' αυτό το κράτος μέλος, το επιτόκιο καθορίζεται σε 2% (με βάση τα τρέχοντα επιτόκια ο δεύτερος κανόνας εφαρμόζεται μόνο σε Ελλάδα, Ιταλία και Κύπρο). Τονίζουμε ότι ακόμη και αν υποθέσουμε υψηλότερο επιτόκιο το οποίο καρπώνεται η ΕΚΤ η δυναμική εξέλιξη του ύψους του δημόσιου χρέους είναι ευνοϊκή καθώς το εκτιμώμενο μακροπρόθεσμο επιτόκιο δανεισμού για τα κράτη είναι υψηλότερο από αυτό που προσδιορίσαμε με τις συνθήκες α) και β).

Στο υπόδειγμα μας το ισοζύγιο της ΕΚΤ μεταξύ των τόκων που εισπράττει από το δημόσιο χρέος που κατέχει, των εσόδων από το εκδοτικό προνόμιο (*seigniorage*) και των τόκων που πληρώνει για τη χρηματοδότηση του χρέους που κατέχει, καθίσταται μηδενικό το 2036, όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 5³⁰.

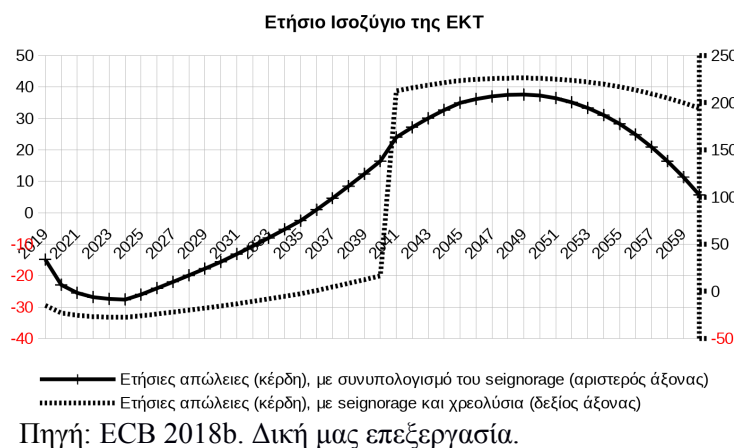
Διάγραμμα 5

Οι εκτιμώμενες ετήσιες απώλειες της ΕΚΤ σε δισεκατομμύρια ευρώ
(οι υπολογισμοί δικοί μας, με αρνητικό πρόσημο οι απώλειες).

28 Για τις χώρες που ήταν σε πρόγραμμα δανεισμού και ειδικά για την περίπτωση της Ελλάδας, η βασική υπόθεση είναι ότι όταν λήγει μία δόση των δανείων, αποπληρώνεται με νέα ομόλογα τα οποία εκδίδονται και τα αγοράζει η ΕΚΤ με τις ίδιες υποθέσεις, με άλλα λόγια γι' αυτές τις χώρες επεκτείνουμε το νόημα του όρου «διαπραγματεύσιμο χρέος» έτσι ώστε να περιλαμβάνει και τα δάνεια.

29 Με άλλα λόγια αποτελεί μία γενίκευση με νέους όρους της πρακτικής του προγράμματος PSPP της ΕΚΤ.

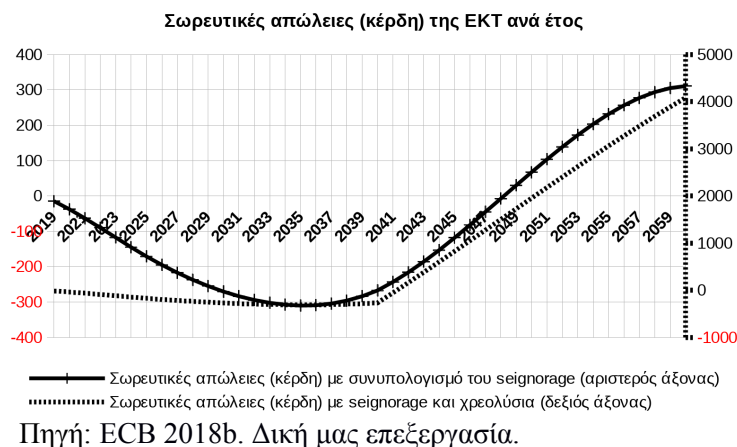
30 Για το αναλυτικό πλαίσιο που βασίζονται οι υπολογισμοί των εσόδων από το *seigniorage* βασίζομαστε σε Buiter, Rahbari (2012). Για τον υπολογισμό δεν παίρνουμε ως βάση, όπως προτείνουν τη νομισματική βάση (η οποία ανήλθε σε 8 τρισ περίπου τον Ιούνιο του 2018) αλλά μόνο το νόμισμα σε κυκλοφορία το οποίο για τον Ιούνιο του 2018 ανερχόταν σε 1.13 τρισ ευρώ περίπου. Όπως είναι φανερό οδηγούμαστε σε σημαντική υποεκτίμηση αλλά αυτό αποτελεί και ένα δείκτη που ενισχύει τη δυνατότητα της πρότασης.



Με τις υποθέσεις που έχουμε τα η ΕΚΤ εμφανίζει γρήγορα κέρδη ενώ όπως φαίνεται και από το *Διάγραμμα (6)* από το 2049 το σύνολο των κερδών υπερβαίνει το σύνολο των απωλειών.

Διάγραμμα 6

Σωρευμένες απώλειες της ΕΚΤ σε δισεκατομμύρια ευρώ (οι υπολογισμοί δικοί μας).



Το πρόβλημα το οποίο παρουσιάζουμε είναι πολυπαραμετρικό, από την άποψη ότι οι «τεχνικές» τροποποιήσεις του βασικού σεναρίου μπορεί να είναι πάρα πολλές. Θα μπορούσαμε να πούμε ότι το βασικό μας σενάριο εμφανίζει τον πολιτικό ορίζοντα των δυνατοτήτων που μπορεί να έχει μία παρέμβαση μεγάλου μεγέθους της ΕΚΤ: βραχυκυκλώνοντας την επενέργεια των χρηματαγορών και εξασφαλίζοντας ένα ζωτικό δημοσιονομικό περιβάλλον για την οργάνωση εναλλακτικών πολιτικών μείωσης της ανεργίας και επενδύσεων στις υποδομές (πάντα ως αναγκαία αλλά όχι ικανή συνθήκη). Στην πρόταση την οποία αναπτύσσουμε, η ΕΚΤ αναλαμβάνει να διαχειριστεί για μεγάλο διάστημα σημαντικό τμήμα του χρέους της ΖτΕ χωρίς στρατηγικού χαρακτήρα μεταβιβάσεις και χωρίς κούρεμα χρέους.

6. Το υπόδειγμα αντιμετώπισης του χρέους

Με βάση τον προηγούμενο μηχανισμό συγκροτούμε ένα υπόδειγμα για την εκτίμηση της δυναμικής της συσσώρευσης του δημόσιου χρέους το διάστημα 2019-2060 με τέσσερις διαφορετικές παραλλαγές, που προέρχονται από τις διαφορετικές μακροοικονομικές υποθέσεις για τα βασικά στοιχεία που επηρεάζουν αυτή τη δυναμική, όπως αυτή καθορίζεται από τη Σχέση (2).

6.1 Οι βασικές μακροοικονομικές υποθέσεις

Οι βασικές μακροοικονομικές υποθέσεις μας έχουν ως εξής:

α) Για τον πραγματικό μακροχρόνιο ρυθμό μεγέθυνσης για το διάστημα 2020-60, παίρνουμε τα δεδομένα από τον ΟΟΣΑ (OECD 2018) και τις υπηρεσίες της Ε.Ε (EC 2018b), και υποθέτουμε ότι ο πληθωρισμός προσαρμόζεται γρήγορα, σε βάθος δεκαετίας στον ιστορικό μέσο για κάθε κράτος. Καθώς οι εκτιμήσεις του ΟΟΣΑ είναι πιο αισιόδοξες άμεσα σχηματίζονται δύο παραλλαγές του υποδείγματος οι οποίες ελέγχουν την επίδραση των ρυθμών μεγέθυνσης στη δυναμική του χρέους. Στην πρώτη αναφερόμαστε ως *1. OECD, NPC*, όπου το NPC σημαίνει την περίπτωση όπου δεν υιοθετείται η πρόταση παρέμβασης της ECB και στη δεύτερη, με χαμηλότερους ρυθμούς μεγέθυνσης, αναφερόμαστε ως *2. EU, NPC*.

β) Για τα πρωτογενή πλεονάσματα (PB), ακολουθούμε μέχρι το 2027 τις εκτιμήσεις των υπηρεσιών της Ευρωπαϊκής Επιτροπής EC (2018a), και στη συνέχεια τα προσαρμόζουμε σταδιακά στον ιστορικό μέσο όρο χωρίς να λαμβάνουμε υπόψη τις επιπτώσεις της κρίσης στον υπολογισμό τους. Το ίδιο πράττουμε και για τις προσαρμογές ροών αποθεμάτων (SFA). Ενώ οι περισσότερες αναλύσεις της διατηρησιμότητας του χρέους υποθέτουν μηδενικές SFA εμείς αποκλίνουμε από αυτήν την υπόθεση. Τα *Διαγράμματα 1* και *2* ενισχύουν τις ανάγκες απόκλισης. Ωστόσο, για λόγους που έχουν να κάνουν με τις ανάγκες εστίασης στους όρους της *Σχέσης (3)* τα προσαρμόζουμε με κάτω όριο το 0 και άνω όριο το 1.

γ) Για τα μακροπρόθεσμα επιτόκια, LTIR, σχηματίζουμε μία συνάρτηση, βάση της οποίας αποτελεί το ιστορικό μακροπρόθεσμο επιτόκιο όπως συνάγεται από τα δεδομένα της ΕΚΤ (ECB 2018c) χωρίς να λάβουμε υπόψη τα δεδομένα μετά την κρίση³¹. Για αυτήν την εκτίμησή τους λάβαμε υπόψη και άλλες αναλύσεις διατηρησιμότητας του χρέους από IMF και EC (2018a). Υποθέτουμε ότι το ιστορικό μακροπρόθεσμο επιτόκιο επιβαρύνεται με 50 μονάδες βάσης. Επιπρόσθετα, αν το ποσοστό του χρέους επί του ΑΕΠ, για κάποιο έτος μεταξύ του 2018 και 2060, είναι μεταξύ του 60% και του 100% προστίθενται στις 50 άλλες 30 μονάδες βάσης, ενώ, αν είναι μεγαλύτερο του 100% για κάποιο έτος προστίθενται στις προηγούμενες 80 επιπλέον 30 μονάδες βάσης. Υπόρρητη προϋπόθεση της συνάρτησης είναι η μη-αμφισβήτηση του αξιόχρεου για κάποιο κράτος. Αν το χρέος μειώνεται ακολουθεί η αντίστροφη λογική. Είναι προφανές ότι αυτή η συνάρτηση είναι ατελής, αλλά επιτρέπει τη σύγκριση των διαφορετικών σεναρίων εφόσον αποτελεί κοινή βάση τους. Στην περίπτωση μη-παρέμβασης της ΕΚΤ υποθέτουμε τη γρήγορη άρση των τρεχόντων χαμηλών μακροπρόθεσμων επιτοκίων προς τους ιστορικούς μέσους. Ενώ, στην περίπτωση παρέμβασης της ECB αυτή η άρση αναβάλλεται, ακολουθείται η τρέχουσα τροχιά των επιτοκίων (όπου η ΕΚΤ παρεμβαίνει ήδη) για το χρονικό διάστημα που διαρκεί η παρέμβαση (υποθέτουμε ότι η άνοδος των επιτοκίων εκκινεί από το 2023) και στη συνέχεια τα μακροπρόθεσμα επιτόκια προσαρμόζονται, επίσης γρήγορα, στον ιστορικό μέσο τους. Το έμμεσο επιτόκιο στο σύνολο του χρέους, IIR, υπολογίζεται κάθε έτος ανάλογα με το κόστος δανεισμού που διαμορφώνεται από τις προηγούμενες υποθέσεις για κάθε κράτος.

Στον *Πίνακα 3* παρουσιάζουμε τις τιμές που παίρνουν οι βασικές μεταβλητές που καθορίζουν τη δυναμική του χρέους για τα τέσσερα σενάρια που προκύπτουν με βάση τις προηγούμενες παραδοχές. Στα δύο πρώτα, *1. OECD, NPC*, και *2. EU, NPC* έχουμε ήδη αναφερθεί. Τα υπόλοιπα δύο έχουν ως βάση τους χαμηλότερους ρυθμούς μεγέθυνσης του *2*. Στη μεν πρώτη παραλλαγή, *3a. EU, ECB*, υποθέτουμε την παρέμβαση της ΕΚΤ ενώ στη δεύτερη, *3b. ECB, FP*, εκτός της παρέμβασης, τα κράτη προβαίνουν και σε δύο εφάπαξ προγράμματα δημοσίων επενδύσεων της τάξης του 5% του ΑΕΠ, τα έτη 2020 και 2024. Στο *3b*, υποθέτουμε επίσης ότι οι δημοσιονομικοί πολλαπλασιαστές παίρνουν μία ενιαία συνολική τιμή, 1.8, από την οποία παίρνουμε τις επιπτώσεις σε βάθος 8 ετών³². Με άλλα λόγια υπάρχει μία δευτερογενής επίδραση στους ρυθμούς μεγέθυνσης.

³¹ Η εκτίμηση μακροπρόθεσμων επιτοκίων, όπως αποδεικνύεται σταθερά, αποτελεί σχεδόν ένα «άλμα στο κενό». Η βιβλιογραφία είναι αχανής. Εδώ, παραπέμπουμε τον αναγνώστη σε δύο κείμενα όπου συζητείται το θέμα στο πλαίσιο της ανάλυσης διατηρησιμότητας του χρέους: Carone και Berti (2014), EC (2018a).

Πίνακας 3

Σύνοψη μακροοικονομικών υποθέσεων της ανάλυσης. Μέσοι όροι 2020-60

Country	PB (1)	SFA(1)	γ, μεγέθυνση % (3)				LTIR %(2)				IRR %(2)			
			1. OECD, NPC	2. EU, NPC	3a. EU, ECB	3b. ECB, FP	1. OECD, NPC	2. EU, NPC	3a. EU, ECB	3b. ECB, FP	1. OECD, NPC	2. EU, NPC	3a. EU, ECB	3b. ECB, FP
Austria	0.60	-0.05	3.54	3.30	3.30	3.70	4.97	4.95	4.45	4.45	3.73	3.72	1.45	1.43
Belgium	0.84	0.08	4.09	3.52	3.52	3.93	5.21	5.22	4.60	4.60	3.93	3.95	1.56	1.54
Cyprus	0.53	1.01	NA	4.81	4.81	5.21	NA	5.73	5.22	5.20	NA	4.64	2.70	2.73
Finland	0.59	0.57	3.08	2.90	2.90	3.30	5.13	5.13	4.49	4.49	3.77	3.77	1.48	1.49
France	-0.29	0.09	3.95	3.53	3.53	3.94	5.36	5.37	4.63	4.61	3.98	3.98	1.82	1.84
Germany	1.12	0.00	2.32	2.06	2.06	2.47	4.75	4.75	4.34	4.34	2.48	2.49	1.16	1.16
Greece	1.35	0.44	4.07	3.78	3.78	4.19	5.90	5.90	5.61	5.58	4.05	4.07	2.50	2.50
Ireland	0.21	0.51	5.44	4.79	4.79	5.19	4.90	4.96	4.48	4.48	4.03	4.04	2.09	2.12
Italy	1.04	0.02	3.60	3.20	3.20	3.61	5.62	5.62	5.09	5.02	4.50	4.50	2.37	2.36
Latvia	-0.14	0.24	9.24	9.98	9.98	10.38	5.33	5.33	4.85	4.85	4.31	4.33	2.22	2.28
Lithuania	-0.21	0.53	4.59	4.65	4.65	5.05	5.35	5.37	4.73	4.73	4.43	4.44	1.51	1.56
Luxembourg	0.82	1.05	5.80	5.10	5.10	5.50	4.50	4.50	4.08	4.08	3.42	3.42	1.57	1.63
Malta	0.30	0.24	NA	4.73	4.73	5.13	NA	5.28	4.86	4.86	NA	4.42	2.41	2.44
Netherlands	0.66	0.00	4.70	4.09	4.09	4.49	4.80	4.80	4.36	4.36	2.76	2.82	1.31	1.30
Portugal	0.35	-0.03	4.37	3.89	3.89	4.29	5.54	5.55	4.92	4.89	4.54	4.55	2.50	2.51
Slovakia	0.10	0.00	6.01	5.96	5.96	6.36	5.12	5.12	4.67	4.67	4.09	4.09	1.79	1.81
Slovenia	0.02	0.65	5.81	5.96	5.96	6.36	5.40	5.40	4.72	4.72	4.45	4.46	2.21	2.24
Spain	0.04	0.23	4.86	4.81	4.81	5.22	5.17	5.17	4.66	4.65	4.11	4.11	2.37	2.38

Πηγές: Τα αρχικά δεδομένα προέρχονται από OECD (2018), EC (2018a) και (2018b), ECB, AMECO, Eurostat.

Τα στοιχεία για τα χρεολύσια από τους οργανισμούς διαχείρισης χρέους έκαστης χώρας και την ΕΚΤ. Για τη Μάλτα και τη Κύπρο δεν υπάρχουν εκτιμήσεις για τους μακροχρόνιους ρυθμούς μεγέθυνσης από τον ΟΟΣΑ. Οι τιμές του πίνακα αποτελούν δική μας επεξεργασία. Όλες οι τιμές αποτελούν μέσους όρους των εκτιμήσεων των μεταβλητών για την περίοδο 2020-2060 και αφορούν ονομαστικές τιμές. (1), PB και SFA αναφέρονται στα πρωτογενή πλεονάσματα και τις προσαρμογές ροών αποθεμάτων ως ποσοστά επί του ΑΕΠ, αντίστοιχα. (2) LTIR και IIR αποτελούν εκτιμήσεις επιτοκίων. LTIR είναι το ιστορικό μακροπρόθεσμο επιτόκιο για κάθε κράτος αν εξαιρέσουμε την περίοδο 2009-2018. IIR είναι το έμμεσο επιτόκιο δανεισμού για το σύνολο του χρέους. Οι μεγάλες διαφορές μεταξύ των Σεναρίων 1 και 2 και των 3 και 4 για τα LTIR και IIR, προέρχονται από την επίδραση που έχει στο μακροπρόθεσμο και στο έμμεσο επιτόκιο η συγκροτητική γι' αυτά τα σενάρια υπόθεση της αγοράς δημόσιου χρέους από την ΕΚΤ. (3) Οι διαφορές στους ρυθμούς μεγέθυνσης μεταξύ των 2, 3a και 3b προέρχονται από τη δημόσια επενδυτική δαπάνη 5% + 5% και το γεγονός ότι οι μεταβολές της μεγέθυνσης του ονομαστικού ΑΕΠ κατά τα έτη που δρά ο πολλαπλασιαστής επιδρούν ως ακραίες τιμές στον αριθμητικό μέσο.

Τον πίνακα αυτόν ο αναγνώστης (όπως και τους άλλους πίνακες όπου εμπεριέχονται εξαιρετικά μακροχρόνιες εκτιμήσεις μεγεθών όπως τα επιτόκια και οι ρυθμοί μεγέθυνσης), πρέπει να τον χειριστεί κυρίως ως εργαλείο σύγκρισης των σεναρίων και όχι ως εργαλείο που αποτυπώνει με ακρίβεια τις εξελίξεις, δηλαδή ως εργαλείο που επιτρέπει τη σύγκριση των δυνατοτήτων – οριζόντων μεταβολής της συγκυρίας και άσκησης πολιτικής – που ενέχονται στις προτάσεις που έχουμε παρουσιάσει.

32 Το μέγεθος του πολλαπλασιαστή θα μπορούσε να χαρακτηριστεί μέτριο για το ύψος και το είδος της δημοσιονομικής παρέμβασης. Δες Batini et al (2014), Blanchard, Leigh (2013), Fève, Sahuc (2015), Truger (2015),

6.2 Τα κύρια αποτελέσματα του υποδείγματος

Τα αποτελέσματα του υποδείγματος μας δείχνουν μία σημαντική βελτίωση στη δυναμική της συσσώρευσης του δημόσιου χρέους στην περίπτωση παρέμβασης της ΕΚΤ, σενάριο 3a. Οι επιπλέον εφάπαξ δαπάνες για δημόσιες επενδύσεις 5% + 5% δημοσίων επενδύσεων, 3b, επιφέρει οριακή βελτίωση ή χειροτέρευση, σε σχέση με το 3a, ανάλογα με τη χώρα, το ύψος του χρέους με το οποίο ξεκινά και με τη σχέση ρυθμών μεγέθυνσης και επιτοκίων. Το οριακό αποτέλεσμα είναι αναμενόμενο, εφόσον παρά το μέγεθος της παρέμβασης, πρόκειται για εφάπαξ παρέμβαση.

Συγκεκριμένα, όπως παρουσιάζεται στον Πίνακα 4, για όλες τις χώρες υπάρχει μία σημαντική βελτίωση στο χρόνο κατά τον οποίο το χρέος μειώνεται στο επίπεδο του 60%. Για μία σειρά χωρών με τα σενάρια χωρίς αλλαγή πολιτικής (1 και 2) μέχρι το 2060 δεν θα έχει μειωθεί το χρέος κάτω του ορίου του 60% (όπου εμφανίζεται «No Year» στις αντίστοιχες στήλες του Πίνακα 4). Αντίθετα για τις ίδιες χώρες με τα σενάρια 3a, 3b (και στα δύο η ΕΚΤ παρεμβαίνει) το χρέος μειώνεται στο επίπεδο του 60% πριν το 2060 με εξαίρεση την Ελλάδα και την Πορτογαλία. Και για τις δύο αυτές χώρες το χρέος το 2060 είναι το μισό του χρέους που εκτιμάται χωρίς την παρέμβαση της ΕΚΤ, με τους ίδιους ρυθμούς μεγέθυνσης. Ειδικά για το Βέλγιο, τη Γαλλία, την Ελλάδα, την Ιταλία και την Πορτογαλία το δημοσιονομικό πακέτο 5%+5% επιδρά ευνοϊκά στη δυναμική του χρέους. Το γεγονός ότι η Ελλάδα σε κανένα σενάριο δεν αγγίζει το όριο του 60% σημαίνει ότι απαιτείται ειδική αντιμετώπιση του προβλήματος του δημόσιου χρέους – ωστόσο δεν θα επεκταθούμε σε αυτό το σημείο εδώ.

Πίνακας 4

Ετος όπου το χρέος θα είναι κάτω του 60% και ύψος του χρέους το 2060 στα διαφορετικά σενάρια.

Κράτος	Χρέος/ ΑΕΠ 2019	Πρώτο έτος έως το 2060 όπου ο λόγος Χρέος/ΑΕΠ < 60%				Χρέος προς ΑΕΠ το 2060			
		1. OECD, NPC	2. EU, NPC	3a. EU, ECB	3b. EU, ECB, FP	1. OECD, NPC	2. EU, NPC	3a. EU, ECB	3b. EU, ECB, FP
AUT	73.4	2034	2032	2026	2026	49.9	54.9	15.9	15.6
BEL	101.2	NO Year	NO Year	2040	2039	63.0	84.5	22.7	20.2
CYP	93.9		NO Year	2046	2043		108.6	58.3	57.4
FIN	61.6	NO Year	NO Year	2036	2036	82.1	89.4	31.1	31.1
FRA	96.9	NO Year	NO Year	2058	2055	114.0	134.7	58.2	56.1
DEU	57.9	2019	2019	2019	2019	13.6	17.0	1.3	2.8
GRC	170.1	NO Year	NO Year	NO Year	NO Year	127.9	149.0	76.0	67.6
IRL	67.2	2025	2025	2023	2023	49.8	62.1	32.7	33.2
ITA	130.0	NO Year	NO Year	2060	2056	135.6	162.5	59.3	52.3
LVA	35.7	2019	2019	2019	2019	9.5	7.8	4.1	4.5
LTU	38.9	2019	2019	2019	2019	67.8	66.2	23.4	24.8
LUX	22.9	2019	2019	2019	2019	13.1	17.4	8.4	10.4
MLT	48.8		2019	2019	2019		41.2	19.8	21.7
NLD	51.5	2019	2019	2019	2019	5.4	10.0	1.5	2.5
PRT	121.1	NO Year	NO Year	NO Year	2055	112.0	136.7	60.6	56.5
SVK	47.2	2019	2019	2019	2019	20.1	20.6	8.2	9.1
SVN	72.0	NO Year	2059	2029	2029	61.6	59.8	29.0	29.2
ESP	95.5	NO Year	NO Year	2043	2042	78.2	79.5	41.6	40.3

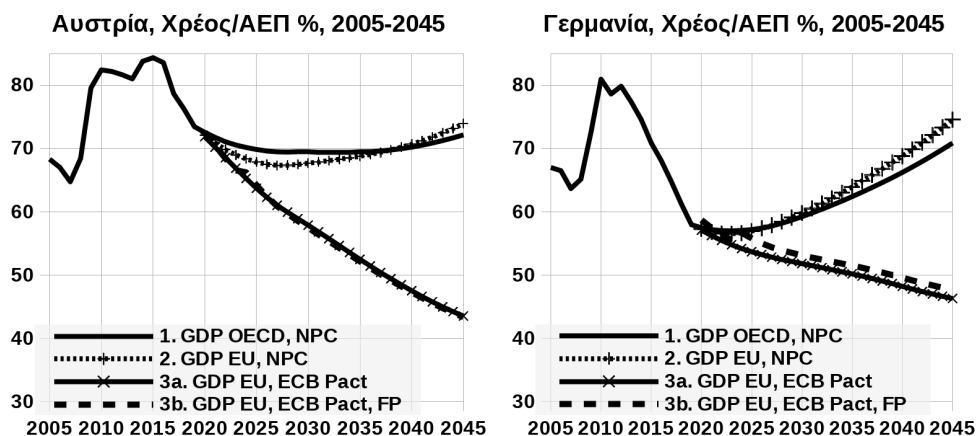
Πηγές: Δες πηγές Πίνακα 3. Με πλάγια γράφεται το έτος 2019 για τα κράτη μέλη που έχουν δημόσιο χρέος μικρότερο του 60%. Με έντονα στοιχεία το έτος στο οποίο το χρέος γίνεται μικρότερο του 60% ή το ύψος του χρέους αν αυτό εκτιμάται άνω του 60% το 2060. Έντονη σκιαγράμμιση σε όλα τα κελιά που το χρέος είναι άνω του 60%.

Ο Πίνακας 4 εκθέτει δύο ομάδες χωρών. Μία πρώτη ομάδα, η οποία, χωρίς αλλαγή πολιτικής δεν θα έχει χρέος κάτω του 60% το 2060 (εδώ ανήκουν Βέλγιο, Κύπρος, Φιλανδία, Γαλλία, Ελλάδα, Ιταλία, Πορτογαλία, Σλοβενία και Ισπανία). Σε αυτήν την ομάδα περιλαμβάνεται και η Λιθουανία, η οποία παρά το ότι ξεκινά με χαμηλό επίπεδο χρέους, οδηγείται σε επίπεδο άνω του 60% χωρίς αλλαγή πολιτικής, καθώς και η Ιρλανδία στο σενάριο 3b. Μία δεύτερη ομάδα, στην οποία κάθε κράτος έχει ήδη χαμηλότερο του 60% χρέος και η δυναμική εξέλιξής του σε όλα τα σενάρια το διατηρεί κάτω αυτού του ορίου. Σε αυτή τη δεύτερη ομάδα ανήκει και η Αυστρία, ενώ η Ιρλανδία εξαρτάται από τους ρυθμούς μεγέθυνσης που θα εμφανίσει.

Εδώ, αξίζει να σημειώσουμε ότι, οι παραπάνω εκτιμήσεις προκύπτουν με βάση μη-ουδέτερη δημοσιονομική πολιτική σε μακρό χρονικό ορίζοντα για διάφορες χώρες. Δηλαδή τη συνεχή παραγωγή δημοσιονομικών πλεονασμάτων, πολιτικών λιτότητας, στο διηνεκές (δες τις εκτιμήσεις για το μέσο δημοσιονομικό πλεόνασμα στον Πίνακα 3 για κάθε χώρα που αποτελούν τη βάση εξαγωγής των εκτιμήσεων). Αυτό το αποτέλεσμα ενισχύει, αφενός μεν και ειδικά αν συνυπολογίσουμε το ύψος του ιδιωτικού χρέους στοιχεία του οποίου εκτίθενται στη στήλη BF90 στον Πίνακα 1, την εκτίμηση ότι το πρόβλημα του χρέους θα αποτελεί βάση σημαντικών εξελίξεων στο μακροπρόθεσμο ορίζοντα, αφετέρου δε, την αναγκαιότητα μίας άλλης στρατηγικής διαχείρισης του δημόσιου χρέους, όπως αυτής που προτείνουμε, πέραν των πολιτικών που στηρίζονται στην συνεχή παραγωγή δημοσιονομικών πλεονασμάτων. Για τη διασάφηση αυτού του συμπεράσματος, αν στη βάση του ίδιου υποδείγματος υποθέσουμε ουδέτερη δημοσιονομική πολιτική μακροχρόνια (έτσι ώστε το άθροισμα δημοσιονομικών πλεονασμάτων και προσαρμογών ροών – αποθεμάτων να είναι μηδενικό μακροχρόνια), δηλαδή άρση της λιτότητας, οι εκτιμήσεις του Πίνακα 4 τροποποιούνται σημαντικά και φαίνεται πιο καθαρά η πολιτική σημασία της παρέμβασης (ή μη-παρέμβασης) της ΕΚΤ στην αγορά ομολόγων. Για λόγους έκτασης του κειμένου παρουσιάζουμε μόνο την περίπτωση της Αυστρίας και Γερμανίας, μέσω της δυναμικής εξέλιξης του χρέους στο Διάγραμμα 7.

Διάγραμμα 7

Σενάριο ουδέτερης δημοσιονομικής πολιτικής και δυναμική του χρέους.

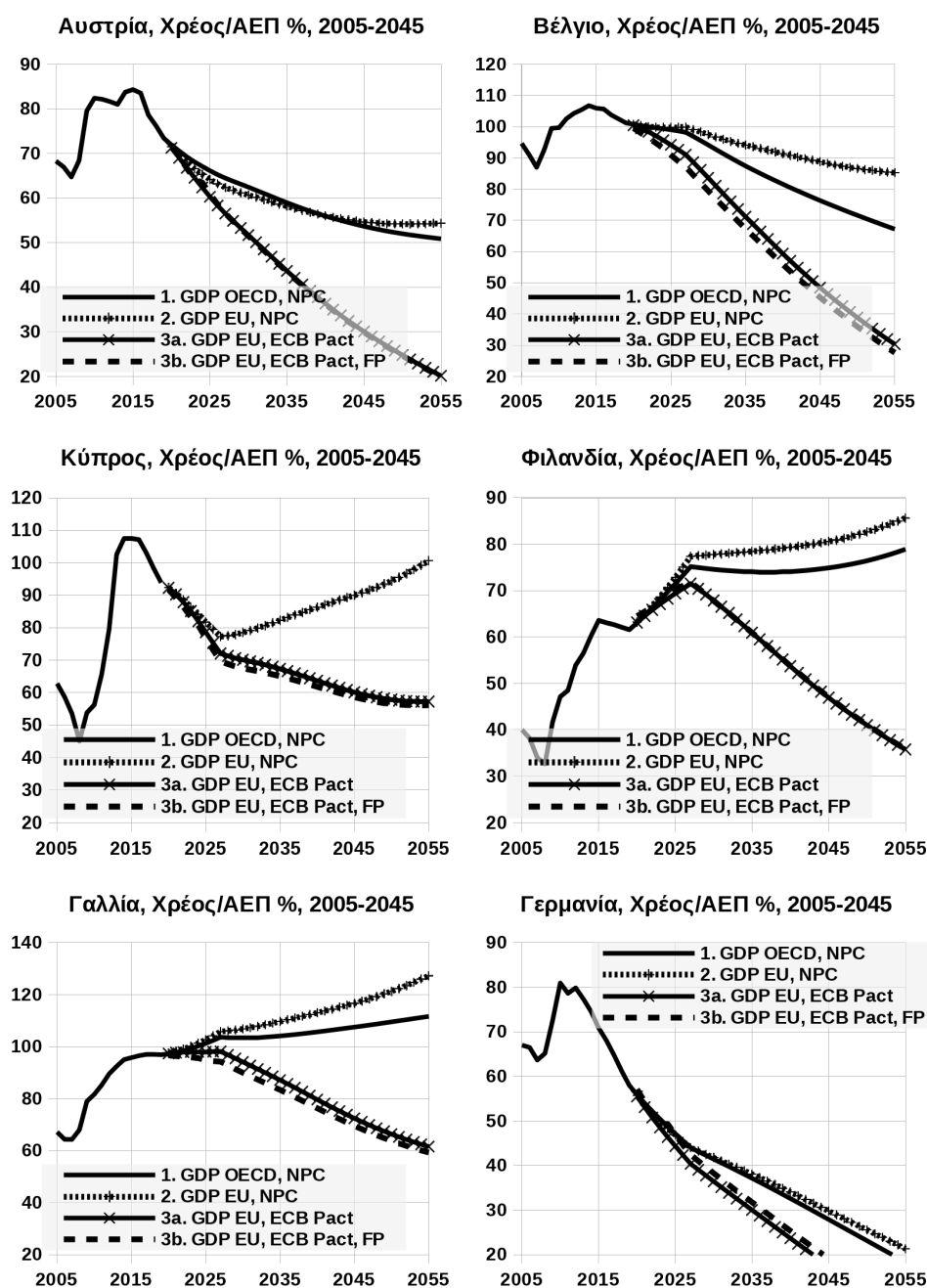


Παρατηρούμε ότι και για τις δύο χώρες, που στο βασικό σενάριο (Πίνακας 4, Διάγραμμα 8), έχουν χρέος μικρότερο του 60% το 2060, στην περίπτωση πολιτικών μη-λιτότητας, χωρίς παρέμβαση της ΕΚΤ, ανεξαρτήτως των ρυθμών μεγέθυνσης το χρέος αποκτά αυξητική δυναμική.

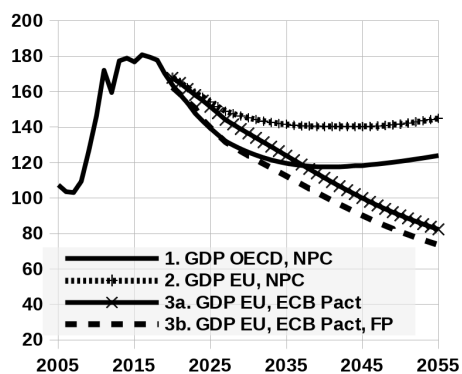
Στο Διάγραμμα 8 παρουσιάζουμε τις εκτιμήσεις για τη δυναμική συσσώρευσης του δημοσίου χρέους για τα 18 κράτη μέλη της ΖτΕ (την Εσθονία δεν τη συμπεριλαμβάνουμε στην ανάλυση καθώς απουσιάζουν βασικά δεδομένα) σύμφωνα με τα τέσσερα σενάρια που παρουσιάσαμε. Στα διαγράμματα για λόγους έκτασης επιλέγουμε να παρουσιάσουμε ως τελευταίο έτος το 2055 αλλά η τροχιά εξέλιξης του χρέους μέχρι το 2060 για κάθε χώρα είναι γραμμική προέκταση αυτής που εμφανίζεται μέχρι το 2055 για το εκάστοτε σενάριο.

Διάγραμμα 8

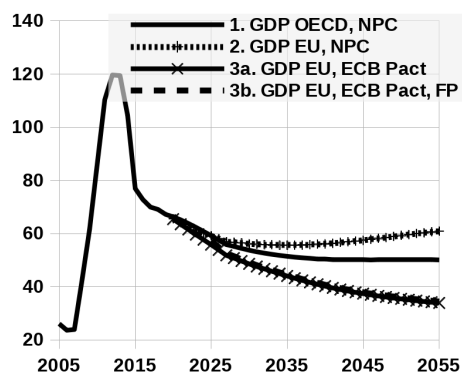
Διαγράμματα για τη δυναμική του δημόσιου χρέους στο βασικό σενάριο.



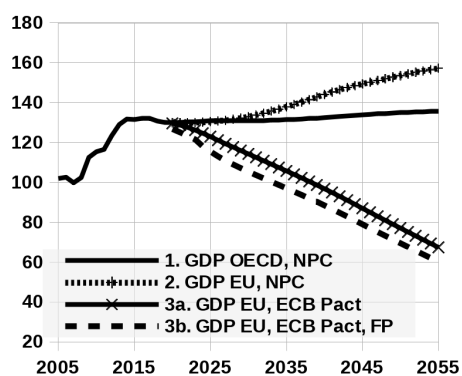
Ελλάδα, Χρέος/ΑΕΠ %, 2005-2045



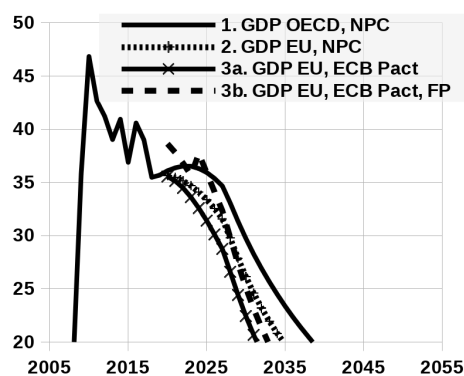
Ιρλανδία, Χρέος/ΑΕΠ %, 2005-2045



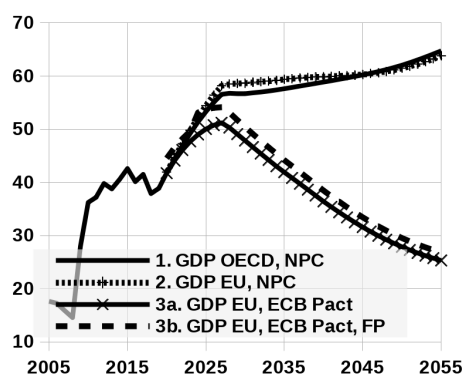
Ιταλία, Χρέος/ΑΕΠ %, 2005-2045



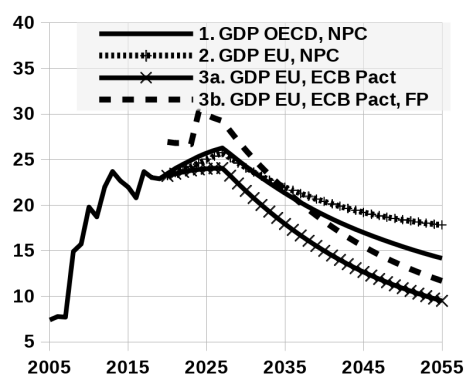
Λετονία, Χρέος/ΑΕΠ %, 2005-2045

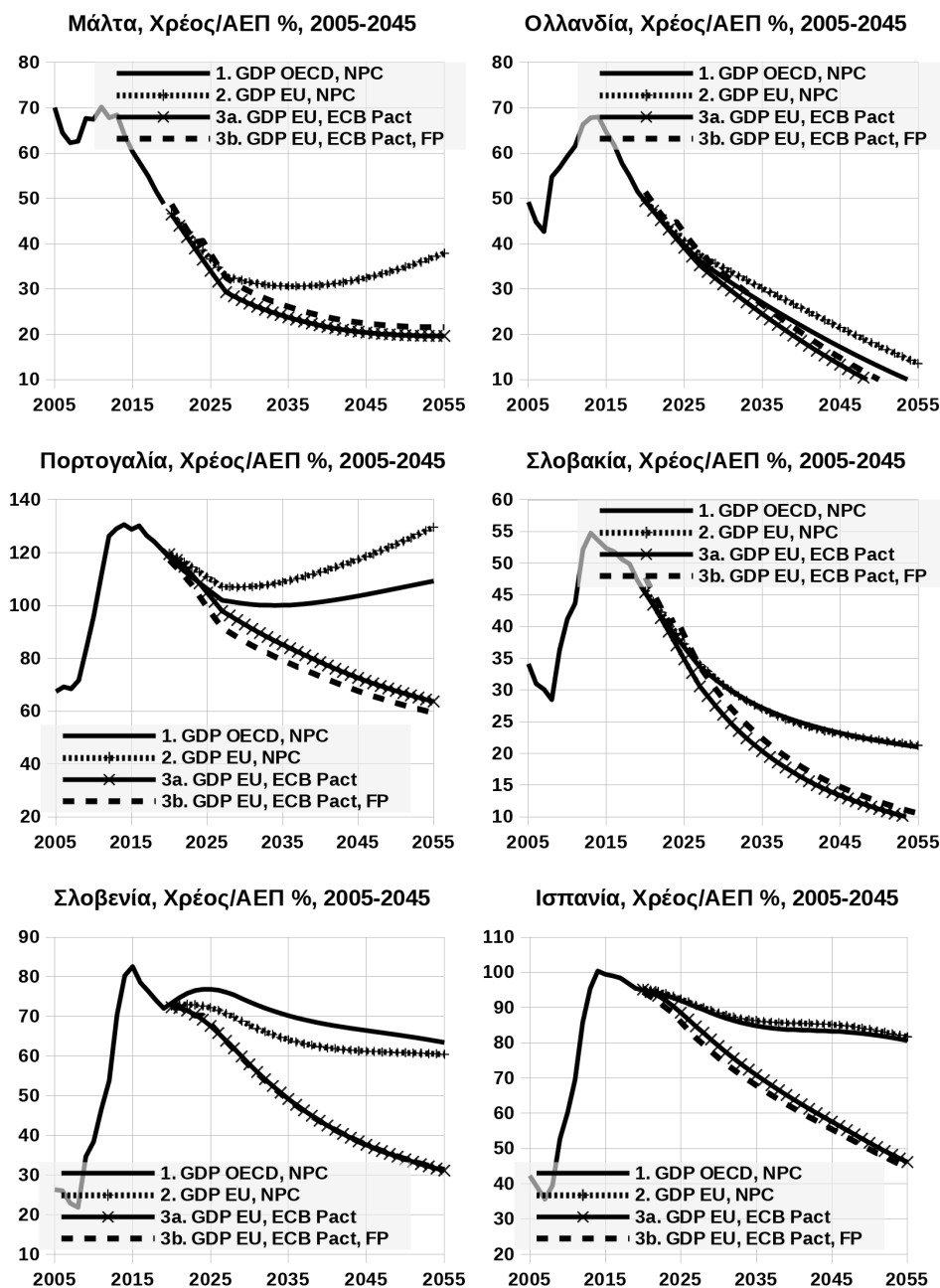


Λιθουανία, Χρέος/ΑΕΠ %, 2005-2045



Λουξεμβούργο, Χρέος/ΑΕΠ %, 2005-2045





7. Επίλογος

Στο παρόν άρθρο παρουσιάσαμε μια «τεχνική λύση» για το πρόβλημα της υπερχρέωσης στη ΖτΕ, η οποία είναι συμβατή με την ακύρωση πολιτικών λιτότητας. Η πρόταση ενέχει αρκετές τεχνικές λεπτομέρειες και αρκετές δυνατότητες «τεχνικών» παραλλαγών τις οποίες δεν προλαβαίνουμε να αναπτύξουμε διεξοδικά στην παρούσα εκδοχή του άρθρου. Ο αναγνώστης θα πρέπει να κρατήσει τα στρατηγικά χαρακτηριστικά της: χωρίς σημαντικές δημοσιονομικές μεταβιβάσεις, η ΕΚΤ *είναι δυνατό* να αφανίσει κρίσιμο τμήμα του χρέους των ευρωπαϊκών οικονομιών, με κόστος που είναι διαχειρίσιμο. Η πρόταση αξιοποιεί τις δυνατότητες που έχει η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα να βραχυκυκλώνει την παρέμβαση των χρηματαγορών για να εξασφαλίσει ένα ζωτικό δημοσιονομικό περιβάλλον για την οργάνωση κοινωνικών πολιτικών. Η ΕΚΤ αναλαμβάνει να διαχειριστεί για μεγάλο διάστημα σημαντικό τμήμα του χρέους της ΖτΕ, χωρίς στρατηγικού χαρακτήρα μεταβιβάσεις

και χωρίς «πραγματικό» κούρεμα της ονομαστικής αξίας του χρέους παρόλο που ό,τι κάνει λειτουργεί ως τέτοιο. Είναι προφανές ότι οργανώνει μόνο αναγκαίες και όχι ικανές συνθήκες για τη συγκρότηση εναλλακτικών της λιτότητας πολιτικών.

Βιβλιογραφικές αναφορές

- Batini, N., Eyraud, L., Forni, L., Weber, A. (2014), "Fiscal Multipliers: Size, Determinants, and Use in Macroeconomic Projections", IMF, Fiscal Affairs Department, Technical Notes And Manuals, <http://www.imf.org/en/Publications/TNM/Issues/2016/12/31/Fiscal-Multipliers-Size-Determinants-and-Use-in-Macroeconomic-Projections-41784>
- Blanchard, O. J., Leigh, D., (2013), "Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers", NBER Working Paper No. 18779, <https://www.nber.org/papers/w18779>
- Buiter, W., Rahbari, E. (2012), "Looking into the Deep Pockets of the ECB", *Global Economic View*, Citibank.
- Buiter, W., Rahbari, E. (2013), "Why do Governments Default, and Why don't They Default More Often", *CERP, Discussion Paper no. 9492*, διαθέσιμο: www.cepr.org/pubs/dps/DP9492.asp
- Carone, G. and Berti, K., (2014), "Assessing Public Debt Sustainability in EU Member States: A Guide". *Occasional Papers 200, 2014 Sep*, European Commission - DG ECFIN.
- De Grauwe, P., Yuemei Ji (2013), "Fiscal implications of ECB's bond-buying programme", VoxEU.org: <http://www.voxeu.org/article/fiscal-implications-ecb-s-bond-buying-programme>
- Draghi M., (2012), *Speech by Mario Draghi, President of the European Central Bank at the Global Investment Conference in London*, 26 July 2012, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>
- EC (2018a), *Debt Sustainability Monitor 2017*. European Economy Institutional Papers, no. 71, 2018 Jan, European Commission - DG ECFIN, https://ec.europa.eu/info/publications/economic-and-financial-affairs-publications_en.
- EC (2018b), *The 2018 Ageing Report. Economic & Budgetary Projections for the 28 EU Member States (2016-2070)*, European Economy Institutional Papers no. 079, 2018 May, European Commission - DG ECFIN, https://ec.europa.eu/info/publications/economic-and-financial-affairs-publications_en.
- ECB (2018a), *Asset purchase programmes*, <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>
- ECB (2018b), *Annual consolidated balance sheet of the Eurosystem*, <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/balance/html/index.en.html>
- ECB (2018c), *Statistical Data Warehouse*, <http://sdw.ecb.europa.eu/home.do>
- FED (2018), *The Federal Reserve's balance sheet*, https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_fedsbalancesheet.htm
- Fève, P., Sahuc, J-G. (2015), "On the Size of the Government Spending Multiplier in the Euro Area," *Working papers 537*, Banque de France. <https://publications.banque-france.fr/en/economic-and-financial-publications-working-papers/size-government-spending-multiplier-euro-area>
- Lapatsioras, S. (2014), "For a Political Economy of Public Debt" στο S. Koskoletos and E. Papadopoulou (eds.) (2014), *Crisis, Debt and the Development Perspective*, transform! and Nicos Poulantzas Institute, Athens, Nissos, pp. 59-75
- Mayer, T. (2012), *Europe's Unfinished Currency: The Political Economics of the Euro*, New York: Anthem Press.
- Milios, J., Lapatsioras, S., Sotiropoulos, D. P. (2017), "The 'Greek Crisis' and the Austerity Controversy in Europe" στο J. Marangos (ed.) (2017), *The Internal Impact and External Influence of the Greek Financial Crisis*, Palgrave/Macmillan.
- Milios, J., Sotiropoulos, D. P. (2010), "Crisis of Greece or crisis of Euro? A view from the European 'periphery'", *Journal of Balkan and Near Eastern Studies*, 12 (3): 223-240.
- OECD (2018), *GDP long-term forecast*, <https://data.oecd.org/gdp/gdp-long-term-forecast.htm>
- Pâris, P. και Wyplosz, C. (2013), «To end the Eurozone crisis, bury the debt forever», VoxEu.org: <http://www.voxeu.org/article/end-eurozone-crisis-bury-debt-forever>

- Pâris, P. και Wyplosz, C. (2014), *Political Acceptable Debt Restructuring in the Eurozone*, Geneva Reports on the World Economy, Special Report 3, διαθέσιμο: http://graduateinstitute.ch/files/live/sites/iheid/files/sites/international_economics/shared/international_economics/prof_websites/wyplosz/Geneva%20Reports/Geneva%20Special%20Report%203.pdf.
- Sotiropoulos, D. P., Milios, J., Lapatsioras, S. (2013), *A Political Economy of Contemporary Capitalism and Its Crisis: Demystifying Finance*, London and New York: Routledge.
- Sotiropoulos, D. P., Milios, J., Lapatsioras, S. (2014b), “An Outline of a Progressive Resolution to the Euro-area Sovereign Debt Overhang: How a Five-year Suspension of the Debt Burden Could Overthrow Austerity”. *Levy Economics Institute of Bard College*, NY, Working Paper No. 819 | November 2014.
- Sotiropoulos, D. P., Milios, J., Lapatsioras, S. (2015), “Addressing the Rationality of ‘Irrational’ European Responses to the Crisis. A Political Economy of the Euro Area and the Need for a Progressive Alternative”, στο A. Bitzenis, N. Karagiannis, J. Marangos (eds.) (2015), *Europe in Crisis*, Palgrave/Macmillan, pp. 67-76.
- Truger, A. (2015), “Austerity, cyclical adjustment and the remaining leeway for expansionary fiscal policies within the current EU fiscal framework,” *IPE Working Papers 50/2015*, Berlin School of Economics and Law, Institute for International Political Economy (IPE),
- Wyplosz, C. (2011), “Debt Sustainability Assessment: Mission Impossible”, *Review of Economics and Institutions*, 2(3): 2-37.
- Λαπατσιώρας, Σ. και Σωτηρόπουλος, Δ. Π. (2011), «Η αριθμητική του χρέους... όχι μόνο για αρχάριους», *Θέσεις*, τ. 116, σελ. 89-116.
- Λαπατσιώρας, Σ., Μηλός, Γ. και Σωτηρόπουλος, Δ. Π. (2011), «Ταξίδι μέσα στην ήττα: Πολιτικές αντιμετώπισης της κρίσης ή πολιτικές αξιοποίησης της κρίσης; Σκέψεις για μια αριστερή στρατηγική», *Θέσεις*, τ. 116, σελ. 17-146.
- Μηλός, Γ. και Σωτηρόπουλος, Δ. Π. (2011), *Ιμπεριαλισμός, Χρηματοπιστωτικές Αγορές, Κρίση*, Αθήνα: Νήσος.
- Σωτηρόπουλος, Δ. Π., Μηλός, Γ. και Λαπατσιώρας, Σ. (2014a), “Το δημόσιο χρέος στο σύγχρονο καπιταλισμό: Το πλαίσιο μιας προοδευτικής πρότασης για τη Ζώνη του ευρώ”, *Θέσεις*, 2014, τεύχος 129, σσ. 29-63.