

# Ανοικτό Πανεπιστήμιο Κύπρου

Σχολή Οικονομικών  
Επιστημών και Διοίκησης

Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα Σπουδών  
*Διοίκηση, Τεχνολογία και Ποιότητα*

## Μεταπτυχιακή Διατριβή



**Private Sector Involvement: Μια Επισκόπηση και η Ελληνική  
Περίπτωση του 2012**

**Μάρθα Πάλλα**

Επιβλέπων Καθηγητής  
Αντώνιος Γεωργόπουλος

**Δεκέμβριος 2018**

# **Ανοικτό Πανεπιστήμιο Κύπρου**

**Σχολή Οικονομικών  
Επιστημών και Διοίκησης**

**Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα Σπουδών  
Διοίκηση, Τεχνολογία και Ποιότητα**

## **Μεταπτυχιακή Διατριβή**

**Private Sector Involvement: Μια Επισκόπηση και η Ελληνική  
Περίπτωση του 2012**

**Μάρθα Πάλλα**

**Επιβλέπων Καθηγητής  
Αντώνιος Γεωργόπουλος**

Η παρούσα μεταπτυχιακή διατριβή υποβλήθηκε προς μερική εκπλήρωση των απαιτήσεων για απόκτηση μεταπτυχιακού τίτλου σπουδών στη Διοίκηση, Τεχνολογία και Ποιότητα από τη Σχολή Οικονομικών Επιστημών και Διοίκησης του Ανοικτού Πανεπιστημίου Κύπρου.

Δεκέμβριος 2018



## **ΠΕΡΙΛΗΨΗ**

Το παρόν έγγραφο πραγματεύεται: (α) το υπόβαθρο, τα εργαλεία και τα αποτελέσματα της συμμετοχής του ιδιωτικού τομέα που λαμβάνει χώρα σε περίπτωση αναδιάρθρωσης του δημόσιου χρέους, καθώς και η συνολική εξέταση ορισμένων περιπτώσεων πτωχεύσεων και διαδικασιών αναδιάρθρωσης του δημόσιου χρέους σε διάφορες χώρες και β) την ιδιαίτερη περίπτωση της ελληνικής ανταλλαγής ομολόγων του 2012. Η ελληνική ανταλλαγή ομολόγων διεκδικεί ιστορική σημασία, υπό την έννοια ότι άλλαξε τα παγκόσμια δεδομένα αναφορικά με τον όγκο του χρέους που αναδιρθρώνεται και με τις πρωτοφανείς συνολικές ζημίες των πιστωτών. Ήταν επίσης η πρώτη μεγάλη αναδιάρθρωση του χρέους στην Ευρωπαϊκή Ένωση μετά τις αθετήσεις χρέους του μεσοπολέμου - αντίθετα προς τις δηλώσεις των αξιωματούχων της ΕΕ, που μόνο λίγους μήνες νωρίτερα, είχαν επιμείνει ότι μια αναδιάρθρωση χρέους είναι αδιανόητη για τις χώρες της ΕΕ. Τέλος, αφήνει μια μοναδική κληρονομιά στην ιστορία των κρίσεων δημόσιου χρέους, εισάγοντας ένα σύνολο νομικών καινοτομιών που συνέβαλαν στην εύρυθμη και επιτυχημένη ανταλλαγή ομολόγων, αντιμετωπίζοντας το ζήτημα των free riders και ξεπερνώντας το πρόβλημα της συλλογικής δράσης, που Έλληνες και Ευρωπαίοι κλήθηκαν να λύσουν, καθώς προσπαθούσαν να πετύχουν την αναδιάρθρωση μεγάλης έκτασης χρέους, διασκορπισμένου μεταξύ πολλών ιδιωτών ομολογιούχων.

## **ABSTRACT**

The present paper gives an account of (a) the background, tools, and outcomes of the private sector involvement that takes place in the event of a sovereign debt restructuring, along with the overall examination of several default and sovereign debt restructuring cases in various countries and (b) the particular case of the Greek debt exchange of 2012. The Greek debt exchange can claim historic significance in the respect that it sets a new world record in terms of restructured debt volume and unprecedented aggregate creditor losses. It was also the first major debt restructuring in Europe since the defaults of the interwar period – defying statements released by EU officials, issued only months earlier, who had insisted that sovereign defaults were unthinkable for EU countries. Finally, it leaves a unique legacy in the history of sovereign debt crises –by introducing a set of legal innovations, which helped to conduct an orderly and successful debt exchange, addressing the free rider obstacle and overcoming the collective action problem, that Greek and EU officials faced, as they struggled to restructure a large extent of debt dispersed among many private bondholders.

Ευχαριστίες

*Θα ήθελα να ευχαριστήσω από καρδιάς τον επιβλέποντα καθηγητή μου κ. Αντώνιο Γεωργόπουλο καθώς και τον κ. Μενέλαο Ζησόπουλο για την πολύτιμη βοήθειά του.*

## Πίνακας περιεχομένων

---

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΟΡΙΣΜΟΣ ΤΟΥ PSI ΚΑΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΕΣ.....	8
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΠΕΡΙΠΤΩΣΕΙΣ ΠΟΥ ΤΟ PSI ΕΧΕΙ ΕΦΑΡΜΟΣΤΕΙ ΙΣΤΟΡΙΚΑ	20
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 : ΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ PSI.....	26
3.1.ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΧΡΕΟΥΣ 2010: ΑΙΤΙΑ ΚΑΙ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ	26
3.2. Η ΑΠΟΦΑΣΗ ΓΙΑ ΤΗ ΔΙΕΝΕΡΓΕΙΑ ΤΟΥ PSI.....	38
3.3. Η ΔΙΕΝΕΡΓΕΙΑ ΤΟΥ PSI .....	46
3.4. ΟΙ ΡΗΤΡΕΣ SACs ΚΑΙ Ο ΡΟΛΟΣ ΤΟΥΣ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΡΑΓΜΑΤΟΠΟΙΗΣΗ ΤΟΥ PSI.....	56
3.5. ΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΤΟΥ PSI.....	61
3.6. ΤΕΛΙΚΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ .....	68
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	69

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΟΡΙΣΜΟΣ ΤΟΥ PSI ΚΑΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΕΣ

Το PSI (*Private Sector Involvement*) είναι μια γενικευμένη μορφή διαπραγμάτευσης μεταξύ ιδιωτών πιστωτών και Κρατών η Κρατικών οφειλετών με σκοπό την πρόληψη και διευθέτηση οικονομικών κρίσεων (Ministers 1999; IMF 1999) που οδηγεί σε αναδιάρθρωση Δημόσιου χρέους (*Sovereign Debt Restructuring (SDR)*) το οποίο δυνητικά συμπεριλαμβάνει ακόμα και «κούρεμα» (*haircut*) της συνολικής Κρατικής οφειλής (*sovereign debt*).

Όμως για είναι αντιληπτός ο ρόλος του PSI θα πρέπει να αναπτυχθούν πρώτα οι ιδιότητες του Δημοσίου χρέους πάνω στις οποίες βασίζεται η συγκροτημένη επέμβαση του PSI. Συγκεκριμένα τί θεωρείται Δημόσιο χρέος , πότε το Δημόσιο χρέος θεωρείται ότι βρίσκεται σε κρίση και τί συνιστά αναδιάρθρωση Δημόσιου χρέους (*Sovereign Debt Restructuring (SDR)*) .

Το Δημόσιο Χρέος (*Sovereign Debt*) είναι χρέος που δημιουργήθηκε ή είναι εγγυημένο από την Κυβέρνηση ενός ανεξάρτητου κράτους (Das, Papaioannou and Trebesch, 2012) και η αδυναμία συμβατικής εξόφλησης του οδηγεί σε PSI πριν ή μετά από πιστωτικά γεγονότα (*credit events*). Ιστορικά, το πρώτο συμβάν αδυναμίας ανταπόκρισης στις υποχρεώσεις δημόσιου χρέους καταγράφηκε τον 4<sup>ο</sup> αιώνα π.Χ., όταν περισσότερα από τα δύο τρίτα των αρχαίων ελληνικών πόλεων- κρατών δεν ήταν σε θέση να καταβάλλουν τις εισφορές που τους αναλογούσαν στο ναό της Δήλου (Winkler, 1999). Έκτοτε, η πραγματικότητα έχει γίνει πολύ πιο πολύπλοκη και οι επιμέρους παράγοντες πολύ πιο στενά αλληλοεξαρτώμενοι.

Η Μακροοικονομική Θεωρία (Mishkin, 2004) ορίζει το Δημόσιο Χρέος ως ομόλογο με μηδενικό κουπόνι (*zero coupon bond*), του οποίου η αξία όψεως (*face value*), το άθροισμα των άνευ εκπτώσεως (*undiscounted*) κυρίων (*principal*) μελλοντικών δόσεων, εξοφλείται στην ημερομηνία ωρίμανσης (*maturity*) κάθε σειράς χρεών. Αυτό δημιουργεί πρόβλημα διότι δύο ίδια χρέη με ταυτόσημες ταμειακές ροές, αλλά διαφορετική διαίρεση κεφαλαίου/τόκων καταλήγουν σε διαφορετικές αξίες όψεως (Dias, Richmond and Wright, 2011). Οι λύσεις είναι πολλές, ανάλογα με την άποψη του συμμετέχοντος στο πρόβλημα. Από την πλευρά των πιστωτών η αξία που προσδιορίζουν οι αγορές (*market value*), είναι πιο ενδιαφέρουσα διότι δίνει ένα μέτρο του τί μπορούν να προσμένουν ρεαλιστικά από την επένδυσή τους, αν και αυτή η αξία υπόκειται σε διακυμάνσεις (Tomz and Wright, 2012). Μια πιο πρωτότυπη λύση είναι ο υπολογισμός βάσει της αποτίμησης των πόρων που θα επανέφεραν την χώρα στην οικονομική κατάσταση της προ δημιουργίας χρέους εποχής (*“equivalent variation” of debt forgiveness*) (Dias, Richmond and Wright, 2012) . Άλλη προτεινόμενη λύση, πιο κοντά στον Μακροοικονομικό ορισμό, είναι το ισοδύναμο του ομολόγου με μηδενικό κουπόνι (*Zero Coupon Equivalent (ZCE)*), όπου ο προσδιορισμός της αξίας όψεως γίνεται με ενεστώσα τιμή (*present value*), η οποία συμπεριλαμβάνει εκπτώσεις (Dias, Richmond and Wright, 2012) στον υπολογισμό της. Η μέθοδος αυτή παρουσιάζει ένα κύριο πρόβλημα στα δικαιώματα ψήφου των ιδιωτών πιστωτών που συμμετέχουν στο PSI, διότι, εφόσον ο υπολογισμός γίνεται με ενεστώσα τιμή, οι πιστωτές με μεγαλύτερα



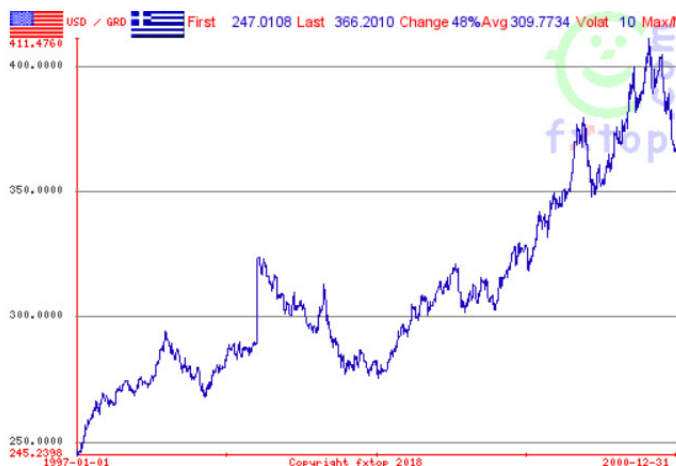
επιτόκια θα έχουν μειωμένο μερίδιο του χρέους, και συνεπώς μειωμένη ψήφο, από την περίπτωση του υπολογισμού άνευ εκπτώσεων.

Ο βασικός τρόπος υπολογισμού του υπό ποιές συνθήκες το Δημόσιο χρέος πλησιάζει την κατάσταση κρίσεως στηρίζεται στην έννοια της δημοσιονομικής ευπάθειας (*fiscal vulnerability*). Μία αρχική προσέγγιση στηρίχθηκε (Manasse, Roubini and Schimmelfennig, 2003) σε ένα εξαντλητικό κατάλογο μεταβλητών (βλ. **Παράρτημα Α**), οι οποίες όμως είχαν δυσκολία πρακτικής μέτρησης. Σύμφωνα με την ανάλυση του Cottarelli αυτή συνίσταται (Cottarelli, 2011) στον κίνδυνο της δημοσιονομικής βιωσιμότητας, που προέρχεται από την ανικανότητα της Κυβέρνησης να μετακυλήσει το τρέχουσας καταβολής χρέος λόγω συνδυασμού των (α) του τρέχοντος επιπέδου και των προβλέψεων επιπέδου βάσεως (*baseline*) των κύριων δημοσιονομικών μεταβλητών (β) σοκ κοντά στο επίπεδο βάσεως από μακροοικονομικά αίτια, αλλαγές δημοσιονομικής πολιτικής ή την εμφάνιση προς εξόφληση υποχρεώσεων, οι οποίες πριν ήταν απλά ενδεχόμενες (γ) άλλα οικονομικά προβλήματα μη δημοσιονομικών μεταβλητών όπως πχ μεγάλο άνοιγμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και υψηλά επίπεδα ιδιωτικού χρέους η αλλαγές άποψης στην παγκόσμια αγορά (Baldacci, Mchugh and Petrova, 2011). Αυτές οι προσεγγίσεις κατά βάση αναφέρονται σε κρίσεις χρέους αναπτυσσόμενων χωρών (βλ. **Παράρτημα Β**). Μία άποψη που έχει ιδιαίτερη εφαρμοστικότητα στις χώρες της ΕΕ (Stoian *et al.*, 2018), συμπεριλαμβανομένης και της Ελλάδας, στηρίζεται στον υπολογισμό του ορίου βιωσιμότητας ως

$$pb_t^* = \frac{i - y}{1 + y} b_t \quad (1)$$

όπου  $pb_t^*$  είναι το πρωτογενές υπόλοιπο βιωσιμότητας (*primary sustainability balance*), το οποίο πρέπει να είναι μικρότερο από το πραγματικό πρωτογενές υπόλοιπο  $pb_t$  (πρωτογενή κυβερνητικά έξοδα μείον έσοδα από φόρους). Εδώ  $i$  είναι το πρωτογενές επιτόκιο χρέους (*nominal debt interest*),  $y$  είναι ο λόγος ανάπτυξης (*growth rate*) του ΑΕΠ και  $b_t$  ο λόγος  $\frac{B_t}{Y_t}$  του πρωτογενούς χρέους της γενικής κυβέρνησης (*nominal general government debt*) προς το ΑΕΠ σε τρέχουσες τιμές, όλα για την χρονική περίοδο  $t$ .

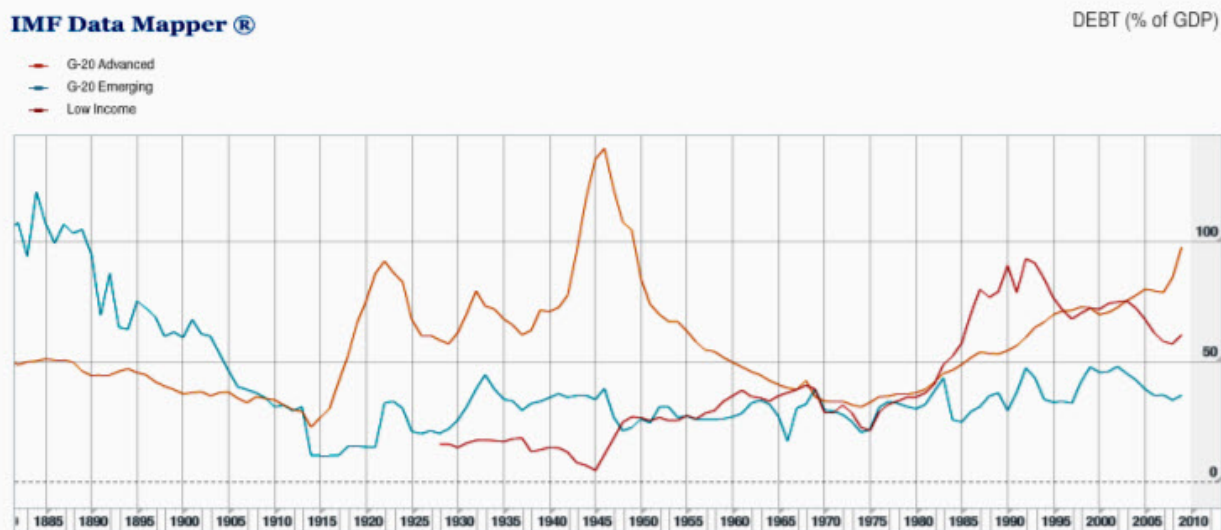
Εκτός από τα ανωτέρω, σύμφωνα με την μελέτη της Reinhart, μια κρίση χρέους ακολουθεί μια νομισματική κρίση με 84% πιθανότητα (Reinhart, 2011), το οποίο *de jure* δεν συνέβη στην Ελλάδα διότι είχαμε μπει στο Ευρώ σχεδόν 10 χρόνια πριν την κρίση Δημοσίου χρέους. Πλην όμως, την τελευταία 5ετία πριν την είσοδο στο ευρώ η συναλλαγματική ισοτιμία USD\$/δραχμής είχε πάρει εκρηκτική εκθετική μορφή.



**Πίνακας 1** Ισοτιμία USD\$/δραχμής 1997-2000 (Fxtop.com, 2018)

Η είσοδος στο ευρώ έγινε με 340,75δρχ/€ διατηρώντας, μέσω ισοτιμίας €/ USD\$, την υψηλή αναλογία της τελευταίας ισοτιμίας USD\$/δραχμής η οποία ήταν 365 δρχ/USD\$ . Συνεπώς τα αποτελέσματα της κρίσης συναλλαγματικής ισοτιμίας της δραχμής μέχρι την είσοδο στην ευρωζώνη ενσωματώθηκαν χωρίς απομείωση, το οποίο δεν θα συνέβαινε αν η ισοτιμία με το ευρώ ήταν πιο ευνοϊκή, στην οικονομία του ευρώ που δημιουργήθηκε μετά το 2001 δίκην *et ceteris paribus* , απλά δεν συνέχισε η νομισματική κρίση, οπότε επιπτώσεις *de facto* στα αποτελέσματα της μελέτης.

Εύλογα λοιπόν ο πλανήτης βρίσκεται μπροστά σε ένα νέο πρόβλημα, αυτό της αύξησης και ενδεχομένως κρίσης δημόσιου χρέους, μπροστά στο οποίο όμως μέχρι τότε οι όποιες λύσεις εφαρμόζονταν ήταν *ad hoc* και αποσπασματικές, χωρίς να έχει δημιουργηθεί κάποιος ενιαίος τρόπος αντιμετώπισης ή εργαλειοθήκη με συγκεκριμένα χρηματοοικονομικά εργαλεία, που θα ενεργοποιούνταν, αν εμφανίζονταν ανάγκη.



**Πίνακας 2:** Δημόσιο χρέος/ΑΕΠ 1880–2009 κατά ομάδες χωρών (Abbas *et al.*, 2010)

Μια αξιοσημείωτη παρατήρηση είναι επίσης ότι μέχρι το 1950, τα κρούσματα αθέτησης αποπληρωμής χρέους αφορούσαν αποκλειστικά αναπτυσσόμενες χώρες, και

ως εκ τούτου το ενδιαφέρον για την εγκαθίδρυση ενός οιονεί «παγκόσμιου δημόσιου πτωχευτικού δικαίου» παρέμενε περιορισμένο. Οι πρόσφατες και απανωτές κρίσεις δημόσιου χρέους κατέστησαν επιτακτική την ανάγκη διαμόρφωσης ενός νέου πλαισίου αναδιάρθρωσης, αρχικά στα πρότυπα της αναδιάρθρωσης των τραπεζικών δανείων, το λεγόμενο SDR (*Sovereign Debt Restructuring*), πλαίσιο το οποίο διαρκώς εμπλουτίζεται και εξειδικεύεται, ενώ την ίδια στιγμή που οι επενδυτές στρέφονται στα Διεθνή Επενδυτικά Σύμφωνα (*IAs= International Investment Agreements*) και τις σχετικές ρήτρες, προκειμένου να αποφύγουν τις απώλειες που πιθανόν να υποστούν ως κάτοχοι ομολόγων σε περίπτωση αναδιάρθρωσης δημόσιου χρέους.

Κατά μία άποψη, ως αναδιάρθρωση δημόσιου χρέους μπορεί να οριστεί η ανταλλαγή εξεχόντων στοιχείων δημοσίου χρέους, όπως ομόλογα ή δάνεια, με νέα στοιχεία, ή ρευστότητα, μέσω μιας νομικά δεσμευτικής διαδικασίας (Das, Papaioannou and Trebesch, 2012) Σε γενικές γραμμές η αναδιάρθρωση του δημόσιου χρέους μπορεί να λάβει χώρα είτε μέσω ενός είδους «επαναπρογραμματισμού» (*rescheduling*), ο οποίος είναι περισσότερο γνωστός ως επιμήκυνση, είτε μέσω «κουρέματος». Ο πρώτος τρόπος συνεπάγεται χρονική επιμήκυνση των ωριμάνσεων του χρέους, σε συνδυασμό με χαμηλότερα επιτόκια, ενώ ο δεύτερος μείωση της ονομαστικής αξίας των ομολόγων. Σύμφωνα με τη Standard and Poor's (2006), η αναδιάρθρωση χρέους οδηγεί στην χειροτέρευση της χρηματοοικονομικής θέσης των δανειστών, και αυτό διότι περιλαμβάνει μείωση της αξίας των ομολόγων, ή μεταβολή των όρων δανεισμού, και ως εκ τούτου, οφείλει να διαχωρίζεται από το σύστημα διαχείρισης υποχρεώσεων LMO's (*Liability Management Operations*), το οποίο συναντάται σε περιόδους μη κρίσεων και διενεργείται εθελοντικά. Η αναδιάρθρωση χρέους συμφωνείται συνήθως μετά από ένα πιστωτικό γεγονός, το οποίο σύμφωνα με τον ορισμό που δίνει η ISDA (*International Swaps and Derivatives Association*) μπορεί να περιλαμβάνει τη μη πληρωμή ενός κουπονιού ομολόγου ή δανείου, τη μεταβολή των όρων μιας δανειακής σύμβασης σε βάρος των πιστωτών, ή την επίσημη κήρυξη αναστολής πληρωμών. Χαρακτηριστικά γνωρίσματα ενός πιστωτικού γεγονότος είναι ότι συμβαίνει, όταν η δημοσιονομική κατάσταση ενός κράτους έχει υποστεί σημαντική επιδείνωση, και ότι τα αποτελέσματά του δεσμεύουν το σύνολο των ομολογιούχων.

Η ελάφρυνση χρέους μπορεί κατά ευρεία έννοια να οριστεί ως «απομείωση» των δανειακών υποχρεώσεων μιας χώρας. Υπάρχουν διάφορες μέθοδοι υπολογισμού των συνεπειών μιας αναδιάρθρωσης χρέους.

Η πρώτη μέθοδος συνίσταται στη σύγκριση της παρούσας αξίας των νέων ομολόγων ή δανείων με την ονομαστική αξία των παλαιών, μη συμπεριλαμβανομένων των κυρώσεων, όπως παρουσιάζεται στην εξίσωση

$$HI_1 = 1 - \frac{PV \text{ of NEW DEBT } (r_T)}{PV \text{ of OLD DEBT}} \quad (2)$$

όπου  $HI_1$  είναι η αξία του κουρέματος των δανειακών υποχρεώσεων μιας χώρας, και  $r_T$  το επιτόκιο που έχει αναλάβει την  $T$  στιγμή της πτώχευσης.

Πρόκειται για μια απλή μέθοδο, η οποία δεν προϋποθέτει ακριβή γνώση των χαρακτηριστικών και λεπτομερειών του χρέους, και συνίσταται στη σύγκριση της παρούσας αξίας του συνόλου των νέων ομολόγων που εκδίδονται, μαζί με όποιες

καταβολές σε μετρητά, με την ονομαστική αξία του συνόλου του προηγούμενου χρέους, στο οποίο προστίθενται και οι επιβαρύνσεις από τα επιτόκια, όχι όμως και οι κυρώσεις. Η μέθοδος αυτή προτιμάται ιδίως σε εκείνες τις περιπτώσεις, όπου κατόπιν ενός πιστωτικού γεγονότος, επιταχύνονται ραγδαία οι απαιτήσεις των δανειστών για εξόφληση.

Η δεύτερη μέθοδος συγκρίνει την παρούσα αξία των νέων και παλιών ομολόγων, όπως φαίνεται από την εξίσωση

$$H_2 = 1 - \frac{PV \text{ of NEW DEPT } (r)}{PV \text{ of OLD DEPT } (r)} \quad (3)$$

Με αυτή τη μέθοδο τα παλαιά ομόλογα υπολογίζονται σε παρούσα αξία και προεξοφλούνται με το ίδιο επιτόκιο με τα νέα που εκδίδονται. Το κοινό προεξοφλητικό επιτόκιο παλαιών και νέων ομολόγων αντικατοπτρίζει την ήδη αυξημένη ικανότητα εξυπηρέτησης των δανειακών υποχρεώσεων, που ισχύει από την επόμενη μέρα της ανταλλαγής. Η δεύτερη αυτή μέθοδος απεικονίζει καλύτερα την πίεση που πρέπει να ασκηθεί στους πιστωτές, προκειμένου να συναινέσουν στην ανταλλαγή, στην προσπάθεια να αποφευχθεί το πρόβλημα ύπαρξης των free- riders, ενώ είναι επίσης προτιμητέα στις περιπτώσεις εκείνες, όπου η ανταλλαγή ομολόγων λαμβάνει χώρα πριν την έλευση κάποιου πιστωτικού γεγονότος, το οποίο στη συνέχεια θα επιτάχυνε τις απαιτήσεις αποπληρωμής (Cruces and Trebesch, 2013). Ακόμη η δεύτερη αυτή μέθοδος αποτυπώνει πιο πιστά τις απώλειες που υφίστανται οι επενδυτές από τις επαναλαμβανόμενες διαδικασίες απομείωσης χρέους.

Συνήθως, η πρώτη μέθοδος αποτίμησης έχει ως αποτέλεσμα μεγαλύτερο «κούρεμα», και η όποια διαφορά οφείλεται στη σύγκριση ονομαστικής- παρούσας αξίας του παλαιού χρέους. Συγκεκριμένα, εάν το επιτόκιο με το οποίο εκδίδονται τα νέα ομόλογα είναι υψηλότερο από αυτό των παλιότερων ομολόγων, τότε η πρώτη μέθοδος αποφέρει μεγαλύτερο κούρεμα  $H_1 > H_2$ . Μάλιστα η ασυμφωνία στο αποτέλεσμα των δύο μεθόδων θα εντείνεται, όσο μεγαλύτερη είναι και η διάρκεια ωρίμανσης του παλαιού χρέους. Αντίστροφα, εάν το επιτόκιο των νέων ομολόγων είναι χαμηλότερο από αυτό των παλαιών, τότε  $H_1 < H_2$ , αφού η παρούσα αξία του παλαιού χρέους υπερβαίνει το άρτιο.

Η πορεία αναδιάρθρωσης ενός χρέους μπορεί να παρουσιαστεί υπεραπλουστευμένα και γραμμικά ως εξής: Η διαδικασία εκκινεί ύστερα από ένα πιστωτικό γεγονός ή την ανακοίνωση για ανάγκη αναδιάρθρωσης. Ακολουθούν διαβουλεύσεις και διαπραγματεύσεις με τους δανειστές. Η κυβέρνηση στη συνέχεια παρουσιάζει ένα σχέδιο αναδιάρθρωσης, το οποίο είτε γίνεται δεκτό, είτε απορρίπτεται από τους δανειστές, και στο τέλος καταλήγουν σε μια συμφωνία. Η επιτυχία μιας αναδιάρθρωσης κρίνεται από το ποσοστό συμμετοχής των δανειστών και από το ποσοστό της απομείωσης του χρέους.

Σε μια πρώτη φάση, η κυβέρνηση της χώρας που αντιμετωπίζει πρόβλημα εξυπηρέτησης χρέους εντοπίζει τους ομολογιούχους και έρχεται σε επαφή μαζί τους. Σε

αυτό το στάδιο αναζητά και το ποιοί έχουν αγοράσει CDSs (*Credit Default Swaps*), ενώ σημαντικός παράγοντας είναι και η διασπορά των ομολογιούχων. Παράλληλα αναζητά και την κατάλληλη νομική συνδρομή. Καταρτίζει ένα σχέδιο αναδιάρθρωσης, το οποίο υποβάλλεται για διαβούλευση και διαπραγματεύσεις με τους ομολογιούχους, και τέλος καταρτίζεται η τελική συμφωνία. Οι κυβερνήσεις τότε θέτουν ένα χρονικό όριο δήλωσης συμμετοχής και ένα ελάχιστο ποσοστό συμμετοχής, ώστε να ξεκινήσει η διαδικασία αναδιάρθρωσης (συνήθως μεταξύ 75- 85% επί της αξίας των ήδη υφιστάμενων τίτλων). Επίσης το χρονικό διάστημα που μεσολαβεί για την ολοκλήρωση της διαδικασίας διαφέρει ανά περίπτωση, όμως, σε γενικές γραμμές μπορεί να γίνει η παρατήρηση ότι οι πιο πρόσφατες αναδιρθρώσεις δημοσίου χρέους γίνονται αρκετά συντομότερα από ότι οι παλαιότερες, και επίσης ότι η αναδιάρθρωση ενός κρατικού χρέους ολοκληρώνεται πολύ πιο γρήγορα από ότι ένα τραπεζικό χρέος, καθ' ότι στο τελευταίο οι ομολογιούχοι τείνουν να εμφανίζουν υψηλότερο βαθμό διασποράς. Μία ακόμα διάκριση, που έχει άμεση σχέση με τη διαδικασία της αναδιάρθρωσης, είναι η παράμετρος εσωτερικού- εξωτερικού χρέους: Οι περιπτώσεις εσωτερικού χρέους προσφέρουν μια σαφώς μεγαλύτερη ευελιξία επιλογών, από αυτές που μπορεί να προσφέρει ένα χρέος εκφρασμένο σε ξένο σκληρό νόμισμα, ενώ το εσωτερικό χρέος δύναται επίσης να μειωθεί και μέσω πληθωρισμού (Reinhart and Rogoff, 2015).

Όπως προαναφέρθηκε, ένα σημαντικό κριτήριο επιτυχίας μιας αναδιάρθρωσης χρέους είναι το ύψος της συμμετοχής. Προκειμένου να πετύχουν ικανοποιητική συμμετοχή, οι κυβερνήσεις δε διστάζουν να προσφύγουν σε λογικές τύπου «καρότο και μαστίγιο», προσφέροντας έτσι κάποια οικονομικά δέλεαρ, προκειμένου να παρακινήσουν τους ομολογιούχους να αποδεχθούν μια μείωση στην αξία των τίτλων τους. Μια αρκετά συνηθισμένη τακτική είναι η ανταλλαγή πληθώρας κατηγοριών παλιών τίτλων με ένα μικρό σύνολο νέων (η Jamaica είναι χαρακτηριστική περίπτωση). Από την άλλη πλευρά όμως, πρέπει να τονιστεί ότι όσο υψηλότερο «κούρεμα» χρέους επιτυγχάνεται, τόσο υψηλότερα εμφανίζονται οι διαφορές αποδόσεων (*spreads*) των κρατικών ομολόγων μετά την αναδιάρθρωση, και μένει για μεγαλύτερο διάστημα εκτός αγορών η εν λόγω χώρα (Cruces and Trebesch, 2013).

Στο πλαίσιο λοιπόν της αναδιάρθρωσης εξετάζεται και το PSI. Στην ουσία πρόκειται για ένα μηχανισμό συντονισμού των πιστωτών (Thrasher and Gallagher, 2015), καθώς η παγκόσμιες εξελίξεις σε αυτόν τον τομέα σταδιακά «εγκαταλείπουν» τις λύσεις διάσωσης (*bail-out*), και προσανατολίζονται στη διάσωση με ίδια μέσα (*bail-in*). Στα πακέτα διάσωσης πρωταγωνιστούσε σταθερά το IMF, αλλά αυτή η μέθοδος, καθώς μετακυλούσε το κόστος στους φορολογούμενους, θεωρήθηκε εν μέρει άδικη, και ότι παρέχει λανθασμένα κίνητρα. Αντιθέτως, η διάσωση με ίδια μέσα εμπλέκει και τους ίδιους του επενδυτές, οι οποίοι αρχικά ανέλαβαν και ένα ρίσκο με την αγορά των ομολόγων, χωρίς να αποκλείει και τη συμμετοχή διεθνών οργανισμών και ιδίως του IMF. Σε επιχειρήσεις διάσωσης με ίδια μέσα είναι που ενεργοποιούνται τα εργαλεία SDR, τα οποία προβλέπουν την ανταλλαγή των «πτωχευμένων» ομολόγων με νέα, με χαμηλότερο επιτόκιο και μακρύτερη περίοδο ωρίμανσης.



Βέβαια, πάντα υπάρχουν οι δανειστές, οι οποίοι στα πρώτα ανησυχητικά σημάδια δυσκολίας ανταπόκρισης στις δανειακές υποχρεώσεις απαιτούν ρευστοποίηση των τίτλων τους, ή απέχουν από τις διαπραγματεύσεις, μέχρι να διασφαλίσουν ότι οι βλέψεις των free- riders είναι υπό έλεγχο. Την ίδια στιγμή, τα κράτη που έχουν εμπλακεί στη διαδικασία απομείωσης του χρέους τους, δε θέλουν να φανούν «πτωχευμένα», πράγμα το οποίο θα κλονίζει την εμπιστοσύνη των πιστωτών στο μέλλον και θα οδηγήσει σε φυγή επενδύσεων. Μπροστά σε παρελθούσες αποτυχίες των μηχανισμών SDR, και υπό το πρίσμα ότι η διεθνής κοινότητα είχε δυσαρεστηθεί με τις απανωτές διασώσεις του IMF, που μετέφεραν τα χρέη στους φορολογούμενους, το 2001 πραγματοποιήθηκε στις ΗΠΑ μια προσπάθεια αναβάθμισης των SDR με εμπνεύστρια την Anne Krueger, γνωστή ως SDRM (*Sovereign Debt Restructuring Mechanism*). Τα χαρακτηριστικά του SDRM συνοπτικά ήταν η παύση πληρωμών των ομολόγων και η επιβολή κεφαλαιακών ελέγχων (*capital controls*) υπό την εποπτεία του IMF, εξυπηρέτηση με προτεραιότητα κάποιων δανείων έναντι άλλων, σύναψη δανείων με το IMF, η απαίτηση για απλή πλειοψηφία πιστωτών προκειμένου να προχωρήσει η αναδιάρθρωση και η παραμονή σε νομικό καθεστώς, αποκλείοντας τις εξωδικαστικές διεκδικήσεις (Thrasher and Gallagher, 2015). Το σχέδιο αυτό δεν έγινε τελικά αποδεκτό, με την αιτιολογία ότι παρείχε υπερβολική εξουσία στο IMF, και αντικαταστάθηκε από την εισαγωγή των CACs (*Collective Action Clauses*), οι οποίες προκειμένου να έλθουν σε ισχύ απαιτούσαν συμμετοχή του 75% των ομολογιούχων. Οι ρήτρες CACs συνιστούν μια σημαντική βελτίωση μιας διαδικασίας διάσωσης με ίδια μέσα, διότι διασφαλίζουν οργάνωση, εκπροσώπηση κατά τις διαπραγματεύσεις και υψηλή συμμετοχή. Όμως και πάλι δεν είναι σε θέση να εξαλείψουν κάθε πρόβλημα: πολλές φορές η διασπορά των ομολογιούχων είναι υψηλότερη, άλλες φορές είναι πολύ εύκολο να «αγοραστεί» το 75% της αξίας του ομολογιακού χρέους συγκεκριμένης έκδοσης, έτσι ώστε οι διαπραγματεύσεις να χάσουν το νόημά τους, καθώς και ότι τα CACs καλύπτουν μόνο «ατομικές» εκδόσεις ομολόγων και όχι πολλαπλές.

Σύμφωνα με την απόφαση των G7 (Ministers, 1999) το PSI θα έχει Αρχές Λειτουργίας και Εργαλεία όπως αναφέρονται δεσμευτικά στο **ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Β** το οποίο θέτει πολύ συγκεκριμένους κανόνες οι οποίοι επιτρέπουν την ανάμιξη θεσμικών φορέων αλλά δίνουν ιδιαίτερο βάρος στην αποφυγή του ηθικού κινδύνου (Moral Hazard) της μονομερούς παρέμβασης του IMF (Cotarrelli and Giannini, 2002; Corsetti, Guimarães and Roubini, 2003).

**ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α: Πίνακας Μακροοικονομικών Μεταβλητών (Manasse, Roubini and Schimmelfennig, 2003)**

Total external debt in percent of GDP  
 Total external debt to exports  
 Short-term external debt (OM, in percent of GDP )  
 Short-term external debt (OM, to reserves)  
 Short-term external debt (RM, in percent of GDP )  
 Short-term external debt (RM, to reserves)  
 Interest on short-term external debt in percent of  
 Interest on short-term external debt to reserves  
 Debt service on short-term external debt in percent  
 of GDP  
 Debt service on short-term external debt to reserves  
 Public external debt in percent of GDP  
 Public external debt to revenue  
 Consolidated central government debt in percent  
 of GDP  
 Central government debt in percent of GDP  
 Augmented Consolidated central government debt  
 in percent of GDP  
 Overvaluation  
 Current account balance in percent of GDP  
 Reserves growth  
 Export growth  
 M2 to reserves  
 Financing requirement to reserves  
 External resource gap in percent of GDP  
 Trade balance in percent of GDP  
 LIBOR  
 U.S. treasury bill rate  
 Inflation (year-on-year, in percent)  
 Unemployment rate  
 Nominal GDP growth  
 Real GDP growth  
 REER growth  
 Import growth  
 FDI in percent of GDP  
 FDI growth  
 Openness  
 Overall balance in percent of GDP  
 Primary balance in percent of GDP  
 Primary gap  
 Revenue in percent of GDP  
 Tax revenue in percent of total  
 International trade revenue in percent of total  
 Nontax revenue in percent of total  
 Grants in percent of total  
 Expenditure in percent of GDP  
 Interest expenditure in percent of total  
 Wages in percent of total  
 Health expenditure in percent of total  
 Social expenditure in percent of total

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Β : Δημόσιο Χρέος Αναπτυσσόμενων Χωρών



Από τη μέχρι στιγμής εμπειρία διαφαίνεται ότι πιο επιρρεπείς στις συνεχείς κρίσεις δημόσιου χρέους (το λεγόμενο σπιράλ χρέους) είναι οι αναπτυσσόμενες χώρες, γιατί όταν τα επιτόκια δανεισμού αυξάνονται ή το εγχώριο νόμισμα υποτιμάται, η αξία του χρέους τους μπορεί να εκτοξευθεί μέσα σε πολύ μικρό χρονικό διάστημα. Η σχέση δημόσιου χρέους αυτών των χωρών με ιδιώτες δανειστές, κυρίως τράπεζες, όπως και ο κίνδυνος των επιπτώσεων συνολικής αθέτησης/ πτώχευσης είναι εμφανής από τον Πίνακα 1 «χρυσής εποχής» δανεισμού των αναπτυσσόμενων χωρών στην δεκαετία του 80, η εποχή που ξεκίνησε και η δανειοληπτική υπερχρέωση της Ελλάδας.

**Δανεισμός Εννέα Κυρίων Τραπεζών Η.Π.Α σε Κράτη-Οφειλέτες Αναπτυσσόμενων Χωρών 1982-1986**

	<u>Τέλος</u> <u>1982</u>	<u>Μέσα</u> <u>1984</u>	<u>Μάρτιος 1986</u>
<b><u>Συνολικό Χρέος (\$ δις)</u></b>			
Όλες οι χώρες	83.4	84.0	75.6
Λατ. Αμερική	51.2	53.8	52.2
Αφρική	5.6	4.9	3.6
<b><u>Έκθεση σαν ποσοστό του Τραπεζικού Κεφαλαίου (%)</u></b>			
Όλες οι χώρες	287.7	246.3	173.2
Λατ. Αμερική	176.5	157.8	119.7
Υπο-Σαχάρια Αφρική	19.3	14.3	8.1

**Πίνακας 3** (Sachs *et al.*, 1988)

Στο χρονικό διάστημα αυτό η ανά χώρα δημιουργία αποθεματικού έναντι αθέτησης (loan-loss provisions) Κρατών-οφειλετών είχε ως εξής (% των δανείων σε εκκρεμότητα)

**Αποθεματικά Τραπεζών έναντι αθέτησης ανά χώρα**

Βέλγιο	15
Καναδάς	10-15
Γαλλία	33-45
Γερμανία	35-70
Ιαπωνία	5
Ολλανδία	24-26
Ισπανία	7-68
Σουηδία	35-80
Η.Β.	30-60
Η.Π.Α.	5

**Πίνακας 4** (Bird, 1989)

Από τον Πίνακα 3 προκύπτει υπερέκθεση σε κίνδυνο λόγω του ρόλου του IMF των Τραπεζών των Η.Π.Α. αλλά από τον Πίνακα 4 ότι όλες οι χώρες, πλην των Η.Π.Α. οι

οποίες στηρίχθηκαν σχεδόν αποκλειστικά στο IMF, είχαν λάβει εσωτερικά αντισταθμιστικά μέτρα έναντι αθέτησης.

Τις τελευταίες δύο δεκαετίες, είμαστε μάρτυρες μιας άνευ προηγουμένου εκτόξευσης του παγκόσμιου εξωτερικού χρέους. Οι κρίσεις χρέους έχουν πάψει να αποτελούν ένα σποραδικό φαινόμενο, το οποίο αφορά αναπτυσσόμενες χώρες ή χώρες που υφίστανται το σοκ της μετάβασης από την κεντρικά κατευθυνόμενη οικονομία στον καπιταλισμό. Από 2τρεις \$ το 2000, έφτασε τα 60τρεις \$ το 2011 και τα 64τρεις & το 2017 (DesJardins, 2017), που σημαίνει ότι από ποσοστό 4,56% εξωτερικού χρέους προς παγκόσμιο ΑΕΠ πήγαμε στο 72,55% το 2011 και 80,14% το 2017 (Statista, 2018), ενώ το κατά κεφαλήν εξωτερικό χρέος αυξήθηκε από 329\$ το 2000 σε 8,312\$ το 2017.

#### ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Γ: Αρχές και Εργαλεία του PSI (Ministers, 1999)

1. Η προσέγγιση στην επίλυση της κρίσης δεν πρέπει να υπονομεύει την υποχρέωση των χωρών να καλύψουν έγκαιρα και πλήρως τα χρέη τους. Αλλιώς, οι ιδιωτικές επενδύσεις και οι χρηματοπιστωτικές ροές, οι οποίες είναι κρίσιμες στην ανάπτυξη, μπορεί να επηρεαστούν αρνητικά και ο κίνδυνος της μετάδοσης της κρίσης να αυξηθεί.

2. Η πειθαρχία των αγορών θα λειτουργήσει, εάν οι πιστωτές αναλάβουν και το βάρος των επιπτώσεων των κινδύνων που έχουν ήδη αναλάβει. Οι ιδιωτικές πιστωτικές αποφάσεις πρέπει να είναι βασισμένες στην εκτίμηση του δυνητικού κινδύνου και της απόδοσης μιας συγκεκριμένης επένδυσης, και όχι στην προσδοκία ότι οι πιστωτές θα είναι προστατευμένοι από τον «επίσημο τομέα» από όποιες δυσμενείς επιπτώσεις.

3. Στην περίπτωση κρίσης, η μείωση των καθαρών αποπληρωμών χρέους στον ιδιωτικό τομέα μπορεί δυνητικά να συνεισφέρει στο να καλύψει μια χώρα τις άμεσες χρηματοπιστωτικές της ανάγκες και να μειώσει το ποσό χρηματοδότησης που παρέχεται από τον «επίσημο τομέα». Επίσης μπορεί να συνεισφέρει στη διατήρηση κατάλληλων κινήτρων για λήψη συνετών πιστωτικών επενδυτικών αποφάσεων. Αυτά τα πιθανά οφέλη πρέπει να μετρηθούν έναντι της επίπτωσης που θα έχουν αυτά τα μέτρα στην αυτόνομη ικανότητα της χώρας να προσελκύσει νέες κεφαλαιακές ροές, αλλά και επίσης την δυνητική επίπτωση σε άλλες χώρες και στο σύστημα μέσω μετάδοσης της κρίσης.

4. Καμία κατηγορία ιδιωτικών πιστωτών δεν μπορεί να θεωρηθεί εκ φύσεως προνομιούχα έναντι άλλων σε όμοια θέση. Όταν και οι δύο είναι εμπράγματα, οι

απαιτήσεις των διακρατητών ομολόγων δεν μπορούν να θεωρηθούν υπέρτερες (senior) έναντι των απαιτήσεων των τραπεζών.

5. Ο σκοπός της διαχείρισης κρίσεως πρέπει, κατά το δυνατό, να αποβλέπει στο να επιτύχει συνεργατικού τύπου λύσεις, οι οποίες θα προέρχονται από διαπραγμάτευση μεταξύ της οφειλέτριας χώρας και των πιστωτών της, βασισμένες στην ανοικοδόμηση που προσφέρουν προηγηθέντες αποτελεσματικοί διάλογοι.

Επίσης το PSI θα έχει στη διάθεση του τα ακόλουθα εργαλεία (Ministers, 1999)

Σύνδεση της παροχής «επίσημης υποστήριξης» με τις προσπάθειες της χώρας

1. να ξεκινήσει συζητήσεις με τους πιστωτές, με σκοπό την ανάλυση του προγράμματος πολιτικής της.

2. να αναζητήσει εθελοντικές δεσμεύσεις υποστήριξης, όπου αρμόζει, και/ή να δεσμευτεί να εξεύρει νέα κεφάλαια από ιδιωτικές αγορές.

3. να αναζητήσει δεσμεύσεις από τους ιδιωτικούς πιστωτές, όσον αφορά την διατήρηση των ίδιων επιπέδων πιστωτικής έκθεσης.

4. να αναδιρθώσει ή να επαναχρηματοδοτήσει υποχρεώσεις σε εκκρεμότητα.

5. να επιβληθεί ένα προστατευτικό «πάτωμα», το οποίο να εξασφαλίζει ότι ο ιδιωτικός τομέας θα έχει επαρκή συνεισφορά, όπως για παράδειγμα με αναδιάρθρωση χρέους, παράλληλα με τις «επίσημες συνεισφορές» στην επίλυση των κρίσεων.

Σε εξαιρετικές περιπτώσεις μπορεί να μην είναι δυνατόν η χώρα να αποφύγει την συσσώρευση ληξιπροθέσμων χρεών. Ο δανεισμός από το IMF είναι δυνατόν να πραγματοποιηθεί, αν η χώρα είναι σε φάση αναζήτησης συνεργατικής αναζήτησης λύσης με τους πιστωτές της.

Επίσης, σε εξαιρετικές περιπτώσεις οι χώρες μπορεί να επιβάλλουν κεφαλαιουχικούς ή συναλλαγματικούς περιορισμούς (*controls*) ως τμήμα της αναστολής πληρωμών ή ακινησίας τους, σε συνδυασμό με υποστήριξη από το IMF για τις πολιτικές και τα προγράμματα της, με σκοπό να παρέχει επαρκή χρόνο για διατεταγμένη αναδιάρθρωση των χρεών της.

Στις περιπτώσεις όπου η αναδιάρθρωση χρέους γίνεται στο Paris Club, η αρχή της συγκρισιμότητας της μεταχείρισης (IMF, 2001a) εφαρμόζεται σε όλες τις κατηγορίες πιστωτών εκτός από Διεθνή Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα. Το Paris Club θα πρέπει να εφαρμόσει μια ευέλικτη προσέγγιση στη συγκρισιμότητα, λαμβάνοντας υπ' όψη παράγοντες συμπεριλαμβανομένων του μεγέθους και της σπουδαιότητας των διαφορετικών κατηγοριών απαιτήσεων.

Η τεχνική εφαρμογή των ανωτέρω ανατέθηκε με την ίδια απόφαση στο IMF (IMF, 1999).

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΠΕΡΙΠΤΩΣΕΙΣ ΠΟΥ ΤΟ PSI ΕΧΕΙ ΕΦΑΡΜΟΣΤΕΙ ΙΣΤΟΡΙΚΑ

Ένας γενικός κατάλογος του Δημοσίου Χρέους 187 χωρών με αναδιαρθρώσεις και «κούρεμα» χρεών προς ιδιώτες επενδυτές (Cruces and Trebesch, 2013) εμπεριέχεται στο ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Β(α) όπου συμπεριλαμβάνονται 161 αναδιαρθρώσεις τραπεζικών χρεών και 18 ομολογιακών χρεών που εντάσσονται εμφανώς στις διαδικασίες του PSI (Asonuma and Trebesch, 2016).

Ο **αρχικός διαχωρισμός** γίνεται μεταξύ:

- εκούσιου (voluntary),
- ημι-εκούσιου (quasi-voluntary) και
- ακούσιου (involuntary) PSI (Haldane, 2004 p.69).

Το εκούσιο PSI (QV1) αναφέρεται σε ανταλλαγές χρεών (debt swaps) που βασίζονται στην αγορά (market based) π.χ. οι περιπτώσεις Τουρκίας και Αργεντινής το 2001.

Το ημι-εκούσιο PSI (QV2) αναφέρεται στη διατήρηση τραπεζικών βραχυπρόθεσμων πιστωτικών ροών και χωρίζεται σε δύο υποκατηγορίες:

- ✓ την ενδιάμεση, όπου οι τραπεζικές βραχυπρόθεσμες πιστωτικές ροές μεταβάλλονται σε μεσοπρόθεσμα ομόλογα και
- ✓ την αυστηρή, όπου γίνεται ανταλλαγή κρατικών ομολόγων με υποχρεώσεις χωρίς καμία εμφανή απομείωση αξίας κατόπιν πιέσεων.

Το ακούσιο PSI (QV3) ξεκινά χρονικά από την περίπτωση της Ταϊλάνδης, όπου υπήρξε σοβαρή απομείωση αλλά όχι γενικότερη αναδιάρθρωση. Ακολουθούν οι μεσαίου τύπου με αναστολή και αναδιάρθρωση που οδηγεί σε απώλειες της τάξης του 30% και τέλος η ακραία περίπτωση με αναδιάρθρωση και «βαθεία συγχώρηση» (deep forgiveness) όπως π.χ. των Ρωσικών ομολόγων. Στην χρονική περίοδο 1997-2002 το σύνολο των χρεών που διακανονίσθηκαν με αυτή την κατηγοριοποίηση ανήλθε σε 238δισ \$, 118δισ \$ με εκούσιο και ημι-εκούσιο PSI και 120δισ \$ με ακούσιο PSI. Παράδειγμα των κατηγοριών αυτών ευρίσκονται παρακάτω.

Ο **δεύτερος διαχωρισμός** του PSI προκαλείται από την αύξηση ασφάλειας των νέων ομολόγων π.χ. την επιλογή χώρας έκδοσης των νέων ομολόγων (Chamon, Schumacher and Trebesch, 2018). Η επιλογή άλλης χώρας από αυτήν που πραγματοποιεί την έκδοση προσδίδει μεγαλύτερη αξία στα ομόλογα στις αγορές (*foreign law premium/ legal safety premium*), διότι η εκδότρια χώρα μπορεί να αλλάξει ανά πάσα στιγμή το νομικό της σύστημα προς όφελος της, το οποίο είναι συμβατό με την επέκταση του θεωρήματος του Coase σε κρατικά ομόλογα (Coase, 1960). Στην

περίπτωση του Αγγλικού Δικαίου συνήθως εμπεριέχονται ρήτρες συλλογικής δράσης (*collective action clauses (CACs)*), οι οποίες μεταξύ άλλων προσδιορίζουν και την πλειοψηφία-απλή ή των 2/3- που επιτρέπει βασικές αλλαγές στο νέο ομολογιακό χρέος, οι οποίες όμως μπορούν να παρακαμφθούν από πιστωτές που δεν συμφωνούν με στρατηγικές αγορές επιπλέον χρέους (Schwarcz, 2017).

Το foreign law premium υπό κανονικές συνθήκες προσδίδει ελάχιστη υπεραξία, αλλά σε περιπτώσεις κινδύνου μερικής ή ολικής αθέτησης αυτή γίνεται σημαντική. Επίσης και σε περίπτωση αποχής πιστωτή από το PSI παίζει ρόλο σε ποιά χώρα είναι η έδρα του, όπως συνέβη με την περίπτωση μεταξύ της οφειλέτιδος Αργεντινής και της πιστώτριας NML που έδρευε στις ΗΠΑ, οπότε η αντιδικία *NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina* δικάστηκε στις Η.Π.Α. με καταστροφικές συνέπειες για την Αργεντινή (Hébert and Schreger, 2017).

**Ο τρίτος διαχωρισμός** γίνεται μεταξύ του προληπτικού (*Preemptive*) PSI και του κατόπιν πιστωτικού γεγονότος (*Post-Default*) PSI (Asonuma and Trebesch, 2016). Το προληπτικό PSI είναι θεωρητικά η περίπτωση που το PSI πραγματοποιείται πριν γίνει κάποια αθέτηση συμβατικής πληρωμής του χρέους, πλην όμως αυτό στην πράξη είναι ένα πολύ στενό περιθώριο.

Στην πράξη ο διαχωρισμός γίνεται με αναφορά σε τρεις κατηγορίες (Asonuma and Trebesch, 2016):

1. Αυστηρά προληπτικό PSI (*strictly preemptive*), όπου καμία δόση δεν έχει αθετηθεί με την νομική έννοια. Ο Πίνακας στο ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Β(α) εμφανίζει 23 αναδιαρθρώσεις αυτού του τύπου από τις οποίες μόνο πέντε ήταν ομολογιακού τύπου.
2. Ασθενώς προληπτικό PSI (*weakly preemptive*), όπου κάποιες καταβολές δεν έχουν γίνει πριν ξεκινήσει η επίσημη ή ανεπίσημη διαδικασία συναλλαγής της αναδιάρθρωσης, αλλά έχουν γίνει στην διάρκεια της και για μικρό χρονικό διάστημα, οπότε κρίνονται ότι δεν είναι μονομερείς αθετήσεις χρέους. Στον Πίνακα ως ανωτέρω υπάρχουν 45 τέτοιες αναδιαρθρώσεις.
3. Κατόπιν πιστωτικού γεγονότος (*Post-Default*), όπου πριν τις συναλλαγές έχουν γίνει μονομερείς αθετήσεις από τα Κράτη – οφείλεται και θεωρούνται μονομερούς αθέτηση χρέους. 111 τέτοιες περιπτώσεις εμφανίζονται στον ανωτέρω πίνακα.

Ως σύνολο, θεωρώντας σαν μια συνολική κατηγορία «Προληπτικού PSI» τις κατηγορίες 1 και 2, 68 περιπτώσεις ήταν προληπτικό PSI και 111 κατόπιν πιστωτικού γεγονότος. Από πλευράς εποχής, στη διάρκεια πριν το 1990, 48 από τις 98 περιπτώσεις ανήκουν στην κατηγορία του προληπτικού PSI, κυρίως διότι οι απώλειες από ολική ή μερική αθέτηση δανείων και ομολόγων έπρεπε να περάσουν στα βιβλία των πιστωτών (Sachs and Huizinga, 1987) σαν «απομειωμένης αξίας» (value-impaired) μέχρι ακόμα και ολική διαγραφή. Μεταξύ 1990 και 1997 όπου ίσχυε η επωφελής για τους οφειλέτες συμφωνία Brady (*Brady Deal*) με τα ομόλογα (Gumbau-Brisa and Mann, 2009) μόνο 9

από τις 48 περιπτώσεις ήταν προληπτικό PSI, αλλά στο διάστημα 1998-2010 το ποσοστό ανέβηκε στο 30% των περιπτώσεων. Από πλευράς σύνθεσης εργαλείων χρέους 50% των αναδιαρθρώσεων ομολόγων και 37% των τραπεζικών δανείων ήταν με προληπτικό PSI.

Η ανωτέρω κατηγοριοποίηση δεν είναι εξαντλητική, διότι υπάρχει και το φαινόμενο, το οποίο προκύπτει από την γενική στατιστική ανάλυση έναρξης του πιστωτικού γεγονότος, το οποίο συνήθως ξεκινά από την μη εξόφληση τόκων μίας σειράς ομολόγων και μόνο (Arellano, Mateos-Planas and Ríos-Rull, 2012) και αν συγκρατηθεί σε χαμηλό επίπεδο τότε είναι μερική αθέτηση χρέους (*partial default*), η οποία έχει ιδιαίτερο χειρισμό.

Πέρα από αυτή την περίπτωση υπάρχει και η συγγενής με αυτή επιλεκτική αθέτηση χρέους (*selective default*), όπου το Κράτος– οφειλέτης επιλέγει συγκεκριμένες ομάδες χρεών να αφήσει ακάλυπτες που μπορεί να οδηγήσει σε PSI προς όφελος του οφειλέτη, διότι πολλές φορές παραβαίνει άτυπα την αρχή της ενδοπιστωτικής διακρατούμενης δικαιοσύνης (*intercreditor equity principle*), το οποίο και γενικά συμβαίνει συχνά τελευταία (Mandeng, 2004; Díaz-Cassou, Erce and Vázquez-Zamora, 2008; Sturzenegger and Zettelmeyer, 2008).

### **ΣΥΓΚΕΚΡΙΜΕΝΕΣ ΠΕΡΙΠΤΩΣΕΙΣ PSI**

Το ενδιαφέρον εστιάζεται κατ' αρχάς στις πρώτες περιπτώσεις που έγινε PSI κατόπιν της απόφασης των Υπουργών των G7 (Ministers, 1999) για τη δημιουργία του και της ανάθεσης της εφαρμοστικής στήριξης στο IMF (IMF, 1999). Σύμφωνα με το IMF (IMF, 2001b) οι πρώτες εφαρμογές έγιναν, με κοινό παρονομαστή την ανταλλαγή υπαρχόντων ομολόγων με ομόλογα ωρίμανσης σε μεγαλύτερο χρονικό διάστημα από αυτό των υπαρχόντων, στις ακόλουθες περιπτώσεις:

#### **1. Αναδιάρθρωση ομολόγων του Πακιστάν 1999**

Το Πακιστάν αντιμετώπιζε ένα χρέος το οποίο δεν μπορούσε να αποπληρώσει, τρεις εκδόσεις Eurobond που είχαν εκδοθεί με Αγγλικό Δίκαιο, περιείχαν CACs, κουπόνια από 6.01% έως 11.5% οι οποίες ήταν τύπου bullet redemption (αποπληρωμή του συνόλου σε μια δόση) μεταξύ Δεκεμβρίου 1998 και Φεβρουαρίου 2002 και οι διακρατητές ήταν επενδυτές από την Μέση Ανατολή. Το Πακιστάν πρόσφερε σε αντάλλαγμα νέο ομόλογο με βετή διάρκεια, από την οποία τα πρώτα τρία χρόνια ήταν περίοδος χάριτος, με 10% κουπόνι με την υποστήριξη του Extended Fund Facility και του Enhanced Structural Adjustment Facility και την σύμφωνη γνώμη του Paris Club. 40% των διακρατητών συμφώνησαν, τα CACs δεν ενεργοποιήθηκε διότι υπήρχε φόβος καιροσκοπικών αποχών εκβιαστικού τύπου και η συμφωνία έκλεισε στο αρχικό ποσό μείον ένα 6% το οποίο δεν προσήλθε.



## 2. Αναδιάρθρωση ομολόγων της Ουκρανίας 2000

Η Ουκρανία είχε τις εξής οφειλές: τρεις εκδόσεις ομολόγων Δικαίου Λουξεμβούργου με CACs απλής πλειοψηφίας και ένα ομόλογο Γερμανικού Δικαίου χωρίς CACs με κουπόνια από 11% έως 21% και διακρατητές ένα μικρό αριθμό τραπεζών και hedge funds για το χρέος Δικαίου Λουξεμβούργου και πολυπληθείς διακρατητές του household sector για το χρέος Δικαίου Γερμανίας.

Η Ουκρανία αθέτησε δύο από τις πληρωμές και πρόσφερε επταετή ομόλογα, που περιλάμβαναν περίοδο χάριτος ενός έτους, και επιλογή Ευρωεξαρτώμενου ομόλογου με κουπόνι 10% και δολάριο εξαρτώμενου ομόλογου με κουπόνι 11%.

Όσον αφορά το χρέος Λουξεμβούργου οι επενδυτές, πλην ενός, ήταν υπέρ της προσφοράς και στην περίπτωση των πολυπληθών διακρατητών Γερμανικού Δικαίου τέσσερεις επενδυτικές τράπεζες ανέλαβαν την καταγραφή τους. Οι μεν πρώτοι κλήθηκαν να καταθέσουν αμετάκλητη υπόσχεση ψήφου με πληρεξούσιο (*irrevocable proxy vote*), οπότε η συναλλαγή θα γινόταν όταν επαρκής αριθμός είχε εμφανισθεί οι δε δεύτεροι κλήθηκαν σε ανταλλαγή απευθείας.

## 3. Αναδιάρθρωση ομολόγων του Εκουαδόρ 2000

Το 1999 το Εκουαδόρ δεν πλήρωσε κουπόνια των ομολόγων Brady που ήταν εγγυημένοι τίτλοι και ζήτησε από τους διακρατητές να αποδεχθούν απόσυρση της εγγύησης, το οποίο δεν έγινε δεκτό, όπως δεν έγινε δεκτή και η πρόταση της εξαίρεσης Ευρωομολόγων από την αναδιάρθρωση για να παραμείνουν σαν όχημα διατήρησης της σύνδεσης με τις αγορές. Αμέσως μετά το Εκουαδόρ αθέτησε και τα Ευρωομόλογα και όλα τα είδη ομολόγων Brady που όφειλε.

Μετά από 11 μήνες προσέφερε έναντι του συνόλου των αθετημένων χρεών δολάριο εξαρτώμενο ομόλογο διάρκειας 30 ετών με βηματισμό απόδοσης 1% από 4% που θα έφθανε το 2006 10% και εκεί θα έμενε σταθερός. Οι πιστωτές είχαν την επιπλέον ευχέρεια να ανταλλάξουν το ομόλογο 30ετίας με δολαριοεξαρτώμενο 12ετές ομόλογο με απόδοση 12% έναντι περαιτέρω απομείωσης του χρέους και αποπληρωμή σε μετρητά κάποιων τύπων ομολόγων Brady (Discount και Par) όπου στην περίπτωση των εγγυημένων ομολόγων Brady η απόδοση θα εξοφλείτο με την μετοχοποίηση των εγγυήσεων. Επιπλέον το Εκουαδόρ υποσχέθηκε την επαναγορά (*retirement*) από ένα ποσοστό των νέων ομολόγων ενεργώντας παντοιοτρόπως όπως πχ μέσω της δευτερεύουσας αγοράς ενώ αν αποτύγχανε αυτή η απομείωση θα έμπαινε αυτόματα σε ενέργεια μηχανισμός που θα κάλυπτε την διαφορά. Επιπλέον δεσμεύτηκε ότι θα κάνει πλήρη επαναφορά του χρέους (*principal reinstatement clause*) καλύπτοντας τις απομειώσεις με έκδοση επιπλέον ομολόγων εάν γινόταν αθέτηση απόδοσης μέχρι την πάροδο δεκαετίας από την έκδοση των ομολόγων και αυτή διαρκούσε πάνω από δωδεκάμηνο.

Η αθέτηση αυτή του Εκουαδór προκάλεσε υψηλούς ρυθμούς πώλησης των ομολόγων τύπου Brady γενικά και άνοιγμα των spread π.χ. τα ομόλογα Brady του Μεξικού υπέστησαν αύξηση του stripped spread κατά 400 μονάδες βάσης.

Οι πιστωτές οργανώθηκαν σε μια οκταμελή ομάδα (*Consultative Group*) και ήρθε σε συνεννόηση με την Emerging Market Traders Association (EMTA) της Νέας Υόρκης προκειμένου να βρεθεί λύση. Επειδή δεν υπήρχαν CACs έκαναν τις προσφορές ανταλλαγής με τα διαθέσιμα εργαλεία, την υποχρεωτική προπληρωμή, την υποχρεωτική επαναφορά στο αρχικό ποσό σε περίπτωση αθέτησης και την συναίνεσης εξόδου (*exit consents/amendments*). Το exit consent (Buchheit and Gulati, 2000) επιτρέπει την αλλαγή με απλή πλειοψηφία από διατάξεις όπως η παραίτηση από κυριαρχική ασυλία (*waiver of sovereign immunity*) ή την χώρα δικαιοδοσίας επίλυσης των διαφορών (*submission to jurisdiction*) και είναι θεσμός υποστηριζόμενος από την δικαιοσύνη των ΗΠΑ (π.χ. *Katz v. Oak Industries, Inc.*). Επίσης την απαγόρευση αγοράς των ομολόγων Brady, ενώ οι αποδόσεις τους ήταν ακόμα σε αθέτηση, την διασταυρωτική ρήτρα αθέτησης (*cross default clause*) και επιπλέον υποχρέωση διατήρησης των αθετημένων εργαλείων στην λίστα του Χρηματιστήριου του Λουξεμβούργου. Όλα αυτά αποθάρρυναν την άρνηση συμμετοχής στην ανταλλαγή.

Από την άλλη πλευρά, η απόφαση της δίκης *Elliott Associates vs. The Republic of Peru*, όπου οι αρνούμενοι την συμμετοχή στην συμφωνία αναδιάρθρωσης ομολόγων Brady του Περού Elliott Associates πέτυχαν να αποζημιωθούν πρώτοι και στο ακέραιο από το ποσό της αναδιάρθρωσης των συμφωνούντων ήταν προάγγελος της απόφασης κατά της Αργεντινής και ενδυνάμωσε τους μη συμφωνούντες.

4. Αναδιάρθρωση του χρέους της Αργεντινής 2001 (Díaz-Cassou, Erce and Vázquez-Zamora, 2008)

Το χρέος εδώ αντιμετωπίστηκε σε δύο φάσεις για να υπάρξει διάκριση μεταξύ από εγχώριους και ξένους πιστωτές.

Στην πρώτη φάση τον Νοέμβριο του 2001 χρέος με εγχώριους διακρατητές συνολικά 51δισ \$ ανταλλάχθηκε με δάνεια εγγυημένα με έσοδα από τον εισπρακτέο φόρο των οικονομικών συναλλαγών (*financial transaction tax*) τη δυνατότητα των τραπεζών και συνταξιοδοτικών ταμείων να υπολογίσουν το νέο χρέος *at par* και όχι σε τιμή προσδιορισμένη από τις αγορές, και την δυνατότητα ανάκτησης των παλαιών ομολόγων σε περίπτωση αθέτησης των όρων αυτών. Αυτό μείωσε τις καταβολές τόκων αυξάνοντας την περίοδο ωρίμανσης προκαλώντας μια απώλεια σε NPV από 26% το οποίο οδήγησε σε εκτιμήσεις πως ήταν τεχνική αθέτηση (*technical default*).



Η δεύτερη φάση, όπου σχεδίαζαν ανταλλαγή χωρίς εγγυήσεις, δεν ξεκίνησε διότι η πρώτη φάση δημιούργησε πολιτική αναταραχή, οπότε αναγκαστικά αθετήθηκαν οι μη επίσημες υποχρεώσεις στο εξωτερικό σε γενικό χρέος 66δισ \$. Τον Μάρτιο του 2002 μετέτρεψαν τις εγγυήσεις των δανείων από δολάρια σε πέσος με αναλογία 1.4 πέσος στο δολάριο ενώ η επίσημη αναλογία ήταν 1.9 πέσος, γεγονός που οδήγησε την NPV σε απώλεια από 26% στο 60% και ανάγκασε τους διακρατητές να απαιτήσουν την επιστροφή των αρχικών ομολόγων. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα την αύξηση της συνολικής διακράτησης αθετημένου χρέους από εγχώριους διακρατητές σε 99.5δισ \$.

Αυτό οδήγησε την Αργεντινή να προσφέρει τον Σεπτέμβρη του 2003 στην συνέλευση IMF- WB στο Ντουμπάι τους περίφημους «Dubai terms», 75% κούρεμα και μη αναγνώριση των οφειλομένων τόκων το οποίο στην ουσία ήταν 90% απομείωση του χρέους.

Μετά από συζητήσεις κατέληξαν το 2005 να προτείνουν μια πιο μαλακή λύση:

(α) Την επιλογή par όπου παλιά ομόλογα θα ανταλλαχθούν με νέα 35ετούς διάρκειας και κουπόνι 3.2%

(β) Την επιλογή έκπτωσης όπου παλιά ομόλογα θα ανταλλαχθούν με νέα με έκπτωση 66%, 30ετούς διάρκειας και κουπόνι 8.28%

(γ) Μια τρίτη επιλογή συγγενή με την par (quasi par) παλιά ομόλογα θα ανταλλαχθούν με νέα τα οποία θα είναι δεμένα στο CPI της Αργεντινής αποτιμώμενα σε πέσος, το οποίο προκαλεί 31% απομείωση, 42ετή διάρκεια και 3.31% κουπόνι.

Η συναλλαγή ξεκίνησε τον Φεβρουάριο του 2005 και τερμάτισε τον Απρίλιο 2005 με 76% συμμετοχή, η οποία συμπεριελάμβανε το 90% των εγχώριων διακρατητών, το οποίο θεώρησε η τότε κυβέρνηση επαρκές διότι το νέο χρέος ήταν πλέον 35.3δισ \$ και η αναλογία χρέους προς ΑΕΠ έπεσε από 148% σε 72%. Βέβαια έμειναν σε εκκρεμότητα 20δισ \$ από μεταδιαπραγματευτικά χρέη και 6δισ \$ από μη καταβληθέντες τόκους που είχε λήξει η προθεσμία είσπραξης τους.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 : ΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΨΙ

### 3.1.ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΧΡΕΟΥΣ 2010: ΑΙΤΙΑ ΚΑΙ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

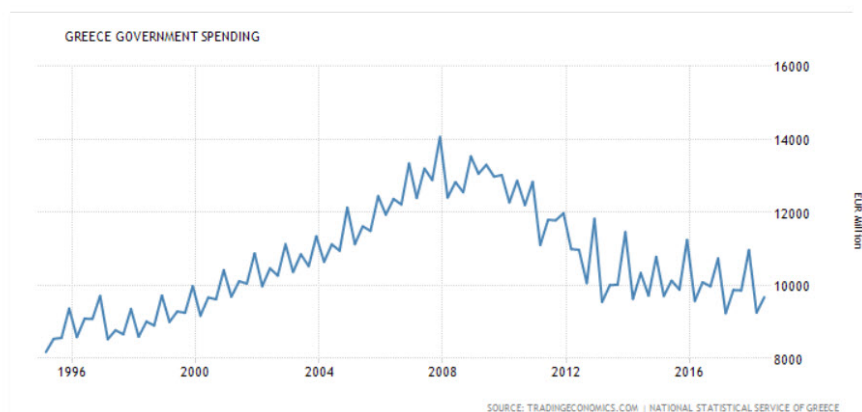
Οι απαρχές της ελληνικής κρίσης χρέους, μπορεί να έγιναν εμφανείς μετά τη μεγάλη χρηματοπιστωτική κρίση του 2008, η οποία ξεκίνησε από τις ΗΠΑ και εν συνεχεία έπληξε την Ευρώπη, στην πραγματικότητα όμως οφείλουν να αναζητηθούν πολλά χρόνια, ίσως και δεκαετίες πριν, καθότι πρόκειται για διαρθρωτικές παθογένειες, στρεβλώσεις, κακοδαιμονίες και ανισορροπίες που επιβιώνουν και αναπαράγονται σταθερά κατά το πέρασμα του χρόνου, ακόμα και όταν, όπως αποδείχθηκε, ο χρόνος αυτός έδινε φαινομενικά την αίσθηση ενός κλίματος οικονομικής ευφορίας και ευημερίας.



**Διάγραμμα 1** Δημόσιο Χρέος/ΑΕΠ 1981-2016 (TradingEconomics, 2018b)

Από το διάγραμμα προκύπτει ότι αυτή η αναλογία πενταπλασιάστηκε ξεκινώντας το 1981 με 25% και καταλήγοντας το 2009 σε 125%.

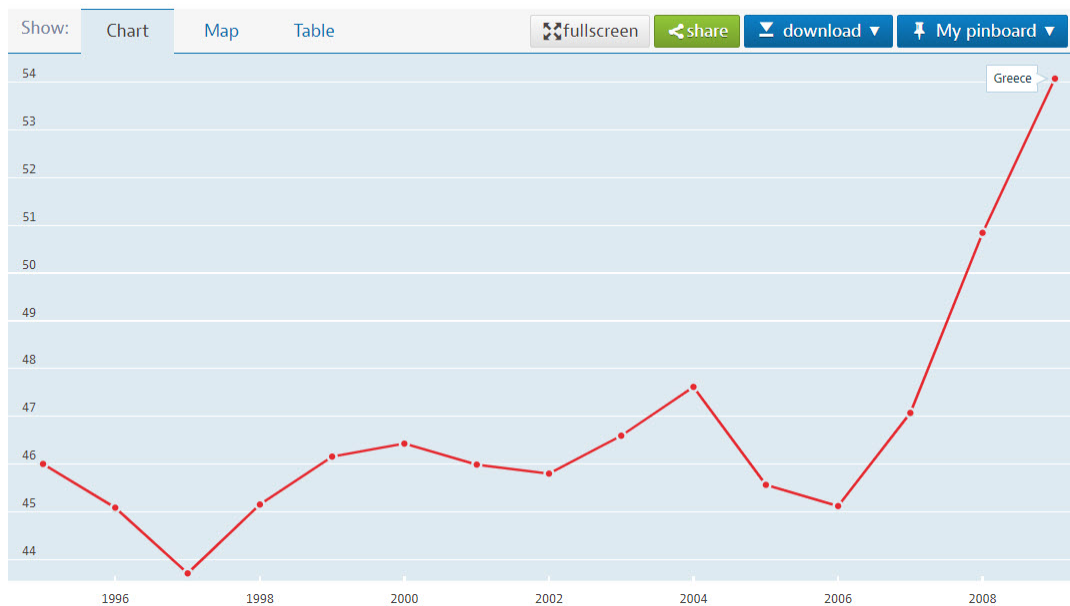
Η αυξανόμενη αναλογία Δημοσίου Χρέους/ΑΕΠ μπορεί να σταθεροποιηθεί θεωρητικά από την Κυβέρνηση κατά τρεις τρόπους (Burda and Wyplosz, 2012): με **δημοσιονομική συστολή (*fiscal contraction*)**, **πληθωριστική χρηματοδότηση (*inflationary finance*)** και **μερική ή ολική αθέτηση (*partial/total default*)**.



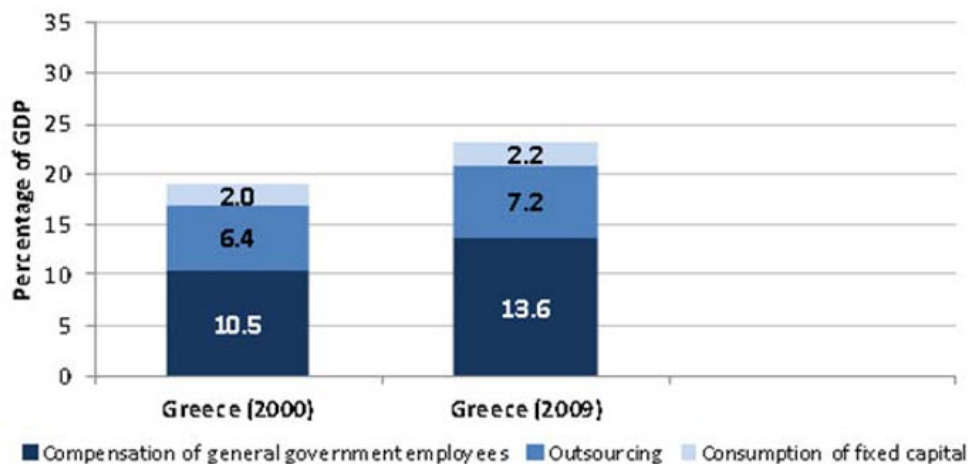
**Διάγραμμα 2** Δαπάνες Κεντρικής Κυβέρνησης 1995-2016 (TradingEconomics, 2018b)

General government spending Total, % of GDP, 1995 – 2009

Source: National Accounts at a Glance



**Διάγραμμα 3: Δαπάνες Κεντρικής Κυβέρνησης / ΑΕΠ 1995-2009 (OECD, 2018)**



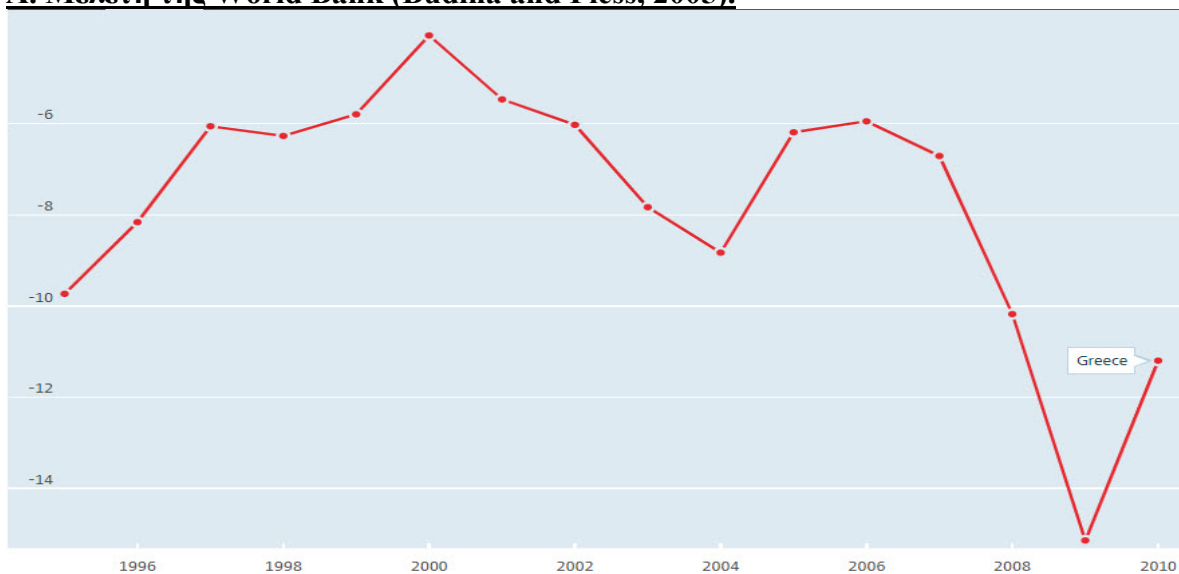
**Διάγραμμα 4: Κόστος των Κυβερνητικά χρηματοδοτούμενων παραγόμενων αγαθών και υπηρεσιών (Rady, 2012)**

Από το Διάγραμμα 2 προκύπτει ότι οι Δαπάνες της Κεντρικής Κυβέρνησης πενταπλασιάστηκαν αριθμητικά μεταξύ 1995 και 2009 ενώ από το Διάγραμμα 3 ο λόγος Δαπάνες της Κεντρικής Κυβέρνησης/ΑΕΠ ανέβηκε στο ίδιο χρονικό διάστημα μόνο περί το 9% διότι οι Δαπάνες της Κεντρικής Κυβέρνησης έχουν πολύ ισχυρή συμμετοχή στο ΑΕΠ (παρονομαστής). Επιπλέον, από το Διάγραμμα 4 προκύπτει ότι μεταξύ 2000 και 2009 οι μισθολογικές δαπάνες των Δημοσίων Υπαλλήλων ανέβηκαν από 10.5% του ΑΕΠ σε 13.6% του ΑΕΠ, κατά 30%, ενώ η ανάθεση στον ιδιωτικό τομέα ανέβηκε μόνο από 6.4% σε 7.2% του ΑΕΠ.

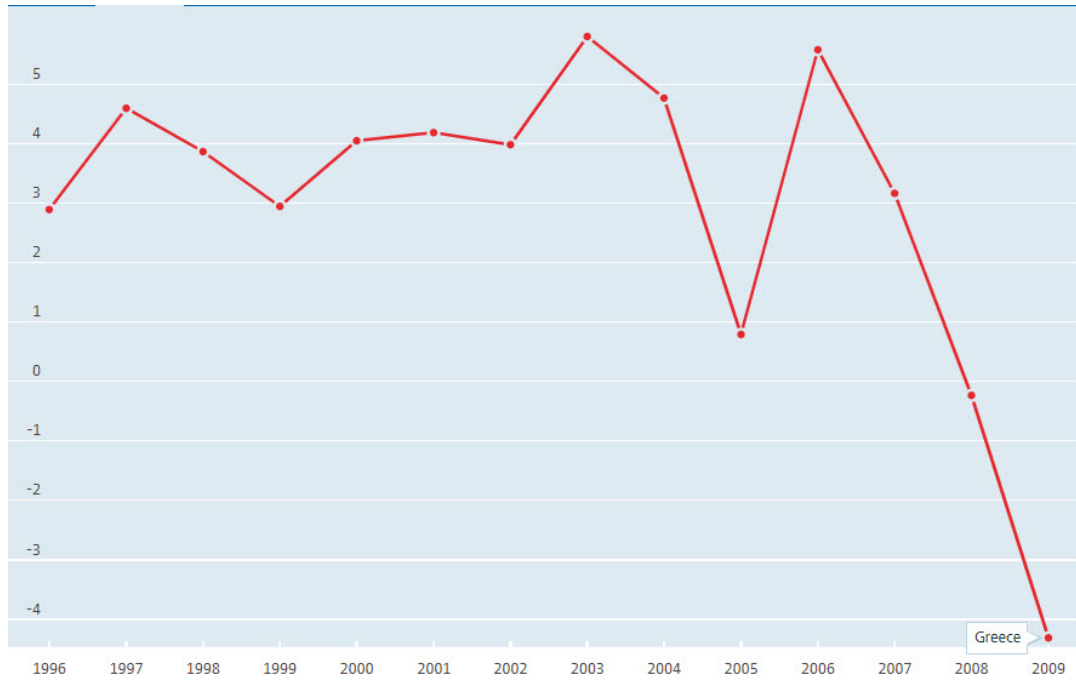
Τα ανωτέρω δείχνουν ότι αντί για δημοσιονομική συστολή (*fiscal contraction*) εφαρμόστηκε δημοσιονομική διαστολή (*fiscal expansion*), η οποία βέβαια οδήγησε στην αύξηση του λόγου Δημοσίου Χρέους/ΑΕΠ, αντί στην μείωση του, διότι προφανώς χρηματοδοτήθηκε από την αύξηση του με κύριο μέσο εισροής στην κατανάλωση τα μισθολόγια των Δημοσίων Υπαλλήλων και τις αναθέσεις έργων στον ιδιωτικό τομέα που συνολικά ανέβηκαν από 16.9% του ΑΕΠ σε 20.8%.

Εμπειρικές μελέτες αναλύουν την σύσταση της αναλογίας αυτής οικονομικά. Η World Bank (Budina and Fiess, 2005) προσδιόρισε με δείγμα 15 χωρών ότι οι μεταβλητές που επηρεάζουν την αναλογία είναι το Δημοσιονομικό έλλειμμα σαν μέρος του ΑΕΠ (*fiscal deficit as a share of GDP*), η ανάπτυξη του πραγματικού ΑΕΠ (*real GDP growth*), πραγματικά επιτόκια (*real interest rates*), πραγματικές νομισματικές ισοτιμίες (*real exchange rates*) και ο πληθωρισμός (*inflation*). Σε άλλη μελέτη (Ra *et al.*, 2011) προσδιορίστηκαν οι δαπάνες της κεντρικής κυβέρνησης (*central government expenditure*), μακροπρόθεσμα επιτόκια, η ανάπτυξη του πραγματικού ΑΕΠ, ο πληθωρισμός σε τιμή καταναλωτή (*inflation at consumer price*) και οι άμεσες ξένες επενδύσεις (*FDI, Foreign Direct Investment*). Με υπόδειγμα την Ελλάδα (και χρήση του Vector Error Correction Model (VECM) με Johansen Cointegration technique δεικνύουν ότι τα ακαθάριστες δαπάνες της κεντρικής κυβέρνησης (*gross national government expenditure*), το ΑΕΠ, οι άμεσες ξένες επενδύσεις και ο πληθωρισμός επηρεάζουν την αναλογία ενώ το VAR model-Granger Causality Test δεικνύει τις ακαθάριστες δαπάνες της κεντρικής κυβέρνησης (*gross central government expenditure*) και το ΑΕΠ (Mah *et al.*, 2013). Μία άλλη μελέτη VAR model- Granger Causality Test (Kalimeris, 2011) περιόδου 1998-2009 απέδειξε ότι υπάρχει σχέση Granger Δημοσίου χρέους με το εισαγωγικό εμπόριο από τις E27 χώρες της ΕΕ και τα VAR model-Granger Causality Test απέδειξαν ότι υπάρχει αθροιστική επιρροή των προηγούμενων επιπέδων των επιτοκίων 10 ετών κρατικών ομολόγων στις δευτερεύουσες αγορές με τα τρέχοντα επίπεδα του Δημοσίου χρέους.

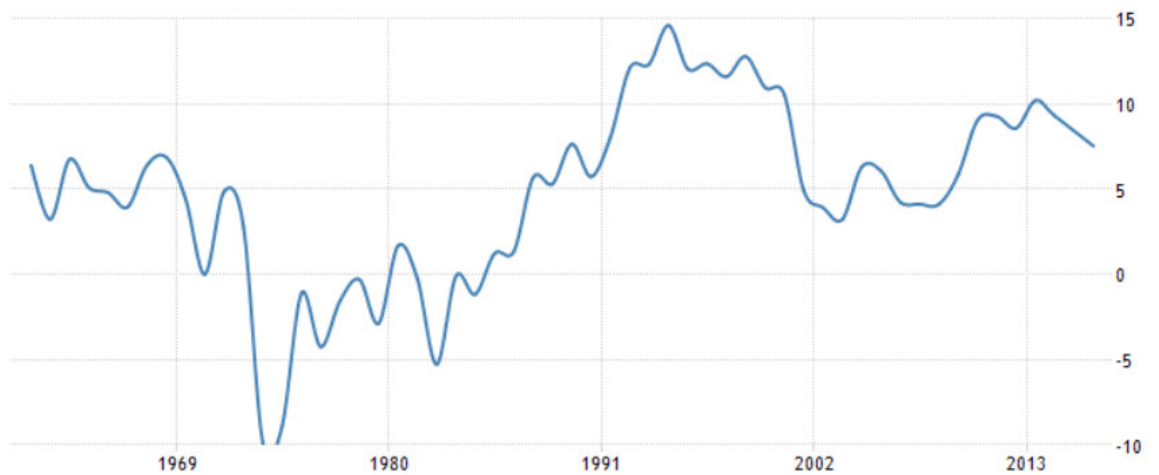
#### **A. Μελέτη της World Bank (Budina and Fiess, 2005).**



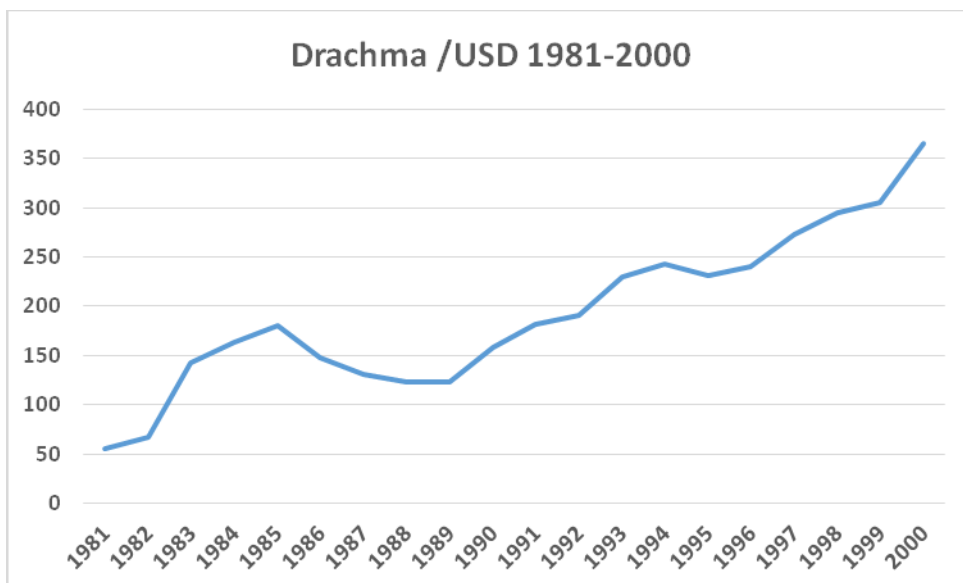
**Διάγραμμα 5: Έλλειμμα Γενικής Κυβέρνησης σαν ποσοστό του ΑΕΠ 1995-2009(OECD, 2018)**



**Διάγραμμα 6:** Ανάπτυξη Πραγματικού ΑΕΠ(ΟΕCD, 2018)



**Διάγραμμα 7:** Πραγματικά επιτόκια 1969-2013 (TradingEconomics, 2018b)

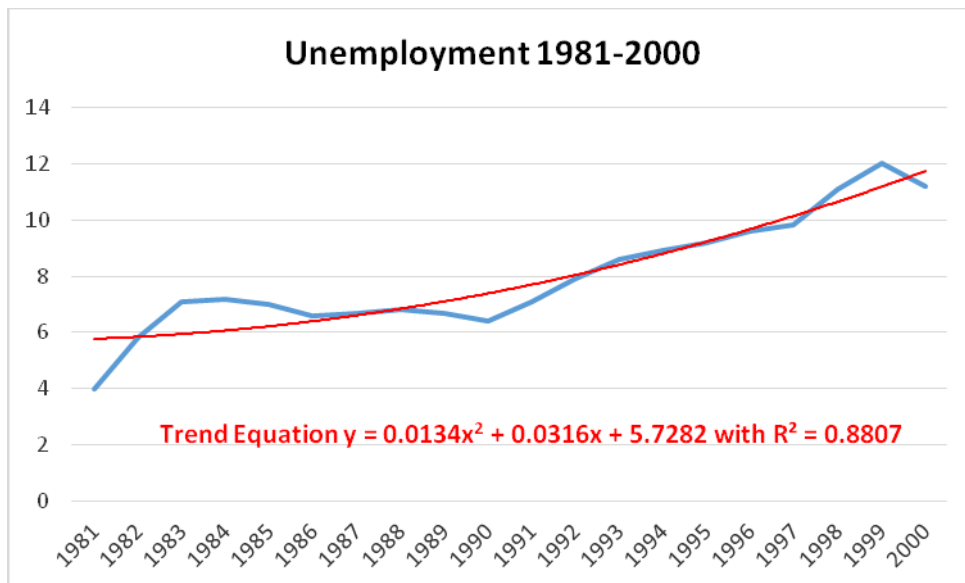


**Διάγραμμα 8:** Ισοτιμία δραχμής USD 1981-2000 (HistoricalExchangeRates, 2018)

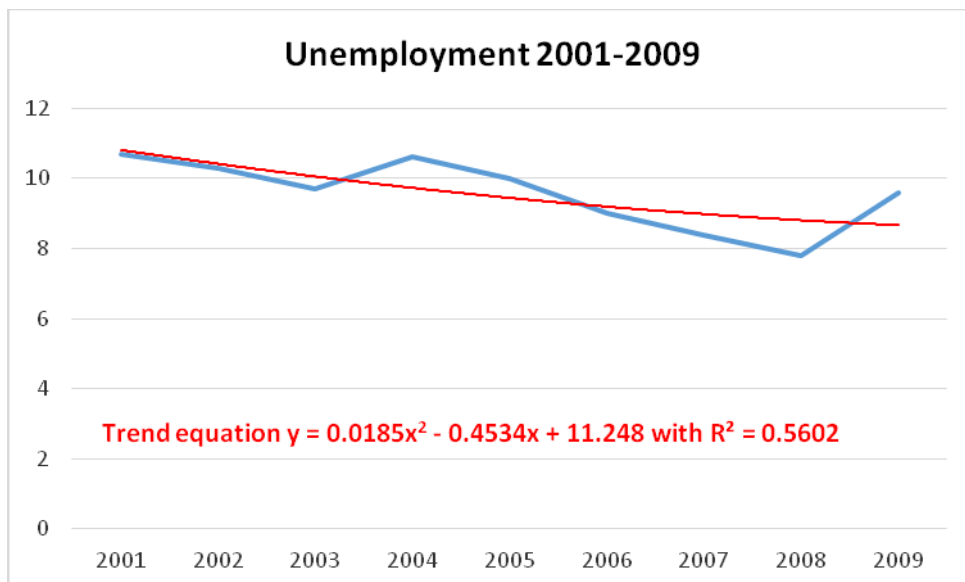


**Διάγραμμα 9:** Πληθωρισμός 1969-2013 (TradingEconomics, 2018b)

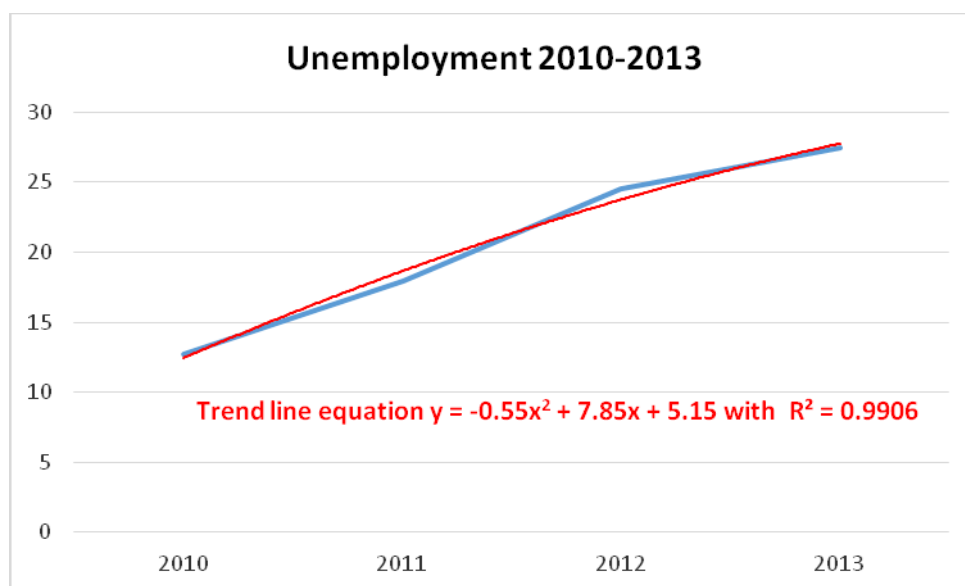
Κατά τη διάρκεια της περιόδου που προηγήθηκε της υιοθέτησης του κοινού νομίσματος, και ειδικότερα από το 1995 και μετά, οπότε και η είσοδος στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση (ONE) κατέστη εθνική προτεραιότητα, επιδιώχθηκε με πρωτοφανή συνέπεια για τα ελληνικά δεδομένα, η τιθάσευση του υψηλού πληθωρισμού, που υπήρξε πάγιο χαρακτηριστικό της ελληνικής οικονομίας από τα μέσα της δεκαετίας του 1970 και μετά (να σημειωθεί βέβαια, ότι σημαντική αιτία του υπερπληθωρισμού ήταν και οι διαδοχικές υποτιμήσεις, τις οποίες διέρχονταν η δραχμή). Η συνεπής εφαρμογή από την Κεντρική Τράπεζα, η οποία τότε λειτουργούσε ακόμα ως μη ανεξάρτητη νομισματική αρχή, της πολιτικής της «σκληρής δραχμής» είχε θετικά αποτελέσματα και επέφερε μια αξιοσημείωτη πτώση των ρυθμών πληθωρισμού της χώρας σε μονοψήφια επίπεδα, και μάλιστα χωρίς παράλληλη αύξηση των ποσοστών της ανεργίας. Αντίθετα η οικονομική πολιτική από το 1981 και μετά είχε οδηγήσει σε άνοδο της ανεργίας μεταξύ 1981 και 2000.



**Διάγραμμα 10: Ανεργία 1981-2000 (ECB, 2018)**



**Διάγραμμα 11: Ανεργία 2000-2009 (ECB, 2018)**



**Διάγραμμα 12: Ανεργία 2010-2013 (ECB, 2018)**

Η πορεία αυτή, στο Διάγραμμα 11 σε συνδυασμό με την ολοένα και πιο στενή οικονομική συνεργασία με την ΕΕ ενίσχυσε σημαντικά την αξιοπιστία της χώρας και αναβάθμισε πολύ την εικόνα της, με λογικό επακόλουθο να μειωθούν αισθητά και τα ονομαστικά επιτόκια δανεισμού της. Συνέπεια των παραπάνω υπήρξε η σταδιακή πτώση των ονομαστικών επιτοκίων. Η σταδιακή απελευθέρωση της αγοράς, ώστε αυτή να συμβαδίζει με τα ενωσιακά πρότυπα χρηματοοικονομικής λειτουργίας, η πτώση των επιτοκίων και η αναμονή για την είσοδο στο μοναδικό εγχείρημα της ΟΝΕ, δημιούργησαν τις προϋποθέσεις για μια μεγάλη πιστωτική επέκταση προς ιδιώτες και επιχειρήσεις, αφού οι εμπορικές τράπεζες άρχισαν να έχουν πρόσβαση σε άφθονο και φθηνό δανεισμό. Σε αυτό το σημείο όμως δυστυχώς εντοπίζεται και ένα από τα σημεία που στη συνέχεια οδήγησαν «αθόρυβα» στην έκρηξη χρέους, όπως αυτή προέκυψε αργότερα: Από την μία πλευρά, ο μεγαλύτερο μερίδιο του δανεισμού διοχετεύθηκε στην κατανάλωση, αντί σε επενδύσεις, οι οποίες θα αύξαναν την παραγωγικότητα, την ανταγωνιστικότητα και το προϊόν προστιθέμενης αξίας της ελληνικής οικονομίας, για αυτό και στο Διάγραμμα 11 η πτώση της ανεργίας είναι περιθωριακή. Η πιστωτική επέκταση πυροδότησε υψηλότερη εγχώρια ζήτηση και άνοδο των εισαγωγών, οι οποίες συνεπακόλουθα επιβάρυναν το εξωτερικό εμπορικό ισοζύγιο. Τα χαμηλά επιτόκια ομολόγων και ο φθηνός δανεισμός από την άλλη πλευρά, επέτρεψαν στις τότε κυβερνήσεις μεγάλο όγκο προσλήψεων, επέκταση του κράτους και αύξηση επιδομάτων, και συντάξεων, γεγονός που με τη σειρά του αύξανε περεταίρω την εγχώρια ζήτηση για εισαγωγές. Στις εξελίξεις αυτές θα πρέπει να συνυπολογίσει κανείς και δύο ακόμα παραμέτρους: Η πρώτη συνίσταται στις αθρόες ροές κεφαλαίων από τα ευρωπαϊκά διαρθρωτικά ταμεία, στα πλαίσια των Κοινοτικών Πλαισίων Στήριξης (ΚΠΣ) αρχικά (που αποτέλεσαν τη μετεξέλιξη των Μεσογειακών Ολοκληρωμένων Προγραμμάτων) και των Εθνικών Στρατηγικών Πλαισίων Αναφοράς (ΕΣΠΑ) αργότερα. Δυστυχώς όμως, και εδώ, το μεγαλύτερο μέρος των πόρων που διοχετεύθηκαν στη χώρα μας, δεν βρήκε κάποιο επενδυτικό, αναπτυξιακό αντίκρισμα, ούτε κατόρθωσε να προωθήσει τη σύγκλιση και την εμβάθυνση με τον πυρήνα της ΕΕ, αλλά κατασπαταλήθηκε. Η δεύτερη



παράμετρος δεν είναι άλλη από τη διοργάνωση των Ολυμπιακών Αγώνων του 2004, η οποία, όπως αποτιμήθηκε ύστερα, υπερέβη συντριπτικά το κόστος διοργάνωσης, συγκρινόμενη με κάθε άλλο παγκόσμιο προηγούμενο και επόμενο γεγονός Ολυμπιακών Αγώνων. Παρόλα αυτά, θα πρέπει να σημειωθεί ότι εξαιτίας τους η χώρα έλαβε την επιθυμητή τουριστική προβολή, αλλά δημιουργήθηκαν και υποδομές που η χώρα είχε απόλυτη ανάγκη εδώ και πάρα πολλά χρόνια (πχ μετρό).

Μια ενδιαφέρουσα παράμετρος η οποία δεν έχει ερευνηθεί είναι η τύχη της διάθεσης της διαφοράς κεφαλαιοποίησης του Χρηματιστηρίου Αθηνών μεταξύ 1999, 67,3τρικ δρχ, και του 2000, 40.2τρικ δρχ (Κορώνης, 2014), ποσό 27.3τρικ δρχ ή 72.8δισ €, το οποίο είναι 5 φορές το M3 Money Supply του 2002 (TradingEconomics, 2018c).

Ο ανατροφοδοτούμενος αυτός κύκλος είχε ως συνέπεια τη δημιουργία μιας «φούσκας» εγχώριας ζήτησης και πλασματικής οικονομικής άνθισης, η οποία συντηρήθηκε για αρκετά χρόνια από εξωτερικό δανεισμό, αλλά και από κεφάλαια προερχόμενα από τα ενωσιακά ταμεία, τα οποία, όπως προεκτέθηκε, ατυχώς δεν κατευθύνθηκαν πάντα στον αρχικό σκοπό, στον οποίο προορίζονταν. Αυξημένη εγχώρια ζήτηση και υψηλές συντάξεις και αμοιβές, ιδίως στο δημόσιο τομέα, καλλιέργησαν μια ψευδή εντύπωση ευμάρειας και σε ταχείς ρυθμούς οικονομικής μεγέθυνσης, οι οποίοι δεν ανταποκρίνονταν στην πραγματική παραγωγική δραστηριότητα της χώρας. Την ίδια στιγμή, το ως άνω περιγραφόμενο πρότυπο οικονομικής «ανάπτυξης», καθ'ότι προέκυψε σε ένα περιβάλλον χαλαρής λειτουργίας των θεσμών και ανεπαρκούς κράτους δικαίου, έδωσε το περιθώριο να λάβουν χώρα και να επεκταθούν οικονομικές δραστηριότητες που επέτρεψαν την απασχόληση ανασφάλιστου προσωπικού και διευρυμένη φοροδιαφυγή.

Την περίοδο 2001-2007 ο λόγος χρέους προς ΑΕΠ παρέμεινε σχεδόν σταθερός στο 100%, γιατί καθώς η χώρα αναπτυσσόταν με ταχείς ρυθμούς, η αύξηση του ΑΕΠ αντιστάθμιζε την ετήσια αύξηση του χρέους. Ενώ κατά τη διάρκεια της επταετίας 2001-2007 στο ονομαστικό εξωτερικό χρέος προστέθηκαν 92δισ €, η επέκταση του ΑΕΠ κατά 90δισ € εξουδετέρωσε την ονομαστική αυτή αύξηση, διατηρώντας το δείκτη δημόσιο χρέος προς ΑΕΠ σταθερό. Η πώση των επιτοκίων επέδρασε ευεργετικά στα δημοσιονομικά της χώρας. Ενδεικτικό για τη σημαντική μείωση του κόστους εξυπηρέτησης του χρέους είναι το γεγονός ότι το μέσο επιτόκιο που κατέβαλε το ελληνικό δημόσιο για τα δάνειά του μειώθηκε από 7,1% το 2000 σε 4,5% το 2007, με αντίστοιχη καταβολή το 2007 για τόκους ποσό ίσο με το 4,6% του ΑΕΠ έναντι 7% του ΑΕΠ το 2000. (Protagon.gr)

Όπως όμως προειπώθηκε, μεγάλο τμήμα αυτής της ανάπτυξης και επέκτασης του ΑΕΠ ήταν πλασματικό. Ταυτόχρονα, ένα ακόμη φαινόμενο που έπληξε την ελληνική οικονομία, και ως αιτία είχε την αύξηση της εγχώριας ζήτησης, ήταν η άνοδος των τιμών, τόσο των εμπορευμάτων όσο και των ακινήτων, η οποία ζημίωσε ακόμα παραπάνω την ελληνική ανταγωνιστικότητα, επιδείνωσε τους όρους εμπορίου μεταξύ των άλλων εταίρων στην ΕΕ, και συνεπακόλουθα το εμπορικό ισοζύγιο.

Συνολικό αποτέλεσμα όλων των παραπάνω, ήταν η δημιουργία μιας επικίνδυνης κατάστασης για την οικονομία, τα λεγόμενα δίδυμα ελλείμματα: Ως δίδυμα ελλείμματα χαρακτηρίζεται εκείνο το φαινόμενο σύμφωνα με το οποίο, συνυπάρχουν ελλείμματα τόσο στον κρατικό προϋπολογισμό όσο και στο εξωτερικό ισοζύγιο. Άρα ούτε τα δημοσιονομικά κενά μπορούν να «καλυφθούν» μέσω των όποιων εμπορικών πλεονασμάτων, και τελικά αυτά χρηματοδοτούνται μέσω δανεισμού, ως επί το πλείστον εξωτερικού. Τα μεν ελλείμματα του κρατικού προϋπολογισμού προκύπτουν λόγω υψηλών δαπανών για μισθούς και συντάξεις στο σκέλος των δαπανών και από την εκτεταμένη φοροδιαφυγή στο σκέλος των εσόδων. Τα δε ελλείμματα του εξωτερικού ισοζυγίου οφείλονται στο αυτονόητο, στο ότι η αξία των εισαγωγών υπερβαίνει αυτήν των εισαγωγών. Η δυνατότητα φθηνού δανεισμού σε συνδυασμό με τα όλο και πιο διευρυμένα δημοσιονομικά ελλείμματα μετέβαλλαν σταδιακά κ τη σύνθεση του ελληνικού δημόσιου χρέους, υπερδιογκώνοντας τις οφειλές σε ξένες τράπεζες. Αντίθετα, ο ιδιωτικός δανεισμός, που σαφώς αυξήθηκε και αυτός παρέμεινε κυρίως σε οφειλές σε ελληνικές τράπεζες, οι οποίες έφεραν και το δικό τους μερίδιο ευθύνης, καθώς σε πλείστες περιπτώσεις δάνειζαν αφειδώς, με ανεπαρκείς εγγυήσεις και χωρίς να έχει ελεγχθεί η φερεγγυότητα του εκάστοτε δανειολήπτη.

Φυσικά δεν ήταν μόνο η Ελλάδα η χώρα στην οποία εμφανίστηκαν τα προβλήματα ανταγωνιστικότητας κ ελλείμματος εμπορικού ισοζυγίου. Σίγουρα η Ελλάδα παρουσίασε τη χειρότερη επίδοση, αλλά αυτή ήταν λίγο- πολύ η συνολικότερη εικόνα στις χώρες της περιφέρειας και στις πιο αδύναμες οικονομίες. Τα ελλείμματα των εξωτερικών ισοζυγίων των κρατών- μελών του νότου μετατρέπονταν στα αντίστοιχα πλεονάσματα των κρατών- μελών του βορρά. Το χάσμα ανταγωνιστικότητας και ανάπτυξης έδειχνε να διευρύνεται παρά να συρρικνώνεται με το πέρασμα του χρόνου, θέτοντας τα θεμέλια μιας μακροχρόνιας ανισορροπίας εντός της Ευρωζώνης, οι δραματικές συνέπειες της οποίας θα εμφανίζονταν στη συνέχεια, αλλά προς το παρόν, καμία από τις δύο πλευρές, δανειστών και δανειοληπτών, δεν έδειχνε κάποια διάθεση να ανατρέψει την κατάσταση.

Επιστρέφοντας στο ελληνικό πρόβλημα, όχι μόνο η πιστωτική επέκταση και η εκτόξευση της ζήτησης δεν αντικατόπτριζαν τις πραγματικές παραγωγικές δυνατότητες της χώρας, αλλά και οι πόροι που εισέρευσαν στη χώρα δεν κατανεμήθηκαν ορθολογικά, δημιουργώντας έτσι μια αντίστοιχη «φούσκα» προσφοράς, κυριότερη έκφανση της οποίας ήταν η μεγάλη άνθιση που γνώρισε ο κατασκευαστικός κλάδος.

Ένα ακόμα σημείο, το οποίο χρήζει προσοχής, είναι αυτό της σύνθεσης του δημόσιου χρέους: Ενώ από το 1993 έως το 2008 το ελληνικό δημόσιο χρέος ήταν σταθεροποιημένο κοντά στο 100% του ΑΕΠ, κατά τη δεκαετία του 1990 ήταν κατά τα 2/3 περίπου εσωτερικό, ενώ το 2008 είχε καταστεί εξωτερικό κατά το 70% περίπου. Αυτό ήταν το αποτέλεσμα του αλόγιστου δανεισμού, τον οποίον ενθάρρυναν τα χαμηλά επιτόκια, όμως και ο δανεισμός αυτός δεν αξιοποιήθηκε για παραγωγικούς σκοπούς, παρόλο που κατά τη συγκεκριμένη περίοδο η Ελλάδα «έτρεχε» με 4-4,5% ετήσιους ρυθμούς ανάπτυξης.

Μέσα σε αυτήν την επίπλαστη οικονομική ευημερία και κλίμα ανάπτυξης (ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης 3,9% της Ελλάδας έναντι 2,3% της Ευρωζώνης), ξέσπασε το 2008 στις ΗΠΑ η χρηματοοικονομική κρίση, με εναρκτήριο γεγονός την κατάρρευση της Lehman Brothers και της αγοράς ακινήτων. Το πρώτο ερώτημα που έθεσε η κρίση αυτή ήταν αξιοπιστία των δανειοληπτών, επιχειρήσεων, ιδιωτών και κατ' επέκταση κρατών, και η συγγνωστή διαχείριση των κεφαλαίων, από τράπεζες, επενδυτικούς οργανισμούς και κυβερνήσεις κρατών. Δεν ήταν λοιπόν η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση αυτή που προκάλεσε τα την κρίση χρέους στην Ελλάδα αλλά και στις άλλες περιφερειακές οικονομίες, αλλά αυτή που ανέδειξε το πρόβλημα και τις διαχρονικές αδυναμίες της χώρας, σηματοδοτώντας το τέλος του αλόγιστου δανεισμού και της ανεύθυνης διαχείρισης του χρήματος.

Η χρεοκοπία της Lehman Brothers, επηρέασε όλο το αμερικανικό χρηματοπιστωτικό σύστημα, αφού πολλές δόσεις δανείων, κυρίως στεγαστικών, άρχισαν να μην εξυπηρετούνται, γεγονός που κατέγραψε ζημιές στους ισολογισμούς των τραπεζών, αλλά και κάθετη πτώση της χρηματιστηριακής τους αξίας. Σύντομα η κρίση αυτή μεταδόθηκε και στην ΕΕ. Η μείωση της ζήτησης έφερε μείωση του ΑΕΠ και αύξηση της ανεργίας, αυξάνοντας έτσι και το λόγο δημοσίου χρέους προς ΑΕΠ.

Ορισμένες χώρες, μεταξύ των οποίων και η Ελλάδα το 2008, δοκίμασαν την κεινσιανή συνταγή της δημοσιονομικής επέκτασης, αλλά επειδή δεν συνέτρεχαν πλέον οι προϋποθέσεις της δεκαετίας του 1950 να αποδώσει μια τέτοια πολιτική, η επιλογή αυτή επιδείνωσε την κατάσταση και τους δημοσιονομικούς δείκτες. Άλλωστε η Ελλάδα είχε απολέσει μεγάλο μέρος της παραγωγικής της βάσης και της ανταγωνιστικότητάς της, και το μόνο που επιτεύχθηκε ήταν η άνοδος των εισαγωγών. Οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, που θα επέτρεπαν πραγματική οικονομική ανάπτυξη, και οι οποίες τόσο καιρό δεν υλοποιήθηκαν, δεν τολμήθηκαν ούτε και τότε. Από το 2001 και ύστερα, μετά την είσοδό της στην ΟΝΕ, η Ελλάδα είχε αναστείλει κάθε μεταρρύθμιση, και κυρίως στο ασφαλιστικό (έκθεση Τήνιου- Σπράου), που όπως αποδείχθηκε, αποτέλεσε μια βραδυφλεγή βόμβα για το δημόσιο προϋπολογισμό. Ο συνδυασμός του ήδη υψηλού εξωτερικού χρέους, των μέτρων δημοσιονομικής επέκτασης, της πτώσης της οικονομικής δραστηριότητας και των φορολογικών εσόδων που αυτή επέφερε, είχαν ως φυσικό επακόλουθο την απώλεια εμπιστοσύνης και τον αποκλεισμό της Ελλάδας από τις διεθνείς αγορές.

Αυτό το οποίο συνέβη από την είσοδο της Ελλάδας στην ΟΝΕ και ύστερα, είναι ότι μέχρι και το 2001, ήταν ότι ναι μεν υπήρχαν και τότε ελλείμματα, όμως αυτά σχετίζονταν με το κόστος εξυπηρέτησης του δημοσίου χρέους. Το πρωτογενές αποτέλεσμα του δημόσιου προϋπολογισμού, μετά την αφαίρεση των τόκων, ήταν θετικό. Η σταδιακή απώλεια ανταγωνιστικότητας και η αύξηση των δημόσιων δαπανών, που ακολούθησαν τα επόμενα χρόνια, οδήγησαν το μεν έλλειμμα προϋπολογισμού στο πρωτοφανές 15,2%, και το δε πρωτογενές έλλειμμα το 2009 στο 10,2 % ΑΕΠ (Έκθεση Διοικητή ΤτΕ 2009). Εξίσου σημαντικό μακροοικονομικό μέγεθος είναι και το εμπορικό έλλειμμα, το οποίο στην περίπτωση της Ελλάδας, διαμορφώθηκε στα απαράδεκτα

υψηλά επίπεδα του 12,4% (Εκθεση Διοικητή ΤτΕ 2007). Την ίδια χρονιά, σε κράτη-μέλη, τα οποία αντιμετώπισαν επίσης σοβαρή κρίση δημόσιου χρέους, το εμπορικό έλλειμμα ήταν περίπου το μισό από αυτό της Ελλάδας ή και μικρότερο (TradingEconomics, 2018a). Το ίδιο ακριβώς ίσχυσε και για το ποσοστό του δημοσιονομικού ελλείμματος και του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ (eur-lex.europa.eu/legal-content, ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ: Αίτιες ανισορροπιών και προτάσεις πολιτικής, Εκδόσεις ΤτΕ, 2010)

	<b>ΕΛΛΑΔΑ</b>	<b>ΙΤΑΛΙΑ</b>	<b>ΙΣΠΑΝΙΑ</b>	<b>ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑ</b>	<b>ΚΥΠΡΟΣ</b>
<b>Έλλειμμα ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών 2007</b>	<b>-15,1%</b>	<b>-1,4%</b>	<b>-9,6%</b>	<b>-9,7%</b>	<b>11,8%</b>
<b>Έλλειμμα ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών 2008</b>	<b>14%</b>	<b>-2,8%</b>	<b>-9,3%</b>	<b>-12,1%</b>	<b>15,6%</b>
<b>Έλλειμμα ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών 2009</b>	<b>10%</b>	<b>-1,9%</b>	<b>-4,3%</b>	<b>-10,4%</b>	<b>10,7%</b>
<b>Χρέος/ ΑΕΠ 2007</b>	<b>103%</b>	<b>99,8%</b>	<b>35,5%</b>	<b>68,4%</b>	<b>53,5%</b>
<b>Χρέος/ ΑΕΠ 2008</b>	<b>112,9%</b>	<b>102,4%</b>	<b>39,4%</b>	<b>71,7%</b>	<b>45,1%</b>
<b>Χρέος/ ΑΕΠ 2009</b>	<b>129,7%</b>	<b>112,5%</b>	<b>52,7%</b>	<b>83,6%</b>	<b>53,8%</b>

**Πίνακας 5: Δείκτες 2007-2009 για Ελλάδα, Ιταλία, Ισπανία, Πορτογαλία και Κύπρο**

Λόγω μη πραγματοποίησης των απαιτούμενων μεταρρυθμίσεων σε κάθε πεδίο, η κατάταξη της Ελλάδας στον δείκτη World Bank Doing Business Reports (από τη θέση 80 το 2005 βρέθηκε στην 109<sup>η</sup> το 2010. Το ρυθμιστικό βάρος στις αγορές προϊόντων, υπηρεσιών και εργασίας παρέμεινε υψηλό, η απονομή της Δικαιοσύνης υπερβολικά αργή, οι ασφαλιστικές εισφορές να κοστίζουν χωρίς το ανάλογο αντίκρισμα, το θεσμικό πλαίσιο δύσκαμπτο και η λειτουργία του κρατικού μηχανισμού παραμένει βραδυκίνητη, αναποτελεσματική, γραφειοκρατική και προσκολλημένη σε αναχρονιστικές μεθόδους. Αποτέλεσμα ήταν η χρηματοοικονομική κρίση να πλήξει πολύ πιο έντονα την Ελλάδα, στην οποία προξενήθηκε πολύ βαθύτερη ύφεση, από ό,τι στις άλλες ευρωπαϊκές χώρες, που ήδη εμφάνιζαν υψηλό δημόσιο χρέος.

Τις εξελίξεις για την είσοδο της Ελλάδας σε διεθνείς μηχανισμούς στήριξης, επιτάχυνε και η μακροοικονομική πολιτική που ακολουθήθηκε το 2009, με αποκλειστικούς στόχους τη δραστική μείωση του χρέους μέσω της μείωσης δαπανών και αύξησης φόρων αφ' ενός, και την ανάκτηση της εμπιστοσύνης των αγορών μέσω της εσωτερικής υποτίμησης (περικοπές μισθών και τιμών) και της χαμμένης ανταγωνιστικότητας. Καθότι όμως οι στόχοι αυτοί ήταν εξ ορισμού αντικρουόμενοι, και δομικά εσφαλμένοι, όπως αργότερα αποδείχθηκε, δεν κατορθώθηκε ούτε ο ένας, ούτε ο άλλος. Η ελληνική χρεοκοπία και η έλευση της τρόικας, η λεγόμενη δηλ. τριπλή επίβλεψη από το IMF, την ECB και την Ευρωπαϊκή Επιτροπή ήταν πλέον μονόδρομος.

Ενώ κατά το χρονικό διάστημα 2001-2007 το εξωτερικό χρέος επιβαρύνονταν με περίπου 13 δις € το χρόνο, το ποσό αυτό ανήλθε σε 29 δις € την περίοδο 2008- 2011, με παράλληλη δραματική αύξηση του ποσοστού του χρέους που οφείλονταν στη χρηματοδότηση των ελλειμμάτων της Γενικής Κυβέρνησης έναντι αυτού που αφορούσε τις ανάγκες εξυπηρέτησης του χρέους (το 72% δηλ 66δις € την περίοδο 2001-2007 κατευθύνονταν σε τόκους και το 28% δηλ 26δις € σε ελλείμματα της Γενικής Κυβέρνησης σε αντίθεση με το 55% την περίοδο 2008-2011, πηγή Protagon.gr). Ούτε η κυβέρνηση Καραμανλή αλλά ούτε και η κυβέρνηση Παπανδρέου τόλμησαν να σηκώσουν το βάρος του πολιτικού κόστους, που θα επέφερε η μείωση των κρατικών δαπανών. Η κοινωνία είχε εθιστεί σε υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, που δεν ανταποκρίνονταν στην πραγματική οικονομία, τη στιγμή οι δαπάνες είχαν βγει εκτός ελέγχου. Εντύπωση προκαλεί το γεγονός ότι το 2008, παρόλο που η παγκόσμια οικονομία είχε βυθιστεί σε ύφεση και από κρατικές αρχές μέχρι τράπεζες ακολουθούσαν εξαιρετικά συντηρητική πολιτική δαπανών και εφαρμόζαν προσεκτικότερη εξέταση της κάθε πίστωσης, η Ελλάδα αύξησε τις δαπάνες σε μισθούς, συντάξεις και παροχές υγείας κατά 12,2%, που ισοδυναμούσαν με 8 δις €! Το 2007 ήταν το τελευταίο έτος που η ελληνική οικονομία σημείωσε ανάπτυξη, έστω και πλασματική, όμως οι κρατικές δαπάνες εξακολούθησαν την ανοδική τους πορεία μέχρι και το 2011. Έχει υπολογιστεί μάλιστα, ότι εάν οι δαπάνες αυτές είχαν διατηρηθεί στα επίπεδα του 2007, τότε την περίοδο 2008-2011 η Ελλάδα θα απέφευγε δανεισμό ύψους 40δις €, και εάν ο δανεισμός αυτός είχε διοχετευθεί σε δημόσιες επενδύσεις αντί σε παροχές, η ύφεση και η ανεργία που ακολούθησαν θα ήταν σαφώς ηπιότερες (Πηγή: Protagon.gr).

Το Μάιο του 2010 λοιπόν η Ελλάδα εισέρχεται επισήμως στο πρώτο πρόγραμμα στήριξης, το γνωστό και ως πρώτο μνημόνιο, ύψους 110δις €: 80δις € από την ΕΕ σε μορφή διμερών δανείων, ποτ τότε συγκροτούσε το GLF (*Greek Loan Facility*), και 30δις € από το IMF, μέσω SBA (*Stand- By Agreement*).



### 3.2. Η ΑΠΟΦΑΣΗ ΓΙΑ ΤΗ ΔΙΕΝΕΡΓΕΙΑ ΤΟΥ PSI

Το 2011 η κρίση δημοσίου χρέους στην ευρωζώνη έμοιασε να κορυφώνεται, καθώς τον Απρίλιο του έτους αυτού η Πορτογαλία καθίσταται η τρίτη χώρα, η οποία ζητά επισήμως χρηματοπιστωτική υποστήριξη, και η υπαγωγή της σε μηχανισμό στήριξης και οικονομικής προσαρμογής εγκρίθηκε από το Eurogroup στις 17 Μαΐου 2011. Ταυτόχρονα, το δεύτερο εξάμηνο του ίδιου έτους οι προβλέψεις για πιθανή έξοδος της Ελλάδας από το κοινό νόμισμα και οι σχετικοί φόβοι εντάθηκαν, με αποτέλεσμα την κατακόρυφη απώλεια εμπιστοσύνης σε εξωτερικό και εσωτερικό. Και αυτή η πτώση της εμπιστοσύνης μάλιστα συνέβαινε παρόλο που ήδη από τον Ιανουάριο του 2011 η κατάσταση ετέθη φαινομενικά έστω υπό έλεγχο, μέσω της εφαρμογής του νέου πλαισίου οικονομικού και δημοσιονομικού συντονισμού, μέτρο το οποίο προβλέφθηκε από το θεσμό του Ευρωπαϊκού Εξαμήνου, και της λειτουργίας του νέου συστήματος χρηματοπιστωτικής εποπτείας. Συγχρόνως, το Μάρτιο του 2011 ο προσωρινός μηχανισμός χρηματοπιστωτικής σταθεροποίησης γνώρισε σημαντική αναβάθμιση, καθώς δόθηκε στον EFSF (*Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας*) η δυνατότητα κατ' εξαίρεση παρέμβασης στην πρωτογενή αγορά κρατικών ομολόγων, ενώ ξεκίνησε και η θεσμοθέτηση του ESM (*Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας*) σε επίπεδο όρων και τρόπου λειτουργίας, και ο οποίος ESM προβλέπονταν να έχει πραγματική δανειοδοτική ικανότητα απέναντι στα υπερχρεωμένα κράτη- μέλη ως 500 δις€ και ονομαστικό κεφάλαιο 700 δις€.

Επίσης, αποφασίστηκε η αλλαγή των όρων των διμερών δανείων προς την Ελλάδα, με επιμήκυνση του χρόνου αποπληρωμής τους σε 7,5 έτη και μείωση του επιτοκίου χρηματοδότησης κατά 100 μονάδες βάσης, απόφαση που προσέφερε κάποια ανακούφιση όσον αφορούσε την εξυπηρέτηση του χρέους. Παρ' όλα αυτά οι οικονομικές και χρηματοοικονομικές συνθήκες επιδεινώθηκαν προς το τέλος του 2011, ιδίως στις πιο εκτεθειμένες και ευάλωτες οικονομίες, όπως η Ελλάδα. Η διεθνής κοινότητα, ιδίως οι ΗΠΑ, φοβόταν ότι μια ελληνική χρεοκοπία θα προξενούσε αλυσιδωτές αντιδράσεις στην ευρωζώνη σε πρώτη φάση του ευρώ και στην παγκόσμια οικονομία σε δεύτερη. Οι ηγέτες των κρατών- μελών της ευρωζώνης δέχονταν πιέσεις από παντού, να τεθεί το πρόβλημα υπό έλεγχο στο χαμηλότερο δυνατό επίπεδο, ώστε να μη μεταφερθεί από την περιφέρεια τον πυρήνα της ευρωζώνης. Πλέον τούτου, εκτός από την αποκατάσταση της αξιοπιστίας του κοινού νομίσματος, όφειλαν να προβούν σε όλες τις άμεσες και απαραίτητες ενέργειες που θα διασφάλιζαν τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα της ευρωζώνης και θα εμπόδιζαν τη μετάδοση της κρίσης. Σε αυτά τα πλαίσια, άρχισαν να λαμβάνουν χώρα συζητήσεις προς την κατεύθυνση υιοθέτησης ριζοσπαστικότερων λύσεων, για την αποφυγή συστημικής κατάρρευσης. Τον Ιούλιο λοιπόν του 2011, υπό την έντονη πίεση των αγορών, τοποθετήθηκε για πρώτη φορά στο τραπέζι το ενδεχόμενο χρήσης εργαλείων του PSI δηλ τη «συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα» σε μελλοντική περικοπή του ελληνικού δημόσιου χρέους. Υπέρ της περικοπής με τη συμμετοχή ιδιωτών τάχθηκε η Γερμανία σε αντίθεση με τη Γαλλία, η οποία εκτιμούσε ότι η εφαρμογή ενός προγράμματος PSI θα συνέβαλλε στη μετάδοση της ελληνικής δημοσιονομικής και χρηματοοικονομικής κρίσης στις υπόλοιπες χώρες του

λεγόμενου PIGS (Portugal, Ireland, Italy, Greece, Spain, το πρόβλημα της Κύπρου δεν είχε ανακύψει ακόμα). Ομοίως αρνητική στο ενδεχόμενο περικοπής του ελληνικού εξωτερικού χρέους ήταν και η ECB, η οποία δεν ήθελε να διακινδυνεύσει τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα της ζώνης του ευρώ. Πιο συγκεκριμένα, πίστευε ότι οποιαδήποτε κίνηση απομείωσης του ελληνικού χρέους δεν παρουσίαζε αποκλειστικά εθελοντικό χαρακτήρα, θα προσομοίαζε με πιστωτικό γεγονός ή χρεοκοπία- επιλεκτική ή μη, η οποία με τη σειρά της θα ενεργοποιούσε τα CDSs (*credit default swaps*). Η τελική συμφωνία περιελάμβανε δεύτερο πακέτο βοήθειας ύψους 109 δις € με τις αντίστοιχες δεσμεύσεις από πλευράς Ελλάδας, και η συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα στο κούρεμα χρέους. Μάλιστα τονίστηκε πως η Ελλάδα αποτελούσε μία και μοναδική περίπτωση, η οποία δεν πρόκειται να επαναληφθεί στο μέλλον, προκειμένου να αποκρουστούν υποψίες για επανάληψη κουρέματος χρέους σε περιπτώσεις άλλων κρατών- μελών της Ευρωζώνης. Τα αποτελέσματα του Ιουλίου του 2011 των ετήσιων τραπεζικών stress- tests, επιβεβαίωσαν τα προβλήματα ρευστότητας, αλλά και δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας που αντιμετώπιζαν οι ευρωπαϊκές τράπεζες. Όμως τα χειρότερα δεν είχαν έρθει ακόμα. Όσο πλησίαζε το 2011 στα τέλη του, τόσο αυξάνονταν τα επιτόκια δανεισμού πολλών από τις μεγαλύτερες οικονομίες της Ευρωζώνης και παράλληλα αυξάνονταν και η εμπιστοσύνη της βιωσιμότητας της ευρωζώνης. Το κοινό νόμισμα αντιμετώπιζε μεγαλύτερη αμφισβήτηση ακόμα και από το χρονικό σημείο εισαγωγής του, και όλα αυτά σε ένα περιβάλλον χρηματοοικονομικής αστάθειας, ύφεσης και ανεργίας .

Στις συνθήκες αυτές, που διαμορφώθηκαν τόσο δυσμενώς για το ενιαίο νόμισμα, η ΕΕ απάντησε ως εξής:

- Η κατάσταση αυτή ώθησε την Ευρωπαϊκή Επιτροπή το Νοέμβριο του 2011 να συζητήσει μέχρι και προτάσεις της για κοινή έκδοση χρέους στην ευρωζώνη, τις οποίες μάλιστα εξέδωσε προς διαβούλευση, εξετάζοντας όλα τα πιθανά οφέλη (μεγαλύτερη εμπιστοσύνη των αγορών, χαμηλότερα επιτόκια δανεισμού) αλλά και τους κινδύνους (ανεύθυνη δημοσιονομική διαχείριση) από την έκδοση των λεγόμενων «ομολόγων σταθερότητας» (*stability bonds*).

- Τέλη του 2011 αποσαφηνίστηκαν και οι όροι εφαρμογής του PSI. Καθώς η ευρωζώνη βρισκόταν στη διαδικασία μετάβασης από το μηχανισμό έκτακτης ανάγκης του EFSF (*European Financial Stability Facility*) στο μόνιμο μηχανισμό στήριξης ESM (*European Stability Mechanism*), ξεκαθαρίστηκε ότι οι κανόνες λειτουργίας που διέπουν το τελευταίο θα είναι ίδιοι με τους κανόνες του IMF. Αυτό σήμαινε ότι οι όροι και οι προϋποθέσεις της έκδοσης νέων κρατικών ομολόγων θα περιλάμβαναν «τυποποιημένες και πανομοιότυπες ρήτρες συλλογικής δράσης» (*standardised and identical Collective*), ενώ σε ό,τι αφορά το ενδεχόμενο επιλεκτικής χρεοκοπίας προβλεπόταν ότι οι κυβερνήσεις θα προχωρούσαν σε ανακεφαλαιοποίηση όσων τραπεζών «δεν πέρναγαν» με επιτυχία τα stress tests.

- Η ECB με τη σειρά της θα διασφάλιζε τη ρευστότητά στην αγορά, δεχόμενη ως εξασφάλιση τα κρατικά ομόλογα.

- Ο ESM «εξοπλίστηκε» με πρόσθετα κεφάλαια, και συμφωνήθηκε ότι η επάρκειά του, καθώς και τη επάρκεια των πόρων του, θα επανεξεταστεί το Μάρτιο του 2012.

Ταυτόχρονα, αποφασίστηκε η παροχή πρόσθετων κεφαλαίων ύψους έως 200δισ € στο IMF με τη μορφή διμερών δανείων, προκειμένου αυτό να μπορεί να επεμβαίνει και να διαθέτει κεφάλαια υπό όρους για την αντιμετώπιση κρίσεων.

- Τέλος, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο υπερψήφισε ένα νέο Δημοσιονομικό Σύμφωνο, που θα κυρωνόταν από τα κράτη-μέλη της ευρωζώνης και προαιρετικά από τα άλλα κράτη-μέλη της ΕΕ. Το νέο αυτό Δημοσιονομικό Σύμφωνο αντανάκλασε σε συμβολικό επίπεδο την ισχυρή πολιτική δέσμευση των ευρωπαϊκών κρατών για στενότερη και δημοσιονομική και οικονομική ολοκλήρωση, με στόχο να βελτιωθούν αισθητά οι προοπτικές για τη υγιή δημοσιονομική διαχείριση και τη διαχείριση του δημόσιου χρέους στην ευρωζώνη. Την ίδια στιγμή, ακριβώς για να αντιμετωπιστούν και να εξουδετερωθούν εγκαίρως μελλοντικές κρίσεις δημόσιου χρέους, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έθεσε σε εφαρμογή δύο νέους Κανονισμούς για την ενδυνάμωση της δημοσιονομικής εποπτείας των κρατών – μελών της Ευρωζώνης («δέσμη δύο μέτρων», «two pack»), ενώ τέθηκε το Δεκέμβριο του 2011 σε ισχύ η «δέσμη έξι μέτρων», που εκπονήθηκε με στόχο τον εντοπισμό και την έγκαιρη διόρθωση των μακροοικονομικών ανισορροπιών, που θα μπορούσαν να πυροδοτήσουν κρίσεις χρέους.

- Σχετικά με την Ελλάδα, στις 26 Οκτωβρίου 2011, η Σύνοδος Κορυφής της ΕΕ ενέκρινε το νέο χρηματοδοτικό πακέτο, το λεγόμενο δεύτερο πακέτο στήριξης ύψους 172,6 δισ €, καθώς ένα «κούρεμα» χρέους μέσω PSI. Το νέο αυτό πακέτο αποτελούνταν 34,3 δισ € αδιάθετα υπόλοιπα από το πρώτο πακέτο στήριξης, 130,1 δισ € νέα δάνεια και 8,2 δισ € δάνεια από το IMF, τα οποία θα εκταμιεύονταν μετά το 2014<sup>1</sup>. Η νέα συμφωνία επίσης τροποποιούσε αυτήν της 21ης Ιουλίου 2011, κυρίως ως προς το σκέλος που αφορούσε την εθελοντική συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα στην ανταλλαγή ομολόγων του PSI, με 50% ονομαστική μείωση επί του θεωρητικά υπολογιζόμενου ελληνικού χρέους το οποίο κατείχαν ιδιώτες επενδυτές σε τίτλους. Ο αρχικός φιλόδοξος στόχος ήταν να περιοριστεί το χρέος στο 120% του ΑΕΠ το 2020. Αυτό όμως δυστυχώς δε συνέβη, κυρίως εξαιτίας των πολιτικοκοινωνικών εντάσεων που αντιμετώπιζε η Ελλάδα στο εσωτερικό της, με αποκορύφωμα την πρόταση του τότε Πρωθυπουργού για διενέργεια δημοψηφίσματος σχετικά με το δεύτερο πακέτο στήριξης, το οποίο δημοψήφισμα θα ισοδυναμούσε από την πλευρά των ευρωπαϊών αξιωματούχων και ηγετών της ΕΕ με δημοψήφισμα για την παραμονή στο κοινό νόμισμα. Κατά συνέπεια αυτών των αναταραχών, η αβεβαιότητα αυξήθηκε κατακόρυφα, οδηγώντας σε μαζική εκροή καταθέσεων, έντονα προβλήματα ρευστότητας και χρηματοδότησης της ιδιωτικής οικονομίας αλλά και αδυναμία υλοποίησης του συμφωνηθέντος προγράμματος δημοσιονομικής προσαρμογής. Εφόσον η Ευρωζώνη δεν ήταν ακόμα προετοιμασμένη επαρκώς για να διαχειριστεί ένα Grexit, οι εξελίξεις στην Ελλάδα είχαν ισχυρό αντίκτυπο στο διεθνές κλίμα, ιδίως στην Ευρώπη. Αξίζει να σημειωθεί ότι βάσει των μετρήσεων αβεβαιότητας της οικονομικής πολιτικής στην ΕΕ καθ' όλη τη διάρκεια της κρίσης 2008-2012, και οι δύο φορές που αποτυπώθηκε κορύφωση οφείλονταν σε γεγονότα στην Ελλάδα. Η πρώτη, το 2010, εντοπίζονταν στην ένταξη στο μηχανισμό στήριξης μετά από παρ' ολίγον κήρυξη επίσημης χρεοκοπίας και εν μέσω σεναρίων Grexit. Η δεύτερη, στα τέλη του 2011, συνέπεσε με την εξαγγελία διεξαγωγής

<sup>11</sup> ESMT White Paper, Rocholl Jorg, Stahmer Axel "Where did the Greek Bailout Money go?", 2016

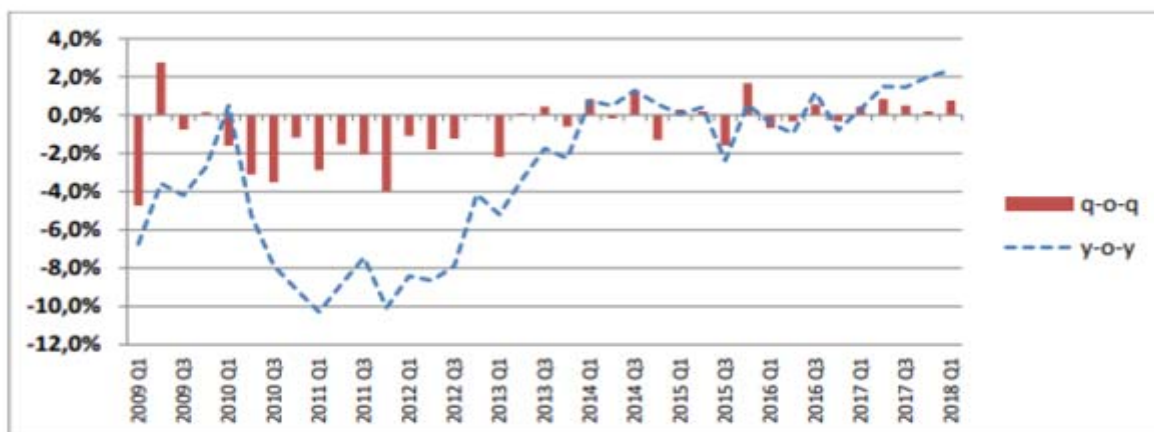


δημοψηφίσματος. Μάλιστα, στη δεύτερη αυτή περίπτωση του δημοψηφίσματος που ακυρώθηκε, ο εν λόγω δείκτης αβεβαιότητας για την ευρωπαϊκή πολιτική (“European policy uncertainty index”) κατέγραψε ιστορικά την υψηλότερη τιμή του.

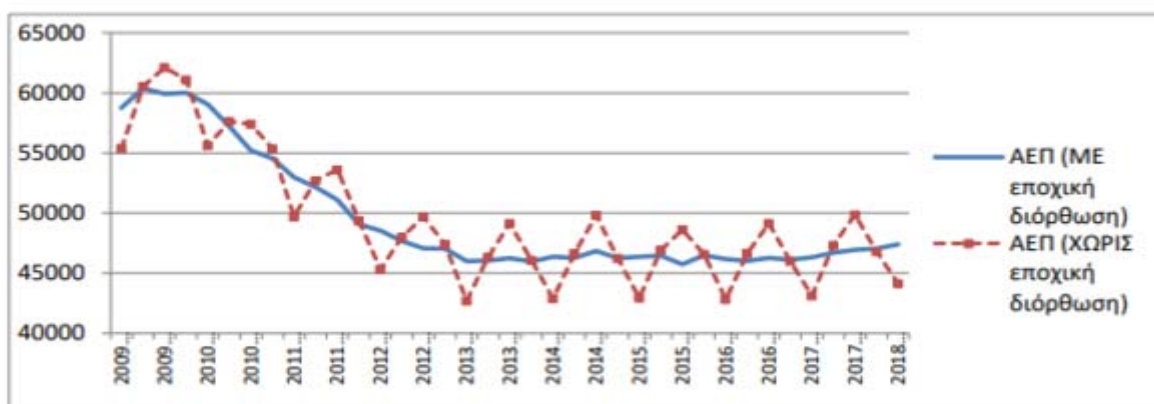
Σε ό,τι αφορά την Ελλάδα, ενώ αρχικά το πρόγραμμα του πρώτου μνημονίου εφαρμόστηκε πιστά, σύντομα έγιναν εμφανείς ενδείξεις χαλάρωσης και οπισθοχώρησης, κυρίως σχετικά με τη δημοσιονομική προσαρμογή και την πορεία των συμφωνημένων διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Η δημοσιονομική προσαρμογή αποτελεί τη βασική προϋπόθεση για την ανάκτηση της εμπιστοσύνης των αγορών και τη μείωση του ύψους του χρέους, αλλά ήδη η έκθεση αξιολόγησης της τριτοετίας το Φεβρουάριο του 2011, καταδείκνυε υστέρηση εσόδων και υπέρβαση δαπανών, αμφισβητώντας την πιθανότητα να είναι η Ελλάδα σε θέση να επιστρέψει στις αγορές στα μέσα του 2012. Αποτέλεσμα ήταν ένα φαινόμενο που παγιώθηκε σε όλη τη διάρκεια της κρίσης: τα εκάστοτε επώδυνα μέτρα που αναβάλλονταν είχαν ως αποτέλεσμα τη λήψη πιο βεβαρημένων μέτρων στο μέλλον και μεγαλύτερο κόστος προσαρμογής. Οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, που είναι απαραίτητες για να τεθεί η χώρα σε αναπτυξιακή τροχιά και να επανακινήσει η οικονομία, αλλά ακυρώνονταν εξαιτίας των καθυστερήσεων και λοιπών προσκομιμάτων. Τον Ιούνιο του 2011 κατέστη σαφές πως θα απαιτούνταν μια δεύτερη δέσμη μέτρων, η οποία θα ενσωματώνονταν στο Μεσοπρόθεσμο Πλαίσιο Δημοσιονομικής Στρατηγικής (ΜΠΔΣ), προκειμένου να μην εκτροχιαστεί το πρόγραμμα. Βασικοί άξονες ήταν η επίτευξη πρωτογενών πλεονασμάτων (τα ελλείμματα εντοπίζονταν άλλωστε κυρίως σε φορείς εκτός γενικής κυβέρνησης), η επιτάχυνση των αποκρατικοποιήσεων και η αξιοποίηση της δημόσιας περιουσίας, τα έσοδα από την οποία θα διατίθεντο για την αποπληρωμή του δημόσιου χρέους. Η δέσμη αυτή των μέτρων έγινε μέρος της εγχώριας τάξης με τον εφαρμοστικό Νόμο Ν. 3986/2011, με πρόβλεψη να ισχύσει μέχρι και το 2015.

Παρόλα αυτά, οι μακροοικονομικές και χρηματοπιστωτικές εξελίξεις διαρκώς επιδεινώνονταν. Ιδίως στα δημοσιονομικά τα ελλείμματα διευρύνονταν διαρκώς (έλλειμμα προϋπολογισμού, πρωτογενές έλλειμμα, συνολικό έλλειμμα), ενώ το δημόσιο χρέος εξακολούθησε να αυξάνεται και πλέον άγγιζε το 151% του ΑΕΠ (Έκθεση ΔτΕ 2011). Παράλληλα η ύφεση αποδείχθηκε πολύ πιο βαθιά από την προβλεπόμενη (-5,6% από -3,8% που είχε αρχικά υπολογιστεί). Τα δεδομένα αυτά ανέτρεψαν και με το παραπάνω κάθε θετική επίδραση στη δυναμική του δημόσιου χρέους που είχε η απόφαση της Συνόδου Κορυφής (21.07.2011) για μείωση του επιτοκίου δανεισμού και την επιμήκυνση της αποπληρωμής του χρέους.

**Διάγραμμα 1: Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν σε όρους όγκου  
Στοιχεία με εποχική και ημερολογιακή διόρθωση (Έτος Αναφοράς: 2010)  
Μεταβολές (%) ανά τρίμηνο (q-o-q<sup>3</sup>) και έτος (γ-o-γ<sup>4</sup>)  
2009-2018**



**Διάγραμμα 2: Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (ΑΕΠ) σε όρους όγκου (Έτος Αναφοράς: 2010)  
ΜΕ και ΧΩΡΙΣ Εποχική Διόρθωση  
2009-2018**



**Διάγραμμα 13: Ετήσια Μεταβολή ΑΕΠ 2009-2018** Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ 2001

Ήδη, στις 6 Ιουνίου 2011, ο Υπουργός Οικονομικών της Γερμανίας W. Schaeuble συνέταξε μια επιστολή προς το IMF και την ECB, στην οποία διατυπώνονταν επισήμως για πρώτη φορά η ιδέα ενός PSI, το οποίο θα συνίστατο στην ανταλλαγή με ομόλογα επταετούς ωρίμανσης. (J. Zettelmeyer, C. Trebesch, M. Gulati, 2013). Στη συνέχεια οι γαλλικές τράπεζες συνέταξαν μια μελέτη, οι όροι της οποίας περιλήφθηκαν στην πλειοψηφία τους και στην τελική συμφωνία του ελληνικού PSI. Συγκεκριμένα

προέβλεπε τριαντακοταετή ωρίμανση, ένα μεγάλο μέρος εμπροσθοβαρούς αποπληρωμής και ως «δόλωμα» εγγυήσεις συνδεδεμένες με το ΑΕΠ. Δεν περιείχε όμως διατάξεις περί «κουρέματος» χρέους, δηλ. ονομαστικής μείωσης και δεν συμπεριλάμβανε τα ομόλογα που έληγαν μετά το 2013-2014. Η συζήτηση συνεχίστηκε μέχρι τη Σύνοδο Κορυφής στις 21-07-2011, όπου ελήφθησαν αποφάσεις από κοινού με το IIF (*Institute of International Finance*).

Στις 11 Οκτωβρίου 2011 έκλεισε η πέμπτη αξιολόγηση από την τρόικα, με το συμπέρασμα ότι θα χρειαστεί η διενέργεια ενός PSI για την κάλυψη του χρηματοδοτικού κενού που παρουσιάζονταν. Η Σύνοδος Κορυφής της 26 Οκτωβρίου αποφάσισε την εκταμίευση δανείου ύψους 130δισ € καθώς και ένα «κούρεμα» χρέους μέσω της συμμετοχής του ιδιωτικού τομέα (PSI). Στην ανταλλαγή των ομολόγων τα νέα ομόλογα θα εκδίδονταν στο 50% της ονομαστικής αξίας των προηγούμενων, πράγμα που θα οδηγούσε σύμφωνα με τις τότε εκτιμήσεις στην αφαίρεση βάρους 100δισ € από το δημόσιο χρέος. Ένα μήνα μετά σχηματίζεται στην Ελλάδα τρικομματική κυβέρνηση με πρωθυπουργό το Λουκά Παπαδήμο.

Τα μεγαλύτερα χαρακτηριστικά του 2011 ήταν η πολύ μεγαλύτερη από την αναμενόμενη ύφεση και οι πολιτικές αναταράξεις. Η μεγάλη ύφεση προήλθε από την επίσης μεγάλη συρρίκνωση τη εγχώριας ζήτησης, η οποία με τη σειρά της οφείλεται στην κατακόρυφη μείωση των δημόσιων δαπανών και τον υψηλό βαθμό εξάρτησης της ελληνικής επιχειρηματικότητας από αυτές (η λεγόμενη «κρατικοδίαιτη» επιχειρηματικότητα).

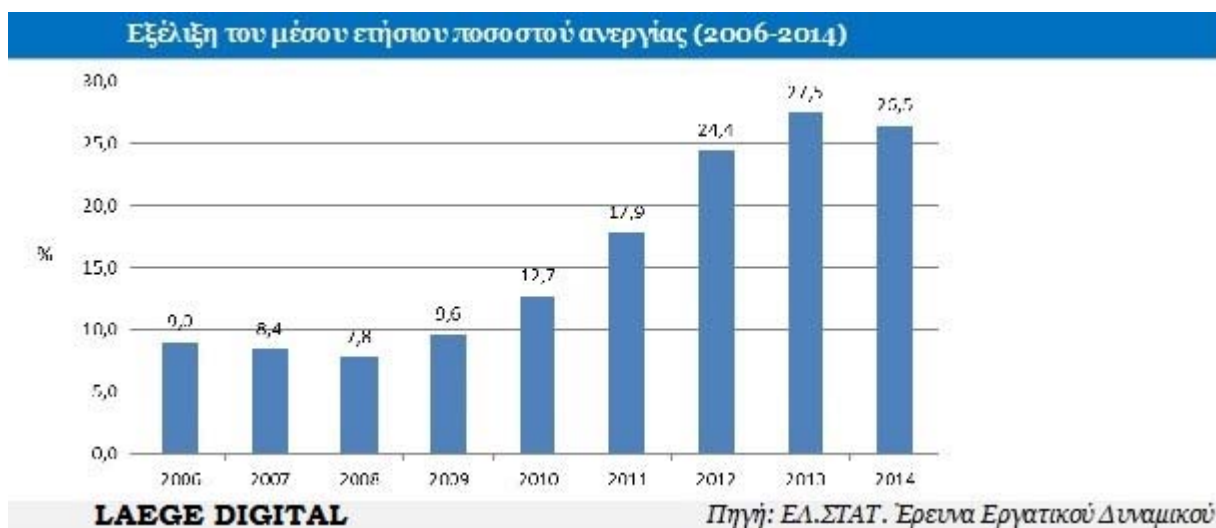
Το μεγάλο πολιτικό κόστος που συνεπάγονταν η δημοσιονομική προσαρμογή και οι μεταρρυθμίσεις διέκοψε αυτή την εμπροσθοβαρή πολιτική σταθεροποίησης, με επακόλουθο, όπως προειπώθηκε, νέες συμφωνίες με τους δανειστές, νέα μέτρα, συνεχή ανατροφοδοτούμενη ύφεση, μεγαλύτερο κόστος προσαρμογής, μετάθεση των θετικών αποτελεσμάτων των μεταρρυθμίσεων για το μέλλον και εμπέδωση της αντίληψης ότι «το πρόγραμμα εξυγίανσης δε λειτουργεί». Από την πλευρά των εταίρων άρχισε να σχηματίζεται η αντίληψη ότι η πολιτική ηγεσία στην Ελλάδα αθετεί τις υποσχέσεις της και υπαναχωρεί από τα συμφωνημένα, αντίληψη η οποία στη συνέχεια επηρέασε και τις αγορές με περεταίρω απώλεια εμπιστοσύνης.

Η αναζωπύρωση της αβεβαιότητας επανέφερε στο προσκήνιο τα σενάρια Brexit, και δεν κατευνάστηκε πλήρως ούτε με το σχηματισμό τριτοκομματικής κυβέρνησης υπό το Λουκά Παπαδήμο, κατόπιν παραίτησης της κυβέρνησης του Γ. Παπανδρέου, η οποία είχε ως σκοπό την υλοποίηση των αποφάσεων της Συνόδου Κορυφής της 26-10-2011 και τη διοργάνωση εκλογών.

Το τέλος του 2011 βρήκε την Ελλάδα με 172% λόγο χρέους προς ΑΕΠ, καθιστώντας εμφανώς πλέον το PSI απαραίτητο.



**Διάγραμμα 14: Εξέλιξη Ανεργίας 2008-2012** Πηγή: ICAP

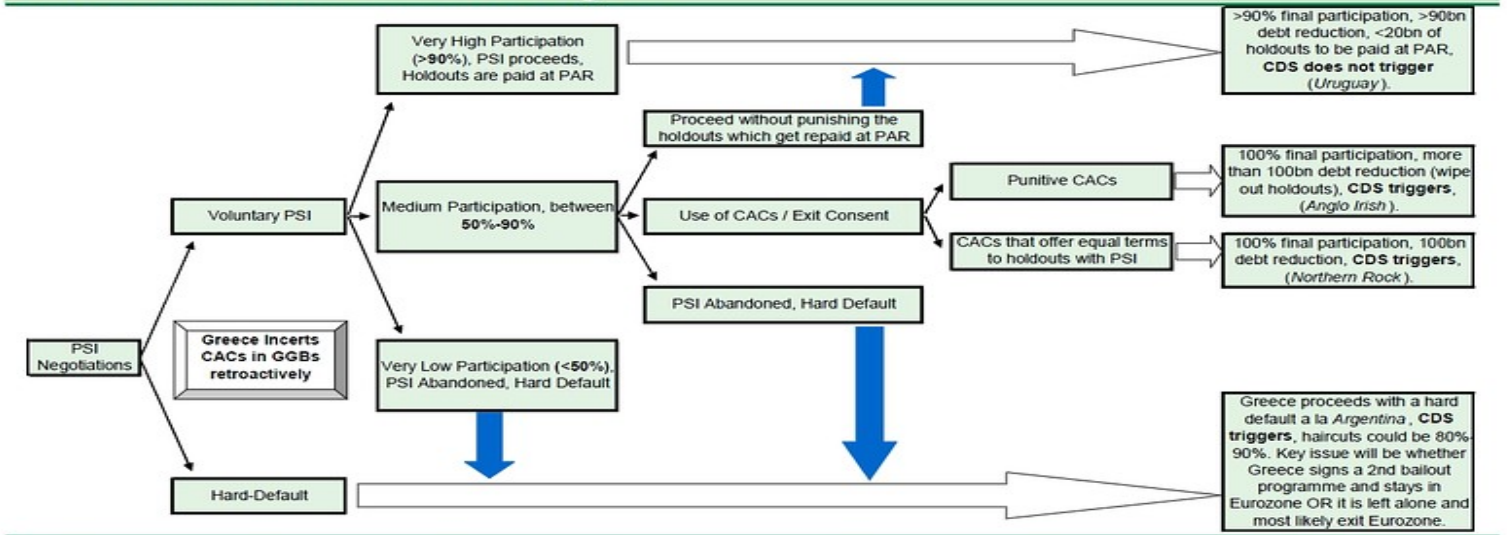


**Διάγραμμα 15: Εξέλιξη Μέσου Ετήσιου Ποσοστού Ανεργίας 2006-2014**  
Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ



**Διάγραμμα 16: Συγκριτική Εξέλιξη ΑΕΠ Ελλάδας- Ευρωζώνης 2002- 2015**  
 Πηγή: Παρατηρητήριο για το Χρέος

**Chart 7: Potential Scenarios Surrounding PSI+**



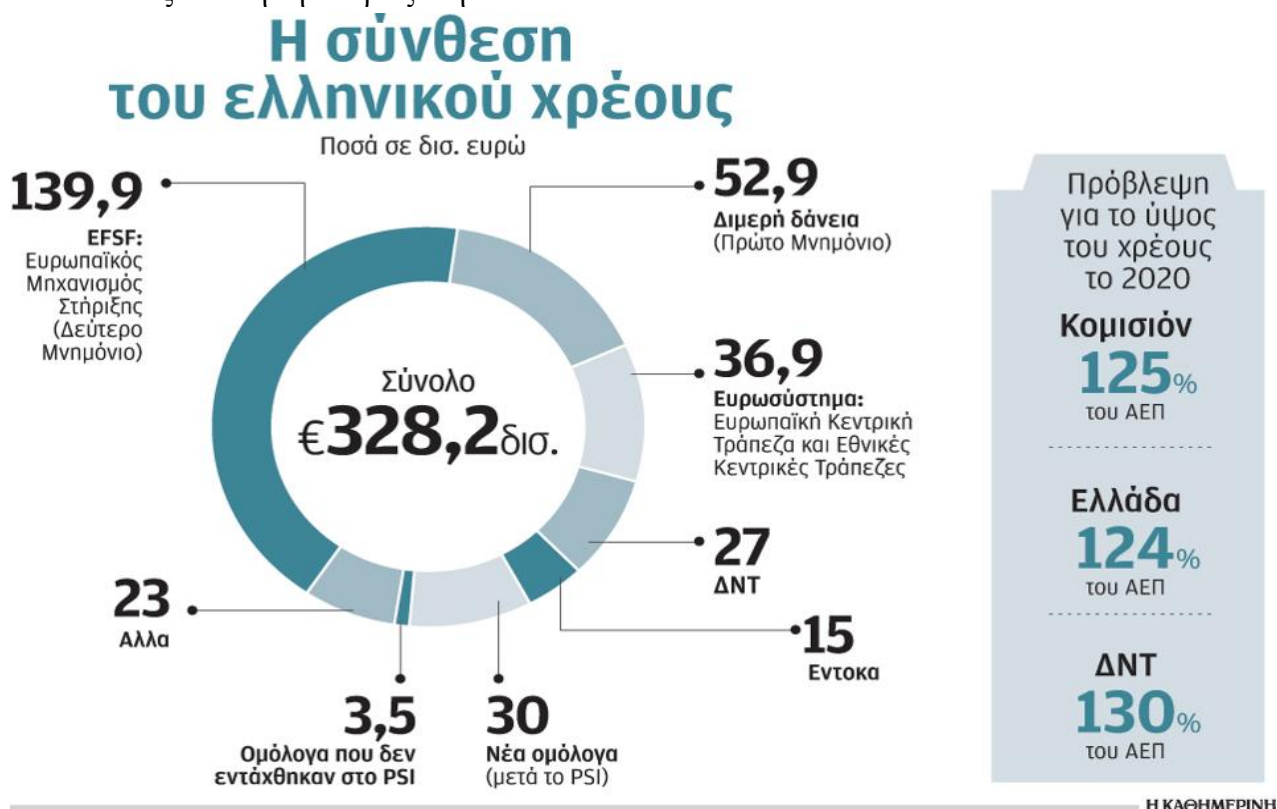
Source: BNP Paribas, IMF

**Πίνακας 6: Πιθανές Εκβάσεις του PSI** Πηγή: WSJ



### 3.3. Η ΔΙΕΝΕΡΓΕΙΑ ΤΟΥ PSI

Σε αυτό το παραγμένο διεθνές περιβάλλον που περιγράφηκε παραπάνω, με χαμηλότερη παγκόσμια ανάπτυξη, η συμμόρφωση της Ελλάδας με τους φιλόδοξους στόχους του προγράμματος κατέστη ανέφικτη. Εν τω μεταξύ, οι αντιπολιτεύσεις στις πιστώτριες χώρες πίεζαν για απαλλαγή από τα δημόσια βάρη που συνεπάγονταν τα πακέτα διάσωσης. Σε αυτή τη λογική, η συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα στην ελάφρυνση του χρέους με χαμηλότερα κόστη εξυπηρέτησης, θα διευκόλυne σημαντικά το κοινό να αποδεχθεί και μελλοντικά πακέτα διάσωσης. Το πλέον επίφοβο φυσικά με το ελληνικό PSI ήταν η μετάδοση της κρίσης. Κρίθηκε λοιπόν απαραίτητη η ύπαρξη ενός δικτύου ασφαλείας, το οποίο θα περιελάμβανε την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών, όπου ήταν αναγκαίο, και την παροχή χρηματοοικονομικών εργαλείων υποστήριξης σε Ιταλία και Ισπανία. Χωρίς το δίκτυ ασφαλείας, η ECB θα θεωρούσε το PSI σε συνδυασμό με τις ρήτρες CACs εξαιρετικά επικίνδυνο, και θα το απέρριπτε υπό το φόβο της μετάδοσης της κρίσης. Επίσης τα ελληνικά χρηματοοικονομικά τα ιδρύματα θα έπρεπε να λάβουν όλη την απαιτούμενη υποστήριξη από άποψη ρευστότητας και κεφαλαίου, προκειμένου να αποφευχθεί ένα bank-run, το οποίο θα είχε συνέπειες σε όλη την Ευρωζώνη.



**Πίνακας 7:** Η Σύνθεση του Ελληνικού Χρέους Πηγή: Καθημερινή

Η δήλωση της Συνόδου Κορυφής της 26ης Οκτωβρίου 2011 κάλεσε την Ελλάδα, ιδιώτες επενδυτές και όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη να αναπτύξουν μια εθελοντική ανταλλαγή ομολόγων με ονομαστική έκπτωση 50% επί του πλασματικού ελληνικού χρέους που διακρατείται από ιδιώτες επενδυτές, ενώ δεσμεύτηκαν να συνεισφέρουν στο

πακέτο PSI έως και 30δισ € , καθώς και επιπλέον δάνεια για την ανακεφαλαιοποίηση των ελληνικών τραπεζών. Αυτό έθεσε τη βάση για έναν νέο γύρο διαπραγματεύσεων του PSI, ο οποίος είχε ως αποτέλεσμα τη γνωστή μεγάλη ανταλλαγή ομολόγων το Μάρτιο και τον Απρίλιο του 2012. Από την πλευρά των ιδιωτών πιστωτών, οι διαπραγματεύσεις καθοδηγούνταν από μια διευθύνουσα ομάδα 12 τραπεζών, ασφαλιστών και διαχειριστών περιουσιακών στοιχείων για λογαριασμό μιας μεγαλύτερης ομάδας αποτελούμενης από περισσότερους από 32 πιστωτές, η οποία συνολικά κατείχε το 30-40% του ιδιωτικού χρέους της Ελλάδας. Το γεγονός αυτό κατέστησε την αναδιάρθρωση του Μαρτίου 2012 ένα υβρίδιο μεταξύ μιας «λέσχης του Λονδίνου» υπό την ηγεσία μιας διευθύνουσας ομάδας τραπεζών, όπως ήταν χαρακτηριστικό για την αναδιάρθρωση των τραπεζικών δανείων κατά τις δεκαετίες του 1980 και της δεκαετίας του 1990, και μια προσφορά τύπου take- it- or -leave -it, όπως ακριβώς συνέβαινε στις αναδιρθρώσεις χρέους της δεκαετίας του 1990. Η επανεμφάνιση της επιτροπής πιστωτών πιθανόν να οφείλονταν στο γεγονός ότι ένα μεγάλο τμήμα του Ελληνικού χρέους βρισκόταν στα χαρτοφυλάκια των ευρωπαϊκών τραπεζών και λοιπών επενδυτικών και χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Διευκόλυνε επίσης τους επίσημους πιστωτές της Ελλάδας -ιδίως την Ευρωομάδα- να επηρεάσουν τους όρους της αναδιάρθρωσης. Αυτό πιθανόν συνέβαλε στον σχεδιασμό ορισμένων χαρακτηριστικών της συμφωνίας, όπως η συμφωνία συγχρηματοδότησης μεταξύ της Ελλάδας και του EFSF, γεγονός που θα ήταν πιο δύσκολο χωρίς κάποια μορφή τυπικής αντιπροσώπευσης πιστωτή.

Η συμφωνία αναδιάρθρωσης χρέους της Ελλάδας το 2012 στόχευε στη μείωση του χρέους της από 170% του ΑΕΠ σε 120% μέχρι το 2020, το οποίο θεωρείται το όριο βιωσιμότητας του χρέους σύμφωνα με το IMF. Η εφαρμογή του PSI ήταν άλλωστε προϋπόθεση για τη σύναψη της συμφωνίας του δεύτερου πακέτου διάσωσης για την Ελλάδα. Η συμφωνία του Μαρτίου του ήταν αρκετά απλούστερη από εκείνη που προτάθηκε τον Ιούλιο του 2011, στο μέτρο που υπήρχε μόνο μία επιλογή: Οι κάτοχοι επιλέξιμων ελληνικών κρατικών ομολόγων GGBs (*Greek Government Bonds*) έπρεπε να ανταλλάξουν με ομόλογα στην ονομαστική τιμή στο 31,5% της αρχικής αξίωσης. Τα νέα ομόλογα είχαν ωριμότητα μεταξύ 10 και 30 χρόνων, και ένα κυμαινόμενο επιτόκιο μεταξύ 2% και 3,85% επί της ως άνω χρονικής διάρκειας. Επιπρόσθετα, οι κάτοχοι ομολόγων έλαβαν από τον EFSF βραχυπρόθεσμους τίτλους ανερχόμενους στο 15% της αξίας της αρχικής τους αξίωσης, εγγυημένους όμως από το Ελληνικό Δημόσιο, μέσω μιας συμφωνία συγχρηματοδότησης μεταξύ του ταμείου αυτού και της Ελλάδας, προκειμένου να ενισχυθεί η συμφωνία και να δοθούν κίνητρα. Μέσω αυτού του μηχανισμού, η τελική διαγραφή χρέους ανήλθε στο 53,5%.

Εκκρεμή ομόλογα των 205δισ € με λήξη μέχρι το 2057 συμπεριλήφθηκαν στην αναδιάρθρωση, εκ των οποίων ήταν 177δισ € εκδόθηκαν σύμφωνα με το ελληνικό δίκαιο, ενώ τα υπόλοιπα 28δισ € ήταν ομόλογα, τα οποία υπόκεινται στο δίκαιο ξένων θεσμών (EFSF), όμως εκδόθηκαν ή είναι εγγυημένα από το ελληνικό κράτος. Τόσο τα ομόλογα του ελληνικού δικαίου όσο και αυτά του αλλοδαπού δικαίου, που συνολικά συγκροτούν το 75% του δημόσιου χρέους, υποβλήθηκαν σε ρήτρες CACs, γεγονός που είχε ως αποτέλεσμα ότι το συνολικό ποσό που αναδιρθρώθηκε ανήλθε στα 198δισ €, ενώ τίτλοι 7δισ € παρέμειναν στα χέρια των πιστωτών, που ήλπιζαν να τους εξοφληθούν



πλήρως υπό την απειλή της ενεργοποίησης ρητρών CACs (*Collective Action Clauses*) και την κατάληξη σε χρεοκοπία (Μ. Ξαφά, *Life after Debt, The Greek PSI and its aftermath*, 2013). Οι νέοι τίτλοι δεν εκδόθηκαν ως cross- defaultable με τους παλιούς, πράγμα που σήμαινε πως οι νέοι κάτοχοι ήταν πλήρως προστατευμένοι. Με άλλα λόγια, η αθέτηση πληρωμής κάποιου παλαιού τίτλου δε θα εμφάνιζε επιπτώσεις στους νέους, αν και θα εξακολουθούσε να υπάρχει ο κίνδυνος πρόκλησης μια άτακτης χρεοκοπίας.

Οι ακριβείς όροι έκδοσης των νέων ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου (GGBs) είχαν ως εξής, όπως ανακοινώθηκαν από το δελτίο τύπου της 21.02.2012 :

- Είκοσι νέα ομόλογα εκδόθηκαν κατά το αγγλικό δίκαιο με πλήρως προστατευμένα τα δικαιώματα του πιστωτή, με καθένα από τα οποία να ωριμάζει σε ετήσια προσαύξηση από 24/2/2023 έως 24/2/2042.

- Σταδιακή προσαύξηση των επιτοκίων σε 2% έως 24/2/2015, 3% έως 24/2/20, και μετά 4,3%.

- Το λεγόμενο «sweetener»: αποσπώμενοι τίτλοι σε συνάρτηση με το ΑΕΠ, με πλασματικό ποσοστό 31,5% επί της αρχικής ονομαστικής αξίας των ομολόγων και ετήσιες πληρωμές με ανώτατο όριο το 1% της νέας ονομαστικής αξίας.

- Αποζημίωση για τυχόν δεδουλευμένους τόκους που εξακολουθούν να οφείλονται από τα παλαιά ομόλογα, με τη μορφή επιτοκίων εξάμηνης διάρκειας από τον EFSF.

Σημαντική διαφορά με τη συμφωνία του Ιουλίου του 2011 ήταν ότι προσφέρονταν ένα πολύ ευρύτερο φάσμα δράσης: Ενώ το σχέδιο του Ιουλίου είχε προβλέψει την ανταλλαγή μόνο σιδηροδρομικών ομολόγων είτε κρατικών είτε εγγυημένων από το Ελληνικό Δημόσιο με υπόλοιπο ωρίμανσης μικρότερο των εννέα ετών, η προσφορά του Φεβρουαρίου του 2012 αφορούσε όλα τα κρατικά χρεόγραφα ιδιωτικής ιδιοκτησίας που εκδόθηκαν πριν από το 2012 με συνολική ονομαστική αξία 195,7δισ €, καθώς και 36 εγγυημένα ομόλογα, που εκδίδονται από δημόσιες επιχειρήσεις ονομαστικής αξίας κάτω των 10δισ € (όχι μόνο από τους Ελληνικούς Σιδηρόδρομους, αλλά και από τα Ελληνικά Αμυντικά Συστήματα και τις Δημόσιες Μεταφορές Αθηνών). Ως αποτέλεσμα, ο συνολικός όγκος που στόχευσε στην προσφορά του Φεβρουαρίου υπερέβαινε εκείνη της πρότασης του Ιουλίου κατά περίπου 50δισ €, παρά το γεγονός ότι το ομολογιακό χρέος της Ελλάδας είχε συρρικνωθεί εν τω μεταξύ κατά 10δισ €, καθώς οι επενδυτές εξακολούθησαν να αποπληρώνονται πλήρως και έγκαιρα καθ' όλη τη διάρκεια των διαπραγματεύσεων.

Ίσως το μόνο σημαντικό νόημα στο οποίο η πρόταση του Φεβρουαρίου δεν διέφερε από το σχέδιο του Ιουλίου είναι ότι απέκλεισε τις μετοχές της ECB – η οποία ήταν και μακράν ο μεγαλύτερος κάτοχος ομολογιακών δανείων της Ελλάδας, με το Φεβρουάριο του 2012 να κατέχει μετοχές ύψους 42,7δισ (16,3% το σύνολο). Επίσης εξαιρέθηκαν τα ομόλογα που βρισκόταν στα χέρια των εθνικών κεντρικών τραπεζών (13,5δισ €, περίπου 5% του συνόλου των ελληνικών ομολόγων) και της EIB (*European Investment Bank*) (315εκ €). Στο πλαίσιο της ρύθμισης ανταλλαγής Φεβρουαρίου, η ECB δεσμεύτηκε να επιστρέψει στους μετόχους της οποιαδήποτε κέρδη αποκομίσει από τα κρατικά ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου, τα περισσότερες εκ των οποίων είχαν αγοραστεί σε τιμή αρκετά κάτω από το άρτιο κατά το 2010. Αλλά αυτό δεν σήμαινε ότι θα επέστρεφαν στην Ελλάδα: η ομάδα του ευρώ συμφώνησε σε μια τέτοια επιστροφή μόνο στα τέλη

Νοεμβρίου του 2012. (G. Zettelmeyer, Ch. Trebesch, M. Gulati, The Greek Restructuring, an Autopsy, 2013)

Η ανταλλαγή ομολόγων ολοκληρώθηκε επιτυχώς στις αρχές Μαρτίου, με βάση ένα αυστηρό χρονοδιάγραμμα, υπό την πίεση της ωρίμανσης ενός ομολόγου- μαμούθ στις 20 Μαρτίου. Συνολικά 97% των επιλέξιμων ομολόγων εισήχθησαν στο χρηματιστήριο, όπου συνάντησαν υψηλότερη απορρόφηση από τους επενδυτές. Η συμφωνία αυτή άνοιξε το δρόμο για τα 130δισ € του δεύτερου πακέτου διάσωσης προς την Ελλάδα, εκ των οποίων τα 30δισ αντιστοιχούσαν στην συνεισφορά στο PSI του δημόσιου τομέα. Το PSI και το επερχόμενο πακέτο διάσωσης συντέλεσαν ώστε τα spreads των ελληνικών ομολόγων να αποκλιμακωθούν από τις 3.330 μονάδες στις 1.800. Ένα επίσης βοηθητικό γεγονός ήταν ότι οι πιστωτές της ευρωζώνης συμφώνησαν να επεκτείνουν τη μέση διάρκεια των διμερών δανείων τους στην Ελλάδα από τα 10 στα 15 έτη, με δεκαετή περίοδο χάριτος και πενταετή περίοδο αποπληρωμής.

Να σημειωθεί ότι 50δισ € από το δεύτερο πακέτο διάσωσης στόχευαν αποκλειστικά στην επανακεφαλαιοποίηση των ελληνικών τραπεζών, οι οποίες είχαν στην κατοχή τους περίπου το ένα τρίτο των GGBs, και είχαν ήδη υποστεί ζημιές από τα κόκκινα δάνεια (NPLs) και τις αποσύρσεις καταθέσεων.

	31/12/2011	31/03/2012
<b>Ομόλογα και Βραχυπρόθεσμοι Τίτλοι (1)</b>	<b>274.832,81</b>	<b>149.559,25</b>
Ομόλογα εκδοθέντα στην αγορά εσωτερικού	240.940,37	115.981,38
Ομόλογα εκδοθέντα στις αγορές εξωτερικού	18.521,18	18.342,33
Τιλοποιήσεις στο εξωτερικό	312,63	256,20
Βραχυπρόθεσμοι τίτλοι	15.058,63	14.979,34
<b>Δάνεια</b>	<b>93.145,19</b>	<b>130.733,19</b>
Δάνεια Τράπεζας Ελλάδος	5.683,99	5.684,34
Δάνεια λοιπά εσωτερικού	836,71	137,20
Δάνεια ειδικά και διακρατικά	7.257,46	7.248,78
Δάνεια Μηχανισμού Στήριξης (3)	73.210,36	111.939,37
Δάνεια λοιπά εξωτερικού	6.156,67	5.723,50
Δάνεια βραχυπρόθεσμα	0,00	0,00
<b>Σύνολο(2)</b>	<b>367.978,00</b>	<b>280.292,44</b>

**Πίνακας 8: Αξία Ελληνικού Χρέους και Κατανομή του πριν και μετά τη Διενέργεια του PSI** Πηγή: Παρατηρητήριο για το Χρέος

Δεδομένου ότι, όπως εκτέθηκε και παραπάνω, τα νέα GGB's δεν ήταν εξασφαλισμένα, οι επενδυτές θα εξακολουθούσαν να βρίσκονται σε πιστωτικό κίνδυνο, αν διατηρούσαν μόνο τα νέα ομόλογα. Η χαμηλή πιστωτική αξιολόγηση της Ελλάδας εμπόδιζε τα συνταξιοδοτικά ταμεία και τους λοιπούς θεσμικούς επενδυτές από την αγορά τους, πυροδότησε έκρυθμη κατάσταση, η οποία μετατόπισε την τιμή των νέων τίτλων κάτω από το άρτιο, ενώ η ζήτηση από τα hedge funds αποδείχθηκε μη επαρκής για να αντισταθμίσει τη μαζική πώληση από τους θεσμικούς επενδυτές, με αποτέλεσμα η τιμή των νέων GGBs να πέσει στα 19 με 24 σεντ, δηλαδή όχι πολύ μακριά από τα επίπεδα στα οποία διαπραγματεύονταν τα παλαιά ομόλογα. Αυτό ήταν ένα ασυνήθιστο αποτέλεσμα, καθώς στη συντριπτική πλειοψηφία των συμφωνιών αναδιάρθρωσης

χρέους, τα νέα ομόλογα διαπραγματεύονται γύρω από το άρτιο ή τουλάχιστον σε τιμές πολύ πάνω από τα παλιά ομόλογα ενόψει της απομείωσης του χρέους ή του χαμηλότερου κόστους εξυπηρέτησής του, ή συγχρόνως και των δύο εναλλακτικών.

Εν μέσω ανησυχιών για την έξοδο της Ελλάδας από τη ζώνη του ευρώ, οι τιμές των νέων τίτλων συνέχισαν να βυθίζονται. Οι εθνικές εκλογές του Μαΐου 2012, οι οποίες ανέδειξαν μια απότομη άνοδο της ριζοσπαστικής αριστεράς, η οποία έγινε το δεύτερο μεγαλύτερο κόμμα, γιγάντωσαν την αβεβαιότητα. Οι τιμές των GGBs διαμορφώθηκαν στο χαμηλό των 13-18 σεντς και η μεγάλη προσφορά τους αντανακλώνταν στην έλλειψη ρευστότητας και τη νευρικότητα στις αγορές. Εκείνη την εποχή, οι περισσότεροι ειδικοί υποστήριζαν ότι η περαιτέρω αποπληρωμή του δημόσιου χρέους ήταν αδύνατη και η έξοδος από την ευρωζώνη αναπόφευκτη. Οι τιμές των ομολόγων δεν επανήλθαν ούτε μετά τις επαναληπτικές εκλογές στις 17 Ιουνίου, παρόλο που η ριζοσπαστική αριστερά δεν τις κέρδισε, καταδεικνύοντας έτσι την ανησυχία ότι ο μετεκλογικός κυβερνητικός συνασπισμός μπορεί να αποφύγει τις μεταρρυθμίσεις και να χάσει την επίσημη στήριξη των δανειστών.

Συνολικά, το PSI έσβησε χρέος 106δισ € (54% του ΑΕΠ), αλλά την ίδια στιγμή δημιούργησε νέο χρέος ύψους 30δισ € στο EFSF λόγω του εργαλείου της «πιστωτικής ενίσχυσης» που χρησιμοποιήθηκε, καθώς και εκτιμώμενες ζημίες ύψους 36δισ€ για τις ελληνικές τράπεζες, οι οποίες όφειλαν να ανακεφαλαιοποιηθούν (συμπεριλαμβανομένης της μείωσης της ονομαστικής αξίας κατά 53,5% και των ζημιών που προκλήθηκαν στην αγορά λόγω αλυσιδωτών αντιδράσεων). Η καθαρή μείωση του χρέους έτσι ανήλθε σε 40δισ € (20% του ΑΕΠ). Ωστόσο, οι αποπληρωμές των τόκων μειώθηκαν πολύ παραπάνω από το λόγο του χρέους προς ΑΕΠ λόγω του πολύ χαμηλού επιτοκίου, με το οποίο εκδόθηκαν τα νέα ομόλογα αλλά και του πολύ μειωμένου επιτοκίου με το οποίο δανείστηκε η Ελλάδα από τους επίσημους πιστωτές της. Μετά το PSI, η συνολική δημοσιονομική επιβάρυνση αποπληρωμής τόκων κατά το διάστημα 2012-2014 μειώθηκε περίπου στο 6,5% του ΑΕΠ ετησίως, εκ των οποίων μόνο το 1,2δισ € (0,6% του ΑΕΠ) προορίζονταν για την αποπληρωμή κουπονιών των νέων ομολόγων (Μ. Ξαφά, *Life after Debt, The Greek PSI and its aftermath*, 2013). Όμως, το σταδιακά αυξανόμενο επιτόκιο των νέων ομολόγων σήμαινε ότι το κόστος εξυπηρέτησης του χρέους ως προς ιδιώτες ομολογιούχους ανήλθε σε 1,9δισ € το διάστημα 2015-2019 (0,8% του ΑΕΠ) και σε 5,7δισ € στη συνέχεια, ενώ τα ομόλογα θα αρχίσουν να αποσβένονται πολύ πιο αργά, το 2023.

Οι επικριτές της συμφωνίας επικεντρώθηκαν στο ακόμα υψηλό ονομαστικό χρέος αντί στην απότομη και ουσιαστική μείωση του δημοσιονομικού βάρους της αποπληρωμής των τόκων, γεγονός που στην πραγματικότητα μείωνε το ελληνικό χρέος σε καθαρή παρούσα αξία πολύ κάτω από το ονομαστικό πλασματικό ύψος του.

Εκτός από την περιορισμένη ελάφρυνση του χρέους που θα συνέβαινε στην περίπτωση αθέτησης των νέων GGBs, τα νόμιμα δικαιώματα των πιστωτών συνέβαλαν στο να καθίσταται μια νέα πτώχευση ακόμα πιο απίθανη. Αυτό οφείλεται στο ότι τα νέα GGB εκδόθηκαν στα υπό το αγγλικό δίκαιο, κατοχυρώνοντας πλήρως τον επενδυτή, πράγμα που σήμαινε ότι δεν θα μπορούσαν να επανεκδοθούν σε δραχμές ή να συμπεριληφθούν σε μια μελλοντική αναδιάρθρωση. Οι ομολογιούχοι επωφελήθηκαν

επίσης από μια συμφωνία συγχρηματοδότησης (ταυτόχρονη και αναλογική πληρωμή) με τον EFSF, το οποίο συνεισέφερε επίσημη χρηματοδότηση ύψους 30δισ € στο PSI, με στη συμφωνία μάλιστα ότι αν η Ελλάδα στο μέλλον αθετήσει τα νέα GGBs αυτομάτως θα υποστεί και αθέτηση του EFSF. Επιπλέον, στο πλαίσιο του δεύτερου πακέτου διάσωσης, που ακολούθησε μετά το PSI, συμφωνήθηκε ότι ένα μέρος των επίσημων δανείων θα εκταμιευθεί σε λογαριασμό μεσεγγύησης (το «διαχωρισμένο λογαριασμό»), που προορίζεται για την εξυπηρέτηση του χρέους, γεγονός που δεν αφήνει περιθώρια στην Ελλάδα να χρησιμοποιήσει αυτά τα ποσά κατά το δοκούν.

Οι συμβάσεις αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου (CDS) που κρατούνται από επενδυτές, οι οποίοι επιθυμούν να προστατευθούν από μια ελληνική αθέτηση χρέους, έτυχαν μεγάλης δημοσιότητας στις αρχικές φάσεις της ελληνικής κρίσης. Επικρατούσε ο φόβος ότι η σύναψη συμβάσεων CDS θα οδηγήσει σε πτώχευση των ιδρυμάτων που είχαν εγγύηση προστασίας CDS, όπως και η κρίση στεγαστικών δανείων χαμηλού ρίσκου στις ΗΠΑ πυροδότησε την κατάρρευση των ιδρυμάτων που είχαν εγγύηση CDS για τις δανειακές υποχρεώσεις που καλύπτονται από εξασφαλισμένα δάνεια με τις ρήτρες αυτές, καθ' ότι οι ζημιές που κλήθηκαν να αποπληρώσουν ήταν πολύ μεγαλύτερες από όσες θα μπορούσαν να είχαν προβλέψει. Όταν έγινε σαφές τον Ιανουάριο του 2012, ότι η ανταλλαγή ομολόγων ήταν απίθανο να πραγματοποιηθεί σε μία καθαρά εθελοντική βάση, οι φόβοι της μετάδοσης της κρίσης μέσω της ενεργοποίησης συμβάσεων CDS επανεμφανίστηκαν. Στις 9 Μαρτίου 2012 - την ημέρα που η Ελλάδα ανακοίνωσε ότι συμπληρώθηκαν τα κατώτατα όρια συμμετοχής για την τροποποίηση των ελληνικών κρατικών ομολόγων - η ISDA κήρυξε πιστωτικό γεγονός, που προκάλεσε τη χρήση των ρητρών CACs ακόμα και από μη συμμετέχοντες πιστωτές.

Ωστόσο καμία μετάδοση κρίσης δεν έλαβε χώρα, και ακόμα υπήρξε και μια ανακούφιση που η αναδιάρθρωση είχε αναγνωριστεί ως πιστωτικό γεγονός. Η δημοπρασία διακανονισμού CDS ανακοινώθηκε για τις 19 Μαρτίου, με αποτέλεσμα πληρωμές ύψους 2,5δισ € για τους ομολογιούχους που είχαν θελήσει να εξασφαλιστούν με αυτού του είδους την προστασία - ένα πολύ μικρό ποσοστό σε σύγκριση με το συνολικό μέγεθος της αναδιάρθρωσης (λιγότερο από 2%). Η έκθεση σε CDS ρήτρες είχε μειωθεί θεαματικά κατά τη διάρκεια της κρίσης, καθώς το κόστος αγοράς της προστασίας CDS εξακολούθησε να αυξάνεται. Σύμφωνα με τα στοιχεία που συνέταξε η Depository Trust & Clearing Corporation (DTTC), ο καθαρός τεκμαρτός όγκος των εκκρεμών δανείων CDS μειώθηκε από περισσότερα από 7δισ στο τέλος του 2009 σε κάτω από 2,5δισ € στις αρχές του 2012.

Αν και η μόλυνση ήταν περιορισμένη, η διαδικασία διευθέτησης των CDS αποτελούσε πρόκληση, για δύο λόγους. Πρώτον, η εμπειρία εξόφλησης των συμβάσεων CDS επί κρατικών ομολόγων ήταν περιορισμένη, δεδομένου ότι αυτή ήταν η πρώτη σημαντική περίπτωση, εκτός αυτής του Εκουαδόρ το 2009. Δεύτερον, το ελληνικό πιστωτικό γεγονός συνέβη μετά από μια προληπτική αναδιάρθρωση του χρέους, και όχι από καθυστέρηση πληρωμής. Οι συμβάσεις CDS συνήθως εξοφλούνται μέσω δημοπρασίας, κατά την οποία οι τιμές προσφοράς και ζήτησης από τους αντιπροσώπους χρησιμοποιούνται για τον προσδιορισμό της τελικής τιμής διακανονισμού. Σε έναν



διακανονισμό με μετρητά, ο αγοραστής προστασίας CDS λαμβάνει στη συνέχεια τη διαφορά μεταξύ της τιμής δημοπρασίας και της ονομαστικής αξίας του προεπιλεγμένου ομολόγου.

Στην περίπτωση της Ελλάδας, ωστόσο, η δημοπρασία CDS πραγματοποιήθηκε μετά την ανταλλαγή ομολόγων. Αυτό σήμαινε ότι τα περισσότερα από τα παλαιά ομόλογα είχαν ήδη ανταλλαγή μέχρι τις 19 Μαρτίου και τα υπόλοιπα ήταν ανεπαρκή για να εκπληρώσουν το σκοπό μιας δημοπρασίας. Ως εκ τούτου, η επιτροπή ISDA αποφάσισε να διεξάγει τη δημοπρασία επί των 20 νέων τίτλων που εκδόθηκαν από την Ελλάδα βάσει του αγγλικού δικαίου στις 12 Μαρτίου. Αυτό οδήγησε στην τελική τιμή δημοπρασίας στα 21,5 σεντ, τιμή που αντιστοιχούσε με την τιμή των νέων ομολόγων στις δευτερογενείς αγορές πριν από τη δημοπρασία.

Είναι αξιοσημείωτο ότι τα πράγματα εξελίχθηκαν ικανοποιητικά τελικά. Οι κάτοχοι προστασίας CDS έλαβαν κατά προσέγγιση τη διαφορά μεταξύ της ονομαστικής αξίας των αρχικών ομολόγων και της αξίας που έλαβαν μέσω του PSI, όπως θα έπρεπε.

Ένα ακόμα πρόβλημα αλλά και πρόκληση συγχρόνως, ήταν να λυθεί το ζήτημα των *free riders*. Κάθε κάτοχος ελληνικών ομολόγων, ακόμη και μέλη της διευθύνουσας επιτροπής που διαπραγματεύτηκαν τους όρους της προσφοράς ανταλλαγής με την Ελλάδα, ήταν κατ' αρχήν ελεύθεροι να αποδεχθούν ή να απορρίψουν την προσφορά ανταλλαγής της Ελλάδας. Επιπλέον, κάθε πιστωτής ήταν ένας δυνητικός *free rider*, υπό την έννοια ότι κανένας μεμονωμένος πιστωτής δεν ήταν αρκετά μεγάλος να «βυθίσει» την ανταλλαγή ομολόγων από μόνος του (υπό την έννοια ότι η Ελλάδα δε θα μπορούσε να «πιάσει» το 90% όριο συμμετοχής). Αυτό οδηγεί στο ερώτημα του τι ήταν τελικά αυτό που προκάλεσε την υψηλή συμμετοχή σχεδόν κατά 97%, παρά την περικοπή παρούσας αξίας άνω του 50% για όλους τους πιο μακροπρόθεσμους ομολογιούχους.

Η σύνθεση των πιστωτών και η πολιτική πίεση αποτελούν σημαντικό μέρος της απάντησης. Η πλειοψηφία των ελληνικών ομολόγων βρισκόταν στα χέρια μεγάλων ελληνικών και άλλων ευρωπαϊκών τραπεζών και ασφαλιστικών εταιρειών και ταμείων. Αυτό σήμαινε ότι οι ευρωπαϊκές κυβερνήσεις και ρυθμιστικές αρχές, δηλαδή οι επίσημοι πιστωτές της Ελλάδας, ήταν σε θέση να ασκήσουν πίεση στις εν λόγω τράπεζες να συμμετάσχουν. Όπως δήλωσε περίφημα ο διευθύνων σύμβουλος της Commerzbank Martin Blessing, η συμμετοχή μεγάλων ευρωπαϊκών τραπεζών στην αναδιάρθρωση ήταν «τόσο εθελοντική όσο και εξομολόγηση κατά την ισπανική Ιερά Εξέταση» (WSJ.com, 24 February 2012). Το ίδιο ισχύει μάλλον για τις εγχώριες ελληνικές τράπεζες, από τις οποίες ζήτησε το κράτος να συμμετέχουν. Ως εκ τούτου, δεν προκαλεί έκπληξη το γεγονός ότι στις 6 Μαρτίου, λίγο πριν από την προθεσμία ανταλλαγής, τα κυριότερα μέλη της επιτροπής πιστωτών δημοσίευσαν δηλώσεις Τύπου, επαναλαμβάνοντας τη δέσμευσή τους να συμμετάσχουν στην ανταλλαγή. Τα μέλη της επιτροπής πιστωτών κατείχαν το πολύ 40% του επιλέξιμου χρέους για την ανταλλαγή. Πρόσθετο χρέος μπορεί να ήταν στα χέρια άλλων θεσμικών οργάνων που υποβάλλονται σε πίεση από τις κρατικές αρχές, αλλά σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της αγοράς στις αρχές του 2012, τα εν λόγω ιδρύματα συγκέντρωσαν συνολικά το πολύ 120δισ € από τα σχεδόν 200δισ, που τελικά ανταλλάχθηκαν. Το πρόβλημα ήταν πώς θα όφειλαν να αντιμετωπιστούν τα εναπομένοντα 80δισ €, που βρίσκονταν στην κατοχή δυνητικών *free*

riders, οι οποίοι θα έμπαιναν στον πειρασμό να κρατήσουν τους τίτλους τους εκτός ανταλλαγής με την ελπίδα να αποπληρωθούν πλήρως ή να λάβουν καλύτερη συμφωνία.

Κατά την επίλυση αυτού του προβλήματος, η Ελλάδα και οι νομικοί και οικονομικοί σύμβουλοί της θα μπορούσαν να εξετάσουν την εμπειρία προηγούμενων αναξιοπαθόντων ανταλλαγών χρεών. Μετά την επιστροφή στα ομόλογα ως κυρίαρχη μορφή χρηματοδότησης αναδυόμενων αγορών στις αρχές της δεκαετίας του 1990, υπήρξε ευρύς φόβος ότι η διασπορά αυτών των ομολόγων στα χέρια πολλών πιστωτών θα καθιστούσε σχεδόν αδύνατο να επιτευχθεί ομαλή αναδιάρθρωση του χρέους. Ωστόσο, η ιστορία σε μεγάλο βαθμό απέδειξε ότι αυτοί οι φόβοι είναι λανθασμένοι: σχεδόν όλες οι προσφορές ανταλλαγής χρεών από τότε που οι συμφωνίες Brady της δεκαετίας του 1990 ήταν επιτυχείς, υπό την έννοια ότι η συμμετοχή των πιστωτών ήταν υψηλή και οι αναδιρθρώσεις διενεργήθηκαν πολύ πιο γρήγορα, από ό, τι στην εποχή της τραπεζικής χρηματοδότησης. Για να αποτρέψουν τους free riders μεταξύ των διασκορπισμένων κατόχων ομολόγων, οι χώρες χρησιμοποίησαν έναν συνδυασμό τριών μηχανισμών:

Πρώτον, μια προσέγγιση που είναι ιδιαίτερα αξιόπιστη όταν μια προσφορά ανταλλαγής ακολουθεί μια πτώχευση, όπως συνέβη στη Ρωσία (2000), στην Αργεντινή (2005) και σε ορισμένες άλλες περιπτώσεις, η αποδυνάμωση των ομολογιούχων. Σε ορισμένες ανταλλαγές, όπως στο Εκουαδόρ (2000) και την Ουρουγουάη (2003), οι χώρες περιέκοψαν την νομική προστασία των ομολογιούχων, εκμεταλλευόμενοι το γεγονός ότι οι ρήτρες αθέτησης στις συμβάσεις ομολόγων μπορούν γενικά να τροποποιηθούν με απλή πλειοψηφία (Buchheit και Gulati, 2000).

Δεύτερον και λιγότερο συχνά, «ρήτρες συλλογικής δράσης» που επιτρέπουν σε μια ειδική πλειοψηφία των πιστωτών να αλλάξουν τους όρους πληρωμής των ομολόγων ενάντια στην αντίθεση μιας ομάδας συμμετοχών.

Τέλος, τα νομικά μέσα και ρήτρες που προσφέρουν πλεονέκτημα στους ομολογιούχους, των οποίων οι τίτλοι υπόκεινται σε αναδιάρθρωση σε μελλοντικές κρίσεις κρατικού χρέους. Αυτό μπορεί να επιτευχθεί με τις λεγόμενες «εξουσιοδοτήσεις εξόδου» (exit consents), που αποδυναμώνουν τη θέση των πιστωτών σε απόλυτους και σχετικούς όρους, ή προσφέροντάς τους μετρητά, εξασφαλισμένα χρεόγραφα, τίτλους που έχουν εκδοθεί από πιο αξιόπιστο δανειολήπτη ή τίτλους που είναι πιο δύσκολο να αναδιρθρωθούν και, συνεπώς, de facto ανώτεροι. Παραδείγματα περιλαμβάνουν τα εξασφαλισμένα «ομόλογα Brady», που προσφέρονται στους πιστωτές των τραπεζών που είχαν υποστεί αθέτηση υποχρέωσης κατά τη δεκαετία του 1980 και στην ανταλλαγή χρεών της ρωσικής κυβέρνησης το 2000, η οποία αντικατέστησε το χρέος μιας κρατικής τράπεζας με ευρωομόλογα οφειλόμενα απευθείας από τη ρωσική κυβέρνηση και εκδοθέντα βάσει αλλοδαπού δικαίου.

Η πρόταση του Ιουλίου 2011 ήταν μια προσπάθεια να ασχοληθεί με τους free riders μόνο μέσω του τελευταίου μηχανισμού, προσφέροντας μια αναβάθμιση από το ελληνικό δίκαιο στο αγγλικό δίκαιο σε συνδυασμό με το εγγυημένο κεφάλαιο. Ακόμα και αφού οι επίσημοι πιστωτές αποφάσισαν τον Οκτώβριο του 2011 για το "ισχυρότερο PSI", η ιδέα παρέμεινε αυτή της ανάληψης μιας «καθαρά εθελοντικής» ανταλλαγής χρεών, στηριζόμενη μόνο σε θετικά κίνητρα συμμετοχής. Τον Ιανουάριο του 2012, ωστόσο,

κατέστη σαφές ότι υπήρχε πρόβλημα με αυτήν την προσέγγιση: η προσφορά συνδυασμού κινήτρων σε μετρητά και επιπρόσθετων ασφαλειών δεν θα επαρκούσε από μόνη της να αντιμετωπίσει τους free riders, που διαθέτουν αρκετά βραχυπρόθεσμα ομόλογα. Από τη στιγμή που θα επιτυγχάνονταν μια εθελοντική ανταλλαγή, οι κάτοχοι βραχυπρόθεσμων ομολόγων είναι πολύ πιθανό να εξοφληθούν πλήρως, ακόμη και αν η απαίτησή τους είναι χαμηλότερη από το νέο χρέος, καθώς η πιθανότητα μιας νέας κρίσης του χρέους κατά τη σύντομη περίοδο μεταξύ ανταλλαγής και λήξης είναι πολύ χαμηλή. Ως εκ τούτου, φαινόταν πολύ απίθανο οι κάτοχοι του ομολόγου ύψους 14,5δισ € που έληγε το Μάρτιο, να συμφωνήσουν στην ανταλλαγή (Gulati και Zettelmeyer, 2012a).

Το τελικό αποτέλεσμα ήταν ότι η Ελλάδα βασίστηκε και στους τρεις προαναφερθέντες μηχανισμούς, αν και με διαφορετική έμφαση και με νέους τρόπους:

Πρώτον, και το σημαντικότερο, εισήγαγε έναν ισχυρό μηχανισμό συλλογικής δράσης. Τον Φεβρουάριο του 2012, το ελληνικό κοινοβούλιο ενέκρινε το νόμο περί ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου, το οποίο του επέτρεψε να επιβάλει νέους όρους πληρωμής με τη συμφωνία των δύο τρίτων των σταθμισμένων με ονομαστική αξία ψήφων των πιστωτών. Σε αντίθεση με τα αγγλοσαξονικά ομόλογα, το όριο αυτό εφαρμόστηκε σε ομόλογα και όχι μόνο σε ομολογιακό δάνειο, υπό την προϋπόθεση ότι θα έχει απαρτία τουλάχιστον 50 τοις εκατό της ονομαστικής αξίας των ομολογιούχων. Αυτό το χαρακτηριστικό αποδείχθηκε ζωτικής σημασίας για το αποτέλεσμα της ανταλλαγής ομολόγων, καθώς επέτρεψε την αναδιάρθρωση του 100% των κρατικών ομολόγων που εκδόθηκαν υπό το ελληνικό δίκαιο, τα οποία αποτελούσαν τα ίδια το 86% του συνόλου των ομολόγων της αναδιάρθρωσης.

Δεύτερον, η δέσμη των νέων χρεογράφων σχεδιάστηκε για να είναι όσο το δυνατόν πιο ελκυστική για ένα συγκεκριμένο κούρεμα, απέναντι ομολογιούχους που δικαιολογημένα φοβούνταν, ότι ο κίνδυνος ελληνικής αθέτησης χρέους θα παραμείνει υψηλός ακόμα και μετά από ένα επιτυχές PSI. Οι συνέπειες των δύο τελευταίων χαρακτηριστικών, ήταν η δέσμευση της Ελλάδας σε μια πιο επιθετική στάση απέναντι σε περίπτωση μελλοντικής αθέτησης, πράγμα που ανάγκασε τους ομολογιούχους να προτιμήσουν μια ανταλλαγή τώρα. Αντιμέτωποι με την επιλογή της αθέτησης των «παλαιών» ελληνικών ομολόγων, των οποίων οι όροι θα μπορούσαν να αλλάξουν με πράξη του κοινοβουλίου, ή με νέα ομόλογα, που σε περίπτωση αθέτησης θα έφερναν την ελληνική κυβέρνηση αντιμέτωπη με αλλοδαπά δικαστήρια και το EFSF, σίγουρα η δεύτερη επιλογή ήταν προτιμητέα.

Τέλος, αν και η ελληνική κυβέρνηση δεν έπαψε να φαίνεται ως μη καταναγκαστική τόσο πριν και όσο και κατά τη διάρκεια της ανταλλαγής ομολόγων - για παράδειγμα, η πρόσκληση της 24ης Φεβρουαρίου αναφέρεται στην ανταλλαγή ως «εθελοντική συναλλαγή διαχείρισης υποχρέωσης μέσω εθελοντικής ανταλλαγής ομολόγων» - την τελευταία στιγμή, υιοθέτησε έναν πιο σκληρό τόνο απέναντι σε ενδεχόμενα εμπόδια. Στις 5 Μαρτίου, μόλις τρεις ημέρες πριν από τη λήξη της προθεσμίας ανταλλαγής, η Ελλάδα δημοσίευσε ένα δελτίο τύπου που ανέφερε ότι «το οικονομικό πρόγραμμα της Ελλάδας δεν προβλέπει την ύπαρξη κονδυλίων για πληρωμές σε πιστωτές του ιδιωτικού τομέα που δεν συμμετέχουν στο PSI». Ο υπουργός Οικονομικών Ευάγγελος Βενιζέλος



ανέφερε χαρακτηριστικά ότι «όποιος πιστεύει ότι θα κρατήσει τα παλαιά ομόλογα και θα αποπληρωθεί πλήρως, πιστεύει λάθος» (Reuters, 5 Μαρτίου 2012) .

Αν και είναι αδύνατο να διακριβωθεί σε ποιο βαθμό είτε η αναβάθμιση της «ασφάλειας» είτε ο φόβος των διακρίσεων στην εξυπηρέτηση παλαιών- νέων τίτλων συνέβαλε στην επιτυχία του PSI, είναι σαφές ότι η αναβάθμιση της ασφάλειας θεωρήθηκε απαραίτητη εκ των προτέρων, και ότι και τα δύο έπαιξαν σημαντικό ρόλο εκ των υστέρων. Μια τυπική δέσμευση των μελών της επιτροπής πιστωτών δεν θα ήταν αρκετή για να διασφαλιστεί ότι θα τηρηθεί το όριο πλειοψηφίας των δύο τρίτων, που καθορίζεται από τον ελληνικό νόμο περί ομολογιών. Με βάση τα παραπάνω, πάνω από το 82% των ομολογιούχων που εκδόθηκαν υπό το ελληνικό δίκαιο αντάλλαξαν τα ομόλογά τους, και ένα επιπλέον 3,3% τοις εκατό ψήφισαν υπέρ της τροποποίησης, υπερβαίνοντας κατά πολύ τα περιουσιακά στοιχεία των ιδρυμάτων, που ήταν είτε μέλη της επιτροπής πιστωτών είτε για άλλους λόγους «ευαίσθητα» στην κρατική πίεση . Επομένως, πρέπει να υπήρχε ένα σημαντικό ποσοστό πιθανών free riders (ίσως 20 -30% του παλαιού χρέους), που επέλεξαν τελικά την ανταλλαγή των ομολόγων που είχαν στην κατοχή τους.

### 3.4. ΟΙ ΡΗΤΡΕΣ CACs ΚΑΙ Ο ΡΟΛΟΣ ΤΟΥΣ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΡΑΓΜΑΤΟΠΟΙΗΣΗ ΤΟΥ PSI

Ο όρος CACs προέρχεται από τα αρχικά Collective Action Clauses και πρόκειται για ρήτρες που προβλέπουν ότι από τη στιγμή που ένα συγκεκριμένο ποσοστό ομολογιούχων, που έχει οριστεί για αυτό το σκοπό, συμφωνήσει σε μία αναδιάρθρωση κρατικού χρέους, τότε ακολουθούν υποχρεωτικά και οι υπόλοιποι κάτοχοι των ομολόγων.

Καθ'όσον οι διαπραγματεύσεις για την εθελοντική ανταλλαγή των ελληνικών ομολόγων δεν ευδοκίμουςαν, η ενεργοποίηση των CACs φάνηκε να είναι ένα από τα μέσα που χρησιμοποιήθηκαν, έτσι ώστε να υπάρξει αποτέλεσμα, με όριο συμμετοχής που τοποθετήθηκε στο 75% των ιδιωτών κατόχων του ελληνικού χρέους. Σε πρώτη φάση, το ζήτημα δε φάνηκε να είναι τόσο απλό, καθώς υπήρξαν σοβαρά νομικά προβλήματα προς επίλυση. Στο ελληνικό δίκαιο αυτή τη στιγμή δεν υπήρχε κάποια αντίστοιχη νομοθεσία που να προβλέπει τα CACs. Αυτό σήμαινε πως η τότε κυβέρνηση θα όφειλε να προωθήσει σχετικό νόμο, ώστε να μπορέσει να τα εφαρμόσει. Τελικά οι ρήτρες CACs ενεργοποιήθηκαν με σχετική πράξη του Υπουργικού Συμβουλίου.

Ένα βασικό ζήτημα που ανέκυψε, ήταν ένα «γενναίο» κούρεμα στα ελληνικά ομόλογα θα μπορούσε να συμφωνηθεί ως «προαιρετικό», αποφεύγοντας έτσι ένα πιστωτικό γεγονός, που θα ενεργοποιούσε τις συμβάσεις αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου (CDS). Οι αξιωματούχοι της Ευρωζώνης επέμειναν σε μια εθελοντική ανταλλαγή, προκειμένου να αποφύγουν ένα πτωχευτικό γεγονός, το οποίο θα συνεπαγόταν μια καταναγκαστική αναδιάρθρωση. Η επιμονή τους αυτή οφείλονταν περισσότερο είχε στο «στίγμα της αποτυχίας» και την «επιβράβευση των κερδοσκόπων», οι οποίοι θα λάμβαναν και την ανταμοιβή των συμβολαίων CDS, παρά σε κάποιο οικονομικό σκεπτικό. Εξάλλου, η ECB είχε διαβεβαιώσει ότι δεν θα μπορούσε να δεχθεί ως εγγύηση τα ομόλογα μιας χώρας που έχει πτωχεύσει, και έτσι ήταν έντονα αντίθετη σε μια διαδικασία αναγκαστικής αναδιάρθρωσης. Η ECB επίσης επέμεινε ότι τα 40-50δισ € ελληνικών ομολόγων, που είχε αγοράσει στη δευτερογενή αγορά στα πλαίσια του SMP (*Securities Markets Programme*) σε μια μάταιη προσπάθεια σταθεροποίησης της αγοράς, θα έπρεπε να αποκλειστούν από το «κούρεμα» με βάση το επιχείρημα ότι το PSI αφορούσε μόνο τους ιδιώτες ομολογιούχους και όχι θεσμικούς παράγοντες. Ωστόσο, αυτή η άποψη παρέβλεπε τις νομικές επιπλοκές που θα προέκυπταν, αν ήταν το ίδιο ομόλογο είχε διαφορετική μεταχείριση ανάλογα με τον κάτοχο, ιδιώτη ή διεθνή οργανισμό. Σύμφωνα με δημοσιεύματα εκείνης της περιόδου, τα ομόλογα που διατηρούσε η ECB πιθανόν να συμπεριλαμβάνονταν στην αναδιάρθρωση, αλλά με χαμηλότερο «κούρεμα» της τάξης του 20-30%, δηλαδή τη μέση έκπτωση στην οποία ECB απέκτησε τα ομόλογα από τη δευτερογενή αγορά, έτσι ώστε να μηδενιστεί η απώλεια κεφαλαίου για αυτήν. Στο τέλος όμως, συμφωνήθηκε πως η ECB θα εξοφληθεί στην πλήρη ονομαστική αξία των ομολογίων που κατείχε. Μάλιστα, για να αποφευχθούν δικαστικές διαμάχες που θα προκαλούσαν οι ιδιώτες ομολογιούχοι για τη διαφορετική αυτή αντιμετώπιση, αποφεύχθηκαν με τη λύση της αλλαγής των

Διεθνών Αριθμών Αναγνώρισης ασφαλείας (ISIN) των ελληνικών ομολόγων της ECB και τη μετατροπή τους σε διαφορετική ασφάλεια. (Xafa, Life after Debt, 2013).

Οι τότε συμμετέχοντες στην αγορά φοβούνταν ότι θα εισήγαγε η Ελλάδα υποχρεωτικές ρήτρες συλλογικής δράσης (CAC) σε ομόλογα εκδοθέντα κατά το εσωτερικό δίκαιο, με επακόλουθο μια βίαιη πυροδότηση CDS και ανάληψη 100%. Σημείωσαν ότι μια ελληνική αθέτηση θα είχε μεγάλο αντίκτυπο στις διαθέσεις των κερδοσκόπων για το ιταλικό και ισπανικό χρέος. Η σκέψη ήταν πως εάν η Ελλάδα είχε τη δυνατότητα μέσω μιας αλλαγής στην εγχώρια νομοθεσία να προκαλέσει μια ακούσια ανταλλαγή ομολόγων, οι διαχειριστές κινδύνου δεν θα έπρεπε πλέον να δέχονται τίτλους της Ιταλίας ή της Ισπανίας σε οποιαδήποτε ρεαλιστική απόδοση.

Η αρμόδια επιτροπή της ISDA, στην οποία μετέχουν εκπρόσωποι διεθνών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, έκρινε ότι η ενεργοποίηση της ρήτρας CACs, την οποία επέβαλε στη διαδικασία η ελληνική κυβέρνηση, προσέδωσε στο «κούρεμα» χαρακτήρα υποχρεωτικής συμμετοχής και ως εκ τούτου δεσμεύει όλους τους κατόχους ελληνικών ομολόγων. Ως αποτέλεσμα, «περιορίζει το δικαίωμα όλων των κατόχων των ελληνικών ομολόγων να αποπληρωθούν», αναφέρει η ανακοίνωση που εξέδωσε η ISDA. Η εξέλιξη αυτή με τη σειρά της ενεργοποίησε τα ασφάλιστρα κινδύνου έναντι χρεοκοπίας, γνωστά ως CDS, αλλά το γεγονός αυτό ήταν μάλλον αναμενόμενο. Η δημοπρασία των CDS ορίστηκε για τις 19 Μαρτίου, προκειμένου να καθοριστεί η τιμή ανάκτησης της αρχικής αξίας των ομολόγων. (txxs.gr/news/ellada). Σύμφωνα με το Reuters η αξία των CDS επί των ελληνικών ομολόγων ήταν στα 3,2δισ , ενώ, ο τότε Υπουργός Οικονομικών, Ευάγγελος Βενιζέλος μιλώντας στη Βουλή, τα αποτίμησε σε λιγότερο από 5δισ €, ποσό που και πάλι είναι απίθανο να αποτελέσει συστημική απειλή. Η απόφαση της ISDA δεν επηρέασε καθόλου και την πορεία ολοκλήρωσης του PSI. Η ενεργοποίηση των ασφαλιστρών κινδύνου έναντι χρεοκοπίας της Ελλάδας αφορούσε αποκλειστικά τις τράπεζες που είχαν πουλήσει CDS σε επενδυτές.

Με κάποιες εξαιρέσεις, και οι δεκαεπτά κάτοχοι ομολόγων στους οποίους δόθηκε η πρόσκληση συμμετοχής στο PSI έλαβαν επίσης και μια «πρόσκληση συγκατάθεσης», στην οποία τους ζητήθηκε να ψηφίσουν για την τροποποίηση των ομολόγων που επέτρεψαν στην Ελλάδα να ανταλλάξει τα ομόλογα για τη νέα δέσμη αξιών. Οι ομολογιούχοι που δέχτηκαν την προσφορά θεωρήθηκαν ταυτόχρονα ότι θα ψήφισαν και υπέρ της τροπολογίας. Ωστόσο, οι κάτοχοι ομολόγων που αγνόησαν ή απέρριψαν την προσφορά ανταλλαγής, θεωρήθηκαν ότι ψήφισαν κατά της τροπολογίας μόνο εφόσον υπέβαλαν ειδικό υπόμνημα για το σκοπό αυτό.

Οι κανόνες αποδοχής της τροπολογίας διέφεραν σημαντικά ανάλογα με το εφαρμοστέο δίκαιο. Περίπου 20δισ € σε κρατικά και εγγυημένα από το Δημόσιο ομόλογα - λίγο κάτω από 10% της επιλέξιμης ονομαστικής αξίας - είχαν εκδοθεί υπό το αγγλικό δίκαιο. Για τα ομόλογα αυτά, οι κανόνες τροποποίησης ορίστηκαν από τις ρήτρες CACs που περιέχονταν στις αρχικές συμβάσεις ομολόγων και ψηφίστηκαν ομόλογο προς ομόλογο. Αντίθετα, η μεγάλη πλειοψηφία των κρατικών ομολόγων της Ελλάδας που είχαν εκδοθεί κατά το ελληνικό δίκαιο και ανέρχονταν στα 177,3δισ € δηλαδή πάνω από το 86% του επιλέξιμου χρέους, δεν περιείχαν τέτοιες ρήτρες

συλλογικής δράσης, πράγμα που σήμαινε πως τα ομόλογα αυτά θα μπορούσαν να αναδιάρθρωθούν μόνο με την ομόφωνη συγκατάθεση όλων των κατόχων ομολόγων. Ωστόσο, επειδή εκδόθηκαν σύμφωνα το εγγώριο δίκαιο, οι συμβάσεις ομολόγων οι ίδιες θα μπορούσαν να τροποποιηθούν με τη θέσπιση νόμου κατά το ίδιο εσωτερικό δίκαιο για το σκοπό αυτό. Θεωρητικά, η Ελλάδα θα μπορούσε να χρησιμοποιήσει αυτό το μέσο για να νομοθετήσει απλώς διαφορετικούς όρους αποπληρωμής ή να ιδιοποιηθεί την εξουσία να ανταλλάσσει τα ομόλογα με τους νέου τίτλους, αλλά μια τέτοια κίνηση θα μπορούσε να θεωρηθεί ως απαλλοτρίωση των δικαιωμάτων των ομολογιούχων, και θα μπορούσε να προσβληθεί στη βάση του ελληνικού Συντάγματος, της Ευρωπαϊκής Σύμβασης Ανθρωπίνων Δικαιωμάτων και τις αρχές του εθιμικού διεθνούς δικαίου.

Αντ' αυτού, ψηφίστηκε από τη Βουλή ο Νόμος 4050/2012 το Φεβρουάριο του 2012, που επέτρεπε την αναδιάρθρωση των ελληνικών ομολόγων με τη συγκατάθεση ειδικής πλειοψηφίας, με βάση την απαρτία των ψήφων, που αντιπροσωπεύουν το 50% της ονομαστικής αξίας συνδυαστικά με ένα κατώτατο όριο συγκατάθεσης των δύο τρίτων των συμμετεχόντων στην ψηφοφορία. Είναι σημαντικό ότι αυτή η απαρτία και το κατώτατο όριο ισχύουν για το σύνολο των ελληνικών κρατικών ομολόγων που εκκρεμούν και όχι για συγκεκριμένες παρτίδες ομολόγων. Ενώ λοιπόν αυτή η «αναβαθμισμένη» ρήτρα CAC έδωσε συλλογικά στη διάθεση των ομολογιούχων λόγο σχετικά με την αναδιάρθρωση, ο οποίος ήταν σχεδόν ανάλογος με εκείνον που παρέχεται στους ομολογιούχους του αγγλικού δικαίου, το μέγεθος που θα χρειαζόταν να αγοράσουν οι κάτοχοι των ομολόγων μια δεσμευτική θέση, ήταν τόσο υψηλό, ώστε κατέστησε αδύνατο σε μεμονωμένους ομολογιούχους ή συνασπισμούς ομολογιούχων να εμποδίσουν την αναδιάρθρωση.

Η προσφορά εξαρτιόταν πρώτον από την παραλαβή από την Ελλάδα των τίτλων του EFSF που έπρεπε να παραδοθούν στους πιστωτές κατά την ανταλλαγή (η οποία με τη σειρά της εξαρτιόταν από την ολοκλήρωση κάποιων προηγούμενων ενεργειών στο πλαίσιο του ελληνικού προγράμματος που χρηματοδοτήθηκε από το IMF και την ΕΕ), και δεύτερον την πλήρωση του ελάχιστου ορίου συμμετοχής, σύμφωνα με την οποία η προτεινόμενη ανταλλαγή και οι τροποποιήσεις δεν θα προχωρούσαν εάν επρόκειτο να επιτευχθεί αναδιάρθρωση κάτω του 75% της ονομαστικής αξίας. Χρησιμοποιήθηκαν οι ίδιοι όροι με τις περισσότερες προσφορές ανταλλαγής χρεών από τα μέσα της δεκαετίας του 1990, ώστε να καθησυχαστούν οι κάτοχοι των ομολόγων ότι δεν θα καταλήξουν με μικρότερη και ενδεχομένως μη ρευστοποιημένη αξίωση, σε περίπτωση που η πλειοψηφία των ομολογιούχων επέλεγε να μη δεχτεί την προσφορά (G. Zettelmeyer, Ch. Trebesch, M. Gulati, *The Greek Restructuring, an Autopsy*, 2013).

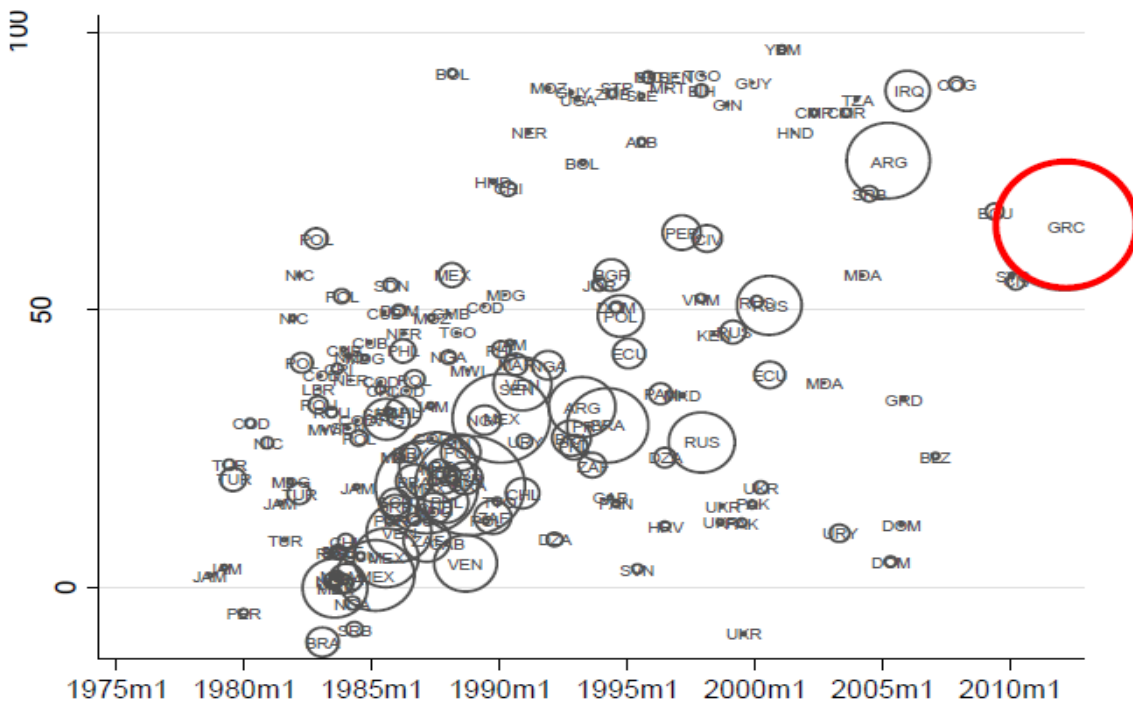
Τελικά η Ελλάδα σημείωσε τη μεγαλύτερη μείωση χρέους στην παγκόσμια ιστορία. Όπως ανακοινώθηκε, το ποσοστό συμμετοχής των ιδιωτών που κατείχαν ελληνικά ομόλογα στη διαδικασία κουρέματος, ανήλθε αρχικά σε ποσοστό 85,8% - χωρίς να ενεργοποιηθούν οι ρήτρες συλλογικής δράσης CACs. Μετά την ενεργοποίηση των τελευταίων το ποσοστό υλοποίησης του PSI έφτασε το 95,7%. Με το ποσοστό κουρέματος των ελληνικών ομολόγων στο 53,5% της ονομαστικής τους αξίας, διεγράφησαν συνολικά 90,53δισ € από το ελληνικό χρέος.

Ο λόγος για τον οποίο το ποσοστό δεν έφτασε στο απόλυτο του 100% είναι πως δεν συυπολογίστηκαν κάποια από τα ομόλογα στην κατοχή των ΔΕΚΟ ([www.protothema.gr/economy](http://www.protothema.gr/economy)).

Who paid the Greek PSI						
	CY	GR	Germany	Belgium	France	Portugal
PSI losses (bil €)	4,14	24,3	3,6	2,1	5,04	0,42
% GDP	23.03	11.65	0.14	0.56	0,25	0,25

**Πίνακας 9: Απώλειες από το PSI των μεγαλύτερων οικονομιών της Ευρωζώνης**  
Πηγή: Rib& Sea

Figure 3: Haircut and Size of the Greek Exchange Offer in Historical Perspective



Note: the figure plots the size of the present value haircut, using the methodology described in the text, for Greece (2012) and 180 restructuring cases from 1975 until 2010. The circle sizes represent the volume of debt restructured in real US\$, deflated to 1980 (excluding holdouts). For Greece, we use the haircut estimate of 64.8% (column 1 in Table 1) and the exchange volume of US\$ 199.2 billion (excluding holdouts). The source of the historical estimates is Cruces and Trebesch (2011).

**Διάγραμμα 17: Παρούσα Αξία Χρέους που «κουρεύτηκε» σε σχέση με προηγούμενες Αναδιαρθρώσεις** Πηγή: Financial Times



### 3.5. ΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΤΟΥ PSI

Το PSI είχε πολυεπίπεδα αποτελέσματα και αφορά κάθε τομέα της ελληνικής οικονομίας, πρώτιστα βέβαια την αγορά ομολογών και τους επενδυτές, τις τράπεζες και τα ασφαλιστικά ταμεία..

Ως προς το δημόσιο χρέος και την αγορά ομολόγων:

Μετά την ολοκλήρωση του PSI και του δεύτερου πακέτου διάσωσης, η Ελλάδα εισήλθε σε περίοδο μεγάλης οικονομικής και πολιτικής αβεβαιότητας. Οι νέες τιμές των GGB καταβαραθρώθηκαν εν όψει των εκλογών της 17ης Ιουνίου 2012, καθώς η δημόσια στήριξη των πιστωτών προς την Ελλάδα υποχωρούσε, και οι αναλυτές της αγοράς έδιναν μεγάλες πιθανότητες για έξοδο της χώρας από την Ευρωζώνη. Ο τρομερής κυβερνητικός συνασπισμός (ΝΔ, ΠΑΣΟΚ, ΔΗΜΑΡ) σχηματίστηκε με εντολή να διασφαλίσει το μέλλον της Ελλάδας στην Ευρωζώνη, αλλά η επιφυλακτικότητα παρέμεινε εξαιτίας των προσκομμάτων στις ενδοκυβερνητικές διαπραγματεύσεις για την επίτευξη συμφωνίας σχετικά με τις περικοπές δημοσιονομικών δαπανών, που είχαν επιβληθεί από το δεύτερο πακέτο διάσωσης. Οι καθυστερήσεις στην εφαρμογή των συμφωνηθέντων μέτρων και μια βαθύτερη από την αναμενόμενη ύφεση οδήγησαν μέχρι τα τέλη Οκτωβρίου 2012 το πρόγραμμα σε παρέκκλιση. Κατά τις διαπραγματεύσεις με την τρόικα, η διαδικασία δημοσιονομικής προσαρμογής επεκτάθηκε κατά δύο έτη έως το 2016, με αντίστοιχη αύξηση, τόσο της προσπάθειας δημοσιονομικής εξυγίανσης όσο και της χρηματοδότησης των προγραμμάτων διάσωσης κατά τα τελευταία έτη. Το αναθεωρημένο σχέδιο συνεπάγονταν ότι η αναβολή του απαιτούμενου στόχου πρωτογενούς πλεονάσματος 4,5% όφειλε να διασφαλίζει με κάθε τρόπο τη βιωσιμότητα του χρέους από το 2014 έως το 2016.

Με τις προοπτικές για βιωσιμότητα του χρέους να υπολείπονται σημαντικά από τις προβλεπόμενες συνθήκες, σύμφωνα με το πρόγραμμα που συμφωνήθηκε μόλις τον Μάρτιο του 2012, κατά τα τέλη Νοεμβρίου του ίδιου έτους το Eurogroup αποφάσισε να χορηγήσει μια ελάφρυνση του χρέους στην Ελλάδα, μέσω:

- αναβολής στις πληρωμές τόκων που οφείλονταν στο EFSF,
- της περαιτέρω μείωσης του περιθωρίου επιτοκίου στα διμερή διακρατικά δάνεια, που χρηματοδότησαν το πρώτο πακέτο διάσωσης (το «Ελληνικό Δάνειο» - Greek Facility) από 150bps σε 50bps,
- της μείωσης των επιτοκίων για τα δάνεια EFSF,
- της ακύρωσης της δέσμευσης εγγύησης του EFSF, η οποία επέκτεινε τις ωριμάνσεις των δανείων του EFSF και Ελληνικού Δανείου (GLF), και
- της μεταβίβασης στην Ελλάδα των εσόδων της ECB από τους τίτλους που είχε αγοράσει στο πλαίσιο του προγράμματος σταθεροποίησης SMP και την πώλησή τους στη δευτερογενή αγορά, αρχής γενομένης το 2013.

Η ως άνω ελάφρυνση του χρέους θα παρέχονταν με σταδιακό τρόπο, υπό τον όρο της πλήρους εφαρμογής του δεύτερου μνημονίου και των συμφωνηθέντων μέτρων δημοσιονομικής προσαρμογής.



Συνολικά, αυτά τα μέτρα συνέβαλαν με 8,6δισ € πρόσθετη χρηματοδότηση κατά την περίοδο 2013-2016 και μείωσαν προοπτικά το χρέος κατά 7,2% του ΑΕΠ έως το 2020. Η εφαρμογή όμως των παραπάνω επίσημων μέτρων ελάφρυνσης του χρέους που συμφωνήθηκαν στο πλαίσιο του Eurogroup του Νοεμβρίου του 2012 θα άφηνε τον δείκτη χρέους της Ελλάδας πολύ πάνω από τον αρχικό στόχο του 120% του ΑΕΠ μέχρι το 2020.

Υπό αυτά τα δεδομένα το Eurogroup συμφώνησε, κατόπιν πρότασης των ελληνικών αρχών, σε ένα πρόγραμμα εξαγοράς χρεών που θα μπορούσε ενδεχομένως να μειώσει την αναλογία του χρέους κατά δέκα ποσοστιαίες μονάδες επί του ΑΕΠ δηλ 20δισ €. Σύμφωνα με το σχέδιο, ο Οργανισμός Διαχείρισης του Ελληνικού Δημοσίου Χρέους PDMA (*Public Debt Management Agency*) θα διεξήγαγε μια αντίστροφη δημοπρασία για να επαναγοράσει μέρος των νέων GGBs, ώστε να επωφεληθεί από τη σημαντική έκπτωση που επικρατούσε στη δευτερογενή αγορά. Η διαγωνιστική διαδικασία για την εξαγορά του χρέους ολοκληρώθηκε στις 11 Δεκεμβρίου, μόλις δύο ημέρες πριν από την εκταμίευση της δεύτερης δόσης της ΕΕ του δεύτερου πακέτου διάσωσης. Περίπου το ήμισυ των GGBs αξίας 62δισ € που εκδόθηκαν τον Μάρτιο στο πλαίσιο του PSI προσφέρθηκαν κατά τη διαδικασία επαναγοράς. Η Ελλάδα επισήμως δέχθηκε δάνεια ύψους 31,9δισ €, που προσφέρθηκαν με κόστος 11,3δισ €, συμπεριλαμβανομένων των δεδουλευμένων τόκων, με αντάλλαγμα εξαμηνιαίους τίτλους του EFSF. Με άλλα λόγια, η σταθμισμένη μέση τιμή ανερχόταν σε 33,8 σεντ ανά ευρώ ονομαστικής αξίας των νέων GGBs, παρέχοντας έτσι σημαντική ελάφρυνση του χρέους, σύμφωνα με τον Οργανισμό Διαχείρισης Δημοσίου Χρέους.

Αν και η επαναγορά ομολόγων ήταν εθελοντική, δηλαδή οι ρήτρες συλλογικής δράσης τυπικά δεν ήταν υποχρεωτικές, οι ελληνικές τράπεζες παροτρύνονταν αν όχι να τους είχε ασκηθεί πίεση να κάνουν «το πατριωτικό τους καθήκον» για να εξασφαλιστεί ότι ένα επαρκές ποσοστό χρέους θα περικόπτονταν. Πράγματι, η διαγωνιστική περίοδος επεκτάθηκε για λίγες μέρες, ακριβώς για να επιτευχθεί αυτός ο στόχος. Οι ελληνικές τράπεζες είχαν καταχωρίσει στους ισολογισμούς τους τα νέα GGBs σε τιμή χαμηλότερη από την τιμή επαναγοράς τους, υποδηλώνοντας έτσι ότι δε θα χρειαστούν επιπλέον ανακεφαλαιοποίηση μετά από τη συμμετοχή τους στο PSI. Η χρηματοδότηση αυτής της ενέργειας πραγματοποιήθηκε μέσω μιας σειράς πρωτοβουλιών για την εξασφάλιση επαρκούς χρηματοδότησης του προγράμματος. Μέσω των πιο πάνω μέτρων συγκεντρώθηκε μια πρόσθετη χρηματοδότηση ύψους 12,5δισ € για την περίοδο 2013-2016. Τελικά, η καθαρή μείωση του χρέους που προέκυψε από την εξαγορά τίτλων ανήλθε σε 21,1δισ € (10,8% του ΑΕΠ), προσεγγίζοντας τον προβλεπόμενο λόγο χρέους προς ΑΕΠ του 120% μέχρι το 2020, χωρίς όμως και πάλι να τον επιτυγχάνουν. Το Eurogroup δεσμεύθηκε να προβεί σε πρόσθετες ενέργειες για την ελάφρυνση του χρέους, αν αυτό κρινόταν μελλοντικά απαραίτητο, προκειμένου να εξασφαλιστεί η βιωσιμότητα του χρέους, αφού η Ελλάδα θα κατόρθωνε πρωτογενές πλεόνασμα.

Μετά την εξαγορά χρέους, το εναπομείναν χρέος στα χέρια των κατόχων ομολόγων κατέληξε να είναι πολύ χαμηλότερο του αρχικού. Το χρέος της γενικής κυβέρνησης στην Ελλάδα ανήλθε σε 307δισ € στο τέλος του 2012, εκ των οποίων μόνο 36δισ € παρέμειναν να οφείλονται σε ομολογιούχους, γεγονός που σήμαινε πως εάν η Ελλάδα

χρειαζόταν περαιτέρω ελάφρυνση χρέους, αυτή θα προερχόταν κατά το πιθανότερο σενάριο από τους επίσημους πιστωτές. Η αθέτηση χρέους των νέων GGBs, τα οποία ανέρχονταν μόλις στο 12% του ακαθάριστου δημόσιου χρέους στο τέλος του 2012, θα κόστιζε λιγότερο από το 1% του ΑΕΠ ετησίως κατά τη διάρκεια της επόμενης δεκαετίας, άρα το κόστος δεν κρίνονταν δυσβάσταχτο. Οποιαδήποτε μελλοντική αναδιάρθρωση θα ήταν συνεπώς πιθανή μόνο με τη συμμετοχή του θεσμικών πιστωτών, που συγκροτούν το λεγόμενο επίσημο τομέα, ο οποίος μέχρι στιγμής είχε αποφύγει κάθε «κούρεμα» χρέους.

Οι κίνδυνοι σε αυτό το στάδιο ήταν κυρίως πολιτικοί. Οι αγορές παρέμειναν επιφυλακτικές ως προς την αποφασιστικότητα της ελληνικής κυβέρνησης για την ολοκλήρωση της διαδικασίας δημοσιονομικής εξυγίανσης και την προώθηση των αναγκαίων μεταρρυθμίσεων. Το γεγονός αυτό ήταν λογικό, στο βαθμό που επέμεναν οι ενδοκυβερνητικές διαφωνίες και επέτειναν τη στασιμότητα. Η «μεταρρυθμιστική κόπωση» που είχε παρατηρηθεί, θα μπορούσε να έχει ως καταστροφική συνέπεια την απόσυρση της ΕΕ και του IMF από το ελληνικό πρόγραμμα στήριξης, γεγονός που θα επέφερε απρόβλεπτες αλυσιδωτές αντιδράσεις. Βέβαια να σημειωθεί ότι οι αγορές είχαν υπερτιμήσει αυτό το ενδεχόμενο, καθώς τόσο η πολιτική ηγεσία της Ελλάδας όσο και η πλειοψηφία των πολιτών παρέμεναν σταθερά υπέρ της συμμετοχής της χώρας στο ενιαίο νόμισμα.

#### Ως προς τις τράπεζες:

Το 2011 οι συστημικές τράπεζες Εθνική Τράπεζα, Eurobank EFG, Alpha Bank και Τράπεζα Πειραιώς ανακοίνωσαν ζημιές ύψους 28,6δισ λόγω της συμμετοχής τους στο πρόγραμμα ανταλλαγής ομολόγων (PSI). Αποτέλεσμα ήταν η άμεση παρέμβαση του Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, το οποίο σε συνεργασία με την Τράπεζα της Ελλάδος προχώρησε σε κεφαλαιακή τους ενίσχυση κατά 18δισ €.

Κατόπιν της ενέργειας αυτής, οι τράπεζες εξασφάλισαν συνολικό δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας άνω του 8%, το όριο δηλαδή που τις καθιστά βιώσιμες και εξασφαλίζει τη χρηματοδότησή τους από την ECB. Παράλληλα, η έγγραφη δέσμευση του ανωτέρω Ταμείου για την κάλυψη των σχεδιαζόμενων αυξήσεων κεφαλαίων διευκόλυνε τους ορκωτούς εκλεκτές να χορηγήσουν πιστοποιητικά, στα οποία δεν διατύπωναν επιφυλάξεις για κινδύνους και αβεβαιότητες ως προς την οικονομική κατάσταση των τραπεζών. Οι ζημιές που κατέγραψαν οι τράπεζες ήταν αναπόφευκτες, λόγω της μεγάλης έκθεσής τους σε ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου. Η Εθνική Τράπεζα συμμετείχε στο PSI με κεφάλαια ύψους 14,8 δισ. ευρώ, η Eurobank EFG με 7,7 δισ. ευρώ, η Alpha Bank με 6δισ € (συμπεριλαμβανομένων 2,1δισ € δανείων ΔΕΚΟ που συμμετείχαν στο PSI) και η Τράπεζα Πειραιώς με 7,7δισ €. (Πηγή: Kathimerini.gr)

Το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας δεσμεύθηκε για τη συμμετοχή του με 6,9δισ € στην Εθνική Τράπεζα, 4,2δισ € στην Eurobank, 1,9δισ € στην Alpha Bank και 5δισ € στην Τράπεζα Πειραιώς.

Οι κεφαλαιακές ανάγκες για το σύνολο των ελληνικών εμπορικών τραπεζών εκτιμήθηκαν από την Τράπεζα της Ελλάδος το Μάιο του 2012 σε 40,5δισ €, εκ των οποίων τα 27,5δισ € αντιστοιχούν στις τέσσερις συστημικές τράπεζες. Τον Οκτώβριο του 2012, οι εκτιμήσεις των κεφαλαιακών αναγκών επανεκτιμήθηκαν με βάση τα προκαταρκτικά οικονομικά αποτελέσματα του πρώτου εξαμήνου του 2012, επιβεβαιώνοντας το μέγεθος των κεφαλαιακών αναγκών που είχε υπολογιστεί αρχικά με συντηρητικό τρόπο. Η Τράπεζα της Ελλάδος εκπόνησε επίσης, το Μάρτιο του 2012, μελέτη στρατηγικής αξιολόγησης του τραπεζικού τομέα. Οι μη συστημικές τράπεζες, όπως προβλέπεται από το Μνημόνιο του Δεκεμβρίου 2012, θα όφειλαν να ανακεφαλαιοποιηθούν από τον ιδιωτικό τομέα μέχρι το τέλος Απριλίου 2013. Για την εκτίμηση των κεφαλαιακών αναγκών των τραπεζών χρησιμοποιήθηκαν δύο μακροοικονομικά σενάρια, α) το βασικό και β) το δυσμενές, τα οποία αντανακλούσαν τη διαφαινόμενη για την περίοδο 2012-2014 εξέλιξη βασικών οικονομικών δεικτών όπως είναι ο ρυθμός ανόδου του πραγματικού ΑΕΠ, το ποσοστό ανεργίας, ο πληθωρισμός, οι τιμές ακινήτων κ.λπ. (Εκθεση για την Ανακεφαλαιοποίηση και Αναδιάρθρωση του Ελληνικού Τραπεζικού Τομέα, ΤτΕ, 2012).

Ως σημείο εκκίνησης χρησιμοποιήθηκαν τα κύρια βασικά ίδια κεφάλαια αναφοράς του Δεκεμβρίου του 2011, όπως υποβλήθηκαν από τις τράπεζες, και κατόπιν εκτιμήθηκε η εξέλιξή τους, λαμβάνοντας υπ' όψιν τους εξής παράγοντες:

- Ζημίες από τη συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα λόγω PSI, μετά την αφαίρεση των ήδη σχηματισμένων προς το σκοπό αυτό ειδικών προβλέψεων.
- Αναμενόμενες ζημίες πιστωτικού κινδύνου (*Credit Loss Projections - CLPs*) που βασίζονταν σε εκτιμήσεις της εταιρίας συμβούλων BlackRock Solutions, η οποία εκπόνησε διαγνωστική μελέτη για τα χαρτοφυλάκια εγχώριων δανείων των ελληνικών τραπεζών, της Τράπεζας της Ελλάδος, και της μεθοδολογίας που είχε εισάγει Ευρωπαϊκή Τραπεζική Αρχή (EBA) στην πανευρωπαϊκή προσομοίωση ακραίων καταστάσεων τον Ιούνιο του 2011.
- Εκτιμώμενη εσωτερική δημιουργία κεφαλαίου της περιόδου 2012-2014, σύμφωνα με τη συντηρητική θεώρηση των βασικών στοιχείων λειτουργικής κερδοφορίας, που προέβλεπαν τα υποβληθέντα από τις τράπεζες τριετή επιχειρησιακά σχέδια. Επιπλέον, συνεκτιμήθηκαν οι ενέργειες ενίσχυσης των κεφαλαίων που είχαν ολοκληρωθεί μέχρι το πέρας της άσκησης (Εκθεση για την Ανακεφαλαιοποίηση και Αναδιάρθρωση του Ελληνικού Τραπεζικού Τομέα, ΤτΕ, 2012).
- Η εκτιμώμενη κερδοφορία.
- Τέλος, προκειμένου να διασφαλιστεί ότι οι τράπεζες δεν υποβαθμίζουν το βαθμό έκθεσής τους σε κίνδυνο, τα σταθμισμένα για τον κίνδυνο στοιχεία ενεργητικού προσαρμόστηκαν βάσει της αυστηρότερης μεθοδολογίας της Τράπεζας της Ελλάδος.

Η διαδικασία ανακεφαλαιοποίησης των συστημικών τραπεζών περιελάμβανε τρία βήματα:

Πρώτον, τη μεταβατική ανακεφαλαιοποίηση (*bridge recapitalisation*) από το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, η οποία εκφραζόταν στην προκαταβολή έναντι των μελλοντικών αυξήσεων κεφαλαίου που είχαν προγραμματιστεί να υλοποιηθούν μέχρι τέλος Απριλίου του 2013. Η προκαταβολή αυτή ολοκληρώθηκε το Δεκέμβριο του 2012.

Δεύτερον, την έκδοση υπό αίρεση μετατρέψιμων χρηματοδοτικών μέσων (*contingent convertible bonds - CoCos*) μέχρι τέλος Ιανουαρίου του 2013. Τα ποσά καθορίστηκαν από τις τέσσερις συστημικές τράπεζες, όπως προέβλεπε το πλαίσιο ανακεφαλαιοποίησης. Το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας χρηματοδότησε αυτά μέσα εξ ολοκλήρου.

Τρίτον, την ολοκλήρωση των αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου έως τέλος Απριλίου του 2013, στις οποίες το Ταμείο ενείχε θέση εγγυητή.

Με βάση το ως άνω σχέδιο και σύμφωνα τα οριζόμενα στην Πράξη Υπουργικού Συμβουλίου της 9ης Νοεμβρίου 2012, οι ιδιώτες μέτοχοι θα είχαν τον έλεγχο των συστημικών τραπεζών, κατόπιν καταβολής ποσού τουλάχιστον ίσου με το 10% της αξίας των νέων κοινών μετοχών που εκδόθηκαν.

Προηγουμένως, τον Απρίλιο του 2012, είχαν διοχετευθεί στο Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας 25δισ € με τη μορφή ομολόγων του EFSF, ενώ το Μάιο του 2012, το Ταμείο χρηματοδότησε τις συστημικές τράπεζες με 18δισ € ως προκαταβολή έναντι μελλοντικών αυξήσεων κεφαλαίου, αποκαθιστώντας έτσι τους δείκτες φερεγγυότητάς τους, ώστε να πληρούν την υποχρέωση για Δείκτη Κεφαλαιακής Επάρκειας 8%.

#### Ως προς τα ασφαλιστικά ταμεία

Τα ασφαλιστικά ταμεία εντάχθηκαν στο PSI, ώστε να μην παραβιαστεί η ρήτρα *pari passu* και η νομιμότητα της όλης διαδικασίας του κουρέματος κατά 53,5 % σε ονομαστική αξία όλου του ελληνικού δημόσιου χρέους που κατείχε διεθνώς ο ιδιωτικός τομέας. Δεν γινόταν με άλλα λόγια να ενταχθούν στο PSI τα αυστριακά, γερμανικά κλπ ασφαλιστικά ταμεία και να εξαιρεθούν τα ελληνικά.

Οι ζημιές που κατέγραψαν τα ασφαλιστικά ταμεία λόγω του PSI ήταν 13,4δισ €, σύμφωνα με απάντηση της Τράπεζας της Ελλάδος σε σχετική ερώτηση που κατατέθηκε στη Βουλή. Όπως προκύπτει, όμως, από τα στοιχεία του Προϋπολογισμού, το κράτος επιχορηγούσε σταθερά τα ασφαλιστικά ταμεία με ποσά μεγαλύτερα από 10δισ € ετησίως από την έναρξη της κρίσης του 2010. Τα ασφαλιστικά ταμεία συγκεκριμένα έλαβαν 64δισ € κρατικής επιχορήγησης μεταξύ 2010-2014. (Πηγή: Στρατόπουλος, Protagon.gr.)

Τα Ταμεία είχαν στην κατοχή τους ομόλογα αξίας περίπου 22δισ €, και μέσω του PSI «κουρεύτηκαν» σχεδόν τα 14δισ €. Η περικοπή των ομολόγων των Ταμείων έγινε σε δύο φάσεις:

Αρχικά, στην πρώτη φάση του PSI (9-12 Μαρτίου 2012) το χαρτοφυλάκιο του Κοινού Κεφαλαίου, που διέθετε ομόλογα ονομαστικής αξίας 18,7δισ € υπέστη «κούρεμα» κατά 53,5%, δηλαδή χάθηκαν περίπου 9,3δισ €.

Στις 11 Απριλίου 2012 ολοκληρώθηκε η δεύτερη φάση του PSI, που περιελάμβανε τα ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου που διέπονταν από αλλοδαπό δίκαιο.

Ακόμη, τα ασφαλιστικά ταμεία είχαν επενδύσει με δική τους πρωτοβουλία σε ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου κεφάλαια τοποθετημένα εκτός του κοινού λογαριασμού στην Τράπεζα της Ελλάδος, τα οποία υπέστησαν ζημιές ύψους 3,4δισ €. Με το «κούρεμα» αυτά τα ποσά περιήλθαν λογιστικά το κράτος, το οποίο έχει την ευθύνη τους και εγγυάται την καταβολή των συντάξεων. Επρόκειτο δηλαδή για καθαρή μεταφορά λογιστικών εγγραφών. Μόνο όμως η καθαρή κρατική επιχορήγηση προς τα ασφαλιστικά ταμεία το 2012 έφτασε τα 17δισ €.

Το ότι η άποψη ση πως «τα αποθεματικά των ασφαλιστικών ταμείων εξανεμίστηκαν λόγω PSI» είναι τελικά μύθος, αποδεικνύεται επιπλέον από το εξής: Οι ετήσιες αποδόσεις αυτών των ομολόγων αξίας 22δισ €, που είχαν στα χαρτοφυλάκιά τους τα ταμεία, άγγιζαν το πολύ τα 700εκ €. Μετά το «κούρεμα» τα ίδια αυτά ταμεία έλαβαν χρηματοδότηση 4,5δισ € υπό την εγγύηση του EFSF. Η ελληνική κυβέρνηση είχε τότε ενθαρρύνει τις Διοικήσεις των ασφαλιστικών ταμείων να χρησιμοποιήσουν μέρος αυτών των 4,5δισ € για να αγοράσουν ελληνικά ομόλογα νέας έκδοσης που ήταν στην αγορά και πωλούνταν στο 15% της αξίας τους, ώστε να μεγιστοποιήσουν σε λίγους μήνες την αξία του χαρτοφυλακίου τους (είχε υπολογιστεί ότι μέσα σε τρεις μόλις μήνες θα ξαναέφταναν στο χαρτοφυλάκιο τους στα 22δισ €. Δυστυχώς μόνο το ΙΚΑ επέλεξε να ακολουθήσει αυτή τη συμβουλή, το μεγαλύτερο ταμείο, και κατόρθωσε να αποκαταστήσει τα ομόλογά του στο 130% (Ευάγγελος Βενιζέλος, 2015).

Φυσικά υπάρχουν και αντίθετες απόψεις, όπως το ότι τα ασφαλιστικά ταμεία καταστράφηκαν οικονομικά λόγω PSI ή και ότι δε θα έπρεπε να αποζημιωθούν καν, διότι είχαν ήδη καταρρεύσει από τις αναγκαστικές καταθέσεις των αποθεματικών τους στην ΤτΕ με 1.25% επιτόκιο, όταν τα εμπορικά επιτόκια, και κατά συνέπεια και ο πληθωρισμός, κυμαίνονταν στο 16-18%.

Σύμφωνα με τις προθεσμίες που έχουν τεθεί για τη χειρότερη περίπτωση

## Τα βήματα μέχρι την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών

### ΒΗΜΑ 1 Αξιολόγηση ποιότητας ενεργητικού (AQR)

**5 Αυγούστου:** Εναρξη  
**Τέλος Σεπτεμβρίου:**  
Ολοκλήρωση ποιοτικής αξιολόγησης των καρτοφυλακίων δανείων

ΚΥΡΙΑ ΕΠΟΠΤΕΥΟΥΣΑ  
ΑΡΧΗ  
SSM

### ΒΗΜΑ 2 Stress tests

**Μέσα Αυγούστου:** Εναρξη  
**20 Οκτωβρίου:** Δημοσίευση αποτελεσμάτων για τις κεφαλαιακές ανάγκες ανά τράπεζα

ΚΥΡΙΑ ΕΠΟΠΤΕΥΟΥΣΑ  
ΑΡΧΗ  
SSM

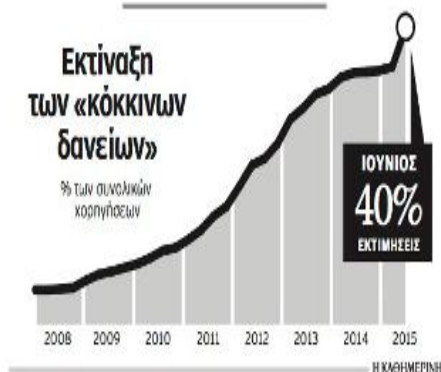
### ΒΗΜΑ 3 Ανακεφαλαιοποίηση

**Αρχές Νοεμβρίου:** Εναρξη διαδικασίας ανακεφαλαιοποίησης  
**Τέλος Δεκεμβρίου:**  
Ολοκλήρωση ανακεφαλαιοποίησης

ΚΥΡΙΑ ΕΠΟΠΤΕΥΟΥΣΑ  
ΑΡΧΗ  
SSM

#### ΤΕΛΙΚΟΣ ΕΛΕΓΧΟΣ

Ειδική ομάδα (CPMO) από στελέχη SSM, ΕΚΤ και ΤτΕ



**Πίνακας 10: Τα Στάδια Ανακεφαλαιοποίησης των Τραπεζών** Πηγή: Καθημερινή 2012



### 3.6. ΤΕΛΙΚΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ

Συμπερασματικά, λαμβάνοντας υπόψη τα όποια λάθη έγιναν, με πρωτίστως την απροθυμία της ECB να δεχτεί να συμμετέχει στην ανταλλαγή ομολόγων, αναγκαστική αναδιάρθρωση, το ελληνικό PSI απέδειξε ότι εντός της Ευρωζώνης μπορεί να ολοκληρωθεί αποτελεσματικά μια διαδικασία πτώχευσης, αρκεί να υπάρχουν τα κατάλληλα θεσμοθετημένα εργαλεία. Παράλληλα η πιθανότητα αθέτησης υποχρεώσεων είναι απαραίτητη για την επιβολή πειθαρχίας στις αγορές. Ο σχεδιασμός ενός προγράμματος προσαρμογής προϋποθέτει μια ανάλυση πιθανοτήτων σχετικά με τη βιωσιμότητα του δημοσίου χρέους, άρα είναι σημαντικό η άποψη αυτή να διαμορφωθεί εμπειριστατωμένα όσο το δυνατόν από νωρίς, και μάλιστα βάσει των αυστηρότερων δυνατών κριτηρίων.

Το ελληνικό PSI υπήρξε πρωτοφανές από την άποψη της χρήσης των προβλέψεων συνυπολογισμού, την προσπάθεια διασύνδεσης των επιστροφών των νέων ομολόγων και των αποπληρωμών σε πολυμερή, και της παροχής βέτο στους επίσημους πιστωτές σχετικά με τις αλλαγές στις προθεσμίες πληρωμής ομολόγων και την έκδοση νέων ομολόγων πέρα από ένα καθορισμένο μέγιστο.

Η ελληνική αναδιάρθρωση ήταν τόσο αναπόφευκτη όσο και επιτυχής με την έννοια της ομαλής, γρήγορης και σημαντικής ελάφρυνσης του χρέους. Ταυτόχρονα, μπορεί να υποβληθεί σε μια σειρά κριτικών. Το πιο σημαντικό, ήταν πολύ λίγη, πολύ αργά, ή και τα δύο, με φυσικό επακόλουθο να μην αποκατασταθεί πλήρως η βιωσιμότητα του χρέους της Ελλάδας. Το ερώτημα είναι αν αυτό αντανάκλα τυχόν αναπόφευκτα πολιτικά λάθη ή αναπόφευκτα εμπόδια - υπό την έννοια ότι η Ελλάδα και οι επίσημοι πιστωτές της αντιμετώπιζαν δύσκολες επιλογές και εφάρμοζαν την καλύτερη εφικτή εναλλακτική. Ο σχεδιασμός της ελληνικής αναδιάρθρωσης μπορεί να ερμηνευθεί ως μια προσπάθεια να αντιμετωπιστούν οι ομολογιούχοι όσο το δυνατόν πιο προσεκτικά, υπό την επιφύλαξη δύο σημαντικών περιορισμών που επιβλήθηκαν από την Τρόικα: πρώτον την επίτευξη του φιλόδοξου στόχου της ονομαστικής μείωσης του χρέους και δεύτερον τον αποκλεισμό των κεντρικών τραπεζών. Η ανταλλαγή ομολόγων μπορεί να μην εκλήφθηκε ως ιδιαίτερα «ευγενής» από τους κατόχους ομολόγων, που υπέστησαν ζημίες 65% ή και παραπάνω, ιδίως εάν συγκαταλέγονταν στην πλειοψηφία εκείνη, των οποίων οι δανειακές συμβάσεις τροποποιήθηκαν αναδρομικά από το ελληνικό κοινοβούλιο, προκειμένου να διευκολυνθεί η αναδιάρθρωση. Πέρα από αυτό όμως, οι αρχές παρέκλιναν από την πεπατημένη ώστε να μεγιστοποιήσουν τα πλεονεκτήματα και να ελαχιστοποιήσουν τις απώλειες. Χρησιμοποιώντας αυτή την προσέγγιση, η ανταλλαγή πέτυχε να ικανοποιήσει τους όρους που επέβαλε η τρόικα και συγχρόνως να αποφύγει την οικονομική κατάρρευση στην Ελλάδα και πέρα από αυτήν (με μία σημαντική βλάβη: οι μεγάλες ζημίες που προκλήθηκαν στις κυπριακές τράπεζες, οι οποίες σε αντίθεση με τους ελληνικούς αντισυμβαλλόμενους δεν αποζημιώθηκαν για την αναδιάρθρωση - ζημίες που σχετίζονται με το προϊόν). Αυτό δεν ήταν μικρό επίτευγμα.

Ταυτόχρονα, έγιναν αρκετά δαπανηρά λάθη, όσον αφορά το χρονοδιάγραμμα, το σχεδιασμό και την εκτέλεση της ανταλλαγής.

Πρώτον, η αναδιάρθρωση καθυστέρησε και όταν πραγματοποιήθηκε ήταν πολύ αργά. Ο χρόνος χάθηκε στις άκαρπες «μαλακές PSI» συζητήσεις, ενώ τα ομόλογα ήταν συνεχώς αποπληρώνονταν στο ακέραιο. Η εφαρμογή μιας βαθιάς αναδιάρθρωσης μέχρι τα μέσα του 2011 θα μπορούσε να έχει εξοικονομήσει τουλάχιστον 10δισ € σε αποπληρωμές ομολόγων μεταξύ Ιουλίου 2011 και αρχές του 2012 (Zettelmeyer, Trebesch, Gulati, 2013).

Δεύτερον, ο σχεδιασμός της ανταλλαγής περιείχε ένα ενιαίο μέγεθος για όλους, με αποτέλεσμα να προσφέρεται η ίδια δέσμη νέων ομολόγων και μετρητών σε όλους τους επενδυτές, ανεξάρτητα από τη λήξη των παλαιών ομολόγων τους, χωρίς να γίνεται διάκριση μεταξύ ομολόγων αλλοδαπού και ελληνικού δικαίου. Η επιβολή του ίδιου «κουρέματος» ύψους 70% σε όλους τους επενδυτές θα μπορούσε να οδηγήσει σε μια πρόσθετη ελάφρυνση ύψους σχεδόν 30δισ € σε ονομαστική αξία και 23δισ € σε όρους παρούσας αξίας..

Το τρίτο ήταν η επαναγορά του Δεκεμβρίου του 2012 τοις μετρητοίς σε τιμές αγοράς (μέσω μηχανισμού δημοπράτησης), αντί να επιλεγεί μια επαναγορά με βάση τις διαπραγματεύσεις σε προκαθορισμένες τιμές. Η απόφαση αυτή κόστισε επιπλέον 11δισ €.

Συνοψίζοντας, η αναδιάρθρωση του χρέους θα μπορούσε να αντιμετωπιστεί καλύτερα, ακόμη και χωρίς τη συμμετοχή της ΕΚΤ ή τη δέσμευση των κατόχων τραπεζικών ομολόγων. Ειδικότερα, θα έπρεπε να είχε πραγματοποιηθεί νωρίτερα και να είχε χρησιμοποιηθεί διαφορετικός σχεδιασμός, που συνεπάγεται υψηλότερη μέση περικοπή χρέους, η οποία θα εφαρμόζονταν με συνέπεια σε όλους τους ομολογιούχους. Ο συνδυασμός διαφορετικών χρονοδιαγραμμάτων και ο διαφορετικός σχεδιασμός θα είχαν επιτύχει επιπλέον ελάφρυνση του χρέους ίση με 60δισ € σε ονομαστική αξία και 45δισ € σε όρους σημερινής αξίας - σχεδόν 25% του ΑΕΠ. Αυτό σχεδόν σίγουρα θα ήταν αρκετό για να καταστεί βιώσιμο το υπόλοιπο ελληνικό χρέος.

## Βιβλιογραφία

- Abbas, A. S. *et al.* (2010) *A Historical Public Debt Database*. 10/245.
- Arellano, C., Mateos-Planas, X. and Ríos-Rull, J.-V. (2012) *Partial Default* \*.
- Asonuma, T. and Trebesch, C. (2016) ‘Sovereign debt restructurings: Preemptive or post-default’, *Journal of the European Economic Association*, 14(1), pp. 175–214. doi: 10.1111/jeea.12156.
- Baldacci, E., Mchugh, J. and Petrova, I. (2011) ‘Measuring Fiscal Vulnerability and Fiscal Stress : A Proposed Set of Indicators’, *Sustainability*. (Fiscal Affairs Department), p. 21.
- Bird, G. (1989) *LOAN-LOSS PROVISIONS AND THIRD-WORLD DEBT*. 176. N. Jersey.
- Buchheit, L. C. and Gulati, G. M. (2000) ‘Exit Consents in Sovereign Bond Exchanges’, *UCLA L. Rev.* 59, 48(1), p. 59.
- Budina, N. and Fiess, N. (2005) *Public Debt and Its Determinants in Market Access Countries*, *World Bank Reports*. Available at: <http://siteresources.worldbank.org/INTDEBTDEPT/Resources/468980-1225740508953/MACCCaseStudiesMar05.pdf>.
- Burda, M. and Wyplosz, C. (2012) *Macroeconomics*. 6th edn. OUP Oxford.
- Chamon, M., Schumacher, J. and Trebesch, C. (2018) *Foreign-law bonds: can they reduce sovereign borrowing costs?* No 2162 / June 2018.
- Coase, R. H. (1960) ‘The Problem of Social Cost’, *Journal of Law and Economics*, 3, pp. 1–44.
- Corsetti, G., Guimarães, B. and Roubini, N. (2003) *International Lending of Last Resort and Moral Hazard: A Model of the IMF’s Catalytic Finance*. 10125. Cambridge, MA.
- Cotarrelli, C. and Giannini, C. (2002) *Bedfellows, Hostages, or Perfect Strangers? Global Capital Markets and the Catalytic Effect of IMF Crisis Lending*. WP/02/193.
- Cottarelli, C. (2011) ‘The Risk Octagon: A Comprehensive Framework For Assessing Sovereign Risks’. Rome: La Sapienza University, pp. 1–17.
- Cruces, J. J. and Trebesch, C. (2013) ‘Sovereign Defaults: The Price of Haircuts’, *American Economic Journal: Macroeconomics*, 5(3), pp. 85–117.
- Das, U. S., Papaioannou, M. G. and Trebesch, C. (2012) *Sovereign Debt Restructurings 1950-2010: Concepts, Literature Survey, Data, and Stylized Facts*. WP/12/203.
- DesJardins, J. (2017) *\$63 Trillion of World Debt in One Visualization*. Available at: <http://www.visualcapitalist.com/63-trillion-world-debt-one-visualization/> (Accessed: 1 October 2018).
- Dias, D. A., Richmond, C. J. and Wright, M. L. J. (2011) *The Stock of External Sovereign Debt: Can we take the data at ‘face value’?*, *NBER Working Paper Series*. 17551.
- Dias, D. A., Richmond, C. and Wright, M. L. J. (2012) *In for a Penny, In for 100 Billion Pounds: Quantifying the Welfare Benefits from Debt Forgiveness*, *UCLA Working Paper*.
- Díaz-Cassou, J., Erce, A. and Vázquez-Zamora, J. J. (2008) *Recent Episodes of Sovereign Debt Restructurings: A Case-Study Approach*, *Occasional Reports*. 0804. doi: 10.2139/ssrn.1210382.
- ECB (2018) *Greece - Unemployment rate: total:- Member States: definition EUROSTAT*. Available at: [http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=139.AME.A.GRC.1.0.0.0.ZUTN&periodSortOrder=ASC](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=139.AME.A.GRC.1.0.0.0.ZUTN&periodSortOrder=ASC) (Accessed: 26 October 2018).

ECB (October 2011), *Private Sector Involvement and its Financial Stability Implications, Economic and Monetary Developments*, Monthly Bulletin

Fxtop.com (2018) *Historical exchange rates graph*: Available at: <http://fxtop.com/en/historical-exchange-rates.php?MA=0&YA=0&C1=USD&C2=GRD&A=1&DD1=01&MM1=01&YYYY1=1997&DD2=31&MM2=12&YYYY2=2000&LARGE=1&LANG=en&MM1Y=0&PRINT=1&CJ=0> (Accessed: 10 November 2018).

Gumbau-Brisa, F. and Mann, C. L. (2009) *Reviving Mortgage Securitization: Lessons from the Brady Plan and Duration Analysis*.

Haldane, A. (ed.) (2004) *Fixing Financial Crises in the Twenty-first Century*. Routledge.

Hébert, B. B. and Schreger, J. (2017) 'The Costs of Sovereign Default: Evidence from Argentina †', *American Economic Review*, 107(10), pp. 3119–3145.

HistoricalExchangeRates (2018) *Historical exchange rates graph: USD/GRD*. Available at:

<http://fxtop.com/en/historical-exchange-rates.php?A=1&C1=USD&C2=GRD&MA=1&DD1=01&MM1=01&YYYY1=1981&B=1&P=&I=1&DD2=&MM2=&YYYY2=2001&btnOK=Go%21> (Accessed: 25 October 2018).

IMF (1999) *Involving the Private Sector in Forestalling and Resolving Financial Crises, International Monetary Fund*.

IMF (2001a) *Involving the Private Sector in the resolution of Financial crises-The treatment of the Claims of the Private Sector and Paris Club Creditors-Preliminary Considerations*.

IMF (2001b) *Involving the Private Sector in the Resolution of Financial Crises — Restructuring International Sovereign Bonds Contents*.

Kalimeris, D. (2011) 'DETERMINANTS OF NATIONAL DEBT: EVIDENCE FROM THE GREEK ECONOMY IN THE LAST DECADE', *Int. J. Eco. Res.*, 2(5), pp. 22–32.

Mah, G. *et al.* (2013) 'The Impact of Government Expenditure on the Greek Government Debt: An Econometric Analysis', *Mediterranean Journal of Social Sciences*, 4(3), pp. 323–330. doi: 10.5901/mjss.2013.v4n3p323.

Manasse, P., Roubini, N. and Schimmelpfennig, A. (2003) 'Predicting Sovereign Debt Crises', *International Monetary Fund*, 4(2), p. 03/221. doi: 10.1016/j.jfs.2008.01.001.

Mandeng, O. (2004) 'Intercreditor Distribution in Sovereign Debt Restructuring', *IMF Working Papers*, 04(183), p. 1. doi: 10.5089/9781451859348.001.

Ministers, G. F. (1999) *Report of G7 Finance Ministers to the Köln Economic Summit Cologne, Germany, 18 - 20 June, 1999, G7*.

Mishkin, F. S. (2004) *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*. 7th edn. Pearson Addison-Wesley.

Mitsopoulos M. and Pelagidis Th. (2011), *Understanding the Crisis in Greece from Boom to Bust*, Palgrave Macmillan

Μαριόλης Θ, Παπουλής Κ. Δυναμική του Χρέους, *Δίδυμα Ελλείμματα και Διεθνής Ανταγωνιστικότητα της Ελληνικής Οικονομίας*

OECD (2018) *Greece: National Accounts*. Available at: <https://data.oecd.org/greece.htm> (Accessed: 28 October 2018).

Ra, M. P. *et al.* (2011) *Determinants of Public Debt for middle income and high income group countries using Panel Data regression*. 32079. Munich. Available at: [https://mpira.ub.uni-muenchen.de/32079/1/MPRA\\_paper\\_32079.pdf](https://mpira.ub.uni-muenchen.de/32079/1/MPRA_paper_32079.pdf).

- Rady, D. A. M. (2012) 'Greece debt crisis: Causes, implications and policy options', *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 16(SUPPL.1), pp. 87–96.
- Reinhart, C. M. (2011) *DEFAULT, CURRENCY CRISES AND SOVEREIGN CREDIT RATINGS*. 8738. Cambridge, MA.
- Reinhart, C. M. and Rogoff, K. S. (2015) 'Financial and Sovereign Debt Crises: Some Lessons Learned and Those Forgotten', *Journal of Banking and Financial Economics*, 2(4), pp. 5–17. doi: 10.7172/2353-6845.jbfe.2015.2.1.
- Rocholl J. and Stahmer A. (2016), *Where did the Greek Bailout money go?*, ESMT White Paper
- Sachs, J. D. *et al.* (1988) 'Developing Country debt', in Feldstein, M. (ed.) *International Economic Cooperation*, pp. 233–320.
- Sachs, J. and Huizinga, H. (1987) *U.S. COMMERCIAL BANKS AND THE DEVELOPING COUNTRY DEBT CRISIS*. 2455.
- de Santis R, (February 2012) *The Euro Area Sovereign Debt Crisis: Safe Haven, Credit Rating, and the Spread of the Fever from Greece, Ireland and Portugal*, ECB Working Papers No 1419, February 2012
- Schwarcz, S. L. (2017) 'Sovereign Debt Restructuring and English Governing Law', *BROOKLYN JOURNAL OF CORPORATE, FINANCIAL AND COMMERCIAL LAW*, ("Public Bankruptcy" symposium issue), pp. 1–42.
- Statista (2018) *Global GDP (gross domestic product) at current prices from 2010 to 2022 (in billion U.S. dollars)*, *Statista: The Statistics Portal*. Available at: <https://www.statista.com/statistics/268750/global-gross-domestic-product-gdp/> (Accessed: 1 October 2018).
- Stoian, A. *et al.* (2018) 'A Framework to Assess Fiscal Vulnerability: Empirical Evidence for European Union Countries', *Sustainability*, 10(7), p. 20. doi: 10.3390/su10072482.
- Sturzenegger, F. and Zettelmeyer, J. (2008) 'Haircuts: Estimating investor losses in sovereign debt restructurings, 1998-2005', *Journal of International Money and Finance*, 27(5), pp. 780–805. doi: 10.1016/j.jimonfin.2007.04.014.
- Thrasher, R. D. and Gallagher, K. P. (2015) 'Mission Creep The Emerging Role of International Investment Agreements in Sovereign Debt Restructuring', *Journal of Globalization and Development*, 6(2), pp. 257–285. doi: 10.1515/jgd-2015-0018.
- Tomz, M. and Wright, M. L. J. (2012) *Empirical research on sovereign debt and default*. 2012-06.
- TradingEconomics (2018a) *Current Account to GDP*. Available at: <https://tradingeconomics.com> (Accessed: 2 November 2018).
- TradingEconomics (2018b) *Greece Data*. Available at: <https://tradingeconomics.com/greece> (Accessed: 29 October 2018).
- TradingEconomics (2018c) *Greece Money Supply M3*.
- ΤτΕ (2011), Έκθεση Διοικητή για το Έτος 2010
- ΤτΕ (2012), Έκθεση Διοικητή για το Έτος 2012
- ΤτΕ (2013), Έκθεση Διοικητή για το Έτος 2013
- ΤτΕ (2014), Έκθεση Διοικητή για το Έτος 2014
- ΤτΕ (Δεκέμβριος 2012) *Έκθεση για την Ανακεφαλαιοποίηση και την Αναδιάρθρωση του Ελληνικού Τραπεζικού Τομέα*
- Winkler, M. (1999) *Foreign Bonds: An Autopsy*. Beard Books.

Xafa M. (January- March 2013), *Life after Debt, The greek PSI and its aftermath*, World Economics Vol. 14 No. 1

Zettelmeyer J, Trebesh Ch. and Gulati M. (July 2013), *The Greek Debt Restucturing: An Autopsy*

Κορώνης, Π. (2014) *Οι Χρηματοπιστηριακές Κρίσεις στην Ελλάδα από τα Λαυρεωτικά μέχρι σήμερα*. Πανεπιστήμιο Πειραιώς.

<http://www.kathimerini.gr/456108/article/oikonomia/ellhnikh-oikonomia/zhmies-yyoys-2826-dis-eyrw-stis-trapezes-logw-psi>

<https://mail.ouc.ac.cy/owa/?bO=1#path=/mail>

[www.evenizelos.gr/tt2.html](http://www.evenizelos.gr/tt2.html)