

Δημόσιο Χρέος: Διαχρονική Εξέλιξη και Επιπτώσεις

Παρουσίαση στο Ινστιτούτο Εναλλακτικών Πολιτικών

Ηλίας Κωσταράκος

ESRI - Trinity College Dublin

18 Δεκεμβρίου 2018

Εισαγωγή

- Το επίπεδο του δημοσίου χρέους και η διαχείριση του, η βιωσιμότητα και οι (πιθανές) επιδράσεις του στους ρυθμούς μεγέθυνσης, αποτελούν κεντρικά ζητήματα τόσο σε επίπεδο ακαδημαϊκής έρευνας όσο και από τη σκοπιά της άσκησης οικονομικής πολιτικής.
- Η κατανόηση της έννοιας του δημοσίου χρέους, της διάρθρωσής του καθώς και της διαχρονικής του εξέλιξης στην Ελλάδα (και σε σχέση με τις άλλες χώρες της Ευρωζώνης) είναι τα ζητήματα με τα οποία θα ασχοληθούμε στη σημερινή παρουσίαση.

Τι είναι το Δημόσιο Χρέος; [1]

Ορισμός

- Σύμφωνα με τη Eurostat (βλ. Manual on Government Deficit and Debt καθώς και Συνθήκη για τη Λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης, Πρωτόκ. 12, Άρθρο 2), ως δημόσιο χρέος ορίζεται:

[...] το συνολικό ακαθάριστο χρέος, στην ονομαστική του αξία, που εκκρεμεί στο τέλος του έτους, ενοποιημένο εντός και μεταξύ των τομέων τού κατά την ευρεία έννοια δημοσίου (κεντρική κυβέρνηση, περιφερειακή ή τοπική διοίκηση και ταμεία κοινωνικής ασφάλισης τα οποία αποτελούν τη Γενική Κυβέρνηση).

- Επομένως, το δημόσιο χρέος είναι το συνολικό απόθεμα των ακαθάριστων υποχρεώσεων της Γενικής Κυβέρνησης (ή, ισοδύναμα, το σύνολο των απαιτήσεων τρίτων έναντι της Γενικής Κυβέρνησης), στο τέλος της περιόδου.

Τι είναι το Δημόσιο Χρέος; [2]

Ανάλυση του Ορισμού

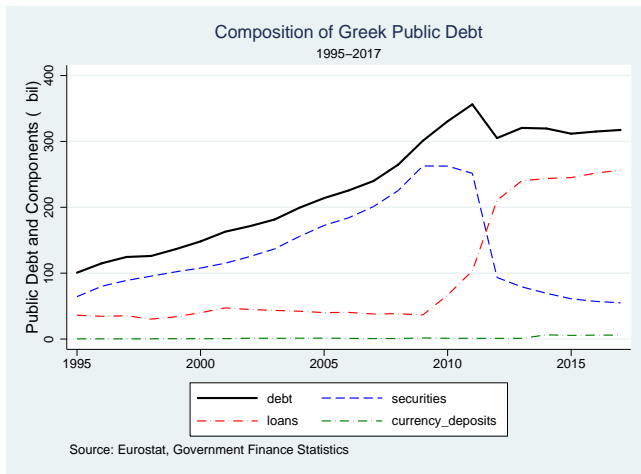
- Το δημόσιο χρέος:
 - (i) Είναι το σύνολο των **ακαθάριστων υποχρεώσεων** της Γενικής Κυβέρνησης. Επομένως, οι απαιτήσεις από δάνεια και χρεόγραφα που κατέχει η Γενική Κυβέρνηση δεν απαλείφονται για τον υπολογισμό του χρέους
 - (ii) Μετράται σε **ενοποιημένη βάση**: οι υποχρεώσεις ενός φορέα της Γενικής Κυβέρνησης, οι οποίες αποτελούν απαιτήσεις άλλου φορέα της Γενικής Κυβέρνησης, δεν προσμετρώνται στο δημόσιο χρέος
 - (iii) Αποτιμάται στην **ονομαστική αξία**, δηλαδή, με βάση το ποσό που θα καταβληθεί για αποπληρωμή του κεφαλαίου στη λήξη. Δε συμπεριλαμβάνονται τα ποσά των τόκων που θα καταβληθούν κατά τη διάρκεια ή στη λήξη.

Διάρθρωση Δημοσίου Χρέους [1]

- Το σύνολο των υποχρεώσεων της Γενικής Κυβέρνησης αναλύεται σε:
 - (i) **Καταθέσεις και Νόμισμα σε κυκλοφορία** (αποτελούν πολύ μικρό ποσοστό του δημοσίου χρέους)
 - (ii) **Χρεόγραφα (Debt Securities)**, δηλαδή ομόλογα και έντοκα γραμμάτια που έχει εκδώσει το Ελληνικό Δημόσιο, καθώς και ομόλογα επιχειρήσεων οι οποίες έχουν ενταχθεί στη Γενική Κυβέρνηση.
 - (iii) **Δάνεια (Loans)** τα οποία έχουν συναφθεί με διεθνείς οργανισμούς (π.χ. IMF) καθώς και με τράπεζες τόσο του εσωτερικού όσο και του εξωτερικού.

Διάρθρωση Δημοσίου Χρέους [2]

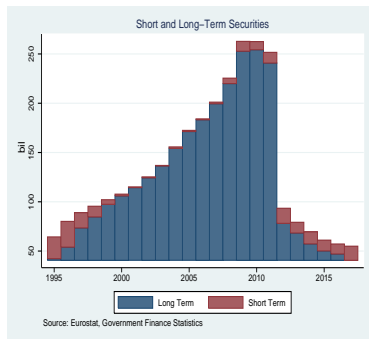
Διαχρονική Εξέλιξη



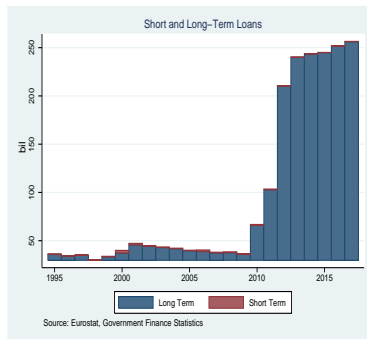
Διαχρονική Εξέλιξη Διάρθρωσης Δημοσίου Χρέους

Διάρθρωση Δημοσίου Χρέους [3]

Χρεόγραφα και Δάνεια

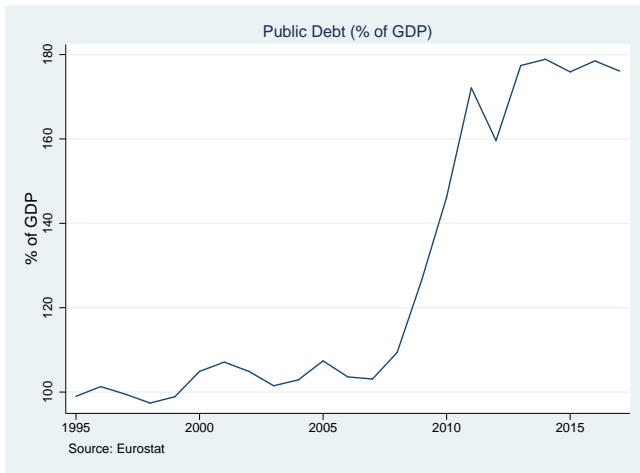


Χρεόγραφα



Δάνεια

Εξέλιξη Δημοσίου Χρέους



Εξέλιξη Δημοσίου Χρέους (% ΑΕΠ)

Χαρακτηριστικά του Ελληνικού Δημοσίου Χρέους [1]

• Τρία βασικά χαρακτηριστικά, τα οποία διαφοροποιούν σημαντικά το Ελληνικό Δημόσιο Χρέος, σχετίζονται με τη διάρθρωσή του ανά κατηγορία πιστωτή, με το ποσοστό του χρέους το οποίο είναι διαπραγματεύσιμο καθώς και με το χρονοδιάγραμμα πληρωμών. Συγκεκριμένα:

- 1 Μετά την ολοκλήρωση του PSI (βλ.Παράρτημα), το μεγαλύτερο τμήμα του δημοσίου χρέους ανήκει στον “επίσημο” τομέα: στις 31/12/2017 το 51% ανήκε στον ESM, σε 16% ανέρχονταν τα διμερή δάνεια (GLF) ενώ το χρέος προς το IMF ανερχόταν στο 4%
- 2 Το ποσοστό του δημοσίου χρέους το οποίο είναι διαπραγματεύσιμο είναι πλέον μικρότερο από 20%
- 3 Υπάρχουν μεγάλες περιόδοι χάριτος για την αποπληρωμή κεφαλαίου καθώς και μεγάλου μέρους των τόκων

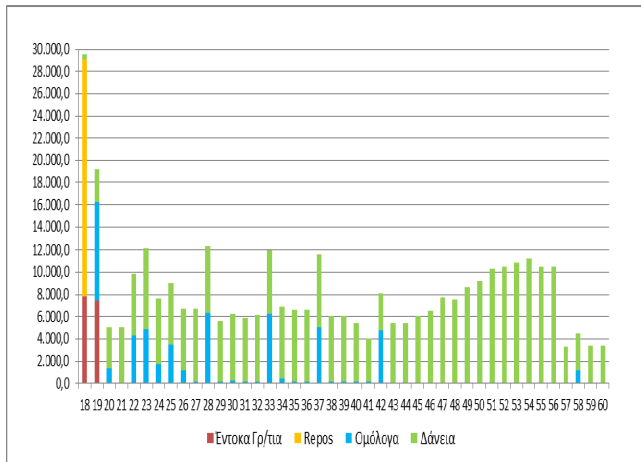
Χαρακτηριστικά του Ελληνικού Δημοσίου Χρέους [2]

Πίνακας: Χαρακτηριστικά Δημοσίου Χρέους

Έτος	Επίσημος Τομέας	Διαπραγματεύσιμο
2010	16%	
2011	26%	
2012	82%	34.3%
2013	85%	28.4%
2014	82%	25%
2015	82%	23.2%
2016	82%	21.9%
2017	83%	19.9%

Πηγή: Δελτία Δημοσίου Χρέους, ΟΑΔΗΧ

Χαρακτηριστικά του Ελληνικού Δημοσίου Χρέους [3]



Χρονοδιάγραμμα Λήξεων Χρέους, 30-09-2018, ΟΔΔΗΧ

Χαρακτηριστικά του Ελληνικού Δημοσίου Χρέους [4]

- Επομένως, το ελληνικό δημόσιο χρέος χαρακτηρίζεται από ένα ιδιαίτερο νομικό καθεστώς, από χαμηλό κόστος εξυπηρέτησης, μεγάλες περιόδους χάριτος και μακρά ωρίμανση.
- Αυτά τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά επηρεάζουν και την ανάλυση βιωσιμότητας του δημοσίου χρέους, καθώς οι ευρέως χρησιμοποιούμενοι δείκτες που στηρίζονται σε (διάφορα) επίπεδα του λόγου χρέους προς ΑΕΠ, δεν επαρκούν για την ορθή ανάλυση της βιωσιμότητας.
- Αντίθετα, η αξιολόγηση της βιωσιμότητας στηρίζεται στο λόγο των ετήσιων (μεικτών) χρηματοδοτικών αναγκών επί του ΑΕΠ (Gross Financing Needs to GDP ratio), καθώς ο δείκτης αυτός λαμβάνει υπόψη τη δομή των πληρωμών. Γενικά, ο λόγος αυτός θα πρέπει να κυμαίνεται μεταξύ 15 και 20%.

Μέτρηση Δημοσίου Χρέους

- Το συνολικό δημόσιο χρέος μπορεί να υπολογιστεί ως το άθροισμα των ακόλουθων τριών μεγεθών:
 - i του συσσωρευμένου δημόσιο χρέος της προηγούμενης περιόδου
 - ii του ύψους του δημοσιονομικού ελλείμματος της τρέχουσας περιόδου
 - iii τις προσαρμογές ελλείμματος-χρέους οι οποίες αντιστοιχούν στο κομμάτι της μεταβολής του δημοσίου χρέους που δεν οφείλεται στο έλλειμμα. Οι προσαρμογές αυτές οφείλονται σε αποκρατικοποιήσεις, ανακεφαλαιοποιήσεις, αναταξινομήσεις των φορέων της Γενικής Κυβέρνησης, αλλαγές στην αποτίμηση (π.χ. επαναγορά χρέους).

Μαθηματική Απεικόνιση

- Αλγεβρικά, το απόθεμα του Δημοσίου Χρέους την περίοδο t μπορεί να αναπαρασταθεί ως:

$$B_t = B_{t-1} + DEF_t + SFA_t$$

όπου B_t είναι το απόθεμα του Δημοσίου Χρέους την περίοδο t , DEF_t είναι το δημοσιονομικό αποτέλεσμα την περίοδο t και SFA_t είναι οι προσαρμογές ελλείμματος-χρέους

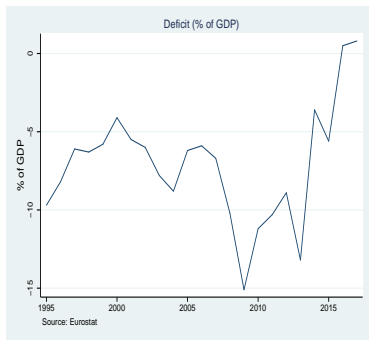
- Επιπλέον, με δεδομένο ότι

$$DEF_t = r * B_{t-1} + PB_t$$

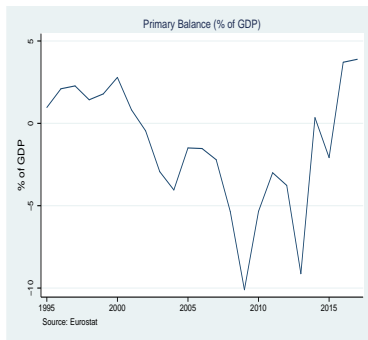
όπου r είναι το μέσο επιτόκιο (average effective rate) που πληρώνεται στο απόθεμα του χρέους και PB_t είναι το πρωτογενές αποτέλεσμα της περιόδου t , έχουμε τελικά ότι:

$$B_t = (1 + r)B_{t-1} + PB_t + SFA_t \quad (1)$$

Μεγέθη Δημοσίου Χρέους [1]



Έλλειμμα

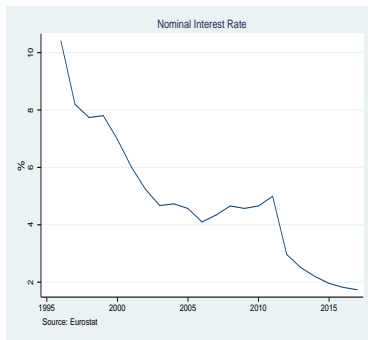


Πρωτογενές Έλλειμμα

Μεγέθη Δημοσίου Χρέους [2]



Πληρωμές Τόκων



Μέσο Επιτόκιο

Μεταβολές του Δημοσίου Χρέους

- Από την εξίσωση (1) προκύπτει ότι η μεταβολή του λόγου χρέος προς ΑΕΠ ισούται με:

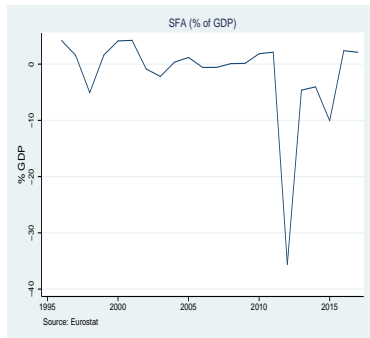
$$\Delta b_t = \left(\frac{r-g}{1+g} \right) b_{t-1} + p b_t + s f a_t \quad (2)$$

Από την εξίσωση αυτή βλέπουμε ότι η μεταβολή του δημοσίου χρέους ανά περίοδο οφείλεται στους ακόλουθους παράγοντες:

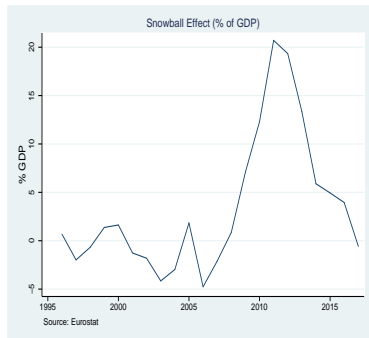
- i Πρωτογενές Αποτέλεσμα ($p b_t$)
- ii Προσαρμογές Ελλείμματος-Χρέους ($s f a_t$)
- iii Φαινόμενο της Χιονοστιβάδας (snowball effect: $\left(\frac{r-g}{1+g} \right) b_{t-1}$)

Μεταβολές του Δημοσίου Χρέους

Προσαρμογές Ελλείματος-Χρέους και Snowball Effect

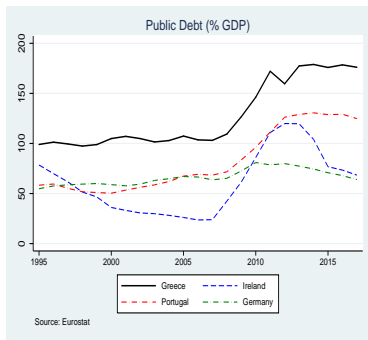


Προσαρμογές Ελλείματος-Χρέους

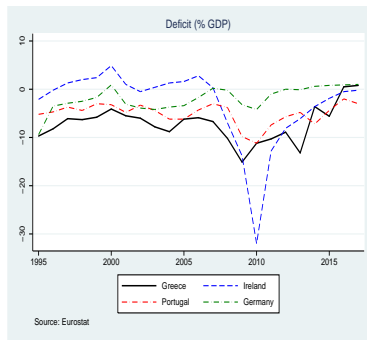


Snowball Effect

Ελλάδα vs Ευρωπαϊκές Χώρες [1]

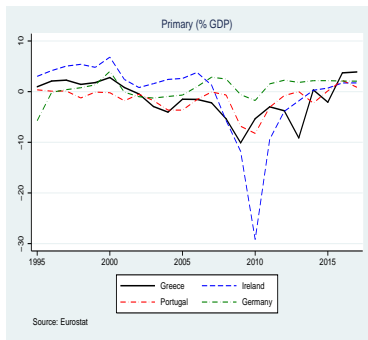


Δημόσιο Χρέος (% ΑΕΠ)

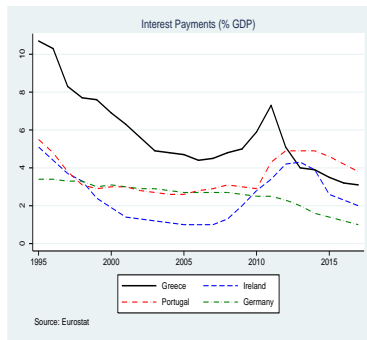


Έλλειμμα (% ΑΕΠ)

Ελλάδα vs Ευρωπαϊκές Χώρες [2]



Πρωτογενές Έλλειμμα (% ΑΕΠ)



Πληρωμές Τόκων (% ΑΕΠ)

Επηρεάζει το Δημόσιο Χρέος την Οικονομική Μεγέθυνση;[1]

- Η επίδραση του επιπέδου του δημοσίου χρέους στους ρυθμούς οικονομικής μεγέθυνσης είναι ένα ανοικτό ζήτημα τόσο στη θεωρητική όσο και στην εμπειρική βιβλιογραφία.
- Σε θεωρητικό επίπεδο, εμφανίζονται αντιδιαμετρικές απόψεις και αντικρουόμενα αποτελέσματα:
 - ① Μία άποψη υποστηρίζει ότι τα υψηλά επίπεδα χρέους επηρεάζουν αρνητικά τους (μακροχρόνιους) ρυθμούς μεγέθυνσης λόγω του φαινομένου της εκτόπισης των ιδιωτικών επενδύσεων (crowding-out effect) – βλ. Elmendorf and Mankiw (1999), Cochrane (2011a, 2011b)
 - ② Η αντίθετη άποψη υποστηρίζει ότι η επεκτατική δημοσιονομική πολιτική μπορεί να έχει θετική επίδραση στο ρυθμό μεγέθυνσης (λόγω του φαινομένου της υστέρησης) – βλ. DeLong and Summers (2012).

Επηρεάζει το Δημόσιο Χρέος την Οικονομική Μεγέθυνση;[2]

- Αντίστοιχα είναι και τα αποτελέσματα που έχουν προκύψει από την εμπειρική βιβλιογραφία:
 - ① Οι Reinhart and Rogoff (2010) κατέληξαν ότι υπάρχει μία μη γραμμική σχέση μεταξύ χρέους και ρυθμών μεγέθυνσης. Συγκεκριμένα, οι χώρες για τις οποίες ο λόγος χρέος προς ΑΕΠ ξεπερνά το 90%, παρουσιάζουν ρυθμούς μεγέθυνσης κατά 1 ποσοστιαία μονάδα χαμηλότερους σε σχέση με τις υπόλοιπες
 - ② Μία σειρά από άρθρα εντοπίζουν αρνητική συσχέτιση μεταξύ επιπέδων χρέους και ρυθμών μεγέθυνσης, όταν ο λόγος χρέος προς ΑΕΠ βρίσκεται πάνω από 90-100% [βλ. Checherita-Westphall and Rother (2012), Baum et.al. (2013), Kumar and Woo (2015)]
 - ③ Αντίθετα, μία σειρά από άρθρα καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι δεν υπάρχει ούτε σαφής αρνητική σχέση μεταξύ χρέους και ρυθμών μεγέθυνσης, ούτε ένα επίπεδο του λόγου χρέους προς ΑΕΠ το οποίο να είναι κοινό για όλες τις χώρες και πέρα από το οποίο να επηρεάζονται αρνητικά οι ρυθμοί μεγέθυνσης [βλ. Chudik et.al. (2013), Panizza and Presbitero (2013), Eberhardt and Panizza (2015), Eberhardt (2017)].

PSI [1]

- Το 2012 πραγματοποιήθηκε η αναδιάρθρωση του ελληνικού δημοσίου χρέους (στα πλαίσια του προγράμματος PSI), η οποία αποτελεί μία από τις μεγαλύτερες αναδιρθρώσεις ιστορικά (σε όρους όγκου αλλά και ζημίας των πιστωτών) καθώς και την πρώτη αναδιάρθρωση στην Ευρώπη μετά το Β' Παγκόσμιο Πόλεμο.
- Στα πλαίσια αυτής, πραγματοποιήθηκε ανταλλαγή ομολόγων αξίας 199.2 δισ. με νέα ομόλογα αξίας €92.1 δισ., ενώ το Δεκέμβριο 2012 υπήρξε επαναγορά χρέους ύψους €31.9 δισ.
- Πέρα από τη μείωση του επιπέδου του χρέους, μία ακόμα σημαντική συνέπεια του PSI ήταν η δραστική μεταβολή που επέφερε στη σύνθεση του δημοσίου χρέους της χώρας. Συγκεκριμένα, μετά την ολοκλήρωση του PSI, το μεγαλύτερο μέρος του δημοσίου χρέους πέρασε στον “επίσημο” τομέα.

PSI [2]

Επίδραση PSI στο Δημόσιο Χρέος

- Συγκεκριμένα, από την ανταλλαγή ομολόγων προέκυψε μείωση του χρέους κατά €107 δισ., ενώ από την επαναγορά χρέους το Δεκέμβριο 2012 προέκυψε μείωση της τάξης των €20 δισ. περίπου (καθώς η επαναγορά πραγματοποιήθηκε μέσω δανεισμού ύψους €11 δισ. περίπου). Επομένως, η μείωση του χρέους το 2012 ανήλθε σε €127 δισ.
- Ωστόσο, οι ανάγκες ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών (περίπου €40 δισ.), το γεγονός ότι μέρους του χρέους που απομειώθηκε ήταν ενδοκυβερνητικό (περίπου €16 δισ. από τα ασφαλιστικά ταμεία) και οι ανάγκες του προϋπολογισμού (της τάξης των €12 δισ.) καθώς και μία σειρά από άλλες συναλλαγές, συνεπάγονται ότι η πραγματική μείωση των επιπέδων του χρέους ανήλθε σε 51 δισ. περίπου. [βλ. Τράπεζα της Ελλάδος - “Το Χρονικό της Μεγάλης Ύφεσης” και Zettelmeyer et.al. (2013)].

PSI [3]

Γιατί ο Λόγος Χρέος/ΑΕΠ Ακολούθησε Ανοδική Πορεία;

- Παρά τη μεγάλη ονομαστική μείωση των επιπέδων του χρέους, ο λόγος χρέος προς ΑΕΠ εξακολούθησε να έχει ανοδική πορεία.

Πίνακας: Εξέλιξη Επιπέδων Δημοσίου Χρέους και ΑΕΠ

Έτος	ΑΕΠ	Δημόσιο Χρέος	Χρέος/ΑΕΠ
2011	207	356	172.1%
2012	191	305	159.6%
2013	180	320	177.4%

ΑΕΠ και Χρέος σε €δισ., Πηγή: Eurostat

PSI [4]

Μεταβολές στη Σύνθεση του Δημοσίου Χρέους

Πίνακας: Μεταβολές στη Σύνθεση του Δημοσίου Χρέους (σε €δισ.)

	Προ PSI	Μετα PSI
Ομόλογα	205.6	22.9
EU/EFSF	52.9	161.1
ECB/NCBs	56.7	45.3
IMF	20.1	22.1

Πηγή: Zettelmeyer et.al. (2013)