

# ESMT Λευκή Βίβλος

## ΠΟΥ ΠΗΓΑΝ ΤΑ ΧΡΗΜΑΤΑ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΔΙΑΣΩΣΗΣ;

---

ΠΡΟΧΕΙΡΗ ΕΚΔΟΣΗ

---

JÖRG ROCHOLL, ESMT

AXEL STAHMER, ESMT

# Παραπομπή

---

Rocholl\*, J., and A. Stahmer (2016). *Where did the Greek bailout money go?* ESMT White Paper No. WP-16-02.

\* Επικοινωνία: Jörg Rocholl, ESMT, Schlossplatz 1, 10178 Berlin,  
Τηλ.: +49 30 21231-1010, joerg.rocholl@esmt.org

Πνευματικά Δικαιώματα 2016 από το ESMT, την Ευρωπαϊκή Σχολή Διοίκησης και Τεχνολογίας, Βερολίνο, Γερμανία, [www.esmt.org](http://www.esmt.org)

Όλα τα δικαιώματα διατηρούνται. Κανένα τμήμα αυτής της έκδοσης δεν μπορεί να αναπαραχθεί, να αποθηκευτεί σε ένα σύστημα ανάκτησης, να χρησιμοποιηθεί σε ένα υπολογιστικό φύλλο ή να μεταδοθεί με οποιαδήποτε μορφή ή με οποιοδήποτε μέσο - ηλεκτρονικό, μηχανικό, φωτοτυπικό, ηχογραφημένο ή όχι - χωρίς την άδεια του ESMT.

## Περιεχόμενα

---

|      |  |    |
|------|--|----|
| 1.   | <b>Συνοπτική παρουσίαση</b>                            | 4  |
| 2.   | <b>Εισαγωγή</b>  | 5  |
| 3.   | <b>Από πού προέρχονται τα χρήματα;</b>                 | 6  |
| 3.1. | Το πρώτο πρόγραμμα                                     | 6  |
| 3.2. | Το δεύτερο πρόγραμμα                                   | 7  |
| 3.3. | Το τρίτο πρόγραμμα                                     | 9  |
| 4.   | <b>Πού πήγαν τα χρήματα;</b>                           | 11 |
| 4.1. | Το πρώτο και το δεύτερο πρόγραμμα συνδυαστικά          | 11 |
| 4.2. | Η αναδιάρθρωση του δημόσιου χρέους τον Μάρτιο του 2012 | 13 |
| 4.3. | Προσχεδιασμένες χρήσεις του τρίτου προγράμματος        | 15 |
| 5.   | <b>Ευρύτερο πλαίσιο και επιπτώσεις</b>                 | 16 |
| 6.   | <b>Συμπέρασμα</b>                                      | 19 |
|      | Αναφορές / Παραπομπές                                  | 20 |

## Σχεδιαγράμματα

---

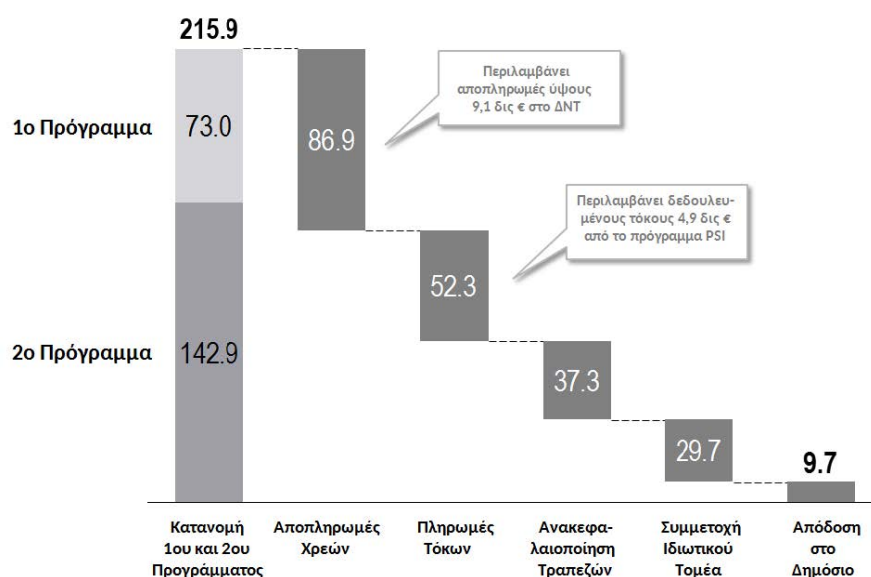
|          |   |    |
|----------|---|----|
| Σχήμα 1: | Οι χρήσεις του 1 <sup>ου</sup> και 2 <sup>ου</sup> Προγράμματος Οικονομικής Προσαρμογής [σε δις €]            | 4  |
| Σχήμα 2: | 1 <sup>ο</sup> Πρόγραμμα Οικονομικής Προσαρμογής [σε δις €]   | 7  |
| Σχήμα 3: | 2 <sup>ο</sup> Πρόγραμμα Οικονομικής Προσαρμογής [σε δις €]   | 8  |
| Σχήμα 4: | 1 <sup>ο</sup> και 2 <sup>ο</sup> Πρόγραμμα Οικονομικής Προσαρμογής [σε δις €]                                | 9  |
| Σχήμα 5: | Πηγές και χρήσεις του 1 <sup>ου</sup> και του 2 <sup>ου</sup> Προγράμματος Οικονομικής Προσαρμογής [σε δις €] | 12 |
| Σχήμα 6: | Η αναδιάρθρωση του χρέους το 2012 [σε δις €]  | 13 |
| Σχήμα 7: | Το συνολικό χρέος της Ελλάδας (ESA10) 2011 έναντι του 2012 [σε δις €]   | 14 |
| Σχήμα 8: | 3 <sup>ο</sup> Πρόγραμμα Οικονομικής Προσαρμογής (2015-2018) [σε δις €]                                       | 15 |

## 1. Συνοπτική παρουσίαση

Το παρόν έγγραφο αναλύει τη ροή των χρημάτων για τα διάφορα ελληνικά δάνεια διάσωσης και επικεντρώνεται σε δύο βασικά ερωτήματα. Πρώτον, από πού προέρχονται τα χρήματα; Δεύτερον, πού πήγαν τα χρήματα; Τέλος, το έγγραφο εξετάζει τα ευρήματα σε ένα ευρύτερο πλαίσιο και καταγράφει τις πολιτικές συνέπειες.

Το Σχήμα 1 παρουσιάζει τα κυριότερα αποτελέσματα και δείχνει ότι μόνον 9,7 δις € ή λιγότερο από το 5% του συνολικού ποσού των 215,9 δις € που δόθηκαν με το 1ο και 2ο πρόγραμμα, δεν χρησιμοποιήθηκαν για πληρωμές που σχετίζονται με το χρέος και τις ανακεφαλαιοποιήσεις τραπεζών και έτσι συνέβαλαν άμεσα στον ελληνικό δημοσιονομικό προϋπολογισμό. Αντίθετα, 139,2 δις €<sup>1</sup> ή περισσότερα από το 64% χρησιμοποιήθηκαν για την εξόφληση του υφιστάμενου χρέους και την εξυπηρέτηση των πληρωμών τόκων. Επιπλέον, 37,3 δις € ή το 17%, χρησιμοποιήθηκαν για την ανακεφαλαιοποίηση των ελληνικών τραπεζών, ενώ τα υπόλοιπα 29,7 δις € ή το 14%, παρέιχαν κίνητρα στους επενδυτές για να συμμετάσχουν στη συμβολή του ιδιωτικού τομέα τον Μάρτιο του 2012.<sup>2</sup>

Σχήμα 1: Χρήσεις του 1<sup>ου</sup> και 2<sup>ου</sup> Προγράμματος Οικονομικής Προσαρμογής [σε δις €]



Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, Ελληνική Στατιστική Αρχή, ΔΝΤ.

<sup>1</sup> Εκ των οποίων τα 9,1 δις € ήταν αποπληρωμές στο ΔΝΤ.

<sup>2</sup> Η συμπληρωματική πληρωμή τόκων ύψους 4,9 δις €, η οποία ήταν επίσης μέρος του PSI, έχει ήδη καταλογιστεί στις πληρωμές τόκων του δημοσίου.

## 2. Εισαγωγή

---

Το ερώτημα σχετικά με τον τρόπο διαχείρισης του χρέους της ελληνικής κυβέρνησης έχει οδηγήσει σε σημαντικές συζητήσεις μεταξύ των υπευθύνων για τη χάραξη πολιτικής, των ακαδημαϊκών, των οικονομικών εμπειρογνομόνων και του ευρύτερου κοινού τουλάχιστον από την εμφάνιση της κρίσης χρέους της ελληνικής κυβέρνησης στις αρχές του 2010. Αυτό ισχύει ιδιαίτερα για το ζήτημα του που πήγαν τα χρήματα που προορίζονταν για την ελληνική διάσωση. Η ανάλυση αυτής της ερώτησης έχει οδηγήσει σε πολύ διαφορετικές εκτιμήσεις από διαφορετικά άτομα και ιδρύματα. Οι αναφερόμενες τιμές για το μερίδιο των κεφαλαίων του πρώτου και του δεύτερου ελληνικού προγράμματος διάσωσης για τους πιστωτές καλύπτουν ένα φάσμα που κυμαίνεται από το 33% έως σχεδόν 100%. Αλλά ποιο νούμερο είναι το σωστό;

Μια σωστή απάντηση στο ερώτημα αυτό έχει ζωτική σημασία στη συζήτηση σχετικά με τον τρόπο με τον οποίο θα βρεθεί η καλύτερη συνταγή για την καταπολέμηση αυτής της κρίσης καθώς και για την καλύτερη αντιμετώπιση των μελλοντικών κρίσεων δημόσιου χρέους. Σκοπός αυτού του εγγράφου είναι να ρίξει φως στους ακριβείς αριθμούς και να παράσχει διαφάνεια με περιγραφικό τρόπο. Η μελέτη αυτή επικεντρώνεται αποκλειστικά στα πακέτα δημοσιονομικής διάσωσης, όπως συμφωνήθηκαν από ευρωπαϊκά και διεθνή θεσμικά όργανα και κοινοβούλια και αγνοεί τους άλλους τύπους μηχανισμών που έχουν συζητηθεί έντονα, μεταξύ των οποίων το Target 2/ELA. Η μελέτη καταθέτει μια ανοιχτή πρόσκληση σε συναδέλφους ερευνητές και στο κοινό να ελέγξει κριτικά τα πολύ λεπτομερή στοιχεία και έτσι να δημιουργήσει μια βιώσιμη και κοινά συμφωνημένη βάση για περαιτέρω συζητήσεις.

Η συζήτηση στο παρόν έγγραφο σχετίζεται, αλλά δεν είναι ισοδύναμη, με το πώς το σωρευμένο ελληνικό πρωτογενές έλλειμμα μετά την προσαρμογή για τη στήριξη των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, ύψους 16,3 δις €, χρηματοδοτήθηκε κατά τα έτη 2010-2014.<sup>3 4</sup> Η ανάλυση αυτή περιλαμβάνει διάφορες πληρωμές που δεν αναλύονται σε αυτή την μελέτη, όπως τα κέρδη από τις ιδιωτικοποιήσεις, την βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση μέσω των T-Bills και των πράξεων *repos*, τις πληρωμές που προκλήθηκαν από το Securities Markets Programme (SMP) και το πρόγραμμα της EKT Agreement on Net Financial Assets (ANFA), τις συνεισφορές του Ευρωπαϊκού και του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (ΔΝΤ), καθώς και τη διαχείριση των ταμειακών αποθεματικών και των καθυστερούμενων οφειλών. Επιπλέον, το πρώτο και το δεύτερο πρόγραμμα διάσωσης δεν καλύπτουν ολόκληρη την περίοδο 2010-2014.

---

<sup>3</sup> Συγκεντρωτικά στοιχεία από την Ελληνική Στατιστική Αρχή (2014α), Δελτίο Τύπου και Ελληνική Στατιστική Αρχή (2015α), Δελτίο Τύπου.

<sup>4</sup> Το πρωτογενές έλλειμμα σε άλλες πηγές μπορεί να περιλαμβάνει την υποστήριξη των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Τα δεδομένα για το έλλειμμα και το πλεόνασμα από διαφορετικές πηγές μπορεί να διαφέρουν ανάλογα με τη χρήση των λογιστικών προτύπων ESA95 ή ESA10 και των λογιστικών μεθόδων του ΔΝΤ.

### 3. Από πού προέρχονται τα χρήματα;

Τα ταμεία διάσωσης της Ελλάδας έτρεξαν τρία προγράμματα οικονομικής προσαρμογής. Το πρώτο πρόγραμμα ξεκίνησε τον Μάιο του 2010 και σχεδιάστηκε για να διαρκέσει μέχρι τον Ιούνιο του 2013. Τερματίστηκε πρόωρα το Μάρτιο του 2012, όταν το διαδέχθηκε το δεύτερο πρόγραμμα. Το δεύτερο πρόγραμμα είχε αρχικά προγραμματιστεί να οριστικοποιηθεί μέχρι τα τέλη του 2014, αλλά παρατάθηκε μέχρι τον Ιούνιο του 2015. Η πέμπτη επανεξέταση του δεύτερου προγράμματος δεν ολοκληρώθηκε και συνεπώς το πρόγραμμα σταμάτησε πριν από την εκταμίευση όλων των σχεδιαζόμενων κεφαλαίων.<sup>5</sup> Ως εκ τούτου, η ελληνική κυβέρνηση ζήτησε νέο πρόγραμμα τον Ιούλιο του 2015.<sup>6</sup> Το τρίτο πρόγραμμα έχει προγραμματιστεί να διαρκέσει από τον Αύγουστο του 2015 μέχρι τον Μάιο του 2018.<sup>7</sup>

#### 3.1. Το πρώτο πρόγραμμα

Το πρώτο πρόγραμμα είχε προγραμματισμένο αρχικό όγκο 110 δις €. Το Σχήμα 2 δείχνει ότι η Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ) διέθεσε 80 δις € υπό τη μορφή διμερών δανείων μέσω του ελληνικού δανειακού μηχανισμού (Greek Loan Facility, GLF) και 30 δις € από το ΔΝΤ μέσω της Stand-by Arrangement (SBA).<sup>8</sup> Το συνολικό ποσό του προγράμματος μειώθηκε κατά 2,7 δις €, καθώς η Σλοβακία δεν συμμετείχε και η Ιρλανδία και η Πορτογαλία αποφάσισαν να επιδιώξουν οικονομική βοήθεια από μόνες τους, αφήνοντας έτσι τελικά για διανομή το ποσό των 107,3 δις €. <sup>9</sup> Ο εκταμιευμένος όγκος ανήλθε στα 73,0 δις €, από την ΕΕ και στα 20,1 δις € από το ΔΝΤ.<sup>10</sup> Αυτό άφησε μη εκταμιευθέντα 34,3 δις € από το πρώτο πρόγραμμα, τα οποία θα προέρχονταν 24,4 δις € από την ΕΕ και 9,9 δις € από το ΔΝΤ.

<sup>5</sup> European Commission, Economic and Financial Affairs, Greece. Financial assistance to Greece / Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Οικονομικές και Δημοσιονομικές Υποθέσεις, Ελλάδα. Χρηματοδοτική συνδρομή στην Ελλάδα.

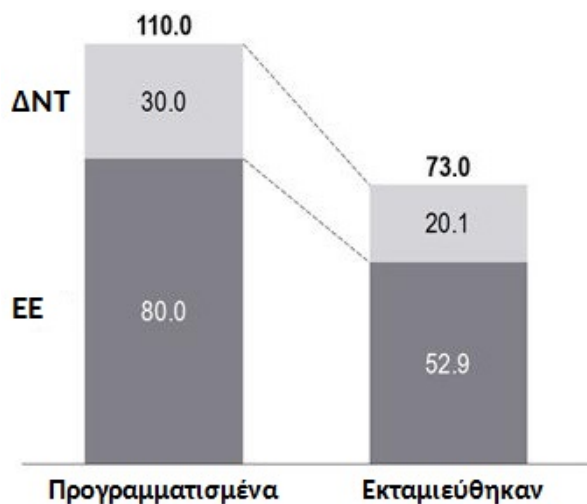
<sup>6</sup> Λεπτομέρειες σχετικά με την αίτηση μπορούν να βρεθούν στο επίσημο έγγραφο: European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs (2015). Greece - request for stability support in the form of an ESM loan / Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Γενική Διεύθυνση Οικονομικών και Χρηματοδοτικών Υποθέσεων (2015). Ελλάδα - αίτημα για στήριξη σταθερότητας υπό μορφή δανείου ΕΜΣ.

<sup>7</sup> Μια πλήρης επισκόπηση παρέχεται στην ιστοσελίδα της Ευρωπαϊκής Επιτροπής.

<sup>8</sup> European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs (2012). The Second Economic Adjustment Programme for Greece, Occasional Papers 94, 5 / Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Γενική Διεύθυνση Οικονομικών και Δημοσιονομικών Υποθέσεων (2012). Το Δεύτερο Πρόγραμμα Οικονομικής Προσαρμογής για την Ελλάδα, Περιστασιακά Έγγραφα 94, 5.

<sup>9</sup> European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs (2011). The Economic Adjustment Programme for Greece, 5th ed., Occasional Papers 87, 5 / Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Γενική Διεύθυνση Οικονομικών και Χρηματοδοτικών Υποθέσεων (2011). Το Πρόγραμμα Οικονομικής Προσαρμογής για την Ελλάδα, 5η έκδοση, Περιστασιακά Έγγραφα 87, 5.

<sup>10</sup> European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs (2014). The Second Economic Adjustment Programme for Greece, 4th ed., Occasional Papers 192, 69 / Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Γενική Διεύθυνση Οικονομικών και Χρηματοδοτικών Υποθέσεων (2014). Το Δεύτερο Πρόγραμμα Οικονομικής Προσαρμογής για την Ελλάδα, 4η έκδοση, Περιστασιακά Έγγραφα 192, 69.

Σχήμα 2: 1<sup>ο</sup> Πρόγραμμα Οικονομικής Προσαρμογής [σε δις €]

Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

### 3.2. Το δεύτερο πρόγραμμα

Το δεύτερο πρόγραμμα περιλάμβανε συνολικό όγκο 172,6 δις €. Το Σχήμα 3 παρουσιάζει τη σύνθεση του συνολικού όγκου, ο οποίος είναι το ποσό των 34,3 δις € μη εκταμιευμένων κεφαλαίων από το πρώτο πακέτο διάσωσης, 130,1 δις € νέων κεφαλαίων και ένα πρόσθετο δάνειο ύψους 8,2 δις € από το ΔΝΤ που θα εκταμιευθεί μετά το 2014.<sup>11</sup> Το συνολικό ποσό διάσωσης από τα 164,4 δις €, που αντιπροσωπεύει το πακέτο διάσωσης χωρίς το πρόσθετο δάνειο από το ΔΝΤ, αναφέρεται συχνά σε διάφορες δημόσιες πηγές. Η συνολική συνεισφορά του ΔΝΤ ύψους 28,0 δις € ευρώ αποτελείται από τα 9,9 δις € μη εκταμιευθέντων κεφαλαίων, τα 9,9 δις € νέων κεφαλαίων και το πρόσθετο δάνειο ύψους 8,2 δις €.<sup>12</sup> Οι πληρωμές από το SBA facility ακυρώθηκαν και όλα τα νέα κονδύλια διανεμήθηκαν κάτω από το Extended Fund Facility (EFF) του ΔΝΤ. Η ΕΕ δεσμεύτηκε για επιπλέον 120,3 δις € πέραν των μη εκταμιευθέντων ποσών ύψους 24,4 δις € από το πρώτο πρόγραμμα, με συνολική δέσμευση στα 144,7 δις €.<sup>13</sup> Οι πληρωμές των ευρωπαϊκών χωρών πραγματοποιήθηκαν μέσω του νεοσυσταθέντος EFSF.<sup>14</sup> Ο εκταμιευμένος όγκος ανήλθε στα

<sup>11</sup> (2013) Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, 18.

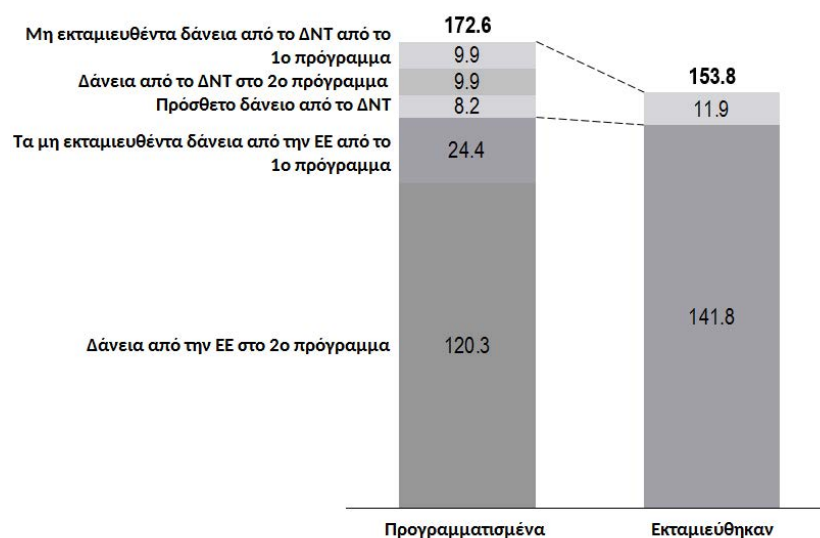
<sup>12</sup> Το πλήρες προγραμματισμένο χρονοδιάγραμμα εκταμίευσης διατίθεται στο: International Monetary Fund (2014). Greece, IMF country report 14/151, 55 / Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (2014). Ελλάδα, ΔΝΤ έκθεση χώρας 14/151, 55.

<sup>13</sup> European Commission, Financial assistance to Greece / Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Οικονομική βοήθεια στην Ελλάδα.

<sup>14</sup> European Commission, The Second Economic Adjustment Programme for Greece, 5 / Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Το Δεύτερο Πρόγραμμα Οικονομικής Προσαρμογής για την Ελλάδα, 5.

153,8 δις €, 141,8 δις € προέρχονται από την ΕΕ και 11,9 δις € από το ΔΝΤ<sup>15</sup> αυτό αφήνει 18,8 δις € μη εκταμιευθέντα σε σχέση με το συνολικό ποσό των 172,6 δις € που είχε αρχικά προγραμματιστεί. Επιπλέον, το Ελληνικό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (Hellenic Financial Stability Fund, HFSF) αποπλήρωσε 10,9 δις € στο EFSF τον Φεβρουάριο του 2015, κάτι που μειώνει το σύνολο των εκταμιευθέντων κονδυλίων της ΕΕ από τα 141,8 δις € σε 130,9 δις €.<sup>16</sup>

**Σχήμα 3: 2<sup>ο</sup> Πρόγραμμα Οικονομικής Προσαρμογής [σε δις €]**



Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας.

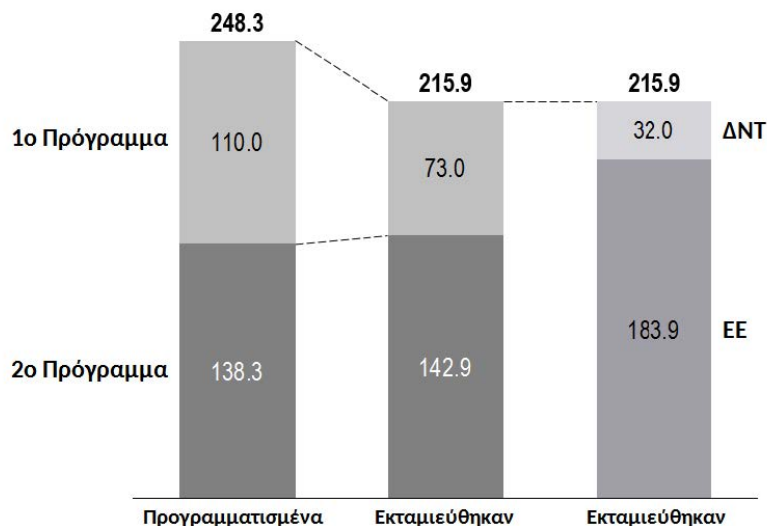
Συνδυαστικά, το πρώτο και το δεύτερο πρόγραμμα ανήλθαν στα 226,8 δις € εκταμιευθέντων κεφαλαίων και στα 215,9 δις € καθαρά μετά από την αποπληρωμή στο HFSF, ποσό ύψους 73,0 δις € από το πρώτο πρόγραμμα και 153,8 δις € (142,9 δις € καθαρά) από το δεύτερο πρόγραμμα, αφήνοντας συνολικά 18,8 δις € που δεν εκταμιεύθηκαν.<sup>17</sup> Συνοψίζοντας, το ΔΝΤ κατέβαλε 32 δις € και η ΕΕ 194,8 δις € (καθαρά 183,9 δις €), όπως φαίνεται στο Σχήμα 4.

<sup>15</sup> Μια διαφορετική στρογγυλοποίηση στα πρωτότυπα έγγραφα του ΔΝΤ και της ΕΕ οδηγεί σε 153,8 δις € ως άθροισμα των πληρωμών της ΕΕ και του ΔΝΤ.

<sup>16</sup> European Financial Stability Facility, Lending operations, Greece. EFSF programme for Greece (expired) / Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, Δανειοδοτικές πράξεις, Ελλάδα. Πρόγραμμα EFSF για την Ελλάδα (έληξε).

<sup>17</sup> European Commission, The Second Economic Adjustment Programme for Greece, 69 / Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Το Δεύτερο Πρόγραμμα Οικονομικής Προσαρμογής για την Ελλάδα, 69.



Σχήμα 4: 1<sup>ο</sup> και 2<sup>ο</sup> Πρόγραμμα Οικονομικής Προσαρμογής [σε δις €]

Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

### 3.3. Το τρίτο πρόγραμμα

Τον Ιούλιο του 2015, η ελληνική κυβέρνηση ζήτησε επισήμως περαιτέρω οικονομική βοήθεια. Μετά το πέρας της έγκρισης από τις εθνικές κυβερνήσεις, το διοικητικό συμβούλιο του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας (ΕΜΣ) ενέκρινε το Μνημόνιο Συναντίληψης (Memorandum of Understanding, MoU) τον Αύγουστο του 2015.<sup>18</sup> Το τρίτο πρόγραμμα περιλαμβάνει όγκο 86 δις €, τα οποία δεσμεύθηκαν από την ΕΕ μέσω του ΕΜΣ, ο οποίος αντικατέστησε το EFSF.<sup>19</sup> Οι πληρωμές υπόκεινται σε ορόσημα που περιγράφονται στο MoU, τα οποία περιλαμβάνουν μέτρα απελευθέρωσης, μεταρρύθμισης και ιδιωτικοποίησης. Μέχρι το τέλος του 2015, καταβλήθηκε πλήρως η πρώτη δόση ύψους 26 δις € μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων και 9,1 δις €, από τα οποία 10 δις € διανεμήθηκαν μέσω ομολόγων του ΕΜΣ με μέσο όρο λήξης 32,5 έτη για ανακεφαλαιοποίηση/διάσωση τραπεζών και επιπλέον 16 δις € μέσω δανείων του ΕΜΣ με μέσο όρο λήξης τα 32,34 έτη. Από τα 10 δις € για την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών χρησιμοποιήθηκαν 5,4 δις € και τα υπολειπόμενα ομόλογα του ΕΜΣ ακυρώθηκαν μειώνοντας το καθαρό εκταμιευθέν ποσό της πρώτης δόσης σε 21,4 δις €.<sup>20</sup> Το πρόγραμμα υπόκειται στο χρονοδιάγραμμα ιδιωτικοποίη-

<sup>18</sup> The European Commission, on behalf of the European Stability Mechanism. Memorandum of understanding for a three-year ESM programme (2015) / Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, εξ ονόματος του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας. Μνημόνιο Συναντίληψης για ένα τριετές πρόγραμμα του ΕSM.

<sup>19</sup> Eurogroup (2015). Eurogroup statement on the ESM programme for Greece, 2 / Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Μνημόνιο Συναντίληψης για ένα τριετές πρόγραμμα του ΕSM, 27.

<sup>20</sup> European Stability Mechanism, Financial assistance. ESM programme for Greece / Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας, Χρηματοδοτική συνδρομή. Πρόγραμμα του ΕΜΣ για την Ελλάδα.

σης (Asset Development Programme, ADP), όπως αυτό καθορίζεται στο MoU, που θα εκτελεστεί από το οργανισμό ιδιωτικοποιήσεων Hellenic Republic Asset Development Fund (HRADF).<sup>21</sup> Οι ιδιωτικοποιήσεις αναμένεται να δημιουργήσουν το ποσό των 6,4 δις € μέσω της πώλησης στοιχείων του ενεργητικού της ελληνικής κυβέρνησης, τα οποία περιλαμβάνουν κυρίως τα αεροδρόμια, τα λιμάνια και τις δημόσιες εταιρείες πετρελαίου, φυσικού αερίου και νερού.<sup>22 23</sup>

---

<sup>21</sup> The European Commission, on behalf of the European Stability Mechanism. Memorandum of understanding for a three-year ESM programme / Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, εξ ονόματος του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας. Μνημόνιο Συναντίληψης για ένα τριετές πρόγραμμα του ESM.

<sup>22</sup> The European Commission, Memorandum of understanding for a three-year ESM programme, 27 / Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Μνημόνιο Συναντίληψης για ένα τριετές πρόγραμμα του ESM, 27.

<sup>23</sup> Full list provided in: The European Commission, on behalf of the European Stability Mechanism. Memorandum of understanding for a three-year ESM programme / Ο πλήρης κατάλογος παρέχεται στο: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, εξ ονόματος του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας. Μνημόνιο Συναντίληψης για ένα τριετές πρόγραμμα του ESM.

## 4. Πού πήγαν τα χρήματα;

Το παρόν έγγραφο αναλύει τον τρόπο με τον οποίο το πρώτο και το δεύτερο πρόγραμμα συνέβαλλαν στον ελληνικό δημοσιονομικό προϋπολογισμό, τις καθαρές πληρωμές για τόκους, τις αποπληρωμές χρεών, τις ανακεφαλαιοποιήσεις τραπεζών και τα μέτρα αναδιάρθρωσης του χρέους. Προφανώς, δεν υπάρχει αντιπαράθεση ένα-προς-ένα της συνεισφοράς του κάθε προγράμματος και του συσσωρευμένου πρωτογενούς ελλείμματος στον προϋπολογισμό της Ελλάδας, καθώς το τελευταίο περιλαμβάνει και άλλες εισοδηματικές ροές, οι οποίες περιγράφονται παραπάνω.

### 4.1. Το πρώτο και το δεύτερο πρόγραμμα συνδυαστικά

Όπως περιγράφηκε προηγουμένως, ο συνολικός όγκος των εκταμειωθέντων κεφαλαίων ανήλθε στα 226,8 δις € πριν και 215,9 δις € μετά την αποπληρωμή του HFSF συνδυαστικά από πρώτο και το δεύτερο πρόγραμμα κατά το χρονικό διάστημα μεταξύ του Μαΐου 2010 και του Ιουνίου 2015. Το ποσό αυτό συγκρίνεται με τις ακόλουθες πληρωμές που η ελληνική κυβέρνηση διενήργησε κατά την ίδια χρονική περίοδο: Στο Σχήμα 5 καταγράφεται κατά φθίνουσα σειρά το που χρησιμοποιήθηκαν τα 86,9 δις €<sup>24</sup> για την αποπληρωμή του δημόσιου χρέους (από τα οποία τα 77,8 δις € σε μεσοπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα κρατικά ομόλογα και τα 9,1 δις €<sup>25</sup> σε δάνεια από το ΔΝΤ),<sup>26</sup> 52,3 δις €<sup>27</sup> καταβλήθηκαν για τόκους του υφιστάμενου δημοσίου χρέους, 37,3 δις €<sup>28</sup> καταβλήθηκαν στο HFSF και 29,7 δις €<sup>29</sup> καταβλήθηκαν για το PSI. Οι ληξιπρόθεσμες αποπληρωμές χρέους δεν περιέχουν αποπληρωμές ύψους 9,1 δις € πριν από τον Μάιο 2010<sup>30</sup> και 0,1 δις € το τελευταίο τρίμηνο

<sup>24</sup> Το συνολικό ποσό των αποπληρωμών χρέους για την περίοδο 2010-2014 ανέρχεται στα 96,1 δις €, όπως αναφέρθηκε από: International Monetary Fund, Greece. *IMF country report 13/20, 62 / Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, Ελλάδα. Έκθεση χώρας του ΔΝΤ 13/20, 62, International Monetary Fund, Greece. IMF country report 13/241, 60 / Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, Ελλάδα. Έκθεση χώρας του ΔΝΤ 13/241, 60, International Monetary Fund, Greece. IMF country report 14/151, 56 / Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, Ελλάδα. Έκθεση χώρας του ΔΝΤ 14/151, 56, μείον τα 9,1 δις € που καταβλήθηκαν το 2010 πριν από την πρώτη διάσωση (European Commission, *The Economic Adjustment Programme for Greece. Occasional Papers 77, 75 / Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Πρόγραμμα Οικονομικής Προσαρμογής για την Ελλάδα, Περιστασιακά Έγγραφα 77, 75.*) και τα 0,1 δις € που πληρώθηκαν το 2014 στο δεύτερο πρόγραμμα προσαρμογής (European Commission, *The Second Economic Adjustment Programme for Greece. Occasional Papers 192, 71 / Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Το Δεύτερο Πρόγραμμα Οικονομικής Προσαρμογής για την Ελλάδα, Περιστασιακά Έγγραφα 192, 71.*)*

<sup>25</sup> Πιθανές θετικές επιδράσεις στα νοικοκυριά κατά το χρόνο πριν από την αποπληρωμή δεν αναλύονται ως μέρος αυτού του εγγράφου.

<sup>26</sup> Τα δάνεια ύψους 9,1 δις € από το ΔΝΤ είναι προβλέψεις της τελευταίας αναθεώρησης του Second Economic Adjustment Programme / Δεύτερου Προγράμματος Οικονομικής Προσαρμογής (IMF country report No. 14/151, 56 / Έκθεση χώρας του ΔΝΤ αριθ. 14/151, 56). Τα 77,8 δις € περιλαμβάνουν επίσης προβλεπόμενες αποπληρωμές ύψους 15,6 δις € (IMF country report No. 14/151, 56 / Έκθεση χώρας του ΔΝΤ αριθ. 14/151, 56). Και οι δύο αριθμοί μπορεί να υποστούν προσαρμογές.

<sup>27</sup> Ελληνική Στατιστική Αρχή (2014b), Δελτίο Τύπου 1 και Ελληνική Στατιστική Αρχή (2015β) 1.

<sup>28</sup> European Financial Stability Facility, Lending operations / Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, Δανειοδοτικές πράξεις.

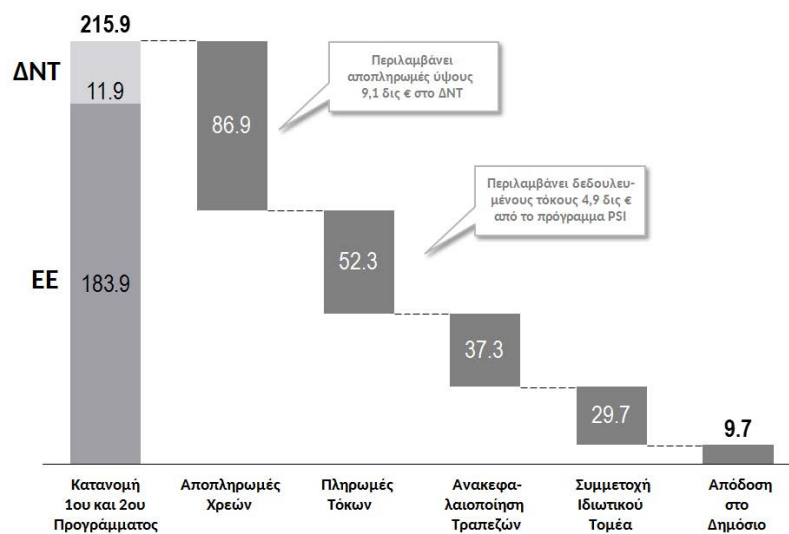
<sup>29</sup> European Financial Stability Facility, Lending operations / Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, Δανειοδοτικές πράξεις.

<sup>30</sup> European Commission, *The Economic Adjustment Programme for Greece. Occasional Papers 77, 75 / Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Πρόγραμμα Οικονομικής Προσαρμογής για την Ελλάδα. Περιστασιακά Έγγραφα 77, 75.*

του 2014.<sup>31</sup> Οι πληρωμές τόκων περιλαμβάνουν, σύμφωνα με τα διαθέσιμα δεδομένα, πλήρη έτη και 4,9 δις € δεδουλευμένων τόκων στο πλαίσιο του προγράμματος PSI. Είναι σημαντικό να σημειωθεί ότι στην αποπληρωμή του χρέους περιλαμβάνονται και οι προαναφερόμενες αποπληρωμές χρεών ύψους 9,1 δις € στο ΔΝΤ.

Ενώ η εξόφληση του ληξιπρόθεσμου χρέους και η εξυπηρέτηση τόκων σε υφιστάμενο χρέος είναι άμεση, οι πληρωμές του HFSF και του PSI απαιτούν πιο λεπτομερή εξήγηση. Πρώτον, το HFSH δημιουργήθηκε τον Ιούλιο του 2010 ως ιδιωτική νομική οντότητα για τη σταθεροποίηση του ελληνικού τραπεζικού τομέα. Έλαβε συνολικό ποσό 48,2 δις € ως μέρος του δεύτερου πακέτου διάσωσης, εκ των οποίων τα 10,9 δις € επιστράφηκαν, με συνολικό ποσό τα 37,3 δις €. Δεύτερον, οι πληρωμές του PSI είχαν αρχικά προγραμματιστεί να ανέλθουν στα 30,0 δις € για την εξομάλυνση και 5,5 δις € για δεδουλευμένους τόκους, ενώ οι πραγματικές πληρωμές ήταν τελικά 29,7 δις € για την εξομάλυνση και 4,9 δις € για τους δεδουλευμένους τόκους, με συνολικό τα 34,6 δις €.<sup>32</sup> Στόχος των πληρωμών του PSI ήταν να επιτρέψουν και να παράσχουν τα κατάλληλα κίνητρα για την αναδιάρθρωση του χρέους της ελληνικής κυβέρνησης τον Μάρτιο του 2012.

**Σχήμα 5: Πηγές και χρήσεις του 1<sup>ου</sup> και του 2<sup>ου</sup> Προγράμματος Οικονομικής Προσαρμογής [σε δις €]**



Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, Ελληνική Στατιστική Αρχή, ΔΝΤ.

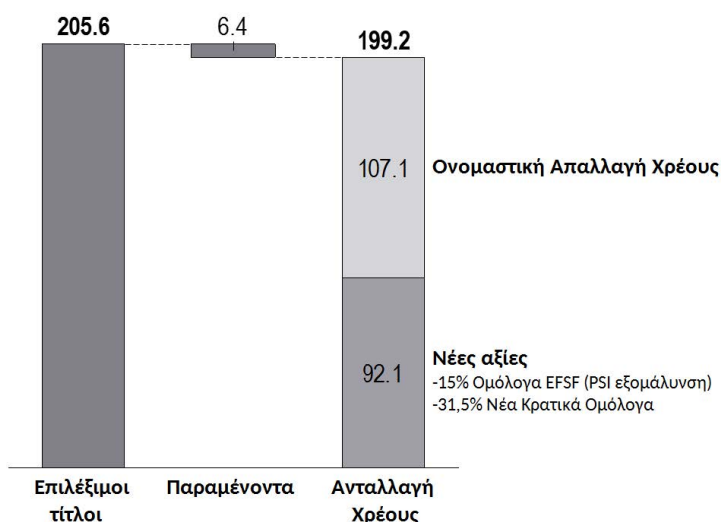
<sup>31</sup> European Commission, The Second Economic Adjustment Programme for Greece. Occasional Papers 192, 71 / Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Το Δεύτερο Πρόγραμμα Οικονομικής Προσαρμογής για την Ελλάδα. Περιστασιακά Έγγραφα 192, 71.

<sup>32</sup> European Financial Stability Facility. Lending operations / Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας. Δανειοδοτικές πράξεις.

## 4.2. Η αναδιάρθρωση του δημόσιου χρέους τον Μάρτιο του 2012

Πριν από την αναδιάρθρωση του χρέους, η ελληνική κυβέρνηση είχε 205,6 δις € σε εκκρεμή κρατικά ομόλογα οφειλόμενα σε ιδιώτες επενδυτές, οι οποίοι ήταν επιλέξιμοι για αναδιάρθρωση του χρέους.<sup>33</sup> Το Σχέδιο 6 δείχνει ότι τα 199,2 δις € συμμετείχαν στην αναδιάρθρωση του χρέους.<sup>34</sup> Οι ομολογιούχοι συμφώνησαν να λάβουν τους δεδουλευμένους τόκους και την ανταλλαγή των ομολόγων τους με έναν συνδυασμό ομολόγων PSI και ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου. Η αναδιάρθρωση περιελάμβανε δύο μέρη.

Σχήμα 6: Αναδιάρθρωση του χρέους το 2012 [σε δις €]



Πηγή: European Financial Stability Facility, Hellenic Republic Ministry of Finance, Zettelmeyer et. al. The Greek debt restructuring / Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, Υπουργείο Οικονομικών της Ελλάδας, Zettelmeyer et. Al. Η αναδιάρθρωση του ελληνικού χρέους.

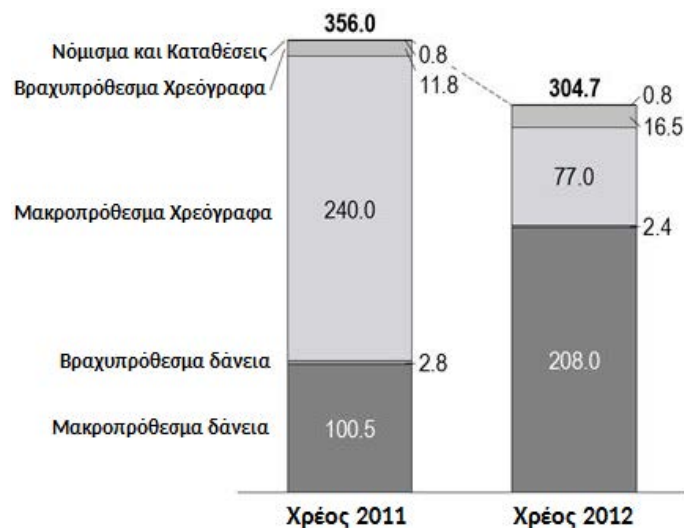
Για κάθε 100 ευρώ επιλέξιμων ομολόγων για τα οποία οι κάτοχοί τους δέχτηκαν τους όρους ανταλλαγής χρέους, καταβλήθηκαν 15 € ως ομόλογα του EFSF στο πλαίσιο του δεύτερου προγράμματος οικονομικής προσαρμογής, η λεγόμενη εξομάλυνση PSI, δηλαδή δύο ομολογίες που ωριμάζουν στις 12 Μαρτίου 2013 και στις 12 Μαρτίου 2014 με σταθερό επιτόκιο 0,4% και 1,0% αντίστοιχα. Άλλα 31,5 € χορηγήθηκαν ως μια σειρά 20 ομολογιών που εκδόθηκαν από την ελληνική κυβέρνηση με ισόποση ονομαστική αξία έως την λήξη τους μεταξύ 2013 και 2042 και με επιτόκια 2,0% μεταξύ 2012 και 2015, 3,0% μεταξύ 2016 και

<sup>33</sup> Zettelmeyer, J., C. Trebesch, and M. Gulani (2013). *The Greek debt restructuring: An autopsy*, Peterson Institute for International Economics Working Paper No. 13-8, 34 / Zettelmeyer, J., C. Trebesch και M. Gulani (2013). *Η αναδιάρθρωση του ελληνικού χρέους: Μια αυτοψία*, Peterson Institute for International Economics, Έγγραφο Εργασίας αριθ. 13-8, 34.

<sup>34</sup> Για λεπτομερή ανάλυση των επιλέξιμων ομολόγων και των συμμετοχών παρακαλούμε δείτε: Zettelmeyer et. al. *The Greek debt restructuring*, 34 / Zettelmeyer et. Al. *Η αναδιάρθρωση του ελληνικού χρέους*, 34.

2020, 3,65% για το 2021 και 4,3% μετά από αυτό το διάστημα.<sup>35</sup> Αυτό οδήγησε σε πληρωμές ύψους 29,7 δις € για τα Ομόλογα PSI και 62,4 δις € για τα κρατικά ομόλογα.<sup>36</sup> Επομένως, το δημόσιο χρέος για τα αντίστοιχα ομόλογα μειώθηκε από 199,2 δις € σε 92,1 δις €, κάτι που καθιστά μια ελάφρυνση χρέους κατά 107,1 δις € ή κατά 53,7%. Επιπλέον, καταβλήθηκαν 4,9 δις € για τους δεδουλευμένους τόκους των ανταλλασσόμενων ομολόγων. Μετά την αναδιάρθρωση ακολούθησε επαναγορά χρέους ύψους 11,3 δις € που χρηματοδοτήθηκε μέσω του δεύτερου προγράμματος διάσωσης, με την αγορά ονομαστικής αξίας 31,9 δις € από τα νεοεκδοθέντα ελληνικά κρατικά ομόλογα, μειώνοντας την ονομαστική αξία του ελληνικού δημόσιου χρέους περαιτέρω κατά 20,6 δις €.<sup>37</sup> Το Σχέδιο 7 δείχνει ότι με το νέο δάνειο διάσωσης από το ΔΝΤ και την ΕΕ το συνολικό χρέος της ελληνικής κυβέρνησης μειώθηκε από τα 356,0 δις € το 2011 σε 304,7 δις € το 2012. Με άλλα λόγια, το ονομαστικό ακαθάριστο χρέος ελάφρυνε από μια περικοπή ύψους 107,1 δις € και το πρόγραμμα επαναγοράς ομολόγων ύψους 20,6 δις € μειώθηκε σημαντικά λόγω της ανάγκης χρηματοδότησης των ΗFSF και του PSI ύψους 37,3 δις € και 34,6 δις € αντίστοιχα. Το συνολικό χρέος μειώθηκε μόνο κατά 51,3 δις € από το 2011 έως το 2012.<sup>38</sup>

**Σχήμα 7: Συνολικό χρέος της Ελλάδας (ESA10) 2011 έναντι 2012 [σε δις €]**



Πηγή: Βάση δεδομένων της Eurostat.

<sup>35</sup> Ελληνική Δημοκρατία, Υπουργείο Οικονομικών (2012). Αθήνα, Ελλάδα, 9 Μαρτίου, 2.

<sup>36</sup> Οι αριθμοί αποκλίνουν από το επίσημο 15% και 31,5% της συνολικής αξίας των ομολόγων ύψους 199,2 δις € που συμμετείχαν στην αναδιάρθρωση. Ο Zettelmeyer εξηγεί ότι η διαφορά οφείλεται στη μεταχείριση ενός 2057 αγγλικού δικαίου δείκτη ομολόγου CPI, ο οποίος ανταλλάχθηκε μόνο εν μέρει.

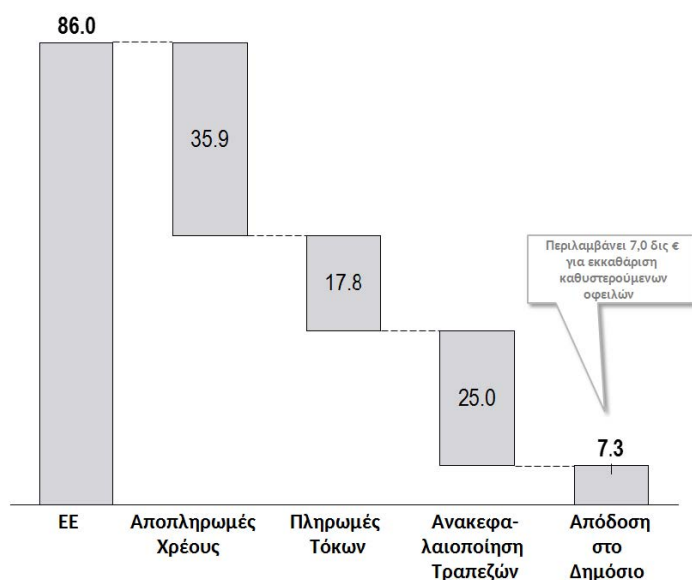
<sup>37</sup> Zettelmeyer et. al. *The Greek debt restructuring*, 30 / Zettelmeyer et. Al. Η αναδιάρθρωση του ελληνικού χρέους, 30.

<sup>38</sup> Βάση δεδομένων Eurostat, χρέος δημόσιου ελλείμματος / πλεονάσματος και συναφή δεδομένα.

### 4.3. Προγραμματισμένες χρήσεις του τρίτου προγράμματος

Οι μελλοντικές ανάγκες χρηματοδότησης για την περίοδο Αύγουστος 2015 έως τον Ιούλιο του 2018 περιλαμβάνουν 35,9 δις € για την απόσβεση του χρέους, 17,8 δις € για πληρωμές τόκων, 7,0 δις € για εκκαθάριση καθυστερούμενων οφειλών και 25 δις € για δαπάνες αναδιάρθρωσης και διάσωσης τραπεζών του χρηματοπιστωτικού τομέα, όπως φαίνεται στο Σχήμα 8.<sup>39</sup> Ενώ το ακριβές αποτέλεσμα του τρίτου προγράμματος αναμένεται να φανεί πιο θα είναι, η αρχική δομή είναι πολύ σαφής. Το μεγαλύτερο μέρος του προγράμματος εξυπηρετεί και πάλι την κάλυψη της εξόφλησης του χρέους και την καταβολή τόκων σε υφιστάμενους πιστωτές, αυτή τη φορά κυρίως στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) και στο ΔΝΤ.

Σχήμα 8: 3<sup>ο</sup> Πρόγραμμα Οικονομικής Προσαρμογής (2015-2018) [σε δις €]



Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

<sup>39</sup> European Commission, Greece - request for stability support in the form of an ESM loan, 11 / Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Ελλάδα - αίτηση στήριξης σταθερότητας με τη μορφή δανείου ΕΜΣ, 11.

## 5. Ευρύτερο πλαίσιο και επιπτώσεις

Το παρόν έγγραφο αναλύει το από που προήλθαν τα χρήματα για την ελληνική διάσωση και το πού πήγαν. Δείχνει ότι λιγότερο από το 5% των συνολικών κονδυλίων διατέθηκαν στον ελληνικό δημοσιονομικό προϋπολογισμό, με το συντριπτικό υπόλοιπο να πηγαίνει στους υφιστάμενους πιστωτές με τη μορφή αποπληρωμών χρεών και πληρωμών τόκων. Χρειάστηκαν πρόσθετα κεφάλαια για την παροχή κινήτρων στους κατόχους ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου για να συμμετάσχουν στο PSI και για να την ανακεφαλαιοποίηση των ελληνικών τραπεζών που υπέστησαν άμεσες ζημιές από τις συνέπειες του PSI.

Σε αυτό το κομμάτι θα συζητηθούν τα ευρήματα σε ένα ευρύτερο πλαίσιο και οι πέντε πολιτικές συνέπειες που προκύπτουν. Πρώτον, η αιτία της κρίσης είναι η ανικανότητα του ελληνικού κράτους να διαχειριστεί σωστά τον δημόσιο προϋπολογισμό του, κάτι που αποδεικνύεται εντυπωσιακά από ένα πρωτογενές έλλειμμα στον προϋπολογισμό ύψους 10,2% το 2009, μετά από πολλά χρόνια που δεν τηρήθηκαν οι δικές τους ετήσιες προβλέψεις για τον προϋπολογισμό. Η έντονη αναποτελεσματικότητα του δημόσιου τομέα, συμπεριλαμβανομένης της υπερεκμετάλλευσης, της φοροδιαφυγής, της έλλειψης μητρώων ακίνητης περιουσίας και της προκύπτουσας αβεβαιότητας για τους επενδυτές, οδήγησε στο να θεωρηθεί, σωστά, η Ελλάδα ως ένα αποτυχημένο κράτος σε πολλές διαστάσεις. Το επίπεδο του ιδιωτικού χρέους και η κατάσταση του ελληνικού τραπεζικού τομέα δεν ήταν σε τόσο αρνητική κατάσταση, δεδομένου ότι το συνολικό χρέος του ιδιωτικού τομέα ανήλθε σε ποσοστό 128,7% του ΑΕΠ το 2009. Ο αριθμός αυτός αντιπροσωπεύει ένα σημαντικά χαμηλότερο επίπεδο ιδιωτικού χρέους από αυτό που υπάρχει σε πολλές άλλες ευρωπαϊκές χώρες, συμπεριλαμβανομένων όχι μόνο άλλων χωρών του προγράμματος, αλλά και της Γερμανίας και της Γαλλίας.<sup>40</sup> Αυτό σημαίνει ότι συνταγματικά, οργανωτικά και πολιτικά μέτρα στην Ελλάδα πρέπει να τεθούν σε ισχύ έτσι ώστε μια τέτοια κακή διαχείριση των δημόσιων πόρων να μην μπορεί να συμβεί και να μην ξανασυμβεί.

Δεύτερον, τα βασικά ελλείμματα του ελληνικού δημοσίου μειώθηκαν σημαντικά μεταξύ του 2009 και του 2012 και μετατράπηκαν σε πρωτογενή πλεονάσματα το 2013, χωρίς να ληφθούν υπόψη οι πληρωμές ανακεφαλαιοποίησης στον τραπεζικό τομέα. Ωστόσο, οι διαρθρωτικές (και επομένως μη φορολογικές) μεταρρυθμίσεις παρουσιάζουν σημαντική καθυστέρηση. Σημαντικά παραδείγματα αποτελούν, α) η αδιευκρίνιση έλλειψη δημόσιων μητρώων γης και ακίνητης περιουσίας, β) η μόνη αργά αναπτυσσόμενη διαδικασία ιδιωτικοποιήσεων και γ) ένας αναποτελεσματικός νόμος περί πτωχεύσεων που εμποδίζει τις τράπεζες να εκκαθαρίζουν τους ισολογισμούς τους από τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια και να προχωρούν προς τα εμπρός. Εν ολίγοις, απαιτούνται πραγματικές διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις. Είναι πιο δύσκολο να επιτευχθούν και απαιτείται περισσότερος χρόνος από ότι για παράδειγμα οι αυξήσεις των φορολογικών συντελεστών, αλλά το μακροπρόθεσμο δυναμικό τους είναι σημαντικό και δεν θα μπορούν εύκολα να αναστραφούν από τις μελλοντικές κυβερνήσεις.

<sup>40</sup> [Βάση δεδομένων του ΟΟΣΑ.](#)



Τρίτον, μπορεί κανείς να αναρωτηθεί γιατί οι επενδυτές ήταν πρόθυμοι να χρηματοδοτήσουν παράλογα υψηλά πρωτογενή δημοσιονομικά ελλείμματα για πολλά χρόνια και να συμβάλουν στη συσσώρευση ενός δημόσιου χρέους ύψους 330 δις € ή 146% του ΑΕΠ μέχρι το 2010.<sup>41</sup> Προφανώς, όπως αντικατοπτρίζεται από τις σχετικά χαμηλές διαφορές κινδύνου spreads των ελληνικών ομολόγων πριν από το 2010, ο φόβος μιας χρεοκοπίας του δημοσίου ήταν μάλλον ήπιος. Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα βοηθήθηκαν στις επενδύσεις τους από το γεγονός ότι ο κανονισμός για την επένδυση σε (ελληνικό) δημόσιο χρέος ήταν ήπιος ή ανύπαρκτος. Συγκεκριμένα, οι ευρωπαϊκές τράπεζες δεν παρείχαν (και κατά κύριο λόγο εξακολουθούν) μετοχικό κεφάλαιο για επενδύσεις σε ευρωπαϊκά κρατικά χρέη, ούτε, ακόμη πιο σημαντικό, αντιμετωπίζουν ανώτατα όρια για το πόσο μπορούν να επενδύσουν σε αυτά τα χρεόγραφα. Αυτό οδηγεί στο συμπέρασμα ότι οι ελληνικές τράπεζες είχαν συνολική έκθεση ύψους 54,4 δις € προς την κυβέρνησή τους.<sup>42</sup> Τα στοιχεία αυτά υποδηλώνουν ότι η τραπεζική ρύθμιση πρέπει να προσαρμόσει γρήγορα και συνολικά τα πρότυπα δανεισμού προς τις κυβερνήσεις σε εκείνα για τη χορήγηση δανείων σε άλλα ιδρύματα και εταιρείες. Η κατάργηση των ρυθμιστικών προνομίων για το δημόσιο χρέος είναι σημαντική για να χαλαρώσει η ευρέως διαδεδομένη σχέση μεταξύ τραπεζών και κρατών και να καταστεί το χρηματοπιστωτικό σύστημα πιο ανθεκτικό.

Τέταρτον, υπήρχαν εύλογα και παράλογα επιχειρήματα για την μη πραγματοποίηση περικοπής του χρέους της ελληνικής κυβέρνησης τον Απρίλιο του 2010. Η έλλειψη άμεσης σημαντικής αναδιάρθρωσης του χρέους της ελληνικής κυβέρνησης προέκυψε (σωστά) από τους επενδυτές πριν από το 2010 και αντικατοπτρίστηκε στο σχετικά χαμηλό κινδύνου χρέους από αυτούς τους επενδυτές. Τα λογικά επιχειρήματα περιλαμβάνουν ειδικότερα το φόβο της μόλυνσης μόλις 19 μήνες μετά την πτώχευση της Lehman Brothers και τον επικείμενο κίνδυνο άλλης χρηματοπιστωτικής κρίσης. Τα παράλογα επιχειρήματα αφορούν τον φόβο μεγάλων ζημιών, ιδίως στις γερμανικές και γαλλικές τράπεζες, ως σημαντικούς επενδυτές στο χρέος της ελληνικής κυβέρνησης και την προκύπτουσα αναγκαιότητα ανακεφαλαιοποίησης στις τράπεζες αυτές. Είναι λογικό να υποθέσουμε ότι ο δημόσιος διάλογος θα είχε διαφορετική κατεύθυνση εάν οι απώλειες είχαν βαρύνει άμεσα τη Γερμανία και τη Γαλλία, καθιστώντας δυσκολότερη την επίτευξη εμπιστοσύνης από τους πολίτες στο να επιδιωχθεί να αποδοθεί όλη η ευθύνη μόνο στην Ελλάδα. Εν ολίγοις, η έλλειψη κουρέματος και τα επακόλουθα πακέτα διάσωσης οδήγησαν στη μεταφορά του κινδύνου από τους ιδιώτες σε δημόσιους πιστωτές. Σε γενικές γραμμές, οι πρώιμες απώλειες των πιστωτών είναι σημαντικές για την επίτευξη σημαντικής μείωσης του δημόσιου χρέους, πριν να τεθούν σε κίνδυνο οι νέοι πόροι.

Πέμπτον, το ζήτημα της βιωσιμότητας του χρέους επί του παρόντος υπόκειται σε σημαντικές συζητήσεις μεταξύ της ελληνικής κυβέρνησης, του ΔΝΤ και των ευρωπαϊκών

---

<sup>41</sup> Public Debt Management Agency, *Economic indicators* / Οργανισμός Διαχείρισης του Δημοσίου, *Οικονομικοί δείκτες*. Τα στοιχεία ενδέχεται να διαφέρουν μεταξύ του ΔΝΤ, του ΟΟΣΑ, του PDMA και των διαφορετικών πηγών λόγω διαφορετικών λογιστικών στοιχείων.

χωρών εταιρών. Η ελληνική κυβέρνηση, πιθανότατα σωστά, επισημαίνει ότι το σημερινό επίπεδο δημόσιου χρέους, ιδίως μετά από την πολιτική και οικονομική αναταραχή το 2015, δεν είναι βιώσιμο και συμπεραίνει ότι μια άλλη αναδιάρθρωση του χρέους θα ήταν απαραίτητη ήδη σε αυτό το χρονικό σημείο. Η άλλη πλευρά υποστηρίζει ότι έχει ήδη πραγματοποιηθεί σημαντική αναδιάρθρωση του υφιστάμενου χρέους με τη μορφή επιμήκυνσης των ληξιπρόθεσμων οφειλών και μείωσης των επιτοκίων. Πιο σημαντικό και λιγότερο συζητήσιμο ανοιχτά δημοσίως, οι εταίροι της Ελλάδας έχουν χάσει την εμπιστοσύνη τους στην ελληνική κυβέρνηση στο ότι δεν θα ξεκινήσει και πάλι την ίδια συσσώρευση δημόσιου χρέους όταν θα πραγματοποιηθεί μια άλλη αναδιάρθρωση του χρέους (πρώτη συνέπεια). Δεύτερον, ενώ αναγνωρίζουν την ελληνική πρόοδο στο κλείσιμο του αρχικού ελλείμματος του προϋπολογισμού, πρέπει να σημειωθεί σημαντική πρόοδος στις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις (δεύτερη συνέπεια). Επιπλέον, οι τράπεζες δεν περιορίζονται από τη ρύθμιση της γενικής τους ικανότητας να χρηματοδοτούν εκ νέου το ελληνικό κράτος επενδύοντας σημαντικά ποσά κεφαλαίων σε χρέη της ελληνικής κυβέρνησης (τρίτη συνέπεια). Αυτές οι πτυχές από κοινού υποδηλώνουν ότι υπάρχουν βάσιμοι λόγοι για να καθυστερήσει η συζήτηση σχετικά με μια άλλη αναδιάρθρωση του χρέους στην Ελλάδα έως τη στιγμή που η ελληνική κυβέρνηση θα έχει οικοδομήσει και πάλι την εμπιστοσύνη ότι θα διατηρήσει έναν ισορροπημένο προϋπολογισμό όταν θα εφαρμόσει τελικά τις σημαντικές διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις και όταν θα γίνει αποδεκτή η ανάγκη να καταργηθούν τα ρυθμιστικά προνόμια για τραπεζικές επενδύσεις στο δημόσιο χρέος.

## 6. Συμπέρασμα

---

Το παρόν έγγραφο παρέχει μια περιγραφική ανάλυση σχετικά με το πού πήγαν τα χρήματα της ελληνικής διάσωσης από το 2010 και διαπιστώνει ότι, αντίθετα με τις ευρέως διαδεδομένες πεποιθήσεις, λιγότερα από 10 δις € ή ένα ποσοστό μικρότερο από το 5% του συνολικού προγράμματος πήγαν στον ελληνικό δημοσιονομικό προϋπολογισμό. Αντίθετα, η συντριπτική πλειοψηφία των χρημάτων διατέθηκε στους υφιστάμενους πιστωτές με τη μορφή αποπληρωμών χρεών και πληρωμών τόκων. Η προκύπτουσα μεταφορά κινδύνου από τον ιδιωτικό στο δημόσιο τομέα και η μεταγενέστερη μεταφορά κινδύνου στο δημόσιο τομέα από διεθνείς οργανισμούς, όπως η ΕΚΤ και το ΔΝΤ, σε ευρωπαϊκούς μηχανισμούς διάσωσης, όπως ο ΕΜΣ, εξακολουθούν να αποτελούν τη σημαντικότερη πρόκληση για το στόχο επίτευξης βιώσιμης δημοσιονομικής κατάστασης στην Ελλάδα.

Η μελέτη αυτή προσφέρει μια ανοιχτή πρόσκληση σε άλλους ερευνητές να ελέγξουν με κριτικό πνεύμα τα λεπτομερή στοιχεία που παρουσιάζονται σε αυτό το έγγραφο και να προωθήσουν την ανάλυση της χρηματοδότησης του πρωτογενούς ελλείμματος και των ευρύτερων επιπτώσεων, όπως είναι οι επιδράσεις εφαρμογής των προγραμμάτων διάσωσης στην ελληνική οικονομία και σε άλλα κράτη μέλη της ΕΕ.

## Αναφορές/Παραπομπές

---

Eurogroup (2015).  
[Eurogroup statement on the ESM programme for Greece.](#)  
(accessed April 27, 2016).

European Banking Authority.  
[2011 EU-wide stress test results.](#)  
(accessed April 27, 2016).

European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs (2015).  
[Greece – request for stability support in the form of an ESM loan.](#)  
(accessed April 27, 2016).

European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs (2012).  
[The Second Economic Adjustment Programme for Greece, Occasional Papers 94.](#)  
(accessed April 27, 2016).

European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs (2011).  
[The Economic Adjustment Programme for Greece, 5th ed., Occasional Papers 87.](#)  
(accessed April 27, 2016).

European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs (2014).  
[The Second Economic Adjustment Programme for Greece, 4th ed., Occasional Papers 192.](#)  
(accessed April 27, 2016).

European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs (2011).  
[The Economic Adjustment Programme for Greece, 3rd. ed., Occasional Papers 77.](#)  
(accessed April 27, 2016).

European Commission, Economic and Financial Affairs, Greece.  
[Financial assistance to Greece.](#)  
(accessed April 27, 2016).

The European Commission, on behalf of the European Stability Mechanism.  
[Memorandum of understanding for a three-year ESM programme \(2015\).](#)  
(accessed April 27, 2016).

[\(2013\) European Financial Stability Facility.](#)  
(accessed April 27, 2016).

European Financial Stability Facility, Lending operations, Greece.  
[EFSF programme for Greece \(expired\)](#).  
 (accessed April 27, 2016).

[European Financial Stability Facility, Lending operations](#).  
 (accessed April 27, 2016).

European Stability Mechanism, Financial assistance.  
[ESM programme for Greece](#).  
 (accessed April 27, 2016).

Eurostat (2016).  
[Government deficit/surplus, debt and associated data](#).  
 (accessed April 27, 2016).

Hellenic Republic, [Ministry of Finance \(2012\), Press release](#). Athens, Greece.  
 (accessed April 27, 2016).

Hellenic Statistical Authority (2014a), Press release, 14 April.  
[Fiscal data for the years 2010 - 2013](#).  
 (accessed April 27, 2016).

— (2015a), Press release, 21 October. Fiscal data for the years 2011-2014.

— (2014b), Press release, 13 October. Fiscal data for the years 2010 - 2013.

— (2015b), Press release, 15 April. Fiscal data for the years 2011-2014.

International Monetary Fund (2013).  
[Greece, IMF country report 13/20](#).  
 (accessed April 27, 2016).

— (2013). [Greece, IMF country report 13/241](#).  
 (accessed April 27, 2016).

— (2014). [Greece, IMF country report 14/151](#).  
 (accessed April 27, 2016).

Public Debt Management Agency.  
[Economic indicators](#).  
 (accessed April 27, 2016).

Zettelmeyer, J., C. Trebesch, and M. Gulani (2013).  
[The Greek debt restructuring: An autopsy](#).  
 Peterson Institute for International Economics Working Paper No. 13-8.  
 (accessed April 27, 2016).

## Συγγραφείς

---

Ο **Jörg Rocholl** είναι President του ESMT European School of Management and Technology στο Βερολίνο και μέλος του Οικονομικού συμβουλευτικού συμβουλίου του Ομοσπονδιακού Υπουργείου Οικονομικών της Γερμανίας.

Ο **Axel Stahmer** είναι ένας Albert Einstein scholar στο Berlin Doctoral Program in Economics & Management Science (BDPEMS) στο ESMT.

## Σχετικά με το ESMT

---

Το **ESMT (European School of Management and Technology)**, η **Ευρωπαϊκή Σχολή Διοίκησης και Τεχνολογίας**, ιδρύθηκε από 25 κορυφαίες εταιρείες και θεσμούς παγκοσμίως. Η διεθνής σχολή επιχειρήσεων προσφέρει ένα full-time MBA, ένα executive MBA, ένα executive MBA/MPA, ένα μεταπτυχιακό στο management καθώς και ανοικτής εγγραφής και εξατομικευμένα προγράμματα στελεχιακής εκπαίδευσης. Το ESMT επικεντρώνεται σε τρία βασικά θέματα: την ηγεσία και την κοινωνική ευθύνη, την ευρωπαϊκή ανταγωνιστικότητα και τη διαχείριση της τεχνολογίας. Η σχολή ESMT δημοσιεύει σε κορυφαία ακαδημαϊκά περιοδικά. Επιπλέον, η σχολή επιχειρήσεων παρέχει μια διεπιστημονική πλατφόρμα για συζήτηση μεταξύ του κόσμου της πολιτικής, των επιχειρήσεων και τον ακαδημαϊκό κόσμο. Το ESMT εδρεύει στο Βερολίνο της Γερμανίας, με το Schloss Gracht ως μια πρόσθετη τοποθεσία κοντά στην Κολωνία. Το ESMT είναι ιδιωτική σχολή επιχειρήσεων με το δικαίωμα να χορηγεί διδακτορικά και είναι διαπιστευμένο από το γερμανικό κράτος, AACSB, AMBA, EQUIS και FIBAA. [www.esmt.org](http://www.esmt.org).

ESMT

European School of Management and Technology / Ευρωπαϊκή Σχολή Διοίκησης και Τεχνολογίας

Faculty Publications

Schlossplatz 1

10178 Berlin

Τηλ.: +49 30 21231-1279

[publications@esmt.org](mailto:publications@esmt.org)

[www.esmt.org](http://www.esmt.org)