

# Η ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΧΡΕΟΥΣ

ΜΑΘΗΜΑΤΑ ΑΠΟ ΤΗΝ ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗ  
ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΧΡΕΟΥΣ ΤΟ 2012

ΜΙΡΑΝΤΑ ΞΑΦΑ



# Η ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΧΡΕΟΥΣ:

ΜΑΘΗΜΑΤΑ ΑΠΟ ΤΗΝ ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗ  
ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΧΡΕΟΥΣ ΤΟ 2012

**Μιράντα Ξαφά**



**Τίτλος πρωτοτύπου:** *Sovereign debt crisis management.  
Lessons from the 2012 Greek debt restructuring, by Miranda Xafa, 2014.*

Copyright © CIGI, 57 Erb Street West, Waterloo, Ontario, Canada (www.cigionline.org). All rights reserved.

---

ISBN: 978-960-9490-34-4

Copyright © για την ελληνική έκδοση: Εκδόσεις Κέρκυρα Α.Ε. – economia PUBLISHING  
1η έκδοση, Νοέμβριος 2014

**Παραγωγή: Εκδόσεις Κέρκυρα Α.Ε. – economia PUBLISHING**

**Μετάφραση:** Ανδρέας Αποστολίδης

**Σελιδοποίηση:** Μάκης Χριστόπουλος, Ατελιέ Κέρκυρα

**Κεντρική διάθεση:**



Εκδόσεις Κέρκυρα Α.Ε.

Βλαχάβα 6-8, 105 51 Αθήνα

Τηλ.: 210-3314.714, Fax: 210-3252.283

**sales@economia.gr • www.economia.gr**

**Like & Follow:**



**Εκδόσεις Κέρκυρα - Economia Publishing**



**economiagroup**



**economiagr**

Οι απόψεις που εκφράζονται στην παρούσα έκδοση είναι της συγγραφέως και σε καμία περίπτωση δεν ταυτίζονται απαραίτητα με εκείνες της CIGI.  
Απαγορεύεται η αναδημοσίευση και γενικά η αναπαραγωγή του παρόντος έργου με οποιονδήποτε τρόπο, τμηματικά ή περιληπτικά, στο πρωτότυπο ή σε μετάφραση ή σε άλλη διασκευή, χωρίς τη γραπτή άδεια του εκδότη και των δημιουργών.

# ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

5 Για τη συγγραφέα

5 Συντομογραφίες

6 Πρόλογος στην ελληνική έκδοση

7 Σύνοψη

7 Εισαγωγή

## 9 Α. Το ιστορικό της αναδιάρθρωσης του ελληνικού χρέους το 2012

9 1. Το πρόγραμμα της ΕΕ/ ΔΝΤ το Μάιο 2010

11 2. Η απόφαση για το PSI τον Ιούλιο 2011

12 3. Η ανταλλαγή χρέους το Μάρτιο 2012

15 4. Η επαναγορά χρέους το Δεκέμβριο 2012

## 16 Β. Ανοιχτά ζητήματα της αναδιάρθρωσης

16 1. Η χρονική επιλογή

16 - Η βιωσιμότητα του χρέους

18 - Το μέγεθος του κουρέματος

18 - Η μη συμμετοχή της ΕΚΤ και των άλλων εθνικών κεντρικών τραπεζών (NCBs)

19 2. Εθελοντική αναδιάρθρωση σε αντιδιαστολή με άτακτη χρεοκοπία

20 3. Η μετάδοση της κρίσης

23 4. Προτεραιότητα αποπληρωμής (seniority)

24 5. Η ενεργοποίηση των ρητρών συλλογικής δράσης (CACs) και η πληρωμή των συμβολαίων CDS

25 6. Οι ρήτρες συνάθροισης (aggregation clauses) και το πρόβλημα των μη αποδεχόμενων τη ρύθμιση (holdouts)

26 7. Η πιστωτική αναβάθμιση

## 27 Γ. Συμπεράσματα

28 Ευχαριστίες

29 Βιβλιογραφία

31 Τι είναι το CIGI



## ΜΙΡΑΝΤΑ ΞΑΦΑ



Η Μιράντα Ξαφά είναι συνεργάτης του CIGI. Είναι επίσης διευθύνουσα σύμβουλος της E.F. Consulting, συμβουλευτικής εταιρείας με αντικείμενα τα οικονομικά και χρηματοπιστωτικά θέματα της ευρωζώνης. Στο CIGI ασχολείται κυρίως με τις κρίσεις δημοσίου χρέους και την εξαγωγή διδαγμάτων από την αναδιάρθρωση του ελληνικού χρέους, χρήσιμων σε περίπτωση μελλοντικών κρίσεων χρέους.

Από το 2004 έως το 2009 διετέλεσε μέλος του Εκτελεστικού Συμβουλίου του ΔΝΤ στην Ουάσινγκτον, όπου είχε προηγουμένως εργασθεί ως στέλεχος. Το 1991-93 εργάστηκε ως Διευθύντρια του Οικονομικού Γραφείου του Πρωθυπουργού Κωνσταντίνου Μητσοτάκη. Από το 1994 έως το 2003 ήταν αναλύτρια χρηματοπιστωτικών αγορών και εμπειρογνώμων της Salomon Brothers / Citigroup στο Λονδίνο. Έχει διδάξει οικονομικά στο πανεπιστήμιο Pennsylvania των ΗΠΑ, όπου έκανε τις μεταπτυχιακές της σπουδές, και στο Princeton, ενώ έχει δημοσιεύσει άρθρα και μελέτες πάνω σε διεθνή οικονομικά θέματα.

## ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ

|      |                                                                                                    |
|------|----------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Bps  | basis points – μονάδες βάσης                                                                       |
| CACs | collective action clauses – ρήτρες συλλογικής δράσης                                               |
| CDS  | credit default swap – ασφάλιστρα έναντι του κινδύνου αθέτησης πληρωμών                             |
| DSA  | Debt Sustainability Analysis – Ανάλυση της Βιωσιμότητας του Χρέους                                 |
| EBA  | European Banking Authority – Ευρωπαϊκή Τραπεζική Αρχή                                              |
| ELA  | Exceptional Liquidity Assistance – Μηχανισμός Έκτακτης Παροχής Ρευστότητας                         |
| G20  | Group of Twenty – Ομάδα των 20                                                                     |
| ECB  | European Central Bank – Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ)                                           |
| EFSD | European Financial Stability Fund – Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας                |
| ESM  | European Stability Mechanism – Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας                                  |
| GLF  | Greek Loan Facility – Ελληνική Δανειακή Διευκόλυνση                                                |
| GGBs | Greek government bonds – Ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου                                            |
| IIF  | Institute for International Finance – Διεθνές Χρηματοπιστωτικό Ινστιτούτο                          |
| IMF  | International Monetary Fund – Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ)                                     |
| ISDA | International Swaps and Derivatives Association – Διεθνής Ένωση Συμβάσεων Ανταλλαγής και Παραγώγων |
| NCBs | national central banks – εθνικές κεντρικές τράπεζες                                                |
| NPV  | net present value – καθαρή παρούσα αξία                                                            |
| OMT  | Outright Monetary Transactions – Πρόγραμμα Άμεσης Επαναγοράς Ομολόγων                              |
| OSI  | official sector involvement – συμμετοχή του δημόσιου τομέα                                         |
| PSI  | private sector involvement – συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα                                         |
| SDRM | Sovereign Debt Restructuring Mechanism – Μηχανισμός Αναδιάρθρωσης του Δημοσίου Χρέους              |
| SMP  | Securities Market Program – Πρόγραμμα Αγοράς Αξιών                                                 |



## ΠΡΟΛΟΓΟΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΕΚΔΟΣΗ

– Πώς χρεοκοπήσατε?  
– Με δύο τρόπους. Σταδιακά, και μετά ξαφνικά.

Ernest Hemingway, *The Sun Also Rises*

Κάπως έτσι χρεοκόπησε η Ελλάδα. Σταδιακά, με τη έλευση του ΠΑΣΟΚ στην εξουσία το 1981 και τη σπάταλη διαχείριση που το συνόδευσε, με έμφαση στην αναδιανομή και όχι στην παραγωγή πλούτου. Μετά την είσοδο της Ελλάδας στην Ευρωζώνη το 2001, το «μέρισμα» που προσέφερε το ευρώ με τη δραστηκή μείωση των επιτοκίων δανεισμού κατασπαταλήθηκε, το κράτος διογκώθηκε περαιτέρω, και η κατανάλωση με δανεικά συνεχίστηκε. Ενδιάμεσα έγιναν προσπάθειες συγκράτησης των ελλειμμάτων από τις κυβερνήσεις Μητσotάκη (1990-93) και Σημίτη (1996-00), χωρίς όμως να μπορέσουν να αποτρέψουν το μοιραίο.

Η Ελλάδα χρεοκόπησε «ξαφνικά» το Μάιο 2010, όταν έληγαν 10 δισ. ευρώ ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου που οι διεθνείς κεφαλαιαγορές δεν είχαν καμία διάθεση να αναχρηματοδοτήσουν. Η χώρα δεν είχε άλλη επιλογή παρά να ζητήσει τη συνδρομή των εταίρων της στην Ευρωζώνη και του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου προκειμένου να αποφυγεί το χάος μίας άτακτης χρεοκοπίας και εξόδου από την Ευρωζώνη. Το πρώτο πακέτο διάσωσης που συμφωνήθηκε με την τρίκα το Μάιο 2010, ύψους 110δισ. ευρώ, δεν προέβλεπε αναδιάρθρωση του χρέους. Υποκύπτοντας στην πίεση των Ευρωπαίων, η διοίκηση του ΔΝΤ εισηγήθηκε την έγκριση δανείου ύψους 30δισ. ευρώ (27% του συνολικού πακέτου), παρά το γεγονός ότι δεν μπορούσε να πιστοποιήσει ότι το χρέος ήταν πιθανότατα βιώσιμο, όπως απαιτείται για κάθε μεγάλο δάνειο του οργανισμού. Τροποποίησε μάλιστα το πλαίσιο κανόνων που διέπουν τέτοια δάνεια, εισάγοντας μία «συστημική εξαίρεση» (systemic exemption) σε περιπτώσεις όπου υπάρχουν βάσιμοι φόβοι μετάδοσης της κρίσης. Αυτή η εξαίρεση χαμήλωσε τον πήχη όσον αφορά το κριτήριο βιωσιμότητας του χρέους, καθυστερώντας την απαραίτητη αναδιάρθρωσή του.

Το άρθρο 125 της Συνθήκης του Μάαστριχτ, που προβλέπει τη «μη διάσωση» υπερχρεωμένων χωρών-μελών («no bailout» clause), συνεπάγεται ότι οι ιδιώτες επενδυτές πρέπει να επωμιστούν τυχόν ζημιές από ασύνετο δανεισμό σε χώρες-μέλη. Μόλις όμως ξέσπασε η κρίση, αυτή η δέσμευση ξεχάστηκε διότι θεωρήθηκε ότι θα είχε καταστροφικές επιπτώσεις δημιουργώντας ένα ντόμινο που θα έπληττε τις άλλες αδύναμες χώρες της περιφέρειας και απειλώντας την ίδια την ύπαρξη του Ευρώ. Επί πλέον, υπήρχε ανησυχία για τις ζημιές που θα υφίσταντο οι τράπεζες του πυρήνα της Ευρωζώνης (Γαλλία και Γερμανία) που διακατείχαν μεγάλο τμήμα των ομολόγων του ελληνικού δημοσίου. Όμως η καθυστέρηση του αναπόφευκτου δεν λύνει το πρόβλημα, απλώς το μεταθέτει και το μεγεθύνει. Πακέτα διάσωσης που δεν λύνουν το πρόβλημα της βιωσιμότητας του χρέους δεν πείθουν τις αγορές και δεν καταφέρνουν να εμποδίσουν την διάχυση της κρίσης. Γι' αυτό το σκοπό χρειάζονται κοινοί μηχανισμοί προστασίας με επάρκεια κεφαλαίων, και υποστηρικτικές διαδικασίες διαχείρισης της κρίσης, που θα δημιουργούσαν ανάχωμα στη μετάδοσή της. Αυτοί οι θεσμοί έλλειπαν από την αρχιτεκτονική της ευρωζώνης όταν η Ελλάδα χρεοκόπησε.

Το ΔΝΤ τώρα προτείνει να αντικαταστήσει τη «συστημική εξαίρεση» με «αναδιάταξη» (reprofiling) του χρέους, δηλ. παράταση των προθεσμιών λήξης των ομολόγων για 1-3 χρόνια, σε περιπτώσεις χωρών που έχουν χάσει την πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές και η φερεγγυότητά τους είναι αβέβαιη. Στόχος της προτεινόμενης αναδιάταξης χρέους είναι να αποφευχθεί η διάσωση (bailout) των ιδιωτών ομολογιούχων με κρατικά δάνεια σε περιπτώσεις που το χρέος τελικά αποδεικνύεται μη βιώσιμο. Αν αυτή η πρόταση είχε εφαρμοστεί στην περίπτωση της Ελλάδας το Μάιο του 2010, το δημόσιο χρέος θα ήταν σήμερα χαμηλότερο κατά 31δισ. ευρώ (17% του ΑΕΠ), διότι τελικά θα είχαν κουρευτεί κατά 53.5% και τα 58δισ. ευρώ που έληξαν την περίοδο από τον Μάιο 2010 μέχρι το Φεβρουάριο 2012 που συμφωνήθηκε το PSI.

Άλλο ερωτηματικό είναι η εξαίρεση των Τραπεζών του Ευρωσυστήματος από το κούρεμα που επιβλήθηκε στους ιδιώτες ομολογιούχους (PSI). Είναι γεγονός ότι οι τράπεζες αυτές συμφώνησαν να επιστρέψουν στην Ελλάδα τα κέρδη τους από τα ομόλογα του ΕΔ, τα οποία όμως είχαν αγοράσει σε τιμές πολύ υψηλότερες σε σχέση με το κούρεμα των 53.5% που υπέστησαν οι ιδιώτες ομολογιούχοι. Αντίθετα, τα ομόλογα του ΕΔ που κατείχε η κεντρική τράπεζα της Κίνας κουρεύτηκαν κατά 53.5%, θέτοντας σε αμφισβήτηση κάθε έννοια ίσης μεταχείρισης. Στη συνεδρίαση του Εκτελεστικού Συμβουλίου του ΔΝΤ που ενέκρινε το πρώτο δάνειο, ο εκπρόσωπος της Κίνας δεν έθεσε θέμα προκειμένου να μην παρεμποδίσει την έγκριση του δανείου. Όμως παραμένει ανοικτό το θέμα των συγκεκριμένων πράξεων που καλύπτει η απαγόρευση της νομισματικής χρηματοδότησης των ελλειμμάτων την οποία επικαλέστηκε η ΕΚΤ για να μην κουρευτούν τα ομόλογα που κατείχε, και η οποία δοκιμάζεται σήμερα στο Ευρωπαϊκό Δικαστήριο με αφορμή τις ενστάσεις στο Πρόγραμμα Άμεσης Επαναγοράς Ομολόγων της ΕΚΤ (OMT).

Η καθυστέρηση στο PSI και η εξαίρεση των τραπεζών του Ευρωσυστήματος αποτελούν ισχυρά επιχειρήματα υπέρ μίας διαγραφής μέρους του χρέους της Ελλάδας προς τον επίσημο τομέα σήμερα. Όμως το αδύναμο διαπραγματευτικό σημείο της Ελλάδας παραμένει η μη εφαρμογή των διαρθρωτικών αλλαγών που θα βοηθούσαν να καταστεί το χρέος βιώσιμο με την ενίσχυση των επενδύσεων και της ανάπτυξης. Η Ελλάδα διατηρεί ακόμη και σήμερα ένα ακραίο πελατειακό σύστημα με ισχυρά συμφέροντα που εμποδίζουν τις μεταρρυθμίσεις. Με το μάτι στις κάλπες, η κυβέρνηση προσπαθεί να αναβάλλει τις αναγκαίες αλλαγές που θα ισοσκελίσουν τον προϋπολογισμό και θα καταστήσουν την Ελλάδα ελκυστικό πόλο έλξεων επενδύσεων, ενώ η αντιπολίτευση υποσχεται επιστροφή στο παρελθόν. Η εκτόξευση των spread μόλις η κυβέρνηση ανακοίνωσε πρώιμα «καθαρή έξοδο» από το πρόγραμμα ΕΕ/ΔΝΤ τον Οκτώβριο 2014 δείχνει πόσο λίγη πίστη έχουν οι αγορές στην εμπέδωση της προόδου που έχει συντελεστεί. Όσο η Ελλάδα δεν καταβάλλει συντονισμένη προσπάθεια να επιστρέψει σε αυτοδύναμη ανάπτυξη με συγκεκριμένα μέτρα, χρονοδιαγράμματα και αιτιολογήσεις, και όχι με ευχολόγια περί εξωστρέφειας, τόσο μειώνεται η διάθεση των εταίρων μας για περαιτέρω παραχωρήσεις και των αγορών για δανεισμό. Εφάπαξ μείωση του χρέους χωρίς ανάπτυξη και δημοσιονομική σταθερότητα δεν οδηγεί σε βιωσιμότητα. Όπως και να καταλήξει η διαπραγματεύση, το βέβαιο είναι ότι τα θέματα που άνοιξε το PSI θα συζητούνται για πολλά χρόνια ακόμα.

## ΣΥΝΟΨΗ

Η ανταλλαγή του ελληνικού χρέους το 2012 αποτέλεσε ορόσημο στην κρίση χρέους της ευρωζώνης. Δημιούργησε φόβους μετάδοσης της κρίσης και θεωρήθηκε ως απειλή για το ίδιο το ευρώ. Αν και επέτυχε μια ιστορικά άνευ προηγουμένου ελάφρυνση του χρέους, ύψους 106 δισεκατομμυρίων ευρώ (55% του ΑΕΠ), υπήρξε «πολύ μικρή, πολύ αργά» ως προς την αποκατάσταση της βιωσιμότητάς του. Υπάρχει μια έντονη αντιπαράθεση σχετικά με το κατά πόσον η αναδιάρθρωσή του έπρεπε να είχε γίνει νωρίτερα, όταν συμφωνήθηκε το πρόγραμμα προσαρμογής της Ελλάδας το Μάιο 2010. Η παρούσα μελέτη υποστηρίζει ότι ένα βαθύ κούρεμα από την αρχή, υπό την απειλή νομοθετικών ρυθμίσεων, θα είχε θεωρηθεί κίνηση υπερβολική και βαθύτατα καταναγκαστική. Όμως, η καθυστέρηση της αναδιάρθρωσης από το μέσο του 2011 κι ύστερα, όταν δηλαδή έγινε σαφές ότι το χρέος της Ελλάδας δεν ήταν βιώσιμο, υπήρξε αδικαιολόγητη. Η καθυστέρηση περιόρισε το ύψος του χρέους στα χέρια ιδιωτών που υπήρξε τελικά αντικείμενο του κουρέματος, καθιστώντας ενδεχομένως αναπόφευκτη στη συνέχεια την αναδιάρθρωση του χρέους που κατέχει ο επίσημος τομέας. Οι αρχικοί φόβοι ότι η αναδιάρθρωση του ελληνικού χρέους θα αποτελούσε σοβαρή απειλή για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα της ευρωζώνης αποδείχθηκαν υπερβολικοί. Αντίθετα, αποδείχθηκε ότι μια εύρυθμη αναδιάρθρωση χρέους σε συνεννόηση με τους πιστωτές, πριν εκδηλωθεί αδυναμία πληρωμής, είναι εφικτή σε μια νομισματική ένωση, με την προϋπόθεση της επαρκούς προστασίας της υπόλοιπης ζώνης από τον κίνδυνο μετάδοσης της κρίσης. Με τους μηχανισμούς και τις διαδικασίες διαχείρισης κρίσεων πλέον σε ισχύ, και με μια πολύ πιο αυστηρή δημοσιονομική εποπτεία, η ελληνική εμπειρία πιθανότατα θα παραμείνει μοναδική στην ιστορία των αναδιρθρώσεων δημοσίου χρέους. Παρ' όλ' αυτά μερικά διδάγματα μπορούν να εξαχθούν βάσει των συγκεκριμένων χαρακτηριστικών της.

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η ανταλλαγή ελληνικού χρέους που μεθοδεύθηκε το 2012 και η επακόλουθη επαναγορά του απετέλεσε ένα επεισόδιο-κλειδί στην κρίση της ευρωζώνης που ξέσπασε το 2009. Ήταν η μεγαλύτερη αναδιάρθρωση χρέους στην παγκόσμια ιστορία των κρατικών χρεοκοπιών και η πρώτη εντός ευρωζώνης. Η ιστορική σημασία της έγκειται όχι μόνο στο πρωτόγνωρο μέγεθός της – με την ανταλλαγή χρέους ύψους 200 δισεκατομμυρίων ευρώ και επαναγορά χρέους 30 δισεκατομμυρίων – αλλά επίσης στην επιλογή της χρονικής στιγμής που πραγματοποιήθηκε, στο μέγεθος της ζημιάς που υπέστησαν οι πιστωτές, στους όρους εφαρμογής της και στην δυνατότητα μετάδοσης της κρίσης στην υπόλοιπη περιφέρεια της ευρωζώνης.

Η Ελλάδα ήταν η πρώτη χώρα που έχασε τη δυνατότητα πρόσβασης στις αγορές κεφαλαίων το Μάιο 2010, με την Ιρλανδία να ακολουθεί το Νοέμβριο 2010 και την Πορτογαλία το Μάιο 2011. Η Ισπανία και η Κύπρος ζήτησαν κι αυτές οικονομική βοήθεια το 2012 και 2013 αντίστοιχα, αν και η Ισπανία ζήτησε χρηματοδότηση μόνο για την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών της, αντί για πλήρη διάσωση. Η Ιταλία φαίνεται απίθανο να ζητήσει διάσωση αφότου ο νεοεκλεγείς πρωθυπουργός Matteo Renzi ξεκίνησε μια σειρά από μακρόπνοες οικονομικές και πολιτικές μεταρρυθμίσεις την άνοιξη του 2014. Η Ιρλανδία εξήλθε της επίσημης στήριξης στο τέλος του 2013 και ακολούθησε η Πορτογαλία το Μάιο 2014. Η Ελλάδα είναι η μόνη χώρα της ευρωζώνης που έχει αναδιρθρώσει το χρέος της, και οι προσδοκίες πως και άλλες χώρες της περιφέρειας θα ακολουθούσαν έχουν υποχωρήσει.

Η μελέτη αυτή εξετάζει την ανταλλαγή του ελληνικού χρέους (PSI) και την επακόλουθη επαναγορά (debt buyback) μέσα στο πλαίσιο της κρίσης της ευρωζώνης, με στόχο την εξαγωγή χρήσιμων συμπερασμάτων για μια μελλοντική αναδιάρθρωση χρέους στην ευρωζώνη και πέρα από αυτήν. Αρκετοί παρατηρητές έχουν αποδοκιμάσει την καθυστέρηση στην αναδιάρθρωση του ελληνικού χρέους, η οποία έγινε σχεδόν δύο χρόνια αφότου τέθηκε σε εφαρμογή το πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής τον Μάιο 2010. Όμως είναι αμφίβολο κατά πόσο μια αναδιάρθρωση νωρίτερα με τους ίδιους όρους θα ήταν πολιτικά εφικτή, με δεδομένες τις επιπτώσεις στους ισολογισμούς των τραπεζών σε χώρες του πυρήνα της ευρωζώνης – κυρίως της Γαλλίας και της Γερμανίας – καθώς και το φόβο της μετάδοσης της κρίσης στην περιφέρεια. Κρίνοντας εκ των υστέρων, είναι επίσης αμφίβολο αν μια πρόωγη αναδιάρθρωση με τους ίδιους όρους θα είχε επιτύχει τη βιωσιμότητα του χρέους, με δεδομένη τη μεγαλύτερη του αναμενόμενου κατάρρευση της παραγωγής και των συνεπειών της στα δημόσια οικονομικά και στους ισολογισμούς των τραπεζών. Παρ' όλ' αυτά, η μελέτη



συμπεραίνει ότι οι φόβοι μετάδοσης της κρίσης ήταν υπερβολικοί και ότι η αναδιάρθρωση θα μπορούσε να γίνει νωρίτερα δίχως να υπονομευθεί η σταθερότητα. Η καθυστέρηση της αναδιάρθρωσης συνεπάγονταν ότι το οικονομικό κόστος για την Ελλάδα ήταν υψηλότερο απ' ό,τι χρειαζόταν. Το διακρατούμενο στο εξωτερικό χρέος παρέμεινε μεγαλύτερο απ' ό,τι θα ήταν διαφορετικά, πράγμα που κατέστησε μεγαλύτερη τη μελλοντική μεταφορά πόρων που απαιτούνται για την εξυπηρέτησή του.

Η καθυστέρηση της αναδιάρθρωσης του ελληνικού χρέους, και η γενναϊόδωρη αντιμετώπιση όσων πιστωτών αρνήθηκαν να συμμετάσχουν σε αυτή, προκάλεσε τη διατύπωση προτάσεων για μια ενδιάμεση προσέγγιση μεταξύ των δύο άκρων: από τη μία ενός νομοθετημένου Μηχανισμού Αναδιάρθρωσης του Δημοσίου Χρέους (SDRM) που προτάθηκε από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ) ύστερα από τη χρεοκοπία της Αργεντινής το 2001, αλλά απορρίφθηκε από τους πιστωτές (Krueger 2002), και από την άλλη της επικρατούσας συμβατικής προσέγγισης<sup>1</sup>, στηριγμένη σε Ρήτρες Συλλογικής Δράσης (CACs)<sup>2</sup>, όπου οι όροι της αναδιάρθρωσης συμφωνούνται με τους πιστωτές κατά περίπτωση. Καθώς υπάρχει περιορισμένη διάθεση για την αναβίωση του SDRM ή την υιοθέτηση διαφόρων μέτρων δικαστικής εποπτείας ή διαιτησίας, οι περισσότερες προτάσεις σήμερα επικεντρώνονται στη βελτίωση του ισχύοντος καθεστώτος των CACs, ώστε να διασφαλίζεται η συμμετοχή των πιστωτών και να επιταχύνονται οι διαπραγματεύσεις. Το ΔΝΤ εξετάζει λύσεις εναλλακτικές του SDRM που θα ήταν αποδεκτές από τους πιστωτές, καθιστώντας τη συμβατική προσέγγιση αποτελεσματικότερη μέσα από πιο ισχυρές ρήτρες συνάθροισης (aggregation clauses) στα πλαίσια των CACs (IMF 2013a). Για να περιορισθεί ο κίνδυνος να χρησιμοποιηθούν οι πόροι του Ταμείου για τη διάσωση ιδιωτών πιστωτών σε περιπτώσεις που το χρέος δεν είναι βιώσιμο, το ΔΝΤ έχει προτείνει επίσης παράταση της προθεσμίας λήξης των ομολόγων (bail-in) ως προϋπόθεση για τη χορήγηση βοήθειας σε περιπτώ-

σεις που ο οφειλέτης έχει χάσει την πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές, μέχρι να ληφθεί μια σαφής απόφαση για την αναγκαιότητα ή μη κουρέματος.

Άλλες προτάσεις περιλαμβάνουν επίσης τη δημιουργία ενός Φόρουμ Δημοσίου Χρέους ως μέσου για τη διαρκή βελτίωση της διαδικασίας αντιμετώπισης των προβλημάτων της εξυπηρέτησης του δημοσίου χρέους και για τη διεξαγωγή προληπτικών συζητήσεων ανάμεσα στους οφειλέτες και τους πιστωτές, ώστε να διαμορφώνουν εγκαίρως μια κοινή αντίληψη της κατάστασης και να αποφεύγεται το ξέσπασμα μίας πλήρους κρίσης δημοσίου χρέους.

Από την άλλη, οι ιδιώτες πιστωτές (που εκπροσωπούνται από το Διεθνές Χρηματοπιστωτικό Ινστιτούτο (IIF), μία διεθνή ένωση χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων) πιστεύουν ότι οι καλόπιστες διαπραγματεύσεις παραμένουν το πιο αποτελεσματικό πλαίσιο για την επίτευξη εκούσιας συμφωνίας για την αναδιάρθρωση, ειδικά στις περίπλοκες περιπτώσεις των οφειλετών που είναι μέλη νομισματικών ενώσεων. Παρ' όλ' αυτά το IIF αναγνωρίζει ότι περαιτέρω βελτιώσεις είναι δυνατές και επιθυμητές, ακόμα και για πιο ισχυρές ρήτρες συνάθροισης. Αντίθετα, «η επιβολή από τον οφειλέτη μη διαπραγματεύσιμων, μονομερών συμφωνιών με την συναίνεση του ΔΝΤ σε περιπτώσεις καταστάσεων προ-χρεωκοπίας θα υπονόμει σοβαρά τα δικαιώματα του πιστωτή και την εμπιστοσύνη της αγοράς, και συνεπώς θα αύξανε το ασφάλιστρο κινδύνου που ενσωματώνεται στις αποδόσεις των ομολόγων στην δευτερογενή αγορά για τον εμπλεκόμενο οφειλέτη και άλλους οφειλέτες σε παρόμοιες καταστάσεις» (IIF 2014).

Συνολικά η ελληνική εμπειρία δείχνει πως μια ομαλή αναδιάρθρωση είναι εφικτή σε μια νομισματική ένωση, όμως απαιτούνται θεσμοί που θα στηρίζουν τη διαχείριση της κρίσης προκειμένου αυτή να ολοκληρωθεί ομαλά, χωρίς να διαδοθεί. Η άποψη που επικρατούσε πριν από την κρίση θεωρούσε πως καμία αναδιάρθρωση χρέους δεν θα ήταν ποτέ αναγκαία στην ευρωζώνη, καθώς το Σύμφωνο Σταθερότητας - μιας συμφωνίας μεταξύ των μελών της ΕΕ να διατηρείται η δημοσιονομική πειθαρχία - θα διασφάλιζε τη βιωσιμότητα του χρέους. Οι ιδιώτες επενδυτές υπέθεσαν, λανθασμένα, ότι δεν υπήρχε κίνδυνος χρεωκοπίας ενός κράτους-μέλους της ευρωζώνης. Οι θεσμοί και οι διαδικασίες διαχείρισης της κρίσης χρειάστηκε να εφευρεθούν *in medias res*, καθώς δεν υπήρχε καμία προετοιμασία για μια κρατική χρεοκοπία. Η πολιτική παράλυση και τα αντικρουόμενα μηνύματα των πολιτικών επιδείνωσαν την κρίση. Με υπαρκτούς πλέον τους θεσμούς και τις διαδικασίες διαχείρισης κρίσεων στην ευρωζώνη, η ελληνική εμπειρία πιθανότατα θα παραμείνει μοναδική στην ιστορία των αναδιάρθρωσεων χρέους, αν και μπορεί να αποκομίσει κανείς μερικά διδάγματα από τα συγκεκριμένα χαρακτηριστικά της.

[1] Η συμβατική προσέγγιση δίνει έμφαση στις εθελοντικές συμφωνίες που επιτυγχάνονται καλή τη πίστει, και περιγράφεται στο Principles for Stable Capital Flows and Fair Debt Restructuring, τον εθελοντικό κώδικα συμπεριφοράς που έχει συμφωνηθεί ανάμεσα σε κρατικούς οφειλέτες και ιδιώτες πιστωτές, τον οποίο προσυπέγραψε η Ομάδα των Είκοσι (G20) το Νοέμβριο του 2004. Το Διεθνές Χρηματοπιστωτικό Ινστιτούτο (IIF) υιοθέτησε πρόσφατα ένα Παράρτημα στο Principles που λαμβάνει υπόψη του την εμπειρία της αναδιάρθρωσης του ελληνικού χρέους (IIF 2012).

[2] Τα CACs βοηθούν να ξεπεραστούν τα προβλήματα συντονισμού των πιστωτών επιτρέποντας να τροποποιηθούν σημαντικοί όροι της σύμβασης των ομολόγων από μια καθορισμένη πλειοψηφία των κατόχων. Διευκολύνουν μια αναδιάρθρωση του χρέους καθιστώντας τις τροποποιήσεις αυτές δεσμευτικές για όλους τους κατόχους, ακόμα και για όσους ψήφισαν εναντίον τους. Ουσιαστικά τα CACs εκμηδενίζουν τα δικαιώματα που απορρέουν από συμβάσεις μέσα από πλειοψηφικές ψηφοφορίες, δίχως δικαστική εποπτεία και εκτός νομοθετικών κανόνων.

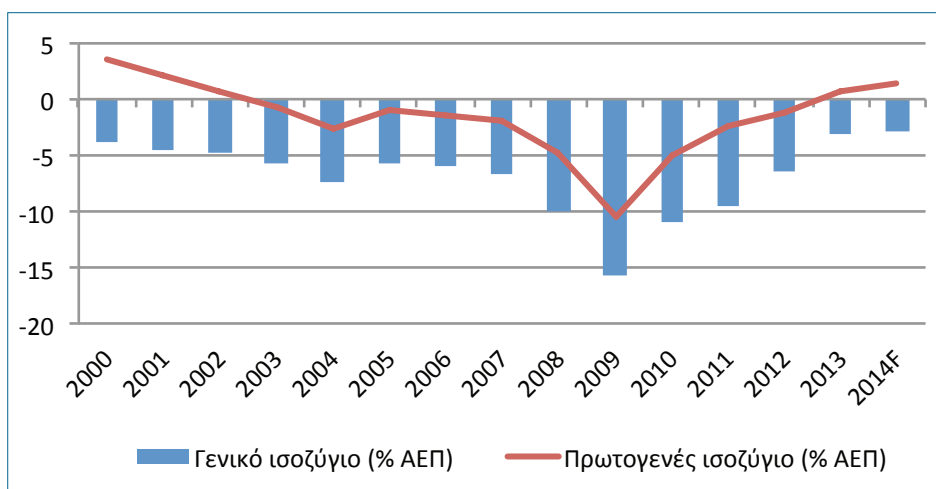
## Α. ΤΟ ΙΣΤΟΡΙΚΟ ΤΗΣ ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΧΡΕΟΥΣ ΤΟ 2012

### 1. ΤΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΕΕ / ΔΝΤ ΤΟ ΜΑΙΟ 2010

Η Ελλάδα γνώρισε ρυθμούς ανάπτυξης πάνω από το μέσο όρο μετά την είσοδό της στην ευρωζώνη το 2001. Η εκμηδένιση του συναλλαγματικού κινδύνου μείωσε τα επιτόκια σε ιστορικά χαμηλό επίπεδο, ενώ οι αγορές ξέχασαν τον πιστωτικό κίνδυνο. Η ανάπτυξη τροφοδοτήθηκε από εγχώρια κατανάλωση στηριγμένη στον δανεισμό και από επεκτατική δημοσιονομική πολιτική. Τα ευρύτερα δημοσιονομικά περιθώρια που δημιουργήθηκαν από το «μέρισμα του ευρώ», καθώς αυτό περιέκοψε δραστικά την δαπάνη για τόκους, σπαταλήθηκαν

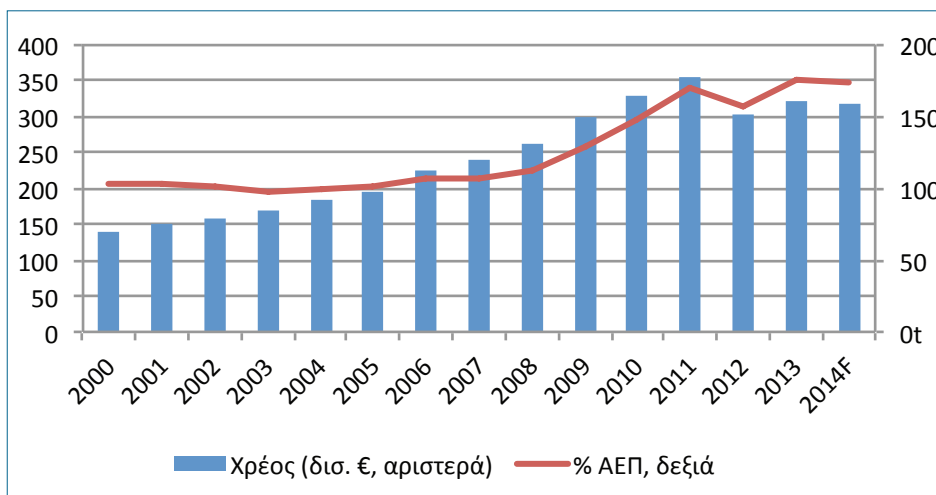
σε βραχυπρόθεσμα οφέλη, ενώ η μεγάλη αύξηση του ΑΕΠ (εν μέρει λόγω αλλαγής του τρόπου υπολογισμού του) συγκάλυψε πρόσκαιρα την αύξηση του δημοσίου χρέους. Ο πληθωρισμός παρέμεινε επίμονα πάνω από τον μέσο όρο της ευρωζώνης και οι πόροι μεταφέρθηκαν από τους διεθνώς εμπορεύσιμους κλάδους, όπως η βιομηχανία, που λειτουργούν ως «αποδέκτες τιμών» από την διεθνή αγορά, στους περισσότερο κερδοφόρους προστατευμένους κλάδους, όπως η οικοδομή και το λιανεμπόριο. Όταν ξέσπασε η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2008, το έλλειμμα γενικής κυβέρνησης στην Ελλάδα είχε φθάσει το 9,9% του ΑΕΠ και το εξωτερικό έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών το 14,9% του ΑΕΠ, αφήνοντας τη χώρα εκτεθειμένη σε μια ενδεχόμενη «ξαφνική στάση» εισροής κεφαλαίων.

**Διάγραμμα 1: Ισοζύγιο γενικής κυβέρνησης**



Πηγή: IMF (2014)

**Διάγραμμα 2: Χρέος γενικής κυβέρνησης**



Πηγή: IMF (2014)

Η ελληνική κρίση χρέους πυροδοτήθηκε από την αποκάλυψη της νεοεκλεγείσας κυβέρνησης Παπανδρέου τον Οκτώβριο του 2009 ότι το έλλειμμα του προϋπολογισμού θα ανέρχονταν στο 12,5% του ΑΕΠ, δηλαδή περισσότερο από το διπλάσιο του ελλείμματος που είχε δηλωθεί προηγουμένως (αργότερα θα επιβεβαιωνόταν στο 15,6%). Η μεγάλη ανακολουθία στους αριθμούς που δηλώνονταν υπονόμωσε την αξιοπιστία της εποπτείας του προϋπολογισμού από την ΕΕ και σταδιακά αύξησε κατακόρυφα το κόστος δανεισμού της Ελλάδας. Η διολίσθηση επιταχύνθηκε μετά την υποβάθμιση της Ελλάδας κατά μια βαθμίδα από τη Standard and Poor's και τη Moody's το Δεκέμβριο του 2009 σε BBB+ και A2 αντίστοιχα. Η ανησυχία πως τα ομόλογα του ελληνικού δημοσίου (GGBs) δεν θα γίνονταν πλέον αποδεκτά από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) για πράξεις αναχρηματοδότησης αφού οι κανόνες αποδοχής ενέχυρου (collateral) επέστρεφαν στα προ-κρίσης επίπεδα στο τέλος του 2010, προκάλεσε ξεπούλημά τους. Η διαφορά απόδοσης των 10ετών ελληνικών ομολόγων έναντι των γερμανικών αυξήθηκε σταδιακά, από τις 130 μονάδες βάσης (bps) στα τέλη Σεπτεμβρίου 2009 στις 600 μονάδες εν όψει των τεράστιων λήξεων ομολόγων, ύψους άνω των 8δισ. ευρώ το μήνα, που έπρεπε να αποπληρωθούν τον Απρίλιο και Μάιο 2010, όταν η Ελλάδα έχασε την πρόσβαση στις αγορές κεφαλαίων. Τέλη Απριλίου η Standard and Poor's υποβάθμισε το χρέος της Ελλάδας τρεις βαθμίδες σε επίπεδο «σκουπιδιού» (BB+), με αρνητική προοπτική. Για να προλάβει μαζικό ξεπούλημα, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα υποχρεώθηκε να αλλάξει τους κανόνες αποδεκτού ενέχυρου ώστε τα ομόλογα του ελληνικού δημοσίου να παραμείνουν αποδεκτά σε πράξεις αναχρηματοδότησης (ECB 2010α)<sup>3</sup>

Ενώ η κρίση βρισκόταν σε εξέλιξη, η Γερμανία και άλλες πλεονασματικές χώρες, απέφυγαν αρχικά να στείλουν ένα σαφές μήνυμα προθυμίας να στηρίξουν την Ελλάδα. Επικαλέστηκαν την διάταξη περί «μη διάσωσης» που είναι διακηρυγμένη στο Άρθρο 125 της Συνθήκης ΕΕ, αλλά τελικά συμφώνησαν να προσφέρουν οικονομική βοήθεια. Οι διαπραγματεύσεις για ένα πακέτο διάσωσης βρίσκονταν ήδη σε προχωρημένο στάδιο τη στιγμή που η Ελλάδα αποκλείστηκε από τις αγορές κεφαλαίων. Ένα τριετές πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής συμφωνήθηκε στις αρχές Μαΐου 2010, στηριγμένο σε επίσημη χρηματοδότηση 110 δισεκατομμυρίων ευρώ (48% του ΑΕΠ) από τις χώρες της ευρωζώνης και το ΔΝΤ σε αναλογία 8/11 και 3/11, δηλαδή 80 και 30 δισ. αντίστοιχα (IMF 2010). Την επιτήρηση του προγράμματος ανέλαβαν από κοινού η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, το

Διεθνές Νομισματικό Ταμείο και η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα («Τρόικα» των επίσημων δανειστών). Η χρηματοδότηση από τις χώρες της ευρωζώνης έγινε υπό τη μορφή διμερών δανείων, καθώς το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF)<sup>4</sup> δεν λειτουργούσε ακόμα. Το δάνειο του ΔΝΤ, αντίστοιχο προς του 3,212 % του ελληνικού μεριδίου (quota) στο Ταμείο, ήταν πολύ πάνω από τα συνηθισμένα όρια και αποτελούσε το μεγαλύτερο δάνειο που δόθηκε ποτέ σε χώρα-μέλος. Το μέγεθος του συνολικού πακέτου δεν είχε ιστορικό προηγούμενο, τόσο σε απόλυτα μεγέθη όσο και σαν ποσοστό του ΑΕΠ της οφειλέτριας χώρας, όπως αντίστοιχα και το μέγεθος των ανισορροπιών που αντιμετώπιζε η Ελλάδα.

Ταυτόχρονα, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα ξεκίνησε ένα πρόγραμμα αγοράς ομολόγων στη δευτερογενή αγορά, αναφερόμενο ως Πρόγραμμα Αγοράς Αξιών (SMP) σε μια προσπάθεια να κρατήσει το κόστος του δημόσιου δανεισμού στην περιφέρεια της ευρωζώνης σε βιώσιμα επίπεδα.

Μετά από ένα δυνατό ξεκίνημα, ο ρυθμός των μεταρρυθμίσεων στην Ελλάδα επιβραδύνθηκε. Μια σειρά από δυσάρεστα νέα, μεταξύ των οποίων και η αναθεώρηση προς το δυσμενέστερο του δημοσιονομικού ελλείμματος και του χρέους, πυροδότησε περαιτέρω πιστωτικές υποβαθμίσεις. Η ψυχολογία των αγορών έναντι της Ελλάδας, επηρεασμένη από την κοινωνική αναταραχή, την επιδείνωση της ύφεσης και την προσδοκία αναδιάρθρωσης του χρέους, κατέληξε πλήρως αρνητική την άνοιξη του 2011. Στο μέτωπο της πολιτικής, οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις με αναπτυξιακό προσανατολισμό καθυστέρησαν κάτω από την αντίσταση συντεχνιακών συμφερόντων. Στις αρχές Ιουνίου 2011, οι οίκοι αξιολόγησης υποβάθμισαν την Ελλάδα στα όρια της χρεοκοπίας (σε CCC και Caa1 από την Standard and Poor's και την Moody's αντίστοιχα). Η έλλειψη εμπιστοσύνης οδήγησε σε αυξανόμενη εκροή καταθέσεων, καθώς μεγάλωνε ο

[4] Το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF) αποτελεί προσωρινή απάντηση στην κρίση και βοηθητικό μηχανισμό, που δημιουργήθηκε από τα κράτη-μέλη της ευρωζώνης ως μια εταιρεία περιορισμένης ευθύνης, υπό νομοθεσία του Λουξεμβούργου, στη βάση μιας απόφασης του Συμβουλίου Οικονομικών και Χρηματοπιστωτικών Υποθέσεων στις 9 Μαΐου 2010. Με αρχικό κεφάλαιο 440 δισεκατομμυρίων ευρώ, το EFSF λειτούργησε πλήρως αρχές Αυγούστου 2010. Το διαδέχθηκε ένας μόνιμος μηχανισμός, ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας (ESM), που δημιουργήθηκε με διακυβερνητική συνθήκη που τέθηκε σε ισχύ στις 8 Οκτωβρίου 2012. Η αποστολή και των δύο αυτών θεσμών είναι η διασφάλιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας στην Ευρώπη, προσφέροντας χρηματοπιστωτική βοήθεια στα κράτη-μέλη που έχουν μπει σε πρόγραμμα προσαρμογής. Μπορούν επίσης να επεμβαίνουν στην πρωτογενή και δευτερογενή αγορά ομολόγων, να δρουν στη βάση ενός προγράμματος προληπτικών μέτρων και ανακεφαλαιοποίησης χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων μέσα από δάνεια σε κυβερνήσεις. Χρηματοδοτούνται εκδίδοντας ομόλογα στις διεθνείς αγορές κεφαλαίων με την εγγύηση των κρατών-μελών. Μετά τη δημιουργία του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας (ESM), το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF) έπαψε να αναλαμβάνει καινούργιες υποχρεώσεις, αλλά συνεχίζει να χρηματοδοτεί τα εν ενεργεία προγράμματα.

[3] Η ΕΚΤ αρχικά απαιτούσε οι τράπεζες να καταθέτουν «κατάλληλο ενέχυρο» με ένα μίνιμουμ αξιολόγησης A- για να έχουν πρόσβαση σε δανεισμό από την ΕΚΤ, αλλά στη συνέχεια χαλάρωσε σταδιακά τους κανόνες αποδοχής ενέχυρου, π.χ. ύστερα από τον υποβιβασμό του δημοσίου χρέους της Ελλάδας κάτω από την πιστοληπτική αυτή διαβάθμιση μία εβδομάδα πριν ανακοινωθεί το πακέτο διάσωσης της.



φόβος πως η Ελλάδα θα αναγκαζόταν να φύγει από την ευρωζώνη, με την ΕΚΤ να παρέχει τεράστια ενίσχυση ρευστότητας για να διαφυλάξει τη σταθερότητα. Κατά τη διάρκεια της τέταρτης επιθεώρησης του προγράμματος, αρχές Ιουλίου 2011, το ΔΝΤ αναγνώρισε ανοιχτά ότι η Ελλάδα ήταν απίθανο να επιστρέψει στις διεθνείς κεφαλαιαγορές στις αρχές του 2012 όπως προβλεπόταν από το πρόγραμμα, και υπολόγισε ότι θα απαιτούνταν πρόσθετη χρηματοδότηση 70 δισ. ευρώ μέχρι τα μέσα του 2013, ή 104 δισ. αν η πρόσβαση στις αγορές καθυστερούσε μέχρι τα μέσα του 2014 (IMF 2011). Το Μάιο 2010 δεν υπήρχαν ακόμα αδιάσειστες ενδείξεις για την ανάγκη αναδιάρθρωσης του χρέους. Την άνοιξη όμως του 2011 ήταν σαφές πλέον πως το χρέος της Ελλάδος βρισκόταν για τα καλά στη δίνη της μη βιωσιμότητας. Η πιθανότητα κρατικής χρεοκοπίας βρισκόταν προ των πυλών.

Στην Ευρώπη, η έλλειψη εμπιστοσύνης στις ελληνικές αρχές για το κατά πόσον ήταν αποφασισμένες να εφαρμόσουν το πρόγραμμα δημιούργησε απροθυμία για την παροχή περαιτέρω οικονομικής βοήθειας, φέρνοντας στο προσκήνιο την εκδοχή της συμμετοχής του ιδιωτικού τομέα στην διάσωση. Στις αρχές Ιουλίου υπήρχαν εκτεταμένες αναφορές στον Τύπο για αδιέξοδο μεταξύ των ευρωπαϊκών αρχών και των τραπεζών ως προς τους όρους γύρω από μια αναδιάρθρωση του ελληνικού χρέους (Financial Times 2011). Οι ευρωπαίοι ηγέτες τελικά συμφώνησαν στις 21 Ιουλίου, στη Σύνοδο Κορυφής των κρατών της ευρωζώνης, να συνεχίσουν τη στήριξη του προγράμματος σταθεροποίησης – υπό την προϋπόθεση να ληφθούν πρώτα ορισμένα μέτρα – με ένα συνδυασμό εθελοντικής ανταλλαγής του χρέους, αποκαλούμενη «συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα» (PSI), και νέας επίσημης χρηματοδότησης ώστε να γεφυρωθεί η προβλεπόμενη πλέον καθυστέρηση στην επιστροφή της Ελλάδος στις αγορές.

## 2. Η ΑΠΟΦΑΣΗ ΓΙΑ ΤΟ PSI ΤΟΝ ΙΟΥΛΙΟ 2011

Οι ηγέτες της ευρωζώνης αποφάσισαν στη Σύνοδο Κορυφής της 21ης Ιουλίου 2011 τη συμμετοχή των ιδιωτών πιστωτών στο πακέτο διάσωσης (bail-in), διατηρώντας τον εθελοντικό χαρακτήρα του PSI με την «αναδιάταξη» (reprofiling) του χρέους, συμπεριλαμβανομένης της παράτασης των προθεσμιών λήξης και αποδοχής χαμηλότερων τοκομεριδίων. Το Διεθνές Χρηματοπιστωτικό Ινστιτούτο (IIF) είχε προηγουμένως γνωμοδοτήσει για τις εκδοχές αναδιάρθρωσης του χρέους και τα σχετικά οφέλη που θα προέκυπταν στις ταμειακές ροές. Η συμφωνία προέβλεπε μείωση 21% στην καθαρή παρούσα αξία (NPV) του ελληνικού χρέους, μέσω ενός μενού επιλογών εθελοντικής ανταλλαγής με ομόλογα ίδιας ονομαστικής αξίας αλλά με χαμηλότερα τοκομερίδια, ή ομόλογα χαμηλότερης ονομαστικής αξίας αλλά με υψηλότερα τοκομερίδια. Η καθαρή προεξοφλημένη παρούσα αξία της ροής πληρωμών (NPV) υπολογίστηκε με τρόπο ώστε να είναι ταυτόσημη στις διάφορες επιλογές. Η ανταλλαγή θα εφαρμόζονταν μόνο σε ομόλογα

λήξης μέχρι το 2020, τα οποία συνιστούσαν τον μεγάλο όγκο του ελληνικού δημοσίου χρέους. Οι ηγέτες της ΕΕ δεσμεύτηκαν να προσφέρουν την υποστήριξή τους με ευνοϊκούς όρους χρηματοδότησης.

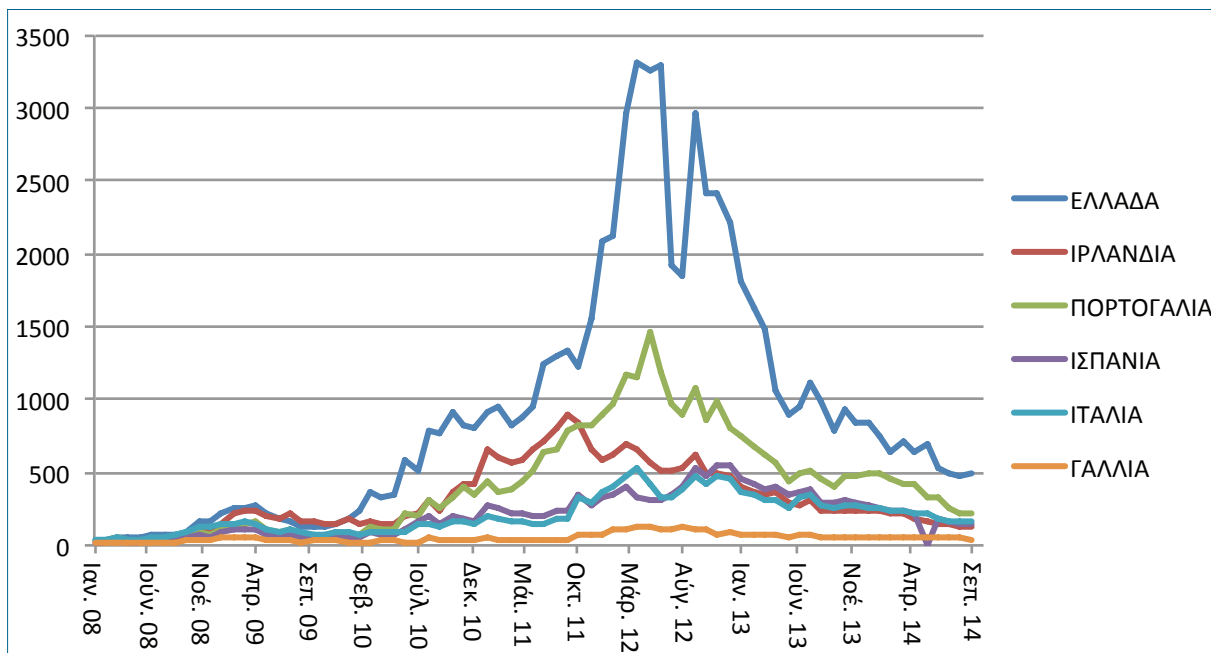
Ο προτεινόμενος διακανονισμός δεν θα ελάφρυνε το ελληνικό χρέος, σύμφωνα μάλιστα με ορισμένους υπολογισμούς (χρησιμοποιώντας χαμηλότερο προεξοφλητικό επιτόκιο) στην πραγματικότητα θα το αύξανε (Zettelmeyer κ.α. 2013). Αν και τα “κουρεμένα” ομόλογα προσέφεραν άμεση απομείωση χρέους, συνοδεύονταν από σχετικά υψηλά τοκομερίδια που συνεπάγονταν σε βάθος χρόνου ελάχιστη ελάφρυνση. Η συμφωνία επομένως δεν εφαρμόστηκε ποτέ, ενώ οι παράμετροι μια νέας συμφωνίας, που περιελάμβανε ένα κούρεμα 50%, αποφασίστηκαν στη Σύνοδο Κορυφής της ΕΕ της 26-27 Οκτωβρίου. Προηγουμένως το ΔΝΤ εξέδωσε αναθεωρημένη ανάλυση της βιωσιμότητας του χρέους (DSA), που υπογράμμιζε πως η οικονομία προσαρμοζόταν μέσα από την ύφεση και όχι μέσα από διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις αναπτυξιακής πνοής, θέτοντας έτσι σε κίνδυνο τους δημοσιονομικούς στόχους. Η πιστωτική ασφυξία και οι ισχνές εξαγωγές συνέβαλαν σε ρυθμούς ανάπτυξης χαμηλότερους του αναμενόμενου. Η αναθεωρημένη ανάλυση DSA προέβλεπε μια πιο σταδιακή ανάκαμψη, μικρότερες εισπράξεις από ιδιωτικοποιήσεις και καθυστερημένη πρόσβαση στις αγορές σε σύγκριση με τις εκτιμήσεις της επιθεώρησης του Ιουλίου. Με αυτές τις εκτιμήσεις, ο στόχος της μείωσης του χρέους στο 120% του ΑΕΠ μέχρι το 2020 ήταν ανέφικτος. Συνεπώς, οι παράμετροι του PSI έπρεπε να προσαρμοστούν, ώστε να επιφέρουν μεγαλύτερη ελάφρυνση χρέους.

Οι παράμετροι ενός νέου πακέτου διάσωσης της Ελλάδος, συμπεριλαμβανομένου ενός κουρέματος κατά 50% του χρέους προς ιδιώτες ομολογιούχους, συμφωνήθηκαν στη Σύνοδο Κορυφής της 26ης και 27ης Οκτωβρίου 2011 (European Council 2011). Όμως, ο πρωθυπουργός Γιώργος Παπανδρέου παραιτήθηκε στις αρχές Νοεμβρίου, αφού ανακοίνωσε την πρόθεσή του για διεξαγωγή δημοψηφίσματος ώστε να εξασφαλίσει μέσω αυτού τη λαϊκή αποδοχή του νέου πακέτου διάσωσης, πρόθεση που κατακρίθηκε έντονα από τους ηγέτες της ευρωζώνης. Σχηματίστηκε μια τρικομματική κυβέρνηση περιορισμένης αρμοδιότητας για να ολοκληρώσει τις διαπραγματεύσεις πάνω στο πρόγραμμα και το PSI, πριν τις εκλογές που προβλέπονταν αρχές της άνοιξης του 2012. Η κυβέρνηση συνασπισμού διόρισε πρωθυπουργό έναν τεχνοκράτη, τον πρώην αντιπρόεδρο της ΕΚΤ Λουκά Παπαδήμο. Μετά τη δέσμευση της νέας κυβέρνησης ως προς τους στόχους του προγράμματος, πραγματοποιήθηκε μια τελική εκταμίευση τον Δεκέμβριο 2011, ανεβάζοντας το εκταμιευμένο ποσό στα 73 δισ. ευρώ από τα προβλεπόμενα 110 δισ., εκ των οποίων 53 δισ. προέρχονταν από τις κυβερνήσεις της ευρωζώνης και 20 δισ. από το ΔΝΤ. Δεν προβλέπονταν καμία επιπλέον εκταμίευση μέχρι την ολοκλήρωση των διαπραγματεύσεων για ένα νέο πρόγραμμα.

Η συνεισφορά του PSI στην αντιμετώπιση της κρίσης χρέους στην ευρωζώνη είχε ως προϋπόθεση την ύπαρξη ευρωπαϊκών πόρων ικανών να αποτρέψουν την μετάδοση της κρίσης. Για να ανακτηθεί η εμπιστοσύνη των αγορών ήταν εντελώς απαραίτητο ένα ισχυρό τοίχος προστασίας, που θα διέλυε τις αμφιβολίες ως προς το κατά πόσον η ευρωζώνη διέθετε τα απαραίτητα κεφάλαια ή την πολιτική βούληση για τη διάσωση του υπερχρεωμένου Νότου. Όμως η συνδιάσκεψη των G20

στις Κάννες στις αρχές Νοεμβρίου 2011, και η αμέσως επόμενη Σύνοδος Κορυφής της Ευρωζώνης το Δεκέμβριο, απέτυχαν να συμφωνήσουν στη δημιουργία ενός κατάλληλου δικτύου ασφαλείας που θα συμπεριλάμβανε ένα σχέδιο ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών και πόρους ικανούς να διασώσουν την Ιταλία και την Ισπανία. Τα spreads της ευρωζώνης εκτοξεύτηκαν σε νέα υψηλά επίπεδα (βλ. Διάγραμμα 3).

**Διάγραμμα 3: Spreads σε σχέση με τις αποδόσεις του 10ετούς γερμανικού ομολόγου (μονάδες βάσης)**



Πηγή: Bloomberg

### 3. Η ΑΝΤΑΛΛΑΓΗ ΧΡΕΟΥΣ ΤΟ ΜΑΡΤΙΟ 2012

Το πρόγραμμα του Μαΐου 2010 για την Ελλάδα προέβλεπε ότι το χρέος θα κορυφωνόταν στο 149% του ΑΕΠ και σταδιακά θα μειώνονταν στο 120% μέχρι το 2020 –το όριο του ΔΝΤ για να κριθεί βιώσιμο το χρέος.<sup>5</sup> Για την επιστροφή σ' αυτό το στόχο, το δεύτερο πακέτο διάσωσης (που συμφωνήθηκε το Μάρτιο του 2012) περιελάμβανε «ένα συνδυασμό συμμετοχής ιδιωτικού και δημόσιου τομέα για την επίτευξη ελάφρυνσης του χρέους που θα το έθετε σε τροχιά ώστε να φθάσει το 120% του ΑΕΠ μέχρι το 2020» (IMF 2012, η έμφαση στο πρωτότυπο). Η Ελλάδα θα έπρεπε να ολοκληρώσει την ανταλλαγή χρέους με τους ιδιώτες ομολογιούχους πριν

την έγκριση του νέου πακέτου διάσωσης, ενώ οι χώρες-μέλη της ευρωζώνης δεσμεύονταν να προσφέρουν χρηματοδότηση για όσο διάστημα απαιτούνταν για την επιστροφή στις αγορές, αρκεί η χώρα να εφαρμόζε πλήρως το πρόγραμμα σταθεροποίησης.

Σε αντίθεση με την πρόταση του Ιουλίου, που προσέφερε ένα μενού επιλογών, η αναθεωρημένη συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα (PSI) περιείχε μια μόνο προσφορά με απαίτηση αποδοχής της από το 90% των ομολογιούχων ώστε να διασφαλισθεί μια σημαντική μείωση του χρέους. Στόχευε στην ανταλλαγή 205 δισ. ευρώ επιλέξιμων τίτλων με κουρεμένα ομόλογα ονομαστικής αξίας στο 31,5% της ονομαστικής αξίας της αρχικής απαίτησης, συν «πιστωτική βελτίωση» που αποτελείται από βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα του Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF) με βαθμολογία AAA, στο 15% της αρχικής απαίτησης. Η πιστωτική αυτή βελτίωση ήταν η «επίσημη συμμετοχή» στο PSI μέσα από ένα δάνειο 30 δισ. ευρώ προς την Ελλάδα με ευνοϊκούς όρους ύστερα από διμερή συμφωνία EFSF και Ελλάδας. Συνολικά, οι

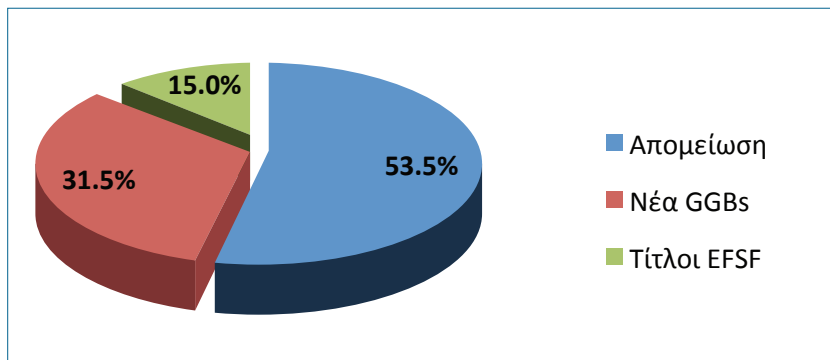
[5] Το να ορίσει κανείς το 120% του ΑΕΠ ως βιώσιμο επίπεδο χρέους είναι κάτι το αυθαίρετο. Το επίπεδο αυτό ίσως είχε επιλεγεί επειδή κανείς δεν θα ήθελε να υπονοήσει ότι το χρέος της Ιταλίας, στο 120% του ΑΕΠ, ήταν μη-βιώσιμο.



επενδυτές έλαβαν το 46,5% της ονομαστικής αξίας των αρχικών τους απαιτήσεων (31.5% + 15%), με άλλα λόγια η απομείωση έφθασε στο 53,5% (βλ. Διάγραμμα 4). Ως πρόσθετο «φιλοδώρημα» οι ομολογιούχοι έλαβαν παραστατικά δικαιώματος (warrants) συνδεδεμένα με το ΑΕΠ.<sup>6</sup>

Τα καινούργια ομόλογα του ελληνικού δημοσίου (GGBs) εκδόθηκαν υπό το αγγλικό δίκαιο με πλήρη δικαιώματα των πιστωτών, διάρκειας 10 έως 30 ετών και κλιμακούμενο επιτόκιο με εκκίνηση το 2% και κατάληξη το 4,3% από το 2020 και μετά.

**Διάγραμμα 4: Ανταλλαγή Ελληνικού Χρέους - Απώλειες Πιστωτών και Σύνθεση των Νέων Απαιτήσεων (% της ονομαστικής αξίας)**



Πηγή: Η συγγραφέας

Το ελληνικό Υπουργείο Οικονομικών ανακοίνωσε τους όρους της ανταλλαγής τέλη Φεβρουαρίου του 2012 και προσκάλεσε τους ομολογιούχους να προσφέρουν τα ομόλογά τους μέχρι τις 8 Μαρτίου.<sup>7</sup> Όμως, το ποσό που θα δινόταν σε ρευστό (τα ομόλογα EFSF) και τα warrants δεν αποδείχθηκαν επαρκή κίνητρα για να δελεάσουν την εθελοντική συμμετοχή του 90% των ομολογιούχων που απαιτούνταν για την επίτευξη του στόχου της μείωσης του χρέους. Οι ομολογιούχοι προσέφεραν μόνο το 85,8% των ομολόγων τους υπό το ελληνικό δίκαιο και το 69% υπό αλλοδαπό δίκαιο, μη φθάνοντας έτσι το 90% του συνόλου. Με τη συναίνεση των ιδιωτών πιστωτών, η ελληνική κυβέρνηση ενεργοποίησε επομένως τις ρήτρες συλλογικής δράσης (CACs) που είχαν προστεθεί εκ των υστέρων στα ελληνικά ομόλογα υπό ελληνικό δίκαιο με νομοθετική πράξη του ελληνικού κοινοβουλίου («Κανόνες τροποποιήσεως τίτλων, εκδόσεως ή εγγυήσεως του Ελληνικού Δημοσίου σε συμφωνία των Ομολογιούχων», Νόμος 4050/2012), αυξάνοντας έτσι τη συμμετοχή των αντίστοιχων ομολογιούχων στο 100% (177 δισ. ευρώ, βλ Πίνακα 1), δεδομένου ότι πάνω από το 66,67% αποδέχθηκε τους νέους όρους, φθάνοντας σε απαρτία (quorum) ίση προς 50% της ονομαστικής αξίας των ομολόγων. Συνδυασμένα τα δύο αυτά όρια απαιτούσαν μόνο το 33,18% (=50% X 66,67%) της ονομαστικής αξίας των ομολόγων

να ψηφίσουν υπέρ. Δεδουλευμένοι τόκοι ύψους 5,5 δισ. ευρώ πληρώθηκαν με εξαμηνιαία έντοκα γραμμάτια του EFSF. Στην περίπτωση των ομολόγων υπό αλλοδαπό δίκαιο, οι ρήτρες συλλογικής δράσης (CACs) εφαρμόστηκαν ξεχωριστά σε κάθε έκδοση ομολόγων και τυπικά απαιτούνταν να εγκρίνει τους νέους όρους μια πλειοψηφία

**Πίνακας 1: Η ανταλλαγή του ελληνικού χρέους, Μάρτιος 2012**

|                                            | Ευρώ (δισ.) | % της ονομαστικής αξίας |
|--------------------------------------------|-------------|-------------------------|
| <b>Χρέος υπό διαπραγμάτευση</b>            | <b>205</b>  |                         |
| Υπό ελληνικό δίκαιο                        | 177         |                         |
| Υπό αλλοδαπό δίκαιο                        | 28          |                         |
| <b>Προσφορές που έγιναν αποδεκτές</b>      | <b>198</b>  | <b>100</b>              |
| Υπό ελληνικό δίκαιο                        | 177         |                         |
| Υπό αλλοδαπό δίκαιο                        | 21          |                         |
| <b>Holdouts</b>                            | <b>6</b>    |                         |
| <b>Διαγραμμένο χρέος</b>                   | <b>106</b>  | <b>53.5</b>             |
| <b>Νέα Ομόλογα (GGBs)</b>                  | <b>62</b>   | <b>31.5</b>             |
| <b>Τίτλοι EFSF</b>                         | <b>30</b>   | <b>15.0</b>             |
| <b>Υπόμνηση: Μη συμμετέχοντες πιστωτές</b> | <b>56</b>   |                         |
| EKT                                        | 43          |                         |
| NCBs                                       | 13          |                         |

[6] Ένα warrant συνδεδεμένο με το ΑΕΠ είναι ομόλογο του δημοσίου με κυμαινόμενο επιτόκιο και τοκομερίδιο συνδεδεμένο με τον ρυθμό ανάπτυξης της χώρας όπως αυτός καταγράφεται στο πραγματικό ΑΕΠ. Τα συνδεδεμένα με το ΑΕΠ warrants αμβλύνουν την προ-κυκλικότητα των δημοσίων δαπανών μειώνοντας το κόστος εξυπηρέτησης του χρέους σε περιόδους χαμηλής ανάπτυξης.

[7] Για μια πληρέστερη περιγραφή των χαρακτηριστικών της ανταλλαγής ελληνικού χρέους το 2012, βλ. Xafa (2013) και Zettelmeyer κ.α. (2013).

Σημείωση: Το άθροισμα μπορεί να μη βγαίνει ακέραιο γιατί τα ποσά έχουν στρογγυλευθεί.

του 75% –δηλαδή μια πιο δύσκολη υπόθεση.<sup>8</sup> Από τα 28 δισ. ευρώ των ομολόγων υπό αλλοδαπό δίκαιο, 6,4 δισ. (22,9% των ομολόγων υπό αλλοδαπό δίκαιο και μόλις το 3,1% του συνολικού χρέους υπό διαπραγμάτευση) δεν αποδέχθηκε την ανταλλαγή (holdouts). Όμως η ανταλλαγή προχώρησε έτσι κι αλλιώς, από τη στιγμή που είχε επιτευχθεί το όριο της συμμετοχής του 90% για όλα τα ομόλογα υπό διαπραγμάτευση. Η ΕΚΤ και οι κεντρικές τράπεζες της Ευρωζώνης (NCBs) αντιστάθηκαν στην απομείωση του χρέους που οι ίδιες κατείχαν και δεν έλαβαν μέρος στην αναδιάρθρωσή του. Στις αρχές του 2012, πραγματοποίησαν μια εκτός αγοράς ανταλλαγή των ελληνικών κρατικών ομολόγων τους (GGBs) με μια σειρά ομολόγων με διαφορετικό Διεθνή Αριθμό Αναγνώρισης Τίτλων (International Securities Identification Numbers), αλλά πανομοιότυπους όρους αποπληρωμής και διάρκειας. Η ανταλλαγή του PSI αφορούσε ομόλογα που είχαν εκδοθεί μέχρι 31 Δεκεμβρίου 2011, έτσι τα ομόλογα του ελληνικού δημοσίου που κατείχαν εξαιρέθηκαν. Όμως το Φεβρουάριο 2012, το Eurogroup (το Συμβούλιο Υπουργών Οικονομικών της ευρωζώνης) συμφώνησε πως οι εθνικές κεντρικές τράπεζες θα απέδιδαν στην Ελλάδα τα κέρδη από τα ελληνικά τους ομόλογα, ενώ η μεταφορά των κερδών από το Πρόγραμμα Αγοράς Αξιών (SMP), (τοκομερίδια και κέρδη κεφαλαίου), παρέμενε για την ώρα προαιρετική (Ευρωπαϊκό Συμβούλιο 2012α).

Συνολικά το PSI «έσβησε» 106 δισ. ευρώ σε χρέος (54% του ΑΕΠ), αλλά δημιούργησε επίσης και απώλειες 38 δισ. για τις ελληνικές τράπεζες, που χρειάστηκε να ανακεφαλαιοποιηθούν (συμπεριλαμβανομένης της απώλειας κατά 53,5% της ονομαστικής αξίας και της πτώσης των τιμών της αγοράς που ακολούθησαν μετά το PSI (Βλ. Πίνακα 2). Η καθαρή μείωση του χρέους υπήρξε λοιπόν 68 δισ. ευρώ (35% του ΑΕΠ). Οι τραπεζικές καταθέσεις και οι μεγαλύτεροι μη ασφαλισμένοι πιστωτές προστατεύθηκαν, όπως στην περίπτωση της χρεοκοπίας της Ιρλανδίας το 2010, και σε αντίθεση με τη μεταγενέστερη αναδιάρθρωση των τραπεζών στην Ισπανία και την Κύπρο, που υποχρέωσε τους επενδυτές (και τους μεγάλους καταθέτες στην περίπτωση της Κύπρου) να αποδεχθούν ζημιές. Στα τέλη του 2012 το χρέος της γενικής κυβέρνησης της Ελλάδας παρέμενε στο ακόμα υψηλό 157% του ΑΕΠ, καθώς η χώρα βασιζόταν σε σημαντικό επίσημο δανεισμό για να εξυπηρετήσει το χρέος της και να ανακεφαλαιοποιήσει τις τράπεζές της, ενώ το ΑΕΠ συρρικνώνονταν περαιτέρω. Όμως η πληρωμή τόκων μειώθηκε αισθητά καθώς τα νέα ομόλογα έφεραν χαμηλά τοκομερίδια και η επίσημη χρηματοδότηση από τους Ευρωπαίους εταίρους προσφέρονταν με ευνοϊκούς όρους.

**Πίνακας 2. Ζημιές απομείωσης στα GGBs και στα κρατικά δάνεια κατά το PSI (εκατ. ευρώ)**

|                            | Ονομαστική αξία των GGBs (1) | Ονομαστική αξία των κρατικών δανείων (2) | Συνολική ονομαστική αξία (3)=(1)+(2) | Απώλειες στο PSI των GGBs (4) | Απώλειες στο PSI των κρατικών δανείων (5) | Συνολικές μεικτές απώλειες στο PSI |
|----------------------------|------------------------------|------------------------------------------|--------------------------------------|-------------------------------|-------------------------------------------|------------------------------------|
| <b>Συστημικές τράπεζες</b> | 31,710                       | 3,761                                    | 35,471                               | 25,275                        | 2,939                                     | 28,213                             |
| NBG                        | 13,748                       | 1,001                                    | 14,749                               | 10,985                        | 751                                       | 11,735                             |
| Eurobank                   | 7,001                        | 335                                      | 7,336                                | 5,517                         | 264                                       | 5,781                              |
| Alpha                      | 3,898                        | 2,145                                    | 6,043                                | 3,087                         | 1,699                                     | 4,786                              |
| Πειραιώς                   | 7,063                        | 280                                      | 7,343                                | 5,686                         | 225                                       | 5,911                              |
| <b>Άλλες τράπεζες</b>      | 11,933                       | 1,205                                    | 13,138                               | 8,601                         | 918                                       | 9,520                              |
| <b>Σύνολο</b>              | 43,643                       | 4,966                                    | 48,609                               | 33,876                        | 3,857                                     | 37,733                             |

Πηγή: Bank of Greece (2012)

Οι πιστωτές που δεν αποδέχθηκαν την ρύθμιση και διατήρησαν τους αρχικούς τίτλους τους (holdouts) αποπληρώθηκαν πλήρως, ώστε να αποφευχθεί ένας πολύπλοκος δικαστικός αγώνας του τύπου Αργεντινής. Η μη εξόφληση θα ενεργοποιούσε διασταυρωμένες ρήτρες χρεοκοπίας (cross default clauses) που περιλαμβάνονται στις συμβάσεις ομολόγων υπό αλλοδαπό δίκαιο, οι οποίες απαιτούν άμεση εξόφληση ολόκληρου του ανεξόφλητου υπολοίπου σε περίπτωση της αθέτησης

πληρωμής άλλης υποχρέωσης. Ο κίνδυνος να κατάσχουν οι πιστωτές περιουσιακά στοιχεία της Ελλάδας στο εξωτερικό δεν θεωρήθηκε πως άξιζε να αναληφθεί προκειμένου να αποφευχθεί η αποπληρωμή απαιτήσεων ύψους 6,4 δισ. ευρώ, που αντιπροσώπευαν μόνο το 3,1% του συνολικού χρέους υπό αναδιαπραγμάτευση. Παρ' όλα αυτά, επιδέξιοι δικηγόροι άφησαν ανοιχτή αυτή την πιθανότητα εξασφαλίζοντας πως στα νέα ομόλογα του ελληνικού δημοσίου δεν υπάρχουν διασταυρωμένες ρήτρες χρεοκοπίας με τα παλαιά ομόλογα, δηλαδή τυχόν ασυνέπεια ως προς αποπληρωμή των πιστωτών που δεν αποδέχθηκαν τη ρύθμιση δεν θα ενεργοποιούσε ρήτρες χρεοκοπίας στα νέα ομόλογα.

[8] Τα ομόλογα υπό αλλοδαπό δίκαιο συνίσταντο σε 31 σειρές ομολόγων υπό το αγγλικό δίκαιο και μια σειρά υπό το δίκαιο της Νέας Υόρκης.

Αν και οι όροι πληρωμής των ελληνικών ομολόγων (τοκομερίδια και κεφάλαιο) δεν άλλαξαν με νομοθετική πράξη του κοινοβουλίου, η αναδρομική αλλαγή στα συμβόλαια των ομολόγων, προκειμένου να συμπεριληφθούν σ' αυτά ρήτρες συλλογικής δράσης (CACs), οδήγησε στην αναγγελία πρόκλησης πιστωτικού γεγονότος. Η Διεθνής Ένωση Συμβάσεων Ανταλλαγής και Παραγώγων (ISDA) αποφάνθηκε ομόφωνα στις 9 Μαρτίου 2012 πως είχε συμβεί πιστωτικό γεγονός αναδιάρθρωσης όσον αφορά την Ελληνική Δημοκρατία, που οδήγησε στην πληρωμή των συμβολαίων ασφάλισης έναντι του κινδύνου αθέτησης πληρωμών (CDS) (ISDA 2012). Μέχρι τότε, το ονομαστικό ποσό των ανεξόφλητων συμβολαίων CDS μεταξύ των αντισυμβαλλομένων είχε μειωθεί σε λιγότερο από 3 δισ. ευρώ (3,7 δισ. δολάρια ΗΠΑ). Εκείνη την εποχή ορισμένοι πολιτικοί και στελέχη της αγοράς θεωρούσαν πως μια χρεοκοπία της Ελλάδας θα ήταν αντίστοιχη της κατάρρευσης της Lehman Brothers το Σεπτέμβριο 2008. Η πρόβλεψη ήταν λανθασμένη, καθώς τα συμβόλαια των CDS της Lehman που εκκρεμούσαν τη στιγμή της κατάρρευσής της έφθαναν τα 75 δισ. δολάρια ΗΠΑ, ήταν δηλαδή πολλαπλάσια των ελληνικών CDS, οπότε ο άμεσος αντίκτυπος μιας ελληνικής χρεοκοπίας ήταν αδύνατον να έχει ανάλογες δυσβάσταχτες συνέπειες. Πράγματι, η ενεργοποίηση των συμβολαίων CDS αποδείχθηκε ότι δεν απέτελεσε σημαντικό πιστωτικό γεγονός.

#### 4. Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ ΧΡΕΟΥΣ ΤΟ ΔΕΚΕΜΒΡΙΟ 2012

Λίγο μετά την ολοκλήρωση του PSI και του δεύτερου πακέτου στήριξης, η Ελλάδα εισήλθε σε μια περίοδο τεράστιας αβεβαιότητας. Ένα αριστερό ριζοσπαστικό κόμμα, ο ΣΥΡΙΖΑ, αναδείχθηκε σε αξιωματική αντιπολίτευση στις εκλογές του Μαΐου του 2012. Η αβεβαιότητα εντάθηκε όταν η νέα βουλή δεν μπόρεσε να σχηματίσει κυβέρνηση, οπότε προκηρύχθηκαν επαναληπτικές εκλογές για τον Ιούνιο. Οι τιμές των καινούργιων ομολόγων του δημοσίου κατρακύλησαν στα 19 με 24 σεντς – κοντά στα επίπεδα στα οποία γίνονταν οι συναλλαγές των παλιών ομολόγων – καθώς στελέχη της αγοράς θεώρησαν πολύ πιθανή μια έξοδο της Ελλάδας από την ευρωζώνη, αυξάνοντας τον ακραίο κίνδυνο μιας άτακτης χρεοκοπίας. Η αγορά προεξόφλησε μια νέα χρεοκοπία με βαθύ κούρεμα.

Τελικά σχηματίστηκε μια τρικομματική κυβέρνηση συνασπισμού, με συμμετοχή και τμήματος της αριστεράς, με εντολή να εφαρμόσει τις αναγκαίες πολιτικές για την παραμονή της Ελλάδας στην ευρωζώνη. Όμως οι διαπραγματεύσεις για το σχηματισμό της τραβούσαν σε μήκος και η αβεβαιότητα συνεχίζονταν. Καθυστερήσεις στην εφαρμογή συμφωνημένων μέτρων και η βαθειά ύφεση οδήγησαν στον εκτροχιασμό του προγράμματος. Το Νοέμβριο του 2012 η περίοδος προσαρμογής της Ελλάδας επιμηκύνθηκε κατά δύο έτη, δηλαδή ο στόχος του πρωτογενούς πλεονάσματος 4,5%, που ήταν αναγκαίος

για τη διασφάλιση της βιωσιμότητας του χρέους, μετατέθηκε από το 2014 στο 2016. Με την πορεία του χρέους σε πολύ χειρότερο δρόμο από την αρχική πρόβλεψη, το Eurogroup έδωσε στα τέλη Νοεμβρίου το πράσινο φως για ένα σχέδιο επαναγοράς χρέους και πρόσφερε στην Ελλάδα ελάφρυνση του επίσημου χρέους με διάφορους τρόπους. Η ελάφρυνση αυτή, επονομαζόμενη συμμετοχή του επίσημου τομέα (OSI), εξασφαλίστηκε αναβάλλοντας την πληρωμή τόκων που οφείλονταν στο EFSF για μία δεκαετία, μειώνοντας τα περιθώρια επιτοκίου πάνω από το τρίμηνο Euribor στα διμερή δάνεια που χρηματοδότησαν το πρώτο πακέτο διάσωσης (την Ελληνική Δανειακή Διευκόλυνση, GLF) από τις 150 μονάδες βάσης στις 50, ακυρώνοντας το λειτουργικό περιθώριο των 10 μονάδων βάσης στα δάνεια του EFSF και μεταφέροντας στην Ελλάδα τα κέρδη της ΕΚΤ από το χαρτοφυλάκιο του SMP από το 2013 και μετά. Η ελάφρυνση OSI θα χορηγούνταν σταδιακά σε συνάρτηση με την πλήρη εφαρμογή του προγράμματος. Το Eurogroup δεσμεύτηκε για επιπρόσθετη ελάφρυνση, αν αυτό χρειαζόταν, για να διασφαλίσει τη βιωσιμότητα του χρέους μετά την επίτευξη εκ μέρους της Ελλάδας πρωτογενούς πλεονάσματος (European Council 2012b).

Το OSI συνέβαλε με 8,2 δισ. ευρώ στην επιπρόσθετη χρηματοδότηση της περιόδου 2013-2016 – ποσό που υπολείπονταν της αναγκαίας πλήρους χρηματοδότησης της επιμήκυνσης του προγράμματος. Η επίπτωση στο προβλεπόμενο συσσωρευμένο χρέος, υπολογισμένη σε 7,2% του ΑΕΠ, δεν επαρκούσε για την επίτευξη του αρχικού στόχου του 120% του ΑΕΠ μέχρι το 2020 (European Commission 2012). Το σχέδιο επαναγοράς χρέους μείωσε το χρέος κατά επιπλέον 21 δισ. ευρώ (10,8% του ΑΕΠ), πλησιάζοντας έτσι το στόχο του 120% για το 2020, αλλά υπολείπονταν ακόμα της επίτευξής του. Λίγο περισσότερα από τα μισά νέα ομόλογα ελληνικού δημοσίου, συνολικού ύψους 62 δισ. ευρώ, αντηλλάγησαν σε αντίστροφο πλειστηριασμό στις 11 Δεκεμβρίου 2012 με 11,3 δισ. ευρώ εξαμηνιαίων εντόκων του EFSF (συμπεριλαμβανομένων των δεδουλευμένων τόκων βλ. Πίνακα 3). Η μέση σταθμισμένη τιμή επαναγοράς ανήλθε σε 33,8 σεντς ανά ευρώ ονομαστικής αξίας, δηλαδή κάθε ευρώ επίσημης χρηματοδότησης εξοφλούσε τρία ευρώ του χρέους στα χέρια ιδιωτών, προσφέροντας έτσι σημαντική συνολική ελάφρυνση (Public Debt Management Agency 2012a, 2012b, 2012c). Η χρηματοδότηση για την επαναγορά αυτή διασφαλίστηκε με τη χρήση του μαξιλαριού που είχε ενσωματωθεί στο πρόγραμμα, κυρίως αναβάλλοντας το σχηματισμό ενός αποθεματικού ρευστών διαθεσίμων του δημοσίου, καθώς και την προβλεπόμενη μείωση του ανεξόφλητου υπόλοιπου των έντοκων γραμματίων του δημοσίου που θα άφηνε περιθώριο στους ισολογισμούς των τραπεζών για να νέο δανεισμό.

Αν και το εγχείρημα επαναγοράς ήταν εθελοντικό (δεν έγινε δηλαδή επίκληση ρητρών συλλογικής δράσης), ζητήθηκε από τις ελληνικές τράπεζες να προσφέρουν



### Πίνακας 3. Επαναγορά ελληνικού χρέους, Δεκέμβριος 2012

|                                      |              |
|--------------------------------------|--------------|
| Νέα GGBs                             | € 62.0 δισ.  |
| GGBs που προσφέρθηκαν στην επαναγορά | € 31.9 δισ.  |
| Κόστος επαναγοράς*                   | € 10.8 δισ.  |
| Μέση τιμή                            | € 33.8 σεντς |
| Καθαρή μείωση χρέους                 | € 21.1 δισ.  |
| Καθαρή μείωση χρέους (% ΑΕΠ)         | € 10.8%      |

\* Εξαιρούνται δεδουλευμένοι τόκοι 0.5 δισ.

όλα τα ομόλογά τους ελληνικού δημοσίου προκειμένου να βοηθήσουν την επίτευξη του στόχου ελάφρυνσης του χρέους. Οι τράπεζες είχαν ήδη εγγράψει τα νέα ομόλογα του δημοσίου στους ισολογισμούς τους κάτω από την τιμή επαναγοράς τους, επομένως η επαναγορά δεν δημιούργησε επιπρόσθετες ανάγκες ανακεφαλαιοποίησης. Τα ελληνικά ασφαλιστικά ταμεία, που διέθεταν 7 δισ. ευρώ των νέων ομολόγων (το 11% του συνόλου), δεν συμμετείχαν στην επαναγορά, γιατί οι τίτλοι τους αντιπροσώπευαν ενδοκυβερνητικό χρέος που δεν επηρέαζε το χρέος της γενικής κυβέρνησης.

## B. ΑΝΟΙΧΤΑ ΖΗΤΗΜΑΤΑ ΤΗΣ ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ

Η ελληνική περίπτωση είναι μοναδική στη βιβλιογραφία του δημοσίου χρέους. Πρώτον, λόγω της συμμετοχής της στην ευρωζώνη, που απαγορεύει τη νομισματική χρηματοδότηση των ελλειμμάτων, η Ελλάδα βρέθηκε χρεοκοπημένη στο ίδιο της το νόμισμα αλλά και ανίκανη να απομειώσει το χρέος της μέσω πληθωρισμού. Δεύτερον, το μέγιστο μέρος του δημοσίου χρέους της είχε εκδοθεί βάσει του εθνικού δικαίου. Αντίθετα, το δημόσιο χρέος στις αναδυόμενες αγορές συνήθως εκδίδεται σε ξένο συνάλλαγμα (ή εγχώριο νόμισμα μόνο τελευταία), υπό αλλοδαπό δίκαιο. Τα ειδικά χαρακτηριστικά της Ελλάδος κάνουν την αναδιάρθρωση του χρέους της ένα πρωτόγνωρο γεγονός με ελάχιστη σχέση προς την εμπειρία των αναδυόμενων αγορών.<sup>9</sup> Προσφέρει όμως σημαντικά διδάγματα για κάθε μελλοντική αναδιάρθρωση χρέους εντός της ευρωζώνης.

[9] Όσο γνωρίζω, μόνο η Τζαμάικα έχει αναδιρθώσει το χρέος σε ξένο συνάλλαγμα που εκδόθηκε υπό το εθνικό της δίκαιο. Σε μια «εθνική ανταλλαγή χρέους» το Φεβρουάριο 2012, η Τζαμάικα αναδιάρθρωσε εγχώρια ομόλογα στο δικό της νόμισμα και εξέδωσε ομόλογα σε δολάρια ΗΠΑ που αντιστοιχούσαν στο 64% του ΑΕΠ. Όμως, η ανταλλαγή εκείνη δεν περιελάμβανε ομόλογα υπό αλλοδαπό δίκαιο ή ευρισκόμενα στην κατοχή αλλοδαπών. Περισσότερο από το μισό του δημοσίου χρέους είχε εκδοθεί εγχώρια και βρισκόταν στην κατοχή κατοίκων της χώρας, με χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να κατέχουν περίπου το μισό του συνόλου. Αλλοδαποί κατείχαν λιγότερο του 15% του χρέους (IMF 2013b). Η Ρωσία και η Ουρουγουάη αναδιάρθρωσαν μεν το εγχώριο εκδομένο χρέος τους το 1998 και το 2003 αντίστοιχα, αλλά αυτό είχε εκδοθεί στο δικό τους νόμισμα.

Ομόλογα του δημοσίου εκδιδόμενα υπό το αγγλικό δίκαιο τυπικά περιλαμβάνουν ρήτρες συλλογικής δράσης (CACs). Όμως, τα περισσότερα ομόλογα του δημοσίου στην ΕΕ εκδίδονται υπό το εθνικό δίκαιο, που δίνει ελάχιστα δικαιώματα στους πιστωτές και δεν περιλαμβάνει ανάλογες ρήτρες. Το γεγονός πως το μέγιστο μέρος του ελληνικού χρέους είχε εκδοθεί υπό το εθνικό δίκαιο έδωσε στην Ελλάδα τεράστια δύναμη ώστε να τροποποιήσει μονομερώς τους όρους των ομολόγων μέσα από νομοθετική πράξη του κοινοβουλίου. Όμως η Ελλάδα επέλεξε να μην προχωρήσει σε εξαναγκαστική αναδιάρθρωση, αλλά να ενεργοποιήσει τις ρήτρες CACs που προστέθηκαν εκ των υστέρων στα συμβόλαια των ομολόγων, δίχως να αλλάξει τους όρους αποπληρωμής τους. Αποφεύχθηκε συνεπώς μια άτακτη χρεοκοπία, υπό την έννοια μιας μονομερούς απόφασης του δανειστή να αναστείλει την εξυπηρέτηση του χρέους λόγω αδυναμίας ή απροθυμίας του να πληρώσει. Αντίθετα, συμφωνήθηκε με τους πιστωτές μια προληπτική ανταλλαγή με απομείωση χρέους, πριν εκδηλωθεί αδυναμία πληρωμής, ελαχιστοποιώντας έτσι τη χρηματοδότηση από τους Ευρωπαίους φορολογούμενους του δεύτερου πακέτου διάσωσης.

## 1. Η ΧΡΟΝΙΚΗ ΕΠΙΛΟΓΗ

Έντονη συζήτηση διεξάγεται για το κατά πόσο η αναδιάρθρωση του χρέους έπρεπε να είχε πραγματοποιηθεί νωρίτερα ώστε να αποφευχθεί η αποπληρωμή των ομολόγων στη λήξη τους στο ακέραιο και να αποκατασταθεί το αξιόχρεο της Ελλάδος. Μεταξύ Μαΐου 2010 και Φεβρουαρίου 2012, έληγαν 58 δισ. GGBs, με την αποπληρωμή τους να χρηματοδοτείται με δανεισμό από την Τρόικα. Αν οι όροι του PSI είχαν συμφωνηθεί από το Μάιο του 2010, το δημόσιο χρέος θα είχε μειωθεί κατά 31 δισ. ευρώ επιπλέον (κούρεμα 53,5 % X 58 δισ. ευρώ), που ισοδυναμούσε με το 16% του ΑΕΠ του 2012 (συν την εξοικονόμηση των τόκων από χαμηλότερα τοκομερίδια).<sup>10</sup> Η μείωση αυτή θα είχε ελαφρύνει το βάρος του χρέους, αν και είναι αμφίβολο ότι θα είχε εξασφαλίσει τη βιωσιμότητά του, ακόμα και αν ήταν πολιτικά εφικτή. Εναλλακτικά, η ίδια απομείωση (106 δισ. ευρώ) θα είχε εξασφαλιστεί με μικρότερο κούρεμα (40,3%) σε ένα μεγαλύτερο απόθεμα ανεξόφλητου χρέους (263 δισ. ευρώ). Ένα μικρότερο κούρεμα, κατ' επέκταση, θα είχε περιορίσει τις ζημιές των ελληνικών τραπεζών. Αξίζει να εξετάσουμε αυτά τα ζητήματα πιο αναλυτικά.

## Η ΒΙΩΣΙΜΟΤΗΤΑ ΤΟΥ ΧΡΕΟΥΣ

Ακόμα και αν είχε επιτευχθεί από την αρχή μια επιπρόσθετη ελάφρυνση του χρέους της τάξεως του 16% του

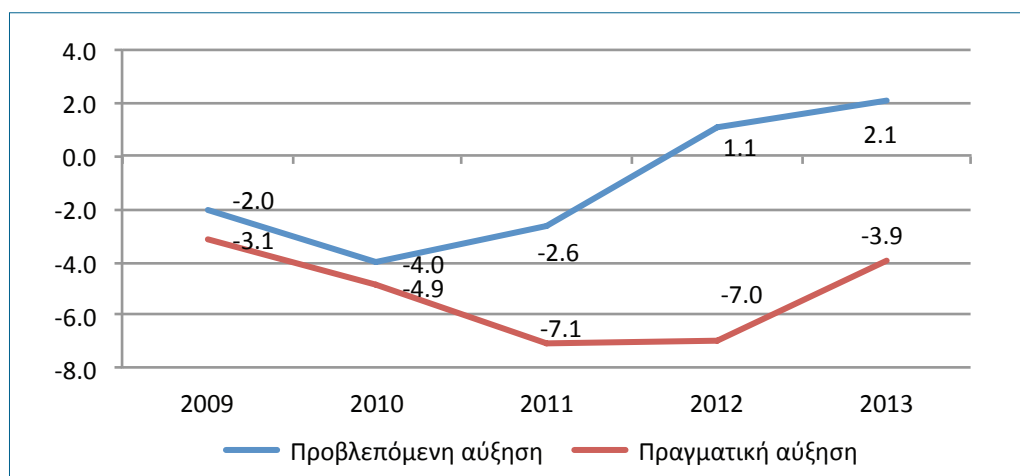
[10] Το ανεξόφλητο υπόλοιπο των GGBs (συμπεριλαμβανομένου του εγγυημένου χρέους των δημοσίων επιχειρήσεων, εξαιρουμένων όμως των εντόκων γραμματίων του δημοσίου) στα τέλη Απριλίου 2010 ανέρχονταν στα 319 δισ., ενώ το χρέος υπό διαπραγμάτευση στην ανταλλαγή του Μαρτίου 2012 ήταν 205 δισ.. Όμως 56 δισ. του χρέους που ήταν στα χέρια της ΕΚΤ και των εθνικών κεντρικών τραπεζών εξαιρέθηκαν από την αναδιάρθρωση. Έτσι οι λήξεις που αποπληρώθηκαν με δάνεια από τον επίσημο τομέα ανέρχονταν σε 58 δισ.: 319 δισ. - (205 δισ. + 56 δισ.).



ΑΕΠ, είναι αμφίβολο αν θα είχε αποκαταστήσει το αξιόχρεο της Ελλάδος. Η αρχική ανάλυση της βιωσιμότητας του χρέους (DSA) από το ΔΝΤ, που δημοσιεύτηκε το Μάιο του 2010, προέβλεπε πως το ποσοστό του χρέους θα κορυφώνονταν στο 149% του ΑΕΠ το 2013 και θα μειώνονταν στο 120% το 2020. Βασιζόταν στη προβολή των τότε δεδομένων, αλλά η συνέχεια αποδείχθηκε χειρότερη και από το δυσμενές σενάριο του ΔΝΤ (βλ. Διάγραμμα 5). Αυτό οφείλονταν σε απρόβλεπτα γεγονότα: την ύφεση που βάθαινε λόγω της πολιτικής αστάθειας, την απώλεια της εμπιστοσύνης, τη μεγάλη

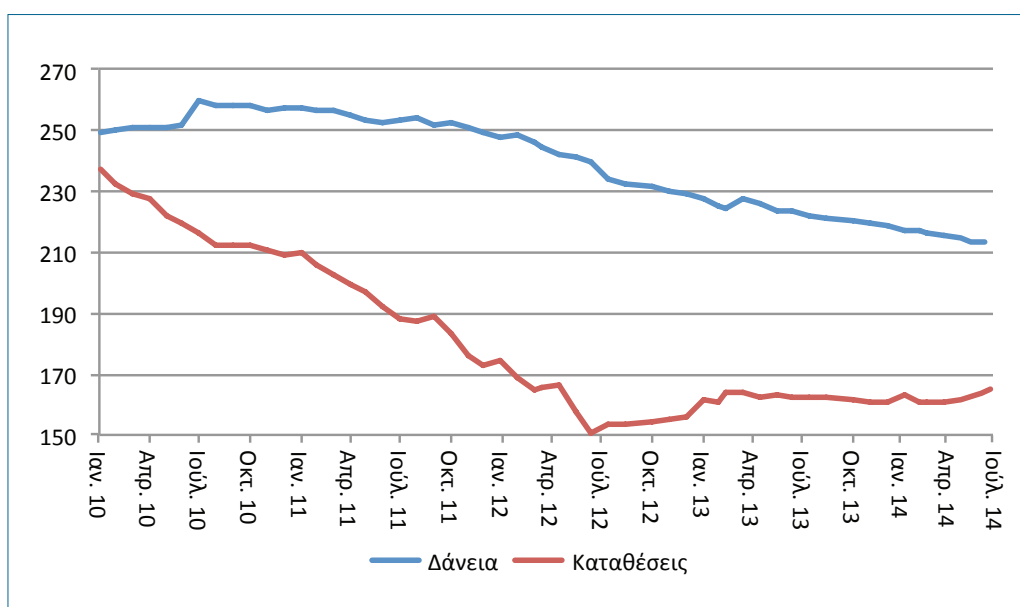
μείωση των τραπεζικών καταθέσεων και την έντονη πιστωτική ασφυξία (βλ. Διάγραμμα 6). Η κατάσταση έγινε ακόμα χειρότερη καθώς οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις που στόχευαν στην ανάπτυξη και θα είχαν μετριάσει την πτωτική τάση της παραγωγής, δεν εφαρμόστηκαν. Αποτέλεσμα: το ποσοστό του χρέους έφθασε στη μετά-PSI περίοδο το 176% του ΑΕΠ το 2013, δηλαδή 27% του ΑΕΠ πάνω από τον αρχικό στόχο (που δεν προέβλεπε PSI), και 5% του ΑΕΠ πάνω απ' ότι ήταν στο τέλος του 2011, όταν άρχιζε η διαπραγμάτευση του PSI (βλ. Διάγραμμα 2).

**Διάγραμμα 5: Ελλάδα - Πραγματική και Προβλεπόμενη Πορεία Αύξησης του ΑΕΠ (%)**



Πηγές: IMF (2010) και Ελληνική Στατιστική Υπηρεσία (ΕΛΣΤΑΤ)

**Διάγραμμα 6: Ελλάδα - Τραπεζικές καταθέσεις του ιδιωτικού τομέα και ανεξόφλητα δάνεια (€ δισ.)**



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Στατιστικό Δελτίο Οικονομικής Συγκυρίας

## ΤΟ ΜΕΓΕΘΟΣ ΤΟΥ ΚΟΥΡΕΜΑΤΟΣ

Είναι εξίσου αμφίβολο ότι οι ιδιώτες ομολογιούχοι θα είχαν δεχθεί από την αρχή ένα τόσο μεγάλο κούρεμα, δεδομένου πως ακόμα και τον Ιούλιο του 2011 δέχθηκαν απρόθυμα μια μείωση κατά 21% της καθαρής παρούσας αξίας (NPV). Το Μάιο 2010 οι χρηματοδοτικές ανάγκες του προγράμματος υπολογίζονταν σε 110 δισ. ευρώ για την πλήρη κάλυψη του κόστους εξυπηρέτησης του χρέους και του πρωτογενούς δημοσιονομικού ελλείμματος κατά την τριετή διάρκεια εφαρμογής του. Το να ζητούσε κανείς από τους ομολογιούχους να πληρώσουν τη μερίδα του λέοντος μέσα από ένα κούρεμα των τίτλων τους κατά 53,5%, θα έμοιαζε άδικη και μη αναγκαία διευθέτηση. Όμως, την άνοιξη του 2011 η ανάγκη ενός βαθιού κουρέματος για την αποκατάσταση της βιωσιμότητας του χρέους ήταν πλέον προφανής. Οι πιστωτές θα μπορούσαν να είχαν πεισθεί να δεχθούν νωρίτερα ένα βαθύ κούρεμα, υπό την απειλή μιας αλλαγής των όρων των ομολόγων με νομοθετική παρέμβαση αν χρειαζόταν. Εξάλλου, το PSI που συμφωνήθηκε δεν ήταν εντελώς εθελοντικό: όπως είπε και ο διευθύνων σύμβουλος της Commerzbank, ήταν εθελοντικό «όσο και η απόσπαση εκούσιας ομολογίας από την ισπανική ιερή εξέταση» (Longwave Group 2012). Το ΔΝΤ, αντίστοιχα, μπορούσε να είχε διευκολύνει μια έγκαιρη και επαρκή αναδιάρθρωση αναθεωρώντας πιο γρήγορα την ανάλυση βιωσιμότητας (DSA) του ελληνικού χρέους: η μεγέθυνση του ΑΕΠ αναθεωρήθηκε προς το δυσμενέστερο λιγότερο από 1% το χρόνο το 2011-2012 μεταξύ τρίτης και τέταρτης επιθεώρησης, το Μάρτιο και τον Ιούλιο του 2011 αντίστοιχα, όταν η ευρωζώνη είχε ήδη εισέλθει σε μια περίοδο μηδενικής ή αρνητικής ανάπτυξης. Στη συνέχεια περικοπήθηκε κατά 2% επί πλέον το χρόνο (κατά μέσο όρο) στην ανάλυση DSA του Οκτωβρίου 2011, χωρίς να έχουν προκύψει σημαντικές νέες πληροφορίες.

## Η ΜΗ ΣΥΜΜΕΤΟΧΗ ΤΗΣ ΕΚΤ ΚΑΙ ΤΩΝ ΑΛΛΩΝ ΕΘΝΙΚΩΝ ΚΕΝΤΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ (NCBs)

Αξίζει να σημειώσουμε πως αν η ΕΚΤ και οι εθνικές κεντρικές τράπεζες της Ευρωζώνης (NCBs) είχαν αποδεχθεί μια αναδιάρθρωση με τους ίδιους όρους που τη δέχτηκαν οι ιδιώτες ομολογιούχοι το Μάρτιο του 2012, τότε θα είχε υπάρξει μια επιπρόσθετη ελάφρυνση του χρέους περίπου ισοδύναμη με την εισαγωγή του PSI νωρίτερα, το Μάιο του 2010 (53,5 % κούρεμα X 56 δισ. ομολόγων της ΕΚΤ και των NCBs = 30 δισ. ευρώ, σε σύγκριση με ένα κέρδος 31 δισ. ευρώ από μια αναδιάρθρωση νωρίτερα βλ. Πίνακα 1).[11] Με άλλα λόγια η καθυστέρηση του PSI δεν θα είχε προσθέσει βάρος στο χρέος της Ελλάδας, αν η ΕΚΤ και οι NCBs είχαν συμφωνήσει

να συμμετάσχουν. Το Διεθνές Χρηματοπιστωτικό Ινστιτούτο (IIF), ενώ δέχεται το ρόλο του Προγράμματος Αγοράς Αξιών (SMP) της ΕΚΤ στη διαχείριση της κρίσης, θεωρεί ότι ο αποκλεισμός των εθνικών κεντρικών τραπεζών από την ανταλλαγή του χρέους ήταν ασύμβατη με την αρχή της αμεροληψίας, αφού τα ομόλογα του ελληνικού δημοσίου που κατείχαν αντιπροσώπευαν παραδοσιακές επενδύσεις παρόμοιες με εκείνες των ιδιωτών πιστωτών (IIF 2012).

Η έκθεση των τραπεζών του πυρήνα της ευρωζώνης, ειδικά της Γαλλίας και της Γερμανίας, ήταν ένας βασικός λόγος που εξηγεί γιατί η αναδιάρθρωση του χρέους δεν πραγματοποιήθηκε νωρίτερα. Η εκτίμηση του ίδιου του ΔΝΤ για τη χρονική επιλογή της, στην αναδρομική του ανάλυση του πρώτου πακέτου στήριξης του 2010 (Stand-by Agreement), ήταν ότι «το πρόγραμμα λειτούργησε σαν μια επιχείρηση συγκράτησης» που επέτρεψε στους ιδιώτες πιστωτές να μειώσουν την έκθεσή τους σε κινδύνους «μεταφέροντας το ρίσκο στους επίσημους δανειστές» (IMF 2013c). Η έκθεση του ΔΝΤ θεωρεί ότι, μπροστά στον κίνδυνο της μετάδοσης της κρίσης, το πρόγραμμα ήταν αναγκαίο παρότι το Ταμείο είχε αμφιβολίες σχετικά με τη βιωσιμότητα του χρέους. Η έκθεση δηλώνει σαφώς ότι «οι εταίροι του ευρώ είχαν αποκλείσει μια αναδιάρθρωση του χρέους και ήταν απρόθυμοι να προσφέρουν επιπρόσθετες εγγυήσεις χρηματοδότησης» το Μάιο του 2010 –μια δήλωση που δεν έγινε ευμενώς δεκτή από τους ευρωπαίους αξιωματούχους (Financial Times 2013). Η διαμάχη μεταξύ της ανάγκης να στηριχθεί η Ελλάδα και της ανησυχίας ότι το χρέος της δεν ήταν βιώσιμο λύθηκε με την άμβλυνση των κριτηρίων για έκτακτη πρόσβαση στους πόρους του ΔΝΤ με πολύ μεγάλα δάνεια, σε περιπτώσεις όπου υπήρχε συστημικός κίνδυνος μετάδοσης της κρίσης. Το βασικό σενάριο έδειχνε πως το χρέος είναι βιώσιμο, όπως απαιτείται σε όλα τα προγράμματα του Ταμείου, όμως αναφέρονταν και οι κίνδυνοι μιας χειρότερης έκβασης. Τελικά, η πρόκληση που αντιμετώπισε το Ταμείο σχετικά με την Ελλάδα ήταν πώς να συμβιβάσει την ευθύνη του να στηρίξει ένα συστημικό μέλος νομισματικής ένωσης που συνιστά το δεύτερο μεγαλύτερο οικονομικό μπλοκ παγκοσμίως, με την υποχρέωσή του να αντιμετωπίζει όλα τα μέλη του ισότιμα.

Εστιάζοντας στην περίπτωση της Ελλάδας, η Susan Schadler (2013) εξετάζει πώς η κρίση της ευρωζώνης ώθησε στο να δοθούν μεγάλα δάνεια του ΔΝΤ παραβιάζοντας το πλαίσιο της έκτακτης πρόσβασης, όπως αυτό συμφωνήθηκε μετά την κρίση της Αργεντινής το 2001. Το πλαίσιο αυτό είχε σαν στόχο τη διαφύλαξη των πόρων του ΔΝΤ, θέτοντας σαφή κριτήρια πριν συμφωνήσει το Ταμείο να προσφέρει εξαιρετικά μεγάλη βοήθεια στη διάσωση μιας χώρας σε σχέση με το μερίδιο που της αναλογεί ως μέλους του ΔΝΤ. Συμφωνήθηκαν τέσσερα κριτήρια για τις κρίσεις ισοζυγίου κεφαλαίων, συμπεριλαμβανομένης της απαίτησης ότι το χρέος της χώρας-οφειλέτη θα παρέμενε βιώσιμο, με καλή προοπτι-

[11] Για να είναι κανείς δίκαιος, η ΕΚΤ και οι NCBs συμφώνησαν να επιστρέψουν στην Ελλάδα τα κέρδη από τοκομερίδια και τα κέρδη κεφαλαίου από τα ελληνικά τους ομόλογα από το 2013 και μετά, αλλά αυτά υπολείπονταν του κουρέματος του PSI, διότι τα ομόλογα αυτά είχαν αγοραστεί νωρίτερα με πολύ μικρότερη έκπτωση από την ονομαστική τους αξία.

κή επαναπρόσβασης στις αγορές στο τέλος του προγράμματος. Όμως, στην περίπτωση της Ελλάδας –της οποίας η αίτηση για πρόσβαση σε πόρους του Ταμείου ανέρχονταν στο άνευ προηγουμένου ποσό των 30 δισ. ευρώ (3,212% του μεριδίου της)<sup>12</sup> - το κριτήριο της βιωσιμότητας τους χρέους της παραβλέφθηκε μπροστά στη συστηματική ανησυχία της μετάδοσης της κρίσης αν δεν εγκρίνονταν το πρόγραμμα.

Όπως αναφέρθηκε στο κεφάλαιο Α, δεν υπήρχαν ακόμα το Μάιο 2010 αδιάσειστες ενδείξεις για την ανάγκη μιας αναδιάρθρωσης. Υπάρχει λοιπόν περιθώριο καλόπιστης διαφωνίας για το κατά πόσο ήταν επιτεύξιμη η προβλεπόμενη δημοσιονομική και αναπτυξιακή πορεία, αλλά δεν υπάρχουν ενδείξεις για προκαταβολικό μαγείρεμα του πορίσματος, ώστε η δυναμική του χρέους να φαίνεται βιώσιμη. Η σωρευτική πτώση κατά 25% του πραγματικού ΑΕΠ της Ελλάδας στην εξαετία 2008 – 2013 ξεπέρασε τις πιο απαισιόδοξες προβλέψεις των περισσότερων αναλυτών και ήταν χωρίς προηγούμενο μεταξύ των αναπτυγμένων κρατών μετά τη Μεγάλη Ύφεση της δεκαετίας του 1930. Ένα εξ αρχής βαθύ κούρεμα, υπό την απειλή νομοθετικών πράξεων, θα έμοιαζε αχρείαστο και βαθειά καταναγκαστικό. Η καθυστέρηση, όμως, της αναδιάρθρωσης μετά τα μέσα του 2011, όταν έγινε σαφές πως το χρέος της Ελλάδας δεν ήταν βιώσιμο, υπήρξε αδικαιολόγητη. Η καθυστέρηση περιόρισε το χρέος που βρισκόταν στα χέρια ιδιωτών και μπορούσε να κουρευτεί, καθιστώντας στην πορεία αναπόφευκτη την αναδιάρθρωση του επίσημου χρέους.

## 2. ΕΘΕΛΟΝΤΙΚΗ ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΣΕ ΑΝΤΙΔΙΑΣΤΟΛΗ ΜΕ ΑΤΑΚΤΗ ΧΡΕΟΚΟΠΙΑ

Η ΕΚΤ ήταν ο πιο ηχηρός αντίπαλος μιας αναδιάρθρωσης χρέους στην ευρωζώνη, εθελοντικής ή μη. Υποστήριζε πως ένα υποχρεωτικό PSI θα υπονόμει τους ισολογισμούς των τραπεζών, θα αδυνάτιζε την ανάπτυξη και θα προκαλούσε κρίση και στις άλλες υπερχρεωμένες χώρες (Spink 2012). Οι ανησυχίες αυτές υποχώρησαν μόνο αφότου έγινε η ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών της ΕΕ και αυξήθηκαν οι πόροι του EFSF/ESM το 2012, ώστε να σχηματιστεί ένα αποτελεσματικό ανάχωμα στη διάδοση της κρίσης.

Η ισχυρή αντίθεση της ΕΚΤ σε μια αναδιάρθρωση είναι προφανής σε επιστολή του προέδρου της Jean-Claude Trichet προς τον έλληνα πρωθυπουργό Γιώργο Παπανδρέου στις 7 Απριλίου 2011, αποσπάσματα του οποίου δημοσιεύθηκαν στον ελληνικό Τύπο:

«Γράφω για να σας ενημερώσω περί των σοβαρών κινδύνων που θα αναλάμβανε η ελληνική κυβέρνηση αν στην τρέχουσα συγκυρία

επεδίωκε την αναδιάρθρωση του χρέους της, ακόμα και σε εθελοντική βάση. [...] Μια τέτοια στρατηγική θα έθετε σε σοβαρό κίνδυνο την αναχρηματοδότηση της Ελλάδας σε ευρώ. Η απόφαση του Εκτελεστικού Συμβουλίου της ΕΚΤ να αναστείλει τις απαιτήσεις υψηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης για χρεόγραφα που εκδίδει ή που εγγυάται η ελληνική κυβέρνηση βασιζόταν στο τρέχον πρόγραμμα και στην τήρησή του. Καμία αναδιάρθρωση του χρέους δεν είναι συμβατή με το τρέχον πρόγραμμα. Συνεπώς η αναστολή δεν θα ίσχυε πλέον» (Παλαιολόγος 2014, η υπογράμμιση δική μας).

Σύμφωνα με τον Trichet «ακόμα και μία εθελοντική αναδιάρθρωση θα οδηγούσε σε σημαντικές υποβαθμίσεις της πιστοληπτικής διαβάθμισης όλων των Ελληνικών χρεογράφων», με αποτέλεσμα η χώρα «να κινδυνεύει άμεσα να χάσει το μεγαλύτερο μέρος των ενεχύρων που διαθέτει για πράξεις νομισματικής πολιτικής». Τέλος, μια αναδιάρθρωση του χρέους «θα μπορούσε να πυροδοτήσει μεγάλες ζημιές για τις ελληνικές τράπεζες, οι οποίες, μη υπάρχοντων επαρκών κεφαλαίων για την ανακεφαλαιοποίησή τους, ενδεχομένως να χρειαστεί να αποκλειστούν από πράξεις νομισματικής πολιτικής» (στο ίδιο).

Ουσιαστικά ο Trichet πληροφορούσε την ελληνική κυβέρνηση πως ακόμα και μια παράταση των προθεσμιών λήξεων των ομολόγων θα οδηγούσε την ΕΚΤ να τραβήξει την πρίζα από τις ελληνικές τράπεζες, από τη στιγμή που δεν θα είχαν τα κατάλληλα ενέχυρα ούτε την κεφαλαιακή επάρκεια για πρόσβαση σε δανεισμό από το μηχανισμό προεξόφλησης της ΕΚΤ. Η συνέπεια μιας τέτοιας κίνησης θα ήταν ο εξαναγκασμός της Ελλάδας να βγει από την ευρωζώνη και να τυπώσει το δικό της νόμισμα. Αντιμετωπίζοντας μαζική απόσυρση καταθέσεων και αδυναμία χρηματοδότησης μέσω της αγοράς, οι ελληνικές τράπεζες βασίζονταν τότε στην κεντρική τράπεζα για να τους προμηθεύσει την απαιτούμενη ρευστότητα για τις εργασίες τους. Όπως ήδη σημειώθηκε, η ΕΚΤ ανέστειλε τις απαιτήσεις υψηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης για τα χρεόγραφα που αποδέχεται ως ενέχυρο, δεχόμενη κρατικά ομόλογα διαβάθμισης κάτω από την επενδυτική. Όμως, μια «άτακτη χρεοκοπία» -η αδυναμία να εξυπηρετηθεί το δημόσιο χρέος- θα απαξίωνε τα ελληνικά ομόλογα, οδηγώντας την ΕΚΤ στη διακοπή της χρηματοδότησής της. Κι αυτό θ' ανάγκαζε την Ελλάδα να βγει από την ευρωζώνη και να τυπώσει το δικό της νόμισμα για να χρηματοδοτήσει την οικονομία της.

Σε ένα εθνικό νομισματικό σύστημα, η κυβέρνηση μπορεί να αναγκάσει σε μια κρίση την κεντρική τράπεζα να παίξει το ρόλο της του δανειστή έσχατης ανάγκης. Όταν απειλείται το δημόσιο, μπορεί να αναγκάσει την κεντρική τράπεζα να προσφέρει ρευστότητα, όπως συνέβη

[12] Το προηγούμενο ρεκόρ ήταν η διάσωση της Κορέας από το ΔΝΤ το Δεκέμβριο του 1997, χορηγώντας 21 δισ. δολάρια ΗΠΑ (το 1,939% του μεριδίου της).



στην Αργεντινή το 2001. Δεν ισχύει όμως το ίδιο σε μια νομισματική ένωση, όπου οι μεμονωμένες κυβερνήσεις δεν έχουν πρόσβαση στην κοινή κεντρική τράπεζα. Σε αντίθεση με την Αργεντινή και άλλες αναδυόμενες οικονομίες, η Ελλάδα δεν είχε την ισχύ να πείσει την ΕΚΤ να της προσφέρει ρευστότητα ακόμα και σε μια εθελοντική αναδιάρθρωση, πόσο μάλλον σε μια άτακτη χρεοκοπία.

Τον Οκτώβριο του 2011, έξι μήνες μετά την αυστηρή προειδοποίηση του Trichet προς τις ελληνικές αρχές και λίγες μέρες πριν από την παραίτησή του, η ΕΚΤ πείσθηκε να δεχθεί αναδιάρθρωση του ελληνικού χρέους, χωρίς την οποία οι επίσημοι πιστωτές θα ήταν απρόθυμοι να προσφέρουν δεύτερο πακέτο διάσωσης. Η πιστοληπτική ικανότητα της Ελλάδας, όταν ολοκληρώθηκε το PSI το Μάρτιο του 2012, είχε υποβαθμισθεί σε SD (επιλεκτική χρεοκοπία), δίχως να διαταραχθεί η ρευστότητα των τραπεζών, που διατηρήθηκε μέσα από το Μηχανισμό Έκτακτης Παροχής Ρευστότητας (ELA) της εθνικής κεντρικής τράπεζας. Ο φόβος της ΕΚΤ ότι ακόμα και μια εθελοντική αναδιάρθρωση θα προκαλούσε αναταραχή αποδείχθηκε αδικαιολόγητα πεσιμιστική. Η απόφαση για τη συνέχιση της χρηματοδότησης των ελληνικών τραπεζών μέσω ELA ελήφθη, όντως, μόνο ύστερα από εναγωνίες συσκέψεις. Η εξαίρεση των ελληνικών ομολόγων της ΕΚΤ από την αναδιάρθρωση, και η διάθεση 50 δισ. ευρώ για την ανακεφαλαιοποίηση των ελληνικών τραπεζών στη δεύτερη διάσωση, ήταν οι καθοριστικοί παράγοντες για την απόφαση της ΕΚΤ να δεχθεί το αναπόφευκτο.

### 3. Η ΜΕΤΑΔΟΣΗ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

Η Ευρωπαϊκή κρίση χρέους ξεκίνησε στην Ελλάδα, όμως σταδιακά παρέσυρε διάφορες χώρες. Το πακέτο διάσωσης της Ελλάδας το Μάιο 2010 προκάλεσε μια αλυσίδα αρνητικών αντιδράσεων στις περιφερειακές χώρες της ευρωζώνης με αδύναμο τραπεζικό σύστημα και με μεγάλες ανάγκες χρηματοδότησης από το εξωτερικό. Οι αγορές άρχισαν να επανεκτιμούν τη ρευστότητα και τη φερεγγυότητά τους, οδηγώντας το κόστος της αναχρηματοδότησης του χρέους τους σε μη βιώσιμα επίπεδα. Η Ιρλανδία υιοθέτησε ένα πρόγραμμα στήριξης της ΕΕ και του ΔΝΤ το Νοέμβριο 2010 και ακολούθησε η Πορτογαλία το Μάιο 2011. Στα μέσα του 2011, όταν κορυφώθηκαν οι συζητήσεις για το ελληνικό PSI, η κρίση διαδόθηκε στην Ισπανία και την Ιταλία, και τούτο παρά τις επίσημες προσπάθειες να παρουσιασθεί η ελληνική περίπτωση ως εξαίρεση. Η Κύπρος υιοθέτησε (καθυστερημένα) ένα πρόγραμμα χρηματοδοτημένο από την ΕΕ και το ΔΝΤ το Μάιο 2013. Η κρίση υπογράμμισε το ρόλο που έπαιξαν στο βάθεμα της ύφεσης οι δευτερογενείς επιπτώσεις από τον κίνδυνο κρατικής χρεοκοπίας στο τραπεζικό σύστημα. Η μείωση της φερεγγυότητας των κρατών επηρέασε σοβαρά τους όρους χρηματοδότησης των τραπεζών, ενώ η επακόλουθη μείωση της οικονομικής δραστηριότητας αύξησε τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια και επιδείνωσε περαιτέρω την εικόνα των δημόσιων οικονομικών.

Η πρώτη νύξη για τη συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα στη χρηματοδότηση των προγραμμάτων προσαρμογής στην ευρωζώνη έγινε στη Γαλλο-γερμανική συνάντηση κορυφής στη Deauville τον Οκτώβριο 2010, όταν η γερμανίδα καγκελάρια Angela Merkel και ο γάλλος πρόεδρος Nicolas Sarkozy συμφώνησαν πως οι ιδιώτες επενδυτές θα έπρεπε να συμβάλλουν στη χρηματοδότηση προγραμμάτων προσαρμογής. Συνεχίζοντας αυτή τη πρωτοβουλία, οι ηγέτες της ευρωζώνης συμφώνησαν στη Σύνοδο Κορυφής του Μαρτίου 2011 να συγκροτήσουν ένα μόνιμο μηχανισμό διαχείρισης κρίσεων μέχρι τα μέσα του 2013, τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας (ESM). Για να ηρεμήσουν τις αγορές, ανακοίνωσαν πως δεν θα γινόταν αναδιάρθρωση του χρέους πριν από το μέσον του 2013, όμως η δέσμευση αυτή δεν θεωρήθηκε αξιόπιστη, καθώς η ανησυχία για τη φερεγγυότητα της Ελλάδας αυξάνονταν. Ο κίνδυνος μετάδοσης της κρίσης μεγάλωσε όταν το ελληνικό πρόγραμμα εκτροχιάστηκε στα μέσα του 2011 και ξεκίνησαν συζητήσεις για το PSI, παρά τις αντίθετες προηγούμενες δηλώσεις. Οι αγορές είχαν ήδη γίνει πολύ πιο επιφυλακτικές για τις προοπτικές ανάπτυξης της περιφέρειας και υπήρχαν ανησυχίες πως τα όρια της πολιτικής αντοχής θα δοκιμάζονταν από την αυξανόμενη ανεργία. Η αποτυχία των Ευρωπαίων πολιτικών να δημιουργήσουν ένα αποτελεσματικό ανάχωμα αυξάνοντας σημαντικά τους πόρους του Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF) βάθυνε την κρίση. Τα spreads εκτοξεύτηκαν στα ύψη στα τέλη του 2011, μετά την αποτυχία της συνδιάσκεψης της Ομάδας των 20 στις Κάννες το Νοέμβριο και της Συνόδου Κορυφής της ευρωζώνης το Δεκέμβριο να φθάσουν σε μια κοινή συμφωνία γύρω από τους μηχανισμούς προστασίας.

Τα spreads εκτοξεύτηκαν ξανά το Μάιο-Ιούνιο του 2012, όταν το ριζοσπαστικό κόμμα της αντιπολίτευσης στην Ελλάδα, ο ΣΥΡΙΖΑ, που απέρριπτε το πρόγραμμα σταθεροποίησης ΕΕ/ΔΝΤ, φάνηκε πως θα κέρδιζε τις εκλογές της 17ης Ιουνίου. Φορείς της αγοράς έβλεπαν πολύ πιθανό ένα «Grexit» και φοβόντουσαν τη διάλυση του ευρώ. Στα τέλη Ιουνίου του 2012 το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο δεσμεύτηκε σε ένα συγκεκριμένο, χρονικά προσδιορισμένο οδικό χάρτη για την επίτευξη μιας γνήσιας Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (European Council 2012c), για να ακολουθήσει η δήλωση του προέδρου της ΕΚΤ Mario Draghi τον Ιούλιο ότι θα έκανε «οτιδήποτε χρειαζόταν» για να σώσει το ευρώ. Ερμηνευόμενη η δήλωση Draghi ως ένα θεωρητικά απεριόριστο τοίχος προστασίας, μαζί με την επακόλουθη ανακοίνωση ενός προγράμματος αγοράς ομολόγων, γνωστό ως Πρόγραμμα Άμεσης Επαναγοράς Ομολόγων (OMT), στις αρχές Σεπτεμβρίου<sup>13</sup>, είχαν ως άμεσο αποτέλεσμα

[13] Το Πρόγραμμα Άμεσης Επαναγοράς Ομολόγων (OMT), από τη δευτερογενή αγορά κρατικών ομολόγων διέφερε από το προηγούμενο Πρόγραμμα Αγοράς Αξιών (SMP), σε δύο καίρια σημεία: υπόκειτο στο καθεστώς δεσμευτικών όρων (conditionality) των προγραμμάτων που υποστηρίζονται από την ΕΕ και το ΔΝΤ, και τα ομόλογα που θα αγόραζε η ΕΚΤ δεν διέθεταν πλέον προτεραιότητα αποπληρωμής (seniority) έναντι των ιδιωτών ομολογιούχων (ECB 2012).



να ηρεμήσουν οι αγορές. Τα spreads υποχώρησαν σημαντικά σε όλες τις χώρες της περιφέρειας, παρότι το ελληνικό πρόγραμμα παρέμεινε εκτός τροχιάς μέχρι να επιμηκυνθεί κατά δύο χρόνια το Δεκέμβριο 2012, ώστε να επιτραπεί στην Ελλάδα ένας πιο αργός ρυθμός προσαρμογής.

Καθώς η κρίση εξελίσσονταν, αποκαλύπτονταν πόσο εύθραυστο ήταν το τραπεζικό σύστημα. Η υπερ-επέκταση των ισολογισμών και η συσσώρευση κινδύνων αύξησαν τις ανησυχίες για την αντοχή των Ευρωπαϊκών τραπεζών, ακόμα και πριν αναδυθούν οι αμφιβολίες για τη βιωσιμότητα του ελληνικού χρέους. Όταν ξέσπασε η παγκόσμια οικονομική κρίση, η πίεση στις τράπεζες για απομόχλευση (deleveraging) εντάθηκε από την πρωτοβουλία της Ευρωπαϊκής Τραπεζικής Αρχής (EBA) να αυξήσει τους απαιτούμενους δείκτες ιδίων κεφαλαίων. Ύστερα από μερικές άκαρπες προσπάθειες της EBA, μια αξιόπιστη αξιολόγηση της κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών προκειμένου να εντοπισθούν οι τυχόν κεφαλαιακές ελλείψεις αναβλήθηκε για το 2014, καθώς και η χάραξη σαφούς σχεδίου κάλυψης των κεφαλαιακών απαιτήσεων μέσω ενός κοινού μηχανισμού προστασίας αν χρειαζόταν. Η πρόοδος στο μέτωπο της τραπεζικής ένωσης, που χρειαζόταν για να σπάσει ο σύνδεσμος κρατών – τραπεζών στη μετάδοση της κρίσης και να αντιστραφεί ο κατακερματισμός του τραπεζικού συστήματος της Ευρωζώνης, καθυστέρησε και παραμένει ατελής.

Σε αυτό το παραγμένο περιβάλλον έχει σημασία να εκτιμήσει κανείς αν ήταν δικαιολογημένος ο φόβος υψηλού κινδύνου από δευτερογενείς επιπτώσεις του ελληνικού PSI. Διακρίνουμε δύο ενδεχόμενους διαύλους μετάδοσης:

- ζημιές των τραπεζών της ευρωζώνης που θα μπορούσαν να είχαν σοβαρές επιπτώσεις προκαλώντας συστημική αστάθεια και
- αναθεώρηση προς τα πάνω του κινδύνου χρεοκοπίας άλλων περιφερειακών χωρών της ευρωζώνης.

Τα στοιχεία της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών για τις διασυννοριακές θέσεις σε κρατικά ομόλογα δείχνουν ότι οι ευρωπαϊκές τράπεζες είχαν γύρω στα 25 δισ. ευρώ ομολόγων του ελληνικού δημοσίου στα τέλη Ιουνίου 2011, όταν άρχισαν οι διαπραγματεύσεις για το PSI. Οι ελληνικές τράπεζες είχαν 60 δισ. και η EKT 50 δισ. ευρώ, με τα υπόλοιπα να βρίσκονται σε άλλους θεσμικούς επενδυτές, κυρίως συνταξιοδοτικά ταμεία, ασφαλιστικές εταιρείες και αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου (hedge funds). Τα στοιχεία αυτά δείχνουν πως οι ελληνικές τράπεζες θα κατέγραφαν τις μεγαλύτερες ζημιές από ένα πιστωτικό γεγονός. Είναι επίσης αξιοσημείωτο ότι οι ενδεχόμενες ζημιές των ευρωπαϊκών τραπεζών μοιάζουν πολύ μικρές για να συνιστούσαν συστημική απειλή. Η ανησυχία άρα για τη διάδοση της κρίσης μέσω αυτού του διαύλου φαίνονται υπερβολικές, ειδικά εφόσον οι τράπεζες, εκείνη πλέον τη χρονική στιγμή, εί-

χαν ήδη περιορίσει ή διαγράψει την έκθεσή τους στην Ελλάδα. Μια αναδιάρθρωση, αν είχε αποφασισθεί με την έναρξη του προγράμματος το Μάιο 2010, θα είχε προκαλέσει τραπεζικές απώλειες πάνω στα 75 δισ. ευρώ ελληνικών ομολόγων (υποθέτοντας ότι η EKT αγόρασε όλα της τα ομόλογα από τις τράπεζες της ΕΕ) –που πάλι δεν θ' αποτελούσε καταστροφικό γεγονός για το τραπεζικό σύστημα της ΕΕ καθώς τα στοιχεία ενεργητικού του ανέρχονταν στα 35 τρις ευρώ. Μόνο ο φόβος ότι και άλλες χώρες της περιφέρειας μπορεί να ακολουθούσαν το συγκεκριμένο δρόμο θα μπορούσε δυνητικά να αποσταθεροποιήσει το τραπεζικό σύστημα, αλλά κι αυτό δεν θα συνέβαινε αν υπήρχε ένα κατάλληλο ανάχωμα στη μετάδοση της κρίσης.

Η ανησυχία για τη χρεοκοπία της Ελλάδος επηρέασε το κόστος δανεισμού των άλλων περιφερειακών χωρών που παρουσίαζαν ανάλογες αδυναμίες. Το υψηλότερο κόστος χρηματοδότησης επιδείνωσε εν συνεχεία τη δυναμική του χρέους τους και τις οδήγησε σε πιστοληπτικές υποβαθμίσεις, οι οποίες με τη σειρά τους επηρέασαν το κόστος δανεισμού των επιχειρήσεων. Χωρίς ένα κοινό μηχανισμό προστασίας που θα κρατούσε χαμηλά το κόστος δανεισμού, ο κίνδυνος της αφερέγγυότητας θα μπορούσε να μετατραπεί σε αυτοεκπληρούμενη προφητεία. Όμως, πρόσφατη μελέτη του ΔΝΤ (Gonzalez-Hermosillo και Johnson 2014) αποφαινεται ότι η Ελλάδα στην πραγματικότητα δεν είχε σημαντικό αντίκτυπο, παρά τη διαδεδομένη ανησυχία τότε για τον καίριο ρόλο της. Η μελέτη εξετάζει εμπειρικά τα αποτελέσματα των δευτερογενών επιπτώσεων από τις χώρες-κλειδιά της ευρωζώνης στη Γερμανία, θεωρούμενη ως η χώρα-πυρήνας, και αντίστροφα. Αποφαινεται ότι οι μεταβολές στα ασφάλιστρα κινδύνου του ελληνικού δημοσίου (CDS)<sup>14</sup> δεν είχαν καμία επίπτωση στα αντίστοιχα γερμανικά (που λειτουργούν ως δείκτης συστημικής σταθερότητας), παρά την αρχική διαδεδομένη ανησυχία για το αντίθετο. Η Ελλάδα αντιμετωπίζεται, προφανώς, ως πολύ μικρή για να αποσταθεροποιήσει τη Γερμανία ή την ευρωζώνη, σε αντίθεση με την Ιταλία ή την Ισπανία, παρ' ότι το προφίλ κινδύνου τους (risk profile) –όπως αντικατοπτρίζεται στα spreads τους – θεωρούνταν από τις αγορές σαφώς πιο ασφαλές, συγκριτικά.

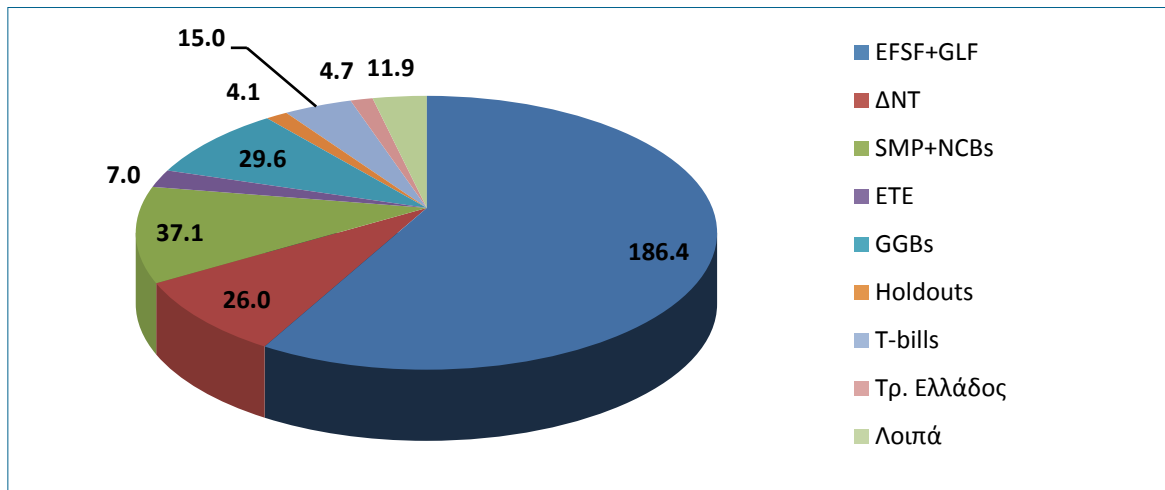
Δεν υπάρχει αμφιβολία ότι η διάλυση του ευρώ θα προκαλούσε μια μεγάλη παγκόσμια κρίση. Το ΔΝΤ, βασισμένο στις συνέπειες που είχαν οι δίαυλοι διάδοσης των δευτερογενών επιπτώσεων σε προηγούμενα επεισόδια χρεοκοπίας, εκτίμησε ότι ο αντίκτυπος μιας εξόδου της Ελλάδος ήταν συνάρτηση της αποτελεσματικότητας του ευρωπαϊκού μηχανισμού προστασίας αλλά και εγγενών αστάθμητων παραγόντων, όπως η πιθανότητα

[14] Τα CDS αποτελούν μια συμφωνία κατά την οποία ο πωλητής τους θα αποζημιώσει τον αγοραστή σε περίπτωση χρεοκοπίας ή άλλου πιστωτικού γεγονότος. Ο αγοραστής των CDS πληρώνει ένα ασφάλιστρο (το «spread» των CDS) στον αγοραστή και σε αντάλλαγμα αποζημιώνεται πλήρως για τις απώλειες σε περίπτωση χρεοκοπίας.

μαζικών αναλήψεων τραπεζικών καταθέσεων και ρευστοποιήσεων repos (Broner κ.α. 2013). Ένα σοκ ανάλογο της κατάρρευσης της Long-Term Capital Management το 1998, ή της Σκανδιναβικής τραπεζικής κρίσης στις αρχές της δεκαετίας του 1990, θα προκαλούσε στην ευρωζώνη απώλειες παραγωγής της τάξεως του 1,5 – 3%, ή και δυνητικά μεγαλύτερες αν η έξοδος της Ελλάδος εξελίσσονταν σε καταστροφικό γεγονός. Η πτωτική έκθεση του ιδιωτικού τομέα στον κίνδυνο της Ελλάδος και ένας ισχυρότερος ευρωπαϊκός μηχανισμός προστασίας θα καθιστούσε το καταστροφικό αυτό σενάριο λιγότε-

ρο πιθανό, είναι όμως αδύνατον να διαμορφώσει κανείς τεκμηριωμένη άποψη για το κατά πόσον ο κίνδυνος διάδοσης της κρίσης θα ήταν τελικά περιορισμένος και διαχειρίσιμος. Όμως, υπάρχουν στοιχεία που δείχνουν ότι οι δευτερογενείς επιπτώσεις, σε περίπτωση εξόδου της Ελλάδος από το ευρώ και χρεοκοπίας, με τον καιρό περιορίζονταν. Η αλληλεπίδραση μεταξύ των spreads υποχώρησε, υποδηλώνοντας ότι τα ιδιότυπα γεγονότα που αφορούσαν την Ελλάδα ίσως να μην επηρέαζαν άλλες χώρες.

**Διάγραμμα 7: Ελλάδα - Κατανομή δημοσίου χρέους ανά πιστωτή, 2013 (€ δισ.)**



Πηγή: Οργανισμός Διαχείρισης Δημοσίου Χρέους

Συνολικά, η ελληνική εμπειρία έδειξε πως τα κοινά μέσα προστασίας και οι υποστηρικτικοί θεσμοί διαχείρισης της κρίσης είναι απαραίτητα προκειμένου να γίνει ομαλά αναδιάρθρωση χρέους σε ένα κράτος-μέλος νομισματικής ένωσης, χωρίς να παρουσιαστούν σημαντικά κρούσματα διάδοσης της κρίσης (Xafa 2014). Οι δύο περιπτώσεις κατά τις οποίες τα spreads εκτοξεύτηκαν στις υψηλότερες ποτέ τιμές τους, δεν προκλήθηκαν από το ελληνικό PSI, αλλά από την αποτυχία της συμφωνίας για ένα κοινό μηχανισμό προστασίας με επάρκεια κεφαλαίων (Νοέμβριος-Δεκέμβριος 2011) και το φόβο του Grexit (Μάιος-Ιούνιος 2012) (βλ. Διάγραμμα 3). Οι πιέσεις της αγοράς συνεχίστηκαν και μετά την επιτυχή ολοκλήρωση του ελληνικού PSI το Μάρτιο 2012, μέχρι να υποχωρήσει ο κίνδυνος του Grexit και της διάλυσης της ευρωζώνης. Η δήλωση Draghi τον Ιούλιο και η ανακοίνωση του Προγράμματος Άμεσης Επαναγοράς Ομολόγων (OMT) στις αρχές Σεπτεμβρίου, σηματοδότησαν την αποφασιστική καμπή της κρίσης. Η αγορά ομολόγων ανέκαμψε παρότι το ελληνικό πρόγραμμα παρέμεινε εκτός τροχιάς μέχρι το Δεκέμβριο, υποδηλώνοντας έτσι ότι οι αγορές έδωσαν πολύ μεγαλύτερη σημασία στο δυνητικά απεριόριστο τείχος προστασίας

που πρόσφερε η ΕΚΤ, από την κατάσταση στην οποία βρισκόταν το ελληνικό πρόγραμμα. Όπως αποδείχθηκε, η Ελλάδα επέστρεψε στις αγορές κεφαλαίου στα μέσα Απριλίου 2014, αντλώντας 3 δισ. ευρώ από τη διάθεση πενταετών ομολόγων με απόδοση 4,95%, παρά τις δυσοίωνες προβλέψεις για καθυστερημένη επιστροφή στις αγορές (Porzecanski 2012).<sup>15</sup> Λίγο μετά, οι ελληνικές τράπεζες κατάφεραν να αυξήσουν το μετοχικό τους κεφάλαιο κατά 8,4 δισ. ευρώ από ιδιώτες επενδυτές πριν την επιθεώρηση της ποιότητας των στοιχείων ενεργητικού από την ΕΚΤ (Asset Quality Review). Ως επακόλουθο της δέσμευσης του Eurogroup το Νοέμ-

[15] Η έκδοση πενταετούς ομολόγου υπερκαλύφθηκε εν μέρει λόγω του γεγονότος ότι ένα πολύ μικρό μέρος του συνολικού χρέους λήγει κατά τη διάρκεια ζωής αυτού του ομολόγου, και έτσι οι επενδυτές απολαμβάνουν de facto προτεραιότητα αποπληρωμής (seniority). Επίσης ρόλο έπαιξε η προσδοκία ποσοτικής χαλάρωσης εκ μέρους της ΕΚΤ, καθώς και οι γεωπολιτικές ανησυχίες για την επιδείνωση της κατάστασης στην Τουρκία και την Ουκρανία. Όμως η Ελλάδα πρέπει να λάβει υπόψη της το κόστος πρόσβασής της στην αγορά των ομολόγων, που παραμένει πολύ υψηλότερο από το επιτόκιο που πληρώνει για τα δάνεια του EFSF και του ΔΝΤ.

βριο 2012, η Ελλάδα υπέβαλλε στις 5 Μαΐου 2014 επίσημο αίτημα για περαιτέρω ελάφρυνση του δημοσίου χρέους της μέσω της επιμήκυνσης του χρόνου αποπληρωμής του και μείωσης του επιτοκίου του, βασισμένη στην έγκαιρη επίτευξη πρωτογενούς πλεονάσματος το 2013. Στο τέλος του 2013, το ελληνικό δημόσιο χρέος προς επίσημους πιστωτές, συμπεριλαμβανομένης της ΕΚΤ και των εθνικών κεντρικών τραπεζών, αλλά εξαιρουμένου του ΔΝΤ, ανέρχονταν στο 73,1 % του συνόλου (βλ. Διάγραμμα 7).

#### 4. ΠΡΟΤΕΡΑΙΟΤΗΤΑ ΑΠΟΠΛΗΡΩΜΗΣ (SENIORITY)

Η προτεραιότητα αποπληρωμής (seniority) των επίσημων πιστωτών έναντι των ιδιωτών ομολογιούχων δημιουργεί κίνδυνο μειωμένης εξασφάλισης και καθιστά πιο δύσκολη την επιστροφή σε χρηματοδότηση μέσω των αγορών, διότι οι ιδιώτες πιστωτές θα ήταν απρόθυμοι να προσφέρουν νέα χρηματοδότηση που θα είχε χαμηλή προτεραιότητα αποπληρωμής σε περίπτωση μελλοντικής αναδιάρθρωσης. Παρ' όλ' αυτά, οι επίσημοι πιστωτές που πρόσφεραν έκτακτη βοήθεια πέρασαν από το καθεστώς ισοτιμίας (*pari passu*) υπό το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF), που δημιουργήθηκε τέλη Ιουνίου του 2010, σε καθεστώς προνομιακού πιστωτή υπό τη Συνθήκη για τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας (ESM), που τέθηκε σε ισχύ στις 8 Οκτωβρίου 2012.<sup>16</sup>

Παρότι κατανοητή πολιτικά, η αλλαγή του καθεστώτος προτεραιότητας των επίσημων δανείων θα έκανε την επιστροφή στις αγορές πιο δύσκολη. Είναι ενδιαφέρον το γεγονός πως η ΕΚΤ στράφηκε προς την αντίθετη κατεύθυνση την ίδια ακριβώς στιγμή: στα ομόλογα της ΕΚΤ υπό το Πρόγραμμα Άμεσης Επαναγοράς Ομολόγων (OMT), που τέθηκε σ' εφαρμογή το Σεπτέμβριο 2012, δόθηκε καθεστώς ισοτιμίας, σε αντίθεση με το Πρόγραμμα Αγοράς Αξιών (SMP), που τέθηκε σ' εφαρμογή το Μάιο 2010, στο οποίο η ΕΚΤ είχε θέση προνομιακού πιστωτή (βλ. Πίνακα 4). Ο πρόεδρος της ΕΚΤ Draghi κατάλαβε σαφώς τον κίνδυνο από τη μειωμένη εξασφάλιση για τους ιδιώτες ομολογιούχους και ικανοποίησε τις ανησυχίες τους αφαιρώντας από την ΕΚΤ το καθεστώς του προνομιούχου πιστωτή.

[16] Τα προγράμματα που βρίσκονταν σε ισχύ όταν υπογράφηκε η Συνθήκη για το ESM επωφελούνται, εξαιτίας κεκτημένων δικαιωμάτων, της διατήρησης του καθεστώτος ισοτιμίας των πιστωτών της ευρωζώνης: «Σε περίπτωση οικονομικής βοήθειας από το μηχανισμό σταθερότητας (ESM), με τη μορφή δανείων του ESM, στα πλαίσια ενός προγράμματος βοήθειας που υπήρχε ήδη κατά την υπογραφή της Συνθήκης, ο ESM θα διατηρήσει την ίδια προτεραιότητα αποπληρωμής (seniority), όπως όλα τα άλλα δάνεια και οι υποχρεώσεις των δικαιούχων μελών του, με την εξαίρεση των δανείων του ΔΝΤ (European Council 2012b, Παράγραφος 13 από το προοίμιο της Συνθήκης).

#### Πίνακας 4: Ευρωζώνη - Καθεστώς προτεραιότητας της επίσημης χρηματοδότησης

|                           | EFSF/ESM                 | ECB                     |
|---------------------------|--------------------------|-------------------------|
| <b>Μάιος/Ιούνιος 2010</b> | <i>pari passu</i> (EFSF) | senior (SMP)            |
| <b>Σεπτέμβριος 2012</b>   | senior (ESM)             | <i>pari passu</i> (OMT) |

Σε αντίθεση με το ΔΝΤ, το EFSF είχε το ίδιο καθεστώς με κάθε άλλη δημόσια αξίωση πάνω στη χώρα, αναγνωρίζοντας ότι οι ιδιώτες επενδυτές θα δίσταζαν να δανείσουν αν υπήρχαν πιστωτές με προτεραιότητα αποπληρωμής. Αντίθετα, η Συνθήκη για τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας (ESM) του 2012, δήλωνε σαφώς ότι το ESM θα διέθετε προτεραιότητα αποπληρωμής (seniority) έναντι των ιδιωτών πιστωτών, αλλά θα ήταν πιστωτής χαμηλότερης εξασφάλισης (*junior*) ως προς τα δάνεια του ΔΝΤ.<sup>17</sup> Η αλλαγή του καθεστώτος αυτού υπαγορεύθηκε προφανώς από την απροθυμία των κρατών μελών της ευρωζώνης να υπογράψουν σε διαφορετική περίπτωση τη Συνθήκη. Το Διεθνές Χρηματοπιστωτικό Ινστιτούτο (IIF) είχε ζητήσει την αφαίρεση του καθεστώτος προνομιακού πιστωτή από τους επίσημους δανειστές της ευρωζώνης για να αποκατασταθεί η πλήρης πρόσβαση στις αγορές κεφαλαίων και η εμπιστοσύνη των πιστωτών για δίκαιο επιμερισμό των βαρών (IIF 2012).

Αντίθετα με το EFSF/ESM, ο ρόλος του έμμεσου δανεισμού της ΕΚΤ προς τις κυβερνήσεις δεν ήταν να προσφέρει χρηματοδότηση ή να χαλαρώσει τις νομισματικές συνθήκες (η ΕΚΤ απορροφούσε μέσω *repos* τη ρευστότητα που διοχέτευε αγοράζοντας ομόλογα), αλλά να σταθεροποιήσει τις τιμές των ομολόγων ώστε οι χώρες που δεν είχαν χάσει την πρόσβαση στις αγορές να μπορέσουν να δανειστούν με λογικό επιτόκιο. Το Πρόγραμμα Αγοράς Αξιών (SMP) συνίστατο σε παρεμβάσεις υπό τη μορφή δευτερογενούς αγοράς ομολόγων του δημοσίου από πέντε προβληματικές χώρες οφειλέτες: την Ελλάδα, την Ιρλανδία, την Πορτογαλία, την Ισπανία και την Ιταλία. Ομόλογα ονομαστικής αξίας γύρω στα 220 δισ. ευρώ αγοράστηκαν από την ΕΚΤ ανάμεσα στην έναρξη του προγράμματος και τη λήξη του στις αρχές του 2012.

[17] Η παράγραφος 13 στο προοίμιο της Συνθήκης του ESM δηλώνει ότι «τα δάνεια του ESM θα έχουν καθεστώς προνομιούχου πιστωτή, ανάλογα με αυτά του ΔΝΤ, ενώ ταυτόχρονα θα δέχονται το προνομιακό καθεστώς του ΔΝΤ έναντι του ESM» (European Council 2012b). «Όπως το ΔΝΤ, έτσι και το ESM θα προσφέρει την υποστήριξή του για τη σταθερότητα των μελών του, όταν κάποιο από αυτά χάσει ή κινδυνεύσει να χάσει τη δυνατότητα πρόσβασης στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Ως εκ τούτου, οι αρχηγοί κρατών ή κυβερνήσεων έχουν δηλώσει ότι τα δάνεια του ESM θα απολαμβάνουν το καθεστώς προνομιούχου πιστωτή ανάλογου με το ΔΝΤ, αποδεχόμενα ταυτόχρονα το προνομιακό στάτους του ΔΝΤ έναντι του ESM. Το παραπάνω καθεστώς ισχύει από την ημερομηνία εφαρμογής αυτής της Συνθήκης» (στο ίδιο).



Η απόφαση για την καθιέρωση του SMP δεν ανέφερε το παραμικρό περί προτεραιότητας αποπληρωμής (ECB 2010b), όμως σύντομα έγινε σαφές ότι η EKT την αξίωνε *de facto*. Το προνομιακό πιστωτικό καθεστώς της EKT δημιούργησε κίνδυνο μειωμένης εξασφάλισης των ιδιωτών ομολογιούχων, υπονομεύοντας έτσι τις προσπάθειές της να περιορίσει την πτώση των τιμών των ομολόγων. Από τη μια μεριά, οι αγορές ομολόγων από την EKT δημιούργησαν ζήτηση στην αγορά, από την άλλη όμως έδιωχναν τους επενδυτές περιορίζοντας το χρέος που μπορούσε να κουρευτεί. Πρόσφατη μελέτη διαπίστωσε ότι οι επαναλαμβανόμενες παρεμβάσεις είχαν επίπτωση που κυμαίνονταν από τις -1 έως τις -2 μονάδες βάσης για την Ιταλία και τις -17 έως -21 για την Ελλάδα (Eser και Schwaab 2013). Με δεδομένο τον όγκο αγορών της EKT, η επίπτωση αυτή ήταν μηδαμινή.

Ο πρόεδρος της EKT Draghi, που διαδέχθηκε τον Trichet το Νοέμβριο του 2011, έδωσε τέλος στο SMP στις αρχές του 2012, όταν έγινε σαφές ότι η ιταλική κυβέρνηση το έβλεπε ως εναλλακτική λύση στις προσπάθειες μεταρρύθμισης παρά ως συμπλήρωμά τους, και αργότερα το αντικατέστησε με το Πρόγραμμα Άμεσης Επαναγοράς Ομολόγων (OMT), που υπόκειται σε καθεστώς δεσμευτικών όρων Μνημονίου (*conditionality*) ΔΝΤ/ΕΕ Σε αντίθεση με το SMP, το OMT περιλαμβάνει ρήτρα *pari passu* –παρόμοια με αυτή που περιελάμβανε η Συνθήκη του EFSF– για να καθησυχάσει τις ανησυχίες των επενδυτών ως προς τη σχετική διαβάθμιση των αξιών τους, η οποία μπορεί να μειώσει την όρεξή τους για ομόλογα της ευρωζώνης. Παρότι το OMT παραμένει αναξιόποιοντο μέχρι σήμερα, είχε ισχυρό αντίκτυπο στα *spreads* των ομολόγων. Όμως μία τυχόν μελλοντική συμμετοχή της EKT σε μια «εθελοντική» αναδιάρθρωση χρέους, που μπορεί να θεωρηθεί χρηματοδότηση δημοσίων ελλειμμάτων, παραμένει στην πράξη αδοκίμαστη. Για να ξεπεράσει οποιαδήποτε δυνητική σύγκρουση με το καταστατικό της EKT, θα μπορούσε ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας (ESM) να χορηγήσει εγγυήσεις προς την EKT, αλλά αυτό παραμένει ένα ανοιχτό ζήτημα.

## 5. Η ΕΝΕΡΓΟΠΟΙΗΣΗ ΤΩΝ ΡΗΤΡΩΝ ΣΥΛΛΟΓΙΚΗΣ ΔΡΑΣΗΣ (CACs) ΚΑΙ Η ΠΛΗΡΩΜΗ ΤΩΝ ΣΥΜΒΟΛΑΙΩΝ CDS

Όπως προαναφέρθηκε, οι ρήτρες συλλογικής δράσης προστέθηκαν εκ των υστέρων στα ομόλογα υπό ελληνικό δίκαιο και ενεργοποιήθηκαν προκειμένου να εξασφαλίσουν μια μίνιμουμ συμμετοχή του 90% των ομολογιούχων ώστε να προχωρήσει η αναδιάρθρωση του χρέους. Το Διεθνές Χρηματοπιστωτικό Ινστιτούτο (IIF) υπογραμμίζει ότι «αναδρομικές νομοθετικές μεταβολές που τροποποιούν μονομερώς τους όρους και τις προϋποθέσεις των χρηματοοικονομικών συμβάσεων μπορεί να υπονομεύσουν την ακεραιότητα των αγορών και το απαραβίαστο των συμβάσεων» (IIF 2012). Αναγνωρίζει

όμως ότι οι αναδρομικές αλλαγές ομολογιακών συμβάσεων μπορούν να γίνουν αποδεκτές από ιδιώτες πιστωτές, αν πριν τη μονομερή τροποποίηση έχει ήδη επιτευχθεί, μέσα από καλόπιστες διαπραγματεύσεις, μια συμφωνία για εθελοντική αναδιάρθρωση του χρέους. Αυτή ακριβώς ήταν η περίπτωση της ελληνικής αναδιάρθρωσης, κατά την οποία η ενεργοποίηση των CACs τέθηκε υπό την έγκριση των ιδιωτών πιστωτών ως «ρήτρα εξόδου» (*exit clause*) στην προσφορά ανταλλαγής χρέους και έγινε δεκτή από μια μεγάλη πλειοψηφία (85,8%) κατόχων ομολόγων του ελληνικού δημοσίου με στόχο τη μεγιστοποίηση της συμμετοχής τους.

Μετά την ανταλλαγή, όλα τα καινούργια ομόλογα που εκδίδουν τα μέλη της ευρωζώνης πρέπει να διαθέτουν CACs για να διευκολύνουν την συμμετοχή των ιδιωτών πιστωτών στη διάσωση (*bail-in*) και να αποφύγουν μια υποχρεωτική αναδιάρθρωση μέσα από μεταβολές της εγχώριας νομοθεσίας.<sup>18</sup> Όμως, ο κύριος όγκος του υπάρχοντος χρέους στις υπερχρεωμένες χώρες της ευρωζώνης αποτελείται ακόμα από ομόλογα υπό το εθνικό δίκαιο. Ο κίνδυνος, δηλαδή, της επανάληψης μιας αναδιάρθρωσης χρέους ελληνικού τύπου δεν έχει εκλείψει.

Παρ' όλ' αυτά, η αναδιάρθρωση του ελληνικού χρέους δεν προκάλεσε την αναστάτωση που πολλοί φοβόντουσαν. Για τις λίγες εβδομάδες που η Ελλάδα παρέμεινε σε κατάσταση αθέτησης πληρωμών (*Selective Default*), τα ελληνικά ομόλογα (GGBs) δεν ήταν αποδεκτά ως ενέχυρο για πράξεις της EKT, όμως η ρευστότητα των τραπεζών συνεχίστηκε μέσω του Μηχανισμού Έκτακτης Παροχής Ρευστότητας (ELA). Η ενεργοποίηση των CACs και η πρόκληση αποπληρωμής των συμβολαίων ασφαλιστρών κινδύνου αθέτησης πληρωμών (CDS), επίσης δεν απέτέλεσε σημαντικό πιστωτικό γεγονός, καθώς το καθαρό ονομαστικό ποσό των CDS ανέρχονταν, όπως αναφέρθηκε, σε λιγότερο από 3 δισ. ευρώ (1,5% των προσφορών ανταλλαγής που έγιναν αποδεκτές). Η πληρωμή των CDS ανήλθε σε ένα κλάσμα της αξίας των ομολόγων όπως αυτή καθορίστηκε στη σχετική δημοπρασία CDS και των ασφαλιστρών που είχαν ήδη εισπράξει αυτοί που τα πούλησαν. Οι φόβοι πως η πρόκληση αποπληρωμής των CDS θα οδηγούσε στη μετάδοση της κρίσης, εξαναγκάζοντας σε χρεοκοπία τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που είχαν πουλήσει συμβόλαια CDS (όπως έγινε με το American International Group (AIG) στις ΗΠΑ, που διασώθηκε με κρατική παρέμβαση) αποδείχθηκαν, λοιπόν, υπερβολικοί. Αντίθετα, αν η Διεθνής Ένωση Συμβάσεων Ανταλλαγής και Παραγώγων (ISDA) δεν είχε χαρακτηρίσει το PSI και την αναδιάρθρωση ως πιστωτικό γεγονός, οι διαχειριστές κινδύνου δεν θα αποδέχονταν πλέον τα συμβόλαια CDS ως επαρκή ασφάλεια στην έκθεση σε κρατικά χρέη, προκαλώντας έτσι το ξεπούλημα των

[18] Οι Ευρωπαϊκές ρήτρες συλλογικής δράσης θα συζητηθούν αναλυτικά στην επόμενη ενότητα.



ομολόγων και τη διεύρυνση των spreads στην περιφέρεια της ευρωζώνης.

## 6. ΟΙ ΡΗΤΡΕΣ ΣΥΝΑΘΡΟΙΣΗΣ (AGGREGATION CLAUSES) ΚΑΙ ΤΟ ΠΡΟΒΛΗΜΑ ΤΩΝ ΜΗ ΑΠΟΔΕΧΟΜΕΝΩΝ ΤΗ ΡΥΘΜΙΣΗ (HOLDOUTS)

Η γενναιόδωρη αντιμετώπιση των ομολογιούχων πιστωτών που δεν αποδέχθηκαν τη ρύθμιση και πληρώθηκαν στο ακέραιο μετά την αναδιάρθρωση του ελληνικού χρέους προκάλεσε επανεξέταση των ρητρών συνάθροισης (aggregation clauses) στα συμβόλαια των ομολόγων. Σε μια παράλληλη εξέλιξη η υπόθεση NML Capital vs. Argentina, που εκδικάζεται στα δικαστήρια των ΗΠΑ,<sup>19</sup> έδειξε ότι οι πιστωτές που διατηρούν τα ομόλογά τους και δεν αποδέχονται τη ρύθμιση διαθέτουν μεγάλα περιθώρια να ανατρέψουν μια συμφωνία αναδιάρθρωσης του χρέους μετά την πραγματοποίησή της. Οι υποθέσεις αυτές έδωσαν το έναυσμα για μια αντιπαράθεση γύρω από τον περιορισμό της δυνατότητας των μη συμμετεχόντων πιστωτών να μπλοκάρουν ή να ανατρέψουν μια ευρεία αναδιάρθρωση δημοσίου χρέους.

Στην Ελλάδα, η διαφορά στο εφαρμοστέο δίκαιο έδωσε de facto προτεραιότητα αποπληρωμής στα ομόλογα υπό αλλοδαπό δίκαιο, διότι οι ενσωματωμένες σε αυτά ρήτρες συνάθροισης δυσκόλευαν την ένταξή τους στην αναδιάρθρωση. Τα ομόλογα υπό το αγγλικό δίκαιο απαιτούν μια πλειοψηφία μεταξύ 67 και 75% για γίνουν αποδεκτοί οι νέοι όροι, με την ψηφοφορία να γίνεται χωριστά για κάθε έκδοση ομολόγων. Οι ρήτρες CACs που ενσωματώθηκαν αναδρομικά σε ομόλογα υπό το ελληνικό δίκαιο απαιτούσαν αποδοχή των νέων όρων από 66,67% των ομολογιούχων, συγκεντρωτικά απ' όλες τις εκδόσεις ομολόγων, για να προχωρήσει η αναδιάρθρωση, υπό την αίρεση απαρτίας ίσης προς το 50% της ονομαστικής τους αξίας. Με 177 δισ. ευρώ ομολόγων υπό το εθνικό δίκαιο επιλέξιμα για αναδιάρθρωση, η δημιουργία μιας μειοψηφίας που θα μπλόκαρε την συμφωνία ήταν απαγορευτική. Αντίθετα, ελάχιστες εκδόσεις ομολόγων υπό αλλοδαπό δίκαιο ξεπερνούσαν το 1 δισ. ευρώ, καθιστώντας πολύ πιο εύκολο για έναν πιστωτή ή ομάδα πιστωτών να μπλοκάρει τη συμφωνία. Το πρόβλημα επιδεινώθηκε από επενδυτές που αγόρασαν ομόλογα με μοναδικό στόχο την άρνηση συμμετοχής τους στην αναδιάρθρωση, τη διατήρηση των παλαιών ομολόγων και την απαίτηση για πλήρη εξόφλησή τους.

Το γεγονός ότι τα ομόλογα που δεν συμμετείχαν στην αναδιάρθρωση εξοφλήθηκαν πλήρως επέφερε διαχωρι-

σμό στις τιμές των ομολόγων υπό εθνικό ή αλλοδαπό δίκαιο και σε άλλες υπερχρεωμένες χώρες της ευρωζώνης. Οι Gulati και Zettelmeyer (2012) έχουν προτείνει εθελοντική ανταλλαγή ομολόγων υπό το εθνικό δίκαιο με ομόλογα υπό αλλοδαπό για τις υπερχρεωμένες χώρες, προσφέροντας μεγαλύτερη συμβατική προστασία στους ομολογιούχους με αντάλλαγμα τη μείωση του βάρους του χρέους. Όλα τα νέα ομόλογα που εκδόθηκαν από χώρες της ευρωζώνης μετά την 1η Ιανουαρίου 2013 πρέπει να περιλαμβάνουν ρήτρες συλλογικής δράσης (CACs).<sup>20</sup> Τα χαρακτηριστικά των ευρω-CACs καθιστούν ευκολότερη τη σύναψη συμφωνιών αναδιάρθρωσης απ' ό,τι τα ομόλογα υπό το αγγλικό δίκαιο ή το δίκαιο της Νέας Υόρκης, με μικρότερες απαιτήσεις πλειοψηφίας σε κάθε έκδοση ομολόγων για να αλλάξουν οι όροι τους (με την έγκριση του 66,67% έναντι 75% των ψήφων, βασισμένη στην ονομαστική αξία των αρχικών αξιώσεων), και συμπεριλαμβάνοντας επιπλέον ένα μηχανισμό τροποποίησης των αρχικών όρων που διατρέχει το σύνολο των ομολόγων και που συνιστά μια ήπια ρήτρα συνάθροισης.<sup>21</sup>

Ειδικότερα, η τροποποίηση των όρων αποπληρωμής του συνόλου των κρατικών ομολόγων πραγματοποιείται ταυτόχρονα, υπό την προϋπόθεση της επίτευξης μιας συνολικής θετικής ψήφου άνω του 75% από όλες μαζί τις εκδόσεις ομολόγων και ενός μίνιμουμ 66,67% σε κάθε έκδοση ξεχωριστά. Για την ώρα, όμως, ο όγκος του ανεξόφλητου χρέους στις περισσότερες χώρες της ευρωζώνης παραμένει υπό το εθνικό δίκαιο, χωρίς ρήτρες CACs. Με το χρόνο, καθώς τα παλιά ομόλογα λήγουν, οι αγορές θα φοβούνται λιγότερο μια υποχρεωτική αναδιάρθρωση μέσω νομοθετικών πράξεων, και θα μειώνονται έτσι τα ασφάλιστρα κινδύνου που ενσωματώνονται στις τιμές των ομολόγων.

[20] Το άρθρο 12 της Συνθήκης του ESM προβλέπει την υποχρεωτική προσθήκη τυποποιημένων και πανομοιότυπων CACs σε όλα τα νέα κρατικά ομόλογα της ευρωζώνης, ανεξάρτητα από το δίκαιο που τα διέπει: «Ρήτρες συλλογικής δράσης θα συμπεριληφθούν από 1ης Ιανουαρίου 2013 σε όλα τα νέα κρατικά χρεόγραφα της ευρωζώνης, διάρκειας άνω του ενός έτους, με τρόπο που να διασφαλίζεται ότι ο νομικός τους αντίκτυπος θα είναι πανομοιότυπος». (European Council 2012b). Το κίνητρο είναι σαφές: Διευκολύνοντας την αναδιάρθρωση του χρέους, οι CACs μπορούν να μεταφέρουν ένα μέρος του κόστους διάσωσης υπερχρεωμένων κρατών-μελών στους ιδιώτες πιστωτές. Το προοίμιο της Συνθήκης του ESM σαφώς καλεί σε «επαρκή και αναλογική μορφή συμμετοχής του ιδιωτικού τομέα [...] σε περιπτώσεις που η προσφερόμενη στήριξη της σταθερότητας συνοδεύεται από όρους με τη μορφή μακρο-οικονομικού προγράμματος προσαρμογής» (στο ίδιο).

[21] Στην ευρωζώνη το όριο για την εξασφάλιση πλειοψηφίας έχει τεθεί στο 75% του ανεξόφλητου ποσού του αρχικού κεφαλαίου που αντιπροσωπεύεται στις συναντήσεις ομολογιούχων (με απαρτία ίση προς το 66,7% της αρχικής οφειλής). Επιπρόσθετα, υπάρχει απαίτηση έγκρισης του 66,7% των ανεξόφλητων ομολόγων της κάθε επιμέρους έκδοσης. Για μια συζήτηση των χαρακτηριστικών των ευρω-CACs σε σύγκριση με τα ομόλογα υπό το αγγλικό δίκαιο βλέπε Linklaters (2012). Οι Bradley και Gulati (2012) παρουσίασαν μια εμπειρική ανάλυση των επιπτώσεων που είχαν οι CACs στο κόστος δανεισμού των χρεωμένων χωρών.

[19] Η υπόθεση αφορά μη συμμετέχοντες πιστωτές (holdouts), οι οποίοι απαιτούν πλήρη αποπληρωμή των ομολόγων που η Αργεντινή εξέδωσε υπό το δίκαιο της Νέας Υόρκης, απειλώντας κατάσχεση πληρωμών για την εξυπηρέτηση του χρέους σε ομολογιούχους οι οποίοι συμμετείχαν στην ανταλλαγή του χρέους της Αργεντινής το 2005.

Αν και οι ρήτρες ευρω-CACs στο νεο-εκδιδόμενο χρέος αποτελούν σαφή βελτίωση των όρων της υπάρχουσας αγοράς, έχουν δεχθεί κριτική ότι παραμένουν ευάλωτες στο πρόβλημα της μειοψηφίας που δεν αποδέχεται τη ρύθμιση (holdouts), καθώς δίνουν υπερβολική έμφαση στις ενισχυμένες πλειοψηφίες που απαιτούνται σε επιμέρους εκδόσεις ομολόγων, αντί να επιτρέπουν την ενεργοποίησή τους όταν επιτυγχάνεται ένα συγκεντρωτικό όριο από το σύνολο των ομολογιούχων (Bradley και Gulati 2012). Έτσι, το πρόβλημα των holdouts θα παραμένει, εκτός αν οι απαιτούμενες πλειοψηφίες των ευρω-CACs χαλαρώσουν περαιτέρω για να διευκολύνουν τυχόν αναδιάρθρωση. Για να αποθαρρύνουν ένα δικαστικό αγώνα από τους πιστωτές που διατήρησαν τα ομόλογά τους, οι Buchheit, Gulati και Tirado (2013) έχουν προτείνει τροποποίηση της Συνθήκης του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας (ESM), ώστε να προσφέρει ασυλία στα περιουσιακά στοιχεία των υπόχρεων χωρών από την κατάσχεσή τους από holdouts που απαιτούν πλήρη αποζημίωση.

Πρωτοβουλίες εν εξελίξει σε διάφορα fora, συμπεριλαμβανομένων του ΔΝΤ, του IIF, του Υπουργείου Οικονομικών των ΗΠΑ και της International Capital Market Association, έχουν ως στόχο τη βελτίωση των CACs για να διευκολυνθούν οι αναδιρθρώσεις. Η αναδιάρθρωση των ομολόγων υπό το ελληνικό δίκαιο έδειξε πως η δυνατότητα συνάθροισης ομολόγων από όλες τις εκδόσεις οδηγεί σε καθαρή ψήφο («ναι» ή «όχι» στη ρύθμιση, που δεσμεύει το σύνολο των ομολογιούχων), εξαλείφοντας εξ ολοκλήρου το πρόβλημα των holdouts. Ορμώμενο από την ελληνική περίπτωση, το ΔΝΤ έχει προτείνει να εξετασθεί «η δυνατότητα να αντικατασταθεί το διπλό όριο διαμόρφωσης πλειοψηφίας στις υπάρχουσες ρήτρες συγκέντρωσης με ένα συνολικό όριο, ώστε μειοψηφίες των επιμέρους εκδόσεων ομολόγων να μη μπορούν να εκτροχιάζουν μια κατά τ' άλλα επιτυχή αναδιάρθρωση» (IMF 2013a). Όμως αυτή η προσέγγιση μπορεί να είναι πολύ σκληρή από την οπτική γωνία των πιστωτών, στο βαθμό που δεν εισάγει καμία διαφοροποίηση μεταξύ των ομολογιούχων σε συνάρτηση με το χρόνο λήξης των τίτλων τους. Εκθέτοντας όλα τα ομόλογα σε ένα ενιαίο κούρεμα, ανεξαρτήτως ημερομηνίας λήξης, συνεπάγεται μεγαλύτερη απώλεια καθαρής παρούσας αξίας (NPV) των βραχυπρόθεσμων ομολόγων σε σύγκριση με τα μεγαλύτερης διάρκειας. Οι κάτοχοι βραχυπρόθεσμων ομολόγων, άρα, θα έπρεπε να έχουν τη δυνατότητα να αρνηθούν τους όρους συμμετοχής ή να τους προσφερθεί ένα μικρότερο κούρεμα, δίχως να ανασταλεί ολόκληρη η συμφωνία. Όπως σημειώνεται στην έκθεση του ΔΝΤ, «είναι δυνατό να μεθοδευτεί πιο αποτελεσματικό συμβατικό πλαίσιο, με την εισαγωγή ισχυρότερων ρητρών συγκέντρωσης για τα κρατικά ομόλογα που εκδίδονται στις διεθνείς κεφαλαιαγορές, έχοντας κατά νου τα ζητήματα ισότητας μεταξύ των πιστωτών που μπορεί να προκύψουν από μια τέτοια προσέγγιση». Τα ζητήματα αυτά δείχνουν την ανάγκη κάθε νέο πρότυπο να επιτύχει μια ισορροπημένη αντιμετώπιση των δικαιωμάτων

οφειλετών και πιστωτών, συμπεριλαμβάνοντας ρήτρες συνάθροισης και χαμηλώνοντας τα όρια της απαιτούμενης πλειοψηφίας από τη μια μεριά, διατηρώντας από την άλλη την ασφαλιστική δικλείδα της έγκρισης των όρων ανταλλαγής σε κάθε ξεχωριστή έκδοση ομολόγων από την πλειοψηφία.

## 7. Η ΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΑΝΑΒΑΘΜΙΣΗ

Η «πιστωτική αναβάθμιση» (credit enhancement) ήταν παρόμοια με την «αναβάθμιση κεφαλαίου» (principal enhancement) κατά τις ανταλλαγές χρέους που έγιναν στη διάρκεια της κρίσης χρέους στη Λατινική Αμερική τη δεκαετία του 1980. Οι οφειλέτριες χώρες αγόραζαν ομόλογα μηδενικού πιστωτικού κινδύνου με μηδενικό τοκομερίδιο (zero coupon) που εξέδιδε το Υπουργείο Οικονομικών των ΗΠΑ, τα οποία αποτελούσαν την εγγύηση για την εξόφληση του κεφαλαίου των ομολόγων Brady που είχαν εκδώσει. Ήταν, μάλιστα, αυτή μια από τις εναλλακτικές δυνατότητες που είχαν προτείνει οι Buchheit και Gulati (2010) για την αναδιάρθρωση του ελληνικού χρέους. Αυτό που έκανε ελκυστική στα τέλη της δεκαετίας του 1980 την αναβάθμιση κεφαλαίου μέσω ενέχυρου (collateral) όταν εκδόθηκαν για πρώτη φορά τα ομόλογα Brady, ήταν το γεγονός ότι τα υψηλά επιτόκια που επικρατούσαν τότε καθιστούσαν τα ομόλογα με μηδενικό τοκομερίδιο εξαιρετικά φθηνά με όρους καθαρής παρούσας αξίας (NPV). Δυστυχώς το ίδιο δεν ίσχυε στις αρχές της δεκαετίας του 2010, όταν τα επιτόκια έφθασαν στο κατώτατο ιστορικό τους επίπεδο, κάνοντας έτσι την αναβάθμιση κεφαλαίου μέσω ενέχυρου ασύμφορη.

Καθώς τα νέα ομόλογα του ελληνικού δημοσίου δεν συνοδεύονταν από εγγυήσεις, οι ομολογιούχοι ήταν εκτεθειμένοι στον ελληνικό πιστωτικό κίνδυνο και μετά την ανταλλαγή. Για να τους δελεάσουν, οι επίσημοι πιστωτές πρόσφεραν 30 δισ. ευρώ σε βραχυπρόθεσμους τίτλους του Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF) ως μέρος της συμφωνίας, ενώ ενίσχυσαν επιπλέον τα δικαιώματα των πιστωτών μέσα από μια συμφωνία συγχρηματοδότησης, που προέβλεπε ταυτόχρονη και αναλογική αποπληρωμή του χρέους προς τους ομολογιούχους και το EFSF. Το δάνειο του EFSF αξιολογήθηκε ίσης προτεραιότητας (pari passu) με τα νέα ελληνικά ομόλογα, υποδηλώνοντας ότι αν η Ελλάδα αθετούσε τις υποχρεώσεις της ως προς τα ομόλογα του δημοσίου, θα έκανε το ίδιο και ως προς τους τίτλους του EFSF, με σοβαρές συνέπειες στη συνεχιζόμενη επίσημη βοήθεια προς αυτήν. Επιπρόσθετη ανακούφιση στους πιστωτές προήλθε από το γεγονός πως ένα μέρος των επίσημων δανείων που προσφέρθηκαν στο πακέτο διάσωσης του Μαρτίου 2012 καταβάλλονταν σε «χωριστό λογαριασμό» (segregated account) στην Τράπεζα της Ελλάδος, που προοριζόνταν για την εξυπηρέτηση των δανείων. Χωρίς την πιστωτική αναβάθμιση που προσέφερε το EFSF, οι ομολογιούχοι πιθανότατα να μην είχαν συμφωνήσει σε ένα τόσο βαθύ κούρεμα. Επιπλέον, τα νέα ομόλογα που εκδόθηκαν μετά την ανταλλαγή, δεν

περιελάμβαναν διασταυρούμενες ρήτρες χρεοκοπίας με τα παλιά ομόλογα, οπότε οι κάτοχοί τους προστατεύονταν σε περίπτωση χρεοκοπίας της Ελλάδος λόγω μη αποπληρωμής των holdouts.

Σχετικά με τα παραστατικά δικαιώματος (warrants) τα συνδεδεμένα με το ΑΕΠ, είναι πολύ νωρίς να πούμε πόσο σημαντικά θα αποδειχθούν ως δέλεαρ για τους επενδυτές. Τα warrants προσφέρουν τη δυνατότητα πληρωμής πρόσθετου τόκου σε συνάρτηση με τον ρυθμό ανάπτυξης του ελληνικού ΑΕΠ, όμως η ενεργοποίηση των καταβολών αυτών δεν προβλέπεται πριν το 2022 το νωρίτερο, όταν η ονομαστική αξία του ελληνικού ΑΕΠ μπορεί να φθάσει ένα κατώτατο όριο 266 δισ. ευρώ έναντι των 193 δισ. το 2012. Εφεξής, τα warrants θα πληρώνουν κάθε δεδομένη χρονιά, αν η πραγματική αύξηση του ΑΕΠ ξεπερνάει ένα όριο αναφοράς για εκείνη τη χρονιά. Αν και εκδόθηκαν με πρότυπο το warrant της Αργεντινής που συνδέεται με το ΑΕΠ, που εκδόθηκε κατά την ανταλλαγή του 2005, οι ετήσιες πληρωμές των ελληνικών έχουν ανώτατο όριο επιτοκίου το 1%, σε αντίθεση με τα warrants Αργεντινής που ήταν άνευ ορίου. Επιπρόσθετα, τα ελληνικά warrants αποσβέννυνται (amortizing), δηλαδή με αρχή το 2024 το ποσό της καταβολής θα μειώνεται κατά 5% ανά έτος μέχρι να μηδενιστεί. Στην ουσία τα συνδεδεμένα με το ΑΕΠ warrants αποτελούν μια ρήτρα ανάκτησης κεφαλαίου (claw-back clause) που επιτρέπει στους επενδυτές να ωφελούνται από ρυθμούς ανάπτυξης της οφειλέτριας χώρας πέραν του αναμενομένου.

## Γ. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Οι αρχικοί φόβοι ότι η αναδιάρθρωση του ελληνικού χρέους θα αποτελούσε σοβαρή απειλή για την χρηματοπιστωτική σταθερότητα της ευρωζώνης δεν επιβεβαιώθηκαν. Το PSI κατέδειξε ότι μια ελεγχόμενη χρεοκοπία με προληπτική αναδιάρθρωση του χρέους είναι δυνατόν να πραγματοποιηθεί σε μια νομισματική ένωση, με την προϋπόθεση να βρίσκονται σε ετοιμότητα οι κατάλληλοι μηχανισμοί προστασίας και διαχείρισης της κρίσης. Οι ελληνικές τράπεζες διατήρησαν τη ρευστότητά τους μέσω του Μηχανισμού Έκτακτης Παροχής Ρευστότητας (ELA) και εν συνεχεία αποζημιώθηκαν για τις απώλειές τους. Η αναδιάρθρωση δεν επέφερε σοβαρό πλήγμα στους ξένους πιστωτές ούτε υπέσκαψε την οικονομική σταθερότητα της Ελλάδος. Μετέδωσε, πράγματι, την κρίση με την άνοδο των spreads της περιφέρειας, όμως αυτό είναι κάτι το οποίο αντανάκλα την απουσία αποτελεσματικών μηχανισμών προστασίας όταν ξέσπασε η κρίση. Οι διαδικασίες διαχείρισης της κρίσης χρειάστηκε να διαμορφωθούν in medias res, αφού δεν υπήρχε καμία προετοιμασία για χρεοκοπία κράτους-μέλους της ευρωζώνης.

Οι ανισορροπίες της Ελλάδος αφέθηκαν να αγγίξουν άνευ προηγουμένου επίπεδα υπό συνθήκες που είναι απίθανο να επαναληφθούν. Πρώτον, υπήρξε μια μνη-

μειώδης αποτυχία της αγοράς, καθώς οι ομολογιούχοι δεν θεωρούσαν πως υφίσταται πιστωτικός κίνδυνος στην ευρωζώνη. Δεύτερον, υπήρξε θεσμική αδυναμία, καθώς το Σύμφωνο Σταθερότητας απέτυχε να επιβάλει δημοσιονομική πειθαρχία. Τρίτον, υπήρξε ρυθμιστική ανεπάρκεια, καθώς όλα τα ομόλογα της ευρωζώνης είχαν μηδενικό συντελεστή στάθμισης, ανεξαρτήτως του πιστωτικού κινδύνου, το οποίο σήμαινε ότι οι τράπεζες που επένδυαν σε ελληνικά ομόλογα δεν είχαν την υποχρέωση να δεσμεύσουν κεφάλαια και αποθεματικά. Το λογικό επακόλουθο της μεγάλης ανισορροπίας που αφέθηκε να αναπτυχθεί ήταν το άνευ προηγουμένου μέγεθος του απαιτούμενου πακέτου διάσωσης για να επιτευχθεί ομαλή προσγείωση.

Οι εξελίξεις στο θεσμικό και ρυθμιστικό πλαίσιο της ευρωζώνης μετά την ανταλλαγή του ελληνικού χρέους καθιστούν απίθανη την επανάληψη της ελληνικής εμπειρίας:

- Το «Δημοσιονομικό Σύμφωνο», ένα μόνιμο σύστημα ex ante δημοσιονομικής εποπτείας που τέθηκε σε ισχύ τον Ιανουάριο του 2013, έχει πολύ μεγαλύτερες πιθανότητες να επιβάλλει δημοσιονομική πειθαρχία απ' ό,τι είχε η αρχική εκδοχή του Συμφώνου Σταθερότητας. Απαιτώντας ισοσκελισμένους προϋπολογισμούς απ' όλες τις χώρες της ευρωζώνης και προληπτικούς ελέγχους των ετήσιων προϋπολογισμών, δημιουργεί τη βεβαιότητα ότι θα σημάνει εγκαίρως το καμπανάκι κινδύνου πριν γίνει δυσβάστακτο για μια χώρα το δημοσιονομικό της έλλειμμα. Ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας (ESM) θα εποπτεύσει επίσης τις χώρες που είχαν τεθεί παλιότερα σε πρόγραμμα προσαρμογής μέσα από Σύστημα Έγκαιρης Προειδοποίησης, ώστε να υπάρχει η βεβαιότητα ότι μπορούν να εξοφλήσουν τα χρέη τους. Το Δημοσιονομικό Σύμφωνο καθώς και ευρύτερες μεταρρυθμίσεις οικονομικής διακυβέρνησης θα διευκολύνουν μια πιο αποτελεσματική και συντονισμένη εφαρμογή της οικονομικής πολιτικής στην ευρωζώνη.
- Με καθιερωμένους τους θεσμούς διαχείρισης της κρίσης και με δεδομένες τις ανάλογες διαδικασίες (ESM, EFSF και OMT) είναι δυνατόν να αντιμετωπισθεί εγκαίρως το οποιοδήποτε μελλοντικό επεισόδιο κρατικής χρεοκοπίας, περιορίζοντας το ενδεχόμενο μετάδοσης της κρίσης. Έτσι θα αποφευχθούν αναδιρθρώσεις χρέους που θα αδυνατούσαν να αποκαταστήσουν τη βιωσιμότητα και πρόσβαση στις αγορές επειδή θα ήταν «πολύ μικρές» ή ήρθαν «πολύ καθυστερημένα». Αναμορφώνοντας τα ευρω-CACs, ώστε να ισχυροποιηθούν οι ρήτρες συνάθροισης, θα διευκολυνθούν περαιτέρω οι αποτελεσματικές αναδιρθρώσεις. Ίσως, όμως, το πιο σημαντικό είναι ότι η δημιουργία ενός μηχανισμού ομαλής χρεοκοπίας (orderly default), του ESM, θα επιβάλλει την πειθαρχία στην αγορά επειδή καθι-



στά τη χρεοκοπία εφικτή, όπως ακριβώς προέβλεπε το άρθρο 125 της Συνθήκης του Maastricht.

- Η εν εξελίξει διαδικασία της Τραπεζικής Ένωσης περιλαμβάνει μια συμφωνία πάνω σε ρήτρες συμμετοχής στη διάσωση (bail in) για προβληματικές τράπεζες της ΕΕ, η οποία επιτεύχθηκε μετά τη συμφωνία του κυπριακού προγράμματος το Μάιο 2013. Αντίθετα, η διάσωση της Ιρλανδίας το Νοέμβριο 2010 προστάτευσε ακόμα και τους πιστωτές χαμηλής εξασφάλισης από οποιαδήποτε απώλεια, λόγω του φόβου ξεπουλήματος των τραπεζικών ομολόγων σε όλη την ευρωζώνη. Οι Ευρωπαίοι πολιτικοί συνειδητοποίησαν τελικά ότι αυτή η προσέγγιση απειλούσε τους κρατικούς ισολογισμούς και δεν ήταν πολιτικά βιώσιμη. Επιτεύχθηκε, έτσι, μια συμφωνία σε επίπεδο ΕΕ τον Αύγουστο 2013 σχετικά με τις τράπεζες που περιέρχονται σε χρεοκοπία για σαφείς διαδικασίες επιμερισμού των ζημιών μεταξύ μετόχων, ομολογιούχων και τελικά των μεγαλο-καταθετών. Αυτές οι διαδικασίες θα ελαχιστοποιήσουν την επιβάρυνση των φορολογουμένων σε κάθε μελλοντική αναδιάρθρωση δημοσίου χρέους.

Όσον αφορά τα ειδικότερα χαρακτηριστικά της αναδιάρθρωσης του ελληνικού χρέους, η εφαρμογή τους πρέπει να αξιολογηθεί κατά περίπτωση. Προφανώς, η αναδρομική πρόσθεση των CACs στα υπό εθνικό δίκαιο ομόλογα, μπορεί να λειτουργήσει μόνο στις χώρες όπου αυτά τα ομόλογα αποτελούν τον κύριο όγκο του χρέους. Η τροποποίηση των CACs σε ομόλογα υπό το ελληνικό δίκαιο εφαρμόστηκε συγκεντρωτικά σε όλες τις σειρές ομολόγων, μεγιστοποιώντας μεν τη συμμετοχή των επενδυτών, εγείροντας, όμως, ζητήματα ισότητας μεταξύ των πιστωτών. Εργασίες σε διάφορα διεθνή fora βρίσκονται σε εξέλιξη σε μια προσπάθεια να τεθούν νέα πρότυπα, που θα εξασφαλίζουν τη σωστή ισορροπία μεταξύ των δικαιωμάτων οφειλετών και πιστωτών, με ταυτόχρονη διαφύλαξη των δικαιωμάτων της μειοψηφίας.

Η αναδιάρθρωση χρέους δεν συνιστάται σε χώρες όπου οι εγχώριες τράπεζες κατέχουν μεγάλο μερίδιο του δημοσίου χρέους. Η κρίση στην ευρωζώνη οδήγησε σε απότομη αντιστροφή της διασυννοριακής ροής κεφαλαίων και σε επιστροφή στην επένδυση στις εθνικές αγορές. Το μερίδιο του δημοσίου χρέους των χωρών σε κατάσταση κρίσης που κατέχουν ξένοι επενδυτές έχει μειωθεί απότομα, αντανakλώντας τον επαναπατρισμό κεφαλαίων (IMF 2013e). Μέχρι να υποχωρήσει περαιτέρω ο κατακερματισμός των κεφαλαιαγορών και να αντιστραφεί ο επαναπατρισμός του δημοσίου χρέους, κάθε περαιτέρω αναδιάρθρωση στην ευρωζώνη πρέπει να λάβει υπόψη τις συνέπειές της πάνω στις εγχώριες τράπεζες. Θεωρητικά, η προτίμηση προς την εγχώρια αγορά αποτελεί λογική αντίδραση των επενδυτών στους αρνητικούς κραδασμούς που υφίσταται η φερεγγυότη-

τα (Broner et al. 2013). Βασισμένη στο συλλογισμό ότι τα κράτη ενδιαφέρονται περισσότερο για τους εγχώριους παρά για τους αλλοδαπούς πιστωτές, για ψηφοθηρικούς λόγους, η θεωρία προβλέπει ότι ένα ανεπιθύμητο πλήγμα της φερεγγυότητας είναι συνδεδεμένο με τον επαναπατρισμό του χρέους ώστε να μειωθεί το κίνητρο για αναδιάρθρωση. Αν είναι έτσι, ο κατακερματισμός των κεφαλαιαγορών θα αντιστραφεί μόλις εξανεμιστεί ο κίνδυνος αναδιάρθρωσεων του χρέους.

Απομένει να δει κανείς πώς θα αντιμετωπιστούν αποτελεσματικά οι συνέπειες που μας κληροδότησε η κρίση χρέους στην περιφέρεια της ευρωζώνης. Ο χειρισμός της αναδιάρθρωσης του ελληνικού χρέους καταδεικνύει μια σιωπηρή τουλάχιστον προσπάθεια να περιορισθεί το βάρος που κλήθηκαν να φέρουν οι πιστωτές του ιδιωτικού τομέα στην ΕΕ, μέσω της καθυστέρησης του PSI. Μια πιο έγκαιρη αναδιάρθρωση μπορεί να μην είχε αποκαταστήσει τη βιωσιμότητα του χρέους, αλλά θα είχε μειώσει τη συσσώρευση επισήμου χρέους. Το επίσημο χρέος έχει πολύ χαμηλά επιτόκια, αλλά στη λήξη του θα πρέπει να αναχρηματοδοτηθεί με επιτόκια της αγοράς. Έως τότε, ελπίζεται ότι το ΑΕΠ της Ελλάδος θα έχει αυξηθεί σημαντικά, ώστε να καταστήσει το χρέος βιώσιμο, αλλά αυτό δεν είναι καθόλου βέβαιο. Η Ιρλανδία και η Πορτογαλία, που κι αυτές επωφελήθηκαν από επιμήκυνση του επισήμου χρέους, παραμένουν υπερχρεωμένες και μετά την κρίση, με τους δείκτες δημοσίου χρέους να προβλέπεται ότι θα ανέλθουν στο 121% και το 125% του ΑΕΠ αντίστοιχα το 2014. Το μάθημα από την κρίση χρέους στη Λατινική Αμερική κατά τη δεκαετία του 1980 είναι ότι το επικρεμάμενο χρέος αποτελεί τροχοπέδη στις επενδύσεις και την ανάπτυξη. Η κρίση δεν έληξε παρά μόνο όταν οι επενδυτές υποχρεώθηκαν να δεχθούν ένα βαθύ κούρεμα των απαιτήσεών τους, ανταλλάσσοντας τις απαιτήσεις τους με ομόλογα Brady που εξέδωσαν οι οφειλέτριες χώρες στα τέλη της δεκαετίας του 1980. Η καθαρή λύση σήμερα για την περιφέρεια της ευρωζώνης θα ήταν μια απομείωση όλου του δημοσίου χρέους, συμπεριλαμβανομένων και των επίσημων δανείων προς την Ελλάδα. Για την ώρα, όμως, κυριαρχεί η εθελοτυφλία γύρω από την επιμήκυνση.

## ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Η συγγραφέας θα ήθελε να ευχαριστήσει τους κρατικούς αξιωματούχους και τους εκπροσώπους φορέων της αγοράς που δέχθηκαν να συνομιλήσουν μαζί της για αυτή την εργασία, το EFSF και το IIF, και τέσσερις ανώνυμους εμπειρογνώμονες για χρήσιμα σχόλια πάνω σε ένα προηγούμενο προσχέδιο.

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Bank of Greece (2012) “Report on the Recapitalization and Restructuring of the Greek banking Sector”, December. [http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/Report\\_on\\_the\\_recapitalisation\\_and\\_restructuring.pdf](http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/Report_on_the_recapitalisation_and_restructuring.pdf)
- Buchheit, Lee C. and Mitu Gulati (2010). “How to Restructure Greek Debt”, SSRN Working paper, May. ([http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1603304](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1603304))
- Buchheit, Lee C., Mitu Gulati and Ignacio Tirado (2013) “The Problem of Holdout Creditors in Eurozone Sovereign Debt Restructurings”, January. [http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=5485&context=faculty\\_scholarship](http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=5485&context=faculty_scholarship)
- Bradley, Michael and Mitu Gulati (2012) “Collective Action Clauses for the Eurozone: An Empirical Analysis”, SSRN Working Paper, March [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1948534](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1948534)
- ECB (2010a) “ECB Announces Change in Eligibility of Debt Instruments Issued or Guaranteed by the Greek Government” May 3. <http://www.ecb.int/press/pr/date/2010/html/pr100503.en.html>.
- ECB (2010b) “Decision establishing the Securities Market Program”, May 14. [https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/l\\_12420100520en00080009.pdf?e0e193dbae13419ec1d5208de7cc65b9](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/l_12420100520en00080009.pdf?e0e193dbae13419ec1d5208de7cc65b9)
- ECB (2012) “Technical Features of the Outright Monetary Transactions” September 6. [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)
- Eser, Fabian and Bernd Schwaab (2013) “Assessing Asset Purchases within the ECB’s Securities Markets Program” ECB Working Paper Series S No 1587, September. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1587.pdf>
- ESM Treaty (2012) <http://www.european-council.europa.eu/media/582311/05-tesm2.en12.pdf>
- European Council (2011), Euro Summit Statement, Brussels, 26 October [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)
- European Council (2012a), Eurogroup statement, February 21. [http://consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/en/ecofin/128075.pdf](http://consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ecofin/128075.pdf)
- European Council (2012b), Eurogroup Statement on Greece, November 27. [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)
- European Council (2012c), “Towards a Genuine Economic and Monetary Union”, June 26. [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/crisis/documents/131201\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/crisis/documents/131201_en.pdf)
- Financial Times (2011) “Banks to meet to sweeten Greek terms”, July 6. <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/8be3ef98-a6f2-11e0-a808-00144feabdc0.html#axzz2wF5HhUga>
- Financial Times (2013) “EU’s Olli Rehn lashes out at IMF criticism of Greek bailout”, June 7. <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/ed72d2ac-cf4e-11e2-be7b-00144feab7de.html?siteedition=uk#axzz32Ma37ghV>
- Gitlin, Richard and Brett House (2014), “A Blueprint for a Sovereign Debt Forum”, CIGI paper No. 27, March. [http://www.cigionline.org/publications/2014/3/blueprint-sovereign-debt-forum?utm\\_source=newsletter&utm\\_medium=email&utm\\_campaign=PUBLICATIONS&utm\\_content=](http://www.cigionline.org/publications/2014/3/blueprint-sovereign-debt-forum?utm_source=newsletter&utm_medium=email&utm_campaign=PUBLICATIONS&utm_content=)
- Gonz lez-Hermosillo, Brenda and Christian A Johnson (2014), “Transmission of Financial Stress in Europe: The Pivotal Role of Italy and Spain, but not Greece”, IMF Working Paper No 14/76, May. <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=41522.0>
- Gulati, Mitu and Jeromin Zettelmeyer (2012), “Making a Voluntary Greek Debt Exchange Work”, CEPS Discussion Paper 8754, January. <http://ideas.repec.org/p/cpr/ceprdp/8754.html>
- IMF (2010), “Greece: Staff Report on Request for Stand-By Arrangement”, IMF Country Report No. 10/111, May. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2010/cr10111.pdf>
- IMF (2011) “Greece: Fourth Review Under the Stand-By Arrangement and Request for Modification and Waiver of Applicability of Performance Criteria”, IMF Country Report No. 11/175, July 2011. <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=25038.0>
- IMF (2012), “Greece: Request for Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility”, IMF Country Report No. 12/57, March. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2012/cr1257.pdf>

- IMF (2013a), “Sovereign Debt Restructurings- Recent Developments and Implications for the Fund’s Legal and Policy Framework”, April. <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/042613.pdf>
- IMF (2013b), “Jamaica: Request for an Extended Arrangement under the EFF”, IMF Country Report No. 13/126, May. <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=40549.0>
- IMF (2013c), “Greece: Ex Post Evaluation of Exceptional Access under the 2010 Stand-By Arrangement”, IMF Country Report No. 13/156, June. <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=40639.0>
- IMF (2013d), First and Second Reviews Under the Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility, Request for Waiver of Applicability, Modification of Performance Criteria, and Re-phasing of Access--Staff Report; IMF Country Report 13/20, January.
- <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=40256.0>
- IMF (2013c), Global Financial Stability Report, “Old Risks, New Challenges” April.
- <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2013/01/pdf/text.pdf>
- IMF (2013d), Broner, Fernando, Aitor Erce, Alberto Martin, Jaume Ventura, “Sovereign Debt Markets in Turbulent Times: Creditor Discrimination and Crowding-Out”, IMF Working Paper 13/270, December.
- ISDA Press Release (2012), “ISDA EMEA Determinations Committee: Restructuring Credit Event Has Occurred with Respect to the Hellenic Republic”, London, March 9.
- <http://www2.isda.org/newsroom/press-releases/page/11>
- Krueger, Anne, 2002. Sovereign Debt Restructuring and Dispute Resolution, June 6.
- [www.imf.org/external/np/speeches/2002/060602.htm](http://www.imf.org/external/np/speeches/2002/060602.htm)
- Linklaters (2012), “EU publishes mandatory Collective Action Clause for use in Eurozone sovereign bonds from 1 January 2013”, May
- [http://www.linklaters.com/pdfs/mkt/london/A14950441\\_0\\_11\\_120508\\_CAC\\_client\\_memo\\_MND.pdf](http://www.linklaters.com/pdfs/mkt/london/A14950441_0_11_120508_CAC_client_memo_MND.pdf)
- Palaiologos, Yannis (2014) “How Trichet threatened to cut Greece off” Kathimerini newspaper, March 11. [http://www.ekathimerini.com/4dcgi/\\_w\\_articles\\_wsite2\\_1\\_11/03/2014\\_538070](http://www.ekathimerini.com/4dcgi/_w_articles_wsite2_1_11/03/2014_538070)
- Porzecanski, Arturo (2013), “Behind the Greek Default and Restructuring of 2012” in Sovereign Debt and Debt Restructuring: Legal, Financial and Regulatory Aspects, ed. by Eugenio A. Bruno (London: Globe Business Publishing <http://www.globelawandbusiness.com/sdr/>)
- Public Debt Management Agency (2012), Press Releases on Debt Buyback Invitation
- <http://www.pdma.gr/attachments/article/248/Press%20Release%20-%20December%2003.pdf>
- <http://www.pdma.gr/attachments/article/255/Extension%20Press%20Release.pdf>
- <http://www.pdma.gr/attachments/article/261/Press%20Release%20-%20December%20-%202012.pdf>
- Schadler, Susan (2013) “Unsustainable Debt and the Political Economy of Lending: Constraining the IMF’s Role in Sovereign Debt Crises”, CIGI paper No. 19, November. <http://www.cigionline.org/publications/2013/10/unsustainable-debt-and-political-economy-of-lending>
- Xafa, Miranda (2013), «Life After Debt: The 2012 Greek Debt Exchange and Buyback», World Economics, Vol. 14, No. 1, January–March 2013.
- <http://www.world-economics-journal.com/Contents/ArticleOverview.aspx?ID=547>
- Xafa, Miranda (2014), “The IMF’s Lending Framework and Sovereign Debt Restructuring”, CIGI Commentary, July. <http://www.cigionline.org/publications/imfs-lending-framework-and-sovereign-debt-restructuring>
- Zettelmeyer, Jeromin, Christoph Trebesch, and Mitu Gulati (2013), “The Greek Debt Restructuring: An Autopsy” Peterson Institute for International Economics, Working Paper 13, August 8. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2144932](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2144932)



## ABOUT CIGI

The Centre for International Governance Innovation is an independent, non-partisan think tank on international governance. Led by experienced practitioners and distinguished academics, CIGI supports research, forms networks, advances policy debate and generates ideas for multilateral governance improvements. Conducting an active agenda of research, events and publications, CIGI's interdisciplinary work includes collaboration with policy, business and academic communities around the world.

CIGI's current research programs focus on three themes: the global economy; global security & politics; and international law.

CIGI was founded in 2001 by Jim Balsillie, then co-CEO of Research In Motion (BlackBerry), and collaborates with and gratefully acknowledges support from a number of strategic partners, in particular the Government of Canada and the Government of Ontario.

Le CIGI a été fondé en 2001 par Jim Balsillie, qui était alors co-chef de la direction de Research In Motion (BlackBerry). Il collabore avec de nombreux partenaires stratégiques et exprime sa reconnaissance du soutien reçu de ceux-ci, notamment de l'appui reçu du gouvernement du Canada et de celui du gouvernement de l'Ontario.

For more information, please visit [www.cigionline.org](http://www.cigionline.org).

## ΤΙ ΕΙΝΑΙ ΤΟ CIGI

Το Κέντρο για την Καινοτομία στη Διεθνή Διακυβέρνηση αποτελεί ανεξάρτητο, πολιτικά ανέντακτο think tank, το οποίο ασχολείται με τα θέματα Διεθνούς Διακυβέρνησης. Καθοδηγούμενο από έμπειρους τεχνοκράτες και διακεκριμένους πανεπιστημιακούς, στηρίζει την έρευνα, δημιουργεί δίκτυα, προωθεί τη δημόσια συζήτηση σε αναζήτηση προτάσεων πολιτικής, και διαμορφώνει ιδέες για τη βελτίωση της πολυμερούς διακυβέρνησης.

Το ερευνητικό πρόγραμμα του CIGI επικεντρώνεται σήμερα σε τρία θέματα: την παγκόσμια οικονομία, τη διεθνή πολιτική και ασφάλεια και το διεθνές δίκαιο.

Το CIGI ιδρύθηκε το 2001 από τον Jim Balsillie, τότε συν-διευθύνοντα σύμβουλο της εταιρείας Research in Motion (Blackberry), και συνεργάζεται με στρατηγικούς εταίρους, ιδιαίτερα την κυβέρνηση του Καναδά και την κυβέρνηση του Ontario, για τη γενναιόδοση στήριξη των οποίων είναι ευγνώμων.

# ΤΕΛΙΚΑ ΦΤΑΙΕΙ Ο ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΟΣ ΠΟΛΛΑΠΛΑΣΙΑΣΤΗΣ;

**Το Πρόγραμμα Δημοσιονομικής Προσαρμογής  
και η ύφεση της οικονομίας**

**Συγγραφέας: Βασίλης Γ. Μανεσιώτης,**

διευθυντής του Τομέα Δημοσίων Οικονομικών

της Διεύθυνσης Οικονομικών Μελετών της Τράπεζας της Ελλάδος

Από την ψήφιση του Προγράμματος Δημοσιονομικής Προσαρμογής (5 Μαΐου 2010) υπήρξαν εντονότερες αντιδράσεις και εντός και εκτός Κοινοβουλίου. Σε λίγους μήνες το μεγαλύτερο τμήμα του πληθυσμού απέδιδε την ύφεση, αλλά και οποιαδήποτε άλλη αρνητική είδηση στη χώρα, στη δημοσιονομική προσαρμογή.

Από την ανάλυση των στοιχείων της περιόδου 2007-2011 προκύπτουν πολλές “λεπτομέρειες”, οι οποίες κλονίζουν την επικρατούσα αντίληψη για την αιτιώδη σχέση Μνημονίου και βαθιάς ύφεσης της οικονομίας. Αν μη τι άλλο, απαιτείτο περαιτέρω διερεύνηση του θέματος. Έτσι ξεκίνησε αυτή η μελέτη, η οποία αναλύει κυρίως τις ενέργειες και παραλείψεις των ελληνικών αρχών και γενικά τον τρόπο που σχεδιάστηκε και υλοποιήθηκε η δημοσιονομική προσαρμογή στην Ελλάδα.

**Πρόλογος: Μιράντα Ξαφά**



**economia**  
PUBLISHING

- **Κεντρική διάθεση**  
**Εκδόσεις ΚΕΡΚΥΡΑ-Economia PUBLISHING**  
τηλ. 210 3314714, [sales@economia.gr](mailto:sales@economia.gr)
- **On-line παραγγελίες στο e-shop του [www.economia.gr](http://www.economia.gr)**
- **Διατίθεται στα κεντρικά βιβλιοπωλεία**



57 Erb Street West  
Waterloo, Ontario N2L 6C2, Canada  
tel +1 519 885 2444 fax +1 519 885 5450  
[www.cigionline.org](http://www.cigionline.org)



[www.economia.gr](http://www.economia.gr)

**ΚΕΡΚΥΡΑ**  
ΕΚΔΟΣΕΙΣ

 **eco  
nomia**  
PUBLISHING