

2.2. Η εξέλιξη και διάρθρωση του δημοσίου χρέους

Χρήστος Τριαντόπουλος

Η εξέλιξη του δημοσίου χρέους το 2017 επηρεάστηκε από την απόδοση της δημοσιονομικής προσαρμογής και τη διαχείριση των ταμειακών διαθεσίμων της Γενικής Κυβέρνησης, ενώ η πορεία του δημοσίου χρέους το 2018 εκτιμάται ότι θα επιβαρυνθεί σημαντικά από τις προβλέψεις για την προσπάθεια δανεισμού της Ελλάδας εκτός Μηχανισμού Στήριξης. Συγκεκριμένα, το 2017, σύμφωνα με τον Κρατικό Προϋπολογισμό του 2018, το χρέος της Γενικής Κυβέρνησης εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί στα 318,3 δισ. ευρώ (ή 178,2% του ΑΕΠ). Πρόκειται για μία επίδοση που είναι χαμηλότερη από την εκτίμηση του Μεσοπρόθεσμου Πλαισίου Δημοσιονομικής Στρατηγικής (ΜΠΔΣ) 2018-2021, που προέβλεπε το χρέος της Γενικής Κυβέρνησης να διαμορφωθεί το 2017 στα 319,7 δισ. ευρώ (ή 176,4 του ΑΕΠ) (Γράφημα 2.2.1), αλλά και υψηλότερη από τα επίπεδα του 2016, οπότε και είχε διαμορφωθεί στα 315 δισ. ευρώ (ή 180,8% του ΑΕΠ). Η αύξηση του χρέους της Γενικής Κυβέρνησης το 2017 σε σύγκριση με το 2016 αποδίδεται, παράλληλα με τη δημοσιονομική απόδοση, στην αύξηση των ταμειακών διαθεσίμων μέσω του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας

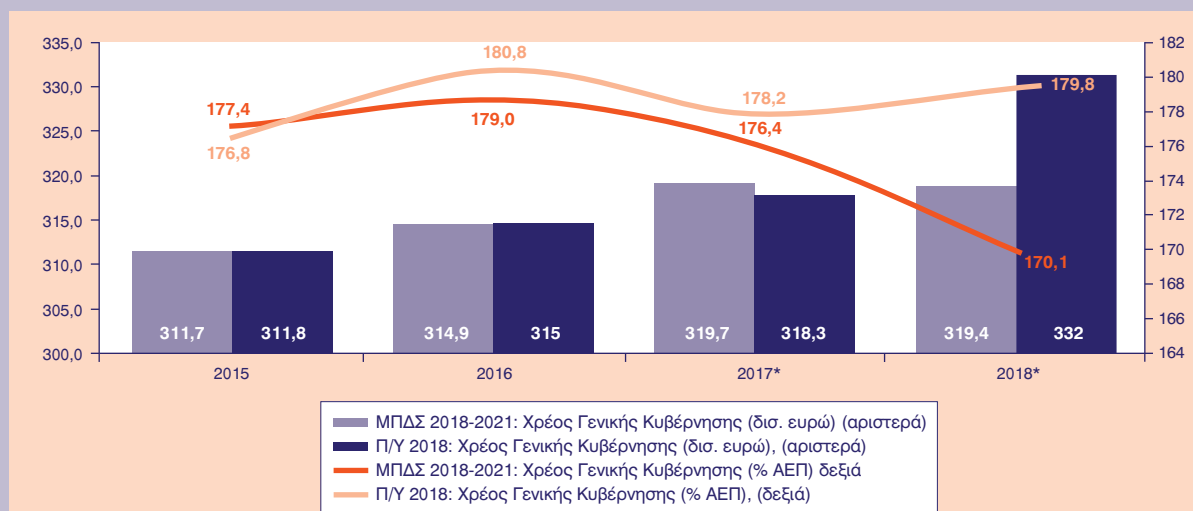
(ΕΜΣ), αλλά και της χρηματοδότησης –πάλι από τον Μηχανισμό Στήριξης– του προγράμματος ληξιπρόθεσμων οφειλών του Δημοσίου. Επίσης, αξίζει να σημειωθεί ότι επιβαρυντικά στον δείκτη χρέους ως ποσοστό του παραγόμενου προϊόντος συνέβαλε και η επί τα χείρω αναθεώρηση των ρυθμών ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας.

Η απόκλιση στις εκτιμήσεις για το επίπεδο του δημοσίου χρέους μεταξύ του ΜΠΔΣ 2018-2021 και του Κρατικού Προϋπολογισμού 2018 είναι πιο μεγάλη για το 2018. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με τον Κρατικό Προϋπολογισμό του 2018 προβλέπεται ότι το χρέος της Γενικής Κυβέρνησης θα αυξηθεί το 2018 στα 332 δισ. ευρώ (ή 179,8% του ΑΕΠ) έναντι εκτίμησης του ΜΠΔΣ 2018-2021 για 319,4 δισ. ευρώ (ή 170,1% του ΑΕΠ). Πρόκειται για μία σημαντική αύξηση του δημοσίου χρέους το 2018 –περίπου 14 δισ. ευρώ σε σχέση με το 2017– που οφείλεται: (α) σε ακόμα μεγαλύτερο δανεισμό από τον ΕΜΣ για τη δημιουργία ταμειακών διαθεσίμων ενόψει της προσπάθειας χρηματοδότησης εκτός του Μηχανισμού Στήριξης, (β) στη χρηματοδότηση –από τον Μηχανισμό Στήριξης– του προγράμματος αποπληρωμής ληξιπρόθεσμων (παρελθουσών) οφειλών του Δημοσίου, και (γ) στην αντικατάσταση του χρέους που βασίζεται στον βραχυπρόθεσμο δανεισμό, σημαντικό μέρος του οποίου είναι ενδοκυβερνητικό (βλ. καθεστώς *repos*), με αποτέλεσμα να αυξηθεί το (τελικό) χρέος της Γενικής Κυβέρνησης.

Σε όρους Κεντρικής Διοίκησης, όταν δηλαδή δεν συυπολογιστεί το ενδοκυβερνητικό χρέος (βλ. τον βρα-

ΓΡΑΦΗΜΑ 2.2.1

Επίδοσεις και εκτιμήσεις για το Χρέος της Γενικής Κυβέρνησης



Πηγές: Μεσοπρόθεσμο Πλαίσιο Δημοσιονομικής Στρατηγικής 2018-2021 (Μάιος 2017) και Κρατικός Προϋπολογισμός 2018 (Νοέμβριος 2017).

Σημείωση: *Εκτίμηση.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2.2.1 Δομή χρέους Κεντρικής Διοίκησης

	2011		2013		2016		Νοέμβριος 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	56.718	17,4	50.182	15,2
Ομόλογα στην αγορά εσωτερικού	240.940,37	65,5	73.415,28	22,8	54.354	16,7	48.408	14,7
Ομόλογα στις αγορές εξωτερικού*	18.833,81	5,1	2.880,97	0,9	2.364	0,7	1.774	0,5
B. Βραχυπρόθεσμοι τίτλοι (έντοκα γραμμάτια)	15.058,63	4,1	14.970,82	4,7	14.890	4,6	14.943	4,5
Γ. Δάνεια	93.145,19	25,3	230.210,90	71,6	243.388	74,6	248.196	75,1
Δάνεια Τραπέζης Ελλάδος	5.683,99	1,5	4.734,61	1,5	3.321	1,0	2.851	0,9
Λοιπά δάνεια εσωτερικού	836,71	0,2	115,50	0,0	188	0,1	247	0,1
Δάνεια Μηχανισμού Στήριξης	73.210,36	19,9	213.152,48	66,3	227.660	69,8	233.143	70,6
Λοιπά δάνεια εξωτερικού**	13.414,13	3,6	12.208,31	3,8	12.219	3,7	11.955	3,6
Δ. Βραχυπρόθεσμα δάνεια***	0,00	0,0	0,00	0,0	11.363	3,5	17.107	5,2
Σύνολο χρέους Κεντρικής Διοίκησης (A+B+Γ+Δ)	367.978,00	100,0	321.477,97	100,0	326.359,00	100,0	330.428	100,0

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

Σημειώσεις: * Περιλαμβάνονται και οι τιτλοποιήσεις στο εξωτερικό.

** Περιλαμβάνονται και ειδικά και διακρατικά δάνεια.

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

χυπρόθεσμο δανεισμό μέσω συμφωνιών επαναγοράς από φορείς της Γενικής Κυβέρνησης), το χρέος το 2017, σύμφωνα με τον Κρατικό Προϋπολογισμό, εκτιμάται ότι θα ανέλθει στα 332,8 δισ. ευρώ, ενώ, σύμφωνα με τα στοιχεία του Δελτίου Μηνιαίων Στοιχείων της Γενικής Κυβέρνησης, τον Νοέμβριο έχει διαμορφωθεί στα 330,4 δισ. ευρώ. Όσον αφορά τη διάρθρωση του χρέους της Κεντρικής Διοίκησης, η διαφοροποίηση της εικόνας τον Νοέμβριο του 2017, σε σχέση με τον Ιούλιο του 2017, έγκειται στην αύξηση του βραχυπρόθεσμου δανεισμού μέσω του καθεστώτος των repes. Ειδικότερα, το μερίδιο του χρέους της Κεντρικής Διοίκησης που αποτυπώνεται σε ομόλογα ήταν τον Νοέμβριο του 2017 στο 15,2% του χρέους (48,8 δισ. ευρώ), ενώ το μερίδιο του χρέους που εδράζεται στα δάνεια του Μηχανισμού Στήριξης διαμορφώθηκε στο 70,6% του χρέους, μετά και την αποτροπή διαταραχής στις ροές χρηματοδότησης από τον Μηχανισμό Στήριξης την προηγούμενη περίοδο (Πίνακας 2.2.1). 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 παρέμειναν σταθερά στα 14,9 δισ. ευρώ (Γράφημα 2.2.2).

ΓΡΑΦΗΜΑ 2.2.2

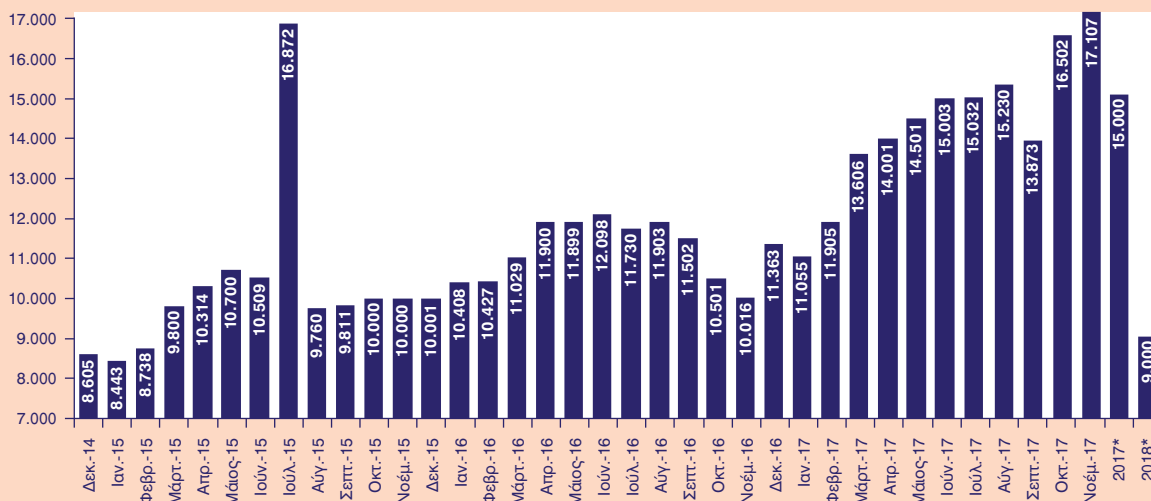
Χρέος Κεντρικής Διοίκησης (Νοέμβριος 2017), (εκατ. ευρώ, % χρέους)



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

ΓΡΑΦΗΜΑ 2.2.3

Βραχυπρόθεσμος δανεισμός Κεντρικής Διοίκησης (repes)



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

Σημείωση: 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 μεταξὺ δεύτερου και τρίτου προγράμματος προσαρμογής.

* Εκτιμήσεις.

Ο βραχυπρόθεσμος δανεισμός μέσω της αξιοποίησης της πώλησης τίτλων με τη μέθοδο της επαναγοράς (repes) σε φορείς της Γενικής Κυβέρνησης συνέχισε να αυξάνεται –μετά από μία πτώση τον μήνα Σεπτέμβριο– με αποτέλεσμα να έχει αυξηθεί τον Νοέμβριο του 2017 κατά 5,8 δισ. ευρώ σε σχέση με το 2016 και κατά 7,1 δισ. ευρώ σε σχέση με το 2015. Έτσι, ο βραχυπρόθεσμος δανεισμός της Κεντρικής Διοίκησης μέσω της πώλησης τίτλων με τη μέθοδο της επαναγοράς (repes) σε φορείς της Γενικής Κυβέρνησης, έφτασε τον Νοέμβριο του 2017 τα 17,1 δισ. ευρώ, συνιστώντας, πλέον, το 5,2% του χρέους της Κεντρικής Διοίκησης. Αξίζει, ωστόσο, να σημειωθεί ότι, σύμφωνα με τον Κρατικό Προϋπολογισμό του 2018, εκτιμάται ότι ο εν λόγω δανεισμός θα περιοριστεί στα 15 δισ. ευρώ και θα μειωθεί περαιτέρω το 2018 –στο πλαίσιο της αντικατάστασης βραχυπρόθεσμου με μακροπρόθεσμο δανεισμό– και θα φτάσει στο τέλος του έτους στα 9 δισ. ευρώ (Γράφημα 2.2.3).

Παράλληλα με τη δομή του χρέους της Κεντρικής Διοίκησης, όπως έχει σημειωθεί και στις προηγούμενες σχετικές αναλύσεις, αλλαγές παρατηρούνται και στα χαρακτηριστικά του χρέους της Κεντρικής Διοίκησης. Έτσι, τον Σεπτέμβριο του 2017 –λόγω και της αύξησης του βραχυπρόθεσμου δανεισμού– το μερίδιο του χρέους που ήταν μη διαπραγματεύσιμο δια-

μορφώθηκε στο 78,4%, ενώ το μερίδιο εκφρασμένο σε κυμαινόμενο επιτόκιο διαμορφώθηκε στο 64,7%, σε αντίθεση με ό,τι ίσχυε πριν το 2012, καθώς, όπως έχει σημειωθεί ξανά, η σύνθεση του χρέους έχει επηρεαστεί καθοριστικά από τη χρηματοδότηση της χώρας μέσω του Μηχανισμού Στήριξης, η οποία και βασίζεται σε μη διαπραγματεύσιμα και κυμαινόμενου επιτοκίου δάνεια (Πίνακας 2.2.2).

Όσον αφορά, τέλος, τη μακροχρόνια βιωσιμότητα του ελληνικού δημοσίου χρέους, το 2017 χαρακτηρίστηκε –παράλληλα με τη νέα προσπάθεια επανόδου για χρηματοδότηση στις αγορές– από την υλοποίηση των βραχυπρόθεσμων μέτρων για την ενδυνάμωση της βιωσιμότητας του δημοσίου χρέους. Πρόκειται για μέτρα που αφορούν: (α) την εξομάλυνση της χρηματοδότησης από το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF) ώστε να διαμορφωθεί το μεσοσταθμικό αποτέλεσμα των 32,5 ετών για όλο το εύρος του δανείου, (β) την ανταλλαγή ομολόγων κυμαινόμενου επιτοκίου του EFSF (που είχαν διατεθεί για την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών) με τίτλους με σταθερό επιτόκιο, και (γ) τις ανταλλαγές (περισσότερο εμπορεύσιμων) ομολόγων μεταξύ Ελλάδας και ιδιωτών ομολογιούχων. Η επιτυχημένη, λοιπόν, υλοποίηση –από τον Οργανισμό Διαχείρισης Δημοσίου Χρέους (ΟΔΔΗΧ)– των προαναφερθέντων μέτρων είχε ως αποτέλεσμα

ΠΙΝΑΚΑΣ 2.2.2 Σύνοψη χρέους Κεντρικής Διοίκησης

	Δεκέμβριος 2011	Δεκέμβριος 2012	Δεκέμβριος 2013	Δεκέμβριος 2016	Σεπτέμβριος 2017
A. Επιτόκιο					
Σταθερού επιτοκίου ¹	62,0%	32,7%	28,5%	30,0%	35,3%
Κυμαινόμενου επιτοκίου ^{1,2}	38,0%	67,3%	71,5%	70,0%	64,7%
B. Διαπραγμάτευση					
Διαπραγματεύσιμο	74,7%	34,3%	28,4%	21,9%	20,0%
Μη διαπραγματεύσιμο	25,3%	65,7%	71,6%	78,1%	78,0%
Γ. Νόμισμα					
Ευρώ	97,5%	96,7%	95,9%	97,0%	97,3%
Νομίσματα εκτός Ευρωζώνης	2,5%	3,3%	4,1%	3,0%	2,7%

Πηγή: Δελτία Δημοσίου Χρέους (Δεκέμβριος 2011, Δεκέμβριος 2012, Δεκέμβριος 2013, Δεκέμβριος 2016, Σεπτέμβριος 2017).

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

2. Τα τιμαριθμοποιημένα ομόλογα περιλαμβάνονται στα κυμαινόμενα ομόλογα.

την αναθεώρηση των προβλέψεων του ΕΜΣ για την επίπτωση των βραχυπρόθεσμων μέτρων στην ανάλυση της βιωσιμότητας του χρέους. Συγκεκριμένα, η επίπτωση από 20% του ΑΕΠ το 2060 υπολογίζεται (πλέον) από τον ΕΜΣ στο 25% του ΑΕΠ το 2060. Σε όρους ακαθάριστων χρηματοδοτικών αναγκών, η επίπτωση αυξήθηκε από τις 5 ποσοστιαίες μονάδες σε 6 ποσοστιαίες μονάδες.

Φυσικά, η μακροχρόνια βιωσιμότητα, του δημοσίου χρέους, όπως έχει σημειωθεί και σε προηγούμενη ανάλυση, θα καθοριστεί, παράλληλα με την προώθηση των μέτρων αναδιάρθρωσης, και από τη διατήρηση της δημοσιονομικής σταθερότητας (στο πλαίσιο του προγράμματος), τη διαμόρφωση συνθηκών και τάσεων οικονομικής ανάπτυξης και τη σταδιακή ανάκτηση της πρόσβασης στις διεθνείς αγορές.