

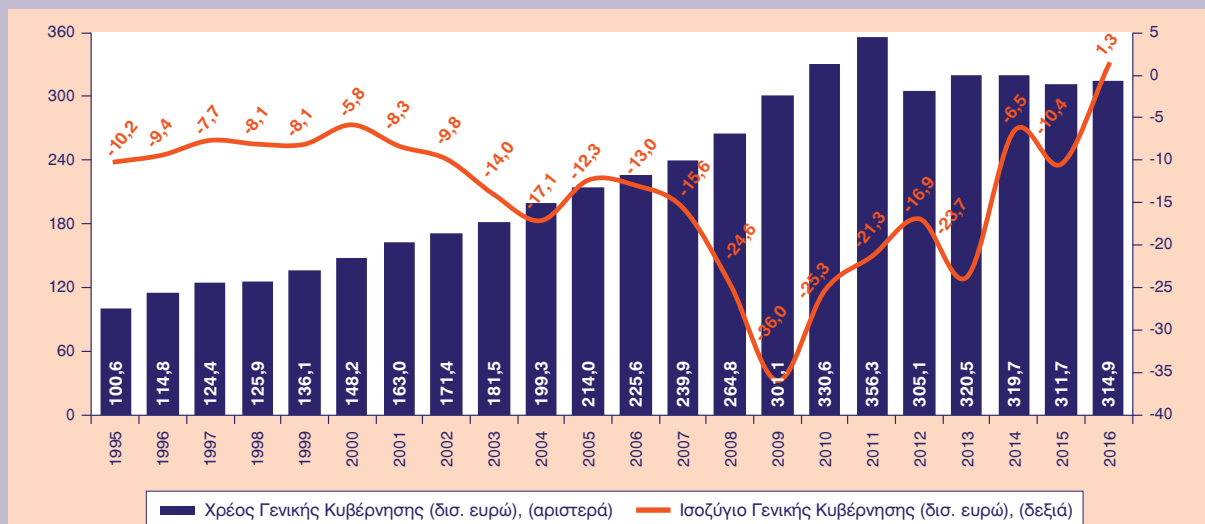
2.2. Η εξέλιξη και διάρθρωση του δημοσίου χρέους

Χρήστος Τριαντόπουλος

Η εξέλιξη των δημοσιονομικών επιδόσεων για το έτος 2016 επηρέασε και το επίπεδο του δημοσίου χρέους, το οποίο, όμως, επιβαρύνθηκε και από τις γενικότερες συνθήκες στην κατάσταση των δημοσίων οικονομικών τα τελευταία χρόνια. Ειδικότερα, σύμφωνα με τα προσωρινά δημοσιονομικά στοιχεία της Ελληνικής Στατιστικής Αρχής (ΕΛΣΤΑΤ), το χρέος της Γενικής Κυβέρνησης διαμορφώθηκε το 2016 στα 314.897 εκατ. ευρώ (ή 179% του ΑΕΠ), με την εν λόγω επίδοση να είναι χαμηλότερη κατά 503 εκατ. ευρώ από την εκτίμηση για το κλείσιμο του έτους στον Προϋπολογισμό του 2017 που ανέρχονταν στα 315.400 εκατ. ευρώ (ή 180,3%) (Νοέμβριος 2016). Το εύρος, όμως, της θετικής απόκλισης σε σχέση

με την εκτίμηση του Προϋπολογισμού του 2017 για το χρέος της Γενικής Κυβέρνησης το 2016 απέχει σημαντικά από την αντίστοιχη θετική απόκλιση που παρατηρήθηκε στο ισοζύγιο της Γενικής Κυβέρνησης (Διάγραμμα 2.2.1). Ειδικότερα, σύμφωνα με τα προσωρινά δημοσιονομικά στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ, το ισοζύγιο της Γενικής Κυβέρνησης το 2016 είναι θετικό, καθώς καταγράφεται (για πρώτη φορά σύμφωνα με τα διαθέσιμα στοιχεία) δημοσιονομικό – γενικό και όχι πρωτογενές– πλεόνασμα 1.288 εκατ. ευρώ (ή 0,7% του ΑΕΠ). Πρόκειται για μία βελτίωση κατά 5.004 εκατ. ευρώ σε σχέση με την εκτίμηση του Προϋπολογισμού του 2017 για το ισοζύγιο της Γενικής Κυβέρνησης, καθώς εκτιμούσε ότι το έτος θα κλείσει με δημοσιονομικό έλλειμμα 3.776 εκατ. ευρώ (ή 2,2% του ΑΕΠ). Ωστόσο, το 2016 παρά την επίτευξη δημοσιονομικού πλεονάσματος 1.288 εκατ. ευρώ, το χρέος της Γενικής Κυβέρνησης δεν μειώθηκε αντίστοιχα ή κατά λιγότερο (σύμφωνα με τη βασική δημοσιονομική ταυτότητα¹), αλλά αυξήθηκε κατά 3.229 εκατ. ευρώ, παρουσιάζοντας μια αύξηση σε σχέση με την ισοσκελισμένη δημοσιονο-

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.2.1
Ισοζύγιο και χρέος Γενικής Κυβέρνησης, 1995-2016



Πηγή: European Commission (2017) και ΕΛΣΤΑΤ (2017).

Σημείωση: Τα ποσά του ισοζυγίου της Γενικής Κυβέρνησης περιλαμβάνουν και την επίπτωση από τη στήριξη του τραπεζικού συστήματος.

1. Γενικότερα, εάν εξαιρεθούν οι προσαρμογές ελλείμματος-χρέους, κάθε έτος το χρέος της Γενικής Κυβέρνησης μεταβάλλεται ανάλογα με τη μεταβολή του δημοσιονομικού ελλείμματος, το οποίο αποτελείται από το πρωτογενές πλεόνασμα και τη δαπάνη για τόκους. Από τη στιγμή, συνεπώς, πάντα υπό την υπόθεση της εξαίρεσης των προσαρμογών ελλείμματος-χρέους, που το δημοσιονομικό ισοζύγιο είναι πλεονασματικό (δηλαδή το πρωτογενές πλεόνασμα είναι τόσο υψηλό που υπερκαλύπτει τη δαπάνη για τόκους) ένα μέρος (αντίστοιχο του πλεονάσματος) των χρεολυσίων δύναται να αποπληρωθεί και να μην χρηματοδοτηθεί με νέο δανεισμό. Σε μία τέτοια περίπτωση, λοιπόν, το χρέος της Γενικής Κυβέρνησης θα παρουσίαζε μείωση αντίστοιχη του δημοσιονομικού πλεονάσματος. Ωστόσο, στην περίπτωση της Ελλάδας, και δη για το 2016, οι προσαρμογές ελλείμματος-χρέους και το πρόγραμμα αποπληρωμής των ληξιπρόθεσμων υποχρεώσεων παλαιότερων περιόδων επηρεάζουν την εν λόγω δημοσιονομική ταυτότητα.

μική κατάσταση κατά 4.457 εκατ. ευρώ. Πρόκειται για μία αξιοσημείωτη εξέλιξη η οποία δύναται να αποδοθεί, από τη μία πλευρά, στις (γνωστές) μεταβολές ροών και αποθεμάτων και προσαρμογές ελλείμματος-χρέους (stock-flow adjustment) και, από την άλλη, στη δανειοδότηση 3.500 εκατ. ευρώ από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας (ΕΜΣ) για την αποπληρωμή ληξιπρόθεσμων υποχρεώσεων παλαιότερων περιόδων².

Σε όρους Κεντρικής Διοίκησης, όταν δηλαδή δεν συνυπολογιστεί τον ενδοκυβερνητικό χρέος (βλ. τον βραχυπρόθεσμο δανεισμό μέσω συμφωνιών επαναγοράς από φορείς της Γενικής Κυβέρνησης), το χρέος το 2016 διαμορφώθηκε, σύμφωνα με το Δελτίο Δημοσίου Χρέους, στα 326.358 εκατ. ευρώ, αυξημένο κατά περίπου 5 δισ. ευρώ έναντι του 2015, όποτε και είχε διαμορφωθεί στα 321.332 εκατ. ευρώ. Όσον αφορά την εξέλιξη του χρέους της Κεντρικής Διοίκησης

εντός του 2017, σύμφωνα με το Δελτίο Μηνιαίων Στοιχείων της Γενικής Κυβέρνησης, τον Φεβρουάριο του 2017 διαμορφώνεται μειωμένο –σε σχέση με το τέλος του 2016– κατά 1.241 εκατ. ευρώ, καθώς έφτασε τα 325.117 εκατ. ευρώ (Πίνακας 2.2.1).

Παράλληλα, αναφορικά με τη δομή του χρέους της Κεντρικής Διοίκησης, όπως αυτή προκύπτει από τα στοιχεία για το πρώτο δίμηνο του 2017, το μεγαλύτερο μερίδιο παραμένουν τα δάνεια από τον Μηχανισμό Στήριξης, τα οποία, όμως, λόγω των σχετιζόμενων δημοσιονομικών επιδόσεων και των καθυστερήσεων στη ροή των προβλεπόμενων δόσεων, μειώθηκαν τον Φεβρουάριο του 2017 σε σχέση με το 2016 κατά περίπου 2,2 δισ. ευρώ, φτάνοντας τα 225,7 δισ. ευρώ (Πίνακας 2.2.1). Η εν λόγω πηγή χρηματοδότησης αφορά το 69,4% του συνολικού χρέους της Κεντρικής Διοίκησης (Διάγραμμα 2.2.2). Από την άλλη πλευρά, το μερίδιο του χρέους της Κεντρικής Διοίκησης που

ΠΙΝΑΚΑΣ 2.2.1 Δομή χρέους Κεντρικής Διοίκησης

	2011		2013		2015		Φεβρουάριος 2017	
	Εκατ. ευρώ	% χρέους	Εκατ. ευρώ	% χρέους	Εκατ. ευρώ	% χρέους	Εκατ. ευρώ	% χρέους
A. Ομόλογα	259.774,18	70,6	76.296,25	23,7	59.818,00	18,6	56.731,00	17,4
Ομόλογα στην αγορά εσωτερικού	240.940,37	65,5	73.415,28	22,8	57.112,00	17,8	54.350,00	16,7
Ομόλογα στις αγορές εξωτερικού*	18.833,81	5,1	2.880,97	0,9	2.706,00	0,8	2.381,00	0,7
B. Βραχυπρόθεσμοι τίτλοι (έντοκα γραμμάτια)	15.058,63	4,1	14.970,82	4,7	14.880,00	4,6	14.897,00	4,6
Γ. Δάνεια	93.145,19	25,3	230.210,90	71,6	236.633,00	73,6	241.583,00	74,3
Δάνεια Τραπεζής Ελλάδος	5.683,99	1,5	4.734,61	1,5	3.792,00	1,2	3.322,00	1,0
Λοιπά δάνεια εσωτερικού	836,71	0,2	115,50	0,0	110,00	0,0	263	0,1
Δάνεια Μηχανισμού Στήριξης	73.210,36	19,9	213.152,48	66,3	220.431,00	68,6	225.667,00	69,4
Λοιπά δάνεια εξωτερικού**	13.414,13	3,6	12.208,31	3,8	12.300,00	3,8	12.331,00	3,8
Δ. Βραχυπρόθεσμο δάνεια***	0,00	0,0	0,00	0,0	10.001,00	3,1	11.905,00	3,7
Σύνολο χρέους Κεντρικής Διοίκησης (A+B+Γ+Δ)	367.978,00	100,0	321.477,97	100,0	321.332,00	100,0	325.116,00	100,0

Πηγή: Δελτία Δημοσίου Χρέους (Δεκέμβριος 2011, Δεκέμβριος 2013, Δεκέμβριος 2016) και Δελτίο Γενικής Κυβέρνησης (Φεβρουάριος 2017).

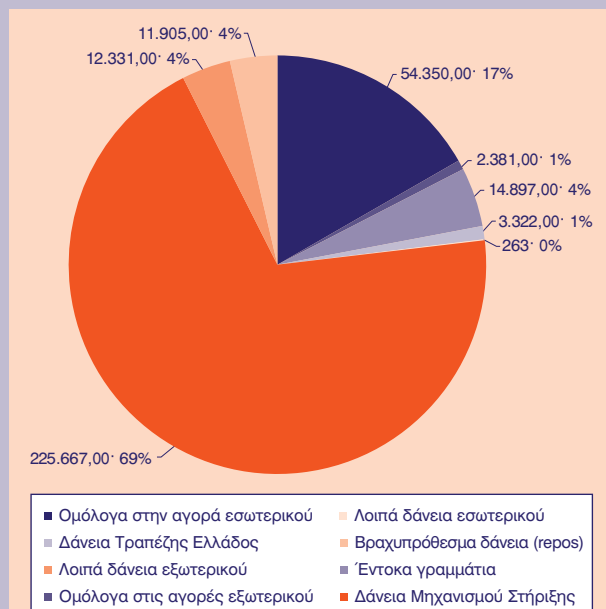
Σημειώσεις: * Περιλαμβάνονται και οι τιτλοποιήσεις στο εξωτερικό.

** Περιλαμβάνονται και ειδικά και διακρατικά δάνεια.

*** Περιλαμβάνεται και η πώληση τίτλων με σύμφωνο επαναγοράς (repos).

2. Σύμφωνα με τον Προϋπολογισμό του 2017, στο τέλος του Ιουνίου του 2016 εκταμιεύθηκε η πρώτη δόση από τον ΕΜΣ ύψους 1.800 εκατ. ευρώ για την υλοποίηση του προγράμματος αποπληρωμής ληξιπρόθεσμων υποχρεώσεων και τον Οκτώβριο του 2016 εκταμιεύθηκαν, επιπλέον, από τον ΕΜΣ 1.700 εκατ. ευρώ, ενώ το συνολικό ποσό για την αποπληρωμή των ληξιπρόθεσμων υποχρεώσεων που προβλέπεται στη σχετική συμφωνία με τον ΕΜΣ ανέρχεται στα 6.600 εκατ. ευρώ για τα έτη 2016-2017.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.2.2
Χρέος Κεντρικής Διοίκησης (Φεβρουάριος 2017),
(εκατ. ευρώ, % χρέους)

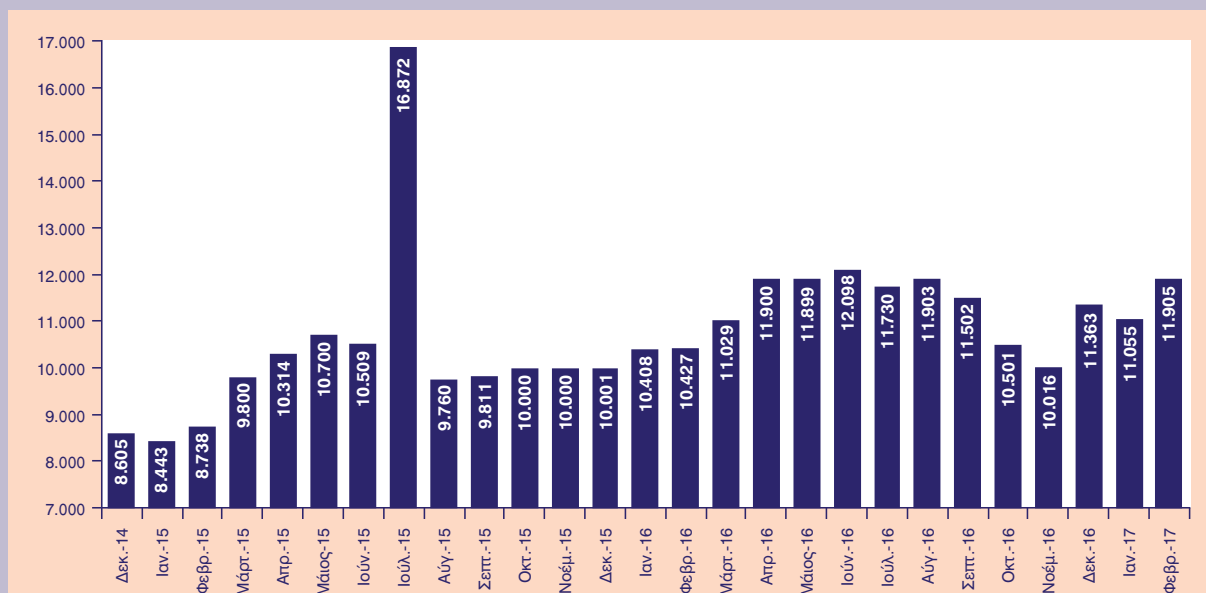


Πηγή: Υπουργείο Οικονομικών, Δελτίο Γενικής Κυβέρνησης (Φεβρουάριος 2017).

είναι εκφρασμένο σε ομόλογα διατηρείται στα ίδια χαμηλά επίπεδα (56,7 δισ. ευρώ), αποτελώντας το 17,5% του χρέους της Κεντρικής Διοίκησης.

Επιπρόσθετα, στα ίδια επίπεδα με τους προηγούμενους μήνες διατηρείται η χρηματοδότηση της Κεντρικής Διοίκησης μέσα από βραχυπρόθεσμους τίτλους, και δη, έντοκα γραμμάτια του Ελληνικού Δημοσίου, τα οποία και παρέμεναν σταθερά στα 14,9 δισ. ευρώ. Αντίθετα, ο βραχυπρόθεσμος δανεισμός μέσω της αξιοποίησης της πώλησης τίτλων με τη μέθοδο της επαναγοράς (repos) σε φορείς της Γενικής Κυβέρνησης παρουσιάζει σημαντική αύξηση τους μήνες που ακολούθησαν τον Νοέμβριο του 2016. Ειδικότερα, ο βραχυπρόθεσμος δανεισμός της Κεντρικής Διοίκησης μέσω της πώλησης τίτλων με τη μέθοδο της επαναγοράς (repos) σε φορείς της Γενικής Κυβέρνησης, στο πλαίσιο των καθυστερήσεων στη ροή των προβλεπόμενων δόσεων, αυξήθηκε κατά περίπου 2 δισ. ευρώ μετά τον Νοέμβριο του 2016 (10 δισ. ευρώ), φτάνοντας τον Φεβρουάριο του 2017 τα 11,9 δισ. ευρώ. Σύμφωνα, λοιπόν, με τα στοιχεία του Φεβρουαρίου του 2017, ο βραχυπρόθεσμος δανεισμός (μέσω repos) συνιστά, πλέον, το 3,7% του χρέους της Κεντρικής Διοίκησης (Διάγραμμα 2.2.3).

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.2.3
Βραχυπρόθεσμος δανεισμός Κεντρικής Διοίκησης (repos)



Πηγή: Υπουργείο Οικονομικών, Δελτίο Γενικής Κυβέρνησης (διάφοροι μήνες).

Σημειώσεις:

Η επίδοση του Ιουλίου του 2015 παρουσιάζει μεγάλη απόκλιση, διότι περιλαμβάνει το βραχυπρόθεσμο δάνειο «γέφυρα» που έλαβε η χώρα από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας ύψους 7,16 δισ. ευρώ μεταξύ δεύτερου και τρίτου προγράμματος προσαρμογής.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2.2.2 Σύνοψη χρέους Κεντρικής Διοίκησης

	Δεκέμβριος 2011	Δεκέμβριος 2012	Δεκέμβριος 2013	Δεκέμβριος 2015	Φεβρουάριος 2017
A. Επιτόκιο					
Σταθερού επιτοκίου ¹	62,0%	32,7%	28,5%	30,9%	30,0%
Κυμαινόμενου επιτοκίου ^{1, 2}	38,0%	67,3%	71,5%	69,1%	70,0%
B. Διαπραγμάτευση					
Διαπραγματεύσιμο	74,7%	34,3%	28,4%	23,2%	21,9%
Μη διαπραγματεύσιμο	25,3%	65,7%	71,6%	76,8%	78,1%
Γ. Νόμισμα					
Ευρώ	97,5%	96,7%	95,9%	96,5%	97,0%
Νομίσματα εκτός Ευρωζώνης	2,5%	3,3%	4,1%	3,5%	3,0%

Πηγή: Δελτία Δημοσίου Χρέους (Δεκέμβριος 2011, Δεκέμβριος 2012, Δεκέμβριος 2013, Δεκέμβριος 2015, Φεβρουάριος 2017).

Σημειώσεις: 1. Η σχέση σταθερού/κυμαινόμενου συμπεριλαμβάνει τις πράξεις swap επιτοκίου.

2. Τα τιμαριθμοποιημένα ομόλογα περιλαμβάνονται στα κυμαινόμενα ομόλογα.

Παράλληλα με τη δομή του χρέους της Κεντρικής Διοίκησης, όπως έχει σημειωθεί και στις προηγούμενες σχετικές αναλύσεις, αλλαγές σημειώθηκαν τα τελευταία χρόνια και στα χαρακτηριστικά του χρέους της Κεντρικής Διοίκησης. Έτσι, και τον Φεβρουάριο του 2017 το μεγαλύτερο μέρος του χρέους ήταν μη διαπραγματεύσιμο (78,1%) και σε κυμαινόμενο επιτόκιο (70,0%), σε αντίθεση με ό,τι ίσχυε το 2011. Όπως έχει σημειωθεί ξανά, η εξέλιξη αυτή στη σύνθεση του χρέους οφείλεται, φυσικά, στη χρηματοδότηση της χώρας από τον Μηχανισμό Στήριξης, η οποία και βασίζεται σε μη διαπραγματεύσιμα και κυμαινόμενου επιτοκίου δάνεια. Επίσης, οι εξελίξεις στη χρηματοδότηση από τον Μηχανισμό Στήριξης το 2015 και το 2016 (βλ. μη συμμετοχή ΔΝΤ) επηρέασαν και το μερίδιο του νομίσματος στο οποίο είναι εκφρασμένο το χρέος της Κεντρικής Διοίκησης, με αποτέλεσμα τον Φεβρουάριο του 2017 το 97,0% του εν λόγω χρέους να εκφράζεται σε ευρώ, έναντι 95,9% τον Δεκέμβριο του 2013 (Πίνακας 2.2.2).

Όσον αφορά το 2017, σύμφωνα με τον Προϋπολογισμό του 2017, το χρέος της Γενικής Κυβέρνησης

εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί σε 319.200 εκατ. ευρώ ή στο 176,5% του ΑΕΠ, αν και προβλέπεται να επηρεαστεί η εν λόγω εκτίμηση τόσο, σε απόλυτους όρους, από τα (αναθεωρημένα επί τα βελτίω) δημοσιονομικά δεδομένα του 2016 και από την πορεία υλοποίησης του προγράμματος αποπληρωμής ληξιπρόθεσμων οφειλών, όσο και, σε σχετικούς όρους, από την πορεία της οικονομικής δραστηριότητας το 2017. Για την επόμενη περίοδο, φυσικά, η μακροπρόθεσμη εικόνα του δημοσίου χρέους θα επηρεαστεί σημαντικά από τα μέτρα που προβλέπεται, στο πλαίσιο του Μηχανισμού Στήριξης, να προωθηθούν –σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα– ώστε να ενδυναμώσουν τη βιωσιμότητα του δημοσίου χρέους της χώρας. Όπως, όμως, είχε σημειωθεί και σε προηγούμενη ανάλυση, η διαμόρφωση συνθηκών για την ενίσχυση της μακροπρόθεσμης βιωσιμότητας του δημοσίου χρέους συνιστά ένα πολυπαραγοντικό εγχείρημα με αρκετές παραδοχές (και κινδύνους) τόσο στη διάσταση των δημοσίων οικονομικών, όσο και στη σφαίρα της πραγματικής οικονομίας, με αποτέλεσμα να είναι αρκετά ευάλωτο στις εξελίξεις.