



# ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ

ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ & ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ

Π.Μ.Σ. Διεθνών και Ευρωπαϊκών Σπουδών

Διεθνής Πολιτική Οικονομία

**Τα προγράμματα ενίσχυσης της ελληνικής οικονομίας και ο  
μετασχηματισμός του ελληνικού χρέους**



Επιβλέπων Καθηγητής:

Παπάζογλου Χρήστος

Συγγραφή:

Μαμουνάκης Σταύρος

**Αθήνα, 2014**

# Πίνακας Περιεχομένων

|  |           |
|--|-----------|
| <b>ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ</b> .....  | <b>2</b>  |
| <b>ΠΕΡΙΛΗΨΗ</b> .....  | <b>5</b>  |
| <b>ΛΕΞΕΙΣ ΚΛΕΙΔΙΑ</b> .....  | <b>5</b>  |
| <b>ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ ΚΑΙ ΠΙΝΑΚΩΝ</b> .....  | <b>6</b>  |
| <b>ΠΙΝΑΚΑΣ ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΩΝ</b> .....  | <b>7</b>  |
| <b>I. ΕΙΣΑΓΩΓΗ</b> .....   | <b>8</b>  |
| <b>I.1. Εννοιολογικό πλαίσιο</b> .....   | <b>8</b>  |
| I.1.1. Το δημόσιο έλλειμμα .....   | 8         |
| I.1.2 Το δημόσιο χρέος .....   | 9         |
| I.1.3. Δημόσιο χρέος και οικονομική δραστηριότητα .....  | 10        |
| I.1.4. Τα Χρηματοδοτικά εργαλεία .....   | 12        |
| <b>I.2. Υπόβαθρο ελληνικής κρίσης και διάρθρωση εργασίας</b> .....                                     | <b>14</b> |
| I.2.1 Υπόβαθρο κρίσης.....   | 14        |
| I.2.2. Διάρθρωση εργασίας ανά κεφάλαιο .....   | 15        |
| <b>II. Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΧΡΕΟΥΣ ΤΟΥ 2009</b> .....  | <b>17</b> |
| <b>II.1. Το υπόβαθρο της ελληνικής κρίσης</b> .....  | <b>18</b> |
| II.1.1. Η διάρθρωση της ελληνικής οικονομίας .....   | 18        |
| II.1.2. Ο κυβερνητικός ανορθολογισμός.....   | 20        |
| <b>II.2. Οι αιτίες της ελληνικής κρίσης χρέους</b> .....   | <b>22</b> |
| II.2.1. Ενδογενείς παράγοντες .....  | 22        |
| II.2.1. Εξωγενείς παράγοντες.....  | 24        |
| <b>II.3. Η αντιμετώπιση της κρίσης</b> .....   | <b>26</b> |
| <b>III. ΟΙ ΕΜΠΛΕΚΟΜΕΝΟΙ ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΘΕΣΜΟΙ ΚΑΙ ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΙ ΣΤΗΝ ΔΙΑΣΩΣΗ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ</b> ..... | <b>27</b> |

|  |           |
|--|-----------|
| <b>III.1. Διεθνείς φορείς .....</b>  | <b>27</b> |
| III.1.1. Το ΔΝΤ- ρόλος και εργαλεία .....  | 27        |
| III.1.2. Οι Ευρωπαϊκοί θεσμοί- Ευρωπαϊκή Επιτροπή και ΕΚΤ .....  | 29        |
| III.1.2.1. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή .....  | 29        |
| III.1.2.2. Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα.....   | 29        |
| <b>III.2. Οι Ευρωπαϊκοί μηχανισμοί στήριξης .....</b>  | <b>31</b> |
| III.2.1. EFSF- μορφή, ρόλος και εργαλεία .....   | 31        |
| III.2.2. ESM- Ο μόνιμος μηχανισμός στήριξης .....  | 32        |
| <br>   |           |
| <b>IV. ΤΑ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΕΝΙΣΧΥΣΗΣ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΑΣ .....</b>  | <b>35</b> |
| <br>   |           |
| <b>IV.1. Το πρώτο πρόγραμμα οικονομικής ενίσχυσης .....</b>  | <b>35</b> |
| IV.1.1. Οι εκταμιεύσεις του πρώτου προγράμματος.....   | 35        |
| IV.1.1.1. Εκταμιεύσεις από το ΔΝΤ .....  | 35        |
| IV.1.1.2. Εκταμιεύσεις από το GLF .....  | 36        |
| <b>IV.2. Το δεύτερο πρόγραμμα οικονομικής ενίσχυσης .....</b>  | <b>37</b> |
| IV.2.2. Οι εκταμιεύσεις του δεύτερου προγράμματος.....   | 37        |
| IV.2.2.1. Οι εκταμιεύσεις από το ΔΝΤ.....  | 37        |
| IV.2.2.2. Οι εκταμιεύσεις από τον EFSF .....   | 38        |
| <b>IV.3. Παρεμβάσεις αναδιάρθρωσης του ελληνικού χρέους.....</b>   | <b>40</b> |
| IV.3.1. Η ανακεφαλαιοποίηση των ελληνικών τραπεζών .....   | 40        |
| IV.3.1.1. Επίπτωση στο Ελληνικό Δημόσιο Χρέος αν η ανακεφαλαιοποίηση είχε γίνει μέσω του ESM .....                     | 41        |
| IV.3.2. Η διαδικασία ανταλλαγής ομολόγων Private Sector Involvement (PSI) .....  | 42        |
| IV.3.3. Η επαναγορά ομολόγων (Debt buy back) .....   | 47        |
| <b>IV.4. Σύνθεση χρέους Γενικής Κυβέρνησης στην αρχή της κρίσης και μετά τα προγράμματα οικονομικής στήριξης .....</b> | <b>52</b> |
| <b>IV.5. Μεσοσταθμικό κόστος εξυπηρέτησης πριν την κρίση και αποτύπωση της σημερινής κατάστασης .....</b>              | <b>56</b> |
| <br>   |           |
| <b>V. ΘΕΜΑΤΑ ΒΙΩΣΙΜΟΤΗΤΑΣ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΧΡΕΟΥΣ .....</b>   | <b>58</b> |
| <br>   |           |
| <b>V.1. Ορισμός της έννοιας της βιωσιμότητας του χρέους.....</b>   | <b>58</b> |
| <b>V.2. Debt Sustainability Analysis- Ανάλυση Βιωσιμότητας Χρέους .....</b>  | <b>59</b> |

|  |           |
|--|-----------|
| <b>V.3. Σκέψεις περί βιωσιμότητας του ελληνικού χρέους .....</b> | <b>61</b> |
| V.3.1. Επαναγορά ομολόγων από ιδιώτες (debt buyback – DBB) ..... | 61        |
| V.3.2. Πρόγραμμα ιδιωτικοποιήσεων .....                          | 62        |
| V.3.3. Σκέψεις για το βραχυπρόθεσμο διάστημα .....               | 62        |
| <br>   |           |
| <b>VI. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....</b>                                     | <b>64</b> |
| <br>   |           |
| <b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ .....</b>  | <b>67</b> |
| <br>   |           |
| <b>Έντυπη .....</b>  | <b>67</b> |
| Ξενόγλωσση.....  | 67        |
| Ελληνική .....   | 67        |
| <br>   |           |
| <b>Διαδικτυακή .....</b>   | <b>68</b> |
| Ξενόγλωσση.....  | 68        |
| Ελληνική .....   | 71        |

## **Περίληψη**

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η εξέταση της μεταβολής του ελληνικού δημοσιονομικού χρέους και των συνεπειών της μεταβολής αυτής, μέσα από τα δύο προγράμματα ενίσχυσης της ελληνικής οικονομίας που εφαρμόστηκαν μετά το ξέσπασμα της δημοσιονομικής κρίσης του 2009. Για την συγγραφή της εργασίας χρησιμοποιήθηκε η μεθοδολογία της δευτερογενούς- βιβλιογραφικής έρευνας σε ξενόγλωσσες και ελληνικές πηγές, έντυπες και διαδικτυακές. Αρχικά γίνεται μία σύντομη παρουσίαση βασικών εννοιών όπως το χρέος και το έλλειμμα και μία πρώτη εισαγωγή στο θέμα της ελληνικής κρίσης. Στο κεφάλαιο II παρουσιάζεται το υπόβαθρο, τα αίτια και η μέθοδος αντιμετώπισης της κρίσης και στο κεφάλαιο III οι διεθνείς φορείς που ενεπλάκησαν στην διαδικασία αυτή. Στο κεφάλαιο IV γίνεται παρουσίαση των δύο προγραμμάτων δημοσιονομικής στήριξης της Ελλάδας, επικεντρώνοντας στις καθαρά οικονομικές διαστάσεις τους. Στο κεφάλαιο V γίνεται μία σύντομη εξέταση του ζητήματος της βιωσιμότητας του χρέους και, τέλος, στο κεφάλαιο VI η εξαγωγή των βασικών συμπερασμάτων.

## **Λέξεις Κλειδιά**

Χρέος, έλλειμμα, βιωσιμότητα χρέους, διατηρησιμότητα χρέους, ανάλυση βιωσιμότητας, διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση, δημοσιονομική κρίση, εκταμιεύσεις, δόσεις, ανταλλαγή ομολόγων, PSI, EFSF, ESM, ανακεφαλαιοποίηση τραπεζών, debt buy back, επαναγορά χρέους, ΔΝΤ, ΕΕ, Ευρωπαϊκή Επιτροπή, ΕΚΤ, μεσοσταθμικό κόστος εξυπηρέτησης, επιτόκιο, stand-by arrangements (SBA), διακρατικά δάνεια, σύνθεση χρέους, χρηματοδοτικά εργαλεία.

## Ευρετήριο Διαγραμμάτων και Πινάκων

| Διάγραμμα-Πίνακας | Περιεχόμενο  | Σελίδα |
|-------------------|--|--------|
| Διάγραμμα 1       | Ρυθμός αύξησης ελληνικού ΑΕΠ 2001-2012                         | 16     |
| Διάγραμμα 2       | Πορεία ελληνικού χρέους 1960-2010                              | 20     |
| Διάγραμμα 3       | Πορεία πληθωρισμού 1960-2011                                   | 20     |
| Διάγραμμα 4       | Πορεία spreads ομολόγων και CDS 2009-2010                      | 23     |
| Διάγραμμα 5       | Σύνθεση χρέους Κεντρικής Κυβέρνησης κατά ESA-95 την 31/12/2009 | 54     |
| Διάγραμμα 6       | Σύνθεση χρέους Κεντρικής Κυβέρνησης κατά ESA-95 την 31/12/2013 | 54     |
| Πίνακας 1         | Εκταμιεύσεις πρώτου προγράμματος                               | 35     |
| Πίνακας 2         | Εκταμιεύσεις δεύτερου προγράμματος                             | 38     |
| Πίνακας 3         | Ενίσχυση συστημικών τραπεζών από το ΤΧΣ (2012-2013)            | 40     |
| Πίνακας 4         | Ύψος και σύνθεση Χρέους Γενικής Κυβέρνησης                     | 52     |

## Πίνακας Συντομογραφιών

| Ελληνικές Συντομογραφίες   |                                       |
|----------------------------|---------------------------------------|
| ΑΕΠ                        | Ακαθάριστο Εθνικό Προϊόν              |
| ΔΝΤ                        | Διεθνές Νομισματικό Ταμείο            |
| ΕΕ                         | Ευρωπαϊκή Ένωση                       |
| ΕΚΤ                        | Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα            |
| ΕΤΕπ                       | Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων          |
| ΖτΕ                        | Ζώνη του Ευρώ                         |
| ΠΔΕ                        | Πρόγραμμα Δημοσίων Επενδύσεων         |
| ΤΧΣ                        | Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας |
| Ξενόγλωσσες Συντομογραφίες |                                       |
| DBB                        | Debt Buy Back                         |
| EC                         | European Commission                   |
| ESM                        | European Stability Mechanism          |
| EFSF                       | European Financial Stability Fund     |
| Eurostat                   | European Statistic Agency             |
| GLF                        | Greek Loan Facility                   |
| PSI                        | Private Sector Involvement            |
| SBA                        | Stand- by Arrangement                 |
| SMP                        | Securities Markets Program            |
| OMT                        | Outright Monetary Transactions        |

# I. Εισαγωγή

## I.1. Εννοιολογικό πλαίσιο

Οι όροι δημόσιο έλλειμμα και δημόσιο χρέος έχουν εισέλθει στην καθημερινότητα των πολιτών με δυναμικό τρόπο κατά τα τελευταία χρόνια. Και αυτό διότι, τα οικονομικά μεγέθη αυτά επηρεάζουν την κατάσταση της οικονομίας, την ανταγωνιστικότητά της, καθώς και την καθημερινή ζωή σε μία χώρα. Λόγω της σημασίας που έχουν τα συγκεκριμένα οικονομικά μεγέθη, αλλά και των αναφορών σε αυτά που θα υπάρχουν την παρούσα εργασία κρίνεται σκόπιμο να υπάρξει μία σύντομη παρουσίαση των ορισμών τους, του μεταξύ τους συσχετισμού αλλά και της σχέσης τους με την παραγωγική δραστηριότητα της χώρας, καθώς και των χρηματοοικονομικών εργαλείων στα οποία προσφεύγει η γενική κυβέρνηση προκειμένου να χρηματοδοτήσει τις δαπάνες της.

### I.1.1. Το δημόσιο έλλειμμα

Το έλλειμμα της Γενικής Κυβέρνησης προκύπτει όταν οι δημόσιες δαπάνες υπερβαίνουν τα δημόσια έσοδα. Ωστόσο, η έννοια του ελλείμματος μπορεί να διαφοροποιηθεί ανάλογα με το αν στις δαπάνες περιλαμβάνονται και αυτές για τόκους και χρεολύσια. Έτσι προκύπτουν οι τρεις βασικές έννοιες του ελλείμματος:

$$\begin{aligned} \text{Σύνολο εσόδων} & - \text{Σύνολο δαπανών} = \text{Ακαθάριστο αποτέλεσμα} \\ & + \text{Χρεωλύσια} = \text{Καθαρό αποτέλεσμα} \\ & + \text{Τόκοι} = \text{Πρωτογενές αποτέλεσμα} \end{aligned}$$

Στο ακαθάριστο αποτέλεσμα περιλαμβάνονται και οι δαπάνες για τόκους και χρεωλύσια, το οποίο μας δείχνει τις ακαθάριστες δανειακές ανάγκες της χώρας. Δηλαδή μας δείχνει τις ανάγκες απορρόφησης χρηματικών πόρων του δημοσίου από την οικονομία όπως αυτές προκύπτουν από την ανάγκη για πληρωμές όλων των ειδών των δαπανών, που δεν καλύπτεται από τη φορολογία ή τις άλλες κανονικές πηγές εσόδων, αλλά από το δανεισμό (Καραβίτης, 2008).

Αν δεν συμπεριληφθούν στο ακαθάριστο αποτέλεσμα οι ανάγκες για πληρωμές χρεολυσίων του δημόσιου χρέους, τότε προκύπτει η έννοια του καθαρού αποτελέσματος ή των καθαρών δανειακών αναγκών. Το καθαρό αποτέλεσμα εκφράζει



τις απαιτήσεις του δημοσίου για νέους χρηματικούς πόρους κατά τη διαχειριστική περίοδο, πέραν των ποσών που δανείζεται για να εξοφλήσει παλαιότερες υποχρεώσεις. Ως εκ τούτου το καθαρό αποτέλεσμα εκφράζει τις καθαρές δανειακές ανάγκες του δημοσίου ή στην εθνικολογιστική ορολογία την καθαρή λήψη – χορήγηση δανείων (Καραβίτης, 2008).

Το πρωτογενές αποτέλεσμα δεν περιλαμβάνει ούτε τους τόκους ούτε τα χρεολύσια. Περιλαμβάνονται μόνο δαπάνες για επενδύσεις, μεταβιβάσεις εισοδήματος ή κεφαλαίου (οι οποίες στη συνέχεια μετατρέπονται σε κατανάλωση ή επενδύσεις) και η κατανάλωση. Κατά συνέπεια μπορούμε να ισχυριστούμε ότι το πρωτογενές πλεόνασμα εκφράζει την απορρόφηση πόρων της οικονομίας από το δημόσιο, τους οποίους είτε δαπανά άμεσα, είτε τους αναδιανέμει στις επιχειρήσεις και στα νοικοκυριά. Με άλλα λόγια, το πρωτογενές αποτέλεσμα δείχνει το βαθμό που ο δημόσιος τομέας δρα επεκτατικά ή όχι στην πραγματική οικονομία και κατά συνέπεια το βαθμό νοικοκυρέματος των δημόσιων οικονομικών (Καραβίτης, 2008).

### **I.1.2 Το δημόσιο χρέος**

Το δημόσιο χρέος αποτελείται από το σύνολο των συσσωρευμένων απαιτήσεων τρίτων απέναντι στο δημόσιο. Ωστόσο ο ορισμός του δημοσίου χρέους μπορεί να λάβει διάφορες μορφές, αναλόγως αν αναφερόμαστε στο ακαθάριστο χρέος (δηλαδή το σύνολο των υποχρεώσεων του δημοσίου) ή το καθαρό (δηλαδή τις υποχρεώσεις του δημοσίου μείον τις απαιτήσεις που έχει έναντι τρίτων). Ακόμη το χρέος μπορεί να εκφραστεί ως εγχώριο ή ως προς την αλλοδαπή, ανάλογα με τον τόπο μόνιμης κατοικίας των πιστωτών. Επίσης το χρέος μπορεί να διακριθεί σε χρέος σε εθνικό νόμισμα και σε χρέος σε συνάλλαγμα, αναλόγως του νομίσματος στο οποίο έχει γίνει η έκδοση του. Ασφαλώς κάθε ορισμός έχει τη δική του χρησιμότητα, ωστόσο είναι δυνατόν να προκύψουν προβλήματα κατά τη χρήση τους. Για παράδειγμα με την αυξανόμενη παγκοσμιοποίηση, τη μείωση των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων και τη συμμετοχή της χώρας στην ΟΝΕ δεν είμαστε σε θέση να γνωρίζουμε επακριβώς το ποσοστό του χρέους στην κατοχή των αλλοδαπών (Καραβίτης, 2008).

Στα πλαίσια της διαδικασίας υπερβολικού ελλείμματος, της ΕΕ, το δημόσιο χρέος ορίζεται ως «το συνολικό ακαθάριστο ονομαστικό ενοποιημένο χρέος της γενικής κυβέρνησης κατά την τελευταία ημέρα του έτους σε όρους εθνικού νομίσματος» (Συμβούλιο της ΕΕ, 1993).

Ο ανωτέρω ορισμός αναλύεται ως εξής:

Συνολικό: Το σύνολο των υποχρεώσεων όλων των υποτομέων της γενικής κυβέρνησης και ειδικότερα οι κατηγορίες κέρματα και καταθέσεις, χρεόγραφα πλην μετοχών, εξαιρουμένων των χρηματοπιστωτικών παραγωγών και δάνεια.

Ακαθάριστο: σε αυτό μετράται το σύνολο των υποχρεώσεων χωρίς να αφαιρούνται τυχόν αντίστοιχες απαιτήσεις του δημοσίου.

Ονομαστικό: είναι η αξία όψεως του χρέος (face value), δηλαδή η αξία που το δημόσιο θα πρέπει να καταβάλλει στους δανειστές του κατά τη λήξη του.

Κατά την τελευταία ημέρα του έτους: Σημαίνει το πώς έχει διαμορφωθεί κατά την τελευταία ημέρα του έτους η αξία έκδοσης λόγω μεταβολών των ισοτιμιών του χρέους σε συνάλλαγμα ή μεταβολών των δεικτών με τους οποίους το χρέος πιθανόν να συνδέεται.

Ενοποιημένο: σε αυτό δεν μετράται το χρέος το οποίο διακρατείται από φορείς των υποτομέων της γενικής κυβέρνησης – για παράδειγμα, ομόλογα του υπουργείου Οικονομίας και Οικονομικών, τα οποία έχουν στην κατοχή τους τα ασφαλιστικά ταμεία, δεν αποτελούν μέρος του δημοσίου χρέους.

### **I.1.3. Δημόσιο χρέος και οικονομική δραστηριότητα**

Το δημόσιο έλλειμμα σχετίζεται με τις υποχρεώσεις της γενικής κυβέρνησης κατά τη διάρκεια μιας διαχειριστικής περιόδου – οικονομικής χρήσης. Το συγκεκριμένο έλλειμμα μετατρέπεται σε χρέος ή σε μια ροή νέου χρέους όταν η κυβέρνηση δαπανάει περισσότερα από όσα εισπράττει από τους φόρους. Με άλλα λόγια το δημόσιο χρέος είναι το σύνολο των ελλειμμάτων της γενικής κυβέρνησης όπως πρόεκυψαν σε βάθος χρόνου. Στο σημείο αυτό αξίζει να δούμε τη συσχέτιση της οικονομικής ανάπτυξης με την αναγκαιότητα της δημοσιονομικής εξυγίανσης και την βιωσιμότητα του χρέους.

Η εξασφάλιση μίας σταθερής και βιώσιμης οικονομικής ανάπτυξης βρίσκεται στο επίκεντρο των στόχων των κυβερνήσεων, σε συνδυασμό με την ελάττωση του επιπέδου της φτώχειας. Κλειδί της επιτυχίας των ανωτέρω επιδιωκόμενων στόχων είναι μια υψηλής ποιότητας δημοσιονομική προσαρμογή-εξυγίανση, η οποία θα συμβάλει στην κινητοποίηση των εγχώριων αποταμιεύσεων και στην αποδοτική κατανομή των παραγωγικών πόρων, με τέτοιο τρόπο ώστε να συμβάλλουν στην επίτευξη των

αναπτυξιακών στόχων της οικονομίας (Daniel, Davis, Fouad & Van Rijckeghem, 2006).

Είναι εξαιρετικής σημασίας η επίτευξη διαρκής μακροοικονομικής σταθερότητας. Πολιτικές χαλάρωσης της δημοσιονομικής πολιτικής μπορούν να οδηγήσουν σε υψηλό πληθωρισμό, ο οποίος ενδέχεται να οδηγήσει σε λανθασμένες οικονομικές αποφάσεις, λόγω της πλάνης του χρήματος. Επίσης μπορεί να επέλθει παραγκωνισμός του ιδιωτικού τομέα (crowding out), καθώς δεν μπορεί να αντλήσει κεφάλαια για τη χρηματοδότηση των ιδιωτικών του επενδύσεων εξαιτίας της ζήτησης δανειακών κεφαλαίων από το δημόσιο και αβεβαιότητα σχετικά με τη δυνατότητα τόσο της οικονομικής ανάπτυξης όσο και της εξυπηρέτησης του χρέους. Ακόμη και αν τα δημόσια οικονομικά μιας χώρας μπορεί να φαίνονται ότι δεν αντιμετωπίζουν άμεσα κίνδυνο, μακροπρόθεσμα, λόγω μιας σειράς ενδογενών και εξωγενών παραγόντων η δημοσιονομική κατάσταση της χώρας μπορεί να μεταβληθεί σε βαθμό τέτοιο που να μην είναι σε θέση να ανταποκριθεί στις δημοσιονομικές και οικονομικές της προκλήσεις (Daniel, Davis, Fouad & Van Rijckeghem, 2006).

Κράτη που κατάφεραν να επιτύχουν μια ορθή διαχείριση των οικονομικών τους, και να συσσωρεύσουν έσοδα σε περιόδους οικονομικής ανάπτυξης, είναι σε καλύτερη θέση να αντιμετωπίσουν μια πιθανή μελλοντική οικονομική δυσπραγία και κρίση μέσω της κινητοποίησης των εσόδων που είχαν συγκεντρώσει τα προηγούμενα χρόνια και να προβούν σε επεκτατικές δημοσιονομικές πολιτικές χωρίς να χάσουν την εμπιστοσύνη των αγορών. Από την άλλη, χώρες που δεν είχαν πολιτική ορθής διαχείρισης των δημόσιων οικονομικών τους, και δεν είχαν προχωρήσει σε δημοσιονομική εξυγίανση, θα βρεθούν σε εξαιρετικά δύσκολη θέση τόσο να εξασφαλίσουν πόρους για να αντιμετωπίσουν μια οικονομική ύφεση όσο και να πείσουν τις αγορές ότι αξίζουν την εμπιστοσύνη τους και συνεπώς μπορούν να λάβουν χρήματα από αυτές και με χαμηλό σχετικά επιτόκιο (Daniel, Davis, Fouad & Van Rijckeghem, 2006).

Μια οικονομία για να μπορέσει να εξασφαλίσει ένα σταθερό μακροοικονομικό περιβάλλον, που θα της επιτρέψει την επίτευξη μιας βιώσιμης οικονομικής ανάπτυξης και την καταπολέμηση της φτώχειας, δεν θα πρέπει να έχει μη βιώσιμο χρέος. Βιώσιμο είναι το χρέος, όταν η κυβέρνηση είναι σε θέση να το εξυπηρετήσει κατά οποιαδήποτε χρονική στιγμή χωρίς να αναγκασθεί να λάβει μέτρα που να θεωρούνται μη ρεαλιστικά για την αποπληρωμή του είτε μέσω της αύξησης των εσόδων είτε μέσω νέας

χρηματοδότησης (Daniel, Davis, Fouad & Van Rijckeghem, 2006). Το ζήτημα της βιωσιμότητας του χρέους θα το δούμε πιο αναλυτικά στο κεφάλαιο V.

Οι αγορές σε κάθε περίπτωση παρακολουθούν τις οικονομικές επιδόσεις του κάθε κράτους και είναι εξαιρετικής σημασίας το τελευταίο να καλλιεργήσει θετικές προσδοκίες για την οικονομική του κατάσταση ώστε να εξασφαλιστεί απρόσκοπτα ο δανεισμός του από αυτές. Η δημοσιονομική εξυγίανση έχει διπλό στόχο αφενός να εξασφαλίσει χρηματοδοτική αυτοτέλεια της κυβέρνησης με ίδιους πόρους και αφετέρου την εύκολη πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές με χαμηλό επιτόκιο δανεισμού, με συνέπεια την ομαλή λειτουργία της οικονομίας και τη μείωση της φτώχειας.

#### **I.1.4. Τα Χρηματοδοτικά εργαλεία**

Η ελληνική κυβέρνηση τόσο για την αποπληρωμή του χρέους και την χρηματοδότηση των ελλειμμάτων όσο και για τη στήριξη της οικονομικής ανάπτυξης της χώρας προσφεύγει στο δανεισμό είτε από το εσωτερικό είτε από το εξωτερικό μέσω έκδοσης συγκεκριμένων χρεογράφων. Ανάλογα με τις ανάγκες που καλύπτουν, βάσει της ακολουθούμενης δημοσιονομικής πολιτικής, μπορεί να είναι βραχυπρόθεσμης ή μακροπρόθεσμης διάρκειας, κατατασσόμενα στα χρηματοοικονομικά προϊόντα της Χρηματαγοράς ή της Κεφαλαιαγοράς αντίστοιχα. Η περισσότερο γνωστή μορφή χρεογράφων του δημοσίου είναι τα ομόλογα του δημοσίου και τα έντοκα γραμμάτια του δημοσίου (Αγγελόπουλος, 2005). Ακολουθώντας θα παρουσιαστούν ορισμένα από τα βασικότερα χρηματοδοτικά εργαλεία του κράτους.

Τα Έντοκα Γραμμάτια του Δημοσίου (Treasury Bills): είναι ανώνυμοι τίτλοι, άυλης μορφής, εκδιδόμενοι από το κράτος στα πλαίσια της δημοσιονομικής πολιτικής και αποτελούν μέσο εσωτερικού δανεισμού ή μέσο μεταφοράς κεφαλαίων από επενδυτές στο δημόσιο. Αντιπροσωπεύουν κατά συνέπεια άμεση κρατική υποχρέωση και δεδομένης της υψηλής πιστοληπτικής ικανότητας των ανεπτυγμένων οικονομιών εμπερικλείουν χαμηλό ή μηδενικό πιστωτικό κίνδυνο. Η διάρκεια τους είναι μικρή, συνήθως τριών, έξι ή δώδεκα μηνών. Εκδίδονται σε τακτά χρονικά διαστήματα ή όποτε έχει ανάγκη το δημόσιο για άντληση κεφαλαίων, κυρίως μέσω δημοπρασιών πολλαπλών τιμών. Τα έντοκα γραμμάτια του ελληνικού δημοσίου είναι ελεύθερα μεταβιβάσιμα στη δευτερογενή αγορά τίτλων και διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Αθηνών και στις τράπεζες, από όπου μπορούν να τα προμηθευτούν οι επενδυτές.

Ομόλογα Δημοσίου Σταθερού Τοκομεριδίου: Τα ομόλογα του δημοσίου σταθερού τοκομεριδίου ή σταθερού επιτοκίου (fixed rate bonds) είναι μέσης και μεγάλης διάρκειας, συνήθως από 2 έως 15 έτη. Είναι ανώνυμοι τίτλοι που διαπραγματεύονται στις δευτερογενείς αγορές ομολόγων. Διατίθενται σε άυλη μορφή με τη μέθοδο της δημοπρασίας πολλαπλών τιμών και οι επενδυτές αποκτούν τα ομόλογα αυτά από τους βασικούς διαπραγματευτές, τράπεζες ή άλλους.

Ομόλογα Δημοσίου Κυμαινόμενου Επιτοκίου (floating rate bonds): είναι τίτλοι μέσης διάρκειας, συνήθως από 2 έως 7 έτη. Τα ομόλογα του είδους αυτού φέρουν τοκομερίδια, το ονομαστικό επιτόκιο των οποίων γίνεται γνωστό στην αρχή της κάθε τοκοφόρου περιόδου και είναι συνδεδεμένο συνήθως με το επιτόκιο των εντόκων γραμματίων αντίστοιχης της εκτοκιστικής περιόδου του ομολόγου, πλέον ενός περιθωρίου. Τα ομόλογα αυτά διατίθενται σε άυλη μορφή με τη μέθοδο της δημοπρασίας πολλαπλών τιμών κυρίως μέσω των βασικών διαπραγματευτών.

Ομόλογα Δημοσίου Μηδενικού Τοκομεριδίου: Το ελληνικό δημόσιο έχει πραγματοποιήσει και εκδόσεις ομολόγων χωρίς τοκομερίδιο (zero-coupon bonds), δηλαδή ομολόγων που δεν πραγματοποιούν καταβολές έως τη λήξη τους, οπότε και αποπληρώνονται ταυτόχρονα το κεφάλαιο και οι τόκοι. Η λειτουργία των ομολόγων αυτών είναι κοινή με αυτή των εντόκων γραμματίων, με διαφοροποίηση ως προς τη διάρκειά τους, αφού η ελάχιστη διάρκεια ομολόγων χωρίς τοκομερίδιο είναι ένα έτος.

Ομόλογα Δημοσίου με Ρήτρα Ξένου Νομίσματος: Το ελληνικό δημόσιο έχει εκδώσει τίτλους με ρήτρα ξένου νομίσματος, ιδιαίτερα πριν από την υιοθέτηση του ευρώ στην ΕΕ, τότε που η διαφορά των επιτοκίων της δραχμής και των ισχυρών νομισμάτων ήταν μεγάλη, αναλαμβάνοντας και το συναλλαγματικό κίνδυνο. Οι εκδόσεις αυτές έγιναν και στο εσωτερικό ή στο εξωτερικό. Τα ομόλογα αυτά ήταν κυρίως μικρής ή μέσης διάρκειας και έφεραν σταθερό τοκομερίδιο.

Οι τύποι των ομολόγων που αναφέρθηκαν προηγουμένως, αποτελούν τις βασικές εκδόσεις ομολόγων του δημοσίου. Βεβαία υπάρχουν και άλλες εκδόσεις ειδικών ομολόγων του δημοσίου (στα πλαίσια κοινωνικής πολιτικής, ad hoc κλπ), όπως τα αποταμειωτικά ομόλογα του δημοσίου, προμέτοχα ή μετοχοποιήσιμοι τίτλοι του ελληνικού δημοσίου, τα αγροτικά προμέτοχα ή αγρομέτοχα, τα προέσοδα και τα ευρωμέτοχα.

Διακρατικά δάνεια – διακρατικές συμφωνίες: Τέλος, αξίζει να αναφερθεί εν συντομία (καθώς θα γίνει εκτενέστερη αναφορά στη συνέχεια) και η περίπτωση της λήψης διακρατικών δανείων, χαρακτηριστική περίπτωση τα δάνεια του EFSF και EFSM, η χώρα μας δανείσθηκε χρήματα από τον ειδικό μηχανισμό στήριξης που συγκροτήθηκε από την ΕΕ με τη συμμετοχή τόσο των κρατών-μελών της ΖτΕ όσο και από τα κράτη-μέλη εκτός της ΖτΕ.

## **I.2. Υπόβαθρο ελληνικής κρίσης και διάρθρωση εργασίας**

### **I.2.1 Υπόβαθρο κρίσης**

Στο μεγαλύτερο μέρος της νεότερης ιστορίας της η Ελλάδα αντιμετωπίζει μεγαλύτερα ή μικρότερα προβλήματα με το χρέος της. Τα αίτια μπορεί να ποικίλουν, το αποτέλεσμα όμως είναι πάντα το ίδιο, δηλαδή η σταδιακή συσσώρευση του χρέους δημιουργεί προβλήματα χρηματοδότησης στο κράτος και οι κυβερνήσεις καλούνται να αναλάβουν μέτρα δημοσιονομικής περιστολής για να θέσουν υπό έλεγχο την πορεία του (Διαμαντόπουλος, 1997). Στο πλαίσιο αυτό, δεν ήταν η ανάγκη μείωσης του χρέους που προκάλεσε το σοκ όταν ξέσπασε η κρίση στην Ελλάδα, στα τέλη του 2009, αλλά το μέγεθος του και η αδυναμία εξεύρεσης λύσεων. Το τελευταίο οφείλεται εν πολλοίς και στο γεγονός ότι διεθνώς δεν είχαν περάσει ακόμα τα συμπτώματα της κρίσης των sub-primes.

Υπό αυτές τις συνθήκες ξεκίνησε, το 2010, μία προσπάθεια επίλυσης του προβλήματος, μέσω της οποίας δημιουργήθηκαν νέοι θεσμοί (προσωρινοί και μόνιμοι) σε ευρωπαϊκό επίπεδο. Με τη συμβολή των τελευταίων αλλά και άλλων που προϋπήρχαν, διαμορφώθηκαν δύο προγράμματα οικονομικής στήριξης της Ελλάδας, τα οποία οδήγησαν σε μία αξιοσημείωτη δημοσιονομική προσαρμογή. Αυτή, βέβαια, δεν έχει ολοκληρωθεί ακόμα. Παρ' όλα αυτά είναι ήδη ορατές οι αλλαγές που έφερε τόσο στη σύνθεση όσο και στην εξυπηρέτηση του δημόσιου χρέους.

Στα τέλη του 2009 άρχισε να γίνεται προφανές ότι η ελληνική οικονομία θα εισερχόταν σε μία περίοδο κρίσης. Το χρέος της γενικής κυβέρνησης ανερχόταν στο 114,7% του ΑΕΠ, το οποίο με τη σειρά του παρουσίαζε αρνητικούς ρυθμούς ανάπτυξης (Τράπεζα της Ελλάδος, 2010). Το μεγαλύτερο πρόβλημα, όμως, ήταν η πορεία του ελλείμματος της γενικής κυβέρνησης, το οποίο όπως αποκαλύφθηκε στα τέλη του έτους, αρχικά από την νέα κυβέρνηση και ακολούθως και από την Eurostat, ανερχόταν στο 15,4% του

ΑΕΠ. Η απερχόμενη κυβέρνηση είχε προσπαθήσει να αποκρύψει το γεγονός αυτό, παρουσιάζοντας στοιχεία, στα οποία το έλλειμμα φαινόταν να ανέρχεται σε 6% του ΑΕΠ. Ακόμα και η Τράπεζα της Ελλάδος θεωρούσε ότι το μέγεθός του ήταν μικρότερο και οι δυσμενείς προβλέψεις που έκανε για το 2010, βασισμένη στη γενικότερη εικόνα της οικονομίας, αφορούσαν σε ένα έλλειμμα της τάξης του 8% (Τράπεζα της Ελλάδος, 2010).

Τα αίτια της ελληνικής κρίσης χρέους είναι πολύ περισσότερα, όμως, και μπορούν να διακριθούν τόσο σε ενδογενή όσο και σε εξωγενή. Ένας από τους βασικότερους εξωγενείς παράγοντες ήταν η κατάσταση στην οποία είχε περιέλθει το διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα μετά την εκδήλωση της κρίσης των sub- primes στις Ηνωμένες Πολιτείες. Η κρίση αυτή ξεκίνησε από την χορήγηση στεγαστικών δανείων χαμηλής εξασφάλισης, τα λεγόμενα sub- primes, τα οποία είχαν ευνοϊκούς όρους για τα δύο πρώτα χρόνια του δανείου (Ρουμελιώτης, 2009). Η αγορά ακινήτων στις ΗΠΑ ήταν κορεσμένη ήδη από το 2004 και οι νεοεισελθόντες δανειολήπτες ήταν, σε μεγάλο βαθμό, αυτοί που δεν θεωρούνταν αξιόπιστοι στο παρελθόν (Schwartz & Seabrooke, 2009). Έτσι όταν άρχισε να μεγεθύνεται το ποσοστό της ανεργίας στις ΗΠΑ, λόγω της μεταφοράς επιχειρήσεων στο εξωτερικό και να ανεβαίνει το κόστος των πρώτων υλών, λόγω της αύξησης της ζήτησής τους από τις αναπτυσσόμενες χώρες, πολλά από αυτά τα δάνεια έπαψαν να εξυπηρετούνται (Schwartz & Seabrooke, 2009). Οι τράπεζες, όμως, είχαν ενσωματώσει το σύνολο ή μέρος των δανείων αυτών σε σύνθετα επενδυτικά εργαλεία, όπως τα Mortgage Backed Securities (MBOs) και τα Collateralized Debt Obligations (CDOs) τα οποία είχαν διαθέσει σε επενδυτές από όλο τον κόσμο. Παράλληλα οι επενδυτές ασφάλιζαν τις επενδύσεις τους με τα Credit Default Swaps (CDS) και με αυτόν τον τρόπο εισέρχονταν στο παιχνίδι και ασφαλιστικές εταιρείες (Johnson & Kwak, 2010). Συνεπώς η κατάρρευση ακόμα και μικρών τραπεζών, λόγω της αδυναμίας αποπληρωμής των δανειοληπτών, λειτούργησε ως το πρώτο κομμάτι ενός ντόμινο, το οποίο παρέσυρε την παγκόσμια οικονομία στην κρίση και την ύφεση.

### **I.2.2. Διάρθρωση εργασίας ανά κεφάλαιο**

Στο κεφάλαιο II της εργασίας αυτής θα αναλύσουμε τους παράγοντες που προαναφέρθηκαν, αλλά και άλλα σημαντικά αίτια που οδήγησαν την ελληνική οικονομία στην κρίση και στην παρατεταμένη ύφεση, η οποία φαίνεται να διαρκεί ακόμα. Ακολούθως στο κεφάλαιο III θα εξετάσουμε τους διεθνείς θεσμούς και τους μηχανισμούς που έχουν εμπλακεί στα δύο, έως τώρα, προγράμματα στήριξης της

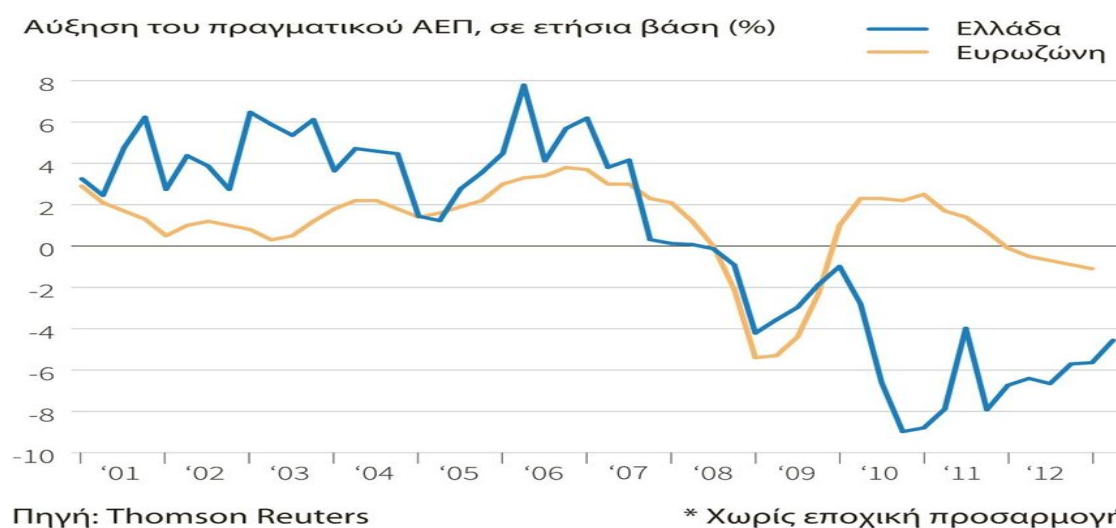
ελληνικής οικονομίας, μέσω των οποίων επιλέχθηκε να δοθεί η λύση στο πρόβλημα της ελληνικής κρίσης χρέους. Ακολούθως, στο κεφάλαιο IV θα γίνει παρουσίαση των βασικών όρων των δύο προγραμμάτων, των εκταμιεύσεων που έχουν γίνει προς την Ελλάδα μέχρι και σήμερα καθώς και τις ενέργειες αναδιάρθρωσης του ελληνικού χρέους. Στο πλαίσιο της εξέτασης αυτής θα διαπιστώσουμε τον τρόπο με τον οποίο οι κινήσεις αυτές μετέβαλαν την ποιοτική και την ποσοτική σύνθεση του ελληνικού χρέους. Ακολούθως, στο κεφάλαιο V θα εξεταστούν ζητήματα που σχετίζονται με τη βιωσιμότητα του χρέους, τόσο σε θεωρητικό επίπεδο όσο και στην περίπτωση της Ελλάδας. Τέλος, στο κεφάλαιο VI, θα εξάγουμε συμπεράσματα από την εφαρμογή των προγραμμάτων, στον βαθμό του εφικτού, βέβαια, καθώς βρισκόμαστε ακόμα εν μέσω του δευτέρου προγράμματος και πιθανώς ορισμένες επιπτώσεις, θετικές ή αρνητικές, να μην έχουν φανεί ακόμα.



## II. Η ελληνική κρίση χρέους του 2009

Η εκδήλωση της κρίσης χρέους στην Ελλάδα απέκλινε σε σχέση με την κρίση των sub-primes στις ΗΠΑ τόσο ως προς το χρονικό σημείο της εκδήλωσής της όσο και ως προς τη μορφή, τα αίτια και τον τρόπο αντιμετώπισής της. Τα πρώτα σημάδια είχαν ήδη αρχίσει να διαφαίνονται από το 2008, καθώς ήδη υπήρχε ύφεση του ΑΕΠ, της τάξης του -0,2%, αν και επισήμως τότε δηλωνόταν ότι υπήρχε οριακή ανάπτυξη της τάξης του 1% (ΕΛΣΤΑΤ, 2011α). Όπως φαίνεται και στο διάγραμμα 7, ακόμα και αν ίσχυε η επίσημη εκδοχή, ήταν εμφανής η συνεχής πτώση του ρυθμού ανάπτυξης ήδη από τα προηγούμενα έτη γεγονός που οδηγεί σε αρνητικές εξελίξεις στην οικονομία.

**Διάγραμμα 1: Ρυθμός αύξησης ελληνικού ΑΕΠ 2001-2012**



Σε ότι αφορά στη μορφή της ελληνικής κρίσης, αυτή ήταν μια κρίση χρέους, εν αντίθεση με την κρίση των sub-primes, που ήταν χρηματοπιστωτική. Για την ακρίβεια οι ελληνικές τράπεζες δεν επηρεάστηκαν στον ίδιο βαθμό με άλλες ευρωπαϊκές, από την εξάπλωση της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης, καθώς δεν είχαν στην κατοχή τους μεγάλο αριθμό σύνθετων χρηματοπιστωτικών προϊόντων. Τα πραγματικά προβλήματα για αυτές θα ξεκινούσαν αργότερα, όταν η συρρίκνωση της οικονομίας θα μετέτρεπε σε «κόκκινα» πολλά από τα δάνεια που είχαν χορηγήσει.

Το κύριο πρόβλημα της ελληνικής οικονομίας ήταν τα αρνητικά οικονομικά της μεγέθη, δηλαδή το υψηλό της χρέος καθώς και τα «δίδυμα ελλείμματα»<sup>1</sup>. Ο

<sup>1</sup> Ταυτόχρονη ύπαρξη ελλείμματος στον κρατικό προϋπολογισμό και στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών.

συνδυασμός των ανωτέρω με την γενικότερη δυσπραγία που είχε επιφέρει η κρίση των sub-primes στο διεθνές οικονομικό σύστημα αλλά και με την κλονισμένη εμπιστοσύνη προς την Ελλάδα, οδήγησε τελικά στο ξέσπασμα της κρίσης στις αρχές του 2010, όταν η ελληνική κυβέρνηση αδυνατούσε πλέον να δανειστεί από τις αγορές, εξαιτίας της απότομης αύξησης των επιτοκίων δανεισμού.

Τα εσωτερικά προβλήματα της ελληνικής οικονομίας, όμως, δεν εμφανίστηκαν ξαφνικά την εποχή εκείνη. Ήταν το αποτέλεσμα της συσσώρευσης χρέους και ελλειμμάτων πολλών ετών. Η τελευταία με τη σειρά της ήταν το αποτέλεσμα της ανορθολογικής διοίκησης του κράτους.

## **II.1. Το υπόβαθρο της ελληνικής κρίσης**

### **II.1.1. Η διάρθρωση της ελληνικής οικονομίας**

Ίσως ο κυριότερος παράγοντας που οδήγησε την ελληνική οικονομία στην κρίση και την ύφεση να είναι η ίδια η διάρθρωσή της. Ήδη μετά το τέλος του εμφυλίου πολέμου στην χώρα καταγράφονται υψηλότεροι ρυθμοί ανάπτυξης. Οι τελευταίοι, όμως, οφείλονται κυρίως σε δύο παράγοντες, στο ότι η ελληνική οικονομία ξεκινούσε από σχεδόν μηδενική βάση, μετά τις καταστροφές των πολέμων και φυσικά στην οικονομική ενίσχυση που έλαβε η Ελλάδα στα πλαίσια του σχεδίου Μάρσαλ (Καζάκος, 2009).

Μέχρι και την ανατροπή της δημοκρατικής νομιμότητας από τη δικτατορία των συνταγματαρχών η ελληνική οικονομία στηρίχθηκε κυρίως σε τέσσερις πυλώνες: στο ναυτιλιακό συνάλλαγμα, καθώς η Ελλάδα ήταν η πρώτη ναυτιλιακή δύναμη στον κόσμο και υπήρχε μεγάλος αριθμός ελλήνων ναυτικών, στα εμβάσματα των μεταναστών, τα οποία προέρχονταν από μία σειρά χώρες στις οποίες μετανάστευαν έλληνες αναζητώντας καλύτερες συνθήκες εργασίας και διαβίωσης, στην εξαγωγή αγροτικών προϊόντων, καθώς ο πρωτογενής τομέας εξακολουθούσε να απασχολεί περίπου το 50% του πληθυσμού αλλά και στο σταδιακά αυξανόμενο εισόδημα από τον τουρισμό, ο οποίος αρχικά αποτελούσε κυρίως χώρο κρατικής δράσης.

Σε αυτό το πλαίσιο έγιναν και οι πρώτες σοβαρές προσπάθειες ανάπτυξης της ελληνικής βιομηχανίας, η οποία γνώρισε άνθηση κατά τα μεταπολεμικά χρόνια και ιδιαίτερα την δεκαετία 1950- 1960, τόσο εξαιτίας των σημαντικών έργων υποδομής όσο και των επενδύσεων σε τομείς της βαριάς κυρίως βιομηχανίας. Η αναπτυξιακή πορεία,

όμως, ανακόπηκε, κυρίως από την δεκαετία του 1980, καθώς οι μικρές ελληνικές βιομηχανίες αδυνατούσαν να ανταγωνιστούν τους διεθνείς ανταγωνιστές τους, χωρίς την ύπαρξη κρατικού προστατευτισμού. Η τεχνολογική υστέρησή και η έλλειψη σύνδεσης με την έρευνα, τους στερούσαν πλεονεκτήματα απαραίτητα για να σταθούν εντός μιας κοινής Ευρωπαϊκής αγοράς (Κορρές, Κοκκίνου & Τσομπάνογλου, 2011). Ήδη από τα μέσα της δεκαετίας του 1970 είχε ξεκινήσει μια διαδικασία κρατικοποίησης βιομηχανιών, που αντιμετώπιζαν σοβαρά οικονομικά προβλήματα, η οποία κορυφώθηκε κατά την δεκαετία του 1980. Αυτό που πέτυχαν οι νέες κρατικές διοικήσεις ήταν να παρατείνουν τη ζωή των μονάδων αυτών για κάποια χρόνια, επιβαρύνοντας τον κρατικό προϋπολογισμό, χωρίς να προβαίνουν σε κινήσεις εκσυγχρονισμού, που θα μπορούσαν να έχουν διασώσει μέρος της παραγωγικής αυτής βάσης.

Σταδιακά και ο αγροτικός τομέας άρχισε να παρακμάζει, κυρίως στα μετά-δικτατορικά χρόνια και μετά την ένταξη της Ελλάδας στην ΕΕ. Αυτό οφειλόταν σε δύο βασικούς λόγους: πρώτον την αποτυχία εκσυγχρονισμού και εκβιομηχάνισής του στα πρότυπα άλλων Ευρωπαϊκών κρατών και δεύτερον στους περιορισμούς που τέθηκαν στην παραγωγή λόγω της συμμετοχής της Ελλάδας στην ΕΕ, μέσω της Κοινής Γεωργικής Πολιτικής. Επιπροσθέτως η αστικοποίηση αλλά και ο πολυκερματισμός της γης αποτέλεσαν πρόσθετους παράγοντες παρακμής του αγροτικού τομέα.

Από τη δεκαετία του 1990 η μορφολογία της ελληνικής οικονομίας είχε μεταβληθεί ριζικά. Ο πρωτογενής τομέας αποτελεί τον μικρότερο πλέον και ένα πρόσθετο πρόβλημα είναι ότι η παραγωγή έχει στραφεί σε προϊόντα που λάμβαναν επιδοτήσεις και αυτό δημιούργησε ζήτημα αυτάρκειας τροφίμων στη χώρα (Τσακίρη, 19.02.2012). Η λογική συνέπεια ήταν η αύξηση των εισαγωγών τροφίμων με τις ανάλογες επιπτώσεις στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Η οικονομία τα τελευταία 20 περίπου χρόνια βασίστηκε κυρίως στον τριτογενή και δευτερευόντως στον δευτερογενή τομέα.

Δύο από τους παλαιούς πυλώνες της ελληνικής οικονομίας εξακολουθούν να έχουν σημαντικό ρόλο. Πρόκειται για τα έσοδα από την ελληνική ναυτιλία, η οποία εξακολουθεί να βρίσκεται στην κορυφή της παγκόσμιας κατάταξης, καθώς και για τα εισοδήματα που αποφέρει ο τουρισμός. Παράλληλα εμφανίστηκαν άλλοι δύο πυλώνες, δηλαδή ο τομέας των κατασκευών, ο οποίος συμπεριλαμβάνεται στην αγορά ακινήτων, καθώς και ο δημόσιος τομέας. Τα εισοδήματα από τους τομείς αυτούς κινούν την

ελληνική οικονομία, κατά την περίοδο αυτήν, σε συνδυασμό, όμως, με το διαρκώς διευρυνόμενο ιδιωτικό και δημόσιο χρέος, καθώς ο δανεισμός γίνεται πιο εύκολος μετά και από την είσοδο της Ελλάδας στην Ζώνη του Ευρώ (ΖτΕ) (Χαρδούβελης, 2011).

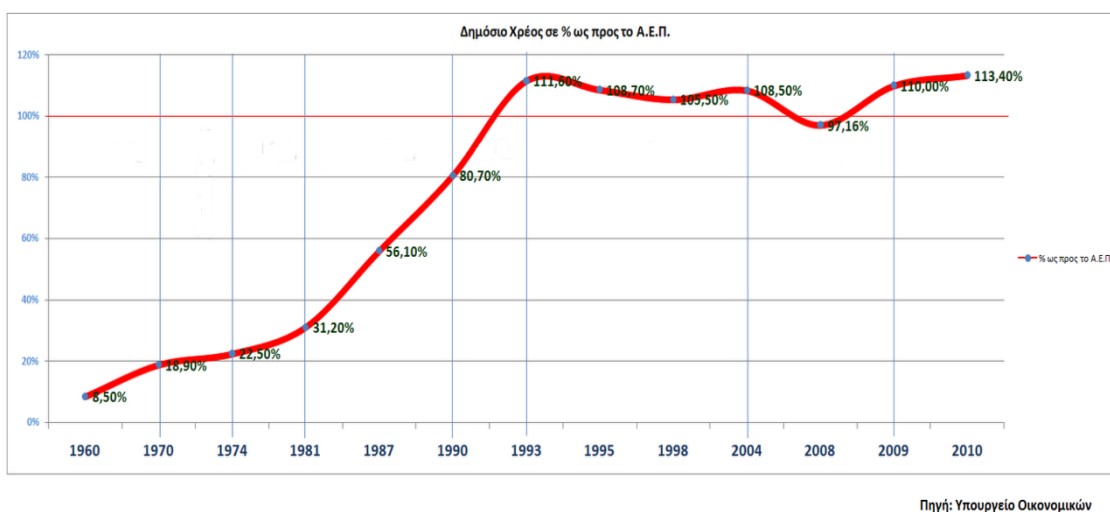
### **Π.1.2. Ο κυβερνητικός ανορθολογισμός**

Τα προβλήματα της ελληνικής οικονομίας είναι άμεσα συνδεδεμένα με έναν διαχρονικό κυβερνητικό ανορθολογισμό. Από ιδρύσεως του Ελληνικού κράτους, στην πολιτική ζωή, επικρατούσε ο πατερναλισμός και οι πελατειακές σχέσεις. Η εκάστοτε ηγεσία μεταχειριζόταν το δημόσιο τομέα ως προνομιακό χώρο εξυπηρέτησης της κομματικής της πελατείας και των ευρύτερων συμφερόντων της. Το αποτέλεσμα ήταν να διαμορφωθεί ένας μη λειτουργικός και υδροκεφαλικός κρατικός μηχανισμός, ο οποίος διοικούνταν αρκετές φορές με γνώμονα το ατομικό και όχι το συλλογικό συμφέρον (Χαραλάμης, 2012).

Το πολιτικό σύστημα της Ελλάδας, αν και γνώρισε μόνο μια δικτατορία μετά το τέλος του 2<sup>ου</sup> Παγκοσμίου Πολέμου, υπήρξε ιδιαίτερα ασταθές, με βραχύβιες κυβερνήσεις, συνεχείς μεταβολές και παρεμβάσεις από το παλάτι στα χρόνια της Βασιλευόμενης Δημοκρατίας (Διαμαντόπουλος, 1997). Ακόμα και στην εποχή της μεταπολίτευσης, που χαρακτηρίζεται ως μια πολιτικά σταθερή περίοδος, υπήρξε έντονη αστάθεια στον τομέα της οικονομικής πολιτικής, καθώς κάθε κυβέρνηση, πριν φανούν τα αποτελέσματα της προηγούμενης, έσπευδε να ακυρώσει το έργο της. Δεν είναι λίγες οι φορές που η οικονομία χρησιμοποιήθηκε ως πολιτικό εργαλείο, ακόμα και αν αυτό σήμαινε δυσμενείς συνέπειες για τη χώρα σε διεθνές επίπεδο.

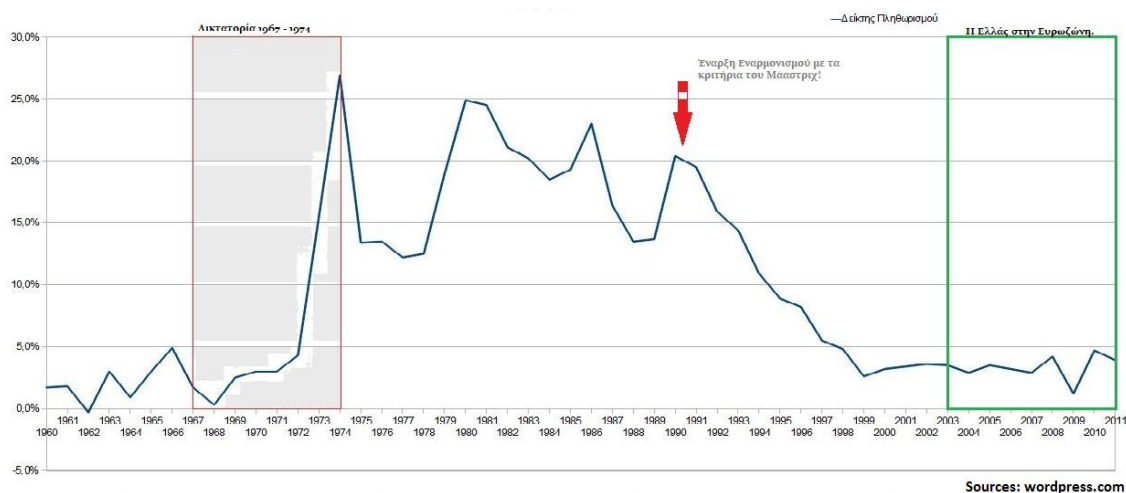
Ανεξαρτήτως της κυβερνώσας παράταξης και της διεθνούς οικονομικής κατάστασης, το ελληνικό δημόσιο χρέος παρουσιάζει μια σχεδόν σταθερή αυξητική πορεία από τα μέσα της δεκαετίας του 1970 και μετά. Η πορεία αυτή αποτυπώνεται στο διάγραμμα 8 στο οποίο φαίνεται ότι η ελληνική οικονομία, επί αρκετές δεκαετίες στηρίζεται στον δανεισμό και όχι στην παραγωγική της βάση και συνεπώς προκαλείται μεγέθυνση του χρέους της.

## Διάγραμμα 2: Πορεία ελληνικού χρέους 1960-2010



Αποτέλεσμα της κακής οικονομικής διαχείρισης ήταν και η κατά περιόδους εκτίναξη του πληθωρισμού, ο οποίος ανατροφοδοτούταν από τον ιδιωτικό και δημόσιο δανεισμό, απαξιώνοντας τα εισοδήματα στην Ελλάδα. Ο πληθωρισμός άρχισε να πέφτει σημαντικά μετά την υπογραφή της συνθήκης του Μάαστριχτ και να παραμένει σε σταθερά χαμηλά επίπεδα, μετά την ένταξη της Ελλάδας στη ΖτΕ, όπως φαίνεται και στο διάγραμμα 9. Άλλωστε ένας από τους στόχους της ένταξης στην Ευρωζώνη ήταν και η τιθάσευση του πληθωρισμού (Χαραλάμπης, 2012).

## Διάγραμμα 3: Πορεία πληθωρισμού 1960-2011



Η υιοθέτηση, όμως του κοινού νομίσματος είχε και μία πολύ αρνητική επίδραση. Κατέστησε τον δανεισμό φθηνότερο και ευκολότερο, με αποτέλεσμα όχι μόνο να μην τεθούν τα οικονομικά μεγέθη της Ελλάδας υπό έλεγχο, αλλά να επέλθει περαιτέρω

επιδείνωσή τους. Τα κριτήρια του Μάαστριχτ σχετικά με το χρέος και το έλλειμμα δεν καλύπτονταν και οι ελληνικές κυβερνήσεις επέλεξαν να παρουσιάζουν παραποιημένα στοιχεία, ώστε να αποφύγουν πιθανές κυρώσεις από την ΕΕ. Όταν οι επόμενες κυβερνήσεις θέλησαν να αξιοποιήσουν πολιτικά το γεγονός αυτό, αποκαλύπτοντας την πραγματικότητα, το αποτέλεσμα ήταν να πληγεί σοβαρά και η αξιοπιστία της χώρας στο εξωτερικό.

## **II.2. Οι αιτίες της ελληνικής κρίσης χρέους**

Πέραν της διαχρονικής επιδείνωσης των οικονομικών μεγεθών της Ελλάδας, όταν η χώρα βρέθηκε προ της κρίσης υπήρξαν ορισμένοι αμεσότεροι παράγοντες που επέδρασαν στο ξέσπασμά της τελευταίας, ορισμένοι από τους οποίους ήταν το αποτέλεσμα της ανωτέρω κατάστασης, ενώ άλλοι είχαν διαφορετικό υπόβαθρο. Οι παράγοντες αυτοί είχαν να κάνουν τόσο με το εσωτερικό όσο και με το εξωτερικό περιβάλλον.

### **II.2.1. Ενδογενείς παράγοντες**

Το 2009 το δημοσιονομικό έλλειμμα της Ελλάδας είχε φτάσει, σύμφωνα με τα αναθεωρημένα στοιχεία της Eurostat, στο 15,4% του ΑΕΠ, τη στιγμή που η συμφωνία για την ένταξη στο Ευρώ προέβλεπε ότι δεν θα έπρεπε να ξεπερνάει το 3%. Το έλλειμμα βρισκόταν σε υψηλά επίπεδα τουλάχιστον κατά τα τελευταία δέκα χρόνια καθώς κατά το διάστημα όπου στην Ελλάδα καταγράφονταν υψηλοί ρυθμοί ανάπτυξης είχαν αυξηθεί τα δημόσια έξοδα, τα οποία χρηματοδοτούνταν σε μεγάλο βαθμό μέσω δανεισμού (Vlamiis, 2013). Κατά αυτόν τον τρόπο, όπως φάνηκε και στο διάγραμμα 8, στα τέλη του 2009 το κρατικό χρέος είχε εκτοξευθεί σε δυσθεώρητα ύψη. Συγκεκριμένα στις 31/12/2009 το χρέος της κεντρικής κυβέρνησης, το οποίο αντιστοιχεί στο 93% του συνολικού χρέους, ανερχόταν στα €298,5 δισεκατομμύρια (Kouretas & Vlamiis, 2010).

Την ίδια στιγμή η ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας βρισκόταν σε εξίσου κακή κατάσταση, καθώς επιδειωνόταν σταθερά μετά την ένταξη της Ελλάδας στη ΖτΕ. Η κατανάλωση, όμως, χρηματοδοτούμενη σε μεγάλο βαθμό με δανεικά χρήματα, παρέμενε υψηλή και αφορούσε κυρίως σε εισαγόμενα προϊόντα. Ως αποτέλεσμα υπήρξε διόγκωση και στο έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Για την αντιμετώπιση των «δίδυμων ελλειμμάτων» η ελληνική κυβέρνηση προχωρούσε στην έκδοση ομολόγων με βραχεία περίοδο ωρίμανσης και υψηλότερα επιτόκια, σε σχέση με

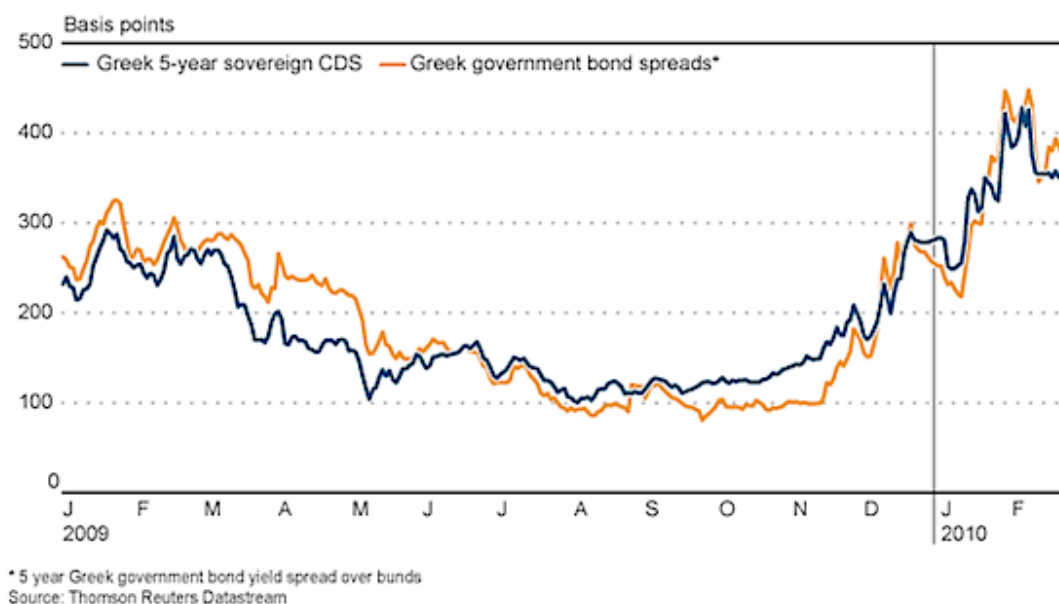
άλλες χώρες της ΖτΕ (Vlamiis, 2013). Αυτό δημιουργούσε βάσιμες αμφιβολίες στις αγορές αναφορικά με την ικανότητα της Ελλάδας να αναχρηματοδοτήσει το χρέος της.

Το πρόβλημα με την αξιοπιστία της χώρας ήταν ακόμα βαθύτερο και σοβαρότερο. Προφανώς και τα «δίδυμα ελλείμματα» έπαιζαν σημαντικό ρόλο σε αυτό, ιδίως δε αν συνδυάζονταν και με την σχεδόν παντελή έλλειψη μεταρρυθμίσεων στους τομείς της αγοράς εργασίας, της κοινωνικής ασφάλισης και του ανταγωνισμού. Από την άλλη, όμως, μεγαλύτερη επίδραση είχε η απουσία προσπάθειας δημοσιονομικής εξυγίανσης, την περίοδο που η οικονομία κινούταν σε θετικά επίπεδα, καθώς και οι συνεχείς προσπάθειες παραποίησης της πραγματικής εικόνας των δημοσιονομικών μεγεθών, από τις ελληνικές κυβερνήσεις. Σε δύο περιπτώσεις, με απόσταση μόλις πέντε ετών μεταξύ τους, δύο νεοεκλεγμένες κυβερνήσεις αμφισβήτησαν τα στατιστικά στοιχεία των προκατόχων τους αποκαλύπτοντας ότι αυτά ήταν κατασκευασμένα. Η πρώτη περίπτωση ήταν η απογραφή που έγινε από το Υπουργείο Οικονομικών το 2004, από την οποία προέκυψε ότι το χρέος ήταν μεγαλύτερο από αυτό που έδινε η απερχόμενη κυβέρνηση και είχε σαν αποτέλεσμα να τεθεί η Ελλάδα σε επιτήρηση από την ΕΕ. Η δεύτερη περίπτωση ήταν τον Οκτώβριο του 2009 όταν η νέα κυβέρνηση ανακοίνωσε ότι το δημοσιονομικό έλλειμμα εκτιμάται στα επίπεδα του 12,7% του ΑΕΠ και όχι του 6,5%, όπως υποστήριζε η τότε απερχόμενη κυβέρνηση (Kouretas & Vlamiis, 2010). Η διαφορά ήταν ότι αυτή τη φορά οι συνέπειες ήταν σοβαρότερες από την επιτήρηση, καθώς οι αγορές φάνηκαν απρόθυμες να δανειοδοτήσουν τη χώρα με μη εξοντωτικούς όρους και οι εταίροι της Ελλάδας να την στηρίξουν.

Οι ανωτέρω παράγοντες συνέτειναν στο ότι μία χρεοκοπία της Ελλάδας ήταν πολύ πιθανή. Η άποψη αυτή ενισχυόταν αν λάμβανε κανείς υπόψη και το γεγονός ότι από το 2010 έως το 2019 υπήρχε μεγάλη συγκέντρωση ημερομηνιών ωρίμανσης ομολόγων που είχε εκδώσει η ελληνική κυβέρνηση σε παρελθόντα έτη (Kouretas & Vlamiis, 2010). Ως εκ τούτου οι επενδυτές απαιτήσαν μεγαλύτερο περιθώριο κέρδους (spreads) για να αναλάβουν το ρίσκο του δανεισμού στην Ελλάδα. Τα spreads των ελληνικών ομολόγων, τα οποία είχαν παρουσιάσει πτωτική τάση από τα μέσα του 2009, άρχισαν να ανέρχονται ραγδαία και ήδη από τον Ιανουάριο του 2010 είχαν ξεπεράσει τις 400 μονάδες βάσης. Στα μέσα του 2010 έφτασαν σε επίπεδα μεγαλύτερα των 900 μονάδων βάσης (διάγραμμα 10). Η εκτεταμένη έλλειψη εμπιστοσύνης προς την Ελλάδα εκφράστηκε και μέσω της εκτόξευσης των spreads για τα CDS που αφορούσαν στο ελληνικό χρέος, αλλά και μέσα από την υποτίμηση της πιστοληπτικής ικανότητας της

χώρας από όλους τους διεθνείς οίκους αξιολόγησης σε επίπεδα από BB+ έως BBB- (Kouretas & Vlamis, 2010).

**Διάγραμμα 4: Πορεία spreads ομολόγων και CDS 2009-2010**



### II.2.1. Εξωγενείς παράγοντες

Ο σημαντικότερος εξωγενής παράγοντας ήταν η κρίση των sub-primes και οι συνέπειες που είχε στις διεθνείς αγορές. Το ξέσπασμα της κρίσης αυτής έθεσε τέλος σε μια περίοδο διεθνούς ανάπτυξης με ιδιαίτερα βίαιο τρόπο. Οι αγορές είχαν αποτύχει να προβλέψουν τις συνέπειες της ανεξέλεγκτης επέκτασης του χρηματοπιστωτικού τομέα στις ΗΠΑ. Οι τράπεζες από την πλευρά τους είχαν δημιουργήσει αλλά και υποστεί το μεγαλύτερο βάρος της κρίσης λόγω της χαλαρής πολιτικής χορήγησης δανείων. Οι κυβερνήσεις των κρατών, τέλος, είχαν αναλάβει το μεγάλο κόστος της διάσωσης των TBTF χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και κατ' επέκταση των ίδιων των οικονομιών τους. Συνέπεια ήταν, όταν άρχισαν να φαίνονται τα πρώτα σημάδια των προβλημάτων της Ελλάδας, οι αγορές να κρατήσουν μία σκληρή στάση απέναντι της, με την αύξηση των spreads και τη μείωση της πιστοληπτικής αξιολόγησης της, η οποία βέβαια ήταν απόλυτα αντίθετη με την πολιτική τους πριν την κρίση στις ΗΠΑ. Οι συνέπειες της τελευταίας, η οποία είχε προκληθεί από μία υπερβολική συμπεριφορά, τις οδήγησαν σε μία άλλη υπερβολή, που στην ουσία μεγέθυνε το πρόβλημα της Ελλάδας.

Ένας από τους παράγοντες που συντέλεσαν στην σχετικά γρήγορη ανακοπή της καθοδικής πορείας της αμερικάνικης οικονομίας ήταν η γρήγορη αντίδραση της



κυβέρνησης των ΗΠΑ και της FED. Στην περίπτωση της Ελλάδας, η οποία δεν είχε τη δυνατότητα να απορροφήσει το πρόβλημα, οι λύσεις θα έπρεπε να δοθούν σε επίπεδο ΕΕ. Οι κυβερνήσεις, όμως της ΕΕ και της ΖτΕ πιο συγκεκριμένα, δεν έδωσαν έγκαιρα το σήμα στις αγορές σχετικά με την πρόθεσή τους να υποστηρίξουν την Ελλάδα. Βασικός λόγος της καθυστέρησης αυτής ήταν η αμφιβολία που υπήρχε σχετικά με το κατά πόσο είναι επιτρεπτό από τις Συνθήκες να προβούν σε ενέργειες διάσωσης ενός κράτους-μέλους. Το ζήτημα αυτό, αποδείχθηκε ότι είχε υποκινηθεί από κυρίως πολιτικά κίνητρα, καθώς κάποιες κυβερνήσεις δεν ήθελαν να αναλάβουν το κόστος μίας διάσωσης, καθώς στην ίδια τη συνθήκη του Μάαστριχτ προβλέπεται η παροχή οικονομικής βοήθειας σε περίπτωση ανάγκης<sup>2</sup> (Vlamis, 2013). Ταυτόχρονα στην ΕΚΤ υπήρχε αμφισημία σχετικά με το κατά πόσο έπρεπε να δέχεται τα υποβαθμισμένα ελληνικά κρατικά ομόλογα ως εγγύηση για την παροχή ρευστότητας, η οποία δημιούργησε προβλήματα και για πιστωτικά ιδρύματα που κατακρατούσαν τέτοια ομόλογα (Kouretas & Vlamis, 2010).

Η ίδια η δομή της ΕΕ, υπήρξε ένας παράγοντας που δεν κατάφερε να ανακόψει το ξέσπασμα της κρίσης. Και αυτό διότι είναι μια ατελής ένωση, χωρίς μια κοινή οικονομική πολιτική καθώς και χωρίς πρόβλεψη για ταμεία αλληλεγγύης. Το πρόβλημα κυρίως έγκειται στην έλλειψη μηχανισμού σταθεροποίησης, στην περίπτωση εμφάνισης κρίσης. Βέβαια, με αφορμή την ελληνική κρίση διαμορφώθηκε αρχικά ένας προσωρινός και κατόπιν ένας μόνιμος μηχανισμός στήριξης. Το 2009, όμως δεν υπήρχε κάτι αντίστοιχο και τα κράτη-μέλη της ΖτΕ δεν έδειξαν ιδιαίτερη αλληλεγγύη προς τους ομολόγους τους, που αντιμετώπιζαν προβλήματα (Kouretas & Vlamis, 2010).

Τελευταίος εξωγενής παράγοντας είναι η δεινή θέση στην οποία είχαν ήδη περιέλθει οι εμπορικοί εταίροι της Ελλάδας στην περιοχή των Βαλκανίων, λόγω της εξάπλωσης των συνεπειών της κρίσης των sub-primes (Vlamis, 2013). Αυτό είχε ως συνέπεια να πληγούν οι ελληνικές εξαγωγές και να χειροτερεύσουν τα μεγέθη της χώρας.

---

<sup>2</sup> Στο άρθρο 100 της Συνθήκης αναφέρεται ότι: όταν ένα κράτος-μέλος αντιμετωπίζει σοβαρές δυσκολίες ή απειλείται με σοβαρές δυσκολίες που προκαλούνται από φυσικές καταστροφές ή εξαιρετικές συνθήκες πέραν του ελέγχου του, το Συμβούλιο, ενεργώντας με αυξημένη πλειοψηφία κατόπιν πρότασης της Επιτροπής, μπορεί να απονεμίσει, υπό συγκεκριμένους όρους, Κοινοτική οικονομική βοήθεια στο εν λόγω κράτος-μέλος.

### **II.3. Η αντιμετώπιση της κρίσης**

Όταν εκδηλώθηκε η κρίση χρέους στην Ελλάδα, η χώρα βρέθηκε να αναζητά έναν «δανειστή ύστατης προσφυγής». Ο τελευταίος είναι ένας μηχανισμός, ο οποίος παρέχει την απαραίτητη ρευστότητα σε φορείς που αδυνατούν να δανειστούν από αλλού, ώστε να αποτραπεί ο πανικός, που θα οδηγούσε σε μια κούρσα αναλήψεων και ρευστοποιήσεων και την επιδείνωση της κατάστασης (Kindleberger & Albier, 2011). Η λειτουργία ενός τέτοιου θεσμού έχει αποτελέσει αντικείμενο έντονης διαφωνίας, καθώς οι επικριτές του θέτουν το ζήτημα του ηθικού κινδύνου. Σε κάθε περίπτωση, όμως, ως δανειστής ύστατης προσφυγής λειτουργεί το ΔΝΤ σε διεθνές επίπεδο και κατά την κρίση των sub-primes τον ρόλο αυτό ανέλαβε τόσο η FED όσο και η κυβέρνηση των ΗΠΑ.

Η επιλογή ενός εσωτερικού δανειστή ύστατης προσφυγής θα ήταν σίγουρα η βέλτιστη περίπτωση, αλλά δυστυχώς αυτή η δυνατότητα δεν υπήρχε για την Ελλάδα. Αυτό συνέβαινε, διότι το χρέος της κυβέρνησης ήταν η πηγή του προβλήματος αλλά και διότι η Τράπεζα της Ελλάδας δεν είχε τη δυνατότητα να καλύψει τις μεγάλες χρηματοδοτικές ανάγκες της ελληνικής οικονομίας. Η μόνη επιλογή, συνεπώς ήταν ένας διεθνής φορέας, τύπου ΔΝΤ. Η πρώτη προσπάθεια της ελληνικής κυβέρνησης αποσκοπούσε στην αντιμετώπιση του ζητήματος σε ευρωπαϊκό επίπεδο, καθώς η χώρα ήταν μέλος τόσο της ΕΕ όσο και της ΖτΕ και η κρίση θα επηρέαζε και τους θεσμούς αυτούς. Η άρνηση των εταίρων, η οποία βασίστηκε στις θεσμικές αδυναμίες που εξετάστηκαν ανωτέρω, θα οδηγούσε τελικά σε ένα σχήμα συνεργασίας μεταξύ Ευρωπαϊκής Επιτροπής, ΕΚΤ και ΔΝΤ, την λεγόμενη Τρόικα, η οποία θα αναλάμβανε τη χρηματοδότηση για τη διάσωση της ελληνικής οικονομίας και την επιβολή και επίβλεψη μέτρων και μεταρρυθμίσεων στο εσωτερικό της χώρας.

## **III. Οι εμπλεκόμενοι διεθνείς θεσμοί και μηχανισμοί στην διάσωση της ελληνικής οικονομίας**

### **III.1. Διεθνείς φορείς**

#### **III.1.1. Το ΔΝΤ- ρόλος και εργαλεία**

Όπως αναφέρθηκε ανωτέρω τα κράτη- μέλη της ΕΕ δεν ήταν διατεθειμένα να συμμετέχουν σε ένα πρόγραμμα διάσωσης της ελληνικής οικονομίας χωρίς τη συμμετοχή του ΔΝΤ. Η δικαιολογητική βάση για την στάση τους αυτή, βασιζόταν στο ζήτημα της πρόβλεψης μίας διάσωσης στις συνθήκες αλλά και στο γεγονός ότι το ΔΝΤ είναι ένας διεθνής οργανισμός, ο οποίος έχει δημιουργηθεί ακριβώς γι' αυτόν τον σκοπό. Συγκεκριμένα, το ΔΝΤ ιδρύθηκε το 1944 με σκοπό να σταθεροποιεί τις συναλλαγματικές ισοτιμίες και να παρέχει στα κράτη-μέλη του, βραχυπρόθεσμα δάνεια για την αποκατάσταση προσωρινών προβλημάτων του ισοζυγίου πληρωμών τους. Τα κράτη-μέλη συνεισφέρουν σε έναν κοινό λογαριασμό εθνικών νομισμάτων, μέσω του οποίου χρηματοδοτούνται τα δάνεια προς τις ελλειμματικές χώρες. Το ΔΝΤ αριθμεί σήμερα 188 κράτη-μέλη και η συνδρομή του κάθε ενός, το ύψος του δανεισμού που μπορεί να λάβει καθώς και η ισχύς του σε επίπεδο ψήφων, ορίζεται με βάση συγκεκριμένη ποσόστωση που του αποδίδεται και η οποία σχετίζεται με τη σχετική οικονομική του θέση (Cohn, 2009).

Το χρηματοδοτικό εργαλείο, το οποίο χρησιμοποιείται για την ενίσχυση κρατών μεσαίου εισοδήματος, όπως η Ελλάδα, σε περιόδους κρίσης είναι οι συμφωνίες stand-by (SBA). Οι συμφωνίες αυτές έχουν, συνήθως, διάρκεια μεταξύ 12 και 24 μηνών (χωρίς δυνατότητα να ξεπεραστούν οι 36 μήνες) και το ύψος και οι όροι του δανεισμού ορίζονται κατά περίπτωση. Επίσης, χρησιμοποιήθηκε και το εργαλείο του Extended Fund Facility, το οποίο χορηγείται όταν υπάρχουν έντονα διαρθρωτικά προβλήματα αλλά και όταν η χώρα χαρακτηρίζεται από χαμηλούς ρυθμούς ανάπτυξης και προβλήματα στο ισοζύγιο πληρωμών (IMF, 2014). Η εκταμίευση του ποσού που θα αποφασιστεί γίνεται σε δόσεις, αν και παρατηρείται μια τάση για ενίσχυση της ευελιξίας στα κεφάλαια του αρχικού σταδίου, όταν αυτό δικαιολογείται από την ισχύ των πολιτικών της χώρας και τη φύση των χρηματοδοτικών αναγκών της. Η συνέχεια της καταβολής των δόσεων του δανείου εξαρτάται από την πρόοδο που σημειώνει η δανειολήπτρια χώρα σε ότι αφορά σε μεταρρυθμίσεις για τις οποίες έχει δεσμευτεί. Οι μεταρρυθμίσεις αυτές σχετίζονται συνήθως με δημοσιονομική πειθαρχία, αλλαγή

κατεύθυνσης των κρατικών δαπανών προς τομείς με μεγαλύτερες δυνατότητες οικονομικών απολαβών και κατανομής του εισοδήματος, φορολογική μεταρρύθμιση (μείωση συντελεστών- αύξηση φορολογικής βάσης), απελευθέρωση επιτοκίων-εμπορίου- εισροών άμεσων ξένων επενδύσεων, ιδιωτικοποιήσεις, απορύθμιση και ασφάλεια δικαιωμάτων ιδιοκτησίας. Ο έλεγχος της εφαρμογής των συμφωνηθέντων γίνεται σε τριμηνιαία βάση.

Η αποπληρωμή των δανεισθέντων ποσών, που καταβάλλονται μέσω των SBAs γίνεται εντός τριών με πέντε έτη από την εκταμίευσή τους, πράγμα που σημαίνει ότι κάθε εκταμίευση αποπληρώνεται σε οχτώ ισόποσες τριμηνιαίες δόσεις, ξεκινώντας περίπου τρία χρόνια μετά από την ημερομηνία εκταμίευσής τους. Το επιτόκιο του δανεισμού συνδέεται με το επιτόκιο αγοράς του ΔΝΤ, ή αλλιώς το βασικό επιτόκιο χρέωσης. Το τελευταίο συνδέεται με το επιτόκιο Ειδικών Τραβηχτικών Δικαιωμάτων, τα οποία αποτελούν ένα αποθεματικό των κρατών-μελών του ΔΝΤ. Το επιτόκιο όμως επηρεάζεται και από το ύψος του δανεισμού. Έτσι αν τα ανεξόφλητα δάνεια ανέρχονται σε ποσοστό μεγαλύτερο του 300% του ποσοστού συμμετοχής του κράτους-μέλους, τότε τα ποσά πάνω από αυτό το όριο επιβαρύνονται με 200 μονάδες βάσης (2%). Αν η πίστωση παραμείνει πάνω από το προαναφερθέν όριο για τρία έτη, τότε η επιβάρυνση αυξάνεται σε 300 μονάδες βάσης (3%). Το δάνειο επιβαρύνεται και με 50 επιπλέον μονάδες βάσης (0,5%) για παροχή υπηρεσιών.

Συγκεκριμένα για την περίπτωση της Ελλάδας το Ταμείο έχει παράσχει δάνεια, όπως αναφέρθηκε μέσω των χρηματοδοτικών προγραμμάτων Stand By Arrangement αλλά και Extended Fund Facility. Το κόστος δανεισμού καθορίζεται με τον ίδιο τρόπο και για τα δύο χρηματοδοτικά προγράμματα και συναποτελείται από τρεις συνιστώσες. Πρώτον, το βασικό επιτόκιο δανεισμού (lending rate), κατά την εβδομάδα 30.12.2013 – 05.01.2014, ήταν 1,13%, ενώ είχε οριακές διακυμάνσεις καθ' όλη τη διάρκεια του Προγράμματος Οικονομικής Προσαρμογής. Το ως άνω επιτόκιο είναι συνδεδεμένο με το επιτόκιο των Ειδικών Τραβηχτικών Δικαιωμάτων. Δεύτερον, σε περίπτωση που μια χώρα έχει δανειστεί ποσό άνω του 300% της ποσόστωσης (quota) της στο ΔΝΤ για περίοδο άνω των τριών ετών, τότε το επιτόκιο αυτό προσαυξάνεται κατά 300 μονάδες βάσης. Η ποσόστωση της Ελλάδας προς το ΔΝΤ είναι SDR 1.101,80 εκατ., συνεπώς το ως άνω όριο ξεπεράστηκε ήδη κατά την εκταμίευση της πρώτης δόσης (Μάιος 2010 - SDR 4.805,9 εκατομμύρια), και προβλέπεται να παραμείνει ξεπερασμένο μέχρι τη, σχεδόν, πλήρη αποπληρωμή των δανείων του ΔΝΤ προς την Ελλάδα. Τέλος, το ΔΝΤ χρεώνει προκαταβολικώς προμήθεια δέσμευσης (commitment fee) στο ποσό που είναι

εκταμιεύσιμο εντός μιας περιόδου διάρκειας 12 μηνών. Εάν η χώρα - μέλος απορροφήσει όλα τα προς εκταμίευση ποσά, κατά τη δωδεκάμηνη περίοδο αναφορά, τότε η προμήθεια της επιστρέφεται. Το ύψος της προμήθειας είναι 30 μονάδες βάσης για δεσμευμένα ποσά ύψους πάνω από 200% έως και 1000% της ποσόστωσης της κάθε χρεώστριας χώρας- μέλους. Βάσει των παραπάνω, στην περίπτωση της Ελλάδας, το επιτόκιο δανεισμού από το ΔΝΤ διαμορφώνεται, σήμερα, ως εξής:  $1,13\% + 3,00\% - 0,30\% = 3,83\%$ .

### **III.1.2. Οι Ευρωπαϊκοί θεσμοί- Ευρωπαϊκή Επιτροπή και ΕΚΤ**

Από την άλλη, η συμμετοχή της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας στην Τρόικα υπαγορεύτηκε τόσο από την θέση της Ελλάδας στην ΖτΕ όσο και από το γεγονός ότι η χώρα στράφηκε αρχικά προς τα κράτη-μέλη της Ένωσης για την άντληση δανείων. Οι θεσμοί αυτοί έχουν ως ρόλο την διασφάλιση των συμφερόντων των κρατών-μελών που συμμετείχαν στον δανεισμό της Ελλάδας.

#### ***III.1.2.1. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή***

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή είναι ένα καθαρά Ενωσιακό όργανο και ως τέτοιο θέτει το συμφέρον της ΕΕ σε προτεραιότητα. Η Επιτροπή ως το εκτελεστικό όργανο της Ευρωπαϊκής Ένωσης, είναι υπεύθυνη για τη διαχείριση και την εκτέλεση του προϋπολογισμού της. Το μεγαλύτερο μέρος των πραγματικών δαπανών εκτελείται σε εθνικό επίπεδο, αλλά η Επιτροπή είναι αρμόδια για την επίβλεψή τους. Σε αυτό το πλαίσιο διασφαλίζει τη χρηστή δημοσιονομική διαχείριση της Ένωσης. Πέραν αυτού, η Επιτροπή είναι το όργανο που επιβλέπει και επιβάλλει την εφαρμογή της ευρωπαϊκής νομοθεσίας, καθώς λειτουργεί ως θεματοφύλακας των συνθηκών. Τέλος είναι αρμόδια για την εκπροσώπηση της Ευρωπαϊκής Ένωσης στη διεθνή σκηνή, τόσο σε ότι αφορά διμερές όσο και πολυμερείς διαδικασίες (Στεφάνου, 2002). Οι ανωτέρω αρμοδιότητες καθιστούν την Επιτροπή το πλέον κατάλληλο όργανο εκπροσώπησης των συμφερόντων της Ένωσης και των κρατών-μελών της στη διαπραγμάτευση, διαμόρφωση και παρακολούθηση των προγραμμάτων διάσωσης της ελληνικής οικονομίας.

#### ***III.1.2.2. Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα***

Από την πλευρά της η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ), η οποία εδρεύει στη Φραγκφούρτη έχει ως αποστολή τη διαχείριση του ευρώ και την εγγύηση σταθερότητας τιμών για τα περισσότερα από τα δύο τρίτα των πολιτών της ΕΕ που το χρησιμοποιούν. Τα κύρια εργαλεία που χρησιμοποιεί η ΕΚΤ, προς τον σκοπό αυτό είναι οι Επεμβάσεις

Κύριας Αναχρηματοδότησης (MROs), που αποτελούν παροχές ρευστότητας με διάρκεια μιας εβδομάδας και οι Επεμβάσεις Μακροπρόθεσμης Αναχρηματοδότησης (LTROs), που αποτελούν αντίστοιχες πράξεις με βάθος τριών μηνών (ECB, 2014). Τα MROs βοηθούν στην διαμόρφωση βραχυπρόθεσμων επιτοκίων, στην διαχείριση της ρευστότητας και στο να δοθεί μήνυμα ως προς την πολιτική για τη ΖτΕ. Τα LTROs παρέχουν αναχρηματοδότηση στον χρηματοπιστωτικό τομέα.

Η ΕΚΤ είναι επίσης υπεύθυνη για τη χάραξη και την εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής της ΖτΕ. Για να εκπληρώσει την αποστολή της, χρησιμοποιεί το «ευρωπαϊκό σύστημα κεντρικών τραπεζών» (ΕΣΚΤ). Οι χώρες που έχουν υιοθετήσει μέχρι σήμερα το ευρώ αποτελούν συλλογικά τη «ΖτΕ» και οι κεντρικές τους τράπεζες, μαζί με την ΕΚΤ, απαρτίζουν το λεγόμενο «ευρώ- σύστημα». Η ΕΚΤ επιτελεί το έργο της με πλήρη ανεξαρτησία. Η τράπεζα, οι εθνικές κεντρικές τράπεζες του ΕΣΚΤ, αλλά και όλα τα μέλη των οργάνων λήψης αποφάσεων τους δεν μπορούν να ζητούν ή να δέχονται υποδείξεις από οποιονδήποτε άλλο οργανισμό. Τα θεσμικά όργανα της ΕΕ και οι κυβερνήσεις των χωρών της ΕΕ οφείλουν να σέβονται αυτή την αρχή και να μην προσπαθούν να επηρεάσουν την ΕΚΤ ή τις εθνικές κεντρικές τράπεζες (Στεφάνου, 2002).

Η ΕΚΤ δεν μπόρεσε να λειτουργήσει αυτοτελώς ως δανειστής ύστατης προσφυγής τόσο για την Ελλάδα, όσο και για τις υπόλοιπες ευρωπαϊκές χώρες που ζήτησαν και έλαβαν στήριξη, καθώς αντίθετα με την FED, παρουσιάζει μειωμένη ευελιξία ως προς τους στόχους αλλά και την ταχύτητα δράσης της. Την περίοδο που ξέσπασε η κρίση στην Ελλάδα, ήταν αδιανόητο να προβεί η ΕΚΤ σε αγορά ελληνικών κρατικών ομολόγων για να δώσει μια ανάσα ρευστότητας στην χώρα. Βέβαια, πρέπει να τονιστεί ότι υπό την ηγεσία του Mario Draghi ο κανόνας αυτός έχει εμμέσως καμφθεί, καθώς η ΕΚΤ παρέχει δάνεια στις ιδιωτικές τράπεζες δεχόμενη ως εγγύηση τα ομόλογα των ευρωπαϊκών κυβερνήσεων (Krugman, 2012). Εκτός αυτού, στο πλαίσιο άσκησης της Κοινής Νομισματικής Πολιτικής η ΕΚΤ ανέπτυξε το 2010 το Πρόγραμμα Αγοράς Ομολόγων (SMP), έναν προσωρινό μηχανισμό παρέμβασης για την αντιμετώπιση ανισορροπιών στις αγορές ομολόγων (Commonwealth Bank, 2012). Μέσω αυτού μπορούσε να παρέμβει άμεσα στις αγορές χρέους της ΖτΕ. Το SMP τερματίστηκε τον Σεπτέμβριο του 2012, όταν διαμορφώθηκε ο μηχανισμός των Απευθείας Νομισματικών Συναλλαγών (OMT). Ο τελευταίος αποτελεί ένα εργαλείο παρέμβασης στη δευτερογενή αγορά ομολόγων, που αποσκοπεί στην μείωση των αποδόσεων των ομολόγων και συνεπώς του κόστους δανεισμού για τα κράτη-μέλη και συνδέεται με την

τήρηση προϋποθέσεων από τα τελευταία (ECB, 2012). Πρέπει να σημειωθεί για τα δύο αυτά εργαλεία ότι δεν αποτελούν μεθόδους ποσοτικής χαλάρωσης, καθώς η ΕΚΤ ξανά-απορροφά τα χρήματα που διαθέτει με κάθε πρόσφορο μέσο, ώστε να μην υπάρξουν πληθωριστικές πιέσεις.

Οι δύο αυτοί θεσμοί της ΕΕ εκπροσώπησαν τα συμφέροντα των κρατών-μελών που συμμετείχαν στη δανειοδότηση της Ελλάδας. Μέχρι τον σχηματισμό και την ενεργοποίηση του EFSF η δανειοδότηση ήταν διακρατική, έγινε μέσω του επονομαζόμενου Greek Loan Facility (GLF) και χορηγούνταν με δόσεις κατά αντιστοιχία του μοντέλου του ΔΝΤ. Το επιτόκιο για τα ποσά αυτά προέκυπτε από το Euribor επαυξημένο με περιθώριο 3% για τα τρία πρώτα έτη και 4% για τα υπόλοιπα έως και την αποπληρωμή καθώς και με πενήντα μονάδες βάσης ως «επιβάρυνση εξυπηρέτησης».

## **III.2. Οι Ευρωπαϊκοί μηχανισμοί στήριξης**

### **III.2.1. EFSF- μορφή, ρόλος και εργαλεία**

Το European Financial Stability Fund (EFSF) αποτελεί ένα όχημα ειδικού σκοπού, το οποίο δημιουργήθηκε κατόπιν της συμφωνίας του Μαΐου του 2010 μεταξύ των κρατών-μελών της ΖτΕ. Η ίδρυσή του έγινε τον Ιούνιο του ίδιου έτους στο Λουξεμβούργο. Σκοπός του EFSF είναι η διατήρηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας στην ΟΝΕ, μέσω της παροχής πιστωτικής ενίσχυσης προς κράτη-μέλη της ΖτΕ, τα οποία αντιμετωπίζουν δυσκολίες χρηματοδότησης. Για την άντληση των απαραίτητων κεφαλαίων το EFSF δύναται να εκδίδει ομόλογα ή άλλους τίτλους χρέους στις αγορές. Η διαδικασία αυτή γίνεται με την εγγύηση των κρατών της ΖτΕ, γεγονός που του εξασφαλίζει υψηλό βαθμό πιστοληπτικής ικανότητας, της τάξης του AA+ (EFSF, 2013).

Η χορήγηση των δανείων προς τις χώρες που έχουν ανάγκη γίνεται όταν αυτές αδυνατούν να βγουν στις αγορές και να δανειστούν με αποδεκτά επιτόκια. Στην περίπτωση αυτή θα πρέπει να υποβάλουν επίσημο αίτημα και να έχουν διαπραγματευτεί και συμφωνήσει με την Επιτροπή και το ΔΝΤ σχετικά με την εφαρμογή προγράμματος δημοσιονομικής προσαρμογής. Το πρόγραμμα θα πρέπει να έχει εγκριθεί ομόφωνα από το Euro- Group και να έχει υπογραφεί το σχετικό μνημόνιο συνεργασίας.

Η δημιουργία του EFSF ήλθε ως απάντηση στην ανάγκη παροχής στήριξης στις χώρες της ΖτΕ που αντιμετώπιζαν προβλήματα χρηματοδότησης. Όπως αναφέρθηκε τον ρόλο

αυτόν δεν μπορούσε να τον αναλάβει η EKT, λόγω περιορισμών που διέπουν τη λειτουργία της. Επιπροσθέτως ο διακρατικός δανεισμός προκαλούσε μια σειρά άλλων προβλημάτων, όπως η χρονική υστέρηση αλλά και η δυσφορία στο εσωτερικό των κρατών-δανειστών. Η δημιουργία του μηχανισμού αυτού ήταν προσωρινή και μεταβατική μέχρι να συμφωνηθεί η διαμόρφωση ενός μόνιμου μηχανισμού. Συγκεκριμένα προβλεπόταν η κατάργησή του μετά την πάροδο τριών ετών, τον Ιούνιο του 2013, αν δεν είχε αναλάβει την στήριξη κανενός κράτους έως τότε. Παρ' όλα αυτά, το EFSF ενεργοποιήθηκε το 2011 για τη στήριξη κρατών όπως η Ελλάδα, η Ιρλανδία και η Πορτογαλία και ως εκ τούτου θα συνεχίσει να υφίσταται μέχρι να αποπληρωθούν όλα τα δάνεια που των χωρών αυτών (EFSF, 2013).

### **III.2.2. ESM- Ο μόνιμος μηχανισμός στήριξης**

Παρά την καταβολή των ποσών από τον EFSF, αλλά και των ποσών που έχει δώσει το ΔΝΤ, στα πλαίσια του δεύτερου προγράμματος, αναπτύσσεται έντονη φημολογία για ανάγκη δημιουργίας ενός τρίτου προγράμματος οικονομικής ενίσχυσης για την Ελλάδα (Financial Times, 2014). Στην περίπτωση που κάτι τέτοιο καταστεί αναγκαίο, η χρηματοδότηση θα πρέπει να περάσει πλέον μέσω του μόνιμου μηχανισμού στήριξης, δηλαδή του European Stability Mechanism (ESM).

Η απόφαση για τη δημιουργία του ESM είχε ληφθεί από το Συμβούλιο της ΕΕ μόλις το 2010. Η ίδρυση του, όμως, τελέστηκε τον Φεβρουάριο του 2012 και η έναρξη της λειτουργίας του τον Οκτώβριο του ίδιου έτους. Στο μεσοδιάστημα τον ρόλο του μηχανισμού εξασφάλισης χρηματοπιστωτικής σταθερότητας στην ΖτΕ, έπαιζε το EFSF<sup>3</sup>. Τα κράτη- μέλη που συμμετέχουν στον ESM μπορούν να αιτηθούν την δημιουργία προγράμματος διάσωσης στην περίπτωση που αντιμετωπίζουν δυσκολίες στην χρηματοδότησή τους ή στην περίπτωση που ο χρηματοπιστωτικός τους τομέας αντιμετωπίζει προβλήματα. Προϋπόθεση για την δημιουργία του προγράμματος διάσωσης είναι η σύναψη μνημονίου συνεργασίας, το οποίο θα περιγράφει τις αναγκαίες μεταρρυθμίσεις ή τα μέτρα δημοσιονομικής προσαρμογής που απαιτούνται για την αποκατάσταση της οικονομικής σταθερότητας. Επιπροσθέτως θα πρέπει το ενδιαφερόμενο κράτος να έχει επικυρώσει το Ευρωπαϊκό Δημοσιονομικό Σύμφωνο. Κατόπιν της αίτησης, αποστέλλεται στο κράτος αντιπροσωπία της Τρόικα η οποία θα

---

<sup>3</sup> Υπάρχει δυνατότητα μεταφοράς δεσμεύσεων του EFSF στον ESM, με την προϋπόθεση ότι αυτές αφορούν σε μη εκταμιευθείσες δόσεις.



κρίνει και το ποιο ή ποια από τα προγράμματα στήριξης του ESM θα πρέπει να διατεθούν (ESM, 2013).

Τα πέντε προγράμματα στήριξης που παρέχονται από τον ESM είναι τα ακόλουθα (ESM, 2013):

1. Δάνειο στήριξης της σταθερότητας με πρόγραμμα μακροοικονομικών προσαρμογών. Παρέχεται όταν το κράτος δεν μπορεί να δανειστεί από τις αγορές και συνοδεύεται από μνημόνιο που επικεντρώνει στην δημοσιονομική προσαρμογή και σε δομικές μεταρρυθμίσεις για τη βελτίωση της οικονομικής σταθερότητας.
2. Πρόγραμμα ανακεφαλαιοποίησης τραπεζών. Παρέχεται όταν πηγή του προβλήματος είναι η αστάθεια του χρηματοπιστωτικού τομέα και όταν διαπιστωθεί ότι ούτε ο ιδιωτικός τομέας, ούτε το κράτος μπορούν να προχωρήσουν σε ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών χωρίς να προκληθεί αστάθεια. Τα σχετικά ποσά προκύπτουν κατόπιν stress test, μπορούν να διατεθούν μόνο γι' αυτό το σκοπό και το συνοδευτικό μνημόνιο επικεντρώνεται σε μεταρρυθμίσεις του χρηματοπιστωτικού τομέα.
3. Προληπτική οικονομική στήριξη. Πρόκειται για πρόγραμμα στήριξης, το οποίο είναι διαθέσιμο αν χρειαστεί ξαφνικά. Σε γενικές γραμμές λειτουργεί ως εγγύηση για να μην διακοπεί η χρηματοδότηση του κράτους από τις αγορές. Συνοδεύεται από μνημόνιο που επικεντρώνει σε θέματα δημοσιονομικής προσαρμογής και δομικών μεταρρυθμίσεων για την εξασφάλιση οικονομικής σταθερότητας.
4. Μηχανισμός στήριξης στην πρωτογενή αγορά. Το ESM αγοράζει ομόλογα του κράτους, όταν αυτό βρίσκεται κοντά στην έξοδο από άλλο πρόγραμμα στήριξης, για να διευκολύνει την επάνοδό του στις αγορές. Στόχος είναι να καλύψει το 50% της αγοράς ομολόγων. Αν ο ιδιωτικός τομέας δεν απορροφήσει το άλλο 50% ακυρώνεται το πρόγραμμα αυτό και διαμορφώνεται άλλο πρόγραμμα της μορφής 1 ή 3.
5. Μηχανισμός στήριξης στην δευτερογενή αγορά. Ο μηχανισμός αυτός αποσκοπεί στην ενεργοποίηση της αγοράς και στην δημιουργία κινήτρων ώστε οι επενδυτές να συνεχίσουν να χρηματοδοτούν το κράτος. Μπορεί να χρησιμοποιηθεί τόσο μόνος του όσο και σε συνδυασμό με κάποιο από τα 4 προηγούμενα εργαλεία.

Σε κάθε περίπτωση, πάντως, η Ελλάδα δεν έχει στραφεί ακόμα για βοήθεια στον ESM. Άλλωστε τον Απρίλιο του 2014 η χώρα δανείστηκε από τις αγορές, για πρώτη φορά μετά την έναρξη της κρίσης. Συγκεκριμένα η Ελλάδα αναζήτησε 3 δισεκατομμύρια ευρώ, τα οποία άντλησε μέσω της έκδοσης πενταετών ομολόγων με επιτόκιο 4,75%. Είναι ενδεικτικό ότι σε σύντομο χρονικό διάστημα είχε προσφορές ύψους 20 δισεκατομμυρίων ευρώ.

## **IV. Τα προγράμματα οικονομικής ενίσχυσης της Ελλάδας**

### **IV.1. Το πρώτο πρόγραμμα οικονομικής ενίσχυσης**

Τον Μάιο του 2010 και μετά από παρατεταμένες διαπραγματεύσεις η ελληνική κυβέρνηση αιτήθηκε επισήμως το ποσό των 80 δισεκατομμυρίων ευρώ από τις χώρες της ΖτΕ και των 30 δισεκατομμυρίων από το ΔΝΤ. Η αίτηση της ελληνικής κυβέρνησης συνοδεύεται από 3 κείμενα, το Μνημόνιο Οικονομικής και Χρηματοπιστωτικής Πολιτικής, το Τεχνικό Μνημόνιο Συνεννόησης και το Μνημόνιο Συνεννόησης στις Συγκεκριμένες Προϋποθέσεις Οικονομικής Πολιτικής. Στις 8 Μαΐου εγκρίθηκαν οι δύο δανειακές συμβάσεις, δηλαδή το Greek Loan Facility (GLF) που αφορούσε στα χρήματα που θα δίνονταν από τις χώρες της ΖτΕ και το Stand-by Agreement, το οποίο αφορούσε στα χρήματα που θα διέθετε το ΔΝΤ για τη στήριξη της ελληνικής οικονομίας. Ο χαρακτηρισμός «Μνημόνιο» περιλαμβάνει το σύνολο των ανωτέρω συμβάσεων.

Σύμφωνα με τις δανειακές συμβάσεις οι δανειστές είχαν το δικαίωμα να ελέγχουν και να αξιολογούν την τήρηση και πρόοδο του προγράμματος εφαρμογής των όρων των συμβάσεων αυτών καθώς και του Μνημονίου Οικονομικής και Χρηματοπιστωτικής Πολιτικής και του Μνημονίου Συνεννόησης στις Συγκεκριμένες Προϋποθέσεις Οικονομικής Πολιτικής (Υπουργείο Οικονομικών, 2010α).

#### **IV.1.1. Οι εκταμιεύσεις του πρώτου προγράμματος**

##### ***IV.1.1.1. Εκταμιεύσεις από το ΔΝΤ***

Στο πλαίσιο της δανειακής αυτής σύμβασης ξεκίνησε η καταβολή των δόσεων, από τον Μάιο του 2010 με το ποσό των 5,5 δισεκατομμυρίων ευρώ (Υπουργείο Οικονομικών 2010β). Τον Σεπτέμβριο (Υπουργείο Οικονομικών, 2010β) και τον Δεκέμβριο (Υπουργείο Οικονομικών, 2010γ) του ίδιου έτους καταβλήθηκαν δόσεις ύψους 2,5 δισεκατομμυρίων ευρώ. Μέσα στο 2011 καταβλήθηκαν τρεις δόσεις, μία της τάξης των τεσσάρων δισεκατομμυρίων τον Μάρτιο (Υπουργείο Οικονομικών, 2011α), άλλα 3,2 δισεκατομμύρια τον Ιούλιο (Υπουργείο Οικονομικών, 2011β) και 2,2 δισεκατομμύρια τον Δεκέμβριο (Υπουργείο Οικονομικών, 2011γ). Με αυτές τις δόσεις έκλεισε το πρώτο πρόγραμμα στήριξης της ελληνικής οικονομίας. Από την άθροιση των ανωτέρω ποσών προκύπτει ότι τελικά εκταμιεύτηκαν περίπου 20 δισεκατομμύρια ευρώ και όχι 30, όπως προβλεπόταν αρχικά.

#### **IV.1.1.2. Εκταμιεύσεις από το GLF**

Η πρώτη δόση του πρώτου προγράμματος εκταμιεύτηκε τον Μάιο του 2010 και ανερχόταν στα 14,5 δισεκατομμύρια ευρώ (Υπουργείο Οικονομικών, 2010β). Τον Σεπτέμβριο του ίδιου έτους εκταμιεύτηκε η δεύτερη δόση ύψους 6,5 δισεκατομμυρίων (Υπουργείο Οικονομικών, 2010γ). Το ποσό των 6,5 δισεκατομμυρίων ευρώ, που αντιστοιχούσε στην Τρίτη δόση, δεν εκταμιεύτηκε ταυτόχρονα με την δόση από το ΔΝΤ, τον Δεκέμβριο του 2010, αλλά τελικά χορηγήθηκε τον Ιανουάριο του 2011 (Υπουργείο Οικονομικών, 2011α). Τον Μάρτιο του ίδιου έτους εκταμιεύτηκε το ποσό των 10,9 δισεκατομμυρίων ευρώ (Υπουργείο Οικονομικών, 2011β), τον Ιούλιο 8,7 δισεκατομμύρια ευρώ (Υπουργείο Οικονομικών, 2011γ) και τον Δεκέμβριο 5,8 δισεκατομμύρια (Υπουργείο Οικονομικών, 2011δ). Το σύνολο των εκταμιεύσεων του πρώτου προγράμματος, σε ότι αφορά στα διακρατικά δάνεια, όπως και στην περίπτωση του ΔΝΤ ήταν χαμηλότερο της αρχικής πρόβλεψης (80 δισεκατομμύρια) και ανήλθε στα 52,9 δισεκατομμύρια ευρώ. Σε αυτό το σημείο πρέπει να σημειωθεί ότι για τα συγκεκριμένα ποσά αποφασίστηκε, τον Μάρτιο του 2011, η μείωση του επιτοκίου κατά 1%, η επέκταση της περιόδου χάριτος στα 4,5 έτη και η αύξηση της διάρκειας κάθε τμήματος του δανείου στα 10 έτη.

Το σύνολο των εκταμιεύσεων του πρώτου προγράμματος στήριξης της ελληνικής οικονομίας, τόσο από το ΔΝΤ όσο και από το GLF, φαίνεται στον ακόλουθο πίνακα:

**Πίνακας 1: Εκταμιεύσεις πρώτου προγράμματος**

| <b>Πρώτο Πρόγραμμα Οικονομικής Ενίσχυσης</b> |                              |                    |                    |
|--|------------------------------|--------------------|--------------------|
| Ημερομηνία Εκταμίευσης                       | Δανειστές (ποσά σε εκ. ευρώ) |                    |                    |
|  | GLF                          | ΔΝΤ                | Σύνολο             |
| Μάιος 2010                                   | 14.500,00 €                  | 5.549,44 €         | 20.049,44 €        |
| Σεπτέμβριος 2010                             | 6.500,00 €                   | 2.570,65 €         | 9.070,65 €         |
| Δεκέμβριος 2010                              | 0,00 €                       | 2.504,75 €         | 2.504,75 €         |
| Ιανουάριος 2011                              | 6.500,00 €                   | 0,00 €             | 6.500,00 €         |
| Μάρτιος 2011                                 | 10.900,00 €                  | 4.075,50 €         | 14.975,50 €        |
| Ιούλιος 2011                                 | 8.700,00 €                   | 3.249,20 €         | 11.949,20 €        |
| Δεκέμβριος 2011                              | 5.800,00 €                   | 2.231,70 €         | 8.031,70 €         |
| <b>Σύνολα 1ου Προγράμματος</b>               | <b>52.900,00 €</b>           | <b>20.181,24 €</b> | <b>73.081,24 €</b> |
| Πρόβλεψη 1ου Προγράμματος                    | 80.000,00 €                  | 30.000,00 €        | 110.000,00 €       |
| Υπόλοιπα 1ου Προγράμματος                    | <b>27.100,00 €</b>           | <b>9.818,76 €</b>  | <b>36.918,76 €</b> |

**Πηγή: Υπουργείο Οικονομικών**

## **IV.2. Το δεύτερο πρόγραμμα οικονομικής ενίσχυσης**

Παρά το γεγονός ότι οι συνολικές εκταμιεύσεις του πρώτου προγράμματος υπολείπονταν των αρχικών δεσμεύσεων κατά συνολικά 36,92 δισεκατομμύρια ευρώ, τα χρήματα που τελικά χορηγήθηκαν στην Ελλάδα ανέρχονταν σε 73 δισεκατομμύρια ευρώ. Το ποσό αυτό, όμως δεν ήταν αρκετό για να μπορέσει να επανέλθει η ελληνική οικονομία σε τροχιά ανάπτυξης και κρίθηκε αναγκαία η διαμόρφωση ενός δεύτερου προγράμματος οικονομικής ενίσχυσης για την Ελλάδα. Το ΔΝΤ αποφάσισε στις 15 Μαρτίου του 2012, να δεσμεύσει επιπλέον 28 δισεκατομμύρια ευρώ για τη χρηματοδότηση της νέου προγράμματος. Στο ποσό αυτό συμψηφίστηκαν και τα περίπου 10 δισεκατομμύρια που δεν είχαν εκταμιευθεί από το αρχικό δάνειο. Από την πλευρά της Ευρωπαϊκής Ένωσης η χρηματοδότηση έγινε μέσω του προσωρινού μηχανισμού EFSF και η σχετική απόφαση από τους υπουργούς Οικονομικών των κρατών- μελών της ΖτΕ λήφθηκε στις 14 Μαρτίου 2012. Όπως και το κομμάτι του ΔΝΤ έτσι και για αυτό που θα παρεχόταν μέσω του EFSF, προβλέφθηκε ενσωμάτωση και του υπολοίπου του πρώτου προγράμματος, το οποίο ανερχόταν σε 27,1 δισεκατομμύρια ευρώ. Συνολικά η δέσμευση χρηματοδότησης από τον μηχανισμό μέχρι το τέλος του 2014 ανέρχεται σε 144,7 δισεκατομμύρια ευρώ (European Commission, 2013α). Μέσα στο ποσό αυτό περιλαμβάνονται και τα ποσά που αποδόθηκαν για την περάτωση του PSI (sweetener και αποπληρωμή τόκων) καθώς και 48 δισεκατομμύρια ευρώ για την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών. Αφού εξετάσουμε τις εκταμιεύσεις του δεύτερου προγράμματος κρίνεται σκόπιμο να εξετασθούν οι προαναφερθείσες αναδιαρθρωτικές παρεμβάσεις στο ελληνικό χρέος (ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών και PSI), καθώς μέρος της χρηματοδότησης που έλαβε η Ελλάδα διατέθηκε γι' αυτές.

### **IV.2.2. Οι εκταμιεύσεις του δεύτερου προγράμματος**

#### ***IV.2.2.1. Οι εκταμιεύσεις από το ΔΝΤ***

Η πρώτη δόση από το ΔΝΤ για το νέο πρόγραμμα εκταμιεύτηκε τον Μάρτιο του 2012 και ανερχόταν σε 1,6 δισεκατομμύρια ευρώ (Υπουργείο Οικονομικών, 2012β). Η δεύτερη δόση του προγράμματος αυτού δεν εκταμιεύτηκε εντός του 2012, αλλά δόθηκε μαζί με την τρίτη, τον Ιανουάριο του 2013 και το συνολικό ποσό ανήλθε σε περίπου 3,2 δισεκατομμύρια ευρώ (Υπουργείο Οικονομικών, 2013α). Η τέταρτη δόση ύψους 1,7 δισεκατομμυρίων εκταμιεύτηκε τον Ιούνιο του 2013 (Υπουργείο Οικονομικών, 2013β)

και η πέμπτη, ιδίου ύψους, τον Ιούλιο του έτους αυτού (Υπουργείο Οικονομικών, 2013γ). Συνολικά το ΔΝΤ έχει εκταμιεύσει μέχρι και το τέλος του 2013 περίπου 8,3 δισεκατομμύρια ευρώ, ποσό μικρότερο και από το υπόλοιπο του πρώτου προγράμματος. Η διάρκεια του τρέχοντος προγράμματος, πάντως φτάνει μέχρι το τέλος του 2014, συνεπώς δεν μπορούμε να κάνουμε λόγο για αδιάθετα ποσά από το πρόγραμμα.

#### ***IV.2.1.2. Οι εκταμιεύσεις από τον EFSF***

Η πρώτη δόση καταβλήθηκε τμηματικά από τον Μάρτιο του 2012 έως και τον Ιούνιο του 2012 και ανερχόταν στα 74 δισεκατομμύρια ευρώ. Πιο συγκεκριμένα τον Μάρτιο καταβλήθηκε το ποσό των 5,9 δισεκατομμυρίων ευρώ (Υπουργείο Οικονομικών, 2012β), τον Απρίλιο 3,3 δισεκατομμύρια ευρώ και άλλα 25 δισεκατομμύρια για την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών, τον Μάιο 4,2 δισεκατομμύρια ευρώ και τον Ιούνιο άλλο 1 δισεκατομμύριο (Υπουργείο Οικονομικών, 2012γ). Τα υπόλοιπα 34,6 δισεκατομμύρια ευρώ καταβλήθηκαν από τον Μάρτιο έως τον Απρίλιο του 2012 και αφορούσαν στο ποσό των 29,7 δισεκατομμυρίων ευρώ για το sweetener του PSI καθώς και στην αποπληρωμή δεδουλευμένων τόκων, ύψους 4,9 δισεκατομμυρίων ευρώ, ελληνικών κρατικών ομολόγων πριν την ανταλλαγή του PSI (European Commission, 2013β).

Η δεύτερη δόση καταβλήθηκε επίσης τμηματικά, από τον Δεκέμβριο του 2012 έως τον Μάιο του 2013 και ανήλθε στο ποσό των 49,1 δισεκατομμυρίων ευρώ. Τον Δεκέμβριο του 2012 έγιναν 3 ξεχωριστές εκταμιεύσεις ύψους 11,3, 7 και 16 δισεκατομμυρίων ευρώ αντίστοιχα (Υπουργείο Οικονομικών, 2012δ). Το τελευταίο ποσό αφορούσε στην ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών (European Commission, 2013β). Ακολούθησε η εκταμίευση των ποσών των 2 και των 2,8 δισεκατομμυρίων ευρώ τον Ιανουάριο και τον Φεβρουάριο του 2013 (Υπουργείο Οικονομικών, 2013α). Τον Μάιο του ιδίου έτους εκταμιεύτηκαν 2,8 δισεκατομμύρια ευρώ και άλλα 7,2 δισεκατομμύρια για την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών (Υπουργείο Οικονομικών, 2013β). Το τελευταίο αυτό ποσό είχε διατεθεί από τον EFSF από τον Ιανουάριο, αλλά εκταμιεύτηκε τελικά τον Μάιο κατόπιν σχετικού αιτήματος των ελληνικών αρχών (European Commission, 2013α).

Τον ίδιο μήνα ξεκίνησε και η εκταμίευση της τρίτης δόσης η οποία ολοκληρώθηκε τον Δεκέμβριο του 2013 και ανήλθε στο ποσό των 10,5 δισεκατομμυρίων ευρώ. Τον Μάιο εκταμιεύτηκε το ποσό των 4,2 δισεκατομμυρίων ευρώ και τον Ιούνιο το ποσό των 3,3

δισεκατομμυρίων (Υπουργείο Οικονομικών, 2013β). Ακολούθησε η εκταμίευση 2,5 δισεκατομμυρίων ευρώ τον Ιούλιο του 2013 (Υπουργείο Οικονομικών, 2013γ) και το έτος έκλεισε με την εκταμίευση 0,5 δισεκατομμυρίου ευρώ τον Δεκέμβριο (Υπουργείο Οικονομικών, 2013δ). Συνολικά μέχρι και το τέλος του 2013 έχουν εκταμιευτεί 133,6 δισεκατομμύρια ευρώ από το δεύτερο πρόγραμμα οικονομικής στήριξης της Ελλάδας, μέσω του EFSF. Η καταβολή των 11,1 δισεκατομμυρίων ευρώ, που υπολείπονται από την αρχική δέσμευση μπορεί να γίνει μέχρι και το τέλος του 2014, καθώς όπως προαναφέρθηκε, τότε λήγει η διάρκεια του δεύτερου προγράμματος οικονομικής στήριξης της Ελλάδας..

Το σύνολο των εκταμιεύσεων του δεύτερου προγράμματος, τόσο από τον EFSF όσο και από το ΔΝΤ, συμπεριλαμβανομένων και των ποσών για την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών και τα έξοδα του PSI, αποτυπώνονται στον ακόλουθο πίνακα:

**Πίνακας 2: Εκταμιεύσεις δεύτερου προγράμματος**

| <b>Δεύτερο Πρόγραμμα Οικονομικής Ενίσχυσης</b> |                              |                    |                     |
|--|------------------------------|--------------------|---------------------|
| Ημερομηνία Εκταμίευσης                         | Δανειστές (ποσά σε εκ. ευρώ) |                    |                     |
|  | EFSF                         | ΔΝΤ                | Σύνολο              |
| Μάρτιος 2012                                   | 5.900,00 €                   | 1.637,70 €         | 7.537,70 €          |
| Μάρτιος-Απρίλιος 2012 (PSI)                    | 34.600,00 €                  | 0,00 €             | 34.600,00 €         |
| Απρίλιος 2012                                  | 3.300,00 €                   | 0,00 €             | 3.300,00 €          |
| Απρίλιος 2012 (Αν. Τραπεζών)                   | 25.000,00 €                  | 0,00 €             | 25.000,00 €         |
| Μάιος 2012                                     | 4.200,00 €                   | 0,00 €             | 4.200,00 €          |
| Ιούνιος 2012                                   | 1.000,00 €                   | 0,00 €             | 1.000,00 €          |
| Δεκέμβριος 2012                                | 18.289,80 €                  | 0,00 €             | 18.289,80 €         |
| Δεκέμβριος 2012 (Αν. Τραπεζών)                 | 16.000,00 €                  | 0,00 €             | 16.000,00 €         |
| Ιανουάριος 2013                                | 2.000,00 €                   | 3.241,20 €         | 5.241,20 €          |
| Φεβρουάριος 2013                               | 2.800,00 €                   | 0,00 €             | 2.800,00 €          |
| Μάιος 2013                                     | 7.000,00 €                   | 0,00 €             | 7.000,00 €          |
| Μάιος 2013 (Αν. Τραπεζών)                      | 7.200,00 €                   | 0,00 €             | 7.200,00 €          |
| Ιούνιος 2013                                   | 3.300,00 €                   | 1.737,40 €         | 5.037,40 €          |
| Ιούλιος 2013                                   | 2.500,00 €                   | 1.720,70 €         | 4.220,70 €          |
| Δεκέμβριος 2013                                | 500,00 €                     | 0,00 €             | 500,00 €            |
| <b>Σύνολα 2ου Προγράμματος</b>                 | <b>133.589,80 €</b>          | <b>8.337,00 €</b>  | <b>141.926,80 €</b> |
| Πρόβλεψη 2ου Προγράμματος                      | 144.700,00 €                 | 28.000,00 €        | 172.700,00 €        |
| Υπόλοιπα 2ου Προγράμματος                      | <b>11.110,20 €</b>           | <b>19.663,00 €</b> | <b>30.773,20 €</b>  |

Πηγή: Υπουργείο Οικονομικών

### **IV.3. Παρεμβάσεις αναδιάρθρωσης του ελληνικού χρέους**

#### **IV.3.1. Η ανακεφαλαιοποίηση των ελληνικών τραπεζών**

Όπως φαίνεται ανωτέρω, ένα σημαντικό ποσό του δευτέρου προγράμματος στήριξης διατέθηκε για την ανακεφαλαιοποίηση των ιδιωτικών τραπεζών. Το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα είχε μικρή έκθεση στα τοξικά προϊόντα που προκάλεσαν την διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση του 2007- 2009, συνεπώς δεν αποτέλεσε παράγοντα στο πρώτο πρόγραμμα στήριξης εν αντιθέσει με το τι συνέβη σε άλλες χώρες, όπως η Ιρλανδία. Το 2010, όμως, αντιμετώπιζε μια σειρά προβλημάτων που καθιστούσαν αναγκαία την ανακεφαλαιοποίησή του. Τα προβλήματα αυτά ήταν η αδυναμία πρόσβασης στις αγορές, η εκροή κεφαλαίων, οι δυσμενείς οικονομικές συνθήκες που επιδείνωναν την ποιότητα των δανειακών χαρτοφυλακίων και η αναδιάρθρωση του δημοσίου χρέους με τη συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα, δηλαδή το PSI (Τράπεζα της Ελλάδος, 2012). Με λίγα λόγια η κρίση χρέους της Ελλάδας μετατράπηκε και σε κρίση του χρηματοπιστωτικού της συστήματος.

Η ανακεφαλαιοποίηση έγινε μέσω του Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, το οποίο δημιουργήθηκε το 2010, με σκοπό τη διατήρηση της σταθερότητας του ελληνικού τραπεζικού συστήματος. Το ΤΧΣ διοικείται από επταμελές διοικητικό συμβούλιο, με τα πέντε μέλη να επιλέγονται από την Τράπεζα της Ελλάδας και τα άλλα δύο να τοποθετούνται *ex officio*<sup>4</sup>. Αρχικά προικοδοτήθηκε με 10 δισεκατομμύρια ευρώ από το EFSF (Υπουργείο Οικονομικών, 2010ε), για την στήριξη των ελληνικών τραπεζών, ποσό που ανήλθε σε 48,2 δισεκατομμύρια μέχρι και το τέλος του 2013. Το ΤΧΣ συμμετέχει στην ανακεφαλαιοποίηση τραπεζών που κρίθηκαν ως βασικές από μελέτη που διενεργήθηκε από την Τράπεζα της Ελλάδος και διεθνή συμβουλευτική εταιρεία. Οι τράπεζες αυτές είναι η Εθνική, η Alpha, η Eurobank και η Τράπεζα Πειραιώς, οι οποίες αντιπροσωπεύουν κατά προσέγγιση το 75% των περιουσιακών στοιχείων του κλάδου (Υπουργείο Οικονομικών, 2012ε). Η στήριξη παρέχεται με την αγορά μετοχών των τραπεζών αυτών από το ΤΧΣ, όταν αυτές κάνουν αύξηση μετοχικού κεφαλαίου (ΑΜΚ). Παράλληλα εκδίδει warrants τα οποία δίνουν το δικαίωμα στους ιδιώτες που συμμετέχουν στην ΑΜΚ να αγοράσουν μελλοντικά έως και εννέα μετοχές για κάθε μια που έχουν αγοράσει από το ΤΧΣ σε δεδομένη τιμή. Η

---

<sup>4</sup> Ο Γενικός Γραμματέας του Υπουργείου Οικονομικών και ο Διευθυντής Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας της Τράπεζας της Ελλάδας



δυνατότητα αυτή παρέχεται με σκοπό την μελλοντική επιστροφή των χρημάτων που δαπανά το ΤΧΣ, καθώς αυτά επιβαρύνουν το δημόσιο χρέος.

Κατά την ΑΜΚ που πραγματοποίησαν οι τέσσερις συστημικές τράπεζες το δίμηνο Μάιος- Ιούνιος 2013 το ΤΧΣ κατέβαλε 25,5 δισεκατομμύρια ευρώ (25.522,3 εκατομμύρια ευρώ) και οι ιδιώτες επενδυτές περίπου 3 δισεκατομμύρια ευρώ. Πιο αναλυτικά η Εθνική ενισχύθηκε με το ποσό των 8.676,9 εκατομμυρίων ευρώ, η Πειραιώς με 6.985,4 εκατομμύρια ευρώ, η Alphabank με 4.021 εκατομμύρια ευρώ και η Eurobank με 5.839 εκατομμύρια ευρώ (Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, 2013). Νωρίτερα, τον Μάιο του 2012 οι ανωτέρω τράπεζες είχαν λάβει προκαταβολή έναντι μελλοντικών αυξήσεων κεφαλαίου, η οποία ανερχόταν στο ποσό των 18 δισεκατομμυρίων ευρώ. Από αυτό το ποσό η Εθνική έλαβε 7,43 δισεκατομμύρια ευρώ, η Πειραιώς 4,7 δισεκατομμύρια, η Alphabank 1,9 δισεκατομμύρια και η Eurobank 3,97 δισεκατομμύρια (Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, 2012). Στα τέλη του 2012 κρίθηκε αναγκαίο από την Τράπεζα της Ελλάδος να δοθεί επιπλέον κεφαλαιακή ενίσχυση προς τις τράπεζες αυτές, έτσι τον Δεκέμβριο του έτους αυτού η Εθνική έλαβε άλλα 2.326 εκατομμύρια, η Πειραιώς 1.553 εκατομμύρια, η Alphabank 1.042 εκατομμύρια και η Eurobank 1.341 εκατομμύρια, δηλαδή συνολικά 6.262 εκατομμύρια ευρώ (Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, 2012).

Η εικόνα των ενισχύσεων από το ΤΧΣ προς τις τέσσερις βασικές τράπεζες αποδίδεται στον ακόλουθο πίνακα:

**Πίνακας 3: Ενίσχυση συστημικών τραπεζών από το ΤΧΣ (2012- 2013)**

| Ημερομηνία Καταβολής Ενίσχυσης | Τράπεζες (ποσά σε εκ. ευρώ) |             |            |             |                           |
|--------------------------------|-----------------------------|-------------|------------|-------------|---------------------------|
|                                | ΕΤΕ                         | Πειραιώς    | Alpha      | Eurobank    | Σύνολο                    |
| Μάιος 2012 (Προκαταβολή)       | 7.430,00 €                  | 4.700,00 €  | 1.900,00 € | 3.970,00 €  | 18.000,00 €               |
| Δεκέμβριος 2012 (Προκαταβολή)  | 2.326,00 €                  | 1.553,00 €  | 1.042,00 € | 1.341,00 €  | 6.262,00 €                |
| Μάιος- Ιούνιος 2013 (ΑΜΚ)      | 8.676,90 €                  | 6.985,40 €  | 4.021,00 € | 5.839,00 €  | 25.522,30 €               |
| Σύνολο ανά τράπεζα             | 18.432,90 €                 | 13.238,40 € | 6.963,00 € | 11.150,00 € | <b><u>49.784,30 €</u></b> |

Πηγή: Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας

#### ***IV.3.1.1. Επίπτωση στο Ελληνικό Δημόσιο Χρέος αν η ανακεφαλαιοποίηση είχε γίνει μέσω του ESM***

Το γεγονός ότι η χρηματοδότηση της ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών έγινε μέσω του EFSF και όχι μέσω του μόνιμου μηχανισμού, δηλαδή του ESM, έχει μία ιδιαίτερη

επίπτωση στη σύσταση του ελληνικού χρέους. Κατ' αρχάς το συνολικό ποσό που έχει δοθεί από το ΤΧΣ στις τράπεζες ξεπερνάει τις εκταμιεύσεις του δεύτερου προγράμματος στήριξης που έγιναν για τον σκοπό αυτόν. Ένα άλλο πρόβλημα με τη διαδικασία αυτή είναι ότι τα ποσά των δανείων που διατίθενται στις τράπεζες εγγράφονται στο δημόσιο χρέος και ως εκ τούτου καλείται η Ελλάδα και όχι οι τράπεζες άμεσα, να τα αποπληρώσει. Αυτό δεν θα ίσχυε αν η ενίσχυση για την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών είχε δοθεί στα πλαίσια ενός προγράμματος μέσω του ESM. Αυτό συμβαίνει καθώς έχει αποφασιστεί σε επίπεδο κορυφής, από την ημερομηνία συστάσεως της μονάδας επίβλεψης του χρηματοπιστωτικού συστήματος στην ΕΚΤ, ότι τα πακέτα για την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών θα παρέχονται απευθείας σε αυτές και δεν θα εγγράφονται ως εκ τούτου στο δημόσιο χρέος (ESM, 2013). Γίνεται εύκολα κατανοητό, ότι αν η ανακεφαλαιοποίηση των ελληνικών τραπεζών είχε γίνει με αυτόν τον τρόπο, τα σχετικά ποσά (48,2 δισεκατομμύρια ευρώ) δεν θα είχαν εκταμιευτεί προς το ελληνικό δημόσιο και το χρέος θα ήταν μικρότερο κατά το ποσό αυτό. Η όποια επιβάρυνση θα προέκυπτε μόνο αν η Ελλάδα επέλεγε να χρηματοδοτήσει μέρος της ανακεφαλαιοποίησης, γεγονός όμως που θα ήταν περιττό, τη στιγμή που θα είχε εκπονηθεί σχετικό πρόγραμμα από τον ESM.

#### **IV.3.2. Η διαδικασία ανταλλαγής ομολόγων Private Sector Involvement (PSI)**

Η Σύνοδος Κορυφής των κρατών- μελών της ΖτΕ (Euro Summit), συνεδρίασε τον Οκτώβριο του 2011 και αποφάσισε την διενέργεια μίας διαδικασίας ανταλλαγής ομολόγων, που θα αφορούσε στους ιδιώτες επενδυτές, στα πλαίσια του δεύτερου προγράμματος οικονομικής ενίσχυσης της Ελλάδας. Η απόφαση αυτή λήφθηκε αφού διαπιστώθηκε ότι οι αποφάσεις της Συνόδου Κορυφής των κρατών- μελών της ΖτΕ, του Ιουλίου του ίδιου έτους, δεν ήταν σε θέση να διασφαλίσουν τη βιωσιμότητα του ελληνικού χρέους στο μεσοπρόθεσμο διάστημα. Οι αποφάσεις αυτές αφορούσαν σε ένα «αρχικό PSI» που θα επέφερε μείωση της τάξης του 21% σε όρους καθαρής παρούσας αξίας.

Συγκεκριμένα το σχετικό δελτίο τύπου που εκδόθηκε ανέφερε ότι θα έπρεπε να συντελεστεί εκ μέρους «της Ελλάδας, των ιδιωτών επενδυτών και όλων των ενδιαφερόμενων μερών, η ανάπτυξη μίας εθελοντικής διαδικασίας ανταλλαγής

ομολόγων, η οποία θα οδηγήσει σε ονομαστική μείωση του κομματιού του ελληνικού χρέους που διακρατείται από ιδιώτες επενδυτές κατά 50%» (Euro Summit, 2011).

Από την διαδικασία αυτή, η οποία φέρει το όνομα Private Sector Involvement ακριβώς διότι αφορούσε σε ιδιώτες και όχι σε κρατικούς πιστωτές της Ελλάδας, εξαιρέθηκαν τα ομόλογα που ήταν στην κατοχή της ΕΚΤ και η αξία τους ανερχόταν σε 42,7 δισεκατομμύρια ευρώ, αυτά που βρίσκονταν στα χαρτοφυλάκια των Κεντρικών Τραπεζών των κρατών- μελών της ΖτΕ, των οποίων η αξία ήταν 13,5 δισεκατομμύρια ευρώ και τα ομόλογα αξίας 315 εκατομμυρίων ευρώ, τα οποία κατείχε η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων (Zettelmeyer, Trebesch, & Gulati, 2013).

Για την υλοποίηση του PSI οι ηγέτες των κρατών- μελών της ΖτΕ δεσμεύτηκαν να το χρηματοδοτήσουν με 30 δισεκατομμύρια ευρώ. Το ποσό αυτό θα προστίθετο στα κεφάλαια που θα δίνονταν για την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών, τα οποία τότε υπολογίζονταν σε 25 δισεκατομμύρια ευρώ.

Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να τονίσουμε ότι των τελικών αποφάσεων είχε προηγηθεί μία εμπιστευτική μελέτη ανάλυσης βιωσιμότητας, την οποία είχε συντάξει το ΔΝΤ, για τις ανάγκες της Συνόδου Κορυφής του Οκτωβρίου. Στην μελέτη αυτή αναφερόταν ότι από τον Ιούλιο του 2011, οπότε έγινε η τέταρτη αξιολόγηση του πρώτου προγράμματος οικονομικής ενίσχυσης, παρατηρήθηκε επιδείνωση στην κατάσταση στην Ελλάδα. Η οικονομική προσαρμογή στηριζόταν σχεδόν αποκλειστικά στην ύφεση και στην προσαρμογή μισθών- τιμών και όχι στην αύξηση της παραγωγικότητας, η οποία θα μπορούσε να προκύψει από την εφαρμογή διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Η μελέτη κατέληγε στην διαπίστωση ότι για να καταστεί το δημόσιο χρέος της Ελλάδας βιώσιμο θα έπρεπε να υπάρξει ένας «γενναιόδωρος» συνδυασμός επίσημης χρηματοδότησης (εκ μέρους του ΕFSF και του ΔΝΤ) αλλά και μεγαλύτερης συμμετοχής του ιδιωτικού τομέα, σε σχέση με τις αποφάσεις του Ιουλίου.

Στα τέλη του Φεβρουαρίου του 2012 το ελληνικό Υπουργείο Οικονομικών ανακοίνωσε, μέσω δελτίου τύπου, τους κύριους όρους της εθελοντικής συμμετοχής του ιδιωτικού τομέα στο πρόγραμμα ανταλλαγής ομολόγων, στα πλαίσια της αναδιάρθρωσης του ελληνικού χρέους (Ministry of Finance, 2012). Σύμφωνα με την ανακοίνωση, τα επιλέξιμα ομόλογα ήταν χρεόγραφα, των οποίων η ονομαστική αξία ανερχόταν σε 205,568 δισεκατομμύρια ευρώ, αλλά από την διαδικασία του PSI θα εξαιρούνταν τα έντοκα γραμμάτια (T-bills), των οποίων η συνολική ονομαστική αξία ανερχόταν

περίπου σε 15 δισεκατομμύρια ευρώ (Υπουργείο Οικονομικών, 2012β). Στην πρώτη κατηγορία, δηλαδή σε αυτή των επιλέξιμων ομολόγων, συμπεριλήφθηκαν ομόλογα που είχε εκδώσει η Κεντρική Κυβέρνηση, τα οποία αποτελούσαν και το μεγαλύτερο μέρος του συνόλου, καθώς η αξία τους ανερχόταν περίπου στα 195,8 δισεκατομμύρια ευρώ, αλλά και ομόλογα που είχαν εκδοθεί, με εγγύηση του ελληνικού Δημοσίου, από τρεις συγκεκριμένες κρατικές ανώνυμες εταιρείες, τον ΟΣΕ, την ΕΑΣ και τον ΟΑΣΑ (Zettelmeyer, Trebesch, & Gulati, 2013). Η αξία των ομολόγων αυτών κυμαινόταν στα επίπεδα των 9,8 δισεκατομμυρίων ευρώ.

Κατά την ανταλλαγή των ανωτέρω ομολόγων, οι ομολογιούχοι που είχαν επιλέξιμους τίτλους θα λάμβαναν αξιόγραφα, η ονομαστική αξία των οποίων θα ανερχόταν σε 46,50 σεντς του ευρώ για κάθε ένα ευρώ ονομαστικής αξίας των ομολόγων που θα έχαναν. Το Institute of International Finance (IIF), εξέδωσε σχετικό δελτίο τύπου, στις 28 του Φεβρουαρίου, στο οποίο γινόταν αναφορά για «κούρεμα» της τάξης του 53,5% στην αξία των τίτλων που είχαν επιλεγεί για το PSI (IIF, 2012). Οι τίτλοι που έλαβε κάθε ομολογιούχος, ο οποίος δέχθηκε να ενταχθεί στην διαδικασία του PSI αναλύονται ως εξής:

Καταρχάς έλαβε είκοσι ομόλογα του ελληνικού Δημοσίου, των οποίων η ονομαστική αξία ανερχόταν στο 31,5% της ονομαστικής αξίας των ομολόγων που απώλεσε. Κάθε ένα από τα νέα ομόλογα είχε διαφορετική ημερομηνία λήξης, με τις πιο κοντινές να βρίσκονται εντός του 2023 και τις τελευταίες να φτάνουν μέχρι και το 2042. Το παραπάνω χαρτοφυλάκιο είναι σχεδόν όμοιο με ένα υποθετικό ομόλογο, το κεφάλαιο του οποίου θα αποπληρωνόταν σε ισόποσες χρεολυτικές δόσεις ύψους 5% έως και το 2042. Ούτε το επιτόκιο (κουπόνι) των ομολόγων αυτών ήταν σταθερό. Μέχρι τον Φεβρουάριο του 2015 το επιτόκιο ήταν στο 2%, από τον Φεβρουάριο του 2015 μέχρι και τον Φεβρουάριο του 2020 θα ανερχόταν στο 3% και από τον Φεβρουάριο του 2020 μέχρι και τον Φεβρουάριο του 2042 το επιτόκιο θα ήταν 4,3%. Μία άλλη σημαντική διαφορά των ομολόγων αυτών σε σχέση με αυτά που έχαναν οι ομολογιούχοι είναι ότι διέπονται από το Αγγλικό Δίκαιο, γεγονός που σημαίνει ότι είναι θωρακισμένα έναντι πιθανών νομοθετικών αλλαγών.

Εκτός των ομολόγων, όμως, οι ομολογιούχοι λάμβαναν και τίτλους (notes) που είχαν εκδοθεί από τον προσωρινό μηχανισμό στήριξης EFSF. Η ονομαστική αξία των τίτλων αυτών ήταν ίση με το 15% της αντίστοιχης αξίας των ομολόγων που είχαν απολέσει οι

ομολογιούχοι. Το 50% της ονομαστικής αξίας τους, το οποίο είχε επιτόκιο 0,4%, έληξε τον Μάρτιο του 2013 και το υπόλοιπο 50%, με επιτόκιο 1%, έληξε έναν χρόνο μετά, δηλαδή τον Μάρτιο του 2014. Τα αξιόγραφα αυτά χαρακτηρίζονται ως ισοδύναμα ρευστού (cash equivalents) καθώς αντιμετωπίζουν μηδενικό πιστωτικό κίνδυνο και χαρακτηρίζονται από ιδιαίτερα μικρή διάρκεια. Η ελληνική κυβέρνηση σύναψε σχετικό δάνειο με τον EFSF, για την προμήθεια των τίτλων αυτών, το οποίο λήγει από τις 24 Φεβρουαρίου του 2023 μέχρι και τις 24 Φεβρουαρίου του 2042.

Η Τρίτη κατηγορία τίτλων που έλαβαν οι ομολογιούχοι ήταν αξιόγραφα με ρήτρα ανάπτυξης του ΑΕΠ. Τα αξιόγραφα αυτά είχαν ίση ονομαστική αξία με το συνολικό ποσό των νέων ομολόγων που έλαβε ο κάθε ομολογιούχος και υπό όρους προσέφεραν κέρδος προς αυτόν της τάξης του 1%. Οι σχετικοί όροι αφορούσαν στον ρυθμό ανάπτυξης, ο οποίος θα έπρεπε να υπερβαίνει συγκεκριμένα προκαθορισμένα όρια από το 2015 και μετά. Τα όρια της προαναφερθείσας μεγέθυνσης προκύπτουν από τις εκτιμήσεις που είχε κάνει το ΔΝΤ, σχετικά με την πορεία του ελληνικού ΑΕΠ, στις αρχές του 2012 (Zettelmeyer, Trebesch, & Gulati, 2013).

Τέλος οι συμμετέχοντες στο PSI θα λάμβαναν και γραμμάτια που εκδόθηκαν από τον προσωρινό μηχανισμό στήριξης EFSF, ως αποζημίωση για τους μη καταβληθέντες τόκους, οι οποίοι είχαν καταστεί δεδουλευμένοι μέχρι τις 24 Φεβρουαρίου του 2012. Η συνολική ονομαστική αξία των γραμματίων αυτών ανέρχεται στα 4,9 δισεκατομμύρια ευρώ και η ελληνική κυβέρνηση, όπως και στην περίπτωση των τίτλων από το EFSF, προχώρησε στη σύναψη δανείου για την προμήθεια των τίτλων αυτών, το οποίο θα έληγε από τις 28 Αυγούστου του 2023 μέχρι και τις 28 Αυγούστου του 2037.

Η ανταλλαγή των ομολόγων έγινε στις 26 Απριλίου του 2012 και σε αυτήν συμμετείχαν ομολογιούχοι που είχαν στην κατοχή τους ποσοστό 96,4% της ονομαστικής αξίας των επιλέξιμων τίτλων, δηλαδή 198,05 δισεκατομμύρια ευρώ. Συγκεκριμένα, κατά τη διάρκεια της πραγματοποίησης του PSI έγινε ανταλλαγή ομολόγων του ελληνικού Δημοσίου συνολικής αξίας 198,045 δισεκατομμυρίων ευρώ και εκδόθηκε νέο χρέος, η ονομαστική αξία του οποίου ανερχόταν σε 92,072 δισεκατομμύρια ευρώ. Με άλλα λόγια το χρέος της Γενικής Κυβέρνησης ελαττώθηκε κατά 105,973 δισεκατομμύρια ευρώ. Η αξία των ομολόγων που δεν εντάχθηκαν στο PSI (holdouts) έφτασε τα 6,4 δισεκατομμύρια ευρώ και αφορούσε σε 24 ομόλογα που διέπονταν από το ξένο (κυρίως

αγγλικό) δίκαιο και ένα ομόλογο του ΟΑΣΑ με εγγυητή τα Ελληνικό Δημόσιο 2012 (Zettelmeyer, Trebesch, & Gulati, 2013).

Σύμφωνα με την έκθεση του διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος οι ελληνικές τράπεζες απώλεσαν 37,7 δισεκατομμύρια ευρώ λόγω του PSI (Τράπεζα της Ελλάδος, 2012). Οι απώλειες αυτές αντισταθμίστηκαν μέσω της ανακαιφαλοποίησης των τραπεζών από τον προσωρινό μηχανισμό στήριξης EFSF. Λόγω, όμως της ανακαιφαλοποίησης περιορίστηκε μερικώς η καθαρή ονομαστική μείωση του δημόσιου χρέους. Λαμβάνοντας υπόψη και τον παράγοντα αυτόν οδηγούμαστε στο συμπέρασμα ότι η διαδικασία εθελοντικής ανταλλαγής ομολόγων (PSI) είχε σαν αποτέλεσμα την καθαρή μείωση του ελληνικού δημοσίου χρέους κατά 68,27 δισεκατομμύρια ευρώ. Συγκεκριμένα τα αρχικά ομόλογα είχαν ονομαστική αξία 198,045 δισεκατομμύρια ενώ τα νέα, τα οποία αποτελούσαν και νέο χρέος, 92,072 δισεκατομμύρια. Αν στα τελευταία προσθέσουμε και τα 37,7 δισεκατομμύρια της ανακαιφαλοποίησης προκύπτει ότι η συνολική μείωση του χρέους είναι  $198,045 - (92,072 + 37,7) = 68,273$  δισεκατομμύρια ευρώ.

Το ανωτέρω ποσό αντιστοιχούσε, στις 31 Δεκεμβρίου του 2011, περίπου στο 19,2% του χρέους της Γενικής Κυβέρνησης, το οποίο ανερχόταν τότε σε 355,657 δισεκατομμύρια ευρώ. Το παραπάνω ποσοστό δίνει μια σχετικά ακριβή εκτίμηση της επίπτωσης του PSI στο μέγεθος του χρέους της Γενικής Κυβέρνησης. Η εκτίμηση της ακριβούς ποσοστιαίας μείωσης του χρέους λόγω του PSI, δεν είναι εφικτή με τη χρήση των δημοσιευμένων στοιχείων μιας και δεν γνωρίζουμε το ακριβές μέγεθος του χρέους της Γενικής Κυβέρνησης κατά τη στιγμή που έλαβε χώρα η ανταλλαγή των ομολόγων, δηλαδή τον Φεβρουάριο του 2012. Πέραν όμως της όποιας μείωσης του χρέους υπήρχε και μία πιο σημαντική επίδραση της διαδικασίας του PSI, η οποία αφορούσε στην σύνθεση του δημοσίου χρέους. Μέσω της διαδικασίας αυτής και με την παρέμβαση της ΕΕ και του ΔΝΤ το ελληνικό δημόσιο χρέος μετατράπηκε σε ένα κυρίως δανειακό χρέος από ομολογιακό που ήταν κατά το παρελθόν. Ταυτόχρονα μεταβλήθηκε και η ταυτότητα των κύριων δανειστών της χώρας, καθώς οι τελευταίοι δεν ήταν πλέον πιστωτικά ιδρύματα και επενδυτές από την Ελλάδα και το εξωτερικό, δηλαδή ο ιδιωτικός τομέας, αλλά τα κράτη- μέλη της ΖτΕ, το ΔΝΤ και ο EFSF, δηλαδή ο επονομαζόμενος επίσημος τομέας (Official Sector). Σημαντικό ρόλο παίζουν πλέον και η ΕΚΤ αλλά και οι τράπεζες του Ευρωσυστήματος (Κεντρικές Τράπεζες κρατών-

μελών της ΖτΕ), καθώς κατακρατούν μεγάλο αριθμό ομολόγων του ελληνικού Δημοσίου.

Μία ακόμα ευεργετική επίδραση της διαδικασίας του PSI ήταν ότι μείωσε σε μεγάλο βαθμό και το μέσο κόστος εξυπηρέτησης του χρέους της Γενικής Κυβέρνησης, λόγω της μείωσης του συνολικού χρέους, που είδαμε ανωτέρω, αλλά και λόγω της αναχρηματοδότησης του με ομόλογα χαμηλού επιτοκίου και με τον δανεισμό από το EFSF. Τέλος η μέση υπολειπόμενη φυσική διάρκεια του χρέους της Γενικής Κυβέρνησης φαίνεται να αυξήθηκε και αυτό γίνεται εμφανές από τον διπλασιασμό της μέσης υπολειπόμενης φυσικής διάρκειας του χρέους της Κεντρικής Διοίκησης, από τα 6,3 έτη στα 12,09 έτη.

Το PSI συνοδεύτηκε και από άλλες αποφάσεις, οι οποίες συνέβαλαν στη σημαντική μείωση του μέσου ετήσιου κόστους εξυπηρέτησης του ελληνικού δημοσίου χρέους. Η πρώτη σχετική απόφαση αφορούσε στη μείωση του επιτοκίου των διμερών δανείων που είχαν εκταμιευτεί προς την Ελλάδα στα πλαίσια του πρώτου προγράμματος στήριξης της ελληνικής οικονομίας μέσω του GLF. Τα δάνεια αυτά απέκτησαν πλέον επιτόκιο Euribor 3 μηνών με επιπλέον περιθώριο 150 μονάδων βάσης (Eurogroup, 2012α). Επίσης αποφασίστηκε τα νέα δάνεια που έλαβε η Ελλάδα μέσω του EFSF στα πλαίσια διενέργειας του PSI να έχουν επιτόκιο αντίστοιχο με το κόστος δανεισμού του ίδιου του EFSF. Κάτι αντίστοιχο, όμως, δεν επιτεύχθηκε και στην περίπτωση των δανείων από το ΔΝΤ, καθώς το σχετικά υψηλό επιτόκιο τους απορρέει άμεσα από τις ίδιες τις διατάξεις του καταστατικού του Ταμείου. Είναι λογικό ότι οι διατάξεις αυτές δεν μπορούσαν να παρακαμφθούν μόνο για μία συγκεκριμένη χώρα, όπως η Ελλάδα.

### **IV.3.3. Η επαναγορά ομολόγων (Debt buy back)**

Παρά τις θετικές επιδράσεις της υλοποίησης της ανταλλαγής ομολόγων στα πλαίσια του PSI, γρήγορα έγινε αντιληπτό ότι το ελληνικό δημόσιο χρέος συνέχιζε να μην είναι βιώσιμο. Σύμφωνα με εκτιμήσεις οικονομολόγων, το ελληνικό δημόσιο χρέος δεν θα μπορούσε να φτάσει στον αρχικό στόχο που είχε τεθεί με το PSI, δηλαδή στο 120% του ΑΕΠ, το 2020. Αντίθετα οι εκτιμήσεις έκαναν λόγο για άνοδο του χρέους στα επίπεδα του 146% του ΑΕΠ κατά το έτος αυτό, εκτός και αν υπήρχε κάποιου είδους παρέμβαση και από τον επίσημο τομέα (Darvas, 2012). Από την ίδια μελέτη προκύπτει και ότι η παρατηρούμενη απόκλιση από τον αρχικό στόχο ήταν το αποτέλεσμα κυρίως του αυτοτροφοδοτούμενου δίπολου οικονομικής ύφεσης και λόγου χρέους/ΑΕΠ. Με απλά

λόγια η ύφεση μείωνε και το ΑΕΠ, συνεπώς το ποσοστό του χρέους προς αυτό όχι απλά δεν μειωνόταν αλλά αύξανε.

Για τις κυβερνήσεις των κρατών- μελών της ΖτΕ, μία νέα ουσιαστική αναδιάρθρωση του ελληνικού χρέους δεν ήταν πολιτικά επιθυμητή, ειδικά από τη στιγμή που θα συμπεριελάμβανε περαιτέρω μείωση της ονομαστικής αξίας του χρέους. Από την πλευρά του, όμως, το ΔΝΤ φαίνεται να ζητούσε νέα ελάφρυνση του δημοσίου χρέους της Ελλάδας (Zettelmeyer, Trebesch, & Gulati, 2013). Άλλωστε το ταμείο είχε σιγήσει, σε ότι αφορούσε στις προοπτικές και την πορεία εφαρμογής του προγράμματος οικονομικής προσαρμογής, για αρκετά μεγάλο χρονικό διάστημα. Συγκεκριμένα η τελευταία έκθεση (review) που είχε εκδώσει το Ταμείο αναγόταν στον Μάρτιο του 2012 και στο πλαίσιο της αξιολόγησης της αίτησης της Ελλάδας για τη συμμετοχή του στο δεύτερο πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής, το οποίο ακολούθησε το PSI. Η επόμενη έκθεση, σχετική με το πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής της Ελλάδας εκδόθηκε από το ΔΝΤ τον Ιανουάριο του 2013. Το κενό αυτό ερμηνεύεται ως ένδειξη για τη διαφορετική άποψη του ΔΝΤ αναφορικά με το τι έπρεπε να συμβεί στο μέλλον.

Τελικά, πάντως, και το Eurogroup, στην συνεδρίαση του στις 27 Νοεμβρίου του 2012, προχώρησε στη δημόσια παραδοχή σχετικά με την επιδείνωση των προοπτικών βιωσιμότητας του ελληνικού δημοσίου χρέους, συγκριτικά με τον Μάρτιο του ιδίου έτους (Eurogroup, 2012β). Ως αιτίες της κατάστασης αυτής προέβαλαν την δυσμενή πορεία των μακροοικονομικών μεγεθών της Ελλάδας καθώς και τις καθυστερήσεις στην εφαρμογή του δεύτερου προγράμματος οικονομικής προσαρμογής. Επιπροσθέτως, πέραν της ανωτέρω παραδοχής, το Eurogroup ανακοίνωσε ότι είχε πληροφορηθεί σχετικά με την πρόθεση της ελληνικής κυβέρνησης να επανεξετάσει συγκεκριμένα μέτρα για επιπλέον μείωση του δημοσίου χρέους. Τα μέτρα αυτά σχετίζονταν με τη δημόσια προσφορά επαναγοράς ενός μέρους των κρατικών ομολόγων, τα οποία είχαν εκδοθεί μόλις πριν από λίγους μήνες στο πλαίσιο της υλοποίησης του PSI.

Η τιμή της επαναγοράς δεν αναμενόταν να υπερβεί την τιμή κλεισίματος της 23<sup>ης</sup> Νοεμβρίου του 2012 των κρατικών αυτών ομολόγων, στην δευτερογενή αγορά, δηλαδή τα 28 σεντς για κάθε ευρώ (Zettelmeyer, Trebesch, & Gulati, 2013). Το ελληνικό Υπουργείο Οικονομικών, στις 3 Δεκεμβρίου του 2012, προχώρησε στην έκδοση ανακοίνωσης με την οποία καλούσε τους επιλέξιμους ομολογιούχους να δηλώσουν συμμετοχή στο πρόγραμμα επαναγοράς των ελληνικών κρατικών ομολόγων (Ministry



of Finance, 2012β). Οι ομολογιούχοι που θα συμμετείχαν στο πρόγραμμα θα αποπληρώνονταν με τίτλους εξάμηνης διάρκειας, οι οποίοι θα εκδίδονταν από τον EFSF και των οποίων η συνολική ονομαστική αξία θα ανερχόταν μέχρι του επιπέδου των 10 δισεκατομμυρίων ευρώ. Στην πραγματικότητα όμως το συνολικό ποσό που διέθεσε ο EFSF για την χρηματοδότηση του προγράμματος έφτασε τα 11,3 δισεκατομμύρια ευρώ. Η υπέρβαση του αρχικώς προβλεπόμενου ποσού έγινε κατόπιν σχετικής πολιτικής απόφασης στα πλαίσια της ΕΕ. Η ελληνική κυβέρνηση σύναψε με τον EFSF δάνειο για το ποσό αυτό και για την προμήθεια των τίτλων αυτών, το οποίο λήγει από τις 17 Ιουνίου του 2023 έως τις 17 Ιουνίου του 2042.

Τελικά, όμως, η πραγματική μείωση του δημοσίου χρέους ήταν μικρότερη σε σχέση με τις προσδοκίες που είχαν εκφραστεί στην ανακοίνωση του Eurogroup. Τα ομόλογα που υπάχθηκαν στην επαναγορά είχαν συνολική ονομαστική αξία 31,9 δισεκατομμύρια ευρώ και το ύψος του χρέους μειώθηκε κατά 20,6 δισεκατομμύρια ευρώ. Στις 12 Δεκεμβρίου του 2012 το ελληνικό Υπουργείο Οικονομικών εξέδωσε ανακοίνωση σχετικά με την ολοκλήρωση της διαδικασίας επαναγοράς του χρέους, σύμφωνα με την οποία η μέση σταθμική τιμή της επαναγοράς ανήλθε στο 33,8% της ονομαστικής αξίας των επιλέξιμων τίτλων. Οι τίτλοι αυτοί ήταν τα 20 ομόλογα που είχαν λάβει οι ομολογιούχοι που συμμετείχαν στο PSI, γι' αυτό και γίνεται λόγος για μέση σταθμική τιμή επαναγοράς. Η τιμή της επαναγοράς ήταν κατά 21% ψηλότερη από την τιμή κλεισίματος στην δευτερογενή αγορά, της 23<sup>ης</sup> Νοεμβρίου του 2012, παρά τις σχετικές προβλέψεις.

Σε αυτό το σημείο πρέπει να τονίσουμε ότι δεν υπάρχει κάποια αξιόπιστη πηγή, μέσω της οποίας να μπορεί να διαπιστωθεί το πιθανό μέγεθος των απωλειών για τις τράπεζες από τη διαδικασία αυτή. Αν πάντως οι απώλειες αυτές δημιουργήσουν την ανάγκη για νέα ανακεφαλαιοποίηση θα μπορέσει να γίνει η σχετική αποτίμηση όταν θα συντελεστεί αυτή.

Το γεγονός ότι η μείωση του χρέους μέσω της διαδικασίας debt buy back ήταν μικρότερη από την αναμενόμενη οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στον εθελοντικό χαρακτήρα της. Δεν θα μπορούσε, άλλωστε, να γίνει διαφορετικά, καθώς, όπως αναφέρθηκε τα ομόλογα του PSI υπάγονταν στο αγγλικό Δίκαιο. Πέραν αυτού, δεν τέθηκε κάποιο ανώτατο όριο στην τιμή της επαναγοράς, όπως για παράδειγμα η τιμή

κλεισίματος της 23<sup>ης</sup> Νοεμβρίου του 2012, με αποτέλεσμα να περιοριστεί η συνολική ωφέλεια για το ελληνικό Δημόσιο (Zettelmeyer, Trebesch, & Gulati, 2013).

Ο προσδιορισμός ανώτατης τιμής θα εμπόδιζε την λειτουργία των μηχανισμών της αγοράς που προκαλούν τις ανοδικές πιέσεις στην τιμή των κρατικών ομολόγων, σε κάθε περίπτωση όπου γίνεται απόπειρα μείωσης του χρέους μέσω μίας αντίστοιχης διαδικασίας επαναγοράς ομολόγων. Σε περίπτωση που ανακοινωθεί μία προσφορά επαναγοράς κρατικών ομολόγων, οι δανειστές προεξοφλούν ότι η δανειολήπτρια χώρα θα μπορεί να εξυπηρετεί το μελλοντικά μικρότερο (λόγω της επαναγοράς) χρέος της πιο εύκολα. Αντίστοιχες εκτιμήσεις γίνονται και σε άλλες προσπάθειες μείωσης του χρέους, όπως η συναινετική ή μη διαγραφή μέρους του (Begg, 2006). Από την άλλη, όμως, θα παρατηρηθεί αύξηση της αγοραίας τιμής των κρατικών τίτλων στη δευτερογενή αγορά. Η αύξηση αυτή οφείλεται κατά μεγάλο βαθμό στον νόμο της ζήτησης, καθώς η τελευταία θα μεγεθυνθεί λόγω της βούλησης της οφειλέτριας χώρας να επαναγοράσει ομόλογα που είχε εκδώσει.

Σε κάθε περίπτωση θα πρέπει να ληφθεί υπόψη και το ενδεχόμενο, μία πιθανή επιβολή πλαφόν στην τιμή της επαναγοράς, εκ μέρους της κυβέρνησης της οφειλέτριας χώρας, να καταδίκασε σε αποτυχία το εγχείρημα του debt buy back, καθώς θα αποθαρρύνονταν ως προς τη συμμετοχή τους οι ομολογιούχοι. Σε ότι αφορά όμως το ελληνικό πρόγραμμα επαναγοράς ομολόγων, οι φόβοι αυτοί ήταν υπερβολικοί, καθώς η βιωσιμότητα του ελληνικού δημοσίου χρέους αμφισβητούνταν έντονα και οι κάτοχοι των τίτλων ήταν πιθανότερο να σπεύσουν να συμμετάσχουν στην διαδικασία, θέλοντας να αποφύγουν μεγαλύτερες απώλειες.

Πάντως, σύμφωνα με εκτιμήσεις μελετών που είχαν δημοσιευτεί την περίοδο εκείνη και πριν τις αποφάσεις του Eurogroup, η χρήση τέτοιων μέτρων μάλλον ήταν ανεπαρκής για την αντιμετώπιση των προβλημάτων που σχετίζονταν με το ελληνικό δημόσιο χρέος. Σε άρθρο του ο Darvas ανέφερε ότι ακόμα και μία παρέμβαση αναδιάρθρωσης μεγαλύτερου μεγέθους, σε σχέση με αυτήν που αποφάσισε τελικά το Eurogroup δεν θα ήταν αρκετή για να επανέλθει το δημόσιο χρέος της Ελλάδας σε βιώσιμη κατάσταση. Αντίθετα πρότεινε μία σειρά μέτρων όπως τη μείωση των επιτοκίων των δανείων από το GLF κατά 50 μονάδες βάσης με προσδοκώμενη μείωση του λόγου χρέους/ΑΕΠ κατά 2% το έτος 2020, την επαναγορά όλων των ομολόγων, συνολικής αξίας 72,3 δισεκατομμυρίων ευρώ που διακρατούνταν από ιδιώτες ομολογιούχους, με

αναμενόμενη μείωση της ονομαστικής αξίας του χρέους κατά 23,4 δισεκατομμύρια ευρώ, αντί για 20,6 δισεκατομμύρια ευρώ που έγινε με την μερική επαναγορά που αποφάσισε το Eurogroup και με προσδοκώμενη μείωση του λόγου χρέους/ΑΕΠ κατά 12% το έτος 2020 και τέλος την ανταλλαγή των ομολόγων που διακρατούνταν από την ΕΚΤ και τις εθνικές Κεντρικές Τράπεζες στην αγοραία αξία που αυτά αποκτήθηκαν, με προσδοκώμενη μείωση του λόγου χρέους/ΑΕΠ κατά 5% το έτος 2020 (Darvas, 2012). Ακόμα και αν λαμβάνονταν αυτά τα μέτρα το χρέος θα ήταν και πάλι πολύ υψηλό το 2020, καθώς θα ανερχόταν στο 127% του ΑΕΠ.

Πέραν, όμως, της περιορισμένης αποτελεσματικότητας της διαδικασίας debt buy back υπήρχαν και θετικές εξελίξεις. Κατ' αρχάς το μέσο ετήσιο κόστος εξυπηρέτησης του δημοσίου χρέους μειώθηκε κατά περίπου 160 εκατομμύρια ευρώ, καθώς τα ομόλογα του PSI είχαν επιτόκιο 2% μέχρι και τον Φεβρουάριο του 2015, ενώ τα δάνεια του EFSF, μέσω των οποίων χρηματοδοτήθηκε η επαναγορά, έχουν επιτόκιο της τάξης του 1,5%. Επίσης στην ανωτέρω μείωση υπολογίζεται και η ονομαστική αξία των τίτλων που συμπεριλήφθηκαν στην διαδικασία επαναγοράς. Επίσης θετική επίδραση παρατηρήθηκε και σε ότι αφορά στην μεταβολή της μέσης υπολειπόμενης φυσικής διάρκειας του χρέους. Για άλλη μία φορά μπορούμε να οδηγηθούμε στο συμπέρασμα της επιμήκυνσης της μέσης υπολειπόμενης διάρκειας του δημοσίου χρέους, από τη στιγμή που με την ολοκλήρωση της διαδικασίας debt buy back η μέση υπολειπόμενη φυσική διάρκεια του χρέους της Κεντρικής Διοίκησης ανέβηκε από τα 12,09 έτη που ήταν στις 30 Ιουνίου του 2012 στα 15,29 έτη (υπολογισμός στις 31 Δεκεμβρίου του 2012).

Στην ίδια συνεδρίαση του Eurogroup, κατά την οποία αποφασίστηκε το debt buy back, λήφθηκαν και αποφάσεις για άλλες παρεμβάσεις, οι οποίες θα επιδρούσαν τόσο στην μέση υπολειπόμενη διάρκεια όσο και στο μέσο ετήσιο κόστος εξυπηρέτησης του ελληνικού δημοσίου χρέους. Η πρώτη σχετική απόφαση αφορούσε στην επιμήκυνση της διάρκειας των δανείων μέσω του GLF (πρώτο πρόγραμμα οικονομικής ενίσχυσης) και μέσω του EFSF (δεύτερο πρόγραμμα οικονομικής ενίσχυσης) κατά 15 έτη, καθώς επίσης και στην μετάθεση της υποχρέωσης καταβολής των τόκων από τα δάνεια του EFSF κατά 10 έτη. Αυτή η παρέμβαση, με βάση τα δεδομένα της τότε περιόδου (31 Δεκεμβρίου 2012) ισοδυναμούσε με αναβολή πληρωμής τόκων που ανέρχονταν περίπου στο ποσό των δύο δισεκατομμυρίων ευρώ, σε ετήσια βάση. Το γεγονός αυτό

συμβάλει καθοριστικά στην ομαλή εφαρμογή της δημοσιονομικής προσαρμογής στο μεσοπρόθεσμο μέλλον.

Η επόμενη απόφαση αφορούσε στην μείωση των επιτοκίων των δόσεων των δανείων που είχαν χορηγηθεί μέσω του GLF στο πρώτο πρόγραμμα οικονομικής ενίσχυσης, κατά 100 μονάδες βάσης. Από την μείωση αυτή εξαιρούνται οι χώρες- πιστωτές, οι οποίες λαμβάνουν χρηματοδοτική στήριξη από το EFSF ή από τον ESM και για όσο καιρό διαρκεί η στήριξη αυτή. Η εξοικονόμηση δαπανών για τόκους από την παρέμβαση αυτή μπορεί να φτάνει τα 529 εκατομμύρια ευρώ ετησίως. Πέραν αυτού αποφασίστηκε ότι τα κέρδη των εθνικών κεντρικών τραπεζών των κρατών- μελών της ΖτΕ, τα οποία προέρχονται από την διακράτηση ελληνικών ομολόγων, δηλαδή τα λεγόμενα έσοδα ANFA, θα μεταφέρονταν στον δεσμευμένο, για την εξυπηρέτηση του δημοσίου χρέους, λογαριασμό της Ελλάδας. Στην ουσία με αυτόν τον τρόπο επιστρέφονταν τα κέρδη επί των αποδόσεων των ομολόγων αυτών. Και από αυτή την πρόβλεψη εξαιρέθηκαν οι κεντρικές τράπεζες των κρατών- μελών που λαμβάνουν χρηματοδοτική στήριξη από τον EFSF ή τον ESM, για όσο διάστημα διαρκεί αυτή η στήριξη. Τέλος, αποφασίστηκε και η μείωση του κόστους εγγυήσεων (guarantee fee cost) που καταβάλλει η Ελλάδα για τα δάνεια που έχει λάβει από τον EFSF, κατά 10 μονάδες βάσης. Ως εκ τούτου οι πληρωμές προς τον EFSF θα ήταν μειωμένες κατά 110 εκατομμύρια ευρώ το 2013, κατά 135 εκατομμύρια ευρώ το 2014 και κατά 150 εκατομμύρια ευρώ από το 2015 και μετά.

#### **IV.4. Σύνθεση χρέους Γενικής Κυβέρνησης στην αρχή της κρίσης και μετά τα προγράμματα οικονομικής στήριξης**

Μελετώντας τον Κρατικό Προϋπολογισμό του 2011 και του 2014, μπορούμε να αποκτήσουμε μία σαφή εικόνα σχετικά με τη σύνθεση του χρέους της Γενικής Κυβέρνησης, πριν και μετά την εφαρμογή των δύο προγραμμάτων οικονομικής ενίσχυσης της Ελλάδας. Στον ακόλουθο πίνακα αποτυπώνουμε τα σχετικά ποσά ανά είδος χρεογράφου. Η αποτύπωση της κατάστασης μετά την εφαρμογή των προγραμμάτων γίνεται για το χρονικό σημείο της 31<sup>ης</sup> Δεκεμβρίου του 2013, καθώς αυτά τα στοιχεία περιλαμβάνονται στον προϋπολογισμό του 2014 και δεν έχει δημοσιευτεί ακόμα ο προϋπολογισμός για το 2015.

**Πίνακας 4: Ύψος και σύνθεση Χρέους Γενικής Κυβέρνησης**

| <u>Χρέος Γενικής Κυβέρνησης 31/12/2009</u>         |                  | <u>Χρέος Γενικής Κυβέρνησης 31/12/2013</u>                           |                  |
|--|------------------|--|------------------|
| ΑΕΠ  | 231,60 €         | ΑΕΠ  | 176,80 €         |
| Είδος Χρεογράφου                                   | Ποσό σε δις ευρώ | Είδος Χρεογράφου   | Ποσό σε δις ευρώ |
| Ομόλογα  | 272,00 €         | Ομόλογα μετά το PSI που δεν επαναγοράστηκαν                          | 29,50 €          |
|  |                  | Ομόλογα που δεν μπήκαν στο PSI                                       | 3,00 €           |
|  |                  | Ομόλογα που διακρατούνται από τις εθνικές Κεντρικές Τράπεζες         | 9,30 €           |
|  |                  | Ομόλογα που διακρατούνται από την ΕΚΤ                                | 27,90 €          |
|  |                  | Ομόλογα για την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών και την ΑΜΚ του ΕΤΕΑΝ | 6,50 €           |
| Έντοκα Γραμμάτια                                   | 10,90 €          | Έντοκα Γραμμάτια   | 15,00 €          |
|  |                  | Δάνεια από ΔΝΤ   | 28,30 €          |
|  |                  | Δάνεια από GLF   | 52,90 €          |
|  |                  | Δάνεια από EFSF  | 133,50 €         |
| Δάνεια Τράπεζας της Ελλάδος                        | 6,70 €           | Δάνεια Τράπεζας της Ελλάδος  | 4,70 €           |
| Ειδικά και Διακρατικά Δάνεια                       | 6,20 €           | Δάνεια από ΕΤΕπ  | 6,70 €           |
| Λοιπά Δάνεια Εξωτερικού                            | 2,70 €           | Λοιπά Δάνεια Εξωτερικού  | 6,00 €           |
| <b>Χρέος Κεντρικής Διοίκησης</b>                   | <b>298,50 €</b>  | <b>Χρέος Κεντρικής Διοίκησης</b>                                     | <b>323,30 €</b>  |
| Ως ποσοστό του ΑΕΠ                                 | 128,90%          | Ως ποσοστό του ΑΕΠ   | 178,20%          |
| Χρέος ΝΠΔΔ, κέρματα μείων επενδύσεις σε τίτλους ΕΔ | 24,70 €          | Χρέος ΝΠΔΔ, κέρματα μείων επενδύσεις σε τίτλους ΕΔ                   | 3,60 €           |
| <b>Χρέος Κεντρικής Κυβέρνησης κατά ESA-95</b>      | <b>323,20 €</b>  | <b>Χρέος Κεντρικής Κυβέρνησης κατά ESA-95</b>                        | <b>326,90 €</b>  |
| Χρέος ΟΤΑ και ΟΚΑ μείων ενδοκυβερνητικές οφειλές   | -23,70 €         | Χρέος ΟΤΑ και ΟΚΑ μείων ενδοκυβερνητικές οφειλές                     | -8,50 €          |
| <b>Χρέος Γενικής Κυβέρνησης</b>                    | <b>299,50 €</b>  | <b>Χρέος Γενικής Κυβέρνησης</b>                                      | <b>318,40 €</b>  |
| Ως ποσοστό του ΑΕΠ                                 | 129,30%          | Ως ποσοστό του ΑΕΠ   | 174,90%          |

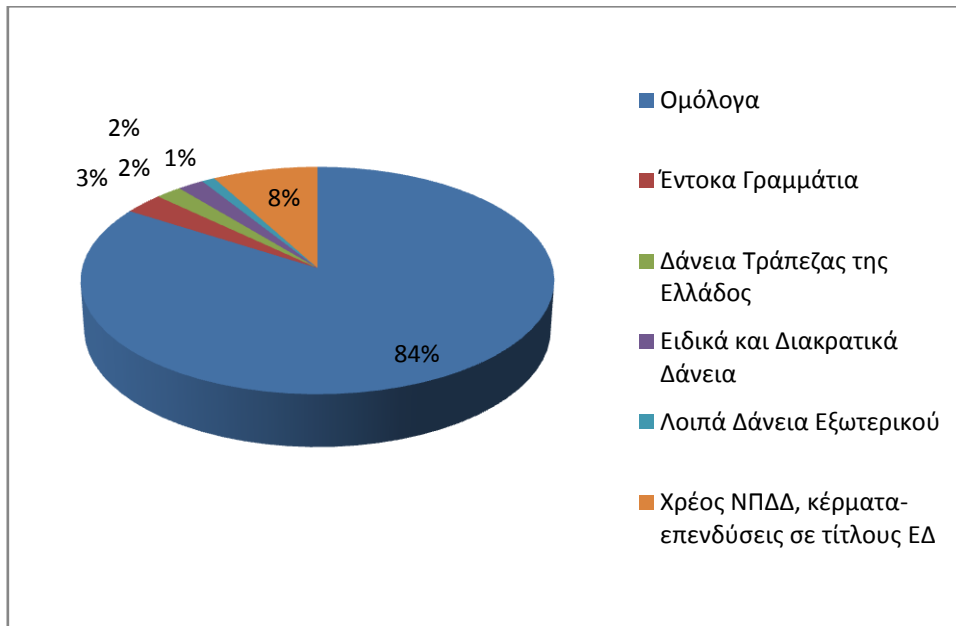
Πηγή: Κρατικός Προϋπολογισμός 2011, Κρατικός Προϋπολογισμός 2014

Με μία πρώτη θεώρηση των δεδομένων του ανωτέρω πίνακα διαπιστώνουμε ότι το χρέος της Γενικής Κυβέρνησης, μετά την εφαρμογή των δύο προγραμμάτων οικονομικής στήριξης της Ελλάδας, αυξήθηκε τόσο σε απόλυτους αριθμούς όσο και εκφρασμένο ως ποσοστό του ΑΕΠ. Συγκεκριμένα, στις 31 Δεκεμβρίου του 2009, το χρέος της Γενικής Κυβέρνησης ανερχόταν σε 299,5 δισεκατομμύρια ευρώ, ενώ στις 31 Δεκεμβρίου του 2013 και μετά την εφαρμογή των δύο προγραμμάτων είχε φτάσει στα 318,4 δισεκατομμύρια ευρώ. Αν συγκρίνουμε τα ποσά αυτά με το αντίστοιχο ΑΕΠ κατά τα ανωτέρω χρονικά σημεία θα διαπιστώσουμε μια ακόμα μεγαλύτερη επιδείνωση. Το 2009 το χρέος της Γενικής Κυβέρνησης ανερχόταν σε ποσοστό 129,3% του ελληνικού ΑΕΠ, ενώ το 2013 και μετά την εφαρμογή των δύο προγραμμάτων το ποσοστό αυτό είχε ανέλθει στο ύψος του 174,9%.

Το συμπέρασμα στο οποίο θα μπορούσαμε να οδηγηθούμε, αν εξετάζαμε μόνο αυτές τις παραμέτρους, θα ήταν ότι τόσο η εφαρμογή των προγραμμάτων δημοσιονομικής προσαρμογής όσο και οι υπόλοιπες αναδιαρθρωτικές παρεμβάσεις που έλαβαν χώρα, δηλαδή το πρόγραμμα ανταλλαγής ομολόγων (PSI) καθώς και η μετέπειτα επαναγορά των ομολόγων (debt buy back), δεν κατόρθωσαν να συμβάλουν στην επίτευξη του βασικού στόχου της μείωσης του ελληνικού χρέους και της επαναφοράς του σε βιώσιμα επίπεδα. Στην πραγματικότητα, όμως, τα αποτελέσματα των ενεργειών αυτών δεν έχουν μόνο αυτήν την φαινομενικά αρνητική όψη. Θα πρέπει να λάβουμε, συνεπώς, υπόψη ότι μέσω των προγραμμάτων δημοσιονομικής προσαρμογής αλλά και των αναδιαρθρωτικών παρεμβάσεων επήλθε μια ριζική αλλαγή στη σύνθεση του ελληνικού δημόσιου χρέους.

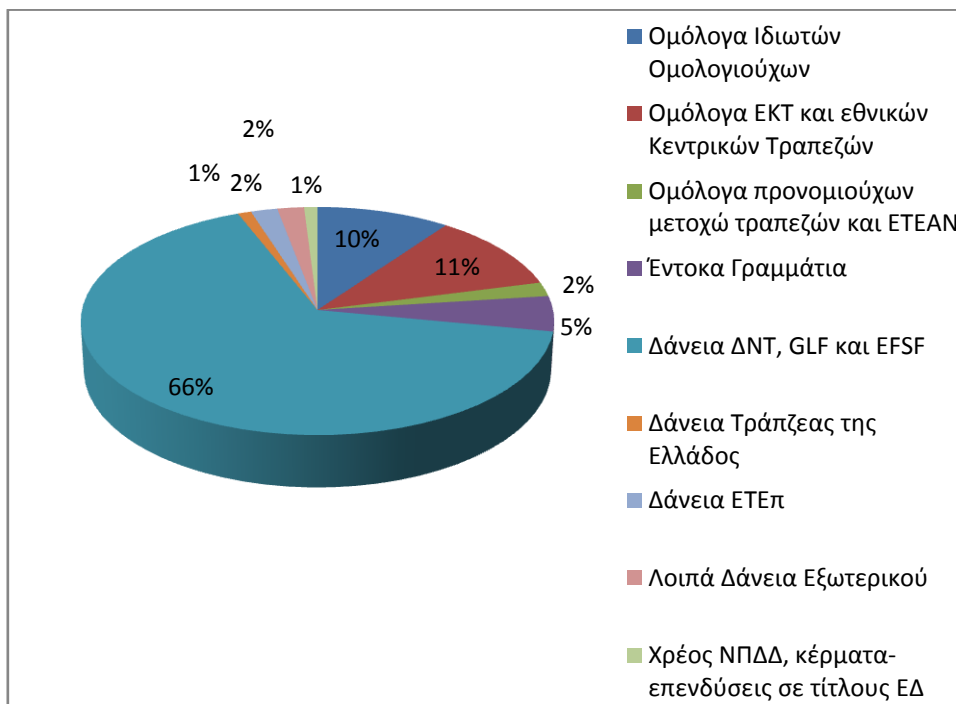
Η αλλαγή αυτή, η οποία αποτυπώνεται στα κατωτέρω διαγράμματα, οδήγησε στην μεταβολή δύο πολύ σημαντικών παραγόντων που σχετίζονται με το ζήτημα της βιωσιμότητας του χρέους. Πρώτον, αυξήθηκε η μέση υπολειπόμενη φυσική διάρκεια του χρέους της Γενικής Κυβέρνησης, όπως είδαμε και στο προηγούμενο κεφάλαιο και ως εκ τούτου οι ανάγκες αναχρηματοδότησης του επεκτάθηκαν και κατανεμήθηκαν με πιο ομαλό τρόπο στο μέλλον. Ο δεύτερος και ίσως σημαντικότερος παράγοντας είναι το γεγονός ότι επίσημος τομέας (official sector) αποτελούσε πλέον τον μεγαλύτερο δανειστή του ελληνικού Δημοσίου. Συγκεκριμένα, περίπου 66% του ελληνικού δημοσίου χρέους αφορά σε πιστώσεις από τον επίσημο τομέα. Αυτή η μετατροπή συμβάλει στην ουσιαστική μείωση του μέσου ετήσιου κόστους εξυπηρέτησης του χρέους της Γενικής Κυβέρνησης σε σχέση με το μέγεθός του.

**Διάγραμμα 5: Σύνθεση χρέους Κεντρικής Κυβέρνησης κατά ESA-95 την 31/12/2009**



**Πηγή: Κρατικός Προϋπολογισμός 2011**

**Διάγραμμα 6: Σύνθεση χρέους Κεντρικής Κυβέρνησης κατά ESA-95 την 31/12/2013**



**Πηγή: Κρατικός Προϋπολογισμός 2014**

#### **IV.5. Μεσοσταθμικό κόστος εξυπηρέτησης πριν την κρίση και αποτύπωση της σημερινής κατάστασης**

Η επιμήκυνση της μέσης υπολειπόμενης φυσικής διάρκειας του χρέους παρουσιάστηκε ανωτέρω, στις περιπτώσεις που αποφασίστηκε και για τους τίτλους που αφορούσε. Για τον υπολογισμό της δεν χρειάζεται κάποια ιδιαίτερη διαδικασία, καθώς διατυπώνεται σαφώς στις σχετικές συμφωνίες. Δεν μπορούμε, όμως, να πούμε το ίδιο και για το μεσοσταθμικό ετήσιο κόστος εξυπηρέτησης του δημοσίου χρέους. Για το λόγο αυτό θα προχωρήσουμε σε μία κατά προσέγγιση σύγκριση του μεσοσταθμικού ετήσιου κόστους εξυπηρέτησης του ελληνικού χρέους, λαμβάνοντας ως σημεία σύγκρισης την έναρξη της κρίσης, δηλαδή την 31 Δεκεμβρίου του 2009 και την περίοδο μετά την εφαρμογή προγραμμάτων, για την οποία έχουμε επαρκή στοιχεία, με σημείο αναφοράς την 31 Δεκεμβρίου του 2013.

Όπως είδαμε και στην προηγούμενη ενότητα, το χρέος της Γενικής Κυβέρνησης, στις 31 Δεκεμβρίου 2009, ανερχόταν στα 299,50 δισεκατομμύρια ευρώ. Για τον υπολογισμό του μέσου κόστους εξυπηρέτησης του χρέους αυτού θα χρησιμοποιήσουμε ως proxy τις δαπάνες της Γενικής Κυβέρνησης για τόκους, οι οποίοι κατέστησαν δεδουλευμένοι το 2010. Μιλάμε για proxy καθώς από τις 31 Δεκεμβρίου του 200+ μέχρι και τις 31 Δεκεμβρίου του 2010 η ονομαστική αξία των βραχυπρόθεσμων τίτλων αυξήθηκε αρκετά, δηλαδή από 9,44 δισεκατομμύρια ευρώ σε 15,06 δισεκατομμύρια ευρώ (Υπουργείο Οικονομικών, 2011γ). Ο νέος δανεισμός που έγινε μέσα στο 2010 δεν περιελάμβανε πρόσθετες δαπάνες τόκων εκτός από αυτές των εντόκων γραμματίων, οι οποίες όμως δεν αλλάζουν τη γενικότερη εικόνα. Συνεπώς για τον υπολογισμό του μέσου κόστους εξυπηρέτησης (*implicit interest rate*) θα χρησιμοποιήσουμε τον ακόλουθο τύπο:

$$\text{Μέσο κόστος εξυπηρέτησης (implicit interest rate)} = \frac{\text{Δεδοθλευμένοι τόκοι } t}{\text{Χρέος Γενικής Κυβέρνησης } t - 1}$$

Σύμφωνα με τα στοιχεία που δίνει η Ελληνική Στατιστική Αρχή, για το έτος 2010, οι δαπάνες για τους τόκους του χρέους της Γενικής Κυβέρνησης, ενοποιημένους κατά το ESA-95, ανέρχονταν στα 13,21 δισεκατομμύρια ευρώ (Ελληνική Στατιστική Αρχή, 2011). Το ποσό αυτό αντιστοιχεί σε ένα μέσο κόστος εξυπηρέτησης της τάξης του 4,41%. Αν αναλογιστούμε ότι το ΑΕΠ το 2010 ανερχόταν σε 227,32 δισεκατομμύρια ευρώ (Υπουργείο Οικονομικών, 2011γ) οι δαπάνη αυτή αντιπροσώπευε το 5,81% του



ΑΕΠ, την χρονιά εκείνη. Από την ανάλυση που ακολουθεί προκύπτει ότι το μέσο κόστος εξυπηρέτησης του δημοσίου χρέους είναι σήμερα αρκετά χαμηλότερο σε σχέση με το ανωτέρω ποσό, εξαιτίας των αναδιαρθρωτικών παρεμβάσεων που αναφέρθηκαν ανωτέρω.

Σύμφωνα, λοιπόν με τον Προϋπολογισμό για το έτος 2014 το σύνολο των τόκων σε δεδουλευμένη βάση ανέρχεται στα 9,67 δισεκατομμύρια ευρώ. Το άθροισμα των τόκων σε ταμειακή βάση, δηλαδή το σύνολο των δεδουλευμένων τόκων χωρίς αυτούς που αφορούν στα δάνεια του EFSF, ήταν 7,61 δισεκατομμύρια ευρώ. Αν λάβουμε υπόψη ότι το ύψος του συνολικού χρέους της γενικής κυβέρνησης, σύμφωνα και με τον πίνακα 5, την συγκεκριμένη περίοδο ανερχόταν σε 318,40 δισεκατομμύρια ευρώ μπορούμε να υπολογίσουμε τα αντίστοιχα ποσοστά. Έτσι προκύπτει ότι οι τόκοι σε δεδουλευμένη βάση ανέρχονταν στο ποσοστό του 3,04% του συνολικού χρέους ενώ οι τόκοι σε ταμειακή βάση στο 2,39%. Επιπροσθέτως, σύμφωνα με την εισηγητική έκθεση του κρατικού προϋπολογισμού για το 2014, το ΑΕΠ στις αρχές του 2014 θα ανερχόταν στα 183 δισεκατομμύρια ευρώ. Συνεπώς οι τόκοι υπολογισμένοι ως ποσοστό επί του ΑΕΠ, ανέρχονταν σε δεδουλευμένη βάση στο 5,28% ενώ σε ταμειακή βάση στο 4,16%.

Από τη σύγκριση των ανωτέρω ποσοστών προκύπτει ότι το μέσο κόστος εξυπηρέτησης του χρέους της Γενικής Κυβέρνησης είναι σε μεγάλο βαθμό μειωμένο σε σχέση με την κατάσταση προ της έναρξης της δημοσιονομικής κρίσης. Το μειωμένο κόστος εξυπηρέτησης του χρέους δημιουργεί διπλό κέρδος για το κράτος. Αρχικά μεταφράζεται σε λιγότερο δημοσιονομικό κόστος, αλλά ταυτόχρονα βελτιώνει και τις προοπτικές βιωσιμότητας του χρέους.

Η βιωσιμότητα του χρέους, σε μία οικονομία με μηδενικό πρωτογενές δημοσιονομικό αποτέλεσμα και χωρίς stock flow adjustments, όπως έσοδα από ιδιωτικοποιήσεις ή ανάγκες χρηματοδότησης για την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών, η συνθήκη βιωσιμότητας του δημοσίου χρέους δίνεται μέσα από τον ακόλουθο τύπο:  $r_{t+1} - g_{t+1} < 0$ , όπου το  $r$  είναι το ονομαστικό μέσο κόστος εξυπηρέτησης του χρέους κατά την χρονική περίοδο  $t+1$  και το  $g$  είναι ο ονομαστικός ρυθμός ανάπτυξης κατά την ίδια περίοδο (ECB, 2012). Συνεπώς όσο μικρότερο είναι το μέσο κόστος εξυπηρέτησης του χρέους τόσο πιο κοντά σε κατάσταση βιωσιμότητας βρίσκεται αυτό.

Σύμφωνα με τις μακροοικονομικές εκτιμήσεις για το ελληνικό δημόσιο χρέος, το μέσο κόστος εξυπηρέτησής του θα μπορέσει να διαμορφωθεί σε χαμηλότερα επίπεδα από

τους ονομαστικούς ρυθμούς ανάπτυξης της χώρας, κατά το προσεχές μέλλον. Είναι δύσκολο, όμως, να διατυπώσουμε με βεβαιότητα την οποιαδήποτε πρόβλεψη αναφορικά με την πορεία του χρέους και κυρίως για τη βιωσιμότητά του σε ένα διαρκώς μεταβαλλόμενο διεθνές περιβάλλον. Ως εκ τούτου καλούμαστε να βασιστούμε σε σενάρια βιωσιμότητας του χρέους, ώστε να βασίζουμε τις σχετικές αποφάσεις.

## **V. Θέματα βιωσιμότητας του ελληνικού χρέους**

### **V.1. Ορισμός της έννοιας της βιωσιμότητας του χρέους**

Το ζήτημα της βιωσιμότητας του χρέους έχει απασχολήσει επανειλημμένως τα όργανα της ΕΕ και κυρίως την Επιτροπή και το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, υπό την μορφή της εξέτασης της μακροπρόθεσμης διατηρησιμότητας των δημοσίων οικονομικών (Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, 2010α & 2010β). Η Επιτροπή πάντως έχει επισημάνει ότι δεν υπάρχει σαφής ορισμός αναφορικά με την έννοια της βιωσιμότητας του χρέους καθώς και ότι δεν υφίσταται δεδομένο ανώτατο όριο για τα διατηρήσιμα επίπεδα του χρέους. Τα όρια αυτά διαφέρουν ανάλογα με το υπό εξέταση κράτος και το χρονικό σημείο αναφοράς. Σε αυτό το πλαίσιο αναφοράς δίδεται από την Επιτροπή ένα ευρύτερο κριτήριο για τη βιωσιμότητα του χρέους, το οποίο σχετίζεται με την μη εξάντληση της ικανότητας του κράτους να παρέχει τις αναγκαίες δημόσιες υπηρεσίες και να προσαρμόζει τις πολιτικές του ανάλογα με τις εκάστοτε προκλήσεις. Με λίγα λόγια, βιώσιμο είναι το χρέος που δεν αναστέλλει τη δυνατότητα του κράτους να ασκήσει την λειτουργία του. Ένας άλλος ορισμός για τη βιωσιμότητα του χρέους θα μπορούσε να είναι η ικανότητα του κράτους να εξυπηρετήσει το σύνολο του χρέους αυτού σε κάθε χρονική στιγμή (ECB, 2012).

Ακόμη και αν το χρέος είναι υψηλό μπορεί να χαρακτηρίζεται διατηρήσιμο, η οικονομία δηλαδή της χώρας να μην τίθεται σε άμεσο κίνδυνο, εφόσον η ακολουθούμενη πολιτική εξασφαλίζει την εμπιστοσύνη της αγοράς, άρα εξασφαλίζεται η ομαλή χρηματοδότηση των δανειακών απαιτήσεων. Το χρέος καθίσταται μη διατηρήσιμο όταν φτάσει σε τέτοια επίπεδα που αυτή ακριβώς η εμπιστοσύνη των αγορών στην δυνατότητα εξυπηρέτησής του κλονιστεί, συνεπώς η χρηματοδότησή του δεν μπορεί να εξασφαλιστεί ούτε από κρατικά έσοδα ούτε από νέο δανεισμό (Καραβίτης, 2008).

Ο ορισμός αυτός προβλέπει, βέβαια, ότι το υπό εξέταση κράτος δεν θα αντιμετωπίζει μεσοπρόθεσμα πρόβλημα φερεγγυότητας. Δηλαδή η προεξοφλημένη αξία των μελλοντικών πρωτογενών αποτελεσμάτων θα πρέπει να υπερβαίνει το τρέχον καθαρό χρέος. Επιπροσθέτως, το κράτος θα πρέπει να μην αντιμετωπίζει βραχυπρόθεσμο πρόβλημα ρευστότητας, δηλαδή να είναι σε θέση να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις της καθώς αυτές λήγουν (Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, 2010β).

## **V.2. Debt Sustainability Analysis- Ανάλυση Βιωσιμότητας Χρέους**

Η βιωσιμότητα του χρέους εξετάζεται με την λεγόμενη Ανάλυση Βιωσιμότητας. Τέτοιες μελέτες σε παγκόσμιο επίπεδο διενεργούν μία σειρά διεθνείς οργανισμοί, όπως το ΔΝΤ, ο ΟΟΣΑ, η ΕΚΤ, η Παγκόσμια Τράπεζα. Οι μελέτες αυτές καθορίζουν σε σημαντικό βαθμό την πιστοληπτική ικανότητα των κρατών, μέσω των βαθμολογιών που δημοσιεύουν για αυτήν οι Οίκοι Αξιολόγησης.

Υπάρχουν διάφορες μέθοδοι ελέγχου της βιωσιμότητας σε θεωρητικό και εμπειρικό επίπεδο. Καταρχήν η μέθοδος των χρονολογικών σειρών που εισήχθη από τους Hamilton και Flavin το 1986, οι οποίοι εξετάζουν την περίπτωση όπου το πρωτογενές έλλειμμα καθορίζεται εξωγενώς και το επιτόκιο προεξόφλησης είναι σταθερό. Ο Wilcox (1989) μελετά το ίδιο θέμα με εξωγενές πρωτογενές έλλειμμα αλλά μεταβλητό επιτόκιο. Οι Uctum και Wickens (1997) εξετάζουν την περίπτωση όπου το πραγματικό επιτόκιο είναι στοχαστικό και το πρωτογενές έλλειμμα καθορίζεται είτε εξωγενώς είτε ενδογενώς (Papadopoulos & Sidiropoulos, 1999)

Αποδεκτή σήμερα μέθοδος ανάλυσης βιωσιμότητας είναι αυτή που έχουν εισάγει και χρησιμοποιούν το ΔΝΤ και η Παγκόσμια Τράπεζα από κοινού. Η μεθοδολογία αυτή κατατάσσει τις χώρες σε τέσσερις κατηγορίες με βάση τον κίνδυνο βιωσιμότητας του χρέους τους. Η ανάλυση γίνεται πάντα σε καθαρή παρούσα αξία. Η ανάλυση βιωσιμότητας χρέους αποτελεί σήμερα βασικό εργαλείο αξιολόγησης των προγραμμάτων όλων των χωρών που λαμβάνουν οικονομική βοήθεια από το ΔΝΤ ή ευρωπαϊκούς μηχανισμούς στήριξης (IMF, 2013 & ECB, 2012).

Η συγκεκριμένη μεθοδολογία ανάλυσης βιωσιμότητας βασίζεται σε τρεις άξονες (The World Bank & IMF, 2013):

1. Πρόβλεψη εξέλιξης του χρέους σε βάθος εικοσαετίας και η ευπάθεια αυτού σε εξωτερικά και πολιτικά σοκ, μέσω υπολογισμού σεναρίων βάσης και τεστ αντοχής.
2. Εκτίμηση του κινδύνου να καταστεί το χρέος μη διαχειρίσιμο σε βάθος εικοσαετίας.

3. Προτάσεις στρατηγικής δανεισμού η οποία περιορίζει τον κίνδυνο εκτροχιασμού του χρέους.

Η κλασική ανάλυση βιωσιμότητας αποτελεί χρήσιμο εργαλείο, με συγκεκριμένα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα. Είναι μέθοδος απλή και διαφανής, και μπορεί εξίσου εύκολα να συνοδεύεται από απλές αναλύσεις ευαισθησίας. Επιπλέον, η μέθοδος είναι εύκολα προσαρμόσιμη στις τοπικές ιδιαιτερότητες κάθε χώρας. Έχει δηλαδή το πλεονέκτημα της απλότητας και της ευελιξίας.

Υπάρχουν όμως και σοβαρά μειονεκτήματα. Το βασικό είναι ότι η ανάλυση εξαρτάται από μία σειρά μακροοικονομικών παραμέτρων και αναπόφευκτων παραδοχών και μόνο εφόσον οι παραδοχές αυτές είναι ρεαλιστικές εξάγονται αξιόπιστα συμπεράσματα. Πρέπει για παράδειγμα να εκτιμηθούν σε βάθος χρόνου τα πρωτογενή πλεονάσματα, ο ρυθμός μεγέθυνσης του ΑΕΠ, η εφικτή φορολογική επιβάρυνση της οικονομίας κλπ.

Βασικό επίσης μειονέκτημα της μεθόδου είναι ότι η εξίσωση βιωσιμότητας δεν λαμβάνει υπόψη τις αλληλεπιδράσεις μεταξύ των τριών όρων που την απαρτίζουν (IMF, 2014). Για παράδειγμα, έσοδα από ιδιωτικοποιήσεις, επηρεάζουν ευθέως το stock flow adjustment, ενδέχεται όμως να επηρεάσουν θετικά και τον ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ (άρα το snowball effect), λόγω προσέλκυσης κεφαλαίων και επενδύσεων.

Επιπλέον, τα αποτελέσματα της ίδιας της ανάλυσης επιδρούν στην ίδια τη μεταβλητή που εξετάζουν, στην βιωσιμότητα δηλαδή. Επίσης, στην κλασική DSA, δεν υπεισέρχονται μεταβλητές όπως ο πολιτικός κύκλος, η κοινωνική αντίδραση, η διεθνής οικονομική συγκυρία, με την έννοια ότι η ανάλυση υποθέτει πχ ότι εφόσον το αποτέλεσμα της εξίσωσης καταδεικνύει «βιωσιμότητα» η χώρα θα μπορεί να εξυπηρετεί το χρέος αυτό υπό οιαδήποτε κοινωνικοοικονομική συγκυρία.

Στην μέθοδο υπάρχουν και άλλες εγγενείς αδυναμίες. Αυτές έχουν να κάνουν με το ότι στην απλή εξίσωση βιωσιμότητας, δεν λαμβάνονται υπόψη ενδεχόμενες μελλοντικές κρατικές υποχρεώσεις (πχ κρατικές εγγυήσεις σε χρηματοπιστωτικά ιδρύματα), implicit (σιωπηρές) μελλοντικές υποχρεώσεις (πχ συντάξεις) και υποχρεώσεις εκτός του πλαισίου της Γενικής Κυβέρνησης (ΓΚ), πχ ελλείμματα κρατικών επιχειρήσεων.

Η αξιόπιστη και με μεγάλο βαθμό βεβαιότητας λοιπόν εξαγωγή συμπερασμάτων με χρήση μοντέλων βιωσιμότητας δεν αποτελεί εύκολη υπόθεση. Με άλλα λόγια η απάντηση στο ερώτημα αν το χρέος μίας χώρας είναι βιώσιμο σε δεδομένη χρονική στιγμή και σε δεδομένο βάθος χρόνου εξαρτάται αφενός από την ποιότητα των παραδοχών, αφετέρου από σειρά αστάθμητων παραγόντων, οικονομικών και μη (ECB, 2012).

### **V.3. Σκέψεις περί βιωσιμότητας του ελληνικού χρέους**

Παρά τις προσπάθειες που έχουν γίνει σε εθνικό, ευρωπαϊκό και διεθνές επίπεδο, όλοι σχεδόν οι αναλυτές και οι θεσμικοί φορείς εμφανίζονται τουλάχιστον σκεπτικοί ως προς το ζήτημα της μακροχρόνιας βιωσιμότητας του ελληνικού δημοσίου χρέους. Το σενάριο μείωσης του χρέους κάτω από 120% του ΑΕΠ το 2020, παρά την θετική εξέλιξη της εξόδου της χώρας στις αγορές δύο φορές εντός του 2014, αμφισβητείται. Το ίδιο αμφισβητείται και η μη αναγκαιότητα νέας χρηματοδότησης προς την Ελλάδα (Darvas, 2012 & 2014).

Φαίνεται να υπάρχει σχετική συναίνεση στον παγκόσμιο οικονομικό τύπο και στα κέντρα αποφάσεων ότι παρά τις σαφώς θετικές επιπτώσεις του PSI και του DBB, τα μέτρα αυτά δεν θα αποδειχθούν αρκετά. Φαίνεται πως θα χρειαστεί δραστικότερη αντιμετώπιση του προβλήματος του ελληνικού χρέους (Darvas, 2012 & 2014).

Το πρόβλημα της μείωσης του χρέους λαμβάνει όμως διαφορετικές διαστάσεις υπό ασθενείς ρυθμούς μεγέθυνσης (IMF, 2014). Σε περίπτωση ανάγκης μείωσης του χρέους σε συνθήκες ασθενούς μεγέθυνσης τα βασικά εργαλεία που μπορούν να χρησιμοποιηθούν είναι οι διαρθρωτικές αλλαγές, η δημοσιονομική σταθεροποίηση, η νομισματική πολιτική, το ύψος του πληθωρισμού και οι ιδιωτικοποιήσεις, σύμφωνα με σχετική μελέτη του ΔΝΤ (IMF, 2014). Ορισμένες τεχνικές λύσεις, όχι εξαντλητικές, που επιχειρούν να αντιμετωπίσουν αυτό ακριβώς το πρόβλημα, την εξασφάλιση δηλαδή της μακρόχρονης βιωσιμότητας του χρέους υπό συνθήκες χαμηλής οικονομικής ανάπτυξης, εξετάζονται πιο κάτω.

#### **V.3.1. Επαναγορά ομολόγων από ιδιώτες (debt buyback – DBB)**

Η Ελλάδα μπορεί να επαναγοράσει το χρέος της από ιδιώτες πιστωτές με δανεισμό από τον ESM καθώς τα ομόλογα διαπραγματεύονται σε πολύ χαμηλές τιμές στη δευτερογενή αγορά. Φυσικά, η αυξημένη ζήτηση σε ελληνικά ομόλογα θα ωθήσει τις τιμές προς τα πάνω, μειώνοντας την αποτελεσματικότητα του μέτρου, στο βαθμό που δεν υπάρχει ανώτατη τιμή επαναγοράς. Για τον υπολογισμό της αξίας επαναγοράς των ομολόγων υπολογίζεται η «απόδοση εξόδου» ως η απόδοση στην οποία ο κάθε επενδυτής είναι πρόθυμος να πουλήσει τα ομόλογά του. Ως «απόδοση εξόδου» ορίζεται η απόδοση του ομολόγου στην οποία ο ομολογιούχος είναι πρόθυμος να πωλήσει τα ομόλογα που κατέχει. Καθώς η απόδοση στη λήξη (Yield to Maturity) μειώνεται (αυξάνεται), η τιμή του ομολόγου αυξάνεται (μειώνεται). Το παραπάνω περιγράφεται, από τον τύπο:

$$\text{Τιμή Ομολόγου} = \frac{\text{Κουπόνι}}{(1+r)^1} + \dots + \frac{\text{Κουπόνι} + \text{Ονομαστική Αξία}}{(1+r)^n}$$

Η απόδοση στη λήξη συμβολίζεται με  $r$  και συνιστά το επιτόκιο στο οποίο ο επενδυτής θα μπορούσε να επενδύει τα τοκομερίδια (κουπόνια) που θα «εισέπραττε» από το ομόλογο μέχρι τη λήξη του. Το πρόβλημα σε αυτό το σενάριο, πέραν των τεχνικών παραδοχών, είναι η εξασφάλιση κεφαλαίων από τον ESM.

### **V.3.2. Πρόγραμμα ιδιωτικοποιήσεων**

Η αξιοποίηση δημόσιας περιουσίας, με τη μορφή της πώλησης, όπως κατά βάση προωθείται, προβάλλεται ως ένα ακόμα μέσο μείωσης του ύψους του χρέους και άρα βελτίωσης των προοπτικών βιωσιμότητάς του. Το εγχείρημα δεν είναι εύκολο για μια σειρά από λόγους (IMF, 2017): δεν είναι εύκολος ο ακριβής προσδιορισμός της κρατικής περιουσίας, δεν είναι εφικτό να ιδιωτικοποιηθεί στο σύνολό της, η ύφεση και η κατάρρευση της αγοράς ακινήτων έχει μειώσει τις αγοραίες αξίες, ενώ υπάρχει υψηλή αβεβαιότητα από μέρος των πιθανών επενδυτών, λόγω και των ισχυρών πολιτικών και κοινωνικών αντιδράσεων. Σύμφωνα με εκτιμήσεις, τα έσοδα των αποκρατικοποιήσεων μπορούν να ανέλθουν στα 20 δισεκατομμύρια ευρώ (Υπουργείο Οικονομικών, 2013ε), αν και άλλες εκτιμήσεις έκαναν λόγο για 8 έως 10 δισεκατομμύρια ευρώ (Darvas, 2012). Οι προβλέψεις αυτές πάντως δεν επαληθεύτηκαν ούτε για το 2012 ούτε για το 2013, καθώς τα έσοδα από αποκρατικοποιήσεις από 01.01.2011 ως 31.12.2013 ανήλθαν σε 3,8 δισεκατομμύρια ευρώ, ενώ ο στόχος για το 2014 είναι 3,56 δισεκατομμύρια ευρώ (Υπουργείο Οικονομικών, 2013στ). Ωστόσο, η χώρα έχει αναλάβει τη συμβατική υποχρέωση να προχωρήσει σε σημαντικό πρόγραμμα πώλησης δημόσιας περιουσίας (Eurogroup, 2012β & ECB, 2012).

### **V.3.3. Σκέψεις για το βραχυπρόθεσμο διάστημα**

Η συνολική επίδραση των παραπάνω προτάσεων θα μπορούσε να μειώσει το χρέος από 343,8 δισεκατομμύρια ευρώ, το 2012, σε 299,6 δισεκατομμύρια ευρώ, το 2013 (Darvas, 2012). Το 2013, όμως, το χρέος επαληθεύτηκε στα 321 δισεκατομμύρια ευρώ (Υπουργείο Οικονομικών, 2013στ), δηλαδή περίπου 175% του ΑΕΠ (Bastian, 2014 & Λιαργκόβας, 2014). Αυτό προέβλεπε σε σχετικό άρθρο του και ο Darvas (Darvas, 2012). Βεβαίως, χωρίς τις παρεμβάσεις του PSI και DBB το χρέος θα έφτανε τα €380 δις ή 208% του ΑΕΠ (Bastian, 2014). Το 2014 το χρέος προβλέπεται να μειωθεί στα €319 δις ή 174,5% του ΑΕΠ. Ο λόγος χρέους προς ΑΕΠ δεν βελτιώνεται αισθητά λόγω της μείωσης του ΑΕΠ από την παρατεταμένη ύφεση. Με αυτά τα δεδομένα η χώρα

είναι σε χειρότερη θέση να αντιμετωπίσει το πρόβλημα του χρέους της αφού η παραγωγική της βάση αντιμετωπίζει έντονα προβλήματα. Επιπλέον, ακόμα και αν επιτευχθεί το 2020 ο στόχος για τον λόγο χρέος προς ΑΕΠ, αυτό δεν θα σημαίνει απαραίτητα ότι η κατάσταση θα είναι διατηρήσιμη. Αυτό οφείλεται εν πολλοίς στο γεγονός ότι το μέγεθος του χρέους (και του λόγου αυτού ως προς το ΑΕΠ) επηρεάζει αρνητικά τους ρυθμούς μεγέθυνσης, οι οποίοι φυσικά επηρεάζονται αρνητικά και από άλλους παράγοντες. Συνεπώς, ελάφρυνση χρέους εντός της Ευρωζώνης θα ενθάρρυνε τις επενδύσεις και θα μείωνε την πίεση για μεγάλα πρωτογενή πλεονάσματα. Με άλλα λόγια, θα έδινε ώθηση στην μεγέθυνση (Λιαργκόβας, 2014).

Η εμφάνιση πρωτογενούς πλεονάσματος για το 2013, η οποία επαληθεύτηκε στις αρχές του 2014, δεν αρκεί για την κάλυψη των χρηματοδοτικών αναγκών της Ελλάδας μέχρι το 2030 καθώς η αναχρηματοδότηση των δανείων προς την ΕΚΤ και το ΔΝΤ θα απαιτήσουν την παροχή επιπρόσθετης οικονομικής ενίσχυσης (Darvas, 2012 & 2014). Το ΔΝΤ θεωρεί αναγκαία και νέα αναδιάρθρωση του ελληνικού χρέους, ακόμα και αν επιτύχει πλήρως το πρόγραμμα δημοσιονομικής προσαρμογής και υποστηρίζει ότι απαιτείται διαγραφή της τάξης του 4% - 5% (Λιαργκόβας, 2014).

Με την παροχή επιπρόσθετης βοήθειας η Ελλάδα θα μπορέσει να καλύψει το χρηματοδοτικό της κενό και να αποπληρώσει τους δανειστές της. Ωστόσο, από μόνη της δεν θα δώσει τη λύση στο πρόβλημα καθώς θα συνεχίσει να υφίσταται ο κίνδυνος εξόδου από την Ευρωζώνη ή / και χρεωκοπίας, μιας και το παλιό χρέος θα ανακυκλώνεται με καινούργιο (Darvas, 2012). Άμεση και υπολογίσιμη ελάφρυνση χρέους (ίσως άνω των 30 δισεκατομμυρίων ευρώ), η οποία θα μπορούσε να αποτελέσει εναλλακτική της πρόσθετης χρηματοδοτικής βοήθειας που προτείνει ο Darvas, θα μπορούσε να είναι η ανάληψη του κόστους ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών από τον ESM (Λιαργκόβας, 2014).

## **VI. Συμπεράσματα**

Η επαναφορά της «τροχιάς» του χρέους της Γενικής Κυβέρνησης σε βιώσιμα επίπεδα αποτελεί κεντρικό στόχο πολιτικής τόσο της χώρας μας όσο και των εταίρων της (ΕΕ, ΕΚΤ, ΔΝΤ) ήδη από το 2010. Οι μέχρι σήμερα αναδιαρθρωτικές παρεμβάσεις (PSI, DBB) καθώς και οι σύνοδες αποφάσεις των εταίρων, οδήγησαν σε σημαντική μείωση του κόστους εξυπηρέτησης του χρέους της Γενικής Κυβέρνησης.

Όπως αναδείχθηκε και ανωτέρω βασικός παράγοντας που οδήγησε στην μείωση αυτή ήταν η αλλαγή της αναλογίας του δημοσίου χρέους που κατακρατείται από ιδιώτες και από δημόσιους φορείς. Το μεγαλύτερο ποσοστό του ελληνικού χρέους πλέον τοποθετείται στον επίσημο τομέα (Official Sector), δηλαδή σε κράτη, στις κεντρικές τράπεζες, σε διεθνείς οργανισμούς και στους μηχανισμούς τους. Την ίδια στιγμή, όμως, όπως είδαμε το χρέος αυξήθηκε, τόσο ως απόλυτος αριθμός όσο και ως ποσοστό του ΑΕΠ. Ως προς το δεύτερο η κατάσταση γίνεται ακόμα χειρότερη αν συνυπολογίσουμε τις αρνητικές συνέπειες των προγραμμάτων προσαρμογής στην ελληνική οικονομία, καθώς ακόμα και αν το ύψος του χρέους είχε παραμείνει αμετάβλητο το ποσοστό του ως προς το ΑΕΠ θα αυξανόταν μόνο και μόνο λόγω της μείωσης του τελευταίου.

Σε αυτό το σημείο οφείλουμε να κάνουμε δύο παρατηρήσεις. Πρώτον το δεύτερο πρόγραμμα, αν και οδεύει προς το τέλος του, δεν έχει λήξει ακόμα. Ακόμα και όταν συμβεί αυτό, όμως ίσως να είναι πολύ νωρίς να συναχθούν συμπεράσματα ως προς την αποτελεσματικότητά του, καθώς τα αποτελέσματά μπορεί να χρειάζονται χρόνο για να φανούν. Με την ίδια λογική η κύρια «αποτυχία» του πρώτου προγράμματος ήταν ότι δεν κατόρθωσε να δώσει λύση στο πρόβλημα του ελληνικού δημοσίου χρέους στο βραχυχρόνιο και ιδιαίτερα πειστικό διάστημα. Σε αυτό το πλαίσιο αναφοράς, η μείωση του κόστους εξυπηρέτησης του χρέους μπορεί να είναι επαρκής παράγοντας καλύτερευσης της κατάστασης της ελληνικής οικονομίας. Από την άλλη πλευρά, όπως είδαμε στο προηγούμενο κεφάλαιο, η εικόνα που διαμορφώνουν οι αγορές αναφορικά με την βιωσιμότητα του χρέους μπορεί να λειτουργήσει ως αυτό-εκπληρούμενη προφητεία. Δηλαδή, το μεγάλο ύψος του χρέους, ακόμα και αν αυξάνει με μικρότερο ρυθμό από ότι παλαιότερα, οδηγεί τους επενδυτές στο να πιστεύουν ότι η χρεοκοπία μπορεί να είναι αναπόφευκτη στο μέλλον. Η υπόθεση αυτή θα οδηγήσει τα επιτόκια δανεισμού σε μεγάλα ύψη και θα έχουμε μία επανάληψη της κατάστασης της έναρξης



του 2010. Τα σενάρια αυτά, βέβαια δεν φαίνεται να επιβεβαιώνεται για την ώρα, παρά την αύξηση του χρέους σε απόλυτους αριθμούς και ως ποσοστό του ΑΕΠ και αυτό έγινε εμφανές κατά τις δύο φορές που η ελληνική κυβέρνηση δανείστηκε από τις αγορές μέσα στο 2014.

Η διατήρηση του μέσου επιτοκίου εξυπηρέτησης των δανείων είναι σημαντική για την βιωσιμότητα του ελληνικού χρέους, αλλά δεν είναι ο πλέον καθοριστικός παράγοντας. Με την παρούσα κατάσταση και ακόμα και αν γίνουν επιπλέον μικρές παρεμβάσεις, όπως αυτές που έχουν ήδη γίνει, δεν φαίνεται ότι το χρέος θα είναι βιώσιμο το 2020. Έτσι ακόμα και αν το μέσο επιτόκιο μειωθεί μέσα στα επόμενα χρόνια, το 2020 το ποσοστό του χρέους προς το ΑΕΠ αναμένεται να κυμαίνεται στα επίπεδα του 120% με 129%. Δηλαδή στην καλύτερη περίπτωση θα βρίσκεται στα επίπεδα από τα οποία ξεκινούσε η κρίση. Συνεπώς μία μείωση του επιτοκίου θα έπρεπε να συνοδεύεται και από μία επιμήκυνση του χρόνου αποπληρωμής προς τον δημόσιο τομέα, ώστε να παγιωθεί το σημερινό χαμηλό κόστος εξυπηρέτησης του χρέους.

Μία άλλη λύση θα ήταν η τόνωση των ρυθμών ανάπτυξης, έτσι ώστε η άνοδος του ΑΕΠ να καταστήσει το μέγεθος του χρέους πιο εύκολα εξυπηρετήσιμο. Το πρόβλημα με το σενάριο αυτό είναι ότι υπάρχουν αντικειμενικές δυσκολίες πρόβλεψης του ρυθμού ανάπτυξης σε βάθος χρόνου και ενέχει υψηλό βαθμό αβεβαιότητας. Άλλωστε και η παρούσα κατάσταση της ελληνικής οικονομίας δεν δημιουργεί αισιοδοξία σχετικά με την δυνατότητα κάλυψης του κενού καθαρά μέσω ανάπτυξης της οικονομίας.

Τέλος μία πιο ρεαλιστική λύση θα ήταν η επικέντρωση της προσπάθειας στην ελάφρυνση του χρέους. Κάτι τέτοιο προϋποθέτει την ονομαστική απομείωση χρέους που οφείλει η χώρα προς τον επίσημο τομέα, δηλαδή μία διαδικασία OSI, κατ'αντιστοιχία του PSI. Υπάρχει όμως και η επιλογή της ελάφρυνσης του χρέους που αφορά την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών. Η διαδικασία της ανακεφαλαιοποίησης των ελληνικών τραπεζών έγινε μέσω του προσωρινού μηχανισμού EFSF και όπως είδαμε αυτό σημαίνει ότι τα ποσά που δόθηκαν στις τράπεζες υπολογίζονται στο χρέος της χώρας. Από τη στιγμή που ο μόνιμος μηχανισμός ESM προβλέπει τα ποσά αυτά να μην εγγράφονται στο δημόσιο χρέος, αλλά να αφορούν μόνο στις τράπεζες που τα λαμβάνουν, ίσως να ήταν χρήσιμη η επίτευξη συμφωνίας για την εφαρμογή αντίστοιχων όρων στην περίπτωση της Ελλάδας. Μία τέτοια κίνηση θα σήμαινε την

μείωση του ελληνικού χρέους κατά 48 δισεκατομμύρια ευρώ και θα δημιουργούσε ακόμη θετικότερες προϋποθέσεις βιωσιμότητάς του.

# Βιβλιογραφία

## Έντυπη

### Ξενόγλωσση

- Daniel, J.- Davis, J.- Fouad, M. & Van Rijckeghem, C. (2006) “Fiscal Adjustment for Stability and Growth”, Washington: IMF
- Darvas, Z. (2012) “The Greek Debt Trap: An Escape plan”, *Bruegel Policy Contribution, Issue 2012/19*, November 2012
- Darvas, Z. (2014) “The long haul: managing exit from financial assistance”, *Bruegel Policy Contribution, issue 2014/3*, February 2014
- European Commission (2013β) “The second economic adjustment programme for Greece. Third review- July 2013”
- Johnson, S. & Kwak, J. (2010). *13 Bankers. The Wall Street takeover and the next financial meltdown*. New York: Pantheon Books.
- Kindleberger, C.- Aliber, R.(2011) *Manias, panics and crashes. A history of financial crises*. New York: Palgrave Macmillan
- Kouretas G.P. & Vlamis, P. (2010). “The Greek crisis: Causes and implications”. *Panoeconomicus*, Vol. 4. pp. 391-404.
- Papadopoulos, A. P. and Sidiropoulos , M., (1999) "The Sustainability of National Fiscal Policies in the European Union: Evidence from selected European countries", *International Advances in Economic Research*, 5(3), pp. 289-307
- Vlamis, P. (2013). “Greek fiscal crisis and repercussions for the property market”. London School of Economics. *Hellenic Observatory papers in Greece and Southeast Europe*. Paper no. 76.
- Zettelmeyer, J., Trebesch, C. & Gulati, M. (2013). “The Greek debt restructuring: an autopsy”. *Economic Policy*. Volume 28. Issue 75. pp. 513-563.

### Ελληνική

- Begg, D. (2006) *Εισαγωγή στην Οικονομική Τόμος Β΄*. Αθήνα: Κριτική Επιστημονική Βιβλιοθήκη
- Cohn, T. (2009) *Διεθνής πολιτική οικονομία. Θεωρία και πράξη*. Αθήνα: Εκδόσεις Gutenberg

- Krugman, P. (2012) *Τέλος στην ύφεση τώρα!* Αθήνα: Εκδόσεις Πόλις.
- Αγγελόπουλος, Π. (2005) *Τράπεζες και Χρηματοπιστωτικό Σύστημα (Αγορές, Προϊόντα, Κίνδυνοι)*, Αθήνα: Εκδόσεις Αθ. Σταμούλης
- Διαμαντόπουλος, Θ. (1997) *Η ελληνική πολιτική ζωή: Εικοστός αιώνας. Από την προβενιζελική στην μεταπαπανδρεϊκή εποχή*. Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήση
- Καραβίτης, Ν. (2008) *Δημόσιο Χρέος και Έλλειμμα*. Αθήνα: Εκδόσεις Διονικός.
- Λιαργκόβας, Π. (2014), «Το δημόσιο χρέος μετά το τέλος του Μνημονίου, Ενημερωτικό σημείωμα για τα μέλη των αρμόδιων Κοινοβουλευτικών Επιτροπών της Βουλής των Ελλήνων», Γραφείο Προϋπολογισμού του Κράτους Οκτώβριος 2013, Βουλή των Ελλήνων Καθηγητής Παναγιώτης Λιαργκόβας
- Στεφάνου, Κ. (2002) *Ευρωπαϊκή Ολοκλήρωση. Τόμος Α': Γενικά και θεσμικά χαρακτηριστικά μετά τη Νίκαια*. Αθήνα: Εκδόσεις Σάκκουλα
- Συμβούλιο της ΕΕ (1933) «Κανονισμός (ΕΚ) 3605, Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος».
- Τράπεζα της Ελλάδος- Ευρωσύστημα (2010). «Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2009».
- Τράπεζα της Ελλάδος (2012) «Έκθεση για την ανακεφαλαιοποίηση και αναδιάρθρωση του ελληνικού τραπεζικού τομέα». Αθήνα: ΤτΕ.
- Υπουργείο Οικονομικών (2010) «Νόμος 3864 περί ιδρύσεως Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας». Αθήνα: Εφημερίδα της Κυβέρνησης της Ελληνικής Δημοκρατίας.
- Υπουργείο Οικονομικών (2012) «Μνημόνιο συνεννόησης στις συγκεκριμένες προϋποθέσεις οικονομικής πολιτικής»
- Χαρδούβελης, Γκ. (2011) *Το χρονικό της διεθνούς και συνακόλουθης ελληνικής και ευρωπαϊκής κρίσης: αίτια, αντιδράσεις, επιπτώσεις, προοπτική*. Αθήνα: Εκδόσεις Α. Α. Λιβάνη

## Διαδικτυακή

### **Ξενόγλωσση**

- Bastian, J. (2014) “Debt relief or debt restructuring for Greece\*?”, *Macropolis*. Στο site: <http://www.macropolis.gr/?i=portal.en.the-agora.672>. Τελευταία ανάγνωση: 10/09/2014

- Commonwealth Bank (2012), “Global Markets Research. International economics: selected issues”. Στο site:  
<https://www.commbank.com.au/corporate/research/publications/economics/economic-issues/international/2012/180612-ECB.pdf>. Τελευταία ανάγνωση: 12/04/2014.
- Darvas, Z. (2012α) “The Greek debt trap: an escape plan”. *Brugel Policy Contribution*. Issue 2012/19. <http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/759-the-greek-debt-trap-an-escape-plan/>. Τελευταία ανάγνωση: 25/06/2014
- EFSF (2013) “EFSF general questions”. Στο site:  
[http://www.efsf.europa.eu/attachments/faq\\_en.pdf](http://www.efsf.europa.eu/attachments/faq_en.pdf). Τελευταία ανάγνωση: 21/06/2014
- ESM (2013) “FAQ on the main features of the future ESM direct bank recapitalization instrument”. Στο site:  
<http://www.esm.europa.eu/pdf/FAQ%20Direct%20Bank%20Recapitalisation%20280620131.pdf> Τελευταία ανάγνωση: 05/07/2014
- ESM (2013) “Frequently asked questions on the European Stability Mechanism (ESM)” Στο site: <http://www.esm.europa.eu/pdf/FAQ%20ESM%2019042013.pdf>. Τελευταία ανάγνωση: 24/02/2014
- Euro Summit (2011). “Euro Summit Statement, Brussels, 26 October 2011”  
[http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/en/ec/125644.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/125644.pdf). Τελευταία ανάγνωση: 17/07/2014
- Eurogroup (2012) “Eurogroup statement 21.02.2012”  
[http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/en/ecofin/128075.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ecofin/128075.pdf). Τελευταία ανάγνωση: 21/08/2014
- Eurogroup (2012β) “Eurogroup statement 27.11.2012”  
[http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_Data/docs/pressdata/en/ecofin/133857.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_Data/docs/pressdata/en/ecofin/133857.pdf). Τελευταία ανάγνωση: 22/08/2014
- European Central Bank (2012), “Press Release: 06 September 2012- Technical features of Outright Monetary Transactions”. Frankfurt: ECB. Στο site:  
[http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906\\_1.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html). Τελευταία ανάγνωση: 12/04/2014.
- ECB (2012) “monthly bulletin, Analysing government debt sustainability in the euro area, April 2012”

[https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1\\_mb201204en\\_pp55-69en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1_mb201204en_pp55-69en.pdf).

Τελευταία ανάγνωση: 12/06/2014

- European Central Bank, “Monetary policy. Open market operations”. Frankfurt: ECB. Στο site: <http://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html>. Τελευταία ανάγνωση: 12/05/2014
- European Commission (2013) “Financial assistance to Greece”. Στο site: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/assistance\\_eu\\_ms/greek\\_loan\\_facility/](http://ec.europa.eu/economy_finance/assistance_eu_ms/greek_loan_facility/). Τελευταία ανάγνωση: 22/06/2014
- Financial Times (2014) “Greece in banking sector stand- off with bailout lenders”. Στο site: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/90df6be6-9ca7-11e3-b535-00144feab7de.html#axzz2uLk1KiG>. Τελευταία ανάγνωση: 24/06/2014
- IMF (2013) Staff Guidance Note for Public Debt Sustainability Analysis in Market - Access Countries, May 9, 2013. <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/050913.pdf>. τελευταία ανάγνωση: 12/08/2014
- IMF Fact Sheet (2014). “The IMF’s Extended Fund Facility (EFF)”. New York: IMF. <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/pdf/eff.pdf>. Τελευταία ανάγνωση: 13/08/2014.
- Institute of International Finance (2012). “Greek Debt Exchange Press Release” <http://www.iif.com/press/press+releases+2012/press+231.php>. Τελευταία ανάγνωση: 06/08/2014.
- Ministry of Finance (2012). “PSI launch press release” <http://www.minfin.gr/portal/en/resource/contentObject/id/7ad6442f-1777-4d02-80fb-91191c606664>. Τελευταία ανάγνωση: 07/08/2014
- Ministry of Finance (2012β) “Press release 3 December 2012” <http://www.minfin.gr/content-api/f/binaryChannel/minfin/datastore/d6/c1/39/d6c13911fb44eda3a0e90956cb934db48e16f285/application/pdf/Press+Release+-+December+03.pdf>. Τελευταία ανάγνωση: 28/08/2014
- The World Bank, IMF (2013) The Joint World Bank–IMF Debt Sustainability Framework for Low-Income Countries, September 2013, Factsheet URL: <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/jdsf.htm>. Τελευταία ανάγνωση: 28/08/2014

## Ελληνική

- Ελληνική Στατιστική Αρχή (2011) «Δελτίο Τύπου- Δημοσιονομικά στοιχεία για την περίοδο 2007-2010». Τελευταία ανάγνωση: 20/08/2014  
[http://www.statistics.gr/portal/page/portal/ESYE/BUCKET/A0701/PressReleases/A0701\\_SEL03\\_DT\\_AN\\_00\\_2011\\_02\\_P\\_GR.pdf](http://www.statistics.gr/portal/page/portal/ESYE/BUCKET/A0701/PressReleases/A0701_SEL03_DT_AN_00_2011_02_P_GR.pdf). Τελευταία ανάγνωση: 05/08/2014
- Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο (2010) «Ψήφισμα του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου της 20ής Μαΐου 2010 σχετικά με τη μακροπρόθεσμη διατηρησιμότητα των δημόσιων οικονομικών για μια οικονομία σε φάση ανάκαμψης (2010/2038(INI))». <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+TA+P7-TA-2010-0190+0+DOC+XML+V0//EL>. Τελευταία ανάγνωση: 01/09/2014
- Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο (2010β) «Σχέδιο Έκθεσης σχετικά με τη μακροπρόθεσμη διατηρησιμότητα των δημόσιων οικονομικών για μια οικονομία σε φάση ανάκαμψης», Επιτροπή Οικονομικής και Νομισματικής Πολιτικής, 08/02/2010  
[http://www.google.gr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CCAQFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.europarl.europa.eu%2Fsides%2FgetDoc.do%3FpubRef%3D-%2F%2FEP%2F%2FNONSGML%2BCOMPARL%2BPE-438.509%2B03%2BDOC%2BWORD%2BV0%2F%2FEL%26language%3DEL&ei=5FQMVMqKMIHbPJ\\_ggHA&usq=AFQjCNG6GHKrG4AE37irSg112k\\_dDeUU-Q&sig2=7XQoP4EKVXWiEPSLlvk-Uw&bvm=bv.74649129,d.ZWU](http://www.google.gr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CCAQFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.europarl.europa.eu%2Fsides%2FgetDoc.do%3FpubRef%3D-%2F%2FEP%2F%2FNONSGML%2BCOMPARL%2BPE-438.509%2B03%2BDOC%2BWORD%2BV0%2F%2FEL%26language%3DEL&ei=5FQMVMqKMIHbPJ_ggHA&usq=AFQjCNG6GHKrG4AE37irSg112k_dDeUU-Q&sig2=7XQoP4EKVXWiEPSLlvk-Uw&bvm=bv.74649129,d.ZWU). Τελευταία ανάγνωση: 01/09/2014
- Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (2012) «Ετήσια οικονομική έκθεση για τη χρήση από 01/01/2012 έως 31/12/2012». Στο site: [http://www.hfsf.gr/files/hfsf\\_annual\\_report\\_2012\\_el.pdf](http://www.hfsf.gr/files/hfsf_annual_report_2012_el.pdf). Τελευταία ανάγνωση: 24/02/2014.
- Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (2013) «Δραστηριότητες του Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας για την περίοδο Ιανουαρίου- Ιουνίου 2013» Στο site: [http://www.hfsf.gr/files/HFSF\\_activities\\_Jan\\_2013\\_Jun\\_2013\\_el.pdf](http://www.hfsf.gr/files/HFSF_activities_Jan_2013_Jun_2013_el.pdf). Τελευταία ανάγνωση: 24/02/2014.
- Τράπεζα της Ελλάδος (2012) «Έκθεση του Διοικητή για το 2012». Στο site: <http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/ekthdkth2012.pdf>. Τελευταία ανάγνωση: 05/09/2014

- Υπουργείο Οικονομικών (2010α) «Σύμβαση δανειακής διευκόλυνσης μεταξύ των κρατών μελών των οποίων νόμισμα είναι το ευρώ ως δανειστές και της Ελληνικής Δημοκρατίας ως δανειολήπτη και της Τράπεζας της Ελλάδος ως αντιπροσώπου του δανειολήπτη». Στο site: [http://www.minfin.gr/content-api/f/binaryChannel/minfin/datastore/ca/4a/db/ca4adb5f44b22c68aff898e47ba1da428aacf791/application/pdf/sn\\_kyrwtikoimf\\_2010\\_06\\_04\\_B.pdf](http://www.minfin.gr/content-api/f/binaryChannel/minfin/datastore/ca/4a/db/ca4adb5f44b22c68aff898e47ba1da428aacf791/application/pdf/sn_kyrwtikoimf_2010_06_04_B.pdf). Τελευταία ανάγνωση: 27/08/2014
- Υπουργείο Οικονομικών (2010β) «Δελτίο Δημοσίου Χρέους Νο. 58». Στο site: [http://www.minfin.gr/content-api/f/binaryChannel/minfin/datastore/cb/9f/e1/cb9fe18249b0ea1510cf35bbf6d5d60a167a60a6/application/pdf/100819\\_debt\\_gr.pdf](http://www.minfin.gr/content-api/f/binaryChannel/minfin/datastore/cb/9f/e1/cb9fe18249b0ea1510cf35bbf6d5d60a167a60a6/application/pdf/100819_debt_gr.pdf) Τελευταία ανάγνωση: 15/05/2015.
- Υπουργείο Οικονομικών (2010γ) «Δελτίο Δημοσίου Χρέους Νο. 59». Στο site: <http://www.minfin.gr/content-api/f/binaryChannel/minfin/datastore/0c/1e/56/0c1e5627a49cc5be895ee8f7c960efd2dc2d667c/application/pdf/%CE%94%CE%B5%CE%BB%CF%84%CE%AF%CE%BF.pdf> Τελευταία ανάγνωση: 15/05/2014
- Υπουργείο Οικονομικών (2010δ) «Δελτίο Δημοσίου Χρέους Νο. 60». Στο site: [http://www.minfin.gr/content-api/f/binaryChannel/minfin/datastore/bd/d2/e2/bdd2e20d17cc15d26fac1784f8482dbcc7439b48/application/pdf/%CE%94%CE%B5%CE%BB%CF%84%CE%AF%CE%BF\\_%CE%9D%CE%BF\\_60.pdf](http://www.minfin.gr/content-api/f/binaryChannel/minfin/datastore/bd/d2/e2/bdd2e20d17cc15d26fac1784f8482dbcc7439b48/application/pdf/%CE%94%CE%B5%CE%BB%CF%84%CE%AF%CE%BF_%CE%9D%CE%BF_60.pdf) Τελευταία ανάγνωση: 15/05/2014.
- Υπουργείο Οικονομικών (2011α) «Δελτίο Δημοσίου Χρέους Νο. 61». Στο site: [http://www.minfin.gr/content-api/f/binaryChannel/minfin/datastore/9a/f2/89/9af289aa620763d3c8e1de97f691ffedc0e045ca/application/pdf/%CE%8C\\_%CF%8D\\_+\\_61.pdf](http://www.minfin.gr/content-api/f/binaryChannel/minfin/datastore/9a/f2/89/9af289aa620763d3c8e1de97f691ffedc0e045ca/application/pdf/%CE%8C_%CF%8D_+_61.pdf) Τελευταία ανάγνωση: 15/05/2014.
- Υπουργείο Οικονομικών (2011β) «Δελτίο Δημοσίου Χρέους Νο. 63». Στο site: [http://www.minfin.gr/content-api/f/binaryChannel/minfin/datastore/cf/d7/3b/cfd73bb1c7918cc6d2d30a9d302bf2ed392fad71/application/pdf/%CE%94%CE%B5%CE%BB%CF%84%CE%AF%CE%BF\\_%CE%9D%CE%BF63.pdf](http://www.minfin.gr/content-api/f/binaryChannel/minfin/datastore/cf/d7/3b/cfd73bb1c7918cc6d2d30a9d302bf2ed392fad71/application/pdf/%CE%94%CE%B5%CE%BB%CF%84%CE%AF%CE%BF_%CE%9D%CE%BF63.pdf) Τελευταία ανάγνωση: 15/05/2014
- Υπουργείο Οικονομικών (2011γ) « Κρατικός Προϋπολογισμός 2012» Στο site: [http://www.minfin.gr/content-api/f/binaryChannel/minfin/datastore/cf/d7/3b/cfd73bb1c7918cc6d2d30a9d302bf2ed392fad71/application/pdf/%CE%94%CE%B5%CE%BB%CF%84%CE%AF%CE%BF\\_%CE%9D%CE%BF63.pdf](http://www.minfin.gr/content-api/f/binaryChannel/minfin/datastore/cf/d7/3b/cfd73bb1c7918cc6d2d30a9d302bf2ed392fad71/application/pdf/%CE%94%CE%B5%CE%BB%CF%84%CE%AF%CE%BF_%CE%9D%CE%BF63.pdf)



[api/f/binaryChannel/minfin/datastore/d5/af/5e/d5af5e94ab4b082c523e8c0b34f750bf9892bf1b/application/pdf/EISHGHTIKH+2012.pdf](http://www.minfin.gr/content-api/f/binaryChannel/minfin/datastore/d5/af/5e/d5af5e94ab4b082c523e8c0b34f750bf9892bf1b/application/pdf/EISHGHTIKH+2012.pdf) Τελευταία ανάγνωση 17/08/2014

- Υπουργείο Οικονομικών (2012α) «Δελτίο Δημοσίου Χρέους Νο. 64». Στο site: [http://www.minfin.gr/content-api/f/binaryChannel/minfin/datastore/19/68/61/196861a2429bd27046bf6550bc9ac58bf112901d/application/pdf/%CE%94%CE%B5%CE%BB%CF%84%CE%AF%CE%BF\\_%CE%9D%CE%BF64.pdf](http://www.minfin.gr/content-api/f/binaryChannel/minfin/datastore/19/68/61/196861a2429bd27046bf6550bc9ac58bf112901d/application/pdf/%CE%94%CE%B5%CE%BB%CF%84%CE%AF%CE%BF_%CE%9D%CE%BF64.pdf) Τελευταία ανάγνωση: 15/05/2014
- Υπουργείο Οικονομικών (2012β) «Δελτίο Δημοσίου Χρέους Νο. 65». Στο site: [http://www.minfin.gr/content-api/f/binaryChannel/minfin/datastore/4c/7a/79/4c7a791c4dc324f317f8e4f129d390e56cab999d/application/pdf/%CE%94%CE%B5%CE%BB%CF%84%CE%AF%CE%BF\\_%CE%9D%CE%BF65.pdf](http://www.minfin.gr/content-api/f/binaryChannel/minfin/datastore/4c/7a/79/4c7a791c4dc324f317f8e4f129d390e56cab999d/application/pdf/%CE%94%CE%B5%CE%BB%CF%84%CE%AF%CE%BF_%CE%9D%CE%BF65.pdf) Τελευταία ανάγνωση: 15/05/2014.
- Υπουργείο Οικονομικών (2012γ) «Δελτίο Δημοσίου Χρέους Νο. 66». Στο site: [http://www.minfin.gr/content-api/f/binaryChannel/minfin/datastore/69/94/24/6994242bdcdbed8438e5dec516a43be68db4362e/application/pdf/%CE%94%CE%B5%CE%BB%CF%84%CE%AF%CE%BF\\_%CE%9D%CE%BF66+%281%29.pdf](http://www.minfin.gr/content-api/f/binaryChannel/minfin/datastore/69/94/24/6994242bdcdbed8438e5dec516a43be68db4362e/application/pdf/%CE%94%CE%B5%CE%BB%CF%84%CE%AF%CE%BF_%CE%9D%CE%BF66+%281%29.pdf) Τελευταία ανάγνωση: 15/05/2014.
- Υπουργείο Οικονομικών (2012δ) «Δελτίο Δημοσίου Χρέους Νο. 68». Στο site: [http://www.minfin.gr/content-api/f/binaryChannel/minfin/datastore/28/c6/b9/28c6b9f58ce14e368c0eb22a585e1ef09136b3ad/application/pdf/%CE%94%CE%B5%CE%BB%CF%84%CE%AF%CE%BF\\_68\\_%CE%95%CF%80%CE%B9%CE%BA%CE%B1%CE%B9%CF%81..pdf](http://www.minfin.gr/content-api/f/binaryChannel/minfin/datastore/28/c6/b9/28c6b9f58ce14e368c0eb22a585e1ef09136b3ad/application/pdf/%CE%94%CE%B5%CE%BB%CF%84%CE%AF%CE%BF_68_%CE%95%CF%80%CE%B9%CE%BA%CE%B1%CE%B9%CF%81..pdf) Τελευταία ανάγνωση: 15/05/2014.
- Υπουργείο Οικονομικών (2013α) «Δελτίο Δημοσίου Χρέους Νο. 69». Στο site: [http://www.minfin.gr/content-api/f/binaryChannel/minfin/datastore/86/68/e9/8668e9ebb44d3f42efd3f02e4afde4cd8f6e950f/application/pdf/%CE%94%CE%B5%CE%BB%CF%84%CE%AF%CE%BF+%CE%94%CE%B7%CE%BC%CE%BF%CF%83%CE%AF%CE%BF%CF%85+%CE%A7%CF%81%CE%AD%CE%BF%CF%85%CF%82\\_%CE%9D%CE%BF69.pdf](http://www.minfin.gr/content-api/f/binaryChannel/minfin/datastore/86/68/e9/8668e9ebb44d3f42efd3f02e4afde4cd8f6e950f/application/pdf/%CE%94%CE%B5%CE%BB%CF%84%CE%AF%CE%BF+%CE%94%CE%B7%CE%BC%CE%BF%CF%83%CE%AF%CE%BF%CF%85+%CE%A7%CF%81%CE%AD%CE%BF%CF%85%CF%82_%CE%9D%CE%BF69.pdf) Τελευταία ανάγνωση: 15/05/2014.
- Υπουργείο Οικονομικών (2013β) «Δελτίο Δημοσίου Χρέους Νο. 70». Στο site: [http://www.minfin.gr/content-api/f/binaryChannel/minfin/datastore/86/68/e9/8668e9ebb44d3f42efd3f02e4afde4cd8f6e950f/application/pdf/%CE%94%CE%B5%CE%BB%CF%84%CE%AF%CE%BF+%CE%94%CE%B7%CE%BC%CE%BF%CF%83%CE%AF%CE%BF%CF%85+%CE%A7%CF%81%CE%AD%CE%BF%CF%85%CF%82\\_%CE%9D%CE%BF69.pdf](http://www.minfin.gr/content-api/f/binaryChannel/minfin/datastore/86/68/e9/8668e9ebb44d3f42efd3f02e4afde4cd8f6e950f/application/pdf/%CE%94%CE%B5%CE%BB%CF%84%CE%AF%CE%BF+%CE%94%CE%B7%CE%BC%CE%BF%CF%83%CE%AF%CE%BF%CF%85+%CE%A7%CF%81%CE%AD%CE%BF%CF%85%CF%82_%CE%9D%CE%BF69.pdf)

- [api/f/binaryChannel/minfin/datastore/06/fb/88/06fb88b3b779ffcfc88f05062f930c195af416/application/pdf/%CE%94%CE%B5%CE%BB%CF%84%CE%AF%CE%BF\\_%CE%9D%CE%BF70.pdf](http://www.minfin.gr/content-api/f/binaryChannel/minfin/datastore/06/fb/88/06fb88b3b779ffcfc88f05062f930c195af416/application/pdf/%CE%94%CE%B5%CE%BB%CF%84%CE%AF%CE%BF_%CE%9D%CE%BF70.pdf) Τελευταία ανάγνωση: 15/05/2014.
- Υπουργείο Οικονομικών (2013γ) «Δελτίο Δημοσίου Χρέους Νο. 71». Στο site: [http://www.minfin.gr/content-api/f/binaryChannel/minfin/datastore/af/86/c8/af86c874e5d5dfc9d921b808b26839686882a132/application/pdf/%CE%94%CE%B5%CE%BB%CF%84%CE%AF%CE%BF\\_%CE%9D%CE%BF71.pdf](http://www.minfin.gr/content-api/f/binaryChannel/minfin/datastore/af/86/c8/af86c874e5d5dfc9d921b808b26839686882a132/application/pdf/%CE%94%CE%B5%CE%BB%CF%84%CE%AF%CE%BF_%CE%9D%CE%BF71.pdf) Τελευταία ανάγνωση: 15/05/2014.
  - Υπουργείο Οικονομικών (2013δ) «Δελτίο Δημοσίου Χρέους Νο. 72». Στο site: [http://www.minfin.gr/content-api/f/binaryChannel/minfin/datastore/c0/4a/7b/c04a7b4c0aa499cb68e754d7dafdd08cce4ca817/application/pdf/%CE%94%CE%B5%CE%BB%CF%84%CE%AF%CE%BF\\_%CE%9D%CE%BF72.pdf](http://www.minfin.gr/content-api/f/binaryChannel/minfin/datastore/c0/4a/7b/c04a7b4c0aa499cb68e754d7dafdd08cce4ca817/application/pdf/%CE%94%CE%B5%CE%BB%CF%84%CE%AF%CE%BF_%CE%9D%CE%BF72.pdf) Τελευταία ανάγνωση: 15/05/2014.
  - Υπουργείο Οικονομικών (2013ε) «Απάντηση Υπ. Οικονομικών σε επίκαιρη ερώτηση για ΤΑΠΠΕΔ, 19.04.2013». Στο site: <http://www.minfin.gr/portal/el/resource/contentObject/id/9c1ffe69-e38c-476b-a591-2900dcdd4b54> Τελευταία ανάγνωση: 15/05/2014
  - Υπουργείο Οικονομικών (2013στ) «Εισηγητική έκθεση Κρατικού Προϋπολογισμού 2014». Στο site: <http://www.minfin.gr/content-api/f/binaryChannel/minfin/datastore/01/38/f8/0138f8c746571755f6cde41c9eef37fe532d531/application/pdf/%CE%95%CE%99%CE%A3%CE%97%CE%93%CE%97%CE%A4%CE%99%CE%9A%CE%97+%CE%95%CE%9A%CE%98%CE%95%CE%A3%CE%97+%CE%A0%CE%A1%CE%9F%CE%AB%CE%A0%CE%9F%CE%9B%CE%9F%CE%93%CE%99%CE%A3%CE%9C%CE%9F%CE%A5+2014.pdf> Τελευταία ανάγνωση: 25/05/2014
  - Υπουργείο Οικονομικών (2014) «Δελτίο Δημοσίου Χρέους Νο. 73». Στο site: [http://www.minfin.gr/content-api/f/binaryChannel/minfin/datastore/3e/fb/37/3efb37990f750fc8d7918a5f384f72f00cef4944/application/pdf/%CE%94%CE%B5%CE%BB%CF%84%CE%AF%CE%BF\\_%CE%9D%CE%BF73n.pdf](http://www.minfin.gr/content-api/f/binaryChannel/minfin/datastore/3e/fb/37/3efb37990f750fc8d7918a5f384f72f00cef4944/application/pdf/%CE%94%CE%B5%CE%BB%CF%84%CE%AF%CE%BF_%CE%9D%CE%BF73n.pdf) Τελευταία ανάγνωση: 15/05/2014.