



**ΤΕΙ ΚΑΛΑΜΑΤΑΣ
ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ
ΤΜ. ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΕΛΕΓΚΤΙΚΗΣ**

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**ΟΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΣΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ ΑΠΟ
ΤΗΝ ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ
ΧΡΕΟΥΣ ΚΑΙ ΤΗΣ
ΑΝΑΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ ΤΩΝ
ΤΡΑΠΕΖΩΝ. ΑΝΑΦΟΡΑ ΣΤΗΝ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ
ΤΗΣ PROTON BANK.**

ΕΠΙΜΕΛΕΙΑ: ΔΗΜΗΤΡΙΑΔΗΣ ΝΙΚΟΛΑΟΣ

**ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: ΛΥΓΓΙΤΣΟΣ ΑΛΕΞΑΝΔΡΟΣ
ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ ΕΦΑΡΜ. ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ**

ΝΟΕΜΒΡΙΟΣ 2012

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....	3
ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	5
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΟΥ ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΟΣ.....	8
1.1. Η ΑΡΧΗ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ.....	9
1.1.α. Σύντομη ιστορική αναδρομή.....	9
1.1.β. Τα αίτια της κρίσης στην Ελλάδα.....	13
1.2. Η ΔΥΝΑΜΙΚΗ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ ΚΑΙ Ο ΑΝΤΙΚΤΥΠΟΣ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ.....	21
1.2.α. Αδυναμίες και ιδιαιτερότητες.....	21
1.2.β. Πρόβλημα ρευστότητας και αρνητικό κλίμα.....	23
1.2.γ. Ασκήσεις προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων.....	26
1.3. Η ΚΡΙΣΗ ΣΤΗΝ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ- ΣΤΟΙΧΕΙΑ.....	28
1.3.α. Κύριοι παράγοντες.....	28
1.3.β. Στοιχεία Μακροοικονομικά.....	36
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΕΠΙΛΕΚΤΙΚΗ ΧΡΕΟΚΟΠΙΑ & ΣΥΜΒΑΝΤΑ ΠΡΟΣ ΑΛΛΑΓΗ ΠΟΡΕΙΑΣ.....	46
2.1 ΤΟ ΔΗΜΟΣΙΟ ΧΡΕΟΣ ΚΑΙ ΒΑΣΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ.....	47
2.1.α. Το οικονομικό κλίμα.....	47
2.1.β. Ορισμοί και έννοιες.....	48
2.1.γ. Στοιχεία.....	52
2.2. Η ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΤΟΥ ΧΡΕΟΥΣ.....	56

2.2.α. Το αρχικό PSI.....	56
2.2.β. Το PSI+.....	56
2.3. ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΕΠΟΙΠΤΕΙΑ ΚΑΙ Η ΔΙΑΣΩΣΗ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ	62
2.3.α. Η κεφαλαιακή επάρκεια και Δείκτες Κεφαλαιακής Επάρκειας.....	62
2.3.β. Η ανακεφαλαιοποίηση των ελληνικών τραπεζών.....	68
2.4. Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΗΣ PROTON BANK.....	73
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΣΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ.....	77
3.1. ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ.....	78
3.2. ΑΝΑΛΥΣΗ ΒΙΩΣΙΜΟΤΗΤΑΣ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΧΡΕΟΥΣ.....	79
3.2.α. Οι επιπτώσεις σύμφωνα με τις επίσημες ευρωπαϊκές αποφάσεις.....	79
3.2.β. Επιπτώσεις στη βιωσιμότητα σύμφωνα με εκτιμήσεις άλλων φορέων.....	83
3.2.γ. Έσοδα από αποκρατικοποιήσεις.....	87
3.2.δ. Κοινές παραδοχές και εκτιμήσεις.....	89
3.3. ΑΝΤΙΚΤΥΠΟΣ ΣΕ ΘΕΣΜΙΚΟΥΣ ΦΟΡΕΙΣ.....	91
3.3.α. Επιπτώσεις στις ελληνικές τράπεζες.....	91
3.3.β. Επιπτώσεις στα ασφαλιστικά ταμεία.....	92
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	94
ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΕΡΕΥΝΑ.....	97
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	98

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα πτυχιακή εργασία πραγματεύεται τα ζητήματα της αναδιάρθρωσης του δημόσιου χρέους, μέσω της διαδικασίας της εθελοντικής ανταλλαγής των ομολόγων, καθώς και της ανακεφαλαιοποίησης του ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος. Συγκεκριμένα, ασχολείται με τη θεωρητική διερεύνηση των επιπτώσεων των ανωτέρω διαδικασιών στην ελληνική οικονομία. Επιπροσθέτως, γίνεται αναφορά στην δικαστική υπόθεση της ελληνικής τράπεζας Proton Bank και στο καθεστώς στο οποίο εισήλθε. Η προσέγγιση του θέματος ξεκινάει με προσδιορισμό του ήδη υπάρχοντος ελληνικού δημοσιονομικού προβλήματος στις απαρχές της διεθνούς χρηματοοικονομικής κρίσης, το οποίο προκλήθηκε από συσσωρευμένα πρωτογενή ελλείμματα και το πώς μεταδίδεται η κρίση αυτή μέσω των ελληνικών τραπεζών, των διεθνών αγορών αλλά και του αρχικού προγράμματος δημοσιονομικής προσαρμογής, στο οποίο εισήλθε η Ελλάδα μέσω των μηχανισμών στήριξης ευρωζώνης- Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου, στην πραγματική οικονομία. Στη συνέχεια γίνεται ανάλυση των διαδικασιών του PSI και της ανακεφαλαιοποίησης ώστε να καταλήξει στις επιπτώσεις αυτών στη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους, στους θεσμικούς και ιδιώτες επενδυτές αναφέροντας την πιθανότητα μη επιτυχίας των στόχων στους οποίους αποσκοπούσαν οι ανωτέρω διαδικασίες.

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Με την ολοκλήρωση της πτυχιακής μου εργασίας θα ήθελα να ευχαριστήσω τον κ. Αναστασόπουλο Νίκο ο οποίος ανέλαβε αρχικά την πτυχιακή, βοήθησε στο να επιλέξω το θέμα και μου έδωσε βασικές κατευθυντήριες γραμμές προς την υλοποίησή της. Τον κ. Λυγγίτσο Αλέξανδρο που λόγω αποχώρησης του κ. Αναστασόπουλου δέχτηκε να γίνει επιβλέπων καθηγητής μου και ήταν και ο τελικός κριτής της. Τον συμφοιτητή μου Κώτση Ευάγγελο για τις συμβουλές του καθώς την οικογένειά μου και όλους τους ανθρώπους που μου πρόσφεραν ψυχολογική στήριξη στην προσπάθειά μου αυτή.

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η ελληνική οικονομία βιώνει την μεγαλύτερη ύφεση των τελευταίων δεκαετιών καθώς έχει εισέλθει σε έναν φαύλο κύκλο έλλειψης εμπιστοσύνης και αποσταθεροποίησης από τον οποίο είναι επιτακτικό να βρεθεί μια βιώσιμη έξοδος. Οι προκλήσεις που σχετίζονται με το ελληνικό πρόβλημα έχουν αναφορά στη διαδικασία αναπροσαρμογής που υφίσταται η οικονομία, η οποία περιλαμβάνει διαρθρωτικές αλλαγές στα δημοσιονομικά και παρεμβάσεις σε όλους τους τομείς δραστηριότητας της. Μέρος καθοριστικό της συνολικής προσπάθειας στήριξης της από τους διεθνείς εταίρους της Ελλάδας είναι η κατ'ανάγκη αναδιάρθρωση του ελληνικού δημόσιου χρέους και κατ'επέκταση της ανακεφαλαιοποίησης του χρηματοπιστωτικού συστήματος, κατόπιν αποτυχίας προγενέστερων προγραμμάτων για αποτροπή της άτακτης χρεοκοπίας ή της εξόδου της Ελλάδας από την ευρωζώνη. Οι διαδικασίες αυτές αποτελούν πρωτοφανείς αλλαγές για τα ελληνικά δεδομένα και έχουν ανάλογο αντίκτυπο στα βασικά οικονομικά μεγέθη της Ελλάδας αλλά και της ευρωζώνης. Ωστόσο, οι έντονες αντιδράσεις και αμφιβολίες που σχετίζονται με την αποτελεσματικότητά τους γενούν ερωτήματα τα οποία ερευνώνται.

Σκοπός της πτυχιακής εργασίας είναι η ανάλυση των διαδικασιών που προαναφέρθηκαν και των επιπτώσεων τους με σκοπό να παρουσιάσει τα δεδομένα μέσα από μια συνολική εικόνα, εκτός πολιτικών ή άλλων θέσεων, ώστε να γίνει κατανοητό το τι έχει προηγηθεί και το τι είναι πιθανό να ακολουθήσει στους τομείς της οικονομίας που είναι εκτεθειμένοι στο δημόσιο χρέος.

Μέσα από τη θεωρητική διερεύνηση της παρούσας εργασίας προκύπτει το ενδεχόμενο τα οικονομικά μεγέθη και το συνολικότερο οικονομικό κλίμα της Ελλάδας να συνεχιστεί κατά το επόμενο διάστημα καθώς η αναπροσαρμογή και οι παρεμβάσεις που έχουν πραγματοποιηθεί πιθανόν να μην επαρκούν για την υγιή αποκατάσταση της.

Οι κυριότεροι περιορισμοί στην εκπόνησή της εργασίας ήταν πρώτον, σε ότι αφορά τη συλλογή στοιχείων για την ελληνική οικονομία, οι οποίοι να μην είναι επηρεασμένοι από πολιτικές θέσεις ή συγκεκριμένες ομάδες συμφερόντων, και δεύτερον, στις εκτιμήσεις των αναλυτών όπου η θέση σχετικά με τα αποτελέσματα των ερευνών τους διαφοροποιεί και τις μελλοντικές τους προβλέψεις. Για τον λόγο αυτό στην παρούσα εργασία δεν περιλαμβάνονται απόλυτες μελλοντικές προβλέψεις.

Το Κεφάλαιο 1. Ξεκινώντας με μια σύντομη ιστορική αναδρομή της χρηματοοικονομικής κρίσης του 2009 που μεταδόθηκε στην Ελλάδα, μέσω των χρηματαγορών, αναλύονται τα βασικά αίτια της κρίσης αυτής επικεντρώνοντας ενδιαφέρον στους παράγοντες που συνέβαλαν καθοριστικά σε αυτό. Στη συνέχεια αναλύεται η δομή, οι ιδιαιτερότητες και οι αδυναμίες του ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος οι οποίες ευθύνονταν στο να

πληγεί από την κρίση προκαλώντας μειωμένη ρευστότητα και αδυναμία ανταπόκρισης στις υποχρεώσεις του. Τελικώς το κεφάλαιο εξηγεί τη μετάδοση της κρίσης στην πραγματική οικονομία, το αρχικό πρόγραμμα των εταίρων της χώρας για δημοσιονομική προσαρμογή, του οποίου η αστοχία υφίσταται αλληλένδετη με την επιδείνωση του οικονομικού κλίματος και στη συνέχεια παρουσιάζονται συγκεκριμένοι διαρθρωτικοί δείκτες της ελληνικής οικονομίας οι οποίοι αντικατοπτρίζουν το κλίμα αυτό.

Στο Κεφάλαιο 2, αναφέρονται αρχικά βασικές έννοιες που σχετίζονται με το δημόσιο χρέος και τη βιωσιμότητά του καθώς και στοιχεία που αφορούν το δημόσιο χρέος. Στη συνέχεια αναλύονται εκτενώς η διαδικασία της εθελοντικής ανταλλαγής ομολόγων (PSI) και η διαδικασία της ανακεφαλαιοποίησης των ελληνικών τραπεζών ενώ γίνεται εκτενή αναφορά στο συνολικό διεθνές σύστημα εποπτείας του τραπεζικού κλάδου. Τελικώς το κεφάλαιο πραγματοποιεί εκτενή αναφορά στην περίπτωση της δικαστικής υπόθεσης της τράπεζας Protton Bank η οποία κατέστη και η πρώτη οπου εισήλθε σε καθεστώς εξυγίανσης.

Στο Κεφάλαιο 3, κατόπιν μιας σύνοψης, αναλύονται οι επιπτώσεις στη βιωσιμότητα του χρέους σύμφωνα με το επίσημο πρόγραμμα της Τρόικα που εφαρμόζεται, το οποίο περιλαμβάνει το PSI και την ενίσχυση του ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος, καθώς και οι επίσημοι στόχοι στους οποίους αποσκοπεί. Στη συνέχεια παραθέτονται τμήματα δύο αναλύσεων σχετικά με τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους. Η μεν πρώτη του IOBE¹, η δε δεύτερη του ΚΕΠΕ² καταλήγοντας σε δύο κοινές παραδοχές οι οποίες αποτελούν προϋπόθεση για την επίτευξη του βασικού προγράμματος. Τελικώς αναφέρονται τα πιθανά τελικά οφέλη της ανακεφαλαιοποίησης των ελληνικών τραπεζών που προκύπτει ως κύριο αποτέλεσμα-επίπτωση του PSI καθώς και οι επιπτώσεις στους ελληνικούς ασφαλιστικούς οργανισμούς.

Ως συμπεράσματα της παρούσας εργασίας αναφέρονται σε πρώτη φάση δύο αντικρουόμενες απόψεις που αφορούν την αποτελεσματικότητα του προγράμματος προσαρμογής της ελληνικής οικονομίας και σε δεύτερη φάση, λαμβάνοντας υπόψη τις τελευταίες εκτιμήσεις του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου, δύο πιθανά σενάρια τα οποία δύναται να τεθούν σε εφαρμογή σε περίπτωση αποτυχίας των επίσημων στόχων της Τρόικα, θέτοντας ως αναγκαιότητα την εφαρμογή μιας πολιτικής που μεροληπτεί υπέρ της ευημερίας των πολιτών.

¹ *Ίδρυμα Οικονομικών και Βιομηχανικών Ερευνών.*

² *Κέντρο Προγραμματισμού και Οικονομικών Ερευνών.*

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΟΥ
ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΟΣ

1.1 Η ΑΡΧΗ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ.

1.1.α. Σύντομη Ιστορική αναδρομή.

Η κρίση του 2008, εμφανίστηκε σε μια Ελληνική οικονομία η οποία είχε ήδη εξαντλήσει σε σημαντικό βαθμό το παραδοσιακό μέσο αντιμετώπισης μιας κλασικής ύφεσης, δηλαδή την άσκηση επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής, εφόσον το δημοσιονομικό έλλειμμα είχε διαμορφωθεί σε πολύ υψηλά επίπεδα κατά την τελευταία δεκαετία.

Μετά το μέσο του 2010, και μετά τις αποκαλύψεις ότι το δημοσιονομικό έλλειμμα της Ελλάδας έκλεισε για το 2009 σε επίπεδα πολύ πάνω από αυτά που θα καθιστούσαν το δημόσιο χρέος βιώσιμο, η Ελλάδα αδυνατούσε να δανειστεί με λογικά επιτόκια από τις αγορές για τη χρηματοδότηση του τρέχοντος δημοσιονομικού ελλείμματος και την αναχρηματοδότηση του χρέους. Αποτέλεσμα ήταν ο άμεσος κίνδυνος χρεοκοπίας και στάσης πληρωμών του Ελληνικού Κράτους. Η προσπάθεια από τον κρατικό μηχανισμό για την ανάκτηση της αξιοπιστίας της χώρας στις διεθνείς αγορές και να πετύχει μείωση των επιτοκίων, οδήγησε σε λήψη μέτρων μείωσης των δαπανών, τα οποία δεν κατάφεραν να ανατρέψουν το αρνητικό κλίμα. Κατόπιν αυτών η Ελλάδα κατέφυγε στη βοήθεια του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου, της Ευρωπαϊκής Ένωσης και της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, που συγκρότησαν από κοινού μηχανισμό βοήθειας (Τρόικα).

Στο παρόν κεφάλαιο παραθέτουμε μια σύντομη ιστορική αναδρομή με βάση τα κύρια γεγονότα της επικαιρότητας που διαδραματίστηκαν κατά την περίοδο 2009 έως και 2011 καθώς και τα κύρια αίτια που την προκάλεσαν.

Τα γεγονότα έχουν ως εξής:

8/12/09

Ο οίκος αξιολόγησης Fitch προχωρεί σε υποβάθμιση της Ελλάδας από «Α-» σε «BBB+». Είναι χαρακτηριστικό ότι μια μέρα μετά τις ανακοινώσεις, το spread των δεκαετών ομολόγων αυξήθηκε κατά 25 μονάδες βάσης.

16/12/09

Ο οίκος αξιολόγησης Standard & Poor's υποβαθμίζει την Ελλάδα στο ίδιο επίπεδο με τον οίκο Fitch.

22/12/09

Ο οίκος αξιολόγησης Moody's υποβαθμίζει την Ελλάδα κατά μια βαθμίδα, από A1 σε A2. Μετά την εξέλιξη αυτή, ο γενικός δείκτης του X.A. σημείωσε αύξηση 4% ενώ ακολουθεί μείωση στα spreads (8 μονάδες βάσης).

14/1/10

Το ελληνικό κράτος ανακοινώνει το Πρόγραμμα Σταθερότητας και ανάπτυξης (ΠΣΑ) το οποίο θα αποστέλλοταν στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή με το οποίο προβλεπόταν επιστροφή σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης από το έτος 2011.

25/1/10

Η Ελλάδα δανείζεται €8δισ με επιτόκιο 6,2%. Ωστόσο οι προσφορές για δανεισμό ξεπερνούν τα €25δισ. και επικρατεί η άποψη ότι η χώρα μπορεί να δανειστεί.

3/2/10

Το ΠΣΑ εγκρίνεται από την Κομισιόν αλλά χαρακτηρίζεται ως «φιλόδοξο». Η αποδοχή αυτή επηρέασε την εξέλιξη του spread των ελληνικών δεκαετών ομολόγων το οποίο αυξήθηκε περαιτέρω κατά 41 περίπου μονάδες βάσης φτάνοντας τις 396 μονάδες. Την προηγούμενη ο πρωθυπουργός έχει ανακοινώσει το πρώτο πακέτο έκτακτων μέτρων.

10/2/10

Πραγματοποιείται τηλεδιάσκεψη των υπουργών οικονομικών της ευρωζώνης (Ecofin) για να οριστικοποιήσουν το σχέδιο που θα περιγράφεται στη Σύνοδο Κορυφής. Οι υπουργοί οικονομικών της Ευρωζώνης δεν κατέληξαν σε κάποιο σαφές σχέδιο διάσωσης, κάτι που οδήγησε σε αρνητικό κλίμα την ελληνική αγορά.

23/2/10

Ο οίκος αξιολόγησης Fitch προχωρεί σε υποβάθμιση τα τέσσερα μεγαλύτερα ελληνικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα από «BBB+» σε «BBB».

3/3/10

Η ελληνικό κράτος ανακοινώνει δεύτερο πακέτο μέτρων με κύριο στόχο να εξευρεθούν €4,8δισ (2% του ΑΕΠ) ώστε να μειωθεί το έλλειμμα.

4/3/10

Το ελληνικό κράτος εκδίδει νέα 10ετή ομόλογα αντλώντας €5δισ.

25/3/10

Η σύνοδος κορυφής της Ευρωπαϊκής Ένωσης καταλήγει στον μηχανισμό στήριξης και ο πρόεδρος της ΕΚΤ ανακοινώνει ότι η ΕΚΤ θα συνεχίσει να δανείζει τις ελληνικές τράπεζες και μετά το έτος 2010, με το ίδιο ελαστικό καθεστώς που ίσχυε μέχρι εκείνη τη χρονική περίοδο.

29/3/10

Το ελληνικό κράτος αντλεί €5δισ από τη δημοπρασία 7ετών ομολόγων με επιτόκιο 6%.

9/4/10

Ο οίκος αξιολόγησης Fitch προχωρεί σε υποβάθμιση της Ελλάδας από «BBB» σε «BBB-».

12/4/10

Η ανακοίνωση των λεπτομερειών του μηχανισμού στήριξης οδηγεί σε προσωρινή αποκλιμάκωση των spreads.

14/4/10

Το ελληνικό κράτος άρχισε να δέχεται πιέσεις από τις αγορές ώστε να ενεργοποιήσει τον μηχανισμό οικονομικής βοήθειας. Ο οίκος αξιολόγησης Fitch δίνει μικρό χρονικό περιθώριο για την ενεργοποίηση του μηχανισμού ενώ ο οίκος Standard & Poor's απειλεί με μια εκ νέου υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας της Ελλάδας.

23/4/10

Κατόπιν πιέσεων από τις αγορές και την αναθεώρηση του δημοσιονομικού ελλείμματος στο 13,7% του ΑΕΠ, το ελληνικό κράτος κατέθεσε επίσημα αίτημα για ενεργοποίηση του μηχανισμού στήριξης. Το spread των Ελληνικών δεκαετών ομολόγων διαμορφώθηκε στις 559,5 μονάδες βάσης.

5/5/10

Υπογράφεται το Μνημόνιο (Memorandum of Understanding). Η παρέμβαση της Ε.Ε. και του ΔΝΤ οδήγησε στη σύνταξη αυτού του προγράμματος που έχει ως βασικό στόχο τόσο την κάλυψη των δανειακών αναγκών της Ελλάδας για περίπου τρία χρόνια όσο και στη δημιουργία ενός αναπτυξιακού πρότυπου που θα επιτρέπει την έξοδο της χώρας από την κρίση και την επιστροφή της σε διατηρήσιμους ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης. Το Μνημόνιο περιλαμβάνει πόρους €80δισ. διακρατικών δανείων από τους εταίρους της Ευρωζώνης και €30δισ. από το ΔΝΤ. Τα χρήματα προβλέπεται να δίνονται με δόσεις, αφού πρώτα θα αξιολογείται η πορεία υλοποίησης των μέτρων που περιλαμβάνονται στο Μνημόνιο. Το κόστος δανεισμού από την Ε.Ε. είναι περίπου 4% - 5% και το κόστος δανεισμού από το ΔΝΤ είναι περίπου 3,3%³. Προϋπόθεση για την άντληση των δόσεων του δανείου είναι η επίτευξη δημοσιονομικής πειθαρχίας και διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων.

³ Σύμφωνα με το Πρόγραμμα Οικονομικής Προσαρμογής, στο δάνειο των Ευρωπαίων: «Ο τόκος υπολογίζεται με βάση κυμαινόμενο επιτόκιο (Euribor τριών μηνών) με περιθώριο 300 μονάδες βάσης για τα πρώτα τρία έτη (400 μονάδων βάσης μετέπειτα). Τα κράτη μέλη θα χρεώσουν επίσης προκαταβαλλόμενη προμήθεια ίση με 50 μονάδες βάσης».

9/5/10

Οι 27 Υπουργοί Οικονομικών της Ε.Ε. κατόπιν συμφωνίας τους, κατέληξαν στη δημιουργία ενός μόνιμου Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Στήριξης για τις υπόλοιπες χώρες της Ευρωζώνης. Η ανακοίνωση των λεπτομερειών του μηχανισμού μείωσε τα επιτόκια στις αγορές, τόσο τα επιτόκια των ομολόγων όσο και τα ασφάλιστρα κινδύνου (CDS).

14/6/10

Ο οίκος αξιολόγησης Moody's προχωρεί σε νέα υποβάθμιση πιστοληπτικής ικανότητας κατά 4 βαθμίδες, σε Βa1.

24/6/10

Το περιθώριο των ασφάλιστρων κινδύνου (CDS) επεκτάθηκε στις 1037 μονάδες βάσης. Η συγκεκριμένη αύξηση οφείλεται και στις πωλήσεις ελληνικών ομολόγων, εξαιτίας της προτεραιότητας του δανείου Ε.Ε/ΕΚΤ/ΔΝΤ σε περίπτωση χρεοκοπίας (default) έναντι των υπολοίπων κατόχων ελληνικού χρέους.

14/1/11

Ο οίκος αξιολόγησης Fitch υποβαθμίζει την Ελλάδα από το επίπεδο «BBB-» σε «BB+».

7/3/11

Ο οίκος αξιολόγησης Moody's υποβαθμίζει την Ελλάδα κατά τρεις βαθμίδες από το επίπεδο «Ba1» σε «B1».

21/3/11

Απόφαση συνόδου κορυφής της ΕΕ για επιμήκυνση του χρόνου αποπληρωμής του δανείου του Μαΐου 2010, κατά 7,5 χρόνια και μείωση επιτοκίου κατά 1%.

29/3/11

Ο οίκος αξιολόγησης Standard & Poor's υποβαθμίζει την Ελλάδα από το επίπεδο «BB+» σε «BB-».

9/5/11

Ο οίκος αξιολόγησης Standard & Poor's υποβαθμίζει την Ελλάδα από το επίπεδο «BB-» σε «B».

20/5/11

Ο οίκος αξιολόγησης Fitch υποβαθμίζει την Ελλάδα από το επίπεδο «BB+» σε «B+».

1/4/11

Ο οίκος αξιολόγησης Moody's υποβαθμίζει την Ελλάδα από το επίπεδο «B1» σε «Caa1».

14/6/11

Ο οίκος αξιολόγησης Standard & Poor's υποβαθμίζει την Ελλάδα κατά τρεις βαθμίδες από το επίπεδο «B» σε «CCC».

13/7/11

Ο οίκος αξιολόγησης Fitch υποβαθμίζει την Ελλάδα κατά τρεις βαθμίδες από το επίπεδο «B+» σε «CCC».

25/7/11

Ο οίκος αξιολόγησης Moody's υποβαθμίζει την Ελλάδα κατά τρεις βαθμίδες από το επίπεδο «Caa1» σε «Ca» θέτοντας την Ελλάδα στο τελευταίο επίπεδο της διεθνούς λίστας αξιολογήσεων.

27/7/11

Ο οίκος αξιολόγησης Standard & Poor's υποβαθμίζει την Ελλάδα από το επίπεδο «CCC» σε «CC» θέτοντας την Ελλάδα στο τελευταίο επίπεδο της διεθνούς λίστας αξιολογήσεων.

8/8/11

Ο Γενικός δείκτης του Χ.Α. πέφτει κάτω από τις 1.000 μονάδες.

1.1.β. Τα αίτια της κρίσης στην Ελλάδα.

Σε πρώτη φάση είναι καλό να αναφερθεί ότι η κρίση δημόσιου χρέους της Ελλάδος δεν οφείλεται στην προσπάθεια διάσωσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος της χώρας, όπως συνέβη σε διεθνές επίπεδο, αλλά στην επαναξιολόγηση των πιστωτικών κινδύνων από τις αγορές συνεπεία της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης, σε συνδυασμό με τις χρόνιες δημοσιονομικές ανισορροπίες και διαρθρωτικές αδυναμίες που οδήγησαν στη συσσώρευση πολύ υψηλού δημόσιου χρέους: Το έλλειμμα ανταγωνιστικότητας και την οργανωτική ανεπάρκεια του κράτους. Οι ανισορροπίες αυτές γίνονται εμφανείς στα μεγάλα «δίδυμα» ελλείμματα, το έλλειμμα ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και το δημοσιονομικό έλλειμμα. Γίνονται εμφανείς και στα υψηλά «δίδυμα» χρέη (το δημόσιο και το εξωτερικό), που αποτελούν τη διαχρονική συσσώρευση των αντιστοιχών ετησίων ελλειμμάτων⁴. Με το ήδη υπάρχον ελληνικό δημοσιονομικό πρόβλημα, όπου ήταν αποτέλεσμα, μεταξύ άλλων, της

⁴ Σύμφωνα με έρευνα της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, η Ελλάδα είναι μία από τις τρεις μόνο χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης που δεν είχε έως το 2010 κανέναν εθνικό αριθμητικό δημοσιονομικό κανόνα. Ο Ν. 3871/2010 προβλέπει την εισαγωγή αριθμητικού ορίου για τις δαπάνες, αλλά η σχετική διάταξη δεν έχει ακόμη ενεργοποιηθεί. Επίσης, δεν διαθέτει κάποιας μορφής ανεξάρτητο φορέα για την αξιολόγηση του προϋπολογισμού ούτε πρακτικές και διαδικασίες που θα εφαρμόζονταν κατά την κατάρτιση του προϋπολογισμού για να συγκρατηθούν οι δαπάνες. Βλ. European Commission (2009).

έλλειψης έστω και ενός στοιχειώδους δημοσιονομικού πλαισίου που θα διασφάλιζε τη βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών στην Ελλάδα.⁵

Το έλλειμμα ανταγωνιστικότητας είναι το βαθύτερο πρόβλημα και αντικατοπτρίζεται τόσο στο τεράστιο έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών όσο και στον υψηλότερο ελληνικό πληθωρισμό σε σχέση με άλλες χώρες της Ευρωζώνης. Τα προβλήματα ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας είναι διαρθρωτικά, αφορούν κυρίως σε τι είδους προϊόντα παράγονται στην Ελλάδα, τι ποιότητα έχουν, και εάν αυτή η ποιότητα ανταποκρίνεται στις μεταβαλλόμενες απαιτήσεις της διεθνούς ζήτησης. Εφόσον η Ελληνική οικονομία δεν έχει τη δυνατότητα να παράγει ανταγωνιστικά αγαθά και υπηρεσίες, ως αποτέλεσμα, το εξωτερικό χρέος της χώρας είχε αυξηθεί από 94% του ΑΕΠ στο τέλος του 2003, στο 187,1% το τρίτο τρίμηνο του 2010.

Το δημοσιονομικό πρόβλημα είναι ακόμη πιο εμφανές. Στο χρονικό διάστημα από την είσοδο της στη Ζώνη του Ευρώ έως το 2008, και παρά την ισχυρή ανάπτυξη και το ευνοϊκό μακροοικονομικό περιβάλλον, η Ελλάδα δεν κατάφερε ποτέ να περιορίσει το δημοσιονομικό της έλλειμμα κάτω από το όριο του 3% του ΑΕΠ. Επισημαίνεται επίσης, όπως αναφέρθηκε ήδη, ότι η Ελλάδα, παρά τα έντονα διαρθρωτικά δημοσιονομικά προβλήματα που αντιμετωπίζει, δεν έχει υιοθετήσει εθνικούς δημοσιονομικούς κανόνες (πλην των υπερεθνικών κανόνων που απορρέουν από το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης).

Λαμβάνοντας υπόψη τους παράγοντες αυτούς, τα αίτια της κρίσης μπορούν να συνοψιστούν στους τομείς που παραθέτονται στη συνέχεια:

Το δημόσιο χρέος και η λήξη του

Τα τελευταία χρόνια το δημόσιο χρέος της Ελλάδος διευρυνόταν συνεχώς λόγω του διαρκούς δανεισμού. Ο δανεισμός τα προηγούμενα έτη χρησιμοποιήθηκε για την ανάληψη επενδυτικών έργων στα πλαίσια του εκσυγχρονισμού της χώρας και των υποχρεώσεων της απέναντι στο σχέδιο ανάληψης των Ολυμπιακών Αγώνων του 2004, αλλά κυρίως και για την κάλυψη των αναγκών του κοστολόγου δημόσιου τομέα της. Δυστυχώς δεν δόθηκε η απαραίτητη προσοχή ώστε τα χρήματα αυτά να χρησιμοποιηθούν στην εξυγίανση και σωστή οργάνωση των ασθενικών παραγωγικών τομέων της χώρας.

Αυτό που άλλαξε στη διεθνή οικονομία με την επέκταση της κρίσης ήταν η αντίληψη για τη δυνατότητα ορισμένων οικονομιών να αποπληρώσουν τα χρέη τους⁶. Ο υψηλός

⁵ Το πρόβλημα των ανισορροπιών της ελληνικής αναπτυξιακής πορείας είχε απασχολήσει πολλούς ερευνητές στο παρελθόν. Βλ. Χαρδουβελης για σχετική βιβλιογραφία.

⁶ Τα ελληνικά ομόλογα και οι ελληνικές μετοχές αποτελούν ελάχιστο ποσοστό στα επενδυτικά χαρτοφυλάκια των ξένων επενδυτών, οι οποίοι κατά συνέπεια στο παρελθόν δεν ασχολούνταν με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της ελληνικής οικονομίας. Στην αρχή της ελληνικής κρίσης, οι επενδυτές αυτοί ήταν ενάλωτοι σε αρνητικές

δανεισμός σε συνδυασμό με τα «δίδυμα» ελλείμματα οδήγησαν στη μείωση της φερεγγυότητας του Ελληνικού κράτους την περίοδο που διανύουμε, καθώς οι πλεονασματικές μονάδες είναι διατεθειμένες να δανείσουν τα χρήματα τους σε σταθερές οικονομικά χώρες και όχι σε χώρες οικονομικά αδύνατες.

Αναλυτικότερα, η ικανότητα των κυβερνήσεων να αποπληρώνουν τα χρέη τους εξαρτάται: α) από το μέγεθος του χρέους σε σχέση με το ΑΕΠ της χώρας, β) το επιτόκιο με το οποίο έχουν επισυναφτεί αυτά τα χρέη σε σχέση με το ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας και γ) το μέγεθος του πρωτογενούς ελλείμματος ή πλεονάσματος του δημοσιονομικού ισοζυγίου πληρωμών. Όταν ο ρυθμός ανάπτυξης της οικονομίας είναι μικρότερος από το επιτόκιο των δανείων που πρέπει να αποπληρώσει μια χώρα, άμεσο αποτέλεσμα είναι να αυξηθεί το έλλειμμα ως ποσοστό του ΑΕΠ. Η μόνη περίπτωση που μπορεί να μη συμβαίνει αυτό είναι όταν σε μια οικονομία παρατηρείται πρωτογενές πλεόνασμα στο ισοζύγιο δημοσιονομικών πληρωμών, ικανό να αποτρέψει την αύξηση του δημόσιου χρέους. Όμως ακόμη και στην περίπτωση που το πρωτογενές έλλειμμα είναι μηδενικό (δεν υπάρχει δηλαδή νέος δανεισμός του δημόσιου), ο λόγος του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ μπορεί να συνεχίζει να αυξάνεται⁷. Παρόμοιο φαινόμενο φαίνεται να δημιουργείται από το έτος 2009 στην Ελληνική οικονομία. Η διαφορά του επιτοκίου των δανείων από το ρυθμό μεταβολής του ΑΕΠ οδήγούσε σε μείωση του λόγου του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ, κατά 0,9 ποσοστιαίες μονάδες το χρόνο κατά μέσο όρο, από το έτος 2000 και μετά. Το έτος 2009 ήταν η πρώτη χρονιά, κατά την οποία ο λόγος του χρέους προς το ΑΕΠ αυξάνεται κατά 4,7 ποσοστιαίες μονάδες.⁸

Τα Credit Default Swaps (CDS)

Τα ασφάλιστρα έναντι του κινδύνου αθέτησης πληρωμών (Credit Default Swaps) αποτελούν χρηματοδοτικό προϊόν αντιστάθμισης του κινδύνου μη πληρωμής του ομολόγου. Δηλαδή είναι ασφάλειες που απαλλάσσουν τον κάτοχο του ομολόγου από τον πιστωτικό κίνδυνο, ο οποίος μεταφέρεται στον εκδότη του ασφαλίστρου. Το ασφάλιστρο αυτό πληρώνεται σε περίπτωση που βεβαιωθεί πιστωτικό γεγονός, δηλαδή στην περίπτωση που ο εκδότης του ομολόγου (π.χ. το ελληνικό Δημόσιο ή μια επιχείρηση) δηλώνει άμεσα (κηρύσσοντας πτώχευση) ή έμμεσα (αλλάζοντας τους αρχικούς όρους του ομολόγου - αναδιάρθρωση) πως δεν μπορεί να πληρώσει στο ακέραιο την αρχική οφειλή του.

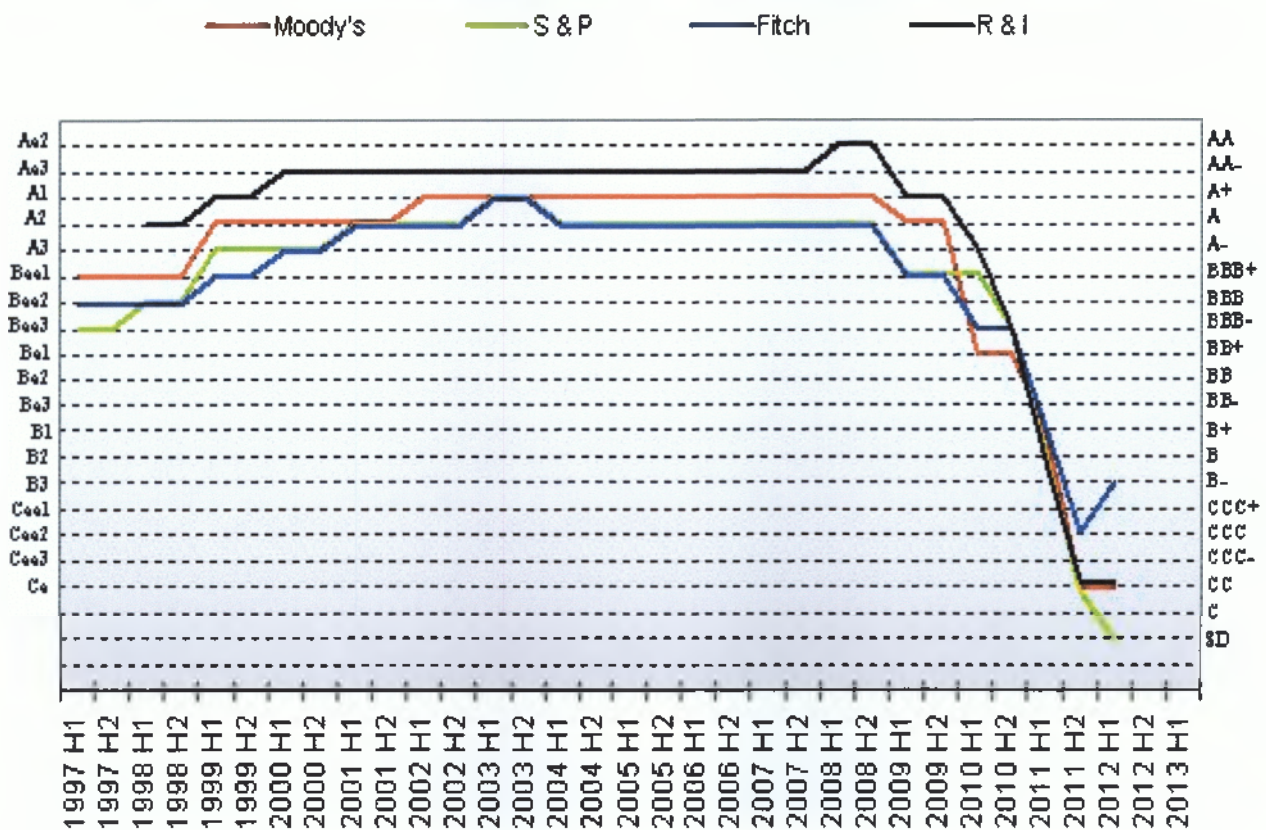
επιφανειακές αναλύσεις της ελληνικής οικονομίας η και στη βροχή αρνητικών δημοσιευμάτων σε εξειδικευμένες εφημερίδες, όπως οι *Financial Times*

⁷ Εκτενέστερη ανάλυση για τα ανωτέρω στο κεφάλαιο 2., ενότητα 2α.

⁸ *Eurobank EFG Economic Research (2010). Η Δυναμική του Ελληνικού Δημόσιου Χρέους και γιατί η Χρεοκοπία δεν αποτελεί επιλογή*, Φεβρουάριος, Τόμος V, Τεύχος 9.

άνοιξη του 2010, οδήγησαν σε εκ νέου υποβαθμίσεις στην πιστοληπτική αξιολόγηση των ομολόγων του Ελληνικού δημοσίου, γεγονός που είχε ως αποτέλεσμα ακόμα υψηλότερα επίπεδα για τις αποδόσεις των Ελληνικών χρεογράφων. Ειδικότερα, σε ότι αφορά το Ευρωπαϊκό χρηματοπιστωτικό σύστημα, η θετική αξιολόγηση χρεογράφων αποτελεί αναγκαία προϋπόθεση για την αποδοχή τίτλων από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και την παροχή ρευστότητας στους κατόχους τους, με χαμηλό κόστος.

Διάγραμμα 3: Αξιολόγηση Πιστοληπτικής Ικανότητας Ελληνικού Δημοσίου



Πηγή: Οργανισμός Διαχείρισης Δημοσίου Χρέους

Προβλήματα του χρηματοπιστωτικού συστήματος και η ενίσχυσή του

Καθώς η δημοσιονομική κρίση επεκτάθηκε και στο τραπεζικό σύστημα με πιέσεις στο δανεισμό των τραπεζών, προκειμένου να υπάρξει ενίσχυση της ρευστότητας των τραπεζών και να περιοριστεί η έκταση της οικονομικής ασφυξίας της αγοράς, το κράτος προσέφερε «πακέτο στήριξης» προς τις τράπεζες. Ο παράγοντας αυτός παρότι δεν ήταν ο καθοριστικός για τη δημιουργία της κρίσης ήταν επιβαρυντικός ως προς τις κρατικές δαπάνες. Επίσης οι διάφορες απόψεις που δημοσιεύτηκαν σχετικά με πιθανή «πτώχευση» και πιθανή επιβολή «πόθεν εσχες» στο σύνολο των περιουσιακών στοιχείων των ιδιωτών (μεταξύ των οποίων και

των καταθέσεων) οδήγησε σε φυγή κεφαλαίων προς «ασφαλέστερους» προορισμούς στο εξωτερικό. Η εξέλιξη αυτή πραγματοποιήθηκε σε μια περίοδο όπου η ευστάθεια του τραπεζικού τομέα πιθανόν να δοκιμάζονταν από τη συρρίκνωση της οικονομικής δραστηριότητας και στην οποία παρά τις διαβεβαιώσεις τραπεζικών και κυβερνητικών παραγόντων σχετικά με τη σταθερότητα του Ελληνικού τραπεζικού τομέα, η αβεβαιότητα που επικράτησε έπληξε το εγχώριο τραπεζικό σύστημα. Σημείο αναφοράς και ευθύνης του χρηματοπιστωτικού συστήματος είναι ότι κατά την τελευταία δεκαετία, σημειώθηκε μία ακραία αύξηση της ιδιωτικής και δημόσιας κατανάλωσης που τροφοδοτήθηκε από την ταχύτατη πιστωτική επέκταση των τραπεζικών οργανισμών.

Στο πλαίσιο του πρώτου πακέτου στήριξης, των €28δισ., το έτος 2009 το κράτος προσέφερε εγγυήσεις ύψους €15δισ. (μέχρι το Μάρτιο του 2010 είχαν ήδη αντληθεί €4,67δισ) και ενισχύσεις €5δισ.⁹ από την έκδοση προνομιούχων μετοχών από τις τράπεζες τις οποίες αγόρασε το Ελληνικό δημόσιο.¹⁰ Από τον Πίνακα 1., παρατηρούμε το πακέτο κρατικής βοήθειας προς τις ελληνικές τράπεζες μέχρι το Μάρτιο του 2009:

⁹ Τον Μάιο του 2012 προκλήθηκε η παρέμβαση του οικονομικού εισαγγελέα στην επιτροπή της βουλής που ασχολείται με το θέμα της ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών από τους ισχυρισμούς περί οφειλής €550εκατ. των πιστωτικών ιδρυμάτων στο Δημόσιο, η οποία προκύπτει από την πρώτη δόση των €5δισ. που είχαν λάβει στο πλαίσιο του πρώτου πακέτου στήριξης

¹⁰ Για τις εγγυήσεις και τα ομόλογα που δίνονται, ο νόμος προέβλεπε προμήθειες υπέρ του δημοσίου, ενώ για τις προνομιούχες μετοχές προβλεπόταν απόδοση 10% για το δημόσιο.

Πίνακας 1: Το πακέτο κρατικής βοήθειας προς τις Ελληνικές τράπεζες (σε εκατ. Ευρώ) μέχρι το Μάρτιο του 2009

Πιστωτικό ίδρυμα	Προνομιούχες μετοχές	Εγγυήσεις Δημοσίου	Ειδικό τίτλοι
Τράπεζα Πειραιώς	-	-	865
Τράπεζα Αττικής	100	-	200
Αγροτική Τράπεζα	675	-	807
Alpha Bank	940	2000	1138
Proton Bank	80	-	78
Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο	225	-	-
EFG Eurobank	950	500	1025
Εθνική Τράπεζα	350	500	-
Millenium Bank	-	-	98
Γενική Τράπεζα	-	-	158
FBB	50	-	60
Πανελλήνια Τράπεζα	28	-	41
Τράπεζα Ασπίς	-	-	86
Αχαϊκή Συνεταιριστική	-	-	11
Παγκρήτια Συνεταιριστική	-	-	50

Πηγή: Τα Νέα, (15/03/2010)

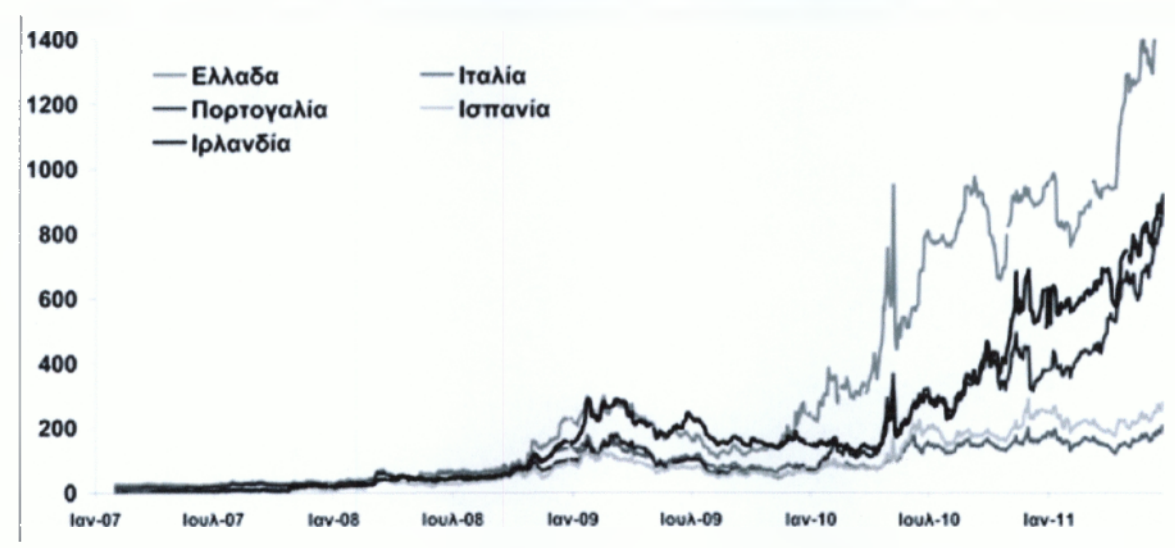
Ο δημόσιος δανεισμός

Το ιδιαίτερα υψηλό επιτόκιο που συνόδευε τα προσφερόμενα κεφάλαια ενδεχομένως καθιστούσε προβληματική την κάλυψη μεγαλύτερου μέρους των δανειακών αναγκών του κράτους μέσω χρεογράφων. Γεγονός που οφείλεται και στο ότι το μεγαλύτερο μέρος (σχεδόν 80%) του Ελληνικού δημόσιου χρέους ήταν (στο τέλος του 2009), στα χέρια κυρίως Γερμανικών, Γαλλικών και Βρετανικών τραπεζών και συνεπώς ήταν εκτεθειμένες σε μεγάλο βαθμό κινδύνου σε περίπτωση κρίσης του Ελληνικού δημοσίου γεγονός που σημαίνει ότι οι συνέπειες μιας ενδεχόμενης πτώχευσης θα ήταν καταστροφικές για τα χαρτοφυλάκια τους.

Η εξέλιξη των spreads είναι ίσως ο πιο ευαίσθητος δείκτης που συνδέεται με την κρίση όσον αφορά τα πλαίσια του δημόσιου δανεισμού. Η σειρά των αρνητικών γεγονότων που διαδραματίστηκαν από το φθινόπωρο του 2009 και την άνοιξη του 2010, οδήγησαν σε

μαζικές ρευστοποιήσεις Ελληνικών ομολόγων και κατεπέκταση, σε σημαντική αύξηση στις αποδόσεις που απαιτούν οι διεθνείς επενδυτές ώστε να κρατήσουν τα χρεόγραφα αυτά. Μόνο αφού έγινε σαφής η πρόθεση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής να παράσχει βοήθεια προς οποιαδήποτε Ευρωπαϊκή χώρα που πιθανόν να χρειαστεί στήριξη, ξεκίνησε η αποκλιμάκωση στις αποδόσεις των ομολόγων του Ελληνικού δημοσίου. Στο Διάγραμμα 1. παρατηρούμε την πορεία του Spread των 10ετων ομολόγων έναντι του γερμανικού:

Διάγραμμα 1: Spread 10ετων ομολόγων έναντι γερμανικού



Πηγή: Reuters

Θα μπορούσαμε να πούμε ότι η κρίση αύξησε ουσιαστικά τους κινδύνους που συνδέονται με τα εθνικά δημοσιονομικά ελλείμματα, αφού αύξησε την εθνική δημοσιονομική επιβάρυνση η οποία σε συνδυασμό με τους χαμηλούς ρυθμούς μεγέθυνσης χειροτέρευσε τη δυναμική αποπληρωμής των χρεών. Η κατάσταση αυτή αύξησε τον κίνδυνο αποσταθεροποίησης του χρηματοπιστωτικού συστήματος και έφτασε στο σημείο να δημιουργήσει μεγάλες δυσκολίες χρηματοδότησης.

1.2. Η ΔΥΝΑΜΙΚΗ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ ΚΑΙ Ο ΑΝΤΙΚΤΥΠΟΣ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ.

1.2.α. Αδυναμίες και ιδιαιτερότητες.

Τα τελευταία χρόνια, η νομισματική ενοποίηση, η απελευθέρωση των χρηματαγορών, οι διεθνείς τραπεζικοί κανονισμοί, οι εποπτικές αλλαγές, η ανάπτυξη της τεχνολογίας, είναι μερικοί από τους παράγοντες που δημιούργησαν τις προϋποθέσεις για τη διαμόρφωση μιας νέας ευρωπαϊκής χρηματοοικονομικής λογικής. Οι αλλαγές που συντελέστηκαν και οι μεταρρυθμίσεις που θα εξακολουθούν να υφίστανται στο άμεσο μέλλον, έχουν επιπτώσεις που εκτείνονται όχι μόνο στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα αλλά στο σύνολο της οικονομικής δραστηριότητας.

Η επιτυχία της ομαλής οικονομικής λειτουργίας εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από την εμπιστοσύνη των καταναλωτών προς τους τραπεζικούς οργανισμούς, ο παραδοσιακός ρόλος των οποίων συνίσταται στη μεταφορά κεφαλαίων από τις πλεονασματικές προς τις ελλειμματικές οικονομικές μονάδες, στη διαμεσολάβηση δηλαδή ανάμεσα σε πιστωτές και πιστούχους και στη διοχέτευση των αποταμιευτικών πόρων της οικονομίας προς τις επενδύσεις εκείνες με τη μεγαλύτερη αναμενόμενη απόδοση. Αυτό το σκοπό έχουν και οι ρυθμιστικές παρεμβάσεις των εποπτικών αρχών, κυρίως μέσα από την εξασφάλιση της σταθερότητας του τραπεζικού συστήματος. Σημαντικές αδυναμίες όπως η ασύμμετρη πληροφόρηση και η δυνητική εκμετάλλευση των καταναλωτών, η ανάληψη υπέρμετρων κινδύνων από τις τράπεζες, καθώς επίσης η πολυπλοκότητα των συναλλαγών, η αδιαφάνεια και ο ιδιωτικός χαρακτήρας των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων καθιστούν αναγκαία την τραπεζική εποπτεία.

Δεν θα πρέπει να παραβλέπεται το γεγονός ότι οι τράπεζες λειτουργούν με σκοπό την μεγιστοποίηση του κέρδους. Οι καταθέσεις των οικονομικών μονάδων, νοικοκυριών και επιχειρήσεων, επενδύονται σε χρηματοοικονομικά προϊόντα με σκοπό την αύξηση των λειτουργικών εσόδων και της κερδοφορίας των τραπεζών μέσα από την απόκτηση υψηλών αποδόσεων. Η επίτευξη όμως της προσδοκώμενης απόδοσης δεν πραγματοποιείται χωρίς την ανάληψη αντίστοιχων κινδύνων και κατά συνέπεια χωρίς να λαμβάνεται υπόψη το κόστος που ενδεχομένως να προκύψει μέσα από μια διατραπεζική κρίση. Επομένως τα πιστωτικά ιδρύματα θα πρέπει να εξασφαλίζουν ότι διαθέτουν κεφάλαια τα οποία επαρκούν για τους κινδύνους, τους οποίους έχουν αναλάβει ή θα αναλάβουν μελλοντικά. Η ύπαρξη ενδεχόμενης

αφερεγγυότητας σε συνδυασμό με τη μη αξιόπιστη και ασύμμετρη πληροφόρηση καθιστά τις ρυθμιστικές παρεμβάσεις επιθυμητές από το κοινό, πολύ περισσότερο από το αν γνώριζαν οι καταναλωτές ότι ο εποπτικός έλεγχος δεν διατίθεται ελεύθερα καθώς οι τράπεζες έχουν τη δυνατότητα να μετακυλήσουν το κόστος της εποπτείας στις τιμές των προϊόντων τους.

Το ιδιαίτερο χαρακτηριστικό του Ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος είναι πως η Ελληνική οικονομία βασίζεται σχεδόν αποκλειστικά στη διαμεσολαβητική λειτουργία του τραπεζικού συστήματος και πολύ λιγότερο στη ρυθμιστική δυναμική της αγοράς. Τα τελευταία χρόνια επικράτησε διεθνώς μια τάση απελευθέρωσης των αγορών και προσπάθειας από-διαμεσολάβησης της διαδικασίας χρηματοδότησης. Αντιθέτως με την πλειοψηφία των ανεπτυγμένων χωρών στην Ελλάδα αυξήθηκε ο ρόλος του τραπεζικού συστήματος (μεταξύ 1995 και 2004). Παράλληλα, μια σειρά από εναλλακτικές μορφές χρηματοδότησης του επιχειρηματικού τομέα, μη-αμιγώς τραπεζικής προέλευσης ελέγχονται από τους Ελληνικούς τραπεζικούς ομίλους και επιπροσθέτως, ένα πολύ υψηλό ποσοστό των μη αμιγώς τραπεζικών θεσμικών επενδυτών χρηματιστηριακών εταιριών συνεργάζονται ή είναι θυγατρικές τραπεζών.

Ο τρόπος αυτός οργάνωσης του χρηματοοικονομικού συστήματος επηρεάζει τις αποφάσεις των οικονομικά δρώντων ατόμων και κατεπέκταση τη διάρθρωση του συνόλου της οικονομικής δραστηριότητας. Η δυσκολία του χρηματοπιστωτικού συστήματος να εγγυηθεί την απρόσκοπτη χρηματοδότηση του ιδιωτικού τομέα και ιδιαίτερα των μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων αναγκάζει τον επιχειρηματικό κόσμο να αναζητήσει αλλού την αναγκαία στήριξη. Κατεπέκταση επινοεί νέες διαδικασίες όπως η χρήση επιταγών και συναλλαγματικών, όχι μόνο ως μέσο συναλλαγών, αλλά και ως πιστωτικό εργαλείο, κάτι που έγινε προφανές με την αύξηση των καθυστερήσεων στις αποπληρωμές με το ξέσπασμα τις πιστωτικής κρίσης. Η διαδικασία, όμως, αυτή διαχέει το λειτουργικό κίνδυνο μιας επιχειρηματικής μονάδας στους πελάτες και τους προμηθευτές της, αυξάνοντας τα επίπεδα κινδύνου για ολόκληρο τον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται.

Παράλληλα, η συνήθης αυτή συναλλακτική πρακτική διευκολύνει τη σκιώδη οικονομική δραστηριότητα καθώς καθιστά περισσότερο δύσκολο τον εντοπισμό επιχειρηματικών κεφαλαίων, την προέλευση τους και τη χρήση τους. Η αδυναμία της Ελληνικής χρηματαγοράς να απορροφήσει νέα και δυναμικά επιχειρηματικά εγχειρήματα δεν επιτρέπει την αποδέσμευση μέρους των κεφαλαίων που έχουν επενδυθεί σε σύντομο χρονικό διάστημα. Συνεπώς, αποθαρρύνει πιθανούς ενδιαφερομένους επενδυτές από το να διαθέσουν κεφάλαια για τη χρηματοδότηση νεοσύστατων επιχειρηματικών σχημάτων. Καταλήγοντας, θέλουμε να επισημάνουμε ότι η τραπεζοκεντρική δομή του Ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος

συνεπάγεται και ορισμένες ιδιαιτερότητες όσον αφορά το σύστημα κινήτρων της επιχειρηματικής δραστηριότητας. Η ανάγκη παροχής εμπραγμάτων εγγυήσεων για την εξασφάλιση δανειακών πιστώσεων καθιστά την τραπεζική χρηματοδότηση απαγορευτική για σημαντικό μέρος των επιχειρηματικών προσπαθειών. Επομένως, τα τραπεζοκεντρικά χαρακτηριστικά του Ελληνικού χρηματοοικονομικού συστήματος επιτρέπουν την παροχή επιχειρηματικών δανείων, μόνο προς άτομα τα οποία είναι σε θέση να προσφέρουν τις ζητούμενες εγγυήσεις και η τραπεζική χρηματοδότηση καταλήγει μόνο προς συγκεκριμένους επιχειρηματίες και μεμονωμένους οικονομικούς κλάδους.

1.2.β Πρόβλημα ρευστότητας και αρνητικό κλίμα.

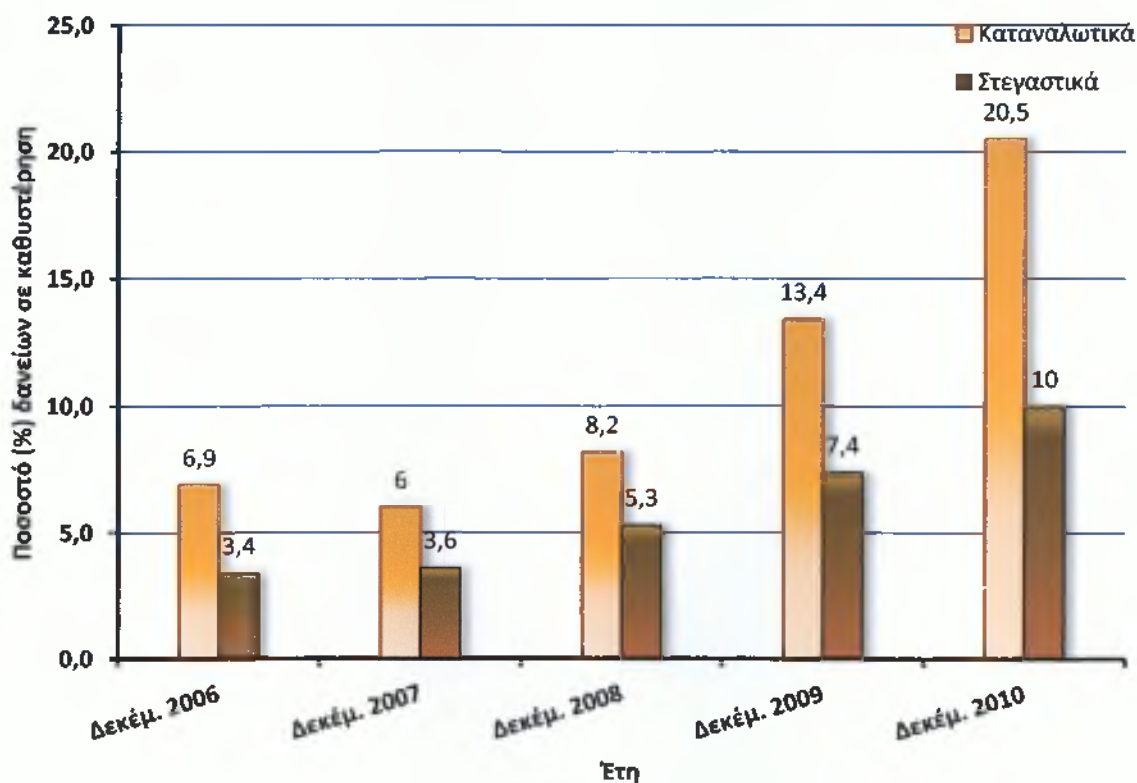
Σε όλη τη διάρκεια του 2010 και τους πρώτους μήνες του 2011 Το Ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα με τις τέσσερις μεγαλύτερες τράπεζες¹¹ να έχουν το 80% του συνόλου των χορηγήσεων και το 83% των καταθέσεων, να δοκιμάζεται από σοβαρά προβλήματα ρευστότητας. Η ρευστότητα των ελληνικών τραπεζών δέχθηκε ισχυρές πιέσεις, εξαιτίας της δημοσιονομικής κρίσης και των συνθηκών μακροοικονομικής ύφεσης. Οι αλληπάλληλες υποβαθμίσεις της πιστοληπτικής ικανότητας του Ελληνικού Δημοσίου από τους διεθνείς οίκους αξιολόγησης συμπαρέσυραν και τις αξιολογήσεις για τις ελληνικές τράπεζες, με αποτέλεσμα να αποκοπεί στην ουσία η πρόσβαση των τελευταίων στις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίων. Αυτό συνέβη σε μία περίοδο σημαντικής συρρίκνωσης της καταθετικής βάσης, η έκταση της οποίας, από τις αρχές του 2010 μέχρι και τον Απρίλιο του 2011, ξεπέρασε τα €40δισ. Την ίδια περίοδο οι τράπεζες είχαν να αντιμετωπίσουν τη σημαντική μείωση της αξίας των συνολικών εγγυήσεων (κρατικών τίτλων, τραπεζικών ομολόγων, καλυμμένων ομολογιών κ.ά.) που είχαν προσκομίσει στο Ευρωσύστημα για την άντληση ρευστότητας.

Η αβεβαιότητα που δημιουργήθηκε η οποία είναι διάχυτη και σήμερα οδήγησε επίσης τα ελληνικά νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις σε μεταφορά των καταθέσεών τους σε πιστωτικά ιδρύματα του εξωτερικού επιτείνοντας τα προβλήματα της ρευστότητας των ελληνικών τραπεζών αλλά και της ίδιας της οικονομίας (το οποίο γίνεται και αντιληπτό από το Διάγραμμα 4. οπού απεικονίζονται τα δάνεια σε καθυστέρηση ως ποσοστό των συνολικών δανείων). Ωστόσο, σημαντική ήταν στην κρίσιμη αυτή περίοδο η μάλλον θετική συμβολή της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, με τη μεγάλη μείωση των επιτοκίων της και το δανεισμό

¹¹ *Επισημαίνεται ότι ως μεγάλες τράπεζες εννοούμε τις: Εθνική Τράπεζα, Alpha Bank, Eurobank και Πειραιώς.*

της προς τις ελληνικές τράπεζες. Λαμβάνοντας δε υπόψη ότι στη διατραπεζική αγορά, λόγω της δυσπιστίας μεταξύ των τραπεζών, υπήρξε για μεγάλο χρονικό διάστημα ελαχιστοποίηση των δανειοδοτήσεων με επακόλουθο οι τράπεζες να προσφέρουν αρκετά ελκυστικά επιτόκια, προκειμένου να προσελκύσουν κεφάλαια. Αυτή η εξέλιξη των καταλυτικών επιτοκίων ουσιαστικά αύξησε το κόστος του κεφαλαίου για τις τράπεζες, καθώς στα τέλη του 2008 στην ελληνική αγορά υπήρχαν επιτόκια προθεσμιακών καταθέσεων τα οποία ξεπερνούσαν και το 7% για πολύ μεγάλα ποσά. Το Διάγραμμα 3. απεικονίζει τα δάνεια σε καθυστέρηση ως ποσοστό του συνόλου των δανείων που έχουν χορηγηθεί από τις ελληνικές τράπεζες.

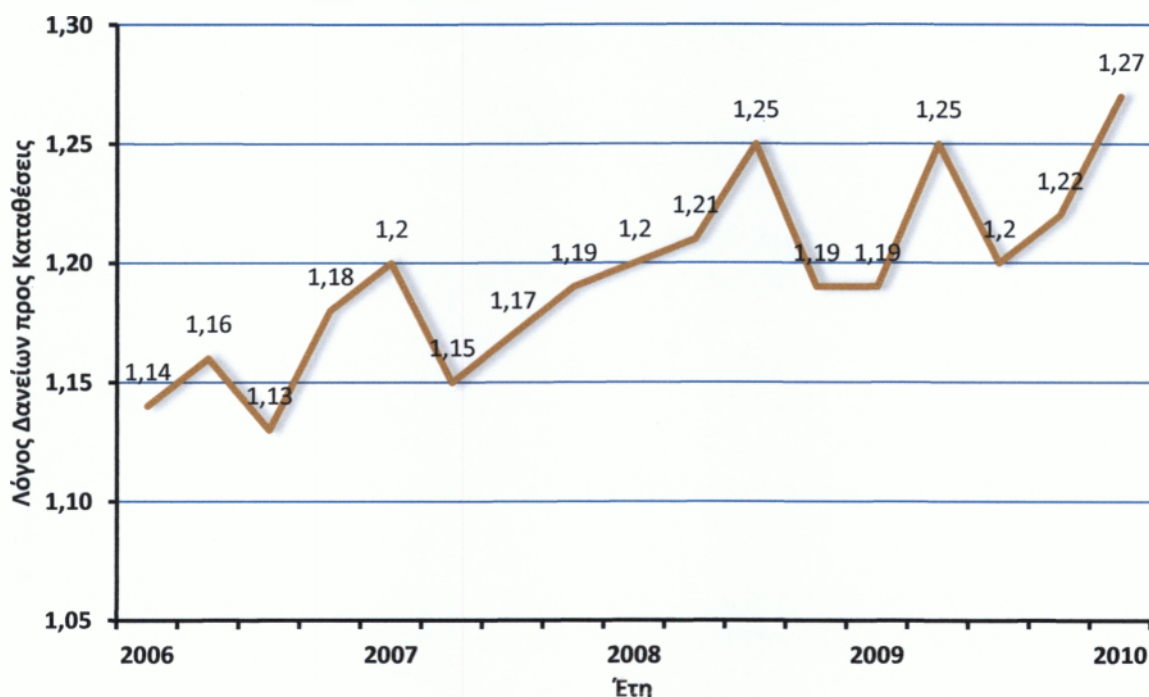
Διάγραμμα 4: Δάνεια σε καθυστέρηση ως προς το σύνολο των δανείων (Ποσοστό %) κατά την χρονική περίοδο Δεκέμβριος 2006 έως Δεκέμβριος 2010



Πηγή: Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Το ελληνικό τραπεζικό σύστημα το 2010 (Ιούνιος 2011)

Παρακάτω, στο Διάγραμμα 5., παρουσιάζεται η εξέλιξη του Λόγου δανείων προς τις καταθέσεις των ελληνικών τραπεζών:

Διάγραμμα 5: Εξέλιξη Λόγου Δανείων προς Καταθέσεις Ελληνικών Τραπεζών στο χρονικό διάστημα 2006 έως 2010



Πηγή: Alpha Bank, Γιώργος Μιχαλόπουλος, «Χρηματοδότηση των ελληνικών τραπεζών στη διάρκεια της κρίσης».

Παρόλη τη σαφή πρόθεση του ΟΠΠ (European Economic Forecast, Autumn 2010, p.87) να διερευνηθεί η εμπιστοσύνη στην Ελληνική οικονομία, είχε εκδηλωθεί κύμα έλλειψης εμπιστοσύνης το οποίο είχε πάρει τη μορφή διαρροής καταθέσεων, με αποτέλεσμα η ρευστότητα του να στηρίζεται μόνο στην ΕΚΤ.

Η κρίση αυτή εμπιστοσύνης προς το τραπεζικό σύστημα σχετίζεται:

- Με το ήδη υπάρχον Ελληνικό δημοσιονομικό πρόβλημα.
- Με την επέκταση του Ελληνικού τραπεζικού τομέα προς την Ν.Α. Ευρώπη η οποία αύξησε και τις υποχρεώσεις του Ελληνικού τραπεζικού συστήματος προς τρίτα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, γεγονός που επιβάρυνε την κατάσταση τους και τη θέση της Ελληνικής πλευράς κατά την περίοδο της κρίσης.
- Με τις ανάγκες αναχρηματοδότησης των ιδίων των τραπεζών λόγω της υπερβολικής επέκτασής τους τα προηγούμενα χρόνια.
- Με τη συνεχή πίεση για χρηματοδότηση των αναγκών του δημοσίου και την αναγκαστική επένδυση των διαθέσιμων κεφαλαίων των τραπεζών σε ελληνικά ομόλογα.

- ο Με τον αποκλεισμό των Ελληνικών τραπεζών από τις διεθνής κεφαλαιαγορές που είναι το αποτέλεσμα όλων των παραπάνω παραγόντων.

Η κρίση είχε και το αποτέλεσμα της συνεχούς υποβάθμισης της πιστοληπτικής ικανότητας του τραπεζικού συστήματος από τους τρεις διεθνής οίκους αξιολόγησης.

Οι παραπάνω συνθήκες θα είχαν δυσμενέστερες επιδράσεις στους βασικούς Δείκτες Ιδίων Κεφαλαίων των τραπεζών εάν δεν είχε εφαρμοστεί το σχέδιο κεφαλαιακής ενίσχυσης των τραπεζών από το ελληνικό κράτος.¹²

1.2.γ. Ασκήσεις προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων.

Οι ασκήσεις προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων, ή τέστ αντοχής (stress tests), προσπαθούν να απαντήσουν στο ερώτημα τι μπορεί να συμβεί σε μεμονωμένες τράπεζες ή/και στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, όταν και αν υλοποιηθούν ορισμένοι ακραίοι αλλά αληθοφανείς κίνδυνοι. Λαμβάνουν υπόψη πληροφορίες όπως το ύψος του δανεισμού νοικοκυριών και επιχειρήσεων, η ικανότητα αποπληρωμής του χρέους και το μη εξυπηρετούμενο χρέος, αποτελούν σημαντικά στοιχεία χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και τα υποδείγματα που αναπτύσσονται προσδιορίζουν τα σημεία πιστωτικού κινδύνου. Σε μια γενική περιγραφή θα μπορούσαμε να πούμε ότι οι ασκήσεις προσομοίωσης εξετάζουν το αν η τράπεζα είναι επαρκώς κεφαλαιοποιημένη ενώ η επάρκεια ή μη των κεφαλαίων κρίνεται με βάση τους κινδύνους που έχει αναλάβει και ο τρόπος προσέγγισης των διαφόρων κινδύνων καθορίζεται από το πλαίσιο της Βασιλείας II το οποίο ορίζει και το Δείκτη Κεφαλαιακής Επάρκειας, για τα οποία θα αναφερθούμε εκτενέστερα στο επόμενο κεφάλαιο.¹³

Η άσκηση προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων μπορεί να αναλυθεί με βάση τη χρησιμότητά της σε δύο επίπεδα:

- 1) Ως εργαλείο διαχείρισης κινδύνων που συμβάλλει στη μικροπροληπτική εποπτεία (micro-prudential supervision) των τραπεζών.
- 2) Ως εργαλείο χρηματοπιστωτικής σταθερότητας που συμβάλλει στη μακροπροληπτική εποπτεία (macro-prudential supervision) των τραπεζών.

Επίσης μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως εργαλείο ανακυκλικής πολιτικής για να αμβλυνθούν οι επιδράσεις των διαφόρων φάσεων του οικονομικού κύκλου. Αν η άσκηση μπορέσει να εντοπίσει εκ των προτέρων σημεία ευαισθησίας του τραπεζικού συστήματος, και

¹² Εκτενέστερη ανάλυση για τα ανωτέρω στο κεφάλαιο 2., ενότητα 2.2.

¹³ Ο δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας ορίζεται ως το σύνολο των ενοποιημένων εποπτικών ιδίων κεφαλαίων δια του συνόλου των σταθμισμένων ως προς τον κίνδυνο στοιχείων ενεργητικού.

ενώ ο οικονομικός κύκλος δεν έχει αρχίσει την καθοδική του φάση, αυτά μπορούν να καλυφθούν με επιπλέον κεφάλαια. Αυτά μπορούν να χρησιμοποιηθούν στην καθοδική φάση κατά την οποία το τραπεζικό σύστημα θα αντιμετωπίζει περισσότερες δυσκολίες. Η ιδέα αυτή εισήχθη για πρώτη φορά στην αναθεώρηση του πλαισίου κεφαλαιακής επάρκειας (Βασιλεία III), όπου προβλέπεται ένα ανακυκλικό περιθώριο 0% -2,5% για το οποίο αναφέρεται ως εξής: «Σκοπός του αντικυκλικού περιθωρίου κεφαλαίων είναι η επίτευξη του ευρύτερου μακροπροληπτικού στόχου της προστασίας του τραπεζικού τομέα σε περιόδους υπερβάλλουσας συνολικής πιστωτικής επέκτασης. Για κάθε χώρα, αυτό το αντικυκλικό περιθώριο κεφαλαίων θα ενεργοποιείται μόνον όταν υπάρχει υπερβάλλουσα πιστωτική επέκταση η οποία μπορεί να οδηγήσει σε σημαντική συσσώρευση κινδύνων στο σύστημα. Το αντικυκλικό περιθώριο κεφαλαίων, όταν θα είναι σε ισχύ, θα αποτελεί επέκταση του περιθωρίου διατήρησης κεφαλαίων»

Το καλοκαίρι του 2010 όταν πραγματοποιήθηκαν οι ασκήσεις προσομοίωσης (stress tests) των τραπεζών, οι ελληνικές τράπεζες βρεθήκαν σε αρκετά καλή κατάσταση, με τη διαφορά ότι εξέφραζαν την κατάσταση των τραπεζών όσον αφορά τη δυνατότητα τους να αντέξουν τις δυσμενείς εξελίξεις που θα προέρχονται από καθυστερήσεις πληρωμών. Το πρόβλημα της κρίσης εμπιστοσύνης και ειδικότερα του κινδύνου ρευστότητας δεν το κάλυπταν. Η αποσταθεροποίηση του παραδοσιακού πρότυπου δανεισμού των τραπεζών από τις αγορές είχε ως αποτέλεσμα να πληγεί η αξιοπιστία και η φερεγγυότητά τους.

Οι ασκήσεις προσομοίωσης (stress tests) που έγιναν στην Ευρώπη δεν καθυσάχασαν την αγορά πλήρως και αυτό διότι τα tests διεξήχθησαν υπό την υπόθεση ότι καμία χώρα μέλος της Ευρωζώνης δεν θα χρεοκοπήσει. Έτσι δεν εξεταστήκαν οι επιπτώσεις στην κεφαλαιακή επάρκεια από το «κούρεμα» στην αξία των κρατικών ομολόγων που οι τράπεζες κρατούν στο χαρτοφυλάκιο τους έως τη λήξη τους.

1.3. Η ΚΡΙΣΗ ΣΤΗΝ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ-ΣΤΟΙΧΕΙΑ.

1.3.α. Κύριοι παράγοντες.

Αρχικά οι δύο κύριοι παράγοντες οι οποίοι επηρέασαν σε μεγάλο βαθμό τα μεγέθη της πραγματικής οικονομίας στην Ελλάδα και είναι οι εξής:

Η απομόγλευση του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Αναφορικά με τα όσα έχουμε εξηγήσει στις προηγούμενες δυο ενότητες, συμπεραίνουμε ότι η κρίση έχει δημιουργήσει τρία κύρια προβλήματα: Έλλειψη ρευστότητας, αφερεγγυότητα και απομόγλευση. Η απομόγλευση πηγάζει από τα προηγούμενα δυο προβλήματα και συνεπάγεται την αντίδραση των εγχώριων Πιστωτικών Ιδρυμάτων στην κρίση, τα οποία λόγω των προβλημάτων από τις κεφαλαιακές απώλειες οδηγήθηκαν σε τόνωση της κεφαλαιακής τους βάσης η και μείωσης του ενεργητικού τους. Έτσι, οι τράπεζες περιόρισαν τις πιστώσεις και έθεσαν αυστηρότερα πιστωτικά κριτήρια, διαφοροποιώντας την πιστωτική τους πολιτική καθώς οι χορηγήσεις νέων δανείων και πιστωτικών ορίων τέθηκαν σε αυστηρότερο έλεγχο. Η αρνητική αυτή επίδραση από το χάσμα κεφαλαίων στο νέο δανεισμό και στην ανανέωση των παλαιών δανείων μεταφέρει την κρίση στην πραγματική οικονομία. Ταυτόχρονα, η ύφεση μειώνει τη δυνατότητα επιχειρήσεων και νοικοκυριών να εξυπηρετούν τα δάνεια τους, δημιουργώντας έτσι ένα φαύλο κύκλο.

Αξίζει να αναφερθεί ότι μια αρνητική πτυχή του χρηματοοικονομικού συστήματος που έφερε στη επιφάνεια η κρίση είναι η υπερκυκλικότητα του.¹⁴ Ειδικότερα, σε περιόδους δυσμενούς οικονομικής συγκυρίας, επικρατεί ανεπαρκής ανάληψη κινδύνων και ελάχιστη χρηματοοικονομική δραστηριότητα διευρύνοντας τις κυκλικές διακυμάνσεις της πραγματικής οικονομίας, οι οποίες στη συνέχεια διευρύνουν ακόμη περισσότερο τις ανισοροπίες του.

Η αστοχία της δημοσιονομικής προσαρμογής

Με την έγκριση του Μνημονίου Συνεργασίας (Μάιος 2010) από το ΔΝΤ και το Συμβούλιο των Υπουργών της Ε.Ε., η Ελληνική κυβέρνηση ανέλαβε την υποχρέωση να εφαρμόσει ένα πενταετές πρόγραμμα δραστικής δημοσιονομικής προσαρμογής και διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Τα αρχικά μέτρα στόχευαν στο να περιορίσουν το δημοσιονομικό έλλειμμα κατά πέντε ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ το έτος 2010 και κατά

¹⁴ Σύμφωνα με την ετήσια έκθεση της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών του 2009: « Ένα χρηματοοικονομικό σύστημα θεωρείται υπερκυκλικό όταν η δυναμική του και η δυναμική της πραγματικής οικονομίας ενισχύουν η μια την άλλη, αυξάνοντας το εύρος των εξάρσεων και των υφέσεων των δυο πλευρών και υπονομεύοντας τη σταθερότητα τόσο του χρηματοοικονομικού τομέα όσο και της πραγματικής οικονομίας».

τέσσερις επιπλέον μονάδες το έτος 2011. Η Ελλάδα ανέλαβε την υποχρέωση να περιορίσει το δημοσιονομικό της έλλειμμα κάτω από το 3% του ΑΕΠ έως το έτος 2014.

Το αρχικό πρόγραμμα είχε αναθεωρηθεί δύο φορές. Η πρώτη αναθεώρηση ακολούθησε την απόφαση του φθινοπώρου του 2010 να συμπεριληφθούν και οι δημόσιες επιχειρήσεις στα στοιχεία της γενικής κυβέρνησης, ενώ η δεύτερη αναθεώρηση κατέστη αναπόφευκτη μετά την αποτυχία πιστής εφαρμογής του προϋπολογισμού του 2010. Το πρόγραμμα προσαρμογής είχε δύο άξονες:

- 1) Να επαναφέρει τη δημοσιονομική διατηρησιμότητα της χώρας και
- 2) Να βελτιώσει τη διεθνή της ανταγωνιστικότητα.

Πιο συγκεκριμένα το πακέτο μέτρων επικεντρώνονταν:

- Στην αύξηση των εσόδων του δημοσίου μέσω της αύξησης της φορολογίας και μείωσης της φοροδιαφυγής.
- Στην προσπάθεια για την επίτευξη ανάπτυξης μέσω της μείωσης του ειδικού βάρους του Δημοσίου στην οικονομία, κυρίως μέσω των αποκρατικοποιήσεων.
- Μείωση των δημοσίων δαπανών, κυρίως μέσω των περικοπών στους μισθούς και τα επιδόματα του δημοσίου καθώς και των συντάξεων.
- Στην προσπάθεια για αύξηση της ανταγωνιστικότητας του ιδιωτικού τομέα μέσω της παρέμβασης στους κατωτάτους μισθούς, στις εργασιακές σχέσεις καθώς και στην απελευθέρωση των κλειστών επαγγελμάτων.
- Στη δημιουργία Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ύψους €10δισ.) και η ενίσχυση της εποπτείας των τραπεζών από την Τράπεζα της Ελλάδος.

Ο Πίνακας 2. απεικονίζει τους Ευρωπαϊκούς Μηχανισμούς Στήριξης με τα βασικά τους χαρακτηριστικά:

Πίνακας 2: Βασικά χαρακτηριστικά Ευρωπαϊκών Μηχανισμών Στήριξης

	Σημερινό EFSM	Σημερινό EFSF	Μελλοντικό ESM
Διαδικασία Έγκρισης Μηχανισμού	ECOFIN, ενισχυμένη πλειοψηφία	Eurogroup, απαιτεί έγκριση από τα εθνικά κοινοβούλια των χωρών- μελών	Ευρωπαϊκό Συμβούλιο, τροποποίηση της Συνθήκης της Λισαβόνας (έγκριση από τα κοινοβούλια των κρατών-μελών για τροποποίηση της Συνθήκης)
Ημερομηνία ενεργοποίησης Μηχανισμού	Από 5/2010	8/2010-6/2013	Μόνιμος μηχανισμός που θα ενεργοποιηθεί από 1/1/2013. Θα αντικαταστήσει τους δύο υπάρχοντες μηχανισμούς
Μέγεθος	€60δισ	€440δισ	Δεν έχει καθοριστεί ακόμη
Πάροχος Χρηματοδότησης -Εγγυήσεων	Προϋπολογισμός ΕΕ, Έκδοση διμερών δανείων	Χώρες της Ευρωζώνης, Έκδοση Ομολόγων EFSF	Δεν έχει καθοριστεί ακόμη
Σε ποιους απευθύνεται	Σε όλα τα μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης	Σε όλα τα μέλη της Ευρωζώνης	Σε όλα τα μέλη της Ευρωζώνης
Διαδικασία Ενεργοποίησης του Μηχανισμού	ECOFIN, ενισχυμένη πλειοψηφία, έπειτα από κοινή πρόταση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και της ΕΚΤ	Eurogroup, ομόφωνη απόφαση έπειτα από κοινή πρόταση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, της ΕΚΤ και του ΔΝΤ	Ομόφωνη απόφαση των χωρών-μελών της Ευρωζώνης
Προτεραιότητα Εξόφλησης Χρέους έναντι Τρίτων	Εξόφληση κατά προτεραιότητα, ανώτερο μόνο το ΔΝΤ	Δεν υπάρχει προτεραιότητα: Ότι ισχύει για τους ιδιώτες πιστωτές	Εξόφληση κατά προτεραιότητα, ανώτερο μόνο το ΔΝΤ, Εισαγωγή Ρητρών Συλλογικής Δράσης (Collective Action Clauses) συνεπών με τις αντίστοιχες ρήτρες των ΗΠΑ και του Ηνωμένου Βασιλείου

Σημείωση: EFSM: European Financial Stabilization Mechanism, EFSF: European Financial Stability Facility, ESM: European Stability Mechanism

Πηγή: Νικόλαος Β. Καραμούζης, Γκίκας Α. Χαρδούβελης, «Από τη διεθνή κρίση στην κρίση της ευρωζώνης και της Ελλάδας: Τι μας επιφυλάσσει το μέλλον;», (2011).

Ένα από τα κύρια σημεία που αφορούν τις αρχικές ενέργειες για δημοσιονομική προσαρμογή είναι ότι δεν είχε τεθεί σαν προτεραιότητα η υλοποίηση ενός προγράμματος που θα κτίσει απόθεμα αξιοπιστίας και εμπιστοσύνης στις διεθνείς αγορές και εταιίρους. Ισχύει ότι η ανάγκη περιορισμού των δημοσιονομικών ελλειμμάτων είναι ιδιαίτερα έντονη για τη χώρα μας, όμως το σχετικό ερώτημα που έχει τεθεί, τόσο σε θεωρητικό όσο και σε εμπειρικό επίπεδο, είναι ποια είναι η κατάλληλη σύνθεση περιοριστικής δημοσιονομικής πολιτικής, ώστε από τη μια πλευρά να επιτευχτεί μια διατηρήσιμη μείωση των ανισορροπιών, και από την άλλη να περιοριστεί όσο είναι δυνατόν ο αρνητικός αντίκτυπος στην οικονομική δραστηριότητα.

Στον Πίνακα 3. εμφανίζεται το αρχικό πρόγραμμα προσαρμογής της Ελλάδας (2010-2014):

Πίνακας 3: Πρόγραμμα προσαρμογής της Ελλάδας

	2010	2011	2012	2013	2014
Ρυθμός Μεγέθυνσης ΑΕΠ	-4,5%	-3,0%	1,1%	2,1%	2,1%
Εγχώρια Ζήτηση	-7,7%	-6,0%	-1,0%	0,8%	1,0%
Εξωτερικός Τομέας	2,3%	2,9%	1,8%	1,3%	1,1%
Ποσοστό Ανεργίας	11,5%	14,5%	15,0%	14,5%	14,0%
Πληθωρισμός (HICP)	4,7%	2,9%	1,0%	1,0%	1,1%
Έλλειμμα Γενικής Κυβέρνησης	10,5%	7,6%	6,5%	4,8%	2,6%
Τόκοι	5,5%	6,8%	7,8%	8,3%	8,7%
Πρωτογενείς Δαπάνες	44,0%	42,3%	41,2%	38,9%	36,5%
Συνολικά Έσοδα	39,1%	41,5%	42,5%	42,4%	42,6%
Πρωτογενές Έλλειμμα	4,9%	0,8%	-1,3%	-3,4%	-6,1%
Χρέος Γενικής Κυβέρνησης	142,7%	156,7%	161,3%	160,1%	153,0%
Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών	-11,8%	-9,9%	-7,7%	-6,6%	-5,8%

Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

Σε σχέση με τη διάρθρωση του προγράμματος και την επίπτωση στην πραγματική οικονομία μπορούμε να συνοψίσουμε τους παράγοντες της αστοχίας του ως εξής:¹⁵

- 1) Το πρόγραμμα προέβλεπε μια μεγάλη δημοσιονομική προσαρμογή σε περίοδο πέντε ετών στην οποία η προσαρμογή του πρωτογενούς ισοζυγίου της γενικής κυβέρνησης φτάνει τις 16,4 εκατοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ. Προσαρμογή τέτοιου μεγέθους είναι πρωτοφανής.
- 2) Η οικονομική μεγέθυνση, αλλά και οι δαπάνες εξυπηρέτησης του αυξανόμενου δημοσίου χρέους σε σχέση με το ΑΕΠ δεν διευκολύνουν την προσαρμογή σύμφωνα με το πρόγραμμα. Η προσαρμογή του δημοσιονομικού ισοζυγίου λαμβάνει χώρα στο πλαίσιο ενός πρωτογενούς ΑΕΠ, τουλάχιστον έως τα τέλη του 2011. Επιπλέον, λόγω του αυξανόμενου λόγου του δημοσίου χρέους ως προς το ΑΕΠ, οι δαπάνες για τόκους αυξάνονται σε σχέση με το ΑΕΠ. Έτσι η μείωση του συνολικού ελλείμματος της γενικής κυβέρνησης είναι μικρότερη από τη μείωση του πρωτογενούς ελλείμματος.
- 3) Παρά το ότι εκ πρώτης όψεως η δημοσιονομική προσαρμογή έδινε την εντύπωση ότι βασιζόταν ισομερώς στην πλευρά των εσόδων και την πλευρά των δαπανών, στην πραγματικότητα έδινε πολύ μεγαλύτερο βάρος στη μείωση των πρωτογενών δημοσίων δαπανών.
- 4) Η ίδια η δημοσιονομική προσαρμογή φαίνεται να ασκεί περιοριστική επίπτωση στο ΑΕΠ, και έτσι, σε κάποιο βαθμό να αυτοαναιρείται. Η συνολική εγχώρια ζήτηση προβλεπόταν να πέσει κατά 7,7% το 2010 και κατά 6,0% το έτος 2011 με τη μεγαλύτερη αρνητική επίπτωση φαίνεται να προέρχεται από τις καταναλωτικές δαπάνες του δημοσίου και τις συνολικές επενδύσεις.
- 5) Η κυριότερη αδυναμία του προγράμματος σχετίζεται με το γεγονός ότι η δραστική δημοσιονομική προσαρμογή συντελεί στη συνέχιση και την εμβάθυνση της οικονομικής ύφεσης. Το ίδιο το πρόγραμμα προβλέπει μία τριετή ύφεση, κάτι που με τη σειρά του επιβραδύνει τη δημοσιονομική προσαρμογή και επιδεινώνει τη δυναμική του χρέους.

Το καλοκαίρι του 2011, μετά τη Σύνοδο Κορυφής της 21^{ης} Ιουλίου, εγκρίθηκε η παροχή στην Ελλάδα ενός 2^{ου} Πακέτου Χρηματοδοτικής Ενισχύσεως (ΠΧΕ II) από τη ΖτΕ και από το ΔΝΤ, το οποίο θα έπρεπε να καλύπτει τις χρηματοδοτικές ανάγκες του Ελληνικού Δημοσίου και των ελληνικών τραπεζών έως τουλάχιστον τα τέλη του 2014. Σε αυτή τη συγκυρία οι μεγάλες χώρες της Ζώνης του Ευρώ έθεσαν νέες βασικές προϋποθέσεις για την

¹⁵ Γιώργος Αλογοσκούφης, «Η Ανόμαλη Προσγείωση και το Πρόγραμμα Προσαρμογής», (1 Φεβρουαρίου 2012).

παροχή της εγκρίσεώς τους και της συμβολής τους σε αυτό. Πρώτον, απαίτησαν τη συμμετοχή σε εθελοντική βάση των ιδιωτών δανειστών του Ελληνικού Δημοσίου (Private Sector Involvement ή PSI) και Δεύτερον την αποδοχή και την πιστή εφαρμογή από την Ελλάδα ενός αυστηρότερου Προγράμματος, του Μεσοπρόθεσμου Σχεδίου Δημοσιονομικής Στρατηγικής το οποίο ψηφίστηκε από τη Βουλή στις αρχές του Ιουλίου 2011. Οι δημοσιονομικοί στόχοι του Μεσοπρόθεσμου Σχεδίου Δημοσιονομικής Στρατηγικής για την έξοδο της χώρας από την κρίση όπως αναφέρονται αυτούσια στο προσχέδιο του προϋπολογισμού για το 2012, αφορούν την περίοδο 2011-2015, και ήταν οι εξής:

- ο έλεγχος και η συγκράτηση της δυναμικής της αύξησης του τεράστιου χρέους της χώρας (βιωσιμότητα του χρέους),
- η δημοσιονομική προσαρμογή, ώστε το έλλειμμα γενικής κυβέρνησης να μειωθεί κάτω του 1% του ΑΕΠ έως το έτος 2015 και να διατηρηθούν μεγάλα πρωτογενή πλεονάσματα στη συνέχεια,
- η δημιουργία μόνιμων και υγιών συνθηκών ανάπτυξης, ώστε ο ονομαστικός ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ να καταστεί θετικός και να συνεχίσει την ανοδική του πορεία διατηρώντας μακροπρόθεσμα μέσο ρυθμό αύξησης τουλάχιστον 5%,
- η κοινωνική προστασία και δικαιοσύνη, καθώς και η σύμμετρη συμμετοχή όλων των κοινωνικών ομάδων στην προσπάθεια για τη δημοσιονομική προσαρμογή και
- η αξιοποίηση της περιουσίας του Ελληνικού Δημοσίου που μαζί με τη δημοσιονομική προσαρμογή θα συμβάλλει στη μείωση του χρέους.

Στον Πίνακα 4. παρουσιάζονται οι προβλέψεις για τα βασικά μεγέθη του πραγματικού τομέα της οικονομίας για το 2012 όπως αναφέρονται επακριβώς στο προσχέδιο του Προϋπολογισμού του 2012:

Πίνακας 4

Βασικά μεγέθη της Ελληνικής οικονομίας (% ετήσιες μεταβολές, σταθερές τιμές)			
	2010	2011	2012
1. ΑΕΠ	-4,5	-5,5	-2,5
2. Ιδιωτική κατανάλωση	-4,5	-6,2	-3,8
3. Δημόσια κατανάλωση	-6,5	-8,0	-7,5
4. Επενδύσεις	-16,5	-12,9	-4,0
5. Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	3,8	3,9	6,4
6. Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	-4,8	-6,3	-2,8
7. Εναρμονισμένος ΔΤΚ	4,7	2,8	0,6
8. Αποπληθωριστής ΑΕΠ	2,5	1,4	0,4
9. Απασχόληση	-2,1	-5,3	-1,1
10. Ποσοστό ανεργίας	11,9	15,2	16,4

Πηγή: Προσχέδιο Κρατικού Προϋπολογισμού 2012

Στο κεφάλαιο 2-ενότητα 3 αναφέρεται επακριβώς τα εξής: «Για το έτος 2011 στόχος του Μεσοπρόθεσμου Προγράμματος Δημοσιονομικής Στρατηγικής ήταν η περαιτέρω μείωση του ελλείμματος της γενικής κυβέρνησης κατά 3 εκατοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ. Συγκεκριμένα το Μεσοπρόθεσμο Πρόγραμμα Δημοσιονομικής Στρατηγικής προέβλεπε το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης να διαμορφωθεί στα €16.3δισ. (7,3% του ΑΕΠ). Κύριοι άξονες της προσπάθειας για την επίτευξη του παραπάνω στόχου ήταν ο περαιτέρω εξορθολογισμός των δαπανών και η μεγαλύτερη απόδοση των διατιθέμενων κρατικών πόρων. Ωστόσο παρά την προβλεπόμενη μικρότερη μείωση του ελλείμματος σε σχέση με το 2010, σε εκατοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ, η απαιτούμενη δημοσιονομική προσπάθεια σε επίπεδο λήψης μέτρων είναι του ίδιου μεγέθους και έντασης με το 2010, καθώς η επιδείνωση της ύφεσης, εμποδίζει την πλήρη αποδοτικότητα των ληφθέντων μέτρων. Ειδικότερα, οι αποκλίσεις στο έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης στο 2011 χωρίς διορθωτικά μέτρα εκτιμάται στο 2% του ΑΕΠ ή €4,3δισ. σε σχέση με τους στόχους του προγράμματος», και καταλήγει στο γεγονός ότι το εάν θα επιτευχθούν οι στόχοι εξαρτάται από τη στάση των πολιτών και απαιτείται επιπρόσθετη δημοσιονομική προσπάθεια ύψους €2,1δισ. για το 2011 και €5δισ. για το 2012. Οι παρεμβάσεις αυτές απεικονίζονται στον παρακάτω πίνακα:

Πίνακας 5

Νέες δημοσιονομικές παρεμβάσεις (καθαρή απόδοση) (ποσά σε εκατ. ευρώ)		
	2011	2012
Φοροαπαλλαγές από το φόρο εισοδήματος φυσικών προσώπων	0	1.950
Αναβολή πληρωμής έκτακτης παροχής δικαστικών	0	280
Ειδικό τέλος ηλεκτροδοτούμενων δομημένων επιφανειών	1.700	100
Νέο μισθολόγιο	150	950
Εργασιακή εφεδρεία	0	200
Κύριες και επικουρικές συντάξεις, ταμεία πρόνοιας	260	480
Αύξηση της κοινοτικής συμμετοχής σε συγχρηματοδοτούμενα προγράμματα	0	800
Προσαρμογή ειδικού φόρου κατανάλωσης πετρελαίου θέρμανσης-κίνησης	0	250
Σύνολο	2.110	5.010

Πηγή: Προσχέδιο Κρατικού Προϋπολογισμού 2012

Η Συμφωνία της 21^{ης} Ιουλίου 2011 αμφισβητήθηκε και υπήρχαν διαρροές ειδήσεων ότι η Ευρωζώνη και το ΔΝΤ αναζητούσαν μία νέα, σημαντικά πιο ενισχυμένη συμφωνία με μία κατά πολύ μεγαλύτερη συμβολή των ιδιωτών δανειστών (PSI+). Οι κύριοι λόγοι γι' αυτή την ουσιαστική αλλαγή στάσεως των δανειστών της Ελλάδος που τελικά ακύρωσε την Συμφωνία της 21ης Ιουλίου 2011 (το PSI) και οδήγησε στη Συμφωνία της 26ης Οκτωβρίου 2011 (στο PSI+)¹⁶, συνοψίζονται ως εξής:¹⁷

- 1) Το Πακέτο Χρηματικής Ενίσχυσης χρησιμοποιήθηκε από την Τρόικα για να παρουσιάσει μία απίστευτη διόγκωση του χρέους της ΓΚ της Ελλάδος ως ποσοστό του ΑΕΠ. Αυτή η εκτόξευση του χρέους (κατά περισσότερο από 50 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ) συμπεριλήφθηκε στους πίνακες των εκθέσεων του ΔΝΤ και της ΕΕ χωρίς ουσιαστική εξήγηση, αποτέλεσε ισχυρό εργαλείο στα χέρια κάθε σχολιαστή διεθνώς ο οποίος επιθυμούσε να επιβεβαιώσει ισχυρισμούς που είχαν ήδη υιοθετηθεί και αναφέρονταν εκτενώς στην αφερεγγυότητα και στην αδυναμία της Ελλάδος να «πληρώσει» τα χρέη της. Αποτέλεσε επίσης ισχυρό μηχανισμό για την περαιτέρω επιδείνωση του εγχώριου οικονομικού κλίματος και της καταναλωτικής και επιχειρηματικής εμπιστοσύνης στην Ελλάδα με εξαιρετικά αρνητικές επιπτώσεις στο χρηματοπιστωτικό σύστημα της χώρας (με ουσιαστική παρακίνηση της διαρροής

¹⁶ Κεφάλαιο 2.

¹⁷ ALPHA BANK/Οικονομικό Δελτίο (Τεύχος 117/Μάιος 2012).

καταθέσεων) και στην ελληνική οικονομία γενικότερα, αλλά και στο πρόγραμμα προσαρμογής της Ελλάδος.

- 2) Η απόφαση για το PSI της Ελλάδος οδήγησε το Ευρώ σε κρίση. Συγκεκριμένα, υπήρξε ουσιαστική διατάραξη της εμπιστοσύνης των επενδυτών διεθνώς στις αγορές κρατικού χρέους όλων των περιφερειακών χωρών της Ευρωζώνης.¹⁸

Οι ανωτέρω εξελίξεις οδήγησαν τελικά στη διαμόρφωση νέας άποψης, που άρχισε να διατυπώνεται ανοικτά από τον Σεπτέμβριο του 2011 ακόμη και από αρμόδιους παράγοντες της Ευρωζώνης αλλά και της ελληνικής κυβερνήσεως, σύμφωνα με την οποία το Πακέτο Χρηματικής Ενίσχυσης της 21ης Ιουλίου για την Ελλάδα δεν ήταν πλέον αρκετό ή κατάλληλο, και ότι για την δραστικότερη μείωση του χρέους του Ελληνικού Δημοσίου ήταν τώρα αναγκαία μία πολύ μεγαλύτερη συμβολή του ιδιωτικού τομέα.

1.3.β. Στοιχεία Μακροοικονομικά.

Στη συνέχεια θα παραθέσουμε με στοιχεία την επίπτωση της κρίσης στην πραγματική μας οικονομία όπως αντικατοπτρίζονται σε επτά βασικά οικονομικά μεγέθη:

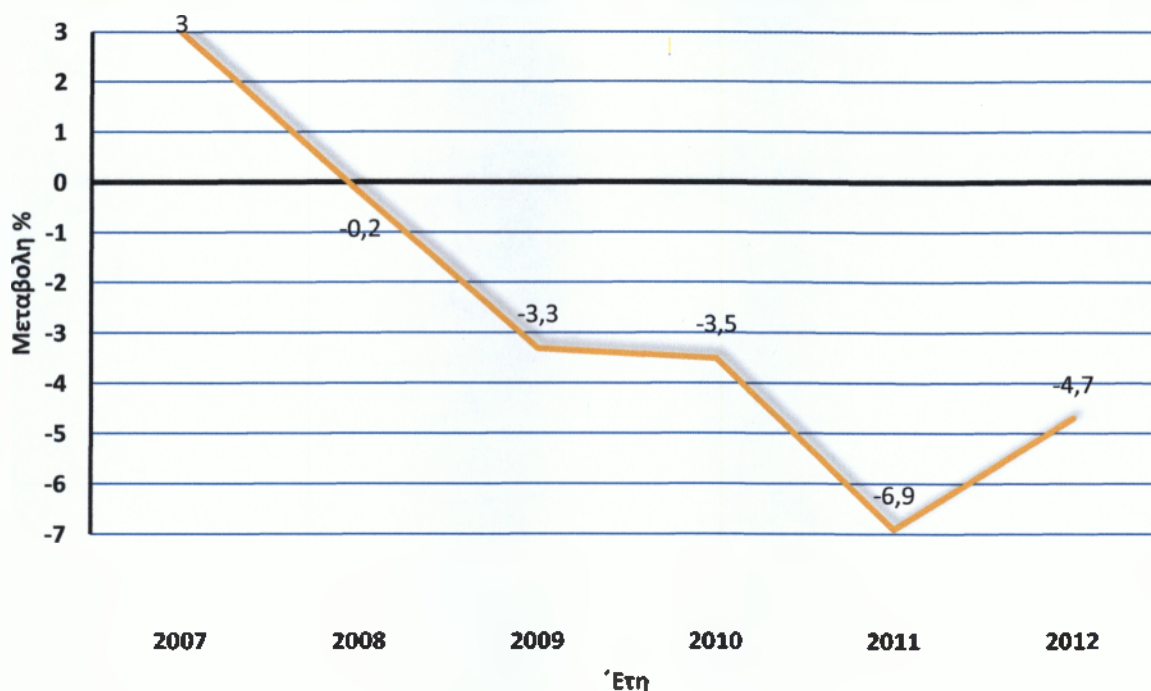
ΑΕΠ

Το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (ή ΑΕΠ) (αγγλ. Gross Domestic Product - GDP) είναι το σύνολο όλων των προϊόντων και αγαθών που παράγει μια οικονομία, εκφρασμένο σε χρηματικές μονάδες, η διαφορετικά μπορούμε να πούμε ότι είναι η συνολική αξία όλων των τελικών αγαθών (υλικών και άυλων) που παράχθηκαν εντός μιας χώρας σε διάστημα ενός έτους, ακόμα και αν μέρος αυτού παράχθηκε από παραγωγικές μονάδες που ανήκουν σε κατοίκους του εξωτερικού.

Το ΑΕΠ σύμφωνα με τα στοιχεία του IOBE (*Τριμηνιαία Έκθεση /Αρ. Τεύχους 67/Μάρτιος 2012*) και της Eurostat έχει διατηρήσει πτωτική τάση κατά την τριετία 2009-2011 (όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 6.) με σωρευτική συρρίκνωση κατά 3,6% και η υποχώρησή του στο σύνολο του προηγούμενου έτους διαμορφώθηκε στο -6,9%, μείωση που είναι διπλάσια εκείνης το 2010 (-3,5%), αντί -5,5% που εκτιμούσε το υπουργείο Οικονομικών, ενώ για το 2012, το ΑΕΠ θα υποχωρήσει περαιτέρω, κοντά στο επίπεδο των €208δισ., έναντι εκτίμησης €212,5δισ.

¹⁸ Η Moody's από την πλευρά της έσπευσε να επισημάνει στις 25 Ιουλίου 2011 ότι «το Πρόγραμμα ενισχύσεως (για την Ελλάδα) δημιουργεί προηγούμενο για μελλοντικές αναδιορθώσεις, εφόσον τα οικονομικά κάποιου άλλου κράτους της Ευρωζώνης γίνουν το ίδιο προβληματικά με αυτά της Ελλάδος».

Διάγραμμα 6: Ρυθμός μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ κατά τα έτη 2007-2012



Πηγή: Eurostat

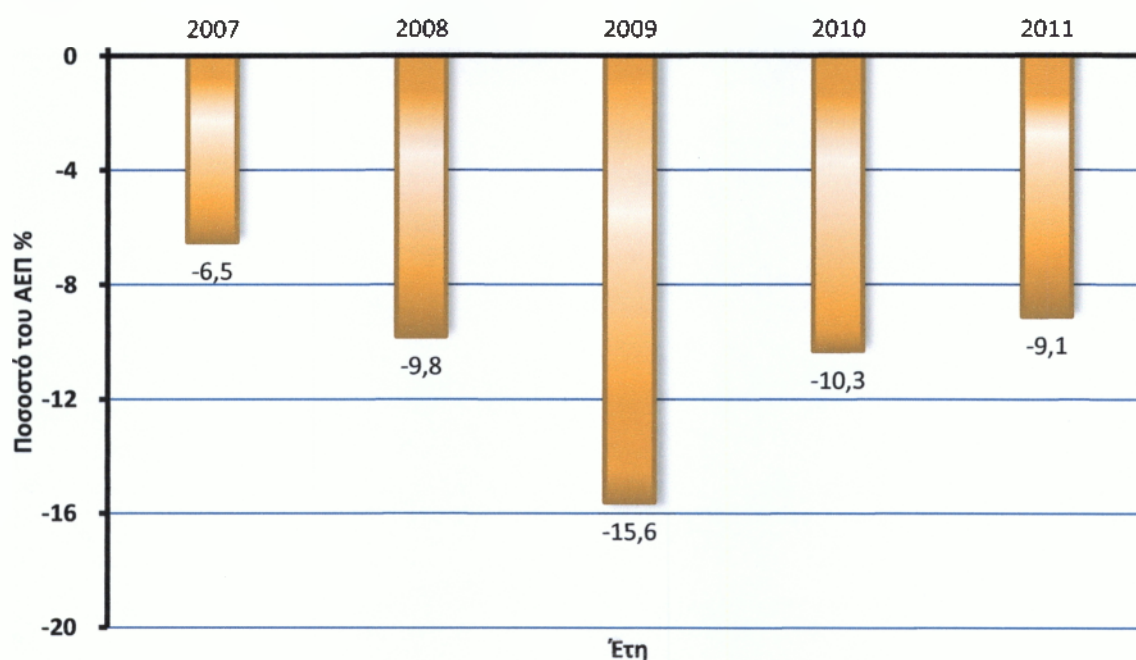
Δημόσιο Έλλειμμα

Το δημόσιο έλλειμμα είναι το ποσό κατά το οποίο τα έξοδα της κυβέρνησης υπερβαίνουν τα έσοδα κατά τη διάρκεια ενός έτους. Γίνεται διάκριση σε έλλειμμα κεντρικής κυβέρνησης και έλλειμμα γενικής κυβέρνησης, ανάλογα ποιοι ακριβώς τομείς του δημοσίου περιλαμβάνονται. Ο τομέας της γενικής κυβέρνησης περιλαμβάνει τους υποτομείς: κεντρική διοίκηση, τοπική αυτοδιοίκηση και οργανισμοί κοινωνικής ασφάλισης, εξαιρουμένων των εμπορικών πράξεων. Η εξαίρεση των εμπορικών πράξεων σημαίνει ότι ο τομέας της γενικής κυβέρνησης περιλαμβάνει μόνο τα θεσμικά όργανα, τα οποία ως κύριο καθήκον έχουν την παραγωγή μη εμπορικών υπηρεσιών. Επίσης γίνεται η διάκριση σε πρωτογενές έλλειμμα και συνολικό έλλειμμα. Το πρωτογενές δεν περιλαμβάνει τους τόκους για την εξυπηρέτηση του χρέους.

Το δημόσιο έλλειμμα (γενικής κυβέρνησης) διαμορφώθηκε το 2011 στο 9,1% του ΑΕΠ, κοντά στον στόχο του 9% (στοιχεία τα οποία αναδεικνύονται στο Διάγραμμα 7.) μέσω της τεχνητής συγκράτησης των δαπανών από την πλευρά του υπουργείου οικονομικών, της μεταφοράς σημαντικών κονδυλίων που επρόκειτο να πληρωθούν το 2011, στο 2012 καθώς

και η απόδοση του ενιαίου τέλους ακινήτων μέσω της ΔΕΗ. Με την αναθεώρηση¹⁹ προβλέπεται ότι το έλλειμμα του 2011 θα είναι περί το €1,3δισ. υψηλότερο της αρχικής εκτίμησης, ενώ ο στόχος για το έλλειμμα του 2012 είναι €2,3δισ. υψηλότερος.

Διάγραμμα 7: Δημοσιονομικό Έλλειμμα (Γενικής Κυβέρνησης) ως ποσοστό του ΑΕΠ, τα έτη 2007-2011



Πηγή: Eurostat

Έλλειμμα Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών και Κεφαλαιακών Μεταβιβάσεων

Το Ισοζύγιο Τρεχουσών συναλλαγών είναι λογαριασμός του Ισοζυγίου Πληρωμών και περιλαμβάνει το Εμπορικό Ισοζύγιο, το Ισοζύγιο Υπηρεσιών, το Ισοζύγιο Εισοδημάτων και το Ισοζύγιο Τρεχουσών Μεταβιβάσεων. Το έλλειμμα υποδηλώνει ότι οι πληρωμές για εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών στην ελληνική οικονομία υπερβαίνουν τις εισπράξεις (από εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών αντίστοιχα). Τα υψηλά ελλείμματα στις τρέχουσες συναλλαγές με το εξωτερικό υποδηλώνουν την ανεπάρκεια της εθνικής αποταμίευσης να χρηματοδοτήσει την εγχώρια επένδυση και ασκούν διττή επίδραση στην οικονομία της χώρας, διότι αφενός επηρεάζουν αρνητικά το επίπεδο οικονομικής δραστηριότητας και το ρυθμό οικονομικής επέκτασης και αφετέρου, με τη χρησιμοποίηση της διεθνούς αποταμίευσης (κεφάλαια από το εξωτερικό), χρηματοδοτούνται επενδύσεις, οι οποίες δεν θα

¹⁹ Η αναθεώρηση του προϋπολογισμού του 2012 θεωρείται επιβεβλημένη, δεδομένων του μεγαλύτερου βάθους της ύφεσης το τρέχον έτος αλλά και της έντονης δυσκολίας που παρατηρείται στη συλλογή εσόδων.

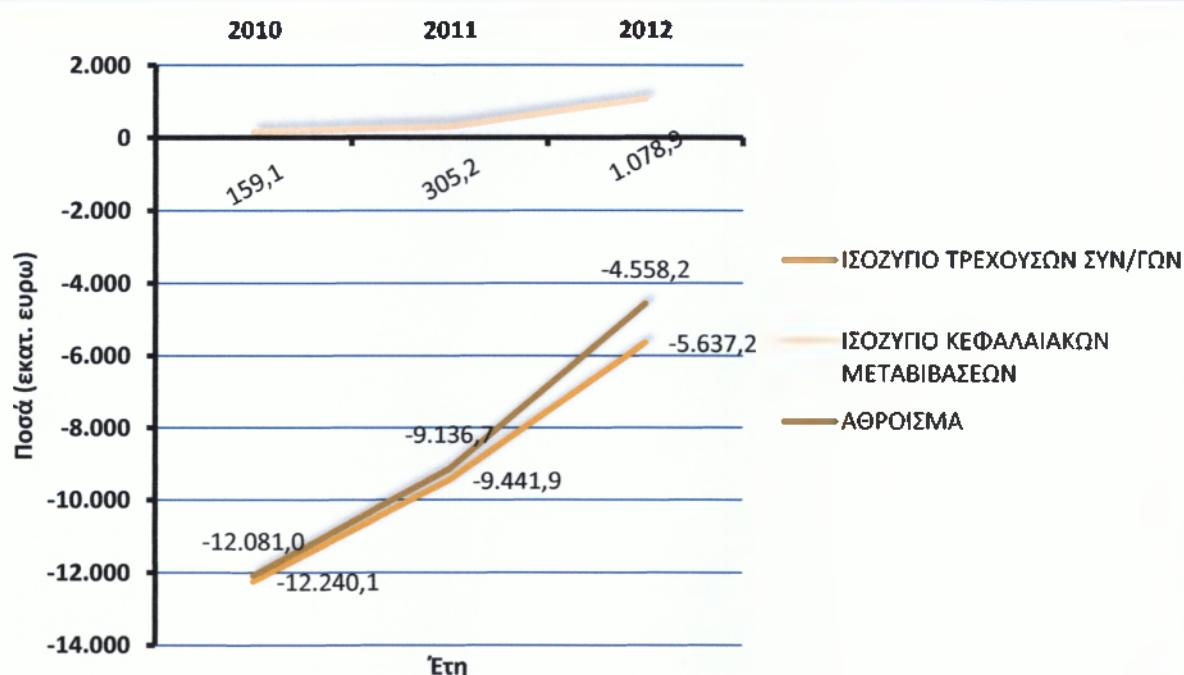
μπορούσαν να πραγματοποιηθούν λόγω ανεπάρκειας της εγχώριας αποταμίευσης. Στο Ισοζύγιο Κεφαλαίου καταγράφονται οι εισροές και εκροές κεφαλαίου μίας χώρας με τον υπόλοιπο κόσμο.

Το Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών παρουσίασε έλλειμμα €912εκατ., κατά €1.313 εκατ. ή 59% μικρότερο από εκείνο του Απριλίου του 2011.²⁰ Το έλλειμμα του εμπορικού ισοζυγίου περιορίστηκε κατά €807εκατ., λόγω της μείωσης κατά €366εκατ. των καθαρών πληρωμών για εισαγωγές καυσίμων, του περιορισμού του ελλείμματος του ισοζυγίου των αγαθών εκτός καυσίμων και πλοίων κατά €277εκατ., καθώς και της μείωσης των καθαρών πληρωμών για αγορές πλοίων κατά €165εκατ. Το πλεόνασμα του ισοζυγίου υπηρεσιών αυξήθηκε κατά €164 εκατ. λόγω της αύξησης των καθαρών εισπράξεων κυρίως από υπηρεσίες μεταφορών και δευτερευόντως από ταξιδιωτικές υπηρεσίες, καθώς και λόγω της μείωσης των καθαρών πληρωμών για "λοιπές" υπηρεσίες. Τέλος, το ισοζύγιο τρεχουσών μεταβιβάσεων παρουσίασε έλλειμμα κατά πολύ μεγαλύτερο από το μικρό έλλειμμα του Απριλίου του 2011 αντανakλώντας κυρίως την αύξηση των μεταβιβαστικών πληρωμών του τομέα της γενικής κυβέρνησης (κυρίως προς την ΕΕ) και τη σχεδόν ισόποση μείωση των αντίστοιχων ακαθάριστων μεταβιβάσεων από την ΕΕ. Το τετράμηνο Ιανουαρίου-Απριλίου 2012 το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών περιορίστηκε κατά €3,8δισ. ή 40,3% σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2011 και διαμορφώθηκε σε €5,6δισ. Η εξέλιξη αυτή αντανakλά πρωτίστως τη σημαντική μείωση του εμπορικού ελλείμματος εκτός καυσίμων κατά €2,0δισ., την αύξηση του πλεονάσματος του ισοζυγίου υπηρεσιών κατά €662εκατ. και δευτερευόντως τόσο τη μείωση του ελλείμματος του ισοζυγίου εισοδημάτων κατά €512εκατ., όσο και την αύξηση του πλεονάσματος του ισοζυγίου τρεχουσών μεταβιβάσεων κατά €86εκατ. Ταυτόχρονα, καταγράφηκε μείωση των καθαρών πληρωμών για εισαγωγές καυσίμων κατά €554εκατ. Υπενθυμίζεται ότι η μείωση αυτή έχει προκύψει ως το συνδυασμένο αποτέλεσμα της καταγραφής του μηνός Ιανουαρίου, η οποία ήταν σημαντικά μειωμένη σε σύγκριση με εκείνη του Ιανουαρίου του 2011, δεδομένου ότι η τελευταία περιελάμβανε δαπάνη εισαγωγών του 2010, και πιθανώς της μείωσης του όγκου των εισαγωγών το Φεβρουάριο και τον Απρίλιο του 2012. Το Ισοζύγιο Κεφαλαιακών Μεταβιβάσεων τον Απρίλιο του 2012 παρουσίασε μικρό πλεόνασμα €26εκατ., έναντι ελλείμματος €7εκατ. τον Απρίλιο του 2011, αντανakλώντας αντίστοιχη αύξηση των καθαρών κεφαλαιακών μεταβιβάσεων από την ΕΕ προς τον τομέα της γενικής κυβέρνησης. Το τετράμηνο Ιανουαρίου-Απριλίου του 2012 το ισοζύγιο κεφαλαιακών μεταβιβάσεων εμφάνισε

²⁰ Τράπεζα της Ελλάδος (Απρίλιος 2012).

πλεόνασμα €1,1δισ., έναντι €305εκατ. την αντίστοιχη περίοδο του 2011. Η άνοδος αυτή αντανακλά αποκλειστικά την αύξηση των καθαρών κεφαλαιακών μεταβιβάσεων από την ΕΕ προς τον τομέα της γενικής κυβέρνησης. Τα στοιχεία που αναφέρθηκαν παρουσιάζονται μέσω του Διαγράμματος 8:

Διάγραμμα 8: Ισοζύγιο Τρεχουσών Συν/γών κ Ισοζύγιο Κεφ. Μεταβιβάσεων, 1^ο τετράμηνο 2010 έως 2012



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος

Πληθωρισμός

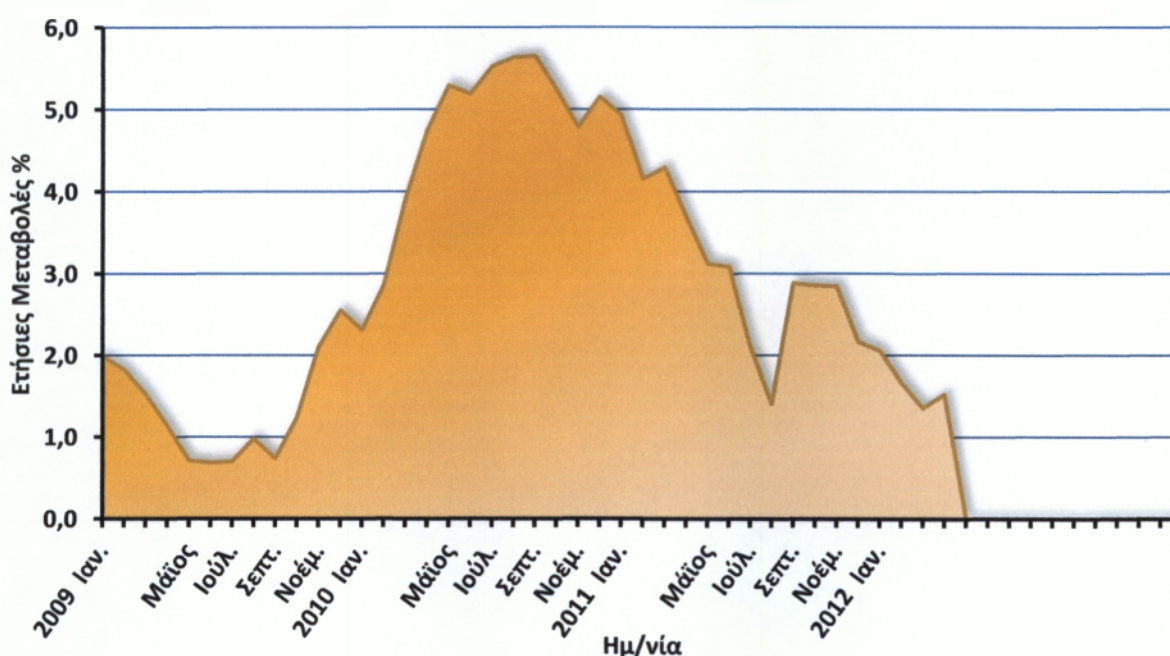
Πληθωρισμός είναι η συνεχής αύξηση του γενικού επιπέδου των τιμών μιας οικονομίας μέσα σε μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο και μπορεί να είναι είτε θετικός, είτε αρνητικός. Θα μπορούσαμε να πούμε ότι πληθωρισμός είναι η μεταβολή των τιμών και δεν υφίσταται όταν οι τιμές σταθεροποιηθούν, ανεξαρτήτως αν είναι υψηλές ή όχι.

Από στοιχεία²¹, προκύπτει η υποχώρηση του πληθωρισμού σταδιακά από 1,7% τον Φεβρουάριο του 2012 σε 1,4%, 1,5% και 0,9% τους επόμενους μήνες μέχρι και τον Μάιο του 2012 αντίστοιχα. Οι τιμές αυτές είναι πολύ χαμηλότερες από τις τιμές του 2011 όπου διαμορφώθηκαν στα επίπεδα των 4,2%, 4,3%, 3,7%, 3,1% αντίστοιχα για τους ίδιους μήνες (Διάγραμμα 9). Ο περιορισμός αυτός του επιπέδου του πληθωρισμού οφείλεται στις

²¹ Τράπεζα της Ελλάδος, Eurostat και IOBE (Τριμηνιαία Έκθεση/ Αρ. Τεύχους 6/ Μάρτιος 2012).

διαδοχικές δέσμες δημοσιονομικών μέτρων καθώς και η συνεχιζόμενη άνοδος της ανεργίας. Βάση αυτών δεν αποκλείεται η εμφάνιση αποπληθωρισμού σε ορισμένους από τους προσεχείς μήνες. Αντίρροπα σε αυτές τις περιοριστικές επιδράσεις στον πληθωρισμό θα λειτουργήσουν οι αυξήσεις τιμών βασικών αγαθών (πχ. ηλεκτρικό ρεύμα) και έμμεσων φόρων (εξίσωση ειδικού φόρου στο πετρέλαιο θέρμανσης και κίνησης από το φθινόπωρο του 2012), προκειμένου να επιτευχθούν οι δημοσιονομικοί στόχοι, με την ανασχετική δυναμικότητά τους στην αποκλιμάκωση του πληθωρισμού να θεωρείται πάντως περιορισμένη.

Διάγραμμα 9: Πληθωρισμός (Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή), ετήσιες (%) μεταβολές κατά τις ημ/νίες 1/2009 έως 4/2012.



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος

Απασχόληση

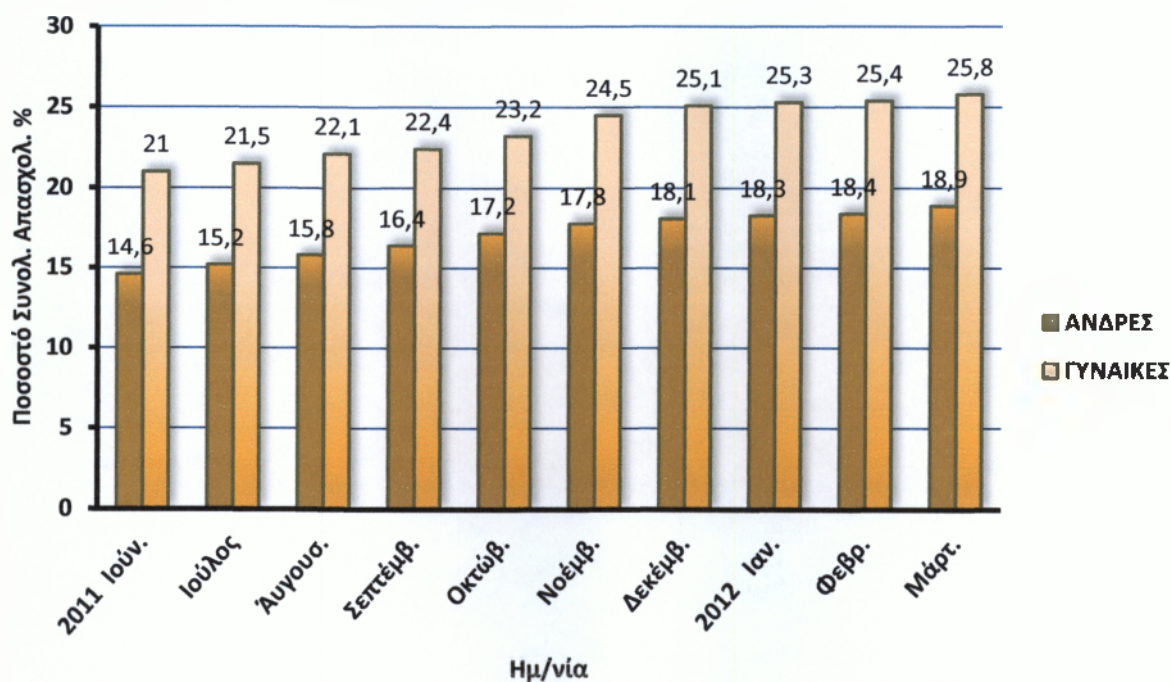
Κάποιοι σύντομοι ορισμοί που μπορούμε να αναφέρουμε είναι:

Το εργατικό δυναμικό αποτελείται από όσους έχουν εργασία (απασχολούμενοι) και εκείνους που δεν απασχολούνται (άνεργοι) αλλά έχουν δηλώσει ότι επιθυμούν και είναι διαθέσιμοι να εργασθούν. Το μη-εργατικό δυναμικό είναι το μέρος του ενήλικου πληθυσμού που ασχολείται με τα οικιακά, είναι συνταξιούχοι, ασθενούν σοβαρά ώστε απέχουν από την εργασία, ή δεν ψάχνουν για εργασία και το ποσοστό ανεργίας είναι ο αριθμός των ανέργων διαφορούμενος με το σύνολο του εργατικού δυναμικού.

Από τα στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ καθώς και της Eurostat προκύπτει ότι το ποσοστό ανεργίας στην Ελλάδα φτάνει το ύψος του 21,9% το Μάρτιο του 2012 έναντι του 15,7% τον

Μάρτιο του 2011 και 21,4% το Φεβρουάριο του 2012. Το σύνολο των απασχολουμένων κατά το Μάρτιο του 2012, υπολογίζεται ότι έφτασε σε 3.843.905 άτομα, ενώ οι άνεργοι έφτασαν τους 1.075.081 ανθρώπους και ο οικονομικά μη ενεργός πληθυσμός ανήλθε σε 3.372.144 άτομα. Την ίδια στιγμή οι άνεργοι αυξήθηκαν κατά 294.706 άτομα σε σχέση με το Μάρτιο του 2011 (αύξηση 37,8%) και κατά 21.625 άτομα σε σχέση με το Φεβρουάριο του 2012 (αύξηση 2,1%). Τη μεγαλύτερη ανεργία εξακολουθούν να παρουσιάζουν οι νέοι 15-24 ετών με το ποσοστό να φτάνει το 52,8% ενώ ακολουθεί η ομάδα των 25-34 ετών με ποσοστό ανεργίας 29,8%. Επίσης μείωση της τάξης του 8,2%, δηλαδή 342.143 άτομα, σε σχέση με το Μάρτιο του 2011 παρουσίασαν οι απασχολούμενοι το Μάρτιο του 2012 και 0,6% δηλαδή 24.996 άτομα, σε σχέση με το Φεβρουάριο του 2012. Η μείωση της απασχόλησης επικεντρώνεται στον ιδιωτικό τομέα και ήταν το αποτέλεσμα του κλεισίματος ή της σμίκρυνσης πολλών επιχειρήσεων, αλλά και της αύξησης της αβεβαιότητας και κατά συνέπεια της ραγδαίας μείωσης της καταναλωτικής και επενδυτικής δαπάνης από νοικοκυριά και επιχειρήσεις. Η μείωση της απασχόλησης γενικότερα κατά την τριετία 2009-2011 (περίπου -6%) οφείλεται και στο γεγονός ότι η μείωση της παραγωγής ήταν ραγδαία, γεγονός που σημαίνει ότι το μεγαλύτερο μέρος της μείωσης του ΑΕΠ πραγματοποιήθηκε με παράλληλη μείωση της απασχόλησης. Στη συνέχεια, μέσω του Διαγράμματος 10., εμφανίζεται το ποσοστό των ανέργων στην Ελλάδα κατά φύλο σε διάστημα δέκα μηνών:

Διάγραμμα 10: Ποσοστό ανέργων επί των συνολικά απασχολούμενων κατά το διάστημα από 6/2011 έως 3/2012 κατά φύλο.



Πηγή: Eurostat

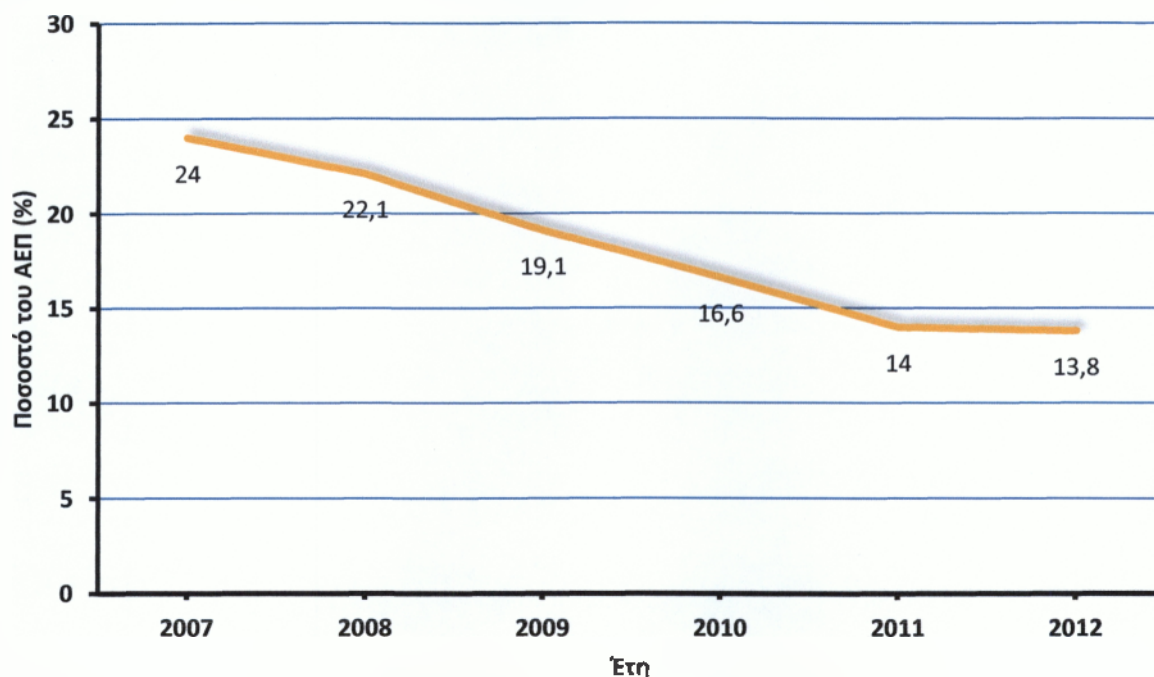
Ακαθάριστες Επενδύσεις Παγίου Κεφαλαίου

Ορίζεται ως ο δείκτης μέτρησης των επενδύσεων σε κεφαλαιουχικά αγαθά ως ποσοστό του ΑΕΠ. Οι καθαρές επενδύσεις παγίου κεφαλαίου του ιδιωτικού τομέα στην Ελλάδα έχουν καταστεί αρνητικές κατά την τελευταία τριετία. Πρόκειται για μείωση του εγκατεστημένου παραγωγικού δυναμικού, δηλαδή του καθαρού αποθέματος παγίου κεφαλαίου της ελληνικής οικονομίας.

Σύμφωνα με στοιχεία του Υπουργείου Οικονομικών, της ΕΛΣΤΑΤ και της Τράπεζας της Ελλάδος η ποσοστιαία μεταβολή του συγκεκριμένου δείκτη το πρώτο τετράμηνο του 2012 σε σχέση με το τελευταίο του 2011 είναι -19,3% και συγκεκριμένα από €7294 εκατ. σε €5884 εκατ. ενώ η ποσοστιαία μεταβολή έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2011 είναι -21,3% όπου το αντίστοιχο ποσό ήταν €7440 εκατ. (στοιχεία όπου απεικονίζονται στο Διάγραμμα 11.). Η μείωση αυτή επιδρά αρνητικά στην παραγωγικότητα της εργασίας και συμβάλει στην περαιτέρω συρρίκνωση της εσωτερικής ζήτησης.

Καθοριστικό μέγεθος είναι η μείωση της παραγωγικότητας της εργασίας στην Ελλάδα καθότι αποτελεί μέγεθος που σχετίζεται με τις επενδύσεις παγίου κεφαλαίου και από τη μείωση της ζήτησης με τη συνακόλουθη μείωση στο βαθμό χρησιμοποίησης του παραγωγικού δυναμικού. Ο όρος παραγωγικότητα χαρακτηρίζει το μέτρο της παραγωγικής ικανότητας, το οποίο εκφράζεται κατ' αναλογία του είδους και του ύψους της παραγωγής σε σχέση με τους παραγωγικούς συντελεστές που απαιτούνται γι' αυτήν και σύμφωνα με το Ινστιτούτο Εργασίας ΓΣΕΕ – ΑΔΕΔΥ (*Ετήσια Έκθεση 2011*) κατά τη διετία 2010-2011 η παραγωγικότητα εργασίας μειώθηκε κατά 3,3% ενώ κατά την τριετία 2009-2011 η παραγωγικότητα ανά εργαζόμενο, σύμφωνα με τα δεδομένα της Eurostat (Labour productivity per person employed EU-27=100), μειώθηκε συνολικά κατά 5,1 μονάδες βάσης.

Διάγραμμα 11: Ακαθάριστες Επενδύσεις Παγίου Κεφαλαίου ως ποσοστό του ΑΕΠ κατά τα έτη 2007-2012.

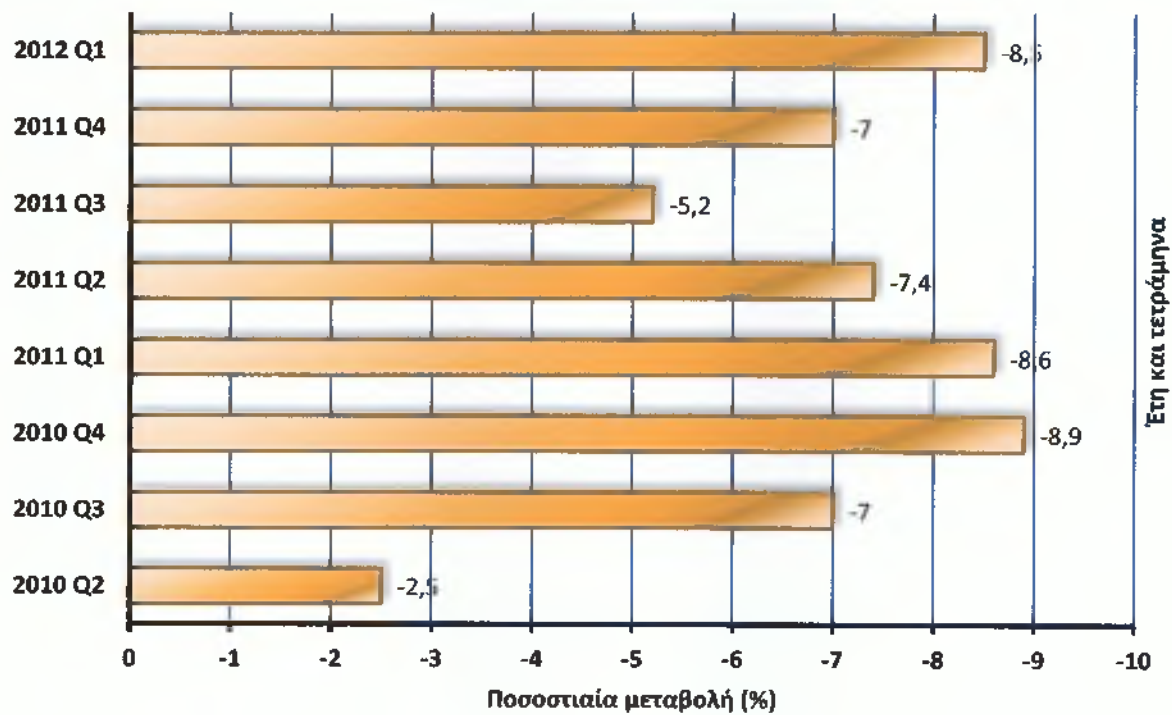


Πηγή: *Statistical Annex of European Economy/European Commission*

Ιδιωτική Κατανάλωση

Ως ιδιωτική κατανάλωση θεωρείται το σύνολο των τρεχουσών δαπανών των ιδιωτών για την αγορά καταναλωτικών αγαθών και υπηρεσιών στο εσωτερικό μιας χώρας και στο εξωτερικό. Από τα στοιχεία που αναφέρονται από την Τράπεζα της Ελλάδος (*Νομισματική Πολιτική /Φεβρουάριος 2011*), η μείωση της ιδιωτικής κατανάλωσης την τελευταία τριετία αποδίδεται στη σημαντική μείωση του διαθέσιμου εισοδήματος των καταναλωτών και ήταν ο κύριος παράγοντας που συνέβαλε στη μεγάλη μείωσή του ΑΕΠ, με την Eurostat να δίνει τα στοιχεία: -8,6% το πρώτο τετράμηνο του 2011, -7,4% το δεύτερο τετράμηνο του 2011, -5,2% το τρίτο τετράμηνο του 2011, -7,0% το τέταρτο τετράμηνο του 2011 και -8,5% το πρώτο τετράμηνο του 2012, ενώ σε τρέχουσες τιμές τα ποσά είναι €42265.2 εκατ. το πρώτο τετράμηνο σε σχέση με το αντίστοιχο του προηγούμενου έτους το οποίο είναι €43976.6 εκατ. Στο Διάγραμμα 12 παρατηρούμε την πορεία της ιδιωτικής κατανάλωσης στο διάστημα των δύο ετών:

Διάγραμμα 12: Ιδιωτική κατανάλωση ανά τετράμηνο κατά τα έτη 2010 έως 2012 (ποσοστιαία μεταβολή).



Πηγή: Eurostat

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΕΠΙΛΕΚΤΙΚΗ ΧΡΕΩΚΟΠΙΑ ΚΑΙ ΣΥΜΒΑΝΤΑ
ΠΡΟΣ ΑΛΛΑΓΗ ΠΟΡΕΙΑΣ

2.1 ΤΟ ΔΗΜΟΣΙΟ ΧΡΕΟΣ ΚΑΙ ΒΑΣΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ .

2.1.α. Το οικονομικό κλίμα.

Από τον Αύγουστο του 2011, η ασκούμενη οικονομική πολιτική επηρεάζει αρνητικά το οικονομικό κλίμα στη χώρα καθώς βρίσκεται σε ουσιαστική αδυναμία να οδηγήσει σε ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας. Παρά τη βελτίωση των βασικών οικονομικών δεικτών της οικονομίας στο 3^ο τρίμηνο του 2011, η νέα πρόβλεψη για εμβάθυνση της ύφεσης το 2012 καθώς και το 2013, σε συνδυασμό με τον θόρυβο περί άτακτης χρεοκοπίας της χώρας και με την καθήλωση των δημοσίων επενδύσεων σε εξαιρετικά χαμηλά επίπεδα και στο 2ο 6μηνο του 2011, ανέτρεψαν την πορεία βελτίωσης της οικονομίας και επιδείνωσαν και πάλι τα βασικά οικονομικά μεγέθη. Με βάση αυτές τις αρνητικές εξελίξεις, η Τρόικα προέβλεψε ότι απαιτούνται και νέα μέτρα δημοσιονομικής προσαρμογής ύψους 2,0 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ το 2012. Αυτό θα περιορίσει ακόμη περισσότερο την απόδοση των σημαντικών μέτρων δημοσιονομικής προσαρμογής που έχουν ήδη ληφθεί και εφαρμόζονται. Θα απαιτηθεί τότε, πιθανότατα, και νέα αναθεώρηση προς τα κάτω των προβλέψεων της Τρόικα για την ανάπτυξη το 2012 και το 2013, και κατά συνέπεια και νέα μέτρα δημοσιονομικής προσαρμογής και νέα πτώση του οικονομικού κλίματος στη χώρα που θα επιβεβαιώσουν και με το παραπάνω τις προβλέψεις της Τρόικα για τη μεγάλη πτώση του ΑΕΠ το 2012. Η οικονομία επηρεάζεται πλέον από τις παρενέργειες ενός φαύλου κύκλου όπου η μεγαλύτερη ύφεση απαιτεί νέα μέτρα που δεν αποδίδουν καθώς χειροτερεύουν οι προσδοκίες χωρίς χρονικά σαφή προοπτική εξόδου από την κρίση.

Όπως έχει επισημανθεί στη σχετική βιβλιογραφία και αρθρογραφία το Δημόσιο Χρέος αποτελεί ένα από τα σοβαρότερα προβλήματα της ελληνικής οικονομίας, καθώς οι εξελίξεις του προσδιορίζουν σε μεγάλο βαθμό τις αλλαγές όχι μόνο των δημοσιονομικών αλλά και άλλων μακροοικονομικών μεγεθών. Οι μεγάλες δαπάνες εξυπηρέτησής του, οι οποίες συνδέονται άμεσα με τις πολιτικές ελλειμματικών προϋπολογισμών που έχουν εφαρμόσει οι εκάστοτε ελληνικές κυβερνήσεις αλλά και με το μεγάλο ύψος του συσσωρευμένου χρέους και τα υψηλά επιτόκια, επιβαρύνουν υπέρμετρα τον Κρατικό Προϋπολογισμό και δημιουργούν προβλήματα στην άσκηση της δημοσιονομικής πολιτικής.

Στη συνέχεια παραθέτουμε κάποιους ορισμούς για την πληρέστερη κατανόηση της ενότητας που ακολουθεί:

2.1.β. Ορισμοί και έννοιες.

Δημόσιο Χρέος

Ως Δημόσιο χρέος ορίζεται το σύνολο των οφειλών σε χρηματικές μονάδες του ευρύτερου δημόσιου τομέα. Το δημόσιο χρέος αυξάνεται από έτος σε έτος κατά το ποσό που ο ετήσιος κρατικός προϋπολογισμός παρουσιάζει έλλειμμα, ή αντιστρόφως μειώνεται κατά το ποσό που παρουσιάζει πλεόνασμα.

Ο λόγος χρέους / ΑΕΠ

Πέρα από την απόλυτη αξία του χρέους, ένας σημαντικός δείκτης της οικονομικής και χρηματοοικονομικής βιωσιμότητας του κράτους (όπως προβλέπεται και από το επικαιροποιημένο κείμενο του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης στην Ευρωπαϊκή Ένωση) είναι η σχέση μεταξύ του δημόσιου χρέους και του ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος, καθώς ο λόγος μεταξύ των δύο αυτών μεγεθών αποτελεί ένα σημαντικό δείκτη ή παράμετρο.

Η βιωσιμότητα ή διατηρησιμότητα

Η βιωσιμότητα ή διατηρησιμότητα του δημοσίου χρέους μιας χώρας καθορίζεται με βάση τεχνική-οικονομική ανάλυση των δεδομένων (fundamentals) και με βάση τις προσδοκίες που έχουν σχηματιστεί για τις μελλοντικές συνθήκες. Απλοποιώντας μπορούμε να πούμε ότι το δημόσιο χρέος μιας χώρας είναι βιώσιμο όταν είναι σε σταθερό επίπεδο ανά έτος. Γενικότερα θα μπορούσαμε να πούμε ότι το δημόσιο χρέος είναι βιώσιμο όταν η κυβέρνηση μπορεί να συνεχίσει την εξυπηρέτηση του χωρίς να απαιτείται μια εξωπραγματική (από κοινωνική και πολιτική άποψη) προσαρμογή των μελλοντικών εσόδων (από φόρους) ή των πρωτογενών (χωρίς τόκους) δαπανών. Σε αυτό τον ευρύ ορισμό η δυνατότητα εξυπηρέτησης του χρέους σημαίνει ότι, με αξιόπιστα στοιχεία για τα επίπεδα των πρωτογενών αποτελεσμάτων, η κυβέρνηση πρέπει να είναι:

- 1) μεσοπρόθεσμα χωρίς πρόβλημα φερεγγυότητας ή αξιόχρεου (η προεξοφλημένη αξία των μελλοντικών πρωτογενών αποτελεσμάτων να υπερβαίνει το τρέχον καθαρό χρέος) και
- 2) χωρίς βραχυπρόθεσμο πρόβλημα ρευστότητας (να είναι σε θέση να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις της καθώς αυτές λήγουν).

Η διατηρησιμότητα ή βιωσιμότητα (sustainability) του χρέους προϋποθέτει ότι ο λόγος χρέους προς ΑΕΠ, D/Y , διατηρείται στα ίδια περίπου επίπεδα παρά τα πρόσθετα κάθε χρόνο ελλείμματα. Η σταθερότητα του χρέους είναι αναγκαία αλλά όχι ικανή συνθήκη ώστε το

κράτος είναι μακροπρόθεσμα αξιόχρεο. Αντίθετα όταν το D/Y αυξάνεται ανεξέλεγκτα υπάρχει κίνδυνος πτώχευσης του κράτους, είναι δηλαδή πιθανό ότι το χρέος θα φτάσει σε επίπεδα όπου δεν θα μπορεί να εξυπηρετηθεί και θα υπάρξει μερική ή ολική στάση πληρωμών. Η συνθήκη μακροπρόθεσμης ευστάθειας (σταθεροποίησης) του χρέους διατυπώνεται με την ανισότητα:

$$(G - T)/Y \leq (D/Y) \cdot (g - r)$$

όπου G είναι η συνολική ετήσια κρατική δαπάνη, T είναι τα συνολικά ετήσια φορολογικά έσοδα, $(G - T)$ είναι το έλλειμμα του κρατικού προϋπολογισμού, g η διαχρονική τάση αύξησης του Y (μακροπρόθεσμος μη-κυκλικός ρυθμός ανάπτυξης) και r το επιτόκιο των κρατικών ομολόγων.

Γίνεται αντιληπτό ότι το κόστος του δημόσιου χρέους είναι άμεσα συναρτώμενο με το αν το επιτόκιο είναι μεγαλύτερο ή μικρότερο από τον ρυθμό μεγέθυνσης. Επί τη βάση αυτών των δεδομένων καθίσταται αναγκαία η δημιουργία ενός ακόμα μεγαλύτερου πλεονάσματος, ικανού να καλύπτει το επιπλέον δημιουργηθέν χρέος. Αν το χρέος παραμένει σταθερό και το επιτόκιο δανεισμού υπερβαίνει το ρυθμό μεγέθυνσης της οικονομίας, τότε για να μπορέσει η χώρα να έχει ένα βιώσιμο δημόσιο χρέος, τότε η εκάστοτε κυβέρνηση θα πρέπει να στραφεί στο πρωτογενές έλλειμμα.²²

Το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ) θεωρεί τη διατηρησιμότητα του χρέους ως μια κατάσταση στην οποία ο δανειζόμενος προσδοκά στην ικανότητά του να συνεχίσει να εξυπηρετεί το χρέος, χωρίς να προκαλέσει μεγάλες μελλοντικές διορθώσεις στην οικονομική κατάσταση, οι οποίες θα διαταράξουν την ισορροπία του εισοδήματος και των δαπανών.

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή αναφέρει ότι δεν υπάρχει ένας σαφής ορισμός της έννοιας της διατηρησιμότητας των δημοσίων οικονομικών και αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι το ζήτημα της διατηρησιμότητας αποτελεί ένα πολύπλευρο αντικείμενο μελέτης. Η έννοια της διατηρησιμότητας περιλαμβάνει την αποφυγή της υπερβολικής επιβάρυνσης στις μελλοντικές γενεές, καθώς επίσης εγγυάται και την ικανότητα της κυβέρνησης να προσαρμόζει κατάλληλα την πολιτική προϋπολογισμού στη βραχυχρόνια και μακροχρόνια περίοδο.

Σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, η διατηρησιμότητα των δημοσίων οικονομικών αποτελεί την αναγκαία προϋπόθεση για σταθερότητα, ανάπτυξη και συνοχή στους κόλπους της Νομισματικής Ένωσης. Ορίζει την έννοια της διατηρησιμότητας ως την ικανότητα της κυβέρνησης να εξυπηρετήσει το χρέος. Επομένως, η διατηρησιμότητα απαιτεί

²² Χρυσοστόμον Σοφία, «Η Βιωσιμότητα του Δημόσιου Χρέους», Διπλωματική Εργασία (Φεβρουάριος 2012).

οι τρέχουσες πολιτικές της κυβέρνησης να ικανοποιούν διαχρονικά τον περιορισμό του προϋπολογισμού. Αυτό συνεπάγεται, η παρούσα αξία των μελλοντικών αρχικών πλεονασμάτων να ισούται με το ανεξόφλητο απόθεμα του χρέους. Συνεπώς, όσο υψηλότερο το επίπεδο του ανεξόφλητου χρέους, τόσο μεγαλύτερο θα πρέπει να είναι το μελλοντικό αρχικό πλεόνασμα ούτως ώστε να εξασφαλιστεί.²³

Πτώχευση κράτους

Η κρατική χρεοκοπία, ή αλλιώς πτώχευση, ενός κράτους είναι ουσιαστικά η δεινή κατάσταση που μπορεί να περιέλθει μια χώρα όπου αδυνατεί να ανταποκριθεί στις οικονομικές της υποχρεώσεις, εσωτερικές και κυρίως εξωτερικές. Η κατάσταση αυτή δηλώνεται με επίσημη εξαγγελία της ίδιας της κυβέρνησης, με την οποία και καθιστά διεθνώς γνωστή την αδυναμία της αυτή, όπως π.χ. να πληρώσει τα ληξιπρόθεσμα χρέη της χώρας της (εξ ολοκλήρου, ενός μέρους ή των τόκων τους).²⁴

Σε ότι αφορά τη χρεοκοπία, στα πλαίσια της, η ευρωζώνη δεν την επιτρέπει, καθότι επίσης επικρατούν κανόνες δημοσιονομικής πειθαρχίας που απορρέουν από το Σύμφωνο Σταθερότητας. Το Σύμφωνο Σταθερότητας έγινε αποδεκτό από τα κράτη της Ευρωπαϊκής Ένωσης το 1997 και η εφαρμογή του άρχεται από το 1999.²⁵ Τα δημοσιονομικά κριτήρια-κανόνες που τα κράτη μέλη οφείλουν να σέβονται στα πλαίσια της ένταξής τους στην ευρωζώνη όπως ορίζονται από το Σύμφωνο Σταθερότητας είναι:

- 1) Το ανώτατο όριο του 3% ως ποσοστό του ΑΕΠ για το ετήσιο δημοσιονομικό έλλειμμα, και
- 2) Το όριο του 60% ως ποσοστό του ΑΕΠ για το εθνικό χρέος.

Η παραβίαση των ανωτέρω κριτηρίων δημοσιονομικής πειθαρχίας από τα κράτη-μέλη συνεπάγεται την επιβολή κυρώσεων, συναρτώμενων με το βαθμό παραβίασης, σε βάρος των κρατών-παραβατών. Αν η χώρα δεν εφαρμόσει τα απαραίτητα μέτρα, είναι πολύ πιθανό να κληθεί να πληρώσει πρόστιμα, υπό τη μορφή άτοκων καταθέσεων στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα που κυμαίνονται μεταξύ 0.0 % και 0.5% του ΑΕΠ της ή να διακινδυνεύσει το πάγωμα της χρηματικής βοήθειας εκ μέρους της Ε.Ε.²⁶

Η επιχειρηματολογία υπέρ της υιοθέτησης του Συμφώνου Σταθερότητας ήταν:

- ο Η βιωσιμότητα ή διατηρησιμότητα του δημοσίου χρέους.

²³ Γίνεται σαφές ότι περαιτέρω ανάλυση επί του Δημοσίου Χρέους και η λειτουργία του μέσω μαθηματικών τόπων έχει αποφευχθεί διότι ξεφεύγει από τα πλαίσια της παρούσας εργασίας.

²⁴ www.wikipedia.org, «Βικιπαίδεια».

²⁵ www.europa.eu.int.

²⁶ Σ.Λαζαρέτου - Σ.Μπρισίμης «Δημοσιονομικοί κανόνες και σταθεροποιητική πολιτική στη ζώνη του ευρώ», Οικονομικό Δελτίο(2001).

- ο Η Προστασία από την ύπαρξη εξωτερικότητων. Στην περίπτωση που μια χώρα παρουσιάζει προβλήματα βιωσιμότητας δημοσίου χρέους και καταφεύγει στις διεθνείς αγορές για δανεισμό τα επιτόκια δανεισμού της αυξάνονται. Το κράτος-μέλος παρασύρει και τα επιτόκια των άλλων χωρών της ένωσης προκαλώντας μια συνολική επιβάρυνση με ιδιαίτερη πίεση στα δημόσια χρέη στο σύνολο της Ένωσης.
- ο Η μείωση της χρηματοδοτικής στήριξης χωρών με δημοσιονομικά προβλήματα.
- ο Η σταθερότητα και η αξιοπιστία της οικονομίας των χωρών της ευρωζώνης.

Υπάρχει όμως και η αντίθετη άποψη σύμφωνα με την οποία το σύμφωνο σταθερότητας αποτελεί μεγάλο εμπόδιο στην άσκηση δημοσιονομικής πολιτικής. Θεωρείται ότι είναι ιδιαίτερα περιοριστικό βάσει του οικονομικού κύκλου. Σε περιόδους άνθισης όπου αυξανόμενη παράγωγή συνεπάγεται και μεγαλύτερα έσοδα για το κράτος (από φορολογία) θα ήταν δυνατό οι οικονομίες να πληρούν αυτά τα κριτήρια του Συμφώνου. Αλλά σε περιόδους ύφεσης, κάτι τέτοιο θα ήταν πολύ δύσκολο, γιατί τα έσοδα των κρατών θα ήταν μειωμένα και οποιαδήποτε προσπάθεια αύξησης αυτών θα συνεπάγονταν επιδείνωση της ήδη επιβαρυσμένης κατάστασης. Εν ολίγοις, είναι πολύ δύσκολο σε τέτοιες περιπτώσεις να τηρηθεί ο κανόνας που τέθηκε στο Σύμφωνο Σταθερότητας αλλά και να σταθεροποιηθεί η οικονομία. Επίσης παρά το προκαθορισμένο πλαίσιο κυρώσεων για τις χώρες που αποκλίνουν από το Σύμφωνο Σταθερότητας είναι πολύ δύσκολο να επιβληθούν μιας και υπεύθυνο για την επιβολή τους είναι το ECOFIN, ένα καθαρά πολιτικό όργανο.

Το υπέρογκο ύψος του χρέους, παρότι μείζον ζήτημα, πολλοί αναλυτές το θεωρούν δυσβάσταχτο και επιμένουν στο σενάριο της χρεοκοπίας. Στην περίπτωση της Ελλάδας, το ζήτημα της χρεοκοπίας περιπλέκεται από το γεγονός ότι η χώρα είχε ήδη δεσμευτεί για δάνειο €110δισ. από χώρες της Ευρωζώνης και το ΔΝΤ. (Μνημόνιο 1). Σε αυτό το δάνειο η Ελλάδα δεν μπορεί να αρνηθεί αποπληρωμή στο ακέραιο και επιπλέον, οι ιδιώτες που διακρατούν σήμερα ελληνικά ομόλογα είναι κατά κύριο λόγο τράπεζες της Ευρωζώνης. Κατά συνέπεια, όπως θα αναλυθεί και στη συνέχεια του παρόντος κεφαλαίου, η απόφαση χρεοκοπίας είναι μια απόφαση που λαμβάνεται από κοινού με τα υπόλοιπα κράτη της Ευρωζώνης, και δεν αποτελεί μια καθαρά ελληνική απόφαση.

Ακόμη και επί του συγκεκριμένου ζητήματος, όμως, οι απόψεις διίστανται καθώς ορισμένοι αναλυτές υποστηρίζουν ότι ακόμη και αν γινόταν καθαρά ελληνική απόφαση η χρεοκοπία και η έξοδος της Ελλάδας από την Ευρωζώνη, δεν θα συνέφερε αυτή η λύση, ούτε πολιτικά ούτε και οικονομικά, αντιθέτως οι συνέπειες θα ήταν καταστρεπτικές. Η άλλη άποψη, αντικρούει τα ανωτέρω ως ανεδαφικά και θέτει ως ζητούμενο το ισοζύγιο κόστους-ωφέλειας από μια χρεοκοπία, μία ανάλυση του οποίου μπορεί να αποδεικνύει ως πιο

ωφέλιμη τη χρεοκοπία για μια υπερχρεωμένη χώρα, από την επώδυνη δημοσιονομική προσαρμογή που απαιτείται.

Στη συνέχεια παραθέτουμε στοιχεία τα οποία αφορούν το Δημόσιο χρέος της Ελλάδας.

2.1.γ. Στοιχεία.

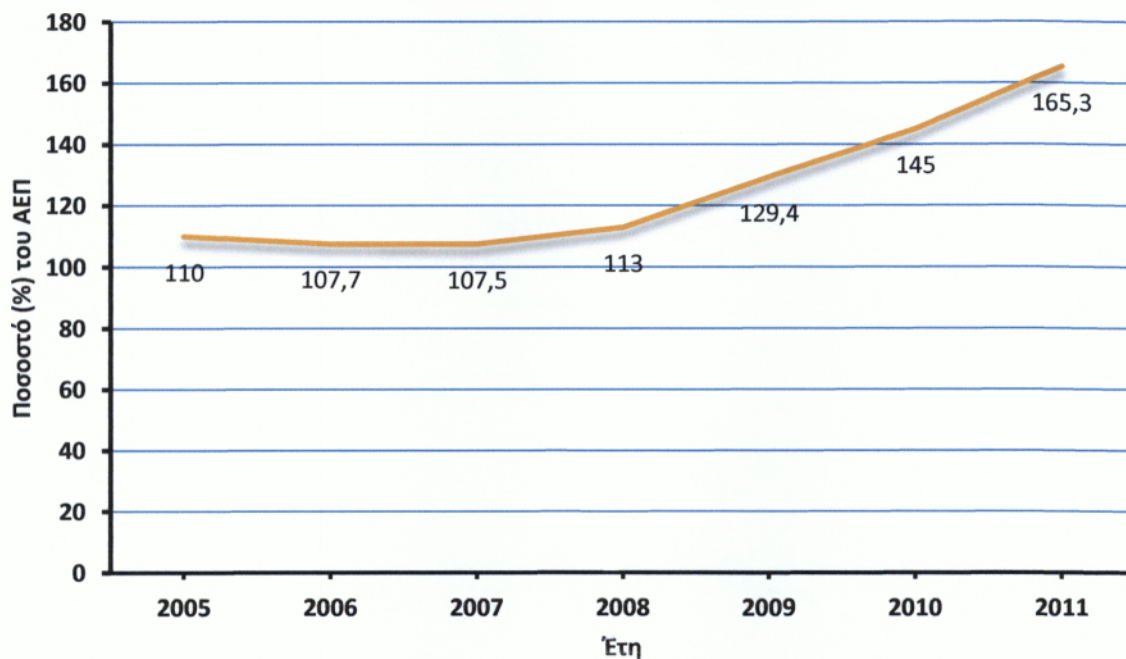
Σύμφωνα με την Έκθεση του κρατικού Προϋπολογισμού του 2012, Οι δανειακές ανάγκες του Ελληνικού Δημοσίου κατά το περασμένο έτος (2011) καλύφθηκαν από τα κράτη-μέλη της Ευρωζώνης και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο με δανειακές συμβάσεις, μέσω του Μηχανισμού Στήριξης για τη σταθεροποίηση της ελληνικής οικονομίας. Το κόστος δανεισμού, εκφραζόμενο ως περιθώριο πάνω από τα αντίστοιχης διάρκειας ευρωπαϊκά επιτόκια, κυμαίνεται από 300 έως 400 μονάδες βάσης. Όπως θα εξηγήσουμε και στην επόμενη ενότητα το κόστος αυτό μειώνεται κατά 100 μονάδες βάσης μετά την έγκριση από όλα τα κοινοβούλια της ευρωζώνης της σύμβασης επιμήκυνσης του δανείου των €80δισ. Μέχρι και το τέλος του 2011 έχουν αναληφθεί μέσω του Μηχανισμού Στήριξης δάνεια συνολικού ύψους €65δισ. Ο πίνακας 6. παρουσιάζει το Χρέος της Γενικής Κυβέρνησης όπως βρίσκεται στην Εισηγητική Έκθεση Προϋπολογισμού του 2012 και στο Διάγραμμα 13. το Χρέος της Γενικής Κυβέρνησης ως ποσοστό του ΑΕΠ σύμφωνα με την Τράπεζα της Ελλάδος (Έκθεση Διοικητή για το έτος 2011). Σε αυτό το σημείο αξίζει να σημειωθεί ότι υπάρχει μία μικρή απόκλιση στο ποσοστό του Χρέους επί του ΑΕΠ, (όπως προκύπτει και από τα στοιχεία του πίνακα εάν γίνει η διαίρεση), μεταξύ των δύο πηγών. Εδώ παραθέτονται και οι δύο για μεγαλύτερη αντικειμενικότητα:

Πίνακας 6: Χρέος Γενικής Κυβέρνησης (σε εκατ. Ευρώ)

	2009	2010	2011
A. Χρέος Κεντρικής Κυβέρνησης	298524	340285	364600
B. Χρέος ΝΠΔΔ, μείον επενδύσεις σε τίτλους ΕΔ	24693	13501	10000
Γ. Χρέος Κεντρικής κυβέρνησης κατά ESA (A+B)	323217	353786	374600
Δ. Χρέος ΟΤΑ, ΟΚΑ μείον ενδοκυβερνητικό χρέος	-23680	-24436	-22550
Ε. Χρέος Γενικής Κυβέρνησης (Γ+Δ)	299537	329350	352050
ΑΕΠ	231642	227318	217771

Πηγή: Υπουργείο Οικονομικών.

Διάγραμμα 13: Χρέος Γενικής Κυβέρνησης ως ποσοστό (%) του ΑΕΠ κατά τα έτη
2005 έως 2011



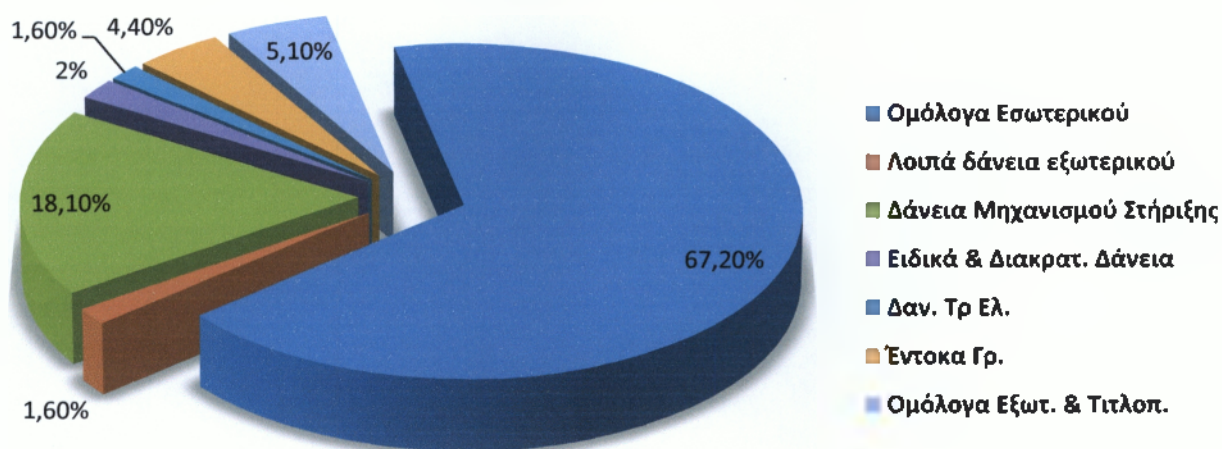
Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, «Έκθεση Διοικητή για το έτος 2011», (Απρίλιος 2012).

Επισημαίνεται ότι το χρέος της κεντρικής διοίκησης έχει αυξηθεί από την ανάληψη χρεών των δημοσίων επιχειρήσεων και οργανισμών (ΟΤΑ, ΟΑΣΑ, ΤΡΑΜ). (Πίνακας 6.) Το έτος 2011 η αύξηση του λόγου χρέους προς ΑΕΠ ήταν περίπου 20 εκατοστιαίες μονάδες (από το 145% του ΑΕΠ σε 165,3% του ΑΕΠ). Από την αύξηση αυτή εκτιμάται ότι μόνο το 11% οφείλεται στο πρωτογενές έλλειμμα του έτους 2011, ενώ το 73% στην εξέλιξη του ΑΕΠ και του μέσου επιτοκίου δανεισμού.²⁷

Στις 31/10/2011 τα ομόλογα του ελληνικού δημοσίου εξακολουθούσαν να αποτελούν τον κύριο όγκο του χρέους σε ευρώ της κεντρικής διοίκησης φθάνοντας το 67,2% όπως απεικονίζεται στο διάγραμμα 14:

²⁷ Τράπεζα της Ελλάδος, «Έκθεση Διοικητή για το έτος 2011», (Απρίλιος 2012).

Διάγραμμα 14: Σύνθεση χρέους σε ευρώ της Κεντρικής Διοίκησης την 31/10/2011

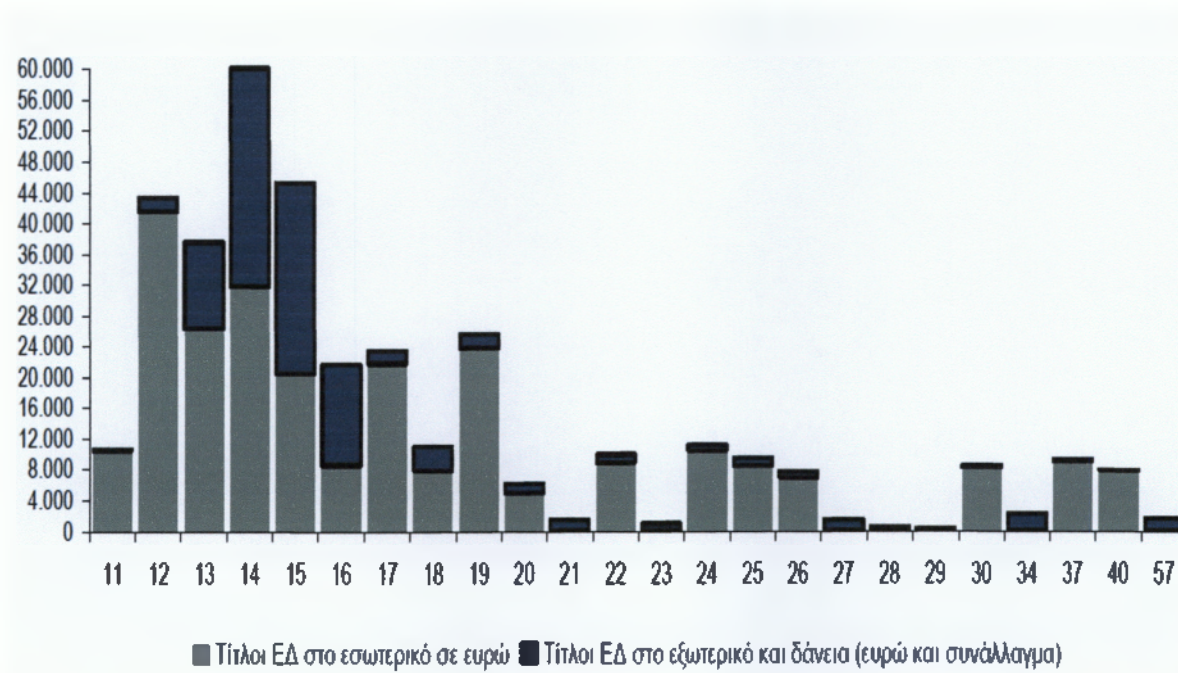


Πηγή: Υπουργείο Οικονομικών.

Στο Διάγραμμα 15. παρουσιάζεται το χρονοδιάγραμμα λήξεων (ληξιάριο) του χρέους της κεντρικής διοίκησης στις 31/10/2011. Είναι απαραίτητο να διευκρινιστεί ότι στα δεδομένα του διαγράμματος δεν έχει ενσωματωθεί η επιμήκυνση του δανείου €80 δις. από την ΕΕ και η εφαρμογή του PSI, μετά την ενσωμάτωση των οποίων το χρονοδιάγραμμα λήξης χρέους μεταβάλλεται ριζικά.

Διάγραμμα 15: Χρονοδιάγραμμα λήξης χρέους της κεντρικής διοίκησης την 31/10/2011

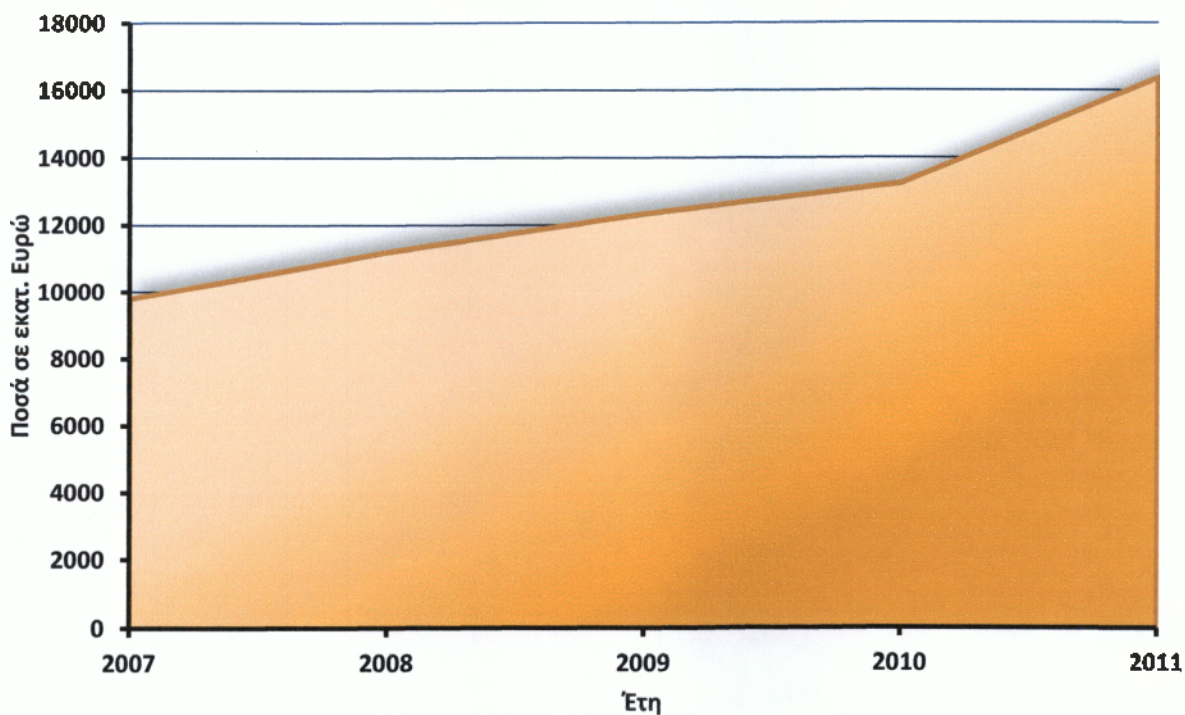
(Ποσά σε εκατ. Ευρώ)



Πηγή: Υπουργείο Οικονομικών.

Διάγραμμα 16: Ύψος Δαπανών για τόκους χρέους κεντρικής κυβέρνησης

(Ποσά σε εκατ. Ευρώ)



Πηγή: Υπουργείο Οικονομικών.

Στο παραπάνω διάγραμμα (Διάγραμμα 16.) απεικονίζονται οι δαπάνες για τόκους του χρέους της κεντρικής διοίκησης ως ποσοστό του ΑΕΠ και παρουσιάζουν συνεχή ανοδική πορεία από το 2007 έως και το 2011, φθάνοντας στο 7,5% ως ποσοστό του ΑΕΠ.

2.2. Η ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΤΟΥ ΧΡΕΟΥΣ.

2.2.α. Το αρχικό PSI.

Μετά την σύνοδο των χωρών της Ευρωζώνης στις 21 Ιουλίου 2011, στα πλαίσια της προσπάθειας εύρεσης λύσης για το δημοσιονομικό πρόβλημα της Ελλάδας αλλά και της Ευρωζώνης γενικότερα, πέρα από το νέο πακέτο στήριξης προς την Ελλάδα, αποφασίστηκε να προταθεί στους ιδιώτες κατόχους ελληνικών ομολόγων ένα πρόγραμμα ανταλλαγής τους χρέους τους με νέα ομόλογα μεγαλύτερης χρονικής διάρκειας και με την προαιρετική αποδοχή «κουρέματος» (haircut) στην ονομαστική αξία των ομολόγων. Το πρόγραμμα ανταλλαγής ομολόγων ονομάζεται PSI και είναι ακρωνύμιο του όρου Private Sector Involvement (Συμμετοχή του Ιδιωτικού Τομέα). Ο όρος αφορά την συμμετοχή του Ιδιωτικού τομέα (Τραπεζών, Επενδυτικών ταμείων) στην διαδικασία απομείωσης του δημοσίου χρέους των κρατών, με τρόπο ώστε να εξασφαλίζεται η αποδοχή της διαδικασίας από την πλειονότητα των φορέων και να αποτρέπεται αναζήτηση στρατηγικών εξόδου από τους ιδιώτες επενδυτές, που συνήθως έχει ως αποτέλεσμα την μονομερή εμπλοκή και κατά συνέπεια επιβάρυνση των κρατών και των δανειστών. Το προαναφερθέν, αρχικό PSI, προέβλεπε μείωση κατά 21% της αξίας του 90% των ομολόγων που λήγουν έως το 2020 η συνολική αξία των οποίων ανέρχονταν περίπου σε €148,7δισ. Με το σενάριο αυτό, η μείωση του χρέους θα ήταν €28 δισ.

2.2.β. Το PSI+.

Η προηγηθείσα Συμφωνία της 21^{ης} Ιουλίου δεν υλοποιήθηκε ποτέ διότι κρίθηκε ότι αδυνατεί να δώσει μόνιμη λύση στο ελληνικό χρέος και το ποσό ανεπαρκές για τη μείωση του χρέους σε επίπεδα διαχειρίσιμα (Κεφάλαιο 1). Το γεγονός αυτό συντέλεσε στο να αντικατασταθεί από μία πιο ριζική η οποία λήφθηκε από την έκτακτη σύνοδο κορυφής της Ευρωπαϊκής Ένωσης η οποία συγκλήθηκε στις 23 Οκτωβρίου 2011 με σκοπό να καταρτιστεί ένα οριστικό σχέδιο αντιμετώπισης της κρίσης χρέους στην Ευρωζώνη. Η σύνοδος κατέληξε στη συμφωνία της 26^{ης} Οκτωβρίου (PSI+) η με την οποία εκπονήθηκε νέο σχέδιο για

«κούρεμα» (haircut) του συνόλου των ομολόγων τα οποία λήγουν το 2020 και το 2035 κατά περίπου 50%. Πρόκειται για ομόλογα αξίας €200δισ. η αξία των οποίων να μειωθεί κατά €100δισ. περίπου. Αυτό είχε ως στόχο τη μείωση του ύψους του χρέους από το ποσό των €360δισ. σε €260δισ., στο σύνολό του και καθιστώντας το στο 120% του ΑΕΠ έως το 2020. Η συμφωνία της 26^{ης} Οκτωβρίου προέβλεπε πρόσθετο πακέτο βοήθειας στην Ελλάδα συνολικού ύψους €130δισ. Από αυτά τα €30δισ. αφορούν το προαναφερθέν πρόγραμμα ανταλλαγής ομολόγων (PSI+) και €23δισ. περίπου για την κεφαλαιακή ενίσχυση των ελληνικών τραπεζών. Οι πιστωτές της χώρας καλούνται να επιλέξουν είτε να πάρουν το 30% σε μετρητά και το υπόλοιπο 70% σε 30ετείς τίτλους εγγυημένους από το ευρωπαϊκό ταμείο EFSF με επιτόκιο της τάξεως 3,5% είτε να πάρουν για όλο το ποσό νέα ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου μεγαλύτερης διάρκειας. Η μείωση του χρέους κατά €100δισ. σημαίνει ότι το Ελληνικό Δημόσιο θα απαλλαγεί από την καταβολή τόκων ύψους €4,5δισ. κάθε χρόνο.

Κατά τη διάρκεια των διαπραγματεύσεων του Eurogroup στις 21 Φεβρουαρίου, οι χώρες-πιστώτριες της Ελλάδος²⁸ επέμειναν σε μία απομείωση μεγαλύτερη του 50% του χρέους και λαμβάνοντας υπόψη τις τότε προβλέψεις του ΔΝΤ²⁹, δημιουργήθηκε η ανάγκη για μεγαλύτερο PSI+. Ως απόρεια των ανωτέρω, συμφωνήθηκε η αύξηση της περικοπής της ονομαστικής αξίας των τίτλων φτάνοντας στο ύψος του 53,5% για τους ιδιώτες ομολογιούχους και αφορούσε ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου (ΕΔ) ύψους €177δισ. τα οποία υπόκεινται στο ελληνικό δίκαιο, και επιπροσθέτως σε αυτά, ομόλογα του ΕΔ. τα οποία υπόκεινται σε ξένο δίκαιο καθώς και δάνεια προς επιχειρήσεις του ευρύτερου δημόσιου τομέα τα οποία τελούν υπό την εγγύηση του ΕΔ.³⁰ Οι ομολογιούχοι εκλήθησαν να ανταλλάξουν τα παλαιά ομόλογα με νέα ομόλογα (τα οποία περιλαμβάνουν ρήτρες συλλογικής δράσης (CAC) και υπόκεινται στο αγγλικό δίκαιο)³¹ ονομαστικής αξίας 31,5% των παλαιών ομολόγων και με χρεόγραφα του EFSF (διάρκειας έως δύο ετών) ονομαστικής αξίας ίσης με το 15% των παλαιών ομολόγων. Τα νέα ομόλογα έχουν δεκαετή περίοδο χάριτος και λήγουν μεταξύ 2023 και 2042.

Να αναφέρουμε ότι οι ρήτρες συλλογικής δράσης (Collective Action Clauses) προβλέπουν ότι οι αποφάσεις της ενισχυμένης πλειοψηφίας των ομολογιούχων για

²⁸ Η Ναυτεμπορική δημοσίευσε στις 25/5/2010 την κατανομή των ιδιοκτητών ομολόγων του Ελληνικού δημοσίου. Το 29% του Ελληνικού χρέους είναι στα χέρια Ελλήνων κατόχων ενώ οι επόμενοι μεγάλοι κάτοχοι είναι η Αγγλία (23%) και η Γαλλία (11%).

²⁹ Σύμφωνα με τις προβλέψεις του ΔΝΤ, ο λόγος Χρέους προς ΑΕΠ διαμορφώνονταν σε 129% το 2020, ξεφεύγοντας από το στόχο του 120%.

³⁰ Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του ΔΝΤ, η απώλεια σε όρους καθαρής παρούσας αξίας για τους ιδιώτες ομολογιούχους προσεγγίζει το 70-75%.

³¹ www.bis.org/pub/gten08.htm.

τροποποίηση των όρων των ομολόγων δεσμεύουν το σύνολο των κατόχων των τίτλων και εφαρμόζονται σε όλα τα ομόλογα. Για να ενεργοποιηθούν τα CAC έπρεπε αφενός να μετάσχουν στο PSI+ επενδυτές που κατέχουν ποσοστό μεγαλύτερο του 50% των ομολόγων που διέπεται από το ελληνικό Δίκαιο (τα 88,5 δισ. ευρώ από τα 177 δισ. ευρώ) και εν συνεχεία από το σύνολο των παρόντων να ψηφίσει θετικά στην ειδική ηλεκτρονική πλατφόρμα το 66%. Τελικά, με τον τρόπο αυτόν το 33% του συνόλου των ομολογιούχων (59 δισ. ευρώ) αποφάσισαν την ενεργοποίηση των CAC.

Η επιτυχής ολοκλήρωση³² της διαδικασίας ανταλλαγής των ελληνικών ομολόγων μετά τη δημόσια πρόσκληση εκ μέρους της Ελληνικής Κυβέρνησης στις 24 Φεβρουαρίου 2012³³, ανακεφαλαιώνοντας αναφέρουμε ότι, είχε αποτέλεσμα την αντικατάσταση των παλαιών ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου με:³⁴

- 1) νέους τίτλους εκδόσεως του Ελληνικού Δημοσίου, που διέπονται από το αγγλικό δίκαιο και λήγουν μεταξύ 2023 και 2042, ονομαστικής αξίας ίσης με το 31,5% της ονομαστικής αξίας των επιλέξιμων για ανταλλαγή παλαιών τίτλων που κατείχαν οι ομολογιούχοι.
- 2) τίτλους του EFSF διάρκειας έως δύο ετών από το χρόνο ανταλλαγής των ομολόγων και ονομαστικής αξίας ίσης με το 15% της ονομαστικής αξίας των επιλέξιμων τίτλων που κατείχαν οι ομολογιούχοι.
- 3) έναντι του ποσού των δεδουλευμένων τόκων επί των παλαιών ομολόγων που αναλογούσαν μέχρι τις 24 Φεβρουαρίου 2012, το Ελληνικό Δημόσιο διέθεσε στους δικαιούχους βραχυπρόθεσμους εξαμηνιαίους τίτλους του EFSF. (περίπου €5δισ.)

Στις επιμέρους ρυθμίσεις των νέων ομολόγων που εκδόθηκαν, το τοκομερίδιο ορίσθηκε σε 2% για τα έτη 2013 έως 2015, 3% για τα έτη 2016 έως 2020, 3,65% για το 2021 και 4,3% για το 2022 και εξής. Επιπλέον, οι τόκοι επί των νέων ομολόγων προσαυξάνονται σύμφωνα με ρήτρα οικονομικής ανάπτυξης, ενώ τα χρεολύσια για την αποπληρωμή των νέων ομολόγων θα αρχίσουν να καταβάλλονται μετά το 2023.

³² Στις 13 Μαρτίου 2012, δηλαδή μετά την ανακοίνωση της υψηλής συμμετοχής που επιτεύχθηκε στη διαδικασία ανταλλαγής των ελληνικών ομολόγων, ο οίκος Fitch αναβάθμισε την πιστοληπτική αξιολόγηση της Ελλάδος, κατά 6 βαθμίδες, σε B-, με σταθερές προοπτικές

³³ Επισημαίνεται ότι η πρόσκληση αυτή αφορούσε όλους τους κατόχους ελληνικών ομολόγων στον ιδιωτικό τομέα (δηλ. τράπεζες, ασφαλιστικά ταμεία, αμοιβαία κεφάλαια, άλλα επενδυτικά κεφάλαια, φυσικά πρόσωπα κ.λπ.). Σύμφωνα με τις αποφάσεις της 21^{ης} Φεβρουαρίου 2012, τα ελληνικά κρατικά ομόλογα που διακρατούνταν στο πλαίσιο του Ευρωστήματος, δηλ. από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και τις εθνικές κεντρικές τράπεζες, εξαιρέθηκαν από τη διαδικασία του PSI+.

³⁴ Hellenic Republic, Ministry of Finance, Press Release 9 March 2012.

Η ανταπόκριση των ιδιωτών, όπως καταγράφηκε στις 8 Μαρτίου 2012³⁵ όταν έληξε το πρώτο σκέλος της σχετικής διαδικασίας ανταλλαγής το οποίο αφορούσε τους τίτλους εκδόσεως του Ελληνικού Δημοσίου που διέπονταν από το ελληνικό δίκαιο (οι οποίοι αποτελούσαν την πλειονότητα των επιλέξιμων ομολόγων), ήταν εξαιρετικά υψηλή. Η συνολική αξία των επιλέξιμων για τη διαδικασία ανταλλαγής ομολόγων ανερχόταν σε €206δισ. περίπου, ενώ η μείωση του ύψους του χρέους εκτιμάται σε €105δισ.

Η απομείωση της αξίας των ομολόγων δημιούργησε παράλληλα τρία ζητήματα:

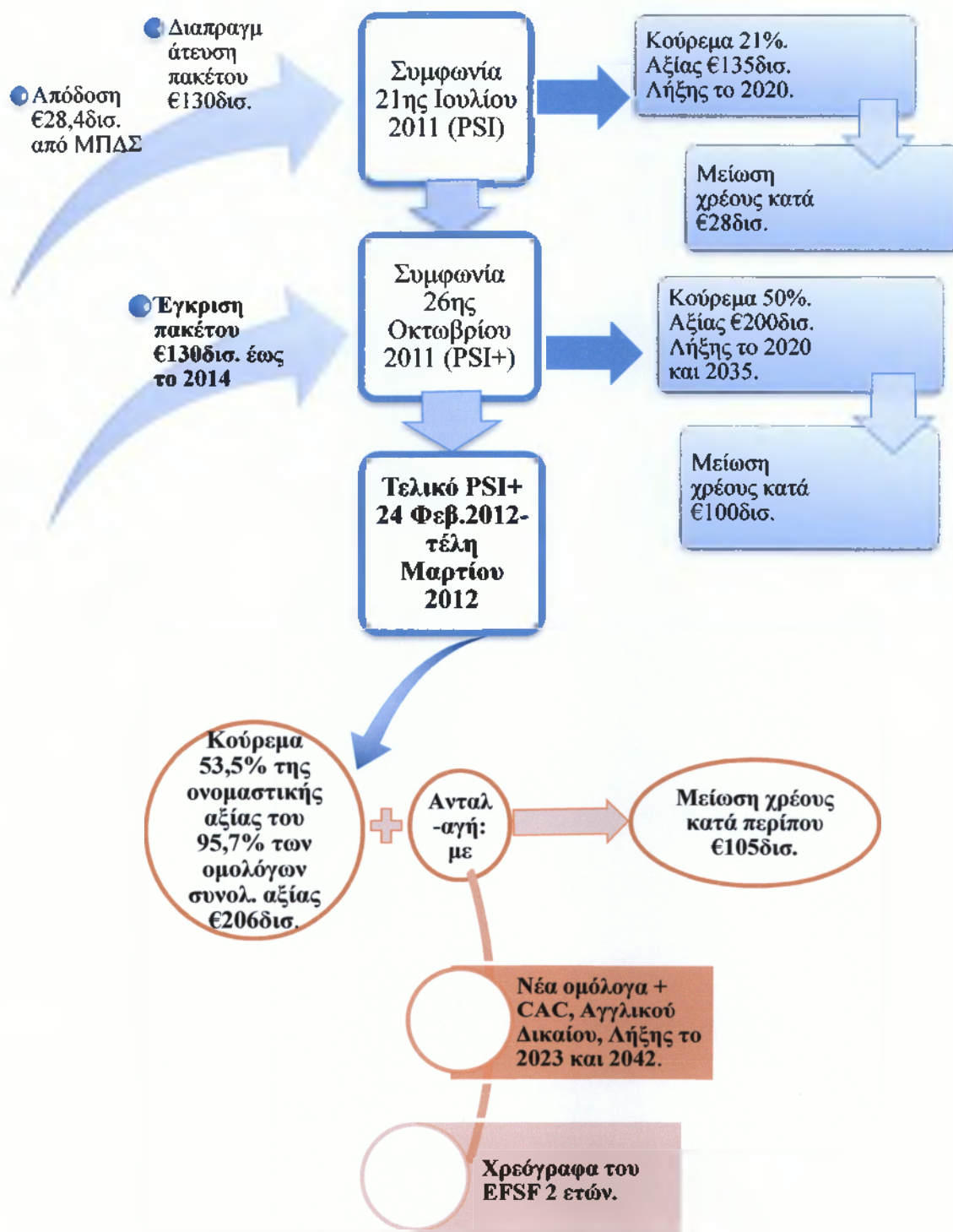
- 1) Την ανάγκη ανακεφαλαιοποίησης των ελληνικών τραπεζών.
- 2) Της μείωσης της περιουσίας των ασφαλιστικών οργανισμών και ανάγκης περαιτέρω χρηματοδότησής τους.
- 3) Η εφαρμογή προαναφερθέντων ρητρών συλλογικής δράσης εκτιμήθηκε ως πιστωτικό γεγονός από τη Διεθνή Ένωση Συμβολαίων Ανταλλαγής και Παραγώγων (ISDA).

Η Διεθνής Ένωση Συμφωνιών Ανταλλαγής και Παραγώγων (ISDA) είναι ο φορέας που συγκροτείται από στελέχη μεγάλων χρηματοοικονομικών ομίλων και αποφασίζει για το εάν συμβάντα όπως η αλλαγή των όρων πληρωμής του χρέους, η αδυναμία πληρωμής του χρέους και η πτώχευση αποτελούν Πιστωτικό Γεγονός (Credit Event). Το αποτέλεσμα ήταν η ενεργοποίηση των συμβολαίων ανταλλαγής πιστωτικής αθέτησης (CDS) και η καταβολή των σχετικών αποζημιώσεων στους δικαιούχους.³⁶

Στη συνέχεια παρουσιάζεται ένα διάγραμμα οπού αναλύεται, με απλοποιημένη μορφή, η αναδιάρθρωση του ελληνικού δημόσιου χρέους μέχρι σήμερα:

³⁵ Στο 85,8% ανήλθαν οι δηλώσεις συμμετοχής των ιδιωτών κατόχων ελληνικών ομολόγων και με την ενεργοποίηση των CAC το PSI+ έκλεισε στο 95,7%.

³⁶ Οι ομολογιούχοι αποζημιώθηκαν από τους πωλητές των CDS για το γεγονός ότι η παρούσα αξία των ελληνικών ομολόγων που κατείχαν απομειώθηκε στο πλαίσιο της ανταλλαγής των ελληνικών ομολόγων (PSI+). Τα ασφαλιστήρια συμβόλαια κάλυπταν ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου αξίας €2,4δισ., αλλά λόγω της μερικής μόνο απομείωσης της αξίας των ομολόγων αυτών με το PSI+ οι πωλητές των CDS απαιτήθηκε να χορηγήσουν αποζημιώσεις ύψους €1,8δισ. Το ύψος της αποζημίωσης αυτής καθορίστηκε βάσει δημοπρασίας που πραγματοποιήθηκε στις 19 Μαρτίου 2012 και εκκαθαρίστηκε πλήρως και οριστικά στις 27 Μαρτίου 2012, οπότε και καταβλήθηκαν οι αποζημιώσεις.



Ο Πίνακας 7. παρουσιάζει τη διάρθρωση του προγράμματος χρηματοδότησης των €130δισ:

Πίνακας 7: Διάρθρωση του προγράμματος χρηματοδότησης των €130δισ.

	Ποσό (σε δισ. Ευρώ)
1. Πρόγραμμα επαναγοράς ελληνικών κρατικών ομολόγων για διευκόλυνση νομισματικών πράξεων ΕΚΤ	35
2. Συνεισφορά για την πραγματοποίηση του PSI	30
3. Αποπληρωμή δεδουλευμένων τόκων ομολόγων	5,7
4. Ανακεφαλαιοποίηση των ελληνικών τραπεζών	23
5. Χρηματοδότηση λοιπών αναγκών 2^{ου} προγράμματος οικονομικής στήριξης	36,3
ΣΥΝΟΛΟ	130

Πηγή: IOBE, 22 Φεβρουαρίου 2012.

Τα νέα ελληνικά κρατικά ομόλογα διάρκειας 11 έως 30 ετών που τέθηκαν σε διαπραγμάτευση στη δευτερογενή αγορά από τις 12 Μαρτίου 2012, δεν έτυχαν και πάλι αυξημένης αξιοπιστίας από την πλευρά των αγορών. Είναι χαρακτηριστικό ότι στο τέλος του Μαρτίου 2012 η απόδοση των νέων ομολόγων στην Ηλεκτρονική Δευτερεύουσα Αγορά Τίτλων (ΗΔΑΤ) διαμορφώθηκε στο 20,7% για το ομόλογο δεκαετούς διάρκειας και στο 16,7% για το ομόλογο διάρκειας 30 ετών, ενώ στο τέλος του Μάιου το Spread του δεκαετές ελληνικού ομολόγου έναντι του γερμανικού προσέγγισε τις τριάντα ποσοστιαίες μονάδες.

Οι σχετικά πιο χαμηλές αποδόσεις των νέων ελληνικών κρατικών ομολόγων έναντι των παλαιότερων (πριν το «κούρεμα») της ίδιας διάρκειας σηματοδοτούν τις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας με την ελάφρυνση του δημοσιονομικού βάρους της χώρας ως αποτέλεσμα της επίτευξης μείωσης της ονομαστικής αξίας των νέων εκδόσεων ομολόγων έναντι των παλαιών που αντικατέστησαν, στο πλαίσιο της αναδιάρθρωσης του ελληνικού χρέους. Οι προοπτικές της οικονομίας διαφοροποιούνται επίσης, στο βαθμό που τις αφορά, εξαιτίας των επιμέρους όρων των νέων εκδόσεων, και μεταξύ αυτών, του σχετικά χαμηλού μέσου επιτοκίου και της μεγάλης μέσης διάρκειας στα νέα ομόλογα, καθώς βεβαίως και της αναδρομικής μείωσης του επιτοκίου επί των διμερών δανείων από τα κράτη-μέλη της ζώνης του ευρώ.³⁷

³⁷ INE/ΓΣΕΕ-ΑΔΕΔΥ, Ετήσια Έκθεση 2012.

Επιβάλλοντας ένα βαθύ «κούρεμα», η ελπίδα είναι ότι οι αγορές θα σταματήσουν να ασχολούνται με την Ελλάδα, καθώς οι προσδοκίες περί βιωσιμότητας του χρέους μπορεί να ενισχυθούν σημαντικά και η αποτελεσματικότητα στην διαχείριση κρίσεων στην Ευρωζώνη να θεωρηθεί ότι έχει αποκατασταθεί. Να καταδειχτεί δηλαδή η αποφασιστικότητα των αρχών της Ευρωζώνης να αντιμετωπίσουν την κρίση δημοσίου χρέους και την τραπεζική κρίση, με την υιοθέτηση μίας αποφασιστικής στάσης έναντι της Ελλάδος η οποία θα μπορούσε να δημιουργήσει ένα δίκτυο προστασίας για άλλες χώρες της Ευρωζώνης με δυσοίωνες προοπτικές.

2.3. ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΕΠΟΠΤΕΙΑ ΚΑΙ Η ΔΙΑΣΩΣΗ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ.

2.3.α. Η κεφαλαιακή επάρκεια και Δείκτες Κεφαλαιακής Επάρκειας.

Στο κεφάλαιο 1. αναφέρθηκε επιγραμματικά ότι σημαντικές αδυναμίες του τραπεζικού συστήματος καθιστούν απαραίτητη την τραπεζική εποπτεία. Θα μπορούσαμε να αναφέρουμε ότι η ασύμμετρη πληροφόρηση και η δυνητική εκμετάλλευση των καταναλωτών, η ανάληψη υπέρμετρων κινδύνων από τις τράπεζες, καθώς επίσης η πολυπλοκότητα των συναλλαγών, η αδιαφάνεια και ο ιδιωτικός χαρακτήρας των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων είναι οι βασικοί λόγοι για τους οποίους η εποπτεία επιτάσσεται, δεδομένου ότι οι ρυθμιστικές παρεμβάσεις των εποπτικών αρχών έχουν ως κεντρικό άξονα την ενίσχυση της εμπιστοσύνης του κοινού κυρίως μέσα από την εξασφάλιση της σταθερότητας του τραπεζικού συστήματος.

Αρχικά προτού αναλύσουμε την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών θα αναφερθούμε εκτενώς στην εποπτεία που προαναφέρθηκε καθώς και στην κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών καθώς αυτό κρίνεται απαραίτητο.

Το πλαίσιο κεφαλαιακής επάρκειας προκύπτει μέσω της πρακτικής διαχείρισης κινδύνων, με βάση την οποία οι εποπτικές αρχές εισήγαγαν θεσμούς και κανόνες, με σημαντικότερους τον πιστωτικό κίνδυνο, τον κίνδυνο αγοράς και τον λειτουργικό κίνδυνο. Είναι βασικό να αναφερθεί ότι χωρίς τους κανόνες πολλά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα θα κατέληγαν με πολύ μικρό ποσοστό Ιδίων Κεφαλαίων/ ενεργητικό, όσο απαιτείτο ώστε να προχωρούν στις απαιτούμενες επενδύσεις για τη μεγέθυνσή τους. Βασικός σκοπός του πλαισίου είναι:

- Να επιβάλει ελάχιστες κεφαλαιακές απαιτήσεις για την κάλυψη των αναλαμβανόμενων από τα πιστωτικά ιδρύματα κινδύνων ώστε να αποτρέπεται ο κίνδυνος πτώχευσης.
- Να διαφυλάττει και να ενισχύει την πειθαρχία της αγοράς με σκοπό την εύρυθμη λειτουργία και σταθερότητα του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος.
- Να αμβλύνει τις ανισότητες στις συνθήκες διεθνούς ανταγωνισμού μεταξύ των πιστωτικών ιδρυμάτων, καθορίζοντας ομοιόμορφες διαδικασίες εποπτείας της κεφαλαιακής επάρκειας από τις αρμόδιες εποπτικές αρχές.³⁸

Η κεφαλαιακή επάρκεια αφορά τα εποπτικά κεφάλαια. Ως εποπτικά κεφάλαια ορίζονται τα κεφάλαια που λογίζονται με βάση εποπτικούς κανόνες, οι οποίοι κατά κύριο λόγο είναι ίδιοι με τους λογιστικούς κανόνες, αλλά παρουσιάζουν και ορισμένες σημαντικές διαφορές (παραδείγματος χάριν, η εποπτική αρχή μπορεί να δεχθεί, υπό ορισμένες προϋποθέσεις, ομολογιακά δάνεια ως μέρος των ιδίων κεφαλαίων, γεγονός που αντίκειται στους λογιστικούς κανόνες), και υπολογίζονται ως το άθροισμα ορισμένων στοιχείων των βασικών ιδίων κεφαλαίων (Core Tier I) και των συμπληρωματικών ιδίων κεφαλαίων (Tier II capital). Ο ορισμός είναι αυστηρότερος από το να λάβει κάποιος υπόψη του το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων, λαμβάνοντας υπόψη μόνο τον δυναμικό κορμό της τράπεζας, ο οποίος είναι τα άμεσα διαθέσιμα ίδια κεφάλαια που καλύπτουν τρέχουσες ή πιθανές ζημιές. Αυτές οι κατευθυντήριες γραμμές αφορούν στην εναρμόνιση του κανονιστικού ορισμού της κεφαλαιακής επάρκειας, βασισμένου στη στάθμιση του κινδύνου ενεργητικού και στην καθιέρωση ενιαίου δείκτη περί κεφαλαιακής επάρκειας. Στα βασικά ίδια κεφάλαια (Core Tier I) περιλαμβάνονται:

- Μετοχικό κεφάλαιο
- Αποθεματικά από κεφαλαιοποίηση κερδών, διαφορές υπέρ το άρτιον και λοιπά αποθεματικά
- Κέρδη εις νέον
- Καινοτόμοι τίτλοι Tier I, ιδίως προνομιούχες μετοχές μη σωρευτικού μερίσματος
- Δικαιώματα μειοψηφίας και
- Αρνητικές διαφορές ενοποίησης

Από τον υπολογισμό των βασικών κεφαλαίων (Core Tier I) αφαιρούνται:

- Ο αριθμός των ιδίων μετοχών και ιδίων μετοχών Tier I
- Οι καθαρές ζημιές προηγούμενων ετών καθώς και οι ζημιές του τρέχοντος έτους

³⁸ Γκίκας Α. Χαρδούβελης, «Κεφαλαιακή Επάρκεια», (διάλεξη στο Πανεπιστήμιο Πειραιώς, Τμ. Χρηματ./κής).

- ο Η υπεραξία της επιχείρησης
- ο Οι ενδιάμεσες μη δημοσιευμένες καθαρές ζημιές
- ο Το 50% του σωρευτικού ελλείμματος από τυχόν ασφαλιστικά προγράμματα καθορισμένων παροχών, Αρνητικές διαφορές αποτίμησης (μετά φόρων) του διαθέσιμου προς πώληση μετοχικού χαρτοφυλακίου και
- ο Οι θετικές διαφορές ενοποίησης.

Στα συμπληρωματικά κεφάλαια (Tier II capital) περιλαμβάνονται κυρίως:

- ο Αποθεματικά από την επανεκτίμηση της αξίας των παγίων
- ο Αποθεματικά για την κάλυψη γενικών τραπεζικών κινδύνων
- ο Προνομιούχες μετοχές σωρευτικού μερίσματος και δάνεια μειωμένης εξασφάλισης με ελάχιστη διάρκεια πέντε ετών.
- ο Το 45% των θετικών διαφορών αποτίμησης του διαθέσιμου προς πώληση μετοχικού χαρτοφυλακίου και
- ο Άλλα πιστωτικά μέσα αόριστης διάρκειας που προσομοιάζουν με ίδια κεφάλαια εφόσον πληρούνται ορισμένες προϋποθέσεις, όπως προνομιούχες μετοχές σωρευτικού μερίσματος και υποχρεωτικώς μετατρέψιμα χρεόγραφα.

Από το άθροισμα των βασικών (Tier I) και συμπληρωματικών (Tier II) ιδίων κεφαλαίων πρέπει να αφαιρούνται:

- ο Τοποθετήσεις σε μη ενοποιημένες θυγατρικές και σε άλλα χρηματοδοτικά ιδρύματα για ποσό άνω του 10% των κεφαλαίων
- ο Το 50% του σωρευτικού ελλείμματος από ασφαλιστικά προγράμματα καθορισμένων παροχών για το προσωπικό και
- ο Το άθροισμα όλων των συμμετοχών στο μετοχικό κεφάλαιο άλλων χρηματοδοτικών ιδρυμάτων, κατά το μέτρο που υπερβαίνει το 10% της κεφαλαιακής βάσης του πιστωτικού ιδρύματος.

Τα συμπληρωματικά ίδια κεφάλαια δεν επιτρέπεται να υπερβαίνουν τα κύρια ίδια κεφάλαια.

Τον Ιούλιο του 1988 η Επιτροπή της Βασιλείας δημοσίευσε το Σύμφωνο της Βασιλείας για την Κεφαλαιακή Επάρκεια ή Βασιλεία I. Το σύμφωνο αυτό είχε ως κύριο στόχο τη σύγκλιση των διαφορετικών διεθνών εποπτικών καθεστώτων διασφαλίζοντας τη σταθερότητα του διεθνούς τραπεζικού συστήματος. Οι κανόνες του συμφώνου αντικείμενο αναφοράς είχαν την εποπτεία της κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών εισάγοντας ένα σύστημα μέτρησης του πιστωτικού κινδύνου του σταθμισμένου ενεργητικού και ορίζοντας ελάχιστο δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας ίσο με 8%. Έτσι υπολογίζεται ο Συνολικός Δείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας (CAR) ως:

$$CAR = \frac{RC}{Credit Risk + Market Risk} \geq 8\%$$

όπου *CAR* είναι ο Δείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας, *RC* είναι το σύνολο των εποπτικών ιδίων κεφαλαίων, *Credit Risk* είναι η προσέγγιση πιστωτικού κινδύνου και *Market Risk* είναι η προσέγγιση κινδύνου αγοράς. Σε συγκεκριμένες περιπτώσεις η ανάλυση εστιάζεται μόνο στα βασικά κεφάλαια (Tier I capital) και υπολογίζεται ο Δείκτης Βασικών Κεφαλαίων ως:

$$Tier\ 1\ ratio = \frac{Tier\ 1\ capital}{Credit\ Risk + Market\ Risk} \geq 4\%$$

Σημαντικές αδυναμίες του Συμφώνου της Βασιλείας I, όπως ο καθορισμός των συντελεστών στάθμισης ανεξάρτητα από το μέγεθος του πιστωτικού ιδρύματος, ο αυθαίρετος καθορισμός του ποσοστού κεφαλαιακής επάρκειας, αλλά και η μη αξιολόγηση κινδύνων όπως ο λειτουργικός, συναλλαγματικός, νομικός, κ.ά. οδήγησαν στην αναθεώρησή του και στην εισαγωγή ενός νέου πλαισίου για την κεφαλαιακή επάρκεια, έτσι ώστε να υπάρξει σωστότερη αντιστοιχία ανάμεσα στον κίνδυνο και στη διακράτηση κεφαλαίου. Το τελικό κείμενο του νέου Συμφώνου, γνωστό ως Βασιλεία II, το οποίο η επιτροπή το εξέδωσε το 2001 με προβλεπόμενο χρόνο εφαρμογής το 2004, επιφέρει σημαντικές αλλαγές στο πλαίσιο πρόληψης και διαχείρισης κινδύνων. Η Βασιλεία II βασίζεται σε τρεις πυλώνες:

Πυλώνας I: Αφορά στην επιβολή ελάχιστων κεφαλαιακών απαιτήσεων για την κάλυψη των αναλαμβανόμενων κινδύνων (πιστωτικού, αγοράς και λειτουργικού).

Πυλώνας II: Αναφέρεται σε εποπτικές διαδικασίες ανασκόπησης και αξιολόγησης της κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών.

Πυλώνας III: Αφορά στην πειθαρχία της αγοράς μέσω της δημοσιοποίησης στοιχείων σχετικά με τη διάρθρωση των αναλαμβανόμενων κινδύνων και της κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών.

Ο δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας ενός πιστωτικού ιδρύματος, βάση και της Βασιλείας II, συμπεριλαμβάνει πλέον και τις ελάχιστες κεφαλαιακές απαιτήσεις έναντι του λειτουργικού κινδύνου (*operational risk*) που αναλαμβάνει ένα πιστωτικό ίδρυμα. Οπότε διαμορφώνεται ως

$$CAR = \frac{RC}{Credit Risk + Market Risk + Operational Risk} \geq 8\%$$

Η ίδια αλλαγή ισχύει και για τον δείκτη βασικών κεφαλαίων.

Τον Σεπτέμβριο του 2009 προτάθηκε ένα ευρύτερο πλαίσιο αλλαγών υπό τη Συνθήκη της Βασιλείας III. Στόχος της είναι να βελτιωθεί η ικανότητα του τραπεζικού συστήματος να απορροφά οικονομικές κρίσεις ανεξαρτήτου προελεύσεως τους και να αποτρέπει την εξάπλωσή τους από τον χρηματοπιστωτικό τομέα στην πραγματική οικονομία.³⁹ Οι κύριες μεταβολές περιλαμβάνουν:

- Υψηλότερες και καλύτερης ποιότητας κεφαλαιακές απαιτήσεις,
- πιο περιοριστικό ορισμό του κεφαλαίου,
- ενίσχυση του πλαισίου κεφαλαιακών απαιτήσεων ως προς την κάλυψη των κινδύνων,
- πρόσθετα μέτρα για την αντιμετώπιση συστημικών κινδύνων και κινδύνων σχετικών με την αντίληψη ότι το μεγάλο μέγεθος αποκλείει την πιθανότητα χρεοκοπίας,
- αποτελεσματικότερη αντιμετώπιση της απορροφητικότητας ζημιών των εποπτικών ιδίων κεφαλαίων, για να μειωθεί ο ηθικός κίνδυνος,
- έλεγχο της μόγλευσης μέσω της κατάρτισης ενός απλού δείκτη,
- εισαγωγή ενός νέου παγκόσμιου πλαισίου για τη ρευστότητα,
- δυνατότητα απορρόφησης ζημιών πέρα από τα πρότυπα που ανακοινώθηκαν για τράπεζες που έχουν συστημική σημασία.

Η τελική προτεινόμενη δομή των ενισχυμένων ρυθμιστικών κεφαλαίων ως ποσοστό επί τοις εκατό του σταθμισμένου ενεργητικού είναι η αύξηση του γνωστού δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας από 8% σε 10,5% και στοχεύει στο να περιορίσει την ευρύτητα του ορισμού των ιδίων κεφαλαίων και να αυξήσει τον αντίστοιχο δείκτη των ελάχιστων κεφαλαιακών απαιτήσεων σε ίδια κεφάλαια (κοινές μετοχές συν περιθώριο διατήρησης κεφαλαίων) από 2% σε 7% του σταθμισμένου ενεργητικού, να δώσει στις επιμέρους χώρες τη δυνατότητα να μπορούν να αυξάνουν ακόμη περισσότερο τον γενικό δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας από το 10,5% έως το 13% ως συνάρτηση των κυκλικών διακυμάνσεων της οικονομίας τους, και να επιβάλει ποινές σε περίπτωση που το συγκεκριμένο ίδρυμα διασωθεί μέσω κρατικής στήριξης, προκειμένου έτσι να ελαχιστοποιηθεί ο ηθικός κίνδυνος. Συμφωνήθηκε επίσης να επιτραπεί μία μακρά μεταβατική περίοδος ωσότου τεθούν σε ισχύ οι νέες κεφαλαιακές απαιτήσεις με το επιχείρημα ότι με αυτόν τον τρόπο ο τραπεζικός τομέας θα εξακολουθεί να στηρίζει τη χρηματοδότηση της οικονομίας, ενώ συγχρόνως θα μπορεί να συμμορφωθεί με τις νέες αυξημένες κεφαλαιακές απαιτήσεις.⁴⁰

³⁹ Χριστοφόρου Βασιλική, «Η χρηματοπιστωτική κρίση και η εποπτεία των χρηματαγορών», Διπλωματική εργασία (MBA), Πανεπιστήμιο Πατρών-Τμ. Διοίκησης Επιχειρήσεων, (2011).

⁴⁰ Γκίκας Α. Χαρδούβελης, «Κεφαλαιακή Επάρκεια», (διάλεξη στο Πανεπιστήμιο Πειραιώς, Τμ. Χρηματ./ικής).

Στη συνέχεια παρουσιάζουμε τον Πίνακα 8, ο οποίος δείχνει τον δείκτη Core Tier 1 των έξι μεγαλύτερων ελληνικών τραπεζών όπως προκύπτουν από τα αποτελέσματα της Πανευρωπαϊκής Άσκησης Προσομοίωσης Ακραίων Καταστάσεων (stress testing) του 2011 που διενεργήθηκε υπό τον συντονισμό της Ευρωπαϊκής Τραπεζικής Αρχής (EBA) σε συνεργασία με τις εθνικές εποπτικές αρχές, την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ), την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου. Τα σενάρια διαμορφώθηκαν από την ΕΚΤ και καλύπτουν χρονικό ορίζοντα δύο ετών (2011-2012). Το δυσμενές σενάριο αντανακλά ακραίους υποθετικούς κινδύνους και Στη στήλη 1 του πίνακα, ο Δείκτης Core Tier 1 υπολογίζεται λαμβάνοντας υπόψη μέτρα που έχουν ληφθεί έως 30 Απριλίου 2011. Στη στήλη 2 δίνεται μια πιο αντιπροσωπευτική εικόνα της κεφαλαιακής θέσης των τραπεζών, καθώς ο Δείκτης Core Tier 1 υπολογίζεται λαμβάνοντας επιπλέον υπόψη πρόσθετα μέτρα που ήδη υλοποιούνται ή έχουν δρομολογηθεί (π.χ. πωλήσεις ή απορροφήσεις θυγατρικών εταιριών, έκδοση μετατρέψιμων ομολόγων, αποεπενδύσεις κ.λ.π.), καθώς και τις γενικές προβλέψεις που έχουν ήδη σχηματιστεί για κάλυψη μελλοντικών ζημιών.

Πίνακας 8: Δείκτες Κεφαλαιακής Επάρκειας Βασικών Ιδίων Κεφαλαίων έξι ελληνικών τραπεζών ως αποτελέσματα δύο σεναρίων.

Τράπεζα	(1) Δείκτης Core Tier 1 την 31.12.2012 (υπό το δυσμενές σενάριο)	(2) Δείκτης Core Tier 1 την 31.12.2012
Εθνική Τράπεζα	7,7%	9,7%
Alpha Bank	7,4%	8,2%
Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο	5,5%	7,1%
Τράπεζα Πειραιώς	5,3%	6,3%
Eurobank	4,9%	7,6%
ΑΤΕ	-0,8%	6,0%

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, 15/7/2011.

2.3.β. Η ανακεφαλαιοποίηση των ελληνικών τραπεζών.

Η διαδικασία του PSI+ μέσω της οποίας εφαρμόστηκε η μείωση της αξίας των ομολόγων του ελληνικού δημοσίου που κατείχαν οι ιδιώτες επενδυτές, συνεπάγεται επιπτώσεις στην κεφαλαιακή επάρκεια των ελληνικών τραπεζών και ανέδειξε το ζήτημα της ανακεφαλαιοποίησής τους. Ως απόρροια του ζητήματος αυτού, στις αποφάσεις της Συνόδου Κορυφής του Οκτωβρίου 2011, μαζί με το οριστικό «κούρεμα» του ελληνικού χρέους και το δεύτερο πακέτο δανεισμού της χώρας, αποφασίστηκε και ένα ποσό-δάνειο ύψους περίπου €23δισ. (αρχικά υπολογίζονταν στα €30δισ.), από τον Προσωρινό Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Στήριξης (EFSF) για τον σκοπό αυτό (όπως προαναφέρθηκε στην ενότητα 2β).⁴¹ Τα ανωτέρω κεφάλαια στήριξης προορίζονταν για το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΤΧΣ), στο οποίο υπήρχαν ήδη κεφάλαια από το 1ο πακέτο δανεισμού της Ελλάδας (Μνημόνιο 1). Προσαθμένα τα νέα αυτά κεφάλαια στα είδη υπάρχοντα, τα συνολικά κεφάλαια του Ταμείου προσδιορίζονται συνολικά στα περίπου €50δισ.

Αρχικά πρέπει να τονιστούν τα παρακάτω δύο βασικά σημεία:

- 1) Σύμφωνα με έγγραφο των εργασιών της Συνόδου Κορυφής, επισημαίνεται ότι οι Ευρωπαίοι συμφώνησαν ο δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας των ευρωπαϊκών τραπεζών Core Tier 1 να αυξηθεί στο 9%.⁴² Επίσης, η Ευρωπαϊκή Τραπεζική Αρχή (EBA), εκτίμησε τα αναγκαία κεφαλαιακά περιθώρια για τον Core Tier 1 στο 9%.⁴³ Η αύξηση όμως αυτή εκτιμήθηκε ως αδύνατο να εφαρμοστεί από το ελληνικό τραπεζικό σύστημα χωρίς την εκταμίευση της δόσης του δανείου και η Τράπεζα της Ελλάδος διατήρησε τον Δείκτη στο 8% ως προσωρινό μέτρο.
- 2) Η BlackRock⁴⁴ αξιολόγησε με βάση την μεθοδολογία της το επίπεδο των επισφαλειών των μεγαλύτερων ελληνικών τραπεζών. Ο έλεγχος του διεθνούς οίκου θα επεκτάθηκε σε 18 τράπεζες, ολοκληρώθηκε στα τέλη Σεπτεμβρίου 2012 και περιλαμβάνει δάνεια ιδιωτών και επιχειρήσεων που ξεπερνούν τα €250δισ. Το σχετικό πόρισμα δόθηκε στην Τράπεζα της Ελλάδος.

Με το σχέδιο της ανακεφαλαιοποίησης προβλέπεται:

⁴¹ Απαγορευτική η χορήγηση μερίσματος στους μετόχους και μπόνους στα στελέχη έως ότου ολοκληρωθεί η ανακεφαλαιοποίηση.

⁴² www.bankingnews.gr, 26/10/2011.

⁴³ NAFTEBORIKI.GR, 31/10/2011.

⁴⁴ Η BlackRock είναι εταιρία διαχείρισης ενεργητικού. Έχει την έδρα της στη Νέα Υόρκη και είναι πάροχος επενδυτικών, συμβουλευτικών και λύσεων διαχείρισης κινδύνου. Η εταιρεία απέκτησε την Barclays Global Investors τον Δεκέμβριο του 2009.

- Κεφαλαιακή ενίσχυση των τραπεζών κατά το ποσό που ζημιώνονται από το PSI+ με αύξηση μετοχικού κεφαλαίου μέσω κοινών μετοχών χωρίς δικαίωμα ψήφου.⁴⁵
- Κεφαλαιακή ενίσχυση των τραπεζών για τις ζημιές που προκύπτουν από την αποτίμηση των χαρτοφυλακίων τους από την Blackrock με αύξηση μετοχικού κεφαλαίου μέσω κοινών μετοχών με δικαίωμα ψήφου.
- Κεφαλαιακή ενίσχυση μέσω έκδοσης ομολογιακών μετατρέψιμων σε μετοχές.
- Συμμετοχή με ίδια κεφάλαια μέσω εκποίησης περιουσίας.

Η διαδικασία λαμβάνει χώρα ως εξής:

Προβλέπεται αρχικά οι τράπεζες που αντιμετωπίζουν προβλήματα κεφαλαιακής επάρκειας να προβούν σε αύξηση του μετοχικού τους κεφαλαίου μέσω της αγοράς και των υφιστάμενων μετόχων τους. Αυτό επιτυγχάνεται με τη συνεργασία της Τράπεζας της Ελλάδος μέχρι τον Σεπτέμβριο του 2012. Για όσο από το απαιτούμενο ποσό δεν καλυφθεί με ίδιους πόρους, οι τράπεζες καταφεύγουν στο Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΤΧΣ) και μέσω αυτού εξασφαλίζουν χρηματοδότηση ανάλογα με την πηγή των ζημιών τους. Σχετικά με τα κεφάλαια του Ταμείου, τα οποία ενισχύονται όπως προαναφέρθηκε, πρέπει να αναφέρουμε ότι:

- Από αυτά, τα €18δισ. δόθηκαν τον Απρίλιο του 2011 ως προκαταβολή για την ανακεφαλαιοποίηση των 4 βιώσιμων μεγάλων τραπεζών (Εθνική, Πειραιώς, Αίφα, Eurobank),⁴⁶ άλλα €7δισ. πήγαν για την ανακεφαλαιοποίηση της ΑΤΕ μετά την απορρόφησή της από την Τράπεζα Πειραιώς και

⁴⁵ Οι ζημιές από την εφαρμογή του PSI+ για τις 4 μεγάλες εμπορικές τράπεζες, Εθνική, Αίφα, Eurobank και Πειραιώς ανέρχονται αντίστοιχα σε €10.751, €3.831, €5.400 (εκτίμηση) και €5.900 εκατ.

⁴⁶ Οι εκταμιεύσεις στις 4 μεγάλες τράπεζες (Εθνική, Αίφα, Eurobank και Πειραιώς) έγιναν με την εξής διαδικασία. Δόθηκε αρχικά η δυνατότητα στο ΤΧΣ να χορηγεί, μετά από απόφαση της Τράπεζας της Ελλάδος, βεβαίωση προς πιστωτικά ιδρύματα που είναι βιώσιμα (επιλέξιμα κατά μία έννοια) προς κεφαλαιακή ενίσχυση, με την οποία δεσμεύεται ότι θα συμμετέχει στην μελλοντική αύξηση μετοχικού κεφαλαίου τους. Παράλληλα θεσμοθετήθηκε και η δυνατότητα προκαταβολής εκ μέρους του Ταμείου του ποσού που αντιστοιχεί στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου που καλείται να πραγματοποιήσει το πιστωτικό ίδρυμα. Η κάθε μία τράπεζα υπέβαλε σχέδιο αναδιάρθρωσης στην Τράπεζα της Ελλάδος (ΤτΕ). Τα σχέδια αυτά ελέγχθηκαν από την ΤτΕ και χορηγήθηκαν πιστοποιητικά βιωσιμότητας για τις 4 μεγάλες τράπεζες με σκοπό τη χορήγηση δεσμευτικής επιστολής από το ΤΧΣ για την ανακεφαλαιοποίησή τους και προκειμένου να ανακοινωθούν τα αποτελέσματα χρήσης του 2011. Στη συνέχεια (στις 1/6/2012) εκταμιεύθηκαν για τις 4 τράπεζες από το ΤΧΣ τα ποσά που αναφέρονται αναλυτικά στην προηγούμενη υποσημείωση, αφού προηγουμένως υπογράφηκαν συμβάσεις προεγγραφής. Πρόκειται για δεσμεύσεις των τραπεζών ότι θα συμμορφωθούν με τις υποχρεωτικές αποφάσεις που θα καθορίζουν τις τιμές των μετοχών, το ποσοστό των CoCo's (Contingent Convertible Capital, είναι ένα είδος μετατρέψιμων ομολόγων που ο κάτοχος τους δεν μπορεί να ασκήσει την ανταλλαγή σε μετοχές αν η ιστορική τιμή μετοχών δεν έχει ξεπεράσει μία προκαθορισμένη τιμή), και τα warrants (πρόκειται για τίτλο που παρέχει στον κομιστή το δικαίωμα αγοράς χρεογράφου σε καθορισμένη τιμή που συνήθως είναι υψηλότερη της τρέχουσας τιμής της αγοράς, μέσα σε ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα) των παλαιών μετόχων και ότι θα πληρώσουν αντίστοιχες υποχρεώσεις σε έξοδα, φόρους και άλλες επιβαρύνσεις.

- ο τα υπόλοιπα €23-25δισ. αναμένονται από την επόμενη δόση του δανείου που πρόκειται ,με αρκετή καθυστέρηση, να πάρει η χώρα και με την οποία προσδοκάται να ολοκληρωθεί η διαδικασία ανακεφαλαιοποίησης.

Σύμφωνα με εκτιμήσεις το ΤΧΣ θα καταβάλλει 75% με 80% της ανακεφαλαιοποίησης και οι ιδιώτες μέτοχοι και οι τράπεζες το 20% με 25%.

Στις αρχές του 2012 το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ) περιέγραψε σε αναφορά του πέντε στάδια που αφορούν την ανακεφαλαιοποίηση των ελληνικών τραπεζών, τα οποία παραθέτουμε παρακάτω:

- 1) Σε πρώτη φάση οι αρχές κάνουν τους υπολογισμούς τους για τα κεφάλαια που θα απαιτηθούν δεδομένων των απωλειών λόγω του PSI και των ελέγχων που διενήργησε η BlackRock.
- 2) Στα τέλη Μαρτίου 2012 γίνεται σε βάθος ανάλυση των τραπεζικών business plans και θα βαθμολογείται η επιλεξιμότητα των επιμέρους μέτρων με βάση συγκεκριμένα κριτήρια (ιστορικό προηγούμενων αντίστοιχων διαδικασιών, η δύναμη των μετόχων κ.ά). Αυτό προσδιορίζει αν είναι απαραίτητο να υπάρξει διάλυση κάποιας τράπεζας.
- 3) Οι τράπεζες υποβάλλουν τα σχέδια κεφαλαιακής ενίσχυσης μέχρι τα τέλη Απριλίου και για τους βιώσιμους ομίλους θα δίνεται χρόνος να αντλήσουν νέα κεφάλαια από την αγορά.
- 4) Μέχρι τα τέλη Σεπτεμβρίου 2012 οι βιώσιμες τράπεζες αναμένεται να έχουν ανακεφαλαιοποιηθεί μέσω ενός συνδυασμού ιδιωτικών και, όπου είναι απαραίτητο, κρατικών κεφαλαίων.
- 5) Τέλος, στα τέλη Ιουνίου του 2013 θα διενεργηθεί stress test με βάση τις τιμές αγοράς προκειμένου να ξεκαθαρίσει ότι η διαδικασία ολοκληρώθηκε και δεν υφίστανται προβλήματα.

Ο αρχικός νόμος για την ανακεφαλαιοποίηση προέβλεπε κοινές μετοχές τις οποίες το δημόσιο θα διατηρούσε για 2 χρόνια και θα μεταπωλούσε σε ιδιώτες. Επίσης, προβλεπόταν η υποχρέωση των παλαιών μετόχων να συμμετέχουν κατά 10% τουλάχιστον στις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου που θα γίνονταν μέσω ΤΧΣ, ενώ για το Ταμείο προβλεπόταν και discount (χαμηλότερη τιμή) σε σχέση με τους ιδιώτες- κάτω από το μισό της αξίας των μετοχών που θα αγόραζε (προκειμένου να ανακεφαλαιοποιούνταν οι τράπεζες και το ίδιο να αποκόμιζε κάποιο κέρδος μελλοντικά για το κράτος). Κατόπιν αντιδράσεων, με αποτέλεσμα την ψήφιση νέου νόμου ο οποίος προέβλεπε μεικτό τρόπο ανακεφαλαιοποίησης με κοινές άνευ ψήφου για 3 (+2) χρόνια και με μετατρέψιμα ομολογιακά δάνεια (COCO's), οι

τραπεζίτες, εξασφάλισαν πλήρως το ιδιωτικό μανάτζμεντ των τραπεζών, υπό κάποιες συγκεκριμένες όμως υποθέσεις.

Το ζήτημα των όρων της ανακεφαλαιοποίησης δεν έκλεισε όμως ούτε με τον δεύτερο νόμο και ακολούθησε το καλοκαίρι του 2012 η κατάθεση νομοσχεδίου στη βουλή οπού εμπεριέχονται κάποιες σημαντικές αλλαγές στους όρους του προηγούμενου νόμου, οι οποίες αναφέρονται χαρακτηριστικά ως εξής:

- Κατάργηση της διάταξης που προέβλεπε πως οι μετοχές που αποκτά το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας από τις αυξήσεις κεφαλαίου δεν μεταβιβάζονται από το Ταμείο σε τρίτα πρόσωπα και δεν είναι δεκτικές εισαγωγής σε οργανωμένη αγορά μέχρι την λήξη της διάρκειας του ΤΧΣ (30 Ιουνίου 2017).
- Κατάργηση της κερδοφορίας ως στόχο για τη συμμετοχή του Ταμείου στο μετοχικό κεφάλαιο, καθώς λόγω της οικονομικής συγκυρίας καθίσταται αβέβαιη ή ανέφικτη. (πιθανή διάθεση της κυβέρνησης να δοθούν στο Ταμείο μετοχές χωρίς discount).
- Παράταση του χρόνου που προβλέπεται στο επιχειρησιακό σχέδιο για τη βιωσιμότητα του πιστωτικού ιδρύματος από τρία σε πέντε χρόνια.
- Δυνατότητα του Ταμείου να συμμετέχει στο μετοχικό κεφάλαιο πιστωτικών ιδρυμάτων και με άλλα μετατρέψιμα χρηματοπιστωτικά μέσα, πέραν των ήδη προβλεπόμενων κοινών μετοχών και μετατρέψιμων ομολογιών.

Τα κρίσιμα ζητήματα τα οποία μένουν ανοιχτά με το παραπάνω νομοσχέδιο (μέχρι και την ημερομηνία δημιουργίας του παρόντος κεφαλαίου) είναι τα παρακάτω:

- 1) Οικονομικές καταστάσεις των τραπεζών οι οποίες έπρεπε να έχουν κατατεθεί έως 30 Απριλίου 2012 και η ανακεφαλαιοποίηση να έχει γίνει έως τον προσεχή Σεπτέμβριο. Και τα δύο ανωτέρω δεν πραγματοποιήθηκαν.
- 2) Οι Έλληνες τραπεζίτες παρά τους νόμους και τις πράξεις νομοθετικού περιεχομένου, ισχυρίζονται ότι ακόμα είναι όλα ανοιχτά και οι όροι είναι υπό διαπραγμάτευση προκειμένου να εξασφαλιστεί η συμμετοχή τους στις αυξήσεις κεφαλαίου. Έτσι, προκειμένου να δεχτούν και να προχωρήσει η ανακεφαλαιοποίηση ζητούν συγκεκριμένα κίνητρα.⁴⁷

Στον Πίνακα 9. εμφανίζονται τα εναπομείναντα κεφάλαια καθώς και το πόσα νέα κεφάλαια απαιτούνται για τις ελληνικές τράπεζες:

⁴⁷ Τα κίνητρα δεν θα αναφερθούν στην παρούσα εργασία διότι είναι εκτενή και ξεφεύγουν από τα πλαίσιά της.

Πίνακας 9: Εναπομείναντα κεφάλαια και πόσα νέα κεφάλαια απαιτούνται για τις ελληνικές τράπεζες (ποσά σε εκατ. Ευρώ).

Τράπεζες	Σημερινά Κεφάλαια	Κεφάλαια μετά PSI+ και Blackrock	Νέα κεφάλαια
Εθνική	7.951	2.000	4.800 – 5.500
Alpha	4.649	1.800	2.500
Eurobank	4.332	1.000	3.200
Πειραιώς	2.700	-600/-800	2.800
Κύπρου	2.701	2.700	1.560
Marfin	3.774	810	1.350
ΑΤΕ	219	-2.500	3.500
ΤΤ	499	-1.700	2.200
Εμπορική	2.600	2.400	-
Geniki	575	300	100
Attica	413	180	200-220
Proton	220	200	30 – 40
Σύνολο	30.470	6.390	ΜΟ 22.960

Πηγή: *www.bankingnews.gr*, 13/3/2012.

Ανοιχτό παραμένει το ενδεχόμενο διαπραγμάτευσης της χώρας μας, εάν θα εφαρμοστεί και για τις ελληνικές τράπεζες το νέο μοντέλο ανακεφαλαιοποίησης που αποφασίστηκε στη Σύνοδο Κορυφής στο τέλος του Ιουνίου 2012, για απευθείας στήριξη των τραπεζών από το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF) και όχι διαμέσου των κρατικών προϋπολογισμών και την επιβάρυνση του δημοσίου χρέους. Το ενδεχόμενο αυτό δεν φαίνεται προς το παρόν να είναι εφικτό για την Ελλάδα με δεδομένο ότι η νέα αυτή διαδικασία προϋποθέτει πριν την δημιουργία Ενιαίας Εποπτικής Αρχής των τραπεζών σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης και επιπλέον η ανακεφαλαιοποίηση των ελληνικών τραπεζών έχει ήδη ξεκινήσει (προκαταβολή €18δισ. που έλαβαν οι τέσσερις μεγάλες τράπεζες). Επιπροσθέτως, το χρονοδιάγραμμα για την δημιουργία της νέας Εποπτικής Αρχής εκτείνεται έως το τέλος του 2012 καθώς αναμένεται να εξειδικευτούν σημαντικά επιμέρους ζητήματα.⁴⁸ Μπορούμε να πούμε ότι η δημιουργία μιας κοινής αρχής για την εποπτεία

⁴⁸ Το αναλυτικό κείμενο για την εποπτεία των τραπεζών αναμένεται. Η προσπάθεια αυτή θα αξιοποιεί την εμπειρία, τα εργαλεία και τα μέσα της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) που ούτως ή άλλως έχει σήμερα αυτή τη δυνατότητα εποπτείας. Ωστόσο παραμένουν να διευκρινιστούν σημαντικά ερωτήματα όπως για παράδειγμα η σχέση της νέας δομής με την ΕΚΤ και την Ευρωπαϊκή Τραπεζική Αρχή, πως θα ασκείται ο δημοκρατικός έλεγχος κ.ά.

των τραπεζών αποτελεί προϋπόθεση προκειμένου ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας (ESM) να μπορέσει να δανείσει απευθείας χρήματα στις τράπεζες χωρίς μεσολάβηση των κρατών, αποφεύγοντας με αυτό τον τρόπο να επιβαρύνει το χρέος τους. Πέρα όμως της συγκεκριμένης ανάγκης στα πλαίσια της ανακεφαλαιοποίησης των ευρωπαϊκών τραπεζών, προβάλλεται πλέον όλο και περισσότερο η ανάγκη να προτάξει η Ευρώπη μια κεντροποιημένη ελεγκτική διαδικασία, τόσο των αγορών όσο και των τραπεζών.

2.4. Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΗΣ PROTON BANK.

Πλέον του ενός έτους από σήμερα ο βασικός μέτοχος της τράπεζας Proton Bank διώκεται ποινικά κατόπιν της σύνταξης πορίσματος (110 σελίδων) από τον εισαγγελέα Πρωτοδικών το οποίο αφορά μια σειρά από κακουργηματικές πράξεις για συνολικά 28 άτομα που ενεπλάκησαν σε υπόθεση επισφαλών δανειοδοτήσεων ύψους €701εκατ. προς εταιρείες αμέσου ή εμμέσου ενδιαφέροντός του. Ειδικότερα, ο εισαγγελέας ζητούσε να διωχθεί ποινικά:

- Ο βασικός μέτοχος για διεύθυνση εγκληματικής οργάνωσης, απάτη και υπεξαίρεση σε συνδυασμό με τις επιβαρυντικές διατάξεις του νόμου περί καταχραστών του δημοσίου και ξέπλυμα βρώμικου χρήματος.
- Έξι μέλη του ΔΣ της τράπεζας και της Επιτροπής Πιστοδοτήσεων της Proton Bank για συμμετοχή σε εγκληματική οργάνωση, απάτη και άμεση συνέργεια σε ξέπλυμα βρώμικου χρήματος.
- Δεκαπέντε εκπρόσωποι εταιρειών που πήραν τα επίμαχα δάνεια για άμεση συνέργεια σε απάτη, άμεση συνέργεια σε ξέπλυμα.
- Έξι άτομα-ιδιώτες για άμεση συνέργεια σε ξέπλυμα βρώμικου χρήματος.

Κατόπιν ελέγχου από την Διεύθυνση Εποπτείας Πιστωτικού Συστήματος της Τράπεζας της Ελλάδος, το πόρισμα των ελεγκτών αναφέρει χρηματοδοτήσεις μεταξύ μετόχων, στελεχών και συνεργατών με προνομιακά κριτήρια, ελλειπείς διαδικασίες και χαμηλές εξασφαλίσεις. Οι χρηματοδοτήσεις εμφανίζονται σαν να αφορούν προσωπικές συναλλαγές μεταξύ φίλων, με βασικούς κανόνες και πρακτικές του χρηματοπιστωτικού συστήματος να καταπατούνται. Επιπροσθέτως από ένα δάνειο €51εκατ. που έχει χορηγήσει άμεσα η Proton Bank σε εταιρία υπό την κυριότητα του βασικού της μετόχου, για το οποίο η Τράπεζα της Ελλάδος εκτιμά πιθανή ζημιά €20,1εκατ., η τράπεζα χρηματοδότησε την εξαγορά θυγατρικών εταιρειών του βασικού της μετόχου από πρώην στελέχη της.

Να σημειωθεί ότι σύμφωνα με το βούλευμα της προανακριτικής του εξέτασης, προκειμένου να επιτύχουν τον σκοπό τους αυτόν υποστηρίζεται ότι με δόλο συγκαλήφθηκαν από τις εποπτικές αρχές και τους μετόχους της τράπεζας το γεγονός ότι τα χορηγούμενα δάνεια δίνονταν σε εταιρείες που συνδέονταν άμεσα ή έμμεσα με τον βασικό μέτοχο, δηλαδή απέκρυπταν τον ενιαίο πιστωτικό κίνδυνο. Αυτό σημαίνει ότι οι εποπτικές αρχές και οι μέτοχοι θεωρούσαν ότι χορηγούσαν δάνεια τηρώντας το νομοκανονιστικό πλαίσιο του Ελληνικού Τραπεζικού Συστήματος.

Η Τράπεζα της Ελλάδος ανέκλησε την άδεια της «Proton Τράπεζα Α.Ε.» και την έθεσε υπό εκκαθάριση. Επίσης από 9 Οκτωβρίου 2011 με απόφαση του κρατικού μηχανισμού συστήθηκε η «Νέα Proton Τράπεζα Α.Ε.».⁴⁹

Σύμφωνα με ειδησεογραφικά δημοσιεύματα,⁵⁰ δεν γνωρίζουμε επακριβώς τους λόγους για τη στάση των ορκωτών λογιστών και των ελεγκτικών εταιρειών στην ανωτέρω υπόθεση, οι οποίοι υπέγραφαν τους ισολογισμούς της. Παρόλα τα ανωτέρω οι υπεύθυνοι ορκωτοί λογιστές για την οικονομική περίοδο κατά την οποία τελέστηκε το σκάνδαλο έχουν κάνει δηλώσεις σε εφημερίδες και επιπλέον δεν επαρκούν τα στοιχεία ώστε να κάνουμε ακριβή αναφορά επί του συγκεκριμένου θέματος.

Με την ίδρυση της «Νέας Proton Bank», συνεπάγεται ότι η τράπεζα εισήλθε σε καθεστώς εξυγίανσης και συγκεκριμένα, ιδρύθηκε μια «καλή τράπεζα», στην οποία μεταφέρθηκαν το σύνολο των καταθέσεων (ιδιωτών, τραπεζών και Δημοσίου) και το υγιές ενεργητικό (χαρτοφυλάκιο δανείων και τίτλων) της παλιάς Proton Bank. Η νέα «καλή τράπεζα» έλαβε άδεια λειτουργίας από την Τράπεζα της Ελλάδος και ενισχύθηκε από το σκέλος εξυγίανσης του Ταμείου Εγγύησης Καταθέσεων και Επενδύσεων (ΤΕΚΕ), ενώ το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας παρέσχε τα αναγκαία κεφάλαια και είναι ο μοναδικός μέτοχος της νέας τράπεζας, ενώ είναι πλήρως κεφαλαιοποιημένη με δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας 10,6% σύμφωνα με τις πιο συντηρητικές εκτιμήσεις του Ταμείου και έχει πρόσβαση σε ρευστότητα από το Ευρωσύστημα, μέσω της Τράπεζας της Ελλάδος. Επίσης, στην τράπεζα αυτή θα μεταφερθεί επίσης και το σύνολο των τίτλων αλλά και των υγιών δανείων (εξαιρουμένων εκείνων που είχαν χορηγηθεί σε εταιρείες συμφερόντων Λαυρεντιάδη) που είχε χορηγήσει η Proton Bank. Το προαναφερθέν καθεστώς εξυγίανσης,

⁴⁹ Μεταβατικό πιστωτικό ίδρυμα ή αλλιώς «τράπεζα- γέφυρα» (bridge bank) που διαδέχθηκε την υπό κατάρρευση Proton Bank.

⁵⁰ www.nextdeal.gr, (18/12/2011).

προβλέπει την προστασία του δημόσιου συμφέροντος και τη συστημική ευστάθεια, ενώ εξασφαλίζονται στο ακέραιο οι καταθέσεις του Δημοσίου και όλων των καταθετών της τράπεζας και διασφαλίζεται η απόλυτα ομαλή συνέχεια των εργασιών της τράπεζας που υποστηρίζεται από το υπάρχον προσωπικό της.

Σε αυτό το σημείο θα ανακεφαλαιώσουμε και θα αναφέρουμε τα εξής:

Η αδυναμία άντλησης κεφαλαίων από την αγορά, η έλλειψη βιώσιμου σχεδίου, η εμπλοκή του βασικού μετόχου με ποινικά θέματα και η διακύβευση της εμπιστοσύνης των καταθετών υποχρέωσαν την κυβέρνηση να καταστήσει την Proton Bank την πρώτη τράπεζα που θα υιοθετήσει το πρόσφατα νομοθετημένο μοντέλο κρατικοποίησης τραπεζών, εφαρμόζοντας άμεσα το σχετικό νόμο περί εξυγίανσης των πιστωτικών ιδρυμάτων.

Η περίπτωση της Proton Bank συμπεριλήφθηκε στην παρούσα εργασία διότι συμπεριλαμβάνει δύο αντιλήψεις διαφορούμενες. Ως αποτέλεσμα των συμβάντων, οι αρχές είχαν δύο επιλογές: Είτε η τράπεζα να οδηγηθεί σε χρεοκοπία ή να τη διασώσουν μέσω του Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΤΧΣ) όπως προαναφέρθηκε.

Σύμφωνα με την πρώτη αντίληψη:

Εάν είχε επιλεγεί η διαδικασία της πτώχευσης, το Ταμείο Εγγύησης Καταθέσεων και Επενδύσεων (ΤΕΚΕ) θα έπρεπε να καταβάλλει αποζημιώσεις ύψους €1δισ. στους καταθέτες, χωρίς να αποκλείεται το ενδεχόμενο ενός νόμιμο εκροών κεφαλαίων από αποταμιευτές και στις υπόλοιπες τράπεζες υπό το φόβο κατάρρευσης του συστήματος. Αντιθέτως, με τη λύση οπου επιλέχθηκε τελικώς επιτυγχάνονται τα εξής:

- Δημιουργείται μία νέα υγιής τράπεζα με καταθέσεις €1,8δισ. και δάνεια €1,2δισ. Το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας με την εισφορά €250εκατ. γίνεται ο μόνος μέτοχός της, εξασφαλίζοντας υψηλό δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας
- Η παλιά τράπεζα τίθεται σε εκκαθάριση, έχοντας στην κατοχή της όλα τα δάνεια που είναι οριστικά απολεσθέντα, καθώς και όσα εμφανίζουν αξιοσημείωτη καθυστέρηση, αλλά υπάρχει προοπτική εξασφάλισης ενός μέρους τους.

Σύμφωνα με την δεύτερη αντίληψη:

Είναι υπέρογκο το κόστος το οποίο θα αναλάβει να καλύψει το Δημόσιο το οποίο συνοψίζεται στα παρακάτω:⁵¹

- Τη διαφορά που προκύπτει μεταξύ των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού και τα οποία μεταβιβάστηκαν στη νέα τράπεζα. Η διαφορά αυτή είναι ύψους €613 εκατ. και καλύφθηκε από το Σκέλος Εξυγίανσης του ΤΕΚΕ. Τα στοιχεία του

⁵¹ *Ελευθεροτυπία, Σάββατο 8 Οκτωβρίου 2011.*

ενεργητικού, σύμφωνα με την εκτίμηση της Ernest & Young, είναι ύψους €2,173δισ., ενώ αυτή του παθητικού €2,786δισ.

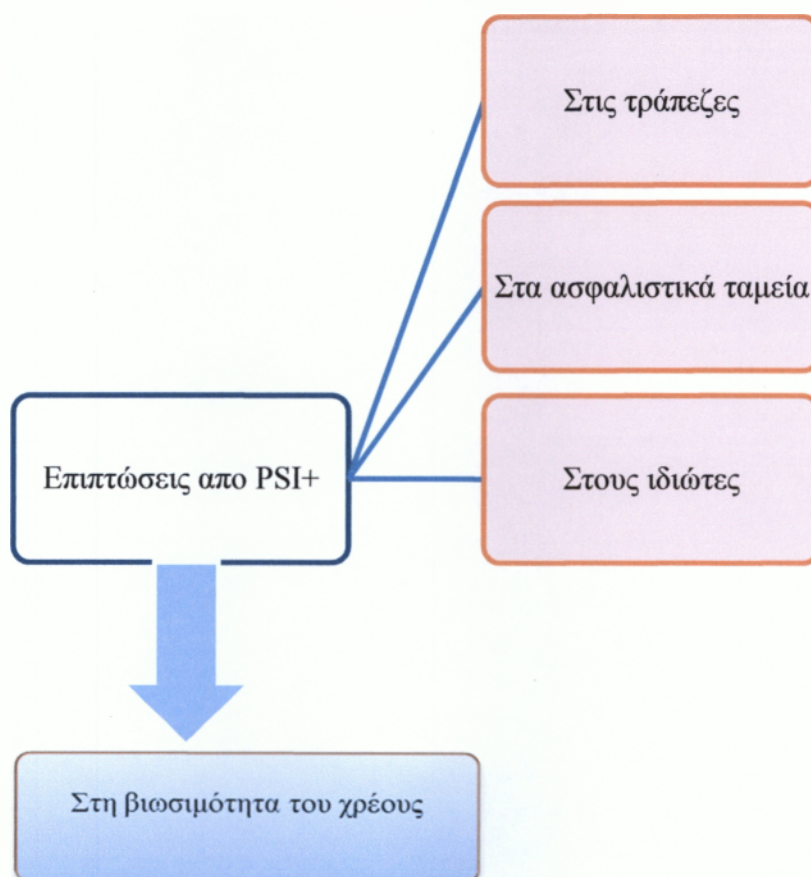
- ο Τις κεφαλαιακές απαιτήσεις της νέας τράπεζας που εκτιμώνται σε €250εκατ. και τα οποία προήλθαν από το ΤΧΣ. Στην προκειμένη περίπτωση το ελληνικό δημόσιο ουσιαστικά κάνει χρήση των προαναφερθέντων κεφαλαίων, προς όφελος του τραπεζικού συστήματος και της οικονομίας, τα οποία δύσκολα δε θα μπορέσει να πάρει πίσω από την πώληση της νέας τράπεζας εντός της επόμενης διετίας.

Το συνολικό κόστος ανέρχεται σε €863εκατ. το οποίο επωμίστηκαν οι φορολογούμενοι.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΣΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

3.1. ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ.

Στο παρόν κεφάλαιο εξετάζεται η περίπτωση του PSI+ καθώς και (κατ'επέκταση) η ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών ως προς τον άμεσο αντίκτυπο που έχει σε συγκεκριμένους τομείς της οικονομίας. Αρχικά παρουσιάζεται το σενάριο της τρόικας για την αποκατάσταση του χρέους σε βιώσιμα επίπεδα. Σε δεύτερο στάδιο παρατίθενται δύο αναλύσεις βιωσιμότητας του χρέους από επιλεγμένες πηγές, στη συνέχεια οι αποκρατικοποιήσεις, καθώς και κάποια συμπεράσματα και κοινές παραδοχές μεταξύ τους και αναφορικά με το σενάριο της τρόικας. Σε τρίτο στάδιο αναλύεται ο αντίκτυπος του PSI+, στο τραπεζικό σύστημα, στα ασφαλιστικά ταμεία, καθώς και της ανακεφαλαιοποίησης.⁵² Τα παραπάνω γίνονται αντιληπτά στο απλοποιημένο σχεδιάγραμμα που ακολουθεί:



⁵² Περαιτέρω ανάλυση των επιπτώσεων στους ιδιώτες δεν θα πραγματοποιηθεί καθότι θεωρείται ως δεδομένο ότι περικοπή του εισοδήματος και της περιουσίας μειώνει την ιδιωτική κατανάλωση και τις ιδιωτικές επενδύσεις σαν σύνολο συμβάλλοντας στην ενίσχυση της υφεσιακής πορείας μιας οικονομίας (αν αναλυθεί μεμονωμένα).

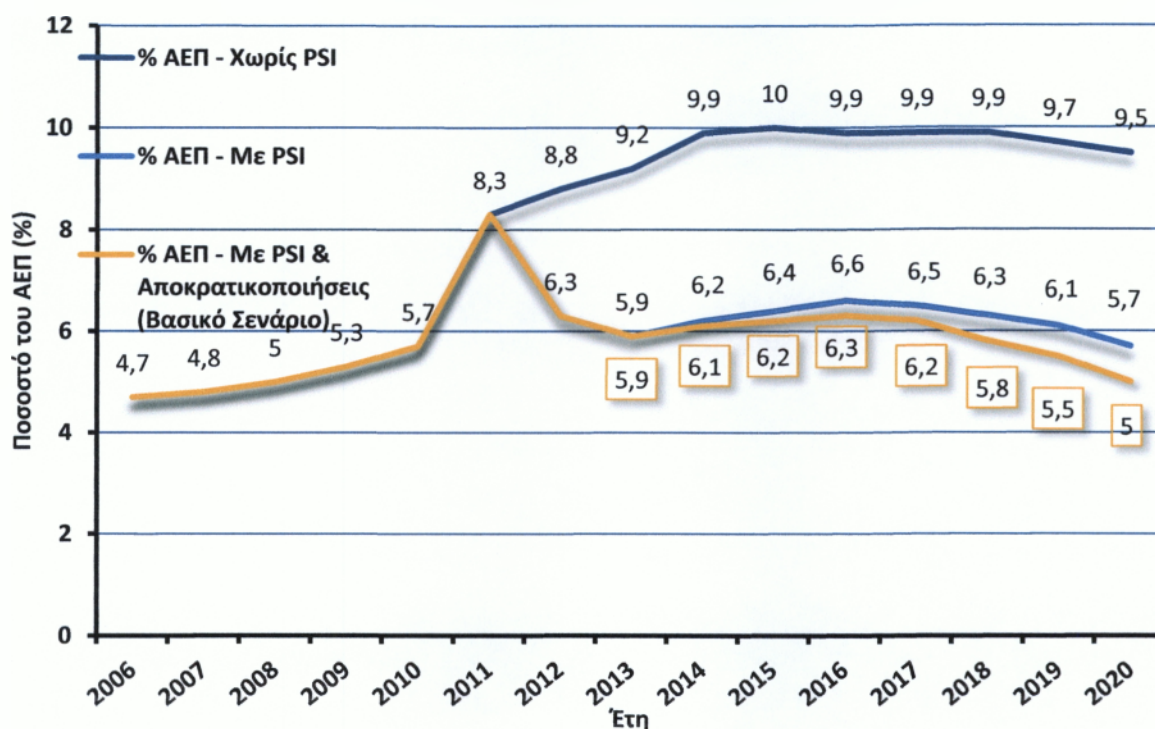
3.2. ΑΝΑΛΥΣΗ ΒΙΩΣΙΜΟΤΗΤΑΣ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΧΡΕΟΥΣ.

3.2.α. Οι επιπτώσεις σύμφωνα με τις επίσημες ευρωπαϊκές αποφάσεις.

Οι πρόσφατες αποφάσεις του Eurogroup σχετικά με το δεύτερο πακέτο διάσωσης προς την Ελλάδα προβλέπουν μείωση του δημόσιου χρέους και εκτιμούν ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα σύμφωνα με το οποίο οι αρμόδιες αρχές της χώρας θα πρέπει να εφαρμόσουν συγκεκριμένες πολιτικές (κυρίως λιτότητας) με τις οποίες η οικονομία της χώρας τίθεται σε σταθερή και βιώσιμη αναπτυξιακή τροχιά. Για τις ανάγκες της εργασίας παραθέτουμε στη συνέχεια τμήματα της τριμηνιαίας έκθεσης του IOBE για την ελληνική οικονομία (Αρ. Τεύχους 67, Μάρτιος 2012) η οποία θεωρεί ότι το πρόγραμμα εθελοντικής ανταλλαγής ομολόγων επιτρέπει, υπό προϋποθέσεις, να τεθεί ο λόγος Δημόσιο Χρέος / ΑΕΠ σε μια διατηρήσιμη πτωτική πορεία μεσοπρόθεσμα. Στην ανάλυση που ακολουθεί κάνει προσπάθεια ερμηνείας των ευρωπαϊκών αποφάσεων και των επιπτώσεων της αναδιάρθρωσης του ελληνικού δημόσιου χρέους:

«Το μεσοσταθμικό κόστος δανεισμού μειώνεται σημαντικά, στο 3,65% για ορίζοντα 30ετίας (2,63% έως το 2020), πολύ χαμηλότερα από τα τρέχοντα επιτόκια της αγοράς. Επιπλέον, επεκτείνεται η μέση διάρκεια αποπληρωμής του χρέους (από 7,5 χρόνια κατά μέσο όρο σε 15-30 χρόνια κατά μέσο όρο), και παρέχεται 10ετής περίοδος χάριτος για την αποπληρωμή των παλαιών και νέων δανείων προς την Ελλάδα από το μηχανισμό στήριξης, συμβάλλοντας έτσι στην ευρύτερη αναδιάρθρωση και ανακατανομή της ωρίμανσης (reprofiling) του δημόσιου χρέους. Οι αποφάσεις αυτές που ελήφθησαν στις πρόσφατες Συνόδους Κορυφής της ΕΕ (Φεβρουάριος 2012, Δεκέμβριος 2011, Οκτώβριος 2011) θεωρούνται καθοριστικής σημασίας παράμετροι για τη βιωσιμότητα του Ελληνικού δημόσιου χρέους, καθώς εκτιμάται ότι θα μειώσουν τις συνολικές δημόσιες δαπάνες για τόκους κατά €71,4δισ. την περίοδο 2012-2020 (ή περίπου 3,8% του ΑΕΠ κατά μέσο όρο ετησίως) και άρα θα συμβάλλουν σημαντικά στη δημοσιονομική προσαρμογή και στην επίτευξη των στόχων του προγράμματος (δηλ. στη μείωση του ελλείμματος της γενικής κυβέρνησης κάτω από το 1% του ΑΕΠ μέχρι το 2015 και τη δημιουργία πρωτογενών πλεονασμάτων από το 2013 και μετά).» Στο παρακάτω διάγραμμα παρουσιάζονται οι εκτιμώμενες μειώσεις στις συνολικές δημόσιες δαπάνες για τόκους (Διάγραμμα 17):

Διάγραμμα 17: Εκτιμήσεις για συνολικές δημόσιες δαπάνες για τόκους κατά τα έτη 2006 έως 2020.

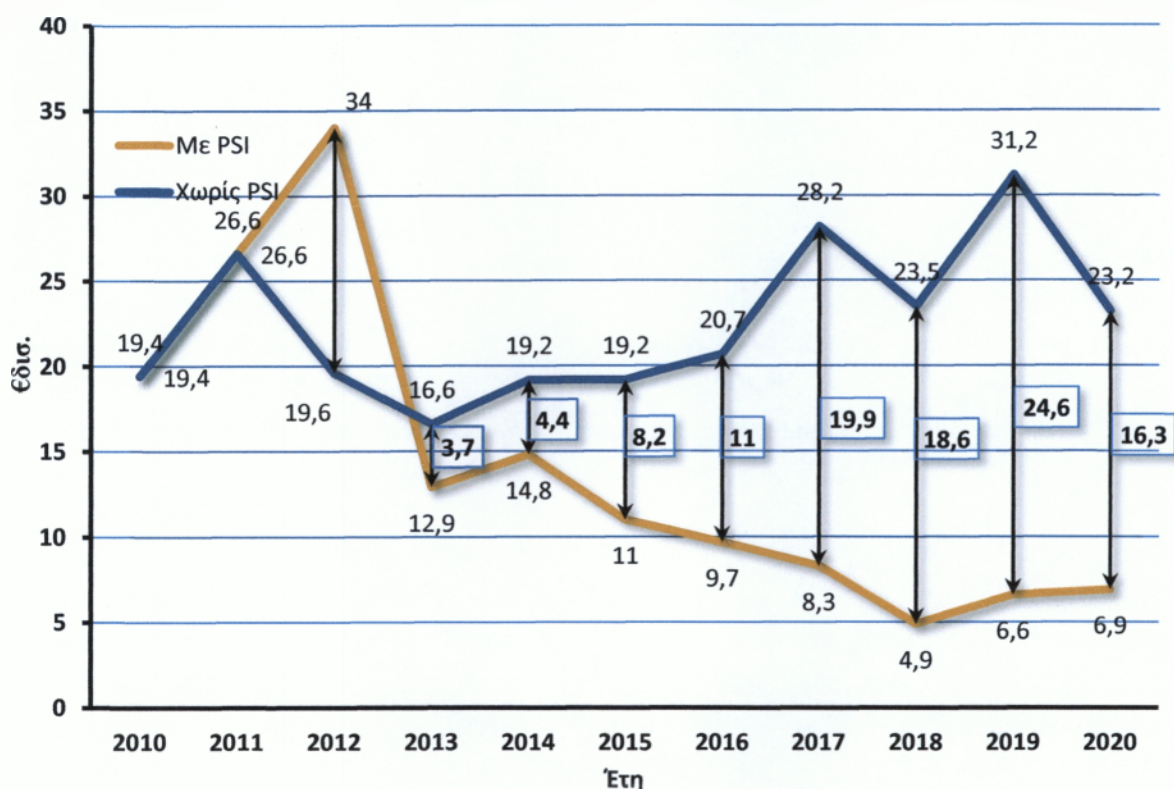


Πηγή: IOBE, Αρ, Τεύχος 67, Μάρτιος 2012.

«Μια άλλη σημαντική επίπτωση της αναδιάρθρωσης του δημοσίου χρέους είναι η μεγάλη μείωση των χρηματοδοτικών αναγκών της χώρας. Εκτιμάται ότι οι ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες⁵³ για την περίοδο 2012-2020 μειώνονται κατά €92,3δισ., με τις συνολικές ανάγκες αναχρηματοδότησης του χρέους να κυμαίνονται πλέον στα €109δισ. μέχρι το 2020. Με τη δραστική αυτή μείωση των αναγκών χρηματοδότησης του δημοσίου χρέους, δίνονται πλέον στις ελληνικές αρχές περισσότεροι βαθμοί ελευθερίας, ώστε να σχεδιάσουν μια συγκεκριμένη στρατηγική για σταδιακή επάνοδο στις χρηματοπιστωτικές αγορές μετά το 2014 προκειμένου να προβούν σε μακροχρόνιο δανεισμό – ανάλογα και με τις συνθήκες του διεθνούς περιβάλλοντος που θα επικρατούν τότε – ώστε να αρχίσει η αποκατάσταση της εμπιστοσύνης και της αξιοπιστίας απέναντι στην επενδυτική κοινότητα.» Στο παρακάτω διάγραμμα παρουσιάζονται οι εκτιμώμενες μειώσεις στις χρηματοδοτικές ανάγκες της χώρας (Διάγραμμα 18):

⁵³ Ως ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες ορίζεται το άθροισμα του ελλείμματος του δημόσιου τομέα συν τα χρεολύσια του μέσο-μακροπρόθεσμου χρέους του δημόσιου τομέα συν το βραχυπρόθεσμο χρέος στο τέλος της προηγούμενης περιόδου.

Διάγραμμα 18: Εκτιμήσεις για Ακαθάριστες Χρηματοδοτικές Ανάγκες κατά τα έτη 2010 έως 2020 (δισ. Ευρώ).



Πηγή: IOBE, Αρ. Τεύχους 67, Μάρτιος 2012.

«Πέρα όμως από τη συμμετοχή του Ιδιωτικού Τομέα, ο επίσημος τομέας (Official Sector Involvement, OSI) επίσης συμμετέχει στην αναδιάρθρωση του ελληνικού δημόσιου χρέους, με την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) και τις εθνικές Κεντρικές Τράπεζες να παραιτούνται από τα κέρδη τους που συνεπάγονταν η κατοχή ελληνικών ομολόγων. Η κίνηση αυτή έχει ως αποτέλεσμα τη μείωση των χρηματοδοτικών αναγκών της χώρας κατά €1,8δισ. έως το 2020 και συμβάλλει στη μείωση του χρέους κατά €4δισ. (ή 1,8% του ΑΕΠ). Επιπλέον, οι χώρες-μέλη της Ευρωζώνης προέβησαν σε πρόσθετη (την τρίτη κατά σειρά) αναδρομική μείωση των επιτοκίων στα δάνεια του πρώτου πακέτου στήριξης προς την Ελλάδα κατά 100 μονάδες βάσης. Ως εκ τούτου, το επιτόκιο στα δάνεια του πρώτου χρηματοδοτικού πακέτου προς την Ελλάδα διαμορφώνεται γύρω στο 3,5% (Euribor + 150μ.β) (έναντι 5,5% που προβλέπονταν στην αρχική συμφωνία). Η περαιτέρω μείωση του επιτοκίου στα πρώτα δάνεια προς την Ελλάδα έχει ως συνέπεια τη μείωση των χρηματοδοτικών αναγκών κατά €1,4δισ. μέχρι το 2020 και τη μείωση του χρέους κατά €6δισ. (ή 2,8% του ΑΕΠ). Επιπλέον παρέχεται στην Ελλάδα διευκόλυνση αποπληρωμής δεδουλευμένων τόκων ύψους €5,7δισ. από το

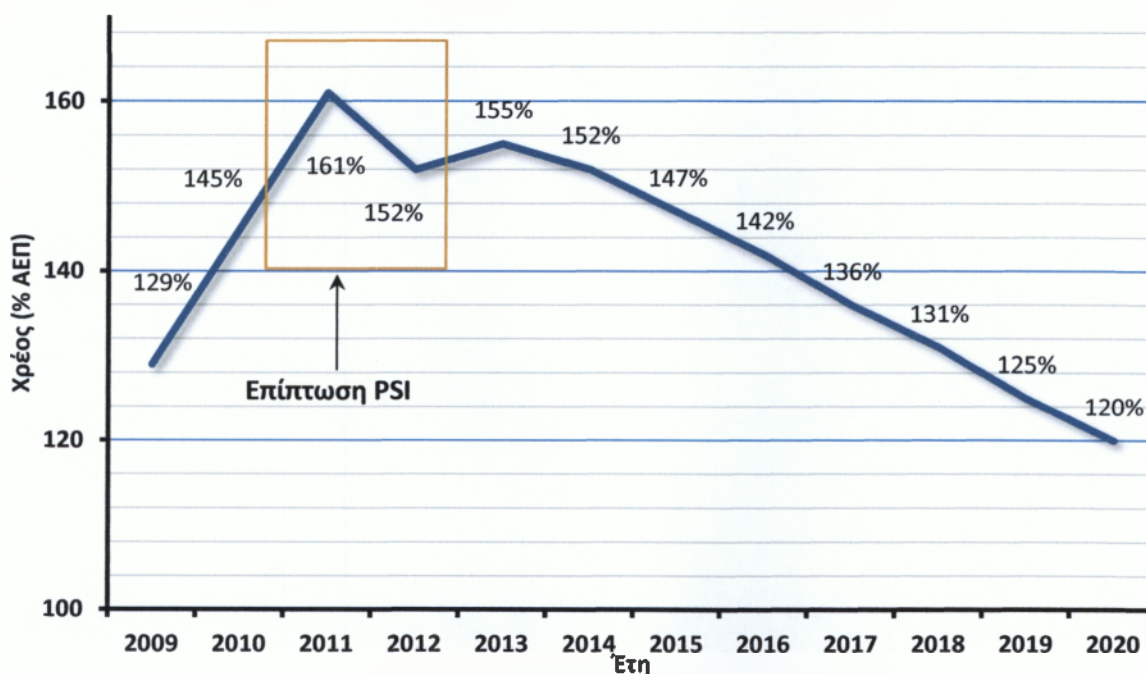
EFSF, γεγονός που μειώνει τις χρηματοδοτικές ανάγκες κατά €5δισ. μέχρι το 2020 και οδηγεί στη μείωση του χρέους κατά €3,3δισ. (ή 1,5% του ΑΕΠ).»

«Η απόδοση των νέων ομολόγων της Ελληνικής Δημοκρατίας θα συνδέεται με τον ονομαστικό ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ (GDP linked securities), παρέχοντας επιπλέον απόδοση 1% ετησίως (από το 2015) στην περίπτωση που ο ονομαστικός ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ υπερβαίνει ένα προκαθορισμένο όριο και η οικονομία καταγράφει θετικούς πραγματικούς ρυθμούς ανάπτυξης που υπερβαίνουν τους αρχικούς στόχους. Το στοιχείο αυτό προσδίδει ένα επιπλέον κίνητρο στους κατέχοντες νέα ελληνικά ομόλογα και στους επενδυτές να επιθυμούν και, υπό μια έννοια, να επιδιώξουν με όποιους μηχανισμούς και μέσα διαθέτουν, ταχύτερη ανάπτυξη για την ελληνική οικονομία.

Μαζί με το πρόσθετο πακέτο χρηματοδότησης ύψους €130δισ. από την ΕΕ και το ΔΝΤ, το συνολικό ύψος των δανείων που θα δοθούν στην Ελλάδα την περίοδο 2010-2014 ανέρχεται στα €240δισ. (ή 70% του δημοσίου χρέους).»

Στη συνέχεια παραθέτουμε το Διάγραμμα 19. οπού εμφανίζει το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ σύμφωνα με την έκθεση βιωσιμότητας του ΔΝΤ:

Διάγραμμα 18: Δημόσιο χρέος ως ποσοστό (%) του ΑΕΠ από τα έτη 2009 έως 2020 (προβλέψεις ΔΝΤ).



Πηγή: www.iobe.gr, 22 Φεβρουαρίου 2012.

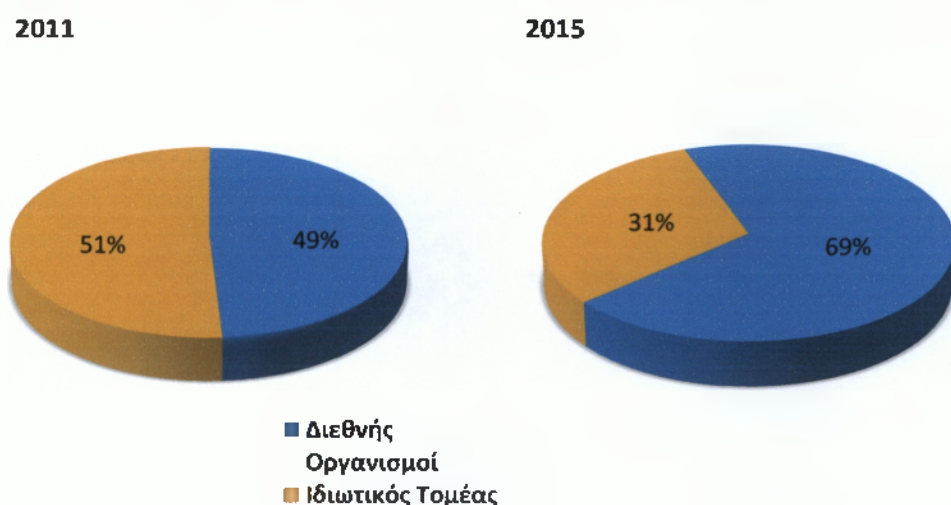
Σημείωση: επισημαίνεται μια διαφορά στην τιμή του έτους 2011 μεταξύ του ανωτέρω διαγράμματος και του διαγράμματος 13. (165%) για την οποία δεν έχει γίνει περεταίρω διερεύνηση.

Από τη μελέτη του Διαγράμματος 18., σύμφωνα με τα όσα γνωρίζουμε και σύμφωνα με όσα έχουν αναφερθεί στο Κεφάλαιο 2, γίνεται αντιληπτό ότι με το εν λόγω σενάριο:

- 1) Ο στόχος για το δημόσιο χρέος είναι να μειωθεί στο επίπεδο του 120% του ΑΕΠ μέχρι το έτος 2020.
- 2) Η ελληνική οικονομία θα έχει από το 2013 θετικούς ρυθμούς μεγέθυνσης.

Σαν επίπτωση από το PSI μπορούμε να θεωρήσουμε την αλλαγή στη διάρθρωση του δημόσιου χρέους. Σύμφωνα με στοιχεία του Οργανισμού Διαχείρισης Δημόσιου Χρέους (ΟΔΔΗΧ) και επεξεργασμένων από τον IOBE, όπως φαίνεται και στο Διάγραμμα 19, αναμένεται να αλλάξει μέχρι το 2015 με το 69% να ανήκει πλέον σε διεθνείς οργανισμούς⁵⁴ (έναντι 49% τον Φεβρουάριο του 2012) και το 31% να διακρατείται από ιδιώτες επενδυτές (έναντι 51% τον Φεβρουάριο του 2012).

Διάγραμμα 19: Διάρθρωση Δημόσιου Χρέους στα έτη 2011 και 2015.



Πηγή: IOBE, *Αρ. Τεύχος 67, Μάρτιος 2012.*

3.2.β. Επιπτώσεις στη βιωσιμότητα σύμφωνα με εκτιμήσεις άλλων φορέων.

Στην υποενότητα που ακολουθεί χρησιμοποιούμε αρχικά σαν βάση την ανάλυση βιωσιμότητας που βρίσκεται στην τριμηνιαία έκθεση του IOBE για την ελληνική οικονομία (*Αρ. Τεύχος 67, Μάρτιος 2012*), την οποία παραθέτουμε στη συνέχεια και χρησιμοποιεί τρία σενάρια:

⁵⁴ Αναφερόμαστε στον Επίσημο Τομέα (Official Sector) και συγκεκριμένα: το ΔΝΤ, τις διακρατικές συμβάσεις, την ΕΚΤ, τα Έντοκα Γραμμάτια και τα δάνεια του ΟΣΕ.

Το βασικό σενάριο

Βασίζεται στην επιτυχή ολοκλήρωση του PSI+ (95% συμμετοχή) όπως επετεύχθη και αναλύθηκε στο Κεφάλαιο 2 της παρούσας εργασίας. Επιπλέον υποθέτει ότι η ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών θα ανέλθει στα €45δισ. τα οποία δεν θα επανακτηθούν αργότερα ως έσοδα αποκρατικοποιήσεων εντός της περιόδου που αναλύεται. Τα έσοδα από τις αποκρατικοποιήσεις ανέρχονται στα €50δισ. μέχρι το 2020, ενώ το μεσοσταθμικό επιτόκιο εξυπηρέτησης του δημόσιου χρέους κυμαίνεται στο 3,7% κατά μέσο όρο για την περίοδο 2012-2020. Υποθέτοντας επίσης τη δημιουργία πρωτογενών πλεονασμάτων 4,5% του ΑΕΠ και ονομαστικό ρυθμό αύξησης το ΑΕΠ 3,5% κατά μέσο όρο για την περίοδο 2014-2020 τότε το δημόσιο χρέος μπορεί να προσεγγίσει το 122,3% του ΑΕΠ το 2020.

Το σενάριο Α

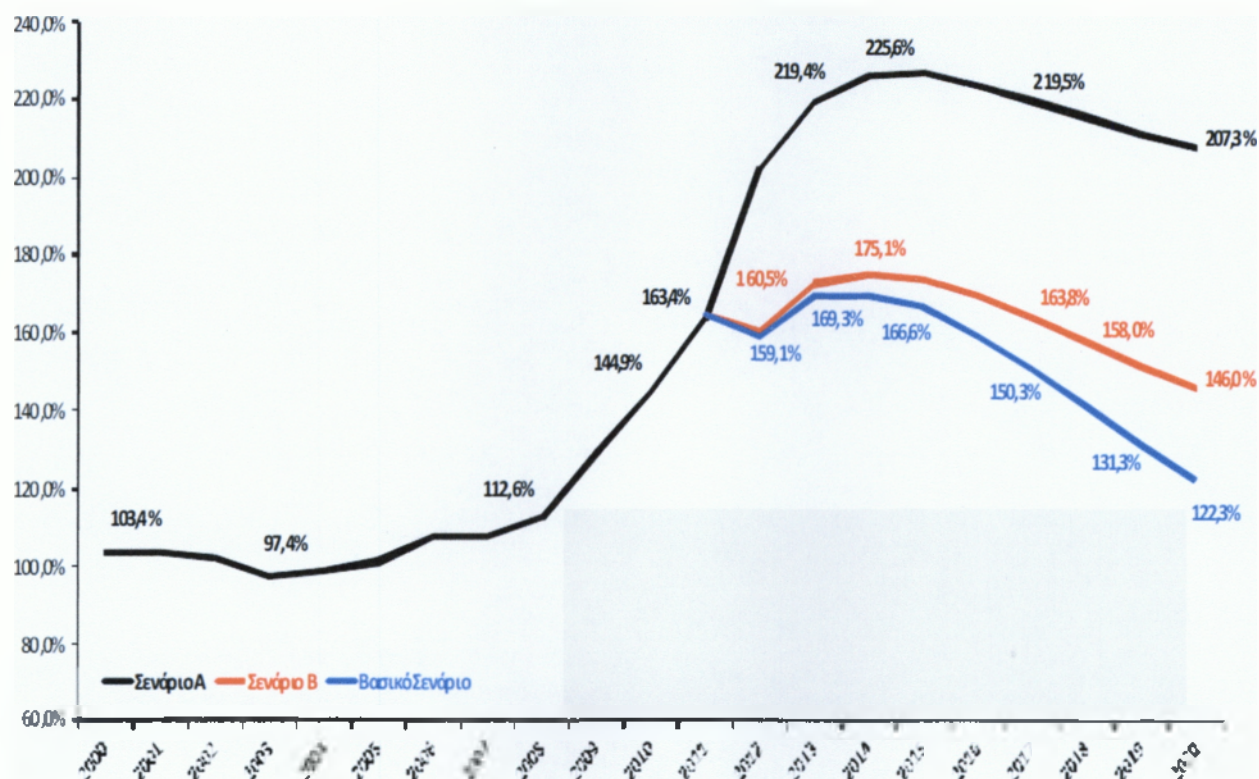
Είναι υποθετικό και δεν λαμβάνει υπόψη την υλοποίηση του PSI και την προώθηση του προγράμματος αποκρατικοποιήσεων, ενώ το μεσοσταθμικό επιτόκιο διαμορφώνεται στο 4,4% κατά μέσο όρο την περίοδο 2012-2020. Ακόμα και με τη δημιουργία μεγάλων πρωτογενών πλεονασμάτων, 4,5% του ΑΕΠ ετησίως από το 2016 και μετά και τη επίτευξη ονομαστικών ρυθμών αύξησης του ΑΕΠ 3,5% κατά μέσο όρο την περίοδο 2014-2020, το χρέος θα ανερχόταν στο 207,3% του ΑΕΠ το 2020 (85 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ υψηλότερο έναντι του Βασικού Σεναρίου, ακολουθώντας σαφώς μια μη βιώσιμη πορεία).

Το σενάριο Β

Στηρίζεται στις ίδιες υποθέσεις του Βασικού Σεναρίου, χωρίς όμως την υλοποίηση του προγράμματος ιδιωτικοποιήσεων και αξιοποίησης της δημόσιας περιουσίας. Υπό αυτές τις συνθήκες, το χρέος αναμένεται να διαμορφωθεί στο 146% του ΑΕΠ το 2020 (23,7 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ υψηλότερα έναντι του Βασικού Σεναρίου).

Τα αποτελέσματα των σεναρίων που προαναφέρθηκαν εμφανίζονται στο Διάγραμμα 20:

Διάγραμμα 20: Δημόσιο Χρέος προς ΑΕΠ (εκτιμήσεις σεναρίων του IOBE).



Πηγή: IOBE, Αρ. Τεύχους 67, Μάρτιος 2012.

Στη συνέχεια παραθέτουμε στοιχεία από την ανάλυση βιωσιμότητας του Κέντρου Προγραμματισμού και Οικονομικών Ερευνών (ΚΕΠΕ) (*Ενημερωτικό Δελτίο*, 4 Σεπτεμβρίου 2012).

Η συγκεκριμένη μελέτη συμπεραίνει ότι χωρίς πρόσθετες στοχευμένες παρεμβάσεις, ακόμη και με την επίδραση του PSI+ το ελληνικό χρέος παραμένει μη βιώσιμο. Οι ανωτέρω παρεμβάσεις περιλαμβάνουν κάλυψη της ανακεφαλαιοποίησης των ελληνικών τραπεζών απευθείας από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Στήριξης (ESM) και μία αρκετά αυξημένη ροή εσόδων από τις αποκρατικοποιήσεις. Σύμφωνα με τη μελέτη:

Κεντρική παράμετρος στην ανάλυση βιωσιμότητας του χρέους είναι η ύφεση. Εάν το πακέτο των €11,5δισ. εφαρμοστεί στη διετία 2013 - 2014 η ύφεση θα συνεχιστεί το 2013 (2,5%) και το 2014 (1,5%) ενώ για το τέλος του 2012 το χρέος υπολογίζεται στο 166,45% του ΑΕΠ. Εάν όμως τα μέτρα επιμεριστούν στην περίοδο 2013 - 2016 η ύφεση εκτιμάται σε 1,8% το 2013 ενώ για το 2014 αναμένεται μηδενική ανάπτυξη. Και στις δύο περιπτώσεις το ΑΕΠ

επανέρχεται σε θετικό έδαφος από το 2015 (στο 2% και προσαυξάνεται κατά μισή ποσοστιαία μονάδα κάθε δύο χρόνια για να φθάσει στο 3% το 2020).

Χωρίς πρόσθετες παρεμβάσεις, το χρέος δεν υποχωρεί κάτω του 120% του ΑΕΠ το 2020.

Βασίζεται σε τρία σενάρια τα οποία μαζί με τα αποτελέσματα που προκύπτουν από αυτά είναι τα εξής:

Σενάριο 1

Τα μέτρα εφαρμόζονται στη διετία 2013 - 2014, το πραγματικό ΑΕΠ αυξάνεται κατά μέσο όρο 1,37% στο διάστημα 2013 - 2020, παράγονται σταθερά πρωτογενή πλεονάσματα και το χρέος μειώνεται στο 151,22% το 2020. Στο σενάριο αυτό εάν προστεθεί και η παραδοχή για μείωση του επιτοκίου δανεισμού από την τρόικα στο 3,5% από 4% το χρέος υποχωρεί στο 144,79%.

Σενάριο 2

Παίρνουμε παράταση και τα μέτρα εφαρμόζονται στην περίοδο 2013 - 2016, ενώ ο μέσος ρυθμός ανάπτυξης 2013 - 2020 είναι βελτιωμένος στο 1,65%. Τότε το χρέος υποχωρεί στο 147,33% το 2020. Εάν προστεθεί η μείωση των επιτοκίων (στο 3,5% από 4%) το χρέος διαμορφώνεται στο 141,05%.

Σενάριο 3

Με παράταση, βελτιωμένες εκτιμήσεις ανάπτυξης αλλά και ανάληψη του κόστους ανακεφαλαιοποίησης των ελληνικών τραπεζών από τον ESM, που θα σημάνει ελάφρυνση χρέους κατά 45 δισ. ευρώ, το χρέος υποχωρεί στα επίπεδα του 118,41% με 121,65% το 2020.

Σενάριο 4: Με μία ρεαλιστική ροή εσόδων από αποκρατικοποιήσεις, δηλαδή 15 δισ. ευρώ την περίοδο 2013 - 2015 (5 δισ. ανά έτος) το χρέος ανέρχεται στο 137,58% το 2020, χωρίς παράταση, με βελτιωμένες εκτιμήσεις ανάπτυξης και με μείωση επιτοκίων. Με την παράταση και με όλους τους άλλους παράγοντες σταθερούς το χρέος μπορεί να αποκλιμακωθεί στο 134% του ΑΕΠ.

Η μελέτη προτείνει ως συμπεράσματα και προτάσεις πολιτικής:

- Την επιμήκυνση της προσαρμογής των περικοπών των 11,5 δισ. σε τέσσερα έτη (2012-2016).
- Ένα χαμηλότερο επιτόκιο επιβάρυνσης του ανεξόφλητου χρέους.
- Την ανακεφαλαιοποίηση των ελληνικών τραπεζών να πραγματοποιείται απευθείας μέσω του μηχανισμού EFSF/ESM, αντί μέσω του ελληνικού δημόσιου χρέους.
- Τα αναγκαία υψηλά έσοδα από αποκρατικοποιήσεις.

Οι υποθέσεις των σεναρίων καθώς και τα αποτελέσματα που προκύπτουν από αυτά συνοψίζονται και στον Πίνακα 10. που ακολουθεί:

Πίνακας 10: Τα σενάρια του ΚΕΠΕ και οι εκτιμήσεις τους (Σεπτέμβριος 2012).

	Οι υποθέσεις	Το χρέος το 2020
Σενάριο 1	α. Δεν παίρνουμε παράταση β. Μέση ανάπτυξη 1,37% την περίοδο 2013-2020 γ. Μείωση επιτοκίων δανείων στο 3,5%	144,79%
Σενάριο 2	α. Με παράταση εφαρμογών των μέτρων 2013-2016 β. Με ανάπτυξη 1,65% την περίοδο 2013-2016 γ. Μείωση επιτοκίων	141,05%
Σενάριο 3	α. Με παράταση β. Ανακεφαλαιοποίηση τραπεζών μέσω ESM γ. Μείωση επιτοκίων	118,41%
Σενάριο 4	α. Με παράταση β. Έσοδα αποκρατικοποιήσεων €15δισ. 2013-2015 γ. Μείωση επιτοκίων	134%

Πηγή: www.imerisia.gr, 5/9/2012.

3.2.γ. Έσοδα από αποκρατικοποιήσεις.

Τα έσοδα από αποκρατικοποιήσεις αποτελούν σημαντικό στοιχείο μείωσης του δημόσιου χρέους σύμφωνα με το πρόγραμμα δημοσιονομικής προσαρμογής. Στη Σύνοδο Κορυφής του Οκτωβρίου 2011, συμφωνήθηκε η κυβέρνηση να υλοποιήσει ένα πρόγραμμα αποκρατικοποιήσεων ύψους €50δισ. με χρονικό ορίζοντα μέχρι το έτος 2020. Το κείμενο της Ευρωπαϊκής Επιτροπής ανέφερε ότι θα πρέπει να εκποιηθεί κινητή και ακίνητη περιουσία του δημοσίου ύψους €35δισ. έως και το τέλος του έτους 2014.⁵⁵

Στο επόμενο χρονικό διάστημα οι στόχοι αναθεωρήθηκαν και περιλάμβαναν τα εξής:

- ο την άντληση τουλάχιστον €19δισ. έως το έτος 2015, ενώ παραμένει ο συνολικός στόχος των €50δισ., ο οποίος μετατοπίζεται χρονικά για όσο χρειαστεί
- ο έως το τέλος Ιουνίου 2012 θα έπρεπε να έχουν πωληθεί οι δημόσιοι φορείς: ΔΕΠΑ, ΔΕΣΦΑ, ΕΛΠΕ, ΟΠΑΠ, ΕΥΔΑΠ, ΕΥΑΘ και Διεθνές Κέντρο Τύπου

⁵⁵ «ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ», Δευτέρα, 31 Οκτωβρίου 2011.

- ο στο δεύτερο εξάμηνο του έτους 2012 προβλεπόταν ότι θα βγουν οι προκηρύξεις για την αξιοποίηση κρατικών λιμανιών, αεροδρομίων και της Εγνατίας Οδού
- ο έως το τέλος Ιουνίου 2012 θα έπρεπε να έχουν πωληθεί οι δημόσιοι φορείς: ΔΕΠΑ, ΔΡΣΦΑ, ΕΛΠΕ, ΟΠΑΠ, ΕΥΔΑΠ, ΕΥΑΘ και Διεθνές Κέντρο Τύπου
- ο στο δεύτερο εξάμηνο του έτους 2012 προβλεπόταν ότι θα βγουν οι προκηρύξεις για την αξιοποίηση κρατικών λιμανιών, αεροδρομίων και της Εγνατίας Οδού
- ο ορίστηκε ότι ως το τέλος Μαρτίου του 2012, όλα τα προς αξιοποίηση περιουσιακά στοιχεία του Δημοσίου θα μεταβιβαστούν στο Ταμείο Αξιοποίησης της Ιδιωτικής Περιουσίας του Δημοσίου (ΤΑΙΠΕΔ), πλην των ζημιωγόνων εταιρειών. Επίσης, ορίστηκε πως ότι περνάει στο Ταμείο δεν μπορεί να επιστραφεί στο Δημόσιο. Αν δεν πουληθεί, όπως σχεδιάζεται, είτε θα «σπάει σε τμήματα» με στόχο την πώληση είτε θα μπει σε διαδικασία εκκαθάρισης.

Άξιο αναφοράς είναι το γεγονός ότι σύμφωνα με εκτίμηση του πρόεδρου του Ταμείου Αξιοποίησης Ιδιωτικής Περιουσίας του Δημοσίου (ΤΑΙΠΕΔ), την 30 Ιανουαρίου του 2012, τα έσοδα από αποκρατικοποιήσεις θα ανέλθουν το πολύ στο ύψος των €4,7δισ. μέχρι το τέλος του έτους 2012, γεγονός που συνεπάγεται την αναγκαστική αναθεώρηση των στόχων που προαναφέραμε.

Σύμφωνα με το προσχέδιο του δευτέρου Μνημονίου, ο στόχος των εσόδων ολισθαίνει προς τα κάτω, καθώς προβλέπεται τα (σωρευτικά) έσοδα να ανέλθουν στο ύψος των €10δισ. μέχρι το έτος 2016 και €25δισ. μέχρι το 2020. «Αναμένουμε ότι θα χρειαστεί περισσότερος χρόνος (πέρα από το 2020) για να επιτευχθεί ο στόχος των €50δισ., αλλά θα προχωρήσουμε όσο το δυνατόν συντομότερα», αναφέρεται στο προσχέδιο. Με το δεύτερο Μνημόνιο η κυβέρνηση προβλέπει έσοδα περί τα €26δισ. από τις πωλήσεις δημοσίων επιχειρήσεων και την εκχώρηση συμβάσεων παραχώρησης (εκμετάλλευσης υποδομών, αδειών κ.λπ.). Στο προαναφερόμενο ποσό περιλαμβάνονται και τα έσοδα από τις πωλήσεις τραπεζικών περιουσιακών στοιχείων, που βρίσκονται ή θα περιέλθουν στα χέρια του ελληνικού Δημοσίου μετά την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών.

- ο Το δεύτερο ενδιαφέρον σημείο του προσχεδίου του Μνημονίου είναι ότι το ελληνικό κράτος δεσμεύεται για την πολιτική ανεξαρτησία του Ταμείου Αξιοποίησης της Ιδιωτικής Περιουσίας του Δημοσίου (ΤΑΙΠΕΔ). Προς την κατεύθυνση αυτή και προκειμένου να σταματήσουν να υπάρχουν πολιτικές τριβές για το έργο του Ταμείου, το τελευταίο θα υποχρεωθεί να συντάσσει και να δημοσιοποιεί κάθε εξάμηνο έναν επικαιροποιημένο κατάλογο, ο οποίος θα περιλαμβάνει τις προγραμματιζόμενες αποκρατικοποιήσεις του διανυόμενου έτους και του επόμενου. Στον ίδιο κατάλογο θα

αναφέρονται και τα η υλοποίηση του ρυθμιστικού πλαισίου για τα αεροδρόμια, τα λιμάνια, τα λαχεία και την ύδρευση μέχρι το τέλος του 2012.

- ο η έναρξη της διαδικασίας παραχώρησης της Εγνατίας Οδού τον Δεκέμβριο του 2012.
- ο τη μεταβίβαση της ΤΡΑΙΝΟΣΕ στο ΤΑΙΠΕΔ μέχρι τον Μάρτιο του έτους 2013.
- ο τη μεταβίβαση 40 επιπλέον ακινήτων στο ΤΑΙΠΕΔ μέχρι τον Μάρτιο του έτους 2013.
- ο Τη μεταβίβαση μέχρι το τέλος του έτους 2012 1000 ακινήτων μέσα από το σύνολο 3100 ακινήτων τα οποία έχουν εξεταστεί από το ΤΑΙΠΕΔ και τα οποία παρουσιάζουν το μεγαλύτερο εμπορικό ενδιαφέρον.

Σύμφωνα με την τρόικα, τα έσοδα από τις αποκρατικοποιήσεις θα πρέπει να ανέλθουν (σφραγιστικά) σε τουλάχιστον €5δισ. μέχρι το τέλος του έτους 2013, €7,3δισ. μέχρι το τέλος του 2014 και €8,8δισ. έως το τέλος του 2015.⁵⁶

3.2.δ. Κοινές παραδοχές και εκτιμήσεις.

Από τις ανωτέρω αναλύσεις γίνεται σαφές ότι σε θεωρητικό επίπεδο υπάρχουν οφέλη που απορρέουν από το πρόγραμμα ανταλλαγής των ελληνικών ομολόγων, το οποίο σε συνδυασμό με το νέο πακέτο χρηματοδότησης από τους εταίρους δημιουργούν προϋποθέσεις βιωσιμότητας. Ωστόσο οι κίνδυνοι που ελλοχεύουν εξακολουθούν να είναι μεγάλοι, λόγω της ευρύτερης ρευστότητας που επικρατεί στο οικονομικό περιβάλλον τόσο στην Ελλάδα όσο και στο εξωτερικό. Η ερμηνεία των διαφόρων αναλύσεων για το δημόσιο χρέος εστιάζεται και συμπίπτει σε συγκεκριμένες παραμέτρους οι οποίες είναι καθοριστικές ώστε να επιτευχθεί η βιωσιμότητά του σύμφωνα με το Επικαιροποιημένο Μεσοπρόθεσμο Πρόγραμμα Δημοσιονομικής Στρατηγικής (ΜΠΔΣ 2012-2014)⁵⁷ που βρίσκεται σε ισχύ (και όχι απαραίτητα στο εάν θα πετύχει το πρόγραμμα ή εάν συμπίπτει με τις απόψεις των αναλυτών). Αυτές συνοψίζονται στα εξής:

Η απαίτηση υψηλών πρωτογενών πλεονασμάτων

Η δημιουργία πρωτογενών πλεονασμάτων αποτελεί καθοριστικό παράγοντα για την ικανότητα της χώρας να αποπληρώσει το δημόσιο χρέος και να αποκαταστήσει την

⁵⁶ «Καθημερινή», 23 Οκτωβρίου 2012.

⁵⁷ Η επικαιροποίηση του ΜΠΔΣ κρίθηκε απαραίτητη, όχι μόνο λόγω της σημαντικής μεταβολής των μακροοικονομικών μεταβλητών της ελληνικής οικονομίας σε σχέση με αυτές που ίσχυαν κατά το χρόνο της αρχικής του κατάρτισης, αλλά και λόγω των σημαντικών εξελίξεων που δρομολογήθηκαν με την 5η αναθεώρηση του μνημονίου καθώς και τις αποφάσεις της Συνόδου Κορυφής της 26ης Οκτωβρίου 2011. Η επικαιροποίηση του ΜΠΔΣ αφορά τον επαναπροσδιορισμό της δημοσιονομικής προσαρμογής που απαιτείται για την επίτευξη των στόχων μείωσης των ελλειμμάτων γενικής κυβέρνησης και χρέους του αρχικού ΜΠΔΣ, οι οποίοι εξακολουθούν να παραμένουν οι ίδιοι.

αξιοπιστία της στις διεθνείς αγορές. Επιπλέον, καθοριστικός παράγων είναι η διαφορά του επιτοκίου από το ρυθμό μεγέθυνσης του ΑΕΠ και συγκεκριμένα, η επίτευξη ονομαστικών ρυθμών μεγέθυνσης υψηλότερων από το επιτόκιο εξυπηρέτησης του χρέους. Τα πρωτογενή πλεονάσματα γενικής κυβέρνησης σύμφωνα με το βασικό σενάριο που αναλύθηκε σε προηγούμενη ενότητα προβλέπεται από το 2013 και μετά να ανέρχονται κατά μέσο όρο στο 4,5% του ΑΕΠ μέχρι το έτος 2020. Προκειμένου να επιτευχθεί το συγκεκριμένο ποσοστό θεωρείται αναγκαία η λήψη μέτρων περικοπής δαπανών ύψους €11,5δισ. σύμφωνα με το Επικαιροποιημένο Μεσοπρόθεσμο Πρόγραμμα Δημοσιονομικής Στρατηγικής (ΜΠΔΣ 2012-2014). Τα προαναφερθέντα μέτρα θα συμπεριληφθούν στους προϋπολογισμούς του 2013 και 2014.

Το ύψος των εσόδων από αποκρατικοποιήσεις

Σύμφωνα με τα δεδομένα που αναφέρθηκαν στην προηγούμενη παράγραφο, έχει καταστεί σαφές ότι υπάρχει απόκλιση μεταξύ του αρχικού στόχου των εσόδων, βάση του οποίου είχαν συνυπολογιστεί τα έσοδα για την έκβαση της βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους, την επίτευξη του λόγου χρέος/ ΑΕΠ στο 120% το έτος 2020. Η αύξηση των εσόδων από αποκρατικοποιήσεις, πέραν του χρονοδιαγράμματος, εξαρτάται από τη βελτίωση του οικονομικού περιβάλλοντος, τη σταδιακή άρση της αβεβαιότητας, τη βελτίωση του κλίματος στις αγορές και την άνοδος του χρηματιστηρίου. Τα ανωτέρω είναι παράγοντες που μπορούν να αποτελέσουν τους καταλύτες για μεγαλύτερες αποδόσεις και υψηλότερες τιμές πώλησης.

Σημείωση

Κατά την εκτίμηση ενός αριθμού αναλυτών, σχετικά με τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους, καθοριστικός παράγοντας θεωρείται το κόστος του PSI+ σε συνδυασμό με τη χρηματοδοτική ενίσχυση των €130δισ. (της οποίας η διάρθρωση αναλύεται στον Πίνακα 7. του Κεφαλαίου 2.). Περιγραφικά μπορούμε να αναφέρουμε ότι στο συνολικό δημόσιο χρέος αφαιρούν σύνολο της ονομαστικής αξίας του PSI+ και προσθέτουν τα ποσά που αφορούν την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών, την ονομαστική αξία των νέων ομολόγων, τους δεδουλευμένους τόκους, τη συνεισφορά για την πραγματοποίηση του προγράμματος, πιθανές ζημιές στα ασφαλιστικά ταμεία και το έλλειμμα του 2011. Σχετικά με αυτό, τα στοιχεία ποικίλουν και καθώς δεν υπήρξε πρόσβαση σε τέτοιο υπολογισμό από επίσημη πηγή, θεωρούμε ότι το κόστος του PSI+ έχει ληφθεί υπόψη και συμπεριληφθεί στις ανωτέρω αναλύσεις που παραθέτουμε.

3.3. ΑΝΤΙΚΤΥΠΟΣ ΣΕ ΘΕΣΜΙΚΟΥΣ ΦΟΡΕΙΣ.

3.3.α. Επιπτώσεις στις ελληνικές τράπεζες.

Όπως αναλύθηκε και στο Κεφάλαιο 1 λόγω του κύριου ρόλου που κατέχει το χρηματοπιστωτικό σύστημα, δηλαδή του διαμεσολαβητή, μέσω της απομόχλευσης που ακολούθησε τη χρηματοπιστωτική κρίση, είναι και υπεύθυνο για την πορεία της πραγματικής οικονομίας. Στην Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος για το έτος 2011(Απρίλιος 2012) αναφέρεται ότι η ανασυγκρότηση του τραπεζικού συστήματος θα συμβάλει στην αποκατάσταση ομαλών συνθηκών χρηματοδότησης της οικονομίας.

Μετά την εκτίμηση των κεφαλαιακών αναγκών και την αξιολόγηση των σχεδίων ανακεφαλαιοποίησης που υπέβαλαν οι τράπεζες η διαδικασία αύξησης κεφαλαίων έχει ήδη ξεκινήσει όπως αναλύθηκε και στο Κεφάλαιο 2. Η διαδικασία αυτή λαμβάνει χώρα υπό συγκεκριμένους όρους και προϋποθέσεις, ώστε οι τράπεζες να εξακολουθούν να λειτουργούν με ιδιωτικοοικονομικά κριτήρια. Όπως έχει εκτιμήσει η Τράπεζα της Ελλάδος, τα €50δισ. συνολικά που σύμφωνα με τη δανειακή σύμβαση είναι διαθέσιμα για την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών είναι απολύτως επαρκή για να καλυφθούν οι κεφαλαιακές ανάγκες.

Η ανακεφαλαιοποίηση μπορεί να βελτιώσει το χρηματοπιστωτικό περιβάλλον μα του ακόλουθους τρόπους:⁵⁸

- 1) Με την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης, η οποία σε πρώτη φάση θα μπορούσε να επαναφέρει στις τραπεζικές καταθέσεις αποθησαυρισμένα τραπεζογραμμάτια ύψους €10-15δισ. και ακολούθως να ενθαρρύνει τον επαναπατρισμό κεφαλαίων που έχουν διοχετευθεί στο εξωτερικό. Αυτό θα βελτίωνε σημαντικά τη ρευστότητα.
- 2) Με την προσέλκυση χρηματοδοτικών πόρων από πηγές πέραν του ελληνικού τραπεζικού συστήματος.

Συνεπώς θα μπορούσαμε να πούμε ότι η ανακεφαλαιοποίηση του τραπεζικού συστήματος είναι εξέλιξη που θα ενδυναμώσει το ρόλο των τραπεζών ως χρηματοδότη της οικονομίας και θα ενισχύσει την εμπιστοσύνη των καταθετών στο τραπεζικό σύστημα. Επίσης, με την αποσαφήνιση των κεφαλαιακών αναγκών θα επιτευχθεί σημαντική αύξηση της διαφάνειας, η οποία εκτιμάται ότι θα συμβάλει στη σταδιακή αποκατάσταση της εμπιστοσύνης των αγορών.

⁵⁸ Τράπεζα της Ελλάδος, «Έκθεση Διοικητή για το έτος 2011», (Απρίλιος 2012).

3.3.β. Επιπτώσεις στα ασφαλιστικά ταμεία.

Για τη σαφέστερη κατανόηση της επίπτωσης του PSI+ στα ασφαλιστικά ταμεία αναφέρουμε τα στοιχεία της Ετήσιας Έκθεσης για το 2012 του ΙΝΕ/ΓΣΕΕ-ΑΔΕΔΥ στην οποία επισημαίνονται απώλειες που σε συνδυασμό με τις προϋπάρχουσες επιπτώσεις από την ύφεση στις ροές των εσόδων τους,⁵⁹ επιδεινώνει την δυσχερή κεφαλαιακή τους θέση. Στην έκθεση αναφέρονται τα εξής:

«Πιο αναλυτικά, από τα στοιχεία (Πίνακας 11), προκύπτει ότι τα ασφαλιστικά ταμεία είχαν τοποθετήσει με αποφάσεις των Διοικήσεων τους €7,4δισ. σε ομόλογα και €15δισ. στο Κοινό Κεφάλαιο της Τράπεζας της Ελλάδος. Συνολικά περίπου €21δισ. ήταν πριν από το PSI τοποθετημένα σε ομόλογα. Οι απώλειες των αποθεματικών σε ονομαστικές αξίες λόγω του PSI+ είναι της τάξης του 53% και σε πραγματικές αξίες άνω του 70%, αν ληφθούν υπόψη οι τιμές διαπραγμάτευσης των νέων ομολόγων (λήξεως 2023-2042) στη δευτερογενή αγορά.

Η καταγραφή της κατάστασης από την ΠΟΠΟΚΠ για τα τρία μεγαλύτερα ασφαλιστικά Ταμεία από τα οποία εξαρτώνται οι συντάξεις περίπου του 80% των συνταξιούχων προκαλεί σοβαρή ανησυχία. Σύμφωνα με τα στοιχεία για τα 11 συνολικά ασφαλιστικά ταμεία, το αρχικό ποσό ονομαστικής αξίας περίπου €15δισ., που ήταν τοποθετημένο στο Κοινό Κεφάλαιο της Τράπεζας της Ελλάδος στις αρχές του Ιουλίου 2012 δεν υπερβαίνει σε τρέχουσα αξία τα €8,1δισ. Τονίζεται επίσης ότι τα ασφαλιστικά ταμεία απώλεσαν και ένα μεγάλο ποσό από τόκους και προσόδους έναντι των αρχικών τίτλων που είχαν. Η ομοσπονδία υπολογίζει ότι από το προβλεπόμενο ποσό των €700 έως €800εκατ. που επρόκειτο να αποκομίσουν οι ασφαλιστικοί φορείς σε ετήσιες αποδόσεις, θα λάβουν πλέον περίπου €120 έως €160εκατ.»

⁵⁹ «Με βάση τα στοιχεία του ΙΚΑ, η εισφοροδιαφυγή υπερβαίνει τα €6δισ. ενώ οι υποχρεώσεις του προς τρίτους υπολογίζονται περί τα €7,5δισ. Ειδικότερα, από το ποσό των €4,1δισ. της κρατικής επιχορήγησης για το 2012 το ίδρυμα έχει λάβει στο πρώτο πεντάμηνο του 2012 το 66% (2,7 δισ.) και για να ανταποκριθεί πλήρως στις υποχρεώσεις του πρέπει να εξασφαλίσει επιπλέον πόρους €11,4δισ. ή €3350εκατ. μηνιαίως. Στον ΟΑΕΕ το έλλειμμα αναμένεται να ανέλθει στα 830 εκατ. ευρώ, η μείωση των εσόδων από εισφορές αγγίζει το 3 3 5% και μόλις το 55% των ασφαλισμένων ανταποκρίνεται στις υποχρεώσεις του. Ήδη από το πρώτο πεντάμηνο του 2012 ο ΟΑΕΕ απορρόφησε το 71% της επιχορήγησης του. Στην περίπτωση του ΟΓΑ, στο σύνολο των 664.376 ασφαλισμένων του, οι 241.814 (36%) δεν καταβάλλουν εισφορές, το 58% δεν τις πληρώνει κανονικά και μόλις το 6% έχει ενταχθεί σε ρύθμιση (στοιχεία από την εισήγηση του προέδρου της ΠΟΠΟΚΠ).»

Πίνακας 11: Αξίες τίτλων του ελληνικού δημοσίου που κατέχουν τα ασφαλιστικά ταμεία πριν και μετά το PSI (σε χιλιάδες €).

Ασφαλιστικά ταμεία	Διαθέσιμα (Κοινό Κεφάλαιο στην ΤτΕ)			Ομόλογα	
	Πριν το PSI	Μετά το PSI		Ονομαστική αξία	
	Ονομαστική αξία	Ονομαστική αξία	Τρέχουσα αξία	Πριν το PSI	Μετά το PSI
ΟΓΑ	164.828	94.256	50.405	1.066.648	863.859
ΕΤΑΑ	5.558.580	3.180.146	1.702.268	823.710	622.010
ΕΤΑΠ-ΜΜΕ	1.665.556	533.063		382.810	178.006
ΕΤΕΑΜ	79	40		18.414	15.257
ΤΕΑΔΥ	1.798.902	1.028.696	550.116	1.537.518	818.260
ΤΑΥΤΕΚΩ	1.015.788	580.875	310.634	216.626	98.895
ΤΕΑΙΤ	2.347.249	1.203.031	671.644	709.766	351.553
ΤΕΑΠΑΣΑ	519.718	266.355	141.533	16.600	13.205
ΤΑΠΙΤ	1.210.978	692.494	370.325	12.950	6.021
ΤΠΔΥ	351.547	201.031	107.505	28.000	24.989
ΟΠΑΔ	686.303	392.460	209.876		53.666

Πηγή: ΙΝΕ/ΓΣΕΕ-ΑΔΕΔΥ, Ετήσια Έκθεση 2012.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η αναδιάρθρωση του δημόσιου χρέους μέσω ανταλλαγής ομολόγων καθώς και η ανακεφαλαιοποίηση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος που πραγματοποιήθηκε και πραγματοποιείται αντίστοιχα, αποτελούν σημείο καμπής για τη δημοσιονομική προσαρμογή της Ελλάδας. Ωστόσο περιβάλλονται από σημαντικές αβεβαιότητες οι οποίες οφείλονται κυρίως στις αμφιβολίες για τη δυνατότητα επίτευξης των στόχων που έχουν τεθεί σε συνθήκες έντονης ύφεσης. Συγκεκριμένα μπορούμε να πούμε ότι επικρατούν δύο θέσεις σε ότι αφορά τις απόψεις των αναλυτών:

- 1) Η επίσημη θέση που συμπίπτει με τη θέση της κυβέρνησης και της Τρόικας, (για παράδειγμα η μελέτη της Alpha Bank του Σεπτεμβρίου 2012), η οποία θέση επικαλείται την επιτυχία του προγράμματος και την επίτευξη των στόχων μελλοντικά.
- 2) Η θέση αυτών που επιφέρουν ενστάσεις για τα ανωτέρω, (για παράδειγμα το IOBE, το ΚΕΠΕ, ξένοι μελετητές), οι οποίοι στηρίζουν προτάσεις όπως: χαμηλότερα επιτόκια επιβάρυνσης του εναπομείναντος χρέους, επιμήκυνση ή διακοπή του προγράμματος περικοπών, η ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών να πραγματοποιείται άμεσα μέσω του EFSF/ESM.

Επιπρόσθετα με τα ανωτέρω πρέπει να αναφέρουμε ότι σύμφωνα με πρόσφατες εκτιμήσεις του ΔΝΤ (World Economic Outlook) το ποσοστό του δημόσιου χρέους αποκλίνει από τον στόχο του βασικού σεναρίου υποστηρίζει ότι «Στην Ελλάδα, η βαθύτερη της εκτιμηθείσης ύφεση και οι υστερήσεις στην εφαρμογή των δημοσιονομικών μέτρων περιπλέκουν ξανά την επίτευξη των φιλόδοξων στόχων για μείωση των ελλειμμάτων» εκτιμώντας ότι παραγωγή πρωτογενούς πλεονάσματος θα ξεκινήσει από το έτος 2017 και μετά.

Λαμβάνοντας υπόψη τις εναλλακτικές λύσεις, σε περίπτωση αποτυχίας του προγράμματος, εκτιμούμε τα δύο εξής πιθανά σενάρια:

- 1) Την μείωση της ονομαστικής αξίας του χρέους το οποίο βρίσκεται στην κατοχή του επίσημου τομέα, δηλαδή το OSI.
- 2) Την αναθεώρηση του στόχου του βασικού σεναρίου και την επιμήκυνσή του πέραν του έτους 2020.

Το πρώτο ενδεχόμενο έχει ως βάση την αλλαγή στη διάρθρωση του δημόσιου χρέους του οποίου το μεγαλύτερο ποσοστό ανήκει στους διεθνείς οργανισμούς, γεγονός το οποίο αφ ενός μειώνει μεν τον κίνδυνο έναντι των κερδοσκοπών, αφ ετέρου, οι ζημιές του ιδιωτικού τομέα κατέστησαν πολύ υψηλές καθιστώντας το ενδεχόμενο νέου «κουρέματος» απαγορευτικό. Το δεύτερο ενδεχόμενο έχει ως βάση το γεγονός ότι η συνθήκη-παραδοχή-αξίωμα ότι η επίτευξη λόγου χρέους/ΑΕΠ στο 120% έως το 2020 είναι η συνθήκη που κρίνει μονοσήμαντα τη

βιωσιμότητα του ελληνικού χρέους, αποτελεί περισσότερο μία πολιτική θέση παρά μία συνθήκη των αγορών. Η θέση αυτή καθιστά μέρος ενός συνολικού μείγματος πολιτικής, το οποίο δέχεται ήδη πιέσεις λόγω του γιγάντιου κοινωνικού και πολιτικού κόστους, στην Ελλάδα και στην ευρωζώνη σαν σύνολο.

Κλείνοντας θα αναφέρουμε ότι το ελληνικό πρόβλημα δεν είναι απλώς μία κρίση χρέους. Είναι μία διττή κρίση εμπιστοσύνης, τόσο στο εσωτερικό όσο και στο εξωτερικό την οποία έως τώρα, τόσο η Ελλάδα όσο και οι διεθνείς εταίροι της, στην ουσία, έχουν αποτύχει στο να αποκαταστήσουν. Είναι σαφές ότι δεν υφίσταται κάποια εύκολη λύση για την ελληνική οικονομία, εναπόκειται ωστόσο στους αρμόδιους φορείς να ασκήσουν υπεύθυνη δημοσιονομική διαχείριση και να ακολουθήσουν αναπτυξιακές πολιτικές τα επόμενα χρόνια, προκειμένου να βελτιώσουν τις προϋποθέσεις ευημερίας των επόμενων γενεών.

ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΕΡΕΥΝΑ.

Ως ενδιαφέροντες και χρήσιμους τομείς για έρευνα προτείνουμε την αναλυτική μελέτη των επιπτώσεων στην ελληνική οικονομία μιας εξόδου από το ενιαίο νόμισμα καθώς και αναλυτικά την μελέτη των επιπτώσεων στην οικονομία ενός κουρέματος του επίσημου τομέα (OSI) σε συνδυασμό με την ανακεφαλαιοποίηση του τραπεζικού συστήματος μέσω του EFSF/ESM.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνική Βιβλιογραφία

Βιβλία

Νικόλαος Β. Καραμούζης, Γίκικας Α. Χαρδούβελης, (2011), «*Από τη διεθνή κρίση στην κρίση της ευρωζώνης και της Ελλάδας: Τι μας επιφυλάσσει το μέλλον;*», Εκδόσεις Λιβάνη, Αθήνα.

Π. Ε. Πετράκης, (2011), «*Η ελληνική οικονομία και η κρίση: Προκλήσεις και προοπτικές*», Quaestor, Αθήνα.

Γ. Προβόπουλος, Π. Καπόπουλος, (2001), «*Η δυναμική του χρηματοοικονομικού συστήματος*», Εκδόσεις Κριτική, Αθήνα.

Άρθρα, δημοσιεύσεις και μελέτες σε ηλεκτρονική μορφή

Τράπεζα της Ελλάδος (2011), «*Νομισματική Πολιτική 2010-2011*», www.bankofgreece.gr.

Τράπεζα της Ελλάδος (2011), «*Οικονομικό Δελτίο Τεύχος 35*», www.bankofgreece.gr.

Μούρου Ευγενία (2011), «*Στρατηγική πιστώσεων σε περιόδους κρίσης*», Διπλωματική Εργασία, Τμήμα Οικονομικών Επιστημών/ Πανεπιστήμιο Πατρών.

Alpha Bank (2012), «*Οικονομικό Δελτίο*», Τεύχος 117.

Τράπεζα της Ελλάδος (2012), «*Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2011*», www.bankofgreece.gr.

Ινστιτούτο Εργασίας ΓΣΕΕ-ΑΔΕΔΥ (2012), «*Η ελληνική οικονομία και η απασχόληση*», Ετήσια Έκθεση.

Χριστοφόρου Βασιλική (2011), «*Η χρηματοπιστωτική κρίση και η εποπτεία των χρηματαγορών*», Διπλωματική Εργασία (MBA), Τμήμα Διοίκησης Επιχειρήσεων/ Πανεπιστήμιο Πατρών.

Γεράσιμος Γεωργόπουλος (2012), «*Η δημοσιονομική προσαρμογή της Ελλάδος μέσω των κατευθύνσεων του Μνημονίου. Μονόδρομος ή υπάρχουν και εναλλακτικές λύσεις;*», Διατριβή επιπέδου Μάστερ, Σχολή Οικονομικών Επιστημών και Διοίκησης, Ανοικτό Πανεπιστήμιο Κύπρου.

Χρυσοστόμου Σοφία, (2012), «*Η βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους*», Διπλωματική Εργασία, Τμήμα Οικονομικών, Αριστοτέλειο Πανεπιστήμιο Θεσσαλονίκης.

Alpha Bank, (2012), Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών, Εβδομαδιαίο Δελτίο Οικονομικών Εξελίξεων, 12 Σεπτεμβρίου.

Παναγιώτης Κορλίρας, Γιάννης Μονογιός, (2012), «*Ανάλυση της Διατηρησιμότητας του δημόσιου χρέους της ελληνικής οικονομίας*», Κέντρο Προγραμματισμού και Οικονομικών Ερευνών, Ενημερωτικό Δελτίο.

Γιώργος Αλογοσκούφης, (2012), «*Η Ανόμαλη Προσγείωση και το Πρόγραμμα Προσαρμογής*», www.alogouskoufis.gr.

Ίδρυμα Οικονομικών & Βιομηχανικών Ερευνών, (2012), «*Η ελληνική οικονομία*», Τριμηνιαία Έκθεση, Αρ. Τεύχους 67.

Eurobank EFG Economic Research (2010). «*Η Δυναμική των Ελληνικού Δημόσιου Χρέους και γιατί η Χρεοκοπία δεν αποτελεί επιλογή*», Τόμος V, Τεύχος 9.

Ελληνική Ένωση Τραπεζών, (2011), «*Το ελληνικό τραπεζικό σύστημα το 2010*», www.hba.gr.

Alpha Bank, Γιώργος Μιχαλόπουλος, «*Χρηματοδότηση των ελληνικών τραπεζών στη διάρκεια στη διάρκεια της κρίσης*», <http://62.1.43.74>.

Γκίκας Α. Χαρδούβελης, «*Κεφαλαιακή Επάρκεια*», (διάλεξη στο Πανεπιστήμιο Πειραιώς, Τμ. Χρηματ./κής), web.xrh.unipi.gr

Υπουργείο Οικονομικών, (2011), «*Εισηγητική Έκθεση Προϋπολογισμού 2012*», www.minfin.gr

Links

www.bankingnews.gr

www.wikileaks.org

www.capital.gr

www.naftemporiki.gr

www.financialtimes.com

www.euro2day.gr

www.isotimia.gr

www.xrimanews.gr

www.bankofgreece.gr

www.ethe.gr

www.wikipedia.org

www.bis.org

www.imerisia.gr

www.tanea.gr

www.kathimerini.gr

www.minfin.gr

www.pdma.gr

www.statistics.gr

www.popokp.gr

www.enet.gr

epp.eurostat.ec.europa.eu

www.reuters.com

www.bloomberg.com

ec.europa.eu

Ξένη Βιβλιογραφία

Άρθρα, δημοσιεύσεις και μελέτες σε ηλεκτρονική μορφή

Stergios Skaperdas, (2011), «*Policymaking in the Eurozone and the core vs periphery problem*», CESifo Forum.

Willem H. Buiter, (2011), «*The Debt of Nations: Prospects for Debt Restructuring by Sovereigns and Banks in Advanced Economies*», CFA Institute/ cfapubs.org.

Daniel Gros, (2010), «*The Seniority Conundrum: Bail out countries but bail in private, short-term creditors?*», CEPS, Brussels/ www.ceps.eu

William R. Cline, (2011), «*Sustainability of Greek Public Debt*», Peterson Institute for International Economics/ Policy Brief.

Antonio Garcia, Pascual Piero Ghezzi, (2011), «*The Greek Crisis: Causes and Consequences*», CESIFO Working Paper NO. 3663/ www.CESifo-group.org.

Real-world Economics Review (2011), Issue no. 58