

‘Γιατί είναι η κατάλληλη στιγμή για τη μείωση του στόχου του πρωτογενούς πλεονάσματος’.



Το βασικό επιχείρημα στηρίζεται στο ότι η μείωση των επιτοκίων χρηματοδότησης ευνοεί την εξυπηρέτηση του κρατικού χρέους. Δηλ. η μείωση των ονομαστικών και πραγματικών επιτοκίων δημιουργεί ευκαιρία για μείωση του στόχου του πρωτογενούς πλεονάσματος διότι : α) το δημοσιονομικό κόστος για την εξυπηρέτηση του δημόσιου χρέους μειώνεται – όταν το επιτόκιο είναι χαμηλότερο του ρυθμού ανάπτυξης – και β) συνεπακόλουθα οι αντίστοιχοι δημοσιονομικοί κίνδυνοι είναι λιγότεροι.

Πράγματι, α) όταν το επιτόκιο εξυπηρέτησης χρέους είναι μικρότερο από τον ρυθμό ανάπτυξης, μία αύξηση του ελλείμματος σήμερα, λόγω, φερ’ ειπείν υψηλότερων δαπανών ή χαμηλότερων φόρων, δεν χρειάζεται οπωσδήποτε ν’ αντισταθμιστεί από υψηλότερους φόρους ή χαμηλότερες δαπάνες στο μέλλον, διότι: Ενώ το χρέος θα αυξάνεται με το ρυθμό του επιτοκίου, η οικονομία θα αυξάνεται με ρυθμό ανάπτυξης μεγαλύτερο, πράγμα που θα τείνει σε μείωση του λόγου του Χρέους στο ΑΕΠ - με την πάροδο του χρόνου. Ωστόσο, δεν μπορεί κανείς να είναι εντελώς σίγουρος ότι στο μέλλον το επιτόκιο θα είναι μικρότερο από τον ρυθμό ανάπτυξης, όμως αυτή η πρόταση συνιστά ένα χρήσιμο αντίβαρο όταν το χρέος έχει πολύ υψηλά δημοσιονομικά κόστη.

Η δεύτερη συνέπεια β), είναι η μείωση του δημοσιονομικού κινδύνου του χρέους. Οι δημοσιονομικές κρίσεις προέρχονται συνήθως από την αντίληψη των επενδυτών ότι τα πρωτογενή πλεονάσματα που πρέπει να δημιουργηθούν για να σταθεροποιηθεί η αναλογία του χρέους προς το ΑΕΠ γίνονται τόσο υψηλά ώστε να είναι πολιτικά ανέφικτα, αναγκάζοντας την κυβέρνηση σε αθέτηση υποχρεώσεων. Όταν όμως το επιτόκιο είναι μικρότερο από το ρυθμό ανάπτυξης, η σταθεροποίηση του λόγου του χρέους προς το ΑΕΠ δεν απαιτεί απαραίτητα πρωτογενές πλεόνασμα, ή τουλάχιστον όχι υψηλό.

Άλλωστε, μια τρίτη παράμετρος αφορά τα κόστη ευκαιρίας. Αν δεν επενεργήσουν άλλοι παράγοντες, το υψηλότερο δημόσιο χρέος τείνει να οδηγήσει σε μικρότερη συσσώρευση κεφαλαίου και, ως εκ τούτου, σε μικρότερο ΑΕΠ. Ωστόσο, το κόστος αυτό εξαρτάται από το ποσοστό απόδοσης κεφαλαίου. Και το μήνυμα που εκπέμπεται από ένα χαμηλό ασφαλές επιτόκιο, το οποίο μπορούμε να θεωρήσουμε ότι αντικατοπτρίζει τον ρυθμό απόδοσης του κινδύνου στο κεφάλαιο, είναι ότι, με βάση τον κίνδυνο, το ποσοστό απόδοσης κεφαλαίου είναι χαμηλό. Παρόλο που κι αυτή η πρόταση επιδέχεται αμφιβολιών, ο Olivier Blanchard (πρώην στέλεχος του ΔΝΤ και μέλος του Ινστιτούτου Peterson Institute for International Economics), επεκαλέστηκε και τα τρία προαναφερόμενα επιχειρήματα επί ζητημάτων ελλείμματος του προϋπολογισμού των ΗΠΑ, κατά την ενημέρωση προς την ‘Επιτροπή για τον Προϋπολογισμό’ της Βουλής των Αντιπροσώπων των ΗΠΑ (U.S. House of Representatives), στις 20 Νοεμβρίου 2019.

Ο Blanchard επикаλέστηκε προβλέψεις για την οικονομία των ΗΠΑ ότι τα ονομαστικά και πραγματικά επιτόκια είναι πιθανό να παραμείνουν χαμηλά για μεγάλο χρονικό διάστημα, στην Fed (και στην ΕΚΤ). Ειδικότερα, τα ονομαστικά

επιτόκια προβλέπεται να είναι χαμηλότερα από τον ρυθμό αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ των ΗΠΑ για τα επόμενα 20 χρόνια. Όσο κι αν το προαναφερόμενο δεν είναι απολύτως βέβαιο, πρέπει όμως να ληφθεί σοβαρά υπόψη. Το θέμα μας αφορά διότι οι ΗΠΑ είναι η μεγαλύτερη συστηματικά οικονομία και η νομισματική πολιτική της Fed επηρεάζει την αξία του δολαρίου, συνεπώς το όποιο χρέος αποτιμάται σε δολάρια ή σε καλάθι νομισμάτων όπου συμμετέχει το δολάριο, καθώς επίσης και τους όρους εμπορίου των εταιρών των ΗΠΑ.

Ήδη τα ονομαστικά επιτόκια της Fed και της ΕΚΤ μειώθηκαν ακόμη περισσότερο από τον Σεπτέμβριο 2019. Η Fed μείωσε ξανά το επιτόκιο της κατά 25 μονάδες βάσης τον Οκτώβριο, ενώ είχε ήδη μειώσει το εύρος των επιτοκίων της κατά 25 μονάδες βάσης τον Ιούλιο και τον Σεπτέμβριο 2019. Οι κεφαλαιαγορές προσδοκούν ότι τα επιτόκια της Fed θα παραμείνουν στο σημερινό τους επίπεδο μέχρι τα τέλη του 2020 (Παγκόσμια Τράπεζα, Global Monthly, November 2019). Επίσης, στις 12 Σεπτεμβρίου, η ΕΚΤ μείωσε το επιτόκιο καταθέσεων (για τις τράπεζες) κατά 10 μονάδες βάσης, στο μείον 0,5%, κι άρχισε εκ νέου το πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης. Το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης και το επιτόκιο της οριακής χρηματοδότησης της ΕΚΤ παρέμειναν σε 0,00% και 0,25% αντίστοιχα.

Για να έχουμε μια εικόνα των πραγματικών επιτοκίων μπορούμε να ανατρέξουμε στις αποδόσεις των κρατικών ομολόγων: Το β' εξάμηνο του 2019, μετά τις Ευρωεκλογές και τις πρόωρες εθνικές εκλογές, περιορίστηκε σημαντικά το κόστος δανεισμού του Ελληνικού Δημοσίου, όπως αποτυπώθηκε στη ραγδαία αποκλιμάκωση των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων. Η καθοδική τους πορεία είχε ξεκινήσει από το πρώτο τετράμηνο του έτους. Ενδεικτική είναι η μείωση της απόδοσης του δεκαετούς ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου κατά τη διάρκεια του β' εξαμήνου του 2019, η οποία από περίπου 3,5% στα μέσα Μαΐου έφθασε το 1,28% στο τέλος Οκτωβρίου 2019. (Τράπεζα της Ελλάδος, Έκθεση Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, Δεκέμβριος 2019). Το Νοέμβριο 2019, η μέση μηνιαία απόδοση κρατικών ομολόγων ανήλθε σε 1,36% και σε 0,51% για τα δεκαετή και πενταετή ομόλογα αντίστοιχα (Τράπεζα της Ελλάδος, Στατιστικά Στοιχεία).

Επιπλέον, ο **ρυθμός ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας** για το σύνολο του 2019 – ακόμη και σύμφωνα με τις πιο συντηρητικές προβλέψεις των διεθνών οργανισμών - αναμένεται να διαμορφωθεί υψηλότερα από τα πραγματικά κι ονομαστικά επιτόκια, ήτοι: στο 1,8% το 2019 (ΕΕ¹, ΔΝΤ², ΟΟΣΑ³), σε 2,3% (ΕΕ¹, ΔΝΤ²) ή 2% (ΟΟΣΑ³) το 2020, και σε 2% το 2021 (ΕΕ¹, ΔΝΤ², ΟΟΣΑ³). Ενώ το Υπουργείο Οικονομικών (ΥΠΟΙΚ) αναμένει την αύξηση του ΑΕΠ κατά 2% το 2019 και 2,8% το 2020 σε ετήσια βάση σε σταθερές τιμές (ΥΠΟΙΚ (15.10.2019), Draft Budgetary Plan, Οκτώβριος 2019).

Πρόσφατα στοιχεία σε επίπεδο τριμήνου, έδειξαν ότι ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ το τρίτο τρίμηνο του 2019 (2019Q3) σημείωσε αύξηση 2,3%, ως προς το αντίστοιχο τρίμηνο 2018 (2018Q3) (προσωρινά στοιχεία, εποχικά διορθωμένα σε όρους όγκου (ΕΛΣΤΑΤ (5.12.2019), Τριμηνιαίοι Εθνικοί Λογαριασμοί).

Αξίζει λοιπόν, να κρατήσουμε την διαπραγμάτευση για τη μείωση του στόχου των πρωτογενών πλεονασμάτων, ανοικτή.



Σημειώσεις:

- (1) Ευρωπαϊκή Επιτροπή (European Commission, 20.11.2019), Enhanced Surveillance Report 'Greece' November 2019 και (7.11.2019), European Economic Forecast Autumn 2019, November 2019).
- (2) ΔΝΤ (IMF, 15.11.2019), Country Report No 19/340 November 2019, 2019 Article IV Consultation.
- (3) ΟΟΣΑ (OECD), Economic Outlook, November 2019).