

## Θέσεις - τριμηνιαία επιθεώρηση

Οικονομική συγκυρία: Η εξέλιξη των βασικών μεγεθών

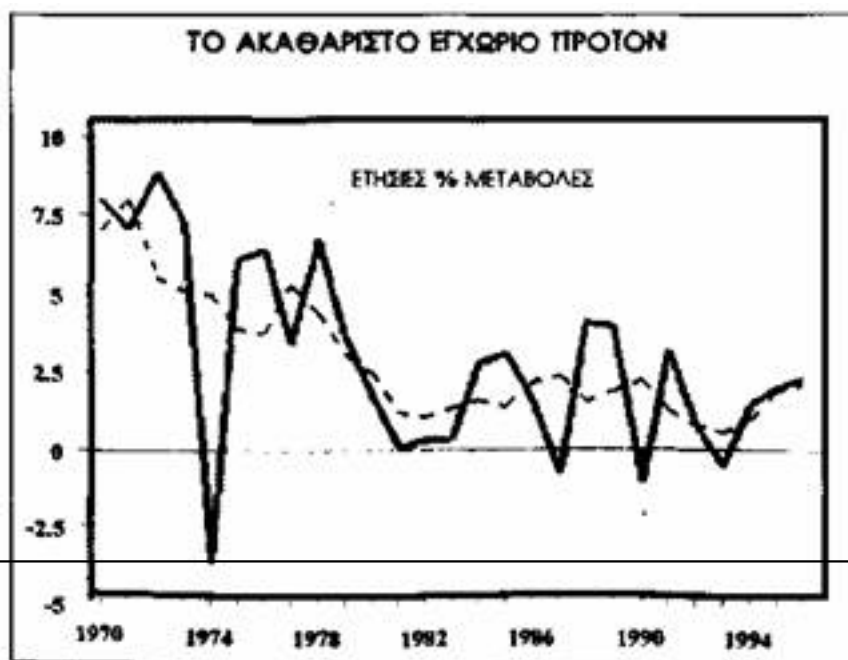
Ηλίας Ιωακείμογλου

### Οικονομική συγκυρία: η εξέλιξη των βασικών μεγεθών του Ηλία Ιωακείμογλου

Από το 1994, η ελληνική οικονομία έχει εισέλθει σε φάση ήπιας ανάκαμψης: το ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 1,5% και το 1995 προβλέπεται να φθάσει στο 2%. Οι ιδιωτικές επενδύσεις εκτός κατοικιών αυξήθηκαν κατά 6,5% (7% για μηχανικό εξοπλισμό). Η ανάκαμψη των κερδών συνεχίζεται, και σε συνδυασμό με την αύξηση της ζήτησης, αναμένεται να προκαλέσει και μια περαιτέρω αύξηση των παραγωγικών επενδύσεων. Ο ρόλος των δημοσίων επενδύσεων καθίσταται αποφασιστικός καθώς για το 1995 προβλέπεται ότι θα αυξηθούν κατά 20%. Η αποκλιμάκωση των επιτοκίων αναμένεται να έχει θετική επίδραση επί των παραγωγικών επενδύσεων, πλην όμως, τα πραγματικά επιτόκια παραμένουν υψηλότερα από τον ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ, ανισορροπία που οδηγεί στην αύξηση του δημοσίου χρέους, εκτός εάν το ελληνικό κράτος παράγει διαρκώς μεγαλύτερα πρωτογενή πλεονάσματα - διαδικασία η οποία έχει ήδη εκκινήσει.

Οι προοπτικές για τον πληθωρισμό Η μείωση του τιμαρίθμου στο 8,3%, κατά τον μήνα Οκτώβριο, δημιουργεί αισιόδοξες προοπτικές για την περαιτέρω προσπάθεια μείωσης του πληθωρισμού. Από μακροχρόνια άποψη, η εξέλιξη αυτή δεν εμφανίζεται ως έκπληξη, διότι αποτελεί τη φυσική συνέχεια μιας γραμμικής πτωτικής πορείας του τιμαρίθμου που αρχίζει τον Δεκέμβριο του 1990. Η κάθοδος του δείκτη, όπως φαίνεται στο σχετικό διάγραμμα, είναι δυνατό να περιγραφεί από μια ευθεία που αντιστοιχεί σε μέση ετήσια μείωση 2,4%. Επομένως, εάν θεωρήσουμε ότι η προσπάθεια αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού δεν θα διακοπεί, τότε είναι εύλογο να υποθέσουμε ότι ο ρυθμός πτώσης γύρω από την ίδια χαρακτηριστική ευθεία θα διατηρηθεί. Εντούτοις, τίθεται το ερώτημα εάν η ανάκαμψη στην οποία έχει εισέλθει η ελληνική οικονομία θα μετατρέψει τις συνθήκες της περαιτέρω μείωσης του πληθωρισμού.

Η πτώση του τιμαρίθμου στη διάρκεια της τελευταίας πενταετίας, από στατιστική άποψη, παρουσιάζει μεγάλες ομοιότητες με την πορεία του δείκτη μεταξύ Ιουλίου 1986 και Ιουνίου 1989, όταν έγινε η πρώτη προσπάθεια μείωσης του πληθωρισμού μέσω εφαρμογής σταθεροποιητικού προγράμματος. Αξιοσημείωτο είναι ότι η πτώση συνεχίστηκε και κατά το πρώτο ήμισυ της ανάκαμψης των ετών 1988-90, γεγονός που υποδηλώνει ότι οι πληθωριστικές πιέσεις από την αύξηση της ζήτησης γίνονται σημαντικές μόνον κατά το τέλος του οικονομικού κύκλου. Είναι εύλογο, επομένως, να υποθέσουμε ότι η σημερινή προσπάθεια μείωσης του πληθωρισμού δεν θα παρεμποδισθεί από την ανάκαμψη, τουλάχιστον στην πρώτη φάση της, μέχρις ότου αυξηθεί σημαντικά ο βαθμός απασχόλησης του παραγωγικού δυναμικού.



## Θέσεις - τριμηνιαία επιθεώρηση

Οικονομική συγκυρία: Η εξέλιξη των βασικών μεγεθών

Ηλίας Ιωακείμογλου

---

Ως συνέπεια της μείωσης του πληθωρισμού στην Ελλάδα κατά την τελευταία πενταετία, η διαφορά με την Ευρωπαϊκή Ένωση περιορίστηκε σημαντικά από τις 15 στις 5 ποσοστιαίες μονάδες.

Συνεχίζεται η αύξηση των δημοσίων επενδύσεων. Στα υψηλότερα σημεία της 25ετίας, με εξαίρεση το 1985, θα βρίσκεται πλέον ο όγκος των δημοσίων επενδύσεων κατά το 1995 (εάν βεβαίως επαληθευθούν οι προβλέψεις για το τρέχον έτος). Αυτό θα είναι το αποτέλεσμα της ανοδικής πορείας των δαπανών του κράτους για επενδύσεις που άρχισε το 1988. Η άνοδος του όγκου των δημοσίων επενδύσεων (υπολογισμοί σε σταθερές τιμές '70), κατά τα 8 τελευταία έτη, πραγματοποιείται με διακυμάνσεις, πλην όμως, ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανέρχεται σε 5%, δηλαδή σ' έναν ιστορικά υψηλό ρυθμό, συγκρίσιμο με αυτόν των ετών 1979-1983.

1970 1973 1978 1979 1982 1985 1988 1991 1994

Η πορεία των δημοσίων επενδύσεων σπανίως συγχρονίζεται με την αντίστοιχη των ιδιωτικών επενδύσεων. Σε μερικές περιπτώσεις, μάλιστα, η αντίθετη κίνηση των δύο μεγεθών είναι έντονη: στη διάρκεια της επενδυτικής άπνοιας του ιδιωτικού τομέα, κατά τα έτη 1980-1985, καθώς και στη διάρκεια της δεκαετίας του '90, όταν και πάλι, οι ιδιωτικές επενδύσεις παρουσιάζουν σημεία "κόπωσης", οι δημόσιες επενδύσεις αυξάνονται δραστικά.

Η πορεία των δημοσίων επενδύσεων, σε σχέση με την κατανάλωση του δημοσίου, παρουσιάζει μια εντυπωσιακή κάθοδο (υπολογισμοί σε σταθερές τιμές του '70). Ενώ στις αρχές της δεκαετίας του '70, οι δημόσιες επενδύσεις ως ποσοστό της δημόσιας κατανάλωσης κυμαινόταν στην περιοχή 50%-70%, κατήλθαν στη συνέχεια σε πολύ χαμηλότερα επίπεδα. Έτσι, μεταξύ 1974 και 1985, το αντίστοιχο ποσοστό κυμαινόταν στην περιοχή 27%-40%. Ιδιαίτερα, μάλιστα,

κατά τα έτη 1987-1990, έφθασε στο κατώτατο σημείο του, δηλαδή στο 25%. Ωστόσο, η πορεία αυτή αντιστράφηκε από το 1991, πλην όμως, η αναλογία επενδύσεων κατανάλωσης εξακολουθεί να είναι χαμηλή και μόλις που προσεγγίζει τα επίπεδα του 33%.

Επιβραδύνεται η δημόσια κατανάλωση. Στα χαμηλότερα επίπεδα της τελευταίας 25ετίας βρίσκεται ο ρυθμός αύξησης της δημόσιας κατανάλωσης στην Ελλάδα (σε σταθερές τιμές). Μετά την αλματώδη αύξηση της περιόδου 1970-1981 (όταν αυξανόταν με μέσο ετήσιο ρυθμό της τάξης του 6%), ακολούθησε μια κάποια επιβράδυνση κατά τα έτη 1982-1985 (μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης περίπου 3%). Κατά το 1986, έτος εφαρμογής του πρώτου σταθεροποιητικού προγράμματος της ελληνικής οικονομίας, η δημόσια κατανάλωση μειώθηκε σε απόλυτους όρους. Ακολούθησε η διετία 1988-89 με τις αυξήσεις του 5% ετησίως και έκτοτε η δημόσια κατανάλωση έχει τεθεί σε συνεχή καθοδική πορεία: κατά τα έτη 1990 και 1992 είχαμε και πάλι απόλυτη μείωση, ενώ το 1993-1994 οι αυξήσεις της ήταν σχεδόν μηδενικές.

Η επιβράδυνση της δημόσιας κατανάλωσης τείνει να αναστρέψει και την παραδοσιακή σχέση κατανάλωσης και επένδυσης, σύμφωνα με την οποία, η πρώτη αυξάνεται ταχύτερα από την δεύτερη (με εξαίρεση την περίοδο 1982-1985, όταν η κεϋνσιανή πολιτική της περιόδου, που ευνοούσε τις δημόσιες επενδύσεις, είχε κατορθώσει να

## Θέσεις - τριμηνιαία επιθεώρηση

Οικονομική συγκυρία: Η εξέλιξη των βασικών μεγεθών

Ηλίας Ιωακείμογλου

---

μειώσει σημαντικά το λόγο δημόσιας κατανάλωσης δημόσιας επένδυσης). Από τις αρχές της δεκαετίας του '90, η επιβράδυνση της κατανάλωσης και η έμφαση που δίνεται και πάλι στις επενδύσεις έχουν διαμορφώσει μια πτωτική τάση του λόγου κατανάλωση επένδυση, η οποία κατά τα φαινόμενα θα συνεχισθεί και κατά τα επόμενα έτη. Εάν κάτι τέτοιο επαληθευθεί, οι δημόσιες δαπάνες βαίνουν προς μια νέα διάρθρωση προσανατολισμένη σαφώς προς πιο παραγωγική κατεύθυνση.

Πτωτική τάση εμφανίζει η δημόσια κατανάλωση από το 1988 σε σχέση και με την ιδιωτική κατανάλωση, έναντι της οποίας παρουσίαζε ταχύτερη αύξηση μέχρι το 1984.

Σε άνοδο οι ιδιωτικές παραγωγικές επενδύσεις κατά το 1995

Μετά την συνεχή πτώση των ετών 1992-1994, οι ιδιωτικές επενδύσεις στο σύνολο τους (παραγωγικές + κατοικίες) αναμένεται να παρουσιάσουν, κατά το 1995, αύξηση 4-5%. Η αύξηση αυτή θα προέλθει αποκλειστικά από τις παραγωγικές επενδύσεις, αφού για τις κατοικίες εκτιμάται ότι θα παραμείνουν στα επίπεδα του 1994.

Οι ιδιωτικές επενδύσεις παγίου κεφαλαίου χωρίς τις κατοικίες, δηλαδή οι παραγωγικές επενδύσεις, παρουσίασαν άνοδο στη διάρκεια της περιόδου 1987-1990, αλλά μειώθηκαν στη συνέχεια για τρία συνεχή έτη. Ωστόσο, κατά το 1994 και το 1995, νέες μεγάλες αυξήσεις των ιδιωτικών παραγωγικών επενδύσεων έκαναν την επανεμφάνισή τους.

Σε όλη τη διάρκεια της τελευταίας εικοσιπενταετίας, οι ιδιωτικές επενδύσεις (χωρίς τις κατοικίες) υπερέβαιναν τις αντίστοιχες δημόσιες. Η σχέση αυτή έτεινε να ανατραπεί στο πρώτο ήμισυ της δεκαετίας του '80, αλλά από το 1986, η αναλογία ιδιωτικών δημόσιων επενδύσεων άρχισε και πάλι να αυξάνεται.

Από το 1990 και μετά, οι ιδιωτικές παραγωγικές επενδύσεις υπερβαίνουν τις αντίστοιχες δημόσιες κατά 50%.

Σημαντική συσχέτιση εμφανίζουν οι ιδιωτικές παραγωγικές επενδύσεις με την κερδοφορία. Υπολογισμένες ως ποσοστό του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος παρουσιάζουν διακυμάνσεις οι οποίες ακολουθούν με αρκετά μεγάλη προσέγγιση τις αντίστοιχες μεταβολές της κερδοφορίας (μετρούμενης με την αποδοτικότητα του παγίου κεφαλαίου). Έτσι, η ανάκαμψη της κερδοφορίας από τα μέσα της δεκαετίας του '80 αποτελεί επαρκή ερμηνεία της ανοδικής πορείας και των ιδιωτικών παραγωγικών επενδύσεων (ως ποσοστού του ΑΕΠ). Εντούτοις, η στασιμότητα του μεγέθους αυτού μετά το 1990 δεν φαίνεται να εξηγείται από την εξέλιξη της κερδοφορίας, αλλά από την στασιμότητα της ζήτησης.

Επιβραδύνεται η ιδιωτική κατανάλωση Στα χαμηλότερα επίπεδα της τελευταίας 25ετίας βρίσκεται ο ρυθμός αύξησης της ιδιωτικής κατανάλωσης στην Ελλάδα. Μετά την αλματώδη αύξηση της δεκαετίας του '70 (όταν αυξανόταν με ρυθμούς κυμαινόμενους από 7% στην «9Χή της δεκαετίας μέχρι 3% στο τέλος της), την επιβράδυνση των ετών 1980-1987 (μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης 1,7%), την άνοδο της τριετίας 1988-1990 (3,8%), η ιδιωτική κατανάλωση είναι πλέον σε κατάσταση στασιμότητας (περίπου +1% ετησίως).

Η επιβράδυνση της ιδιωτικής κατανάλωσης τείνει να ανατρέψει και την "παραδοσιακή" σχέση κατανάλωσης και επενδύσεων, σύμφωνα με την οποία, η

πρώτη αυξανόταν συγκριτικά ταχύτερα. Ο λόγος του όγκου της ιδιωτικής κατανάλωσης προς τον αντίστοιχο του παγίου κεφαλαίου παρουσίαζε μακροχρόνια τάση αύξησης μεταξύ 1970 και 1985, τάση η οποία έχει ανασχεθεί

## Θέσεις - τριμηνιαία επιθεώρηση

Οικονομική συγκυρία: Η εξέλιξη των βασικών μεγεθών  
Ηλίας Ιωακείμογλου

---

από το 1986. Έκτοτε, από μακροχρόνια άποψη, οι αυξήσεις της ιδιωτικής κατανάλωσης συμβαδίζουν με αυτές των πάγιων επενδύσεων. Εντούτοις, η εξέλιξη αυτή σηματοδοτεί απλώς το ενδεχόμενο να ανατραπεί η σχέση κατανάλωσης επένδυσης υπέρ της τελευταίας, η οποία παραμένει απογοητευτικά χαμηλή, παρά την συμπίεση της κατανάλωσης.

Σε υψηλά επίπεδα το δημόσιο χρέος Κατά το 1979, το δημόσιο χρέος στην Ελλάδα ανερχόταν περίπου σε 28% του ΑΕΠ. Κατά το ίδιο έτος, το αντίστοιχο μέγεθος στο σύνολο της Ευρωπαϊκής Κοινότητας ήταν σημαντικά μεγαλύτερο, δηλαδή περίπου 40%. Έκτοτε, τόσο στην Ελλάδα, όσο και στις άλλες χώρες της Κοινότητας, το δημόσιο χρέος ακολούθησε έντονα αυξητική πορεία.

Το δημόσιο χρέος της Ελλάδας, ως ποσοστό του ΑΕΠ είναι σήμερα από τα υψηλότερα μεταξύ των 12 χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης: μόνον το Βέλγιο και η Ιταλία έχουν χρέος μεγαλύτερο από την Ελλάδα. Βέβαια, η ύπαρξη εκτεταμένης παραοικονομίας στην Ελλάδα, και η συνακόλουθη υποεκτίμηση του ΑΕΠ, οδηγούν σε μια υπερεκτίμηση του δημοσίου χρέους της χώρας (ως ποσοστού του προϊόντος). Έτσι, μετά από μια διόρθωση για την παραοικονομία, η Ελλάδα θα βρισκόταν πλησιέστερα προς την Ιρλανδία και την Ισπανία.

Καθώς τα πραγματικά επιτόκια θα παραμείνουν υψηλότερα από τον ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ, καθ' όλη τη διάρκεια της πενταετίας, η πληρωμή των τόκων θα απαιτήσει σημαντικά ποσά, για την άντληση των οποίων θα πρέπει αναγκαστικά να δημιουργηθούν πρωτογενή πλεονάσματα. Ήδη, η διαδικασία παραγωγής πρωτογενών πλεονασμάτων έχει εκκινήσει (βλ. το σχετικό διάγραμμα). Βεβαίως, οι πληρωτέοι τόκοι θα παρουσιάσουν κάποια μείωση εξαιτίας της πτώσης των επιτοκίων, αλλά το 1999, προβλέπεται ότι θα ανέρχονται ακόμη στο 7% του ΑΕΠ. Έτσι, το δημόσιο χρέος, εκείνη τη χρονιά, δεν θα είναι μικρότερο από το 103% του προϊόντος.

Σε πτώση τα πραγματικά επιτόκια Πτώση παρουσιάζουν τα πραγματικά επιτόκια από τον Οκτώβριο του '94 και μετά. Ωστόσο, παραμένουν υψηλά εν συγκρίσει με τον ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ. Όταν η διαφορά πραγματικών επιτοκίων ΑΕΠ παραμένει θετική για μεγάλο χρονικό διάστημα, προσδίδει στο δημόσιο χρέος το χαρακτήρα της εκρηκτικής αύξησης. Με δεδομένη την περιοριστική νομισματική πολιτική και τη θετική διαφορά επιτοκίων ρυθμού οικονομικής μεγέθυνσης, ο μόνος τρόπος σταθεροποίησης του χρέους είναι πλέον η δημιουργία πρωτογενών πλεονασμάτων. Όμως, με τον τρόπο αυτό, εγκαθίσταται ένας "φάυλος" κύκλος που συνίσταται στην διαρκή, αμοιβαία, ανατροφοδότηση της ύφεσης και των δημοσίων πρωτογενών πλεονασμάτων: τα τελευταία μειώνουν το ρυθμό ανάπτυξης, ο οποίος καθίσταται μικρότερος από τα επιτόκια, με αποτέλεσμα να αυξηθεί το δημόσιο χρέος, του οποίου ο έλεγχος απαιτεί και νέα πρωτογενή πλεονάσματα, που εντείνουν την ύφεση και ούτω καθ' εξής...

Η πτώση των επιτοκίων χορηγήσεων δημιουργεί αισιόδοξες προσδοκίες σχετικά με τις επενδύσεις και την αναπτυξιακή διαδικασία της ελληνικής οικονομίας που έχει πλέον εισέλθει σε φάση ανάκαμψης - ανάκαμψη η οποία είναι κυκλικής φύσεως. Είναι χρήσιμο, ωστόσο, να εξετασθεί ακριβέστερα η επίπτωση της πτώσης των επιτοκίων επί των επενδύσεων.

Καταρχήν, τα επιτόκια χορηγήσεων μαζί με τις προσαυξήσεις τους, σε πραγματικούς όρους, υπερβαίνουν το επίπεδο του 10%, και αν λάβουμε υπ' όψη μας ότι η μεταποίηση δεν ακολουθεί τις μεταβολές του δείκτη τιμών καταναλω

τη, αλλά αυξάνει τις τιμές της με μικρότερο ρυθμό, τότε, για τη βιομηχανία, το πραγματικό επιτόκιο είναι ακόμη μεγαλύτερο. Μάλιστα, είναι ακόμη μεγαλύτερο για τις επιχειρήσεις με την υψηλότερη παραγωγικότητα, αφού

## Θέσεις - τριμηνιαία επιθεώρηση

Οικονομική συγκυρία: Η εξέλιξη των βασικών μεγεθών  
Ηλίας Ιωακείμογλου

---

αυτές είναι που αυξάνουν λιγότερο τις τιμές τους. Τα υψηλά επιτόκια είναι, δηλαδή, περισσότερο επαχθή για το πιο δυναμικό τμήμα του παραγωγικού συστήματος, για το τμήμα που "αντιπροσωπεύει" την ελληνική οικονομία στις διεθνείς αγορές.

Δεύτερον, σε ό,τι αφορά τις νέες επενδύσεις, η απόφαση για την υλοποίηση τους εξαρτάται από την αξιολόγηση του επενδυτικού σχεδίου, στο οποίο τα επιτόκια χορηγήσεων υπεισέρχονται μέσω του υπολογισμού των χρηματοοικονομικών δαπανών. Από τα εν λόγω σχέδια προκύπτει ένα μέτρο της κερδοφορίας το οποίο, στο γλωσσικό ιδίωμα των αξιολογητών των επενδύσεων, φέρει το όνομα του "εσωτερικού βαθμού απόδοσης". Όσο υψηλότερο είναι το πραγματικό επιτόκιο, σε σχέση με τον εσωτερικό βαθμό απόδοσης της επένδυσης, τόσο μικρότερη είναι η κερδοφορία των ιδίων κεφαλαίων, και όσο μεγαλύτερος είναι ο λόγος ξένων ιδίων κεφαλαίων τόσο περισσότερο τα υψηλά επιτόκια μειώνουν την αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων.

Η πτώση των επιτοκίων χορηγήσεων έχει, λοιπόν, τη σημασία της. Πλην, όμως, η επίδραση της στην τελική απόφαση για την πραγματοποίηση της επένδυσης συνήθως υπερεκτιμάται, με την έννοια ότι είναι πολύ σημαντικότερη η επίδραση των επιτοκίων των κρατικών τίτλων. Διότι, αφού υπολογίσουμε τον εσωτερικό βαθμό απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων, τον συγκρίνουμε με τα πραγματικά επιτόκια που προσφέρουν οι κρατικοί τίτλοι: τα επιτόκια αυτά αποτελούν το "κόστος ευκαιρίας", δηλαδή την εναλλακτική λύση για την τοποθέτηση των ιδίων κεφαλαίων. Όσο μεγαλύτερα είναι τα πραγματικά επιτόκια των κρατικών τίτλων, τόσο μικρότερη είναι η πιθανότητα να πραγματοποιηθεί το επενδυτικό σχέδιο.

Η πτώση των επιτοκίων χορηγήσεων, λοιπόν, δεν είναι από μόνη της αρκετή για να ενισχυθεί η επενδυτική δραστηριότητα, αλλά απαιτείται κυρίως μια πτώση των πραγματικών επιτοκίων των κρατικών τίτλων που παραμένουν σήμερα στα επίπεδα του 6,5% περίπου.

Τέλος, από μακροοικονομική άποψη, η πτώση των πραγματικών επιτοκίων, όταν αυτά είναι υψηλά, ι.χ. από το 7% στο 5%, δεν προκαλεί τα ίδια αποτελέσματα με μια πτώση που πραγματοποιείται από ήδη χαμηλά επίπεδα, π.χ. από το 5% στο 3%. Διότι, το μεγάλο πλήθος των επενδυτικών σχεδίων δεν τοποθετείται, με κριτήριο τον εσωτερικό βαθμό απόδοσης, στην περιοχή του 57%, αλλά στην περιοχή του 35%. Επομένως, δεν αρκεί μια πτώση των πραγματικών επιτοκίων εν γένει, αλλά ενδιαφέρει η πτώση τους κάτω από ένα "κρίσιμο κατώφλι", πέραν του οποίου καθίστανται αποδοτικά τα περισσότερα επενδυτικά σχέδια. Και το σημερινό επίπεδο των επιτοκίων απέχει ακόμη αρκετά από αυτό το "κρίσιμο κατώφλι".

24.10.1995