

Είναι αλήθεια ότι τα χρήματα που δανείστηκε η Ελλάδα προορίζονται αποκλειστικά για την αποπληρωμή προηγούμενων χρεών και τη διάσωση των τραπεζών;

του Χρήστου Τριαντόπουλου (PhD),
Ερευνητή στο Κέντρο Προγραμματισμού και Οικονομικών Ερευνών (ΚΕΠΕ)

1. Εισαγωγή¹

Από την πρώτη δεκαετία της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (ΟΝΕ), η Ελλάδα αποτέλεσε την οικονομία με το μεγαλύτερο πρόβλημα «δίδυμων ελλειμμάτων» λόγω των διαχρονικών παθογενειών του κρατικιστικού αναπτυξιακού υποδείγματος που ακολουθούνταν, το οποίο ήταν βασιζόμενο στην –ιδιωτική και δημόσια– υπερχρέωση και καθοδηγούμενο από την κατανάλωση (Pagoulatos & Triantoroulis, 2014). Τόσο το δημοσιονομικό έλλειμμα, όσο και το αντίστοιχο του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, επί της ουσίας, εδράζονταν στην άμεση ή έμμεση χρηματοδότηση από τις διεθνείς αγορές. Το ξέσπασμα της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2007/2008 στις ΗΠΑ και η επέκταση αυτής στην Ευρώπη βρήκε, συνεπώς, την Ελληνική οικονομία ευάλωτη. Η συρρίκνωση της ρευστότητας, αλλά και του επενδυτικού ενδιαφέροντος, καθιστούσαν δύσκολη τη συνέχιση της χρηματοδότησης του εγχώριου αναπτυξιακού υποδείγματος από τις αγορές. Οι νέες συνθήκες, καθώς και μία σειρά από εγχώριες πολιτικές και οικονομικές εξελίξεις, οδήγησαν τελικά στη κρίση δημοσίου χρέους της Ελλάδας το 2010, καθιστώντας τον επίσημο τομέα –Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ), Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) και Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ)– το δανειστή ύστατης καταφυγής για το Ελληνικό κράτος.

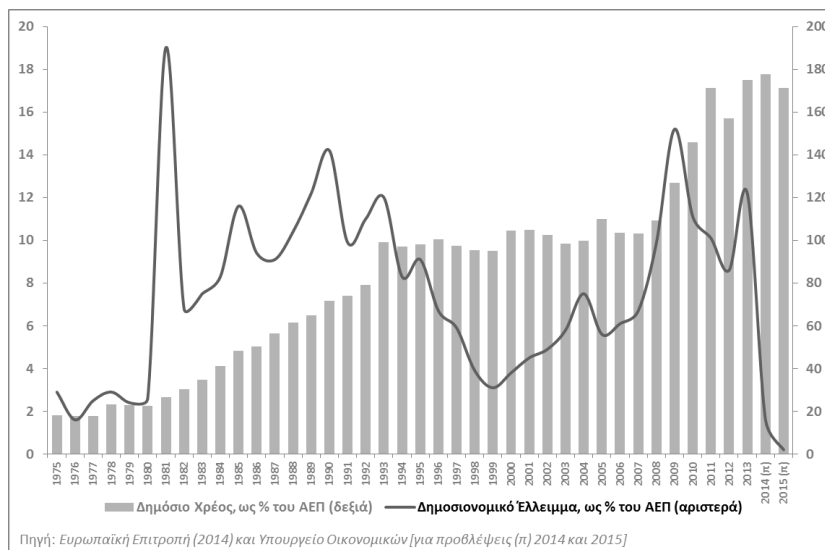
Από το 2010 ο δημόσιος διάλογος στην Ελλάδα κατακλύστηκε από μία τεράστια συζήτηση, και συχνά παραφιλολογία, σχετικά τόσο με τα μεγέθη και τα χαρακτηριστικά του δημοσίου χρέους, όσο και με την αξιοποίηση της χρηματοδότησης που έλαβε η Ελλάδα στο πλαίσιο του προγράμματος προσαρμογής. Συχνά, αντικείμενο των εν λόγω συζητήσεων αποτέλεσε ο προορισμός των πόρων που δανείστηκε η Ελλάδα κατά τα πρώτα τέσσερα χρόνια, περιλαμβάνοντας απόψεις περί *αποκλειστικής διοχέτευσης των δανειακών πόρων για την αποπληρωμή προηγούμενων χρεών και τη διάσωση των τραπεζών*. Η προσεκτική, ωστόσο, ανάλυση των δεδομένων και των εξελίξεων δεν αφήνει περιθώρια για ελλειπίες ή μεροληπτικές εκτιμήσεις, αλλά επιτρέπει τη διαμόρφωση μίας εικόνας για την κατανομή των δανειακών πόρων της Ελλάδας από το μηχανισμό στήριξης ΕΕ/ ΕΚΤ/ ΔΝΤ, σύμφωνα με την οποία το μεγαλύτερο μέρος κάλυψε τη διαχείριση του δημοσίου χρέους (δηλαδή την αναδιάρθρωση του δημοσίου χρέους και την αποπληρωμή των υποχρεώσεων που έληγαν), ενώ το υπόλοιπο αφορούσε την κάλυψη των δημοσιονομικών ελλειμμάτων (πρωτογενές αποτέλεσμα και δαπάνη για τόκους) και τη στήριξη του τραπεζικού συστήματος.

¹ Οι γνώμες και οι κρίσεις που διατυπώνονται στο συγκεκριμένο άρθρο είναι του συγγραφέα και δεν αντιπροσωπεύουν αναγκαστικά γνώμες και κρίσεις του Κέντρου Προγραμματισμού και Οικονομικών Ερευνών (ΚΕΠΕ).

2. Θεωρία και Πράξη: Δημοσιονομική Κατάσταση (1975-2009)

Το δημόσιο χρέος, το 2009, έφτασε τα 299,7 δισ. ευρώ (ή 129,7% του ΑΕΠ), ακολουθώντας με συνέπεια την αυξητική πορεία των τελευταίων τριών δεκαετιών και αποτυπώνοντας τη νοοτροπία διαχείρισης των δημοσίων οικονομικών στην Ελλάδα, κυρίως από τη δεκαετία του 1980 και έπειτα, που χαρακτηριζόταν σταθερά από τη συνεχή μετάθεση της χρηματοδότησης της ελλειμματικής λειτουργίας του κράτους στις επόμενες γενιές. Ειδικότερα, το κράτος αύξανε τις δημόσιες δαπάνες πέραν των δημοσίων εσόδων του, επί της ουσίας, (α) χωρίς να αυξάνει ταυτόχρονα και αναλογικά τη φορολογία ώστε τα νέα δημόσια έσοδα να αντισταθμίσουν τις νέες δημόσιες δαπάνες (Feldstein, 1984), (β) χωρίς να προχωρά σε αντίστοιχες –μικρές– αυξήσεις των φορολογικών συντελεστών κατά τα επόμενα χρόνια ώστε να αυξηθούν τα δημόσια έσοδα και αναλογικά να συρρικνώνεται η επιβάρυνση που είχε δημιουργηθεί στο δημόσιο χρέος (Barro, 1979), (γ) χωρίς να λαμβάνει υπόψη το βέλτιστο επίπεδο του αποθέματος κεφαλαίου στην οικονομία και τις επιπτώσεις στην αναπτυξιακή διαδικασία από ενδεχόμενο παραγκωνισμό των επενδύσεων (Feldstein, 1984; Cukierman & Meltzer, 1989), και (δ) χωρίς να διοχετεύει τους (επιπλέον) δημόσιους πόρους σε επενδύσεις με υψηλούς πολλαπλασιαστές, όπου μέσω της οικονομικής μεγέθυνσης θα οδηγούσαν σε διατηρήσιμη διεύρυνση της φορολογικής βάσης και των δημοσίων εσόδων ώστε να καλυφθεί μέρος της αύξησης του δημοσίου χρέους. Αντιθέτως, οι δημόσιες δαπάνες αφενός ήταν, κυρίως, προσανατολισμένες στην πλευρά της κατανάλωσης και της ζήτησης,² και αφετέρου ξεπερνούσαν διαρκώς τα δημόσια έσοδα. Έτσι, τις τελευταίες, τουλάχιστον, τέσσερις δεκαετίες η ύπαρξη ελλείμματος στο δημοσιονομικό ισοζύγιο ήταν μία σταθερή κατάσταση, με το μέσο ετήσιο επίπεδο δημοσιονομικού ελλείμματος την περίοδο 1975-2009 να φτάνει το 7,5% του ΑΕΠ (Διάγραμμα 1).

Διάγραμμα 1
Δημοσιονομικό Έλλειμμα και Δημόσιο Χρέος, 1975 – 2014



²Οι καταναλωτικές δαπάνες της γενικής κυβέρνησης τις τελευταίες δεκαετίες, σύμφωνα με τη βάση δεδομένων της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, κατέγραψαν μία αυξητική πορεία, καθώς ως μερίδιο του προϊόντος της εγχώριας οικονομίας αυξήθηκαν από 15,3% το 1980, σε 17,1% το 1990, σε 17,7% το 2000 και σε 22,7% το 2009, όταν το αντίστοιχο μερίδιο του ακαθάριστου σχηματισμού πάγιου κεφαλαίου της γενικής κυβέρνησης ανήλθε στο 4,6% το 2009 (από 4,4% το 2000).

Συνεπώς, λαμβάνοντας υπόψη ότι το δημόσιο χρέος κάθε έτους είναι το άθροισμα του πρωτογενούς δημοσιονομικού αποτελέσματος (διαφορά πρωτογενών δημοσίων δαπανών και δημοσίων εσόδων), της δαπάνης για τόκους και του συσσωρευμένου δημοσίου χρέους μέχρι το προηγούμενο έτος (άθροισμα χρεολυσίων) -χωρίς να συμπεριλαμβάνεται στη συνάρτηση το εκδοτικό πρόνομιο, αλλά και οι διάφορες χρηματοοικονομικές προσαρμογές ρών / αποθεμάτων- ο συλλογισμός για το ύψος του δημοσίου χρέους σε απόλυτους όρους καθίσταται ξεκάθαρος. Έτσι, εάν το πρωτογενές πλεόνασμα κατάφερνε να ξεπεράσει τις δαπάνες για τόκους, τότε θα μπορούσε να καλύψει και ένα μέρος των χρεολυσίων. Με άλλα λόγια, σε απόλυτους όρους, η επίτευξη δημοσιονομικού πλεονάσματος (πρωτογενές πλεόνασμα μεγαλύτερο της δαπάνης για τόκους) συνεπάγεται και μερική (αν όχι ισόποση) αποπληρωμή του δημοσίου χρέους (χρεολύσια) και, κατ' επέκταση, μείωση του δημόσιου χρέους σε σχέση με την προηγούμενη χρονιά.

Η περίπτωση της Ελλάδος, ωστόσο, απείχε από κάθε λογική που θα πλησίαζε τη Ρικαρντιανή ισοδυναμία,³ καθώς σε κανένα έτος των τελευταίων τεσσάρων δεκαετιών η αύξηση των φορολογικών συντελεστών και άρα των δημοσίων εσόδων δεν ήταν τέτοια που θα μπορούσε έστω και λίγο να μειώσει το δημόσιο χρέος που συσσωρεύονταν από την (προηγηθείσα) υπεροχή των δημοσίων δαπανών. Δηλαδή, δεν υπήρξε, επί της ουσίας, η δυνατότητα αποπληρωμής χρεολυσίων, με αποτέλεσμα, σε απόλυτους όρους, το δημόσιο χρέος να παρουσιάζει κάθε έτος (με οριακή εξαίρεση το 1985) αύξηση με μέσο ετήσιο ρυθμό, περίπου, 14% έως το 2009. Έτσι, κάθε χρόνο το κράτος ανακύκλωνε τα χρεολύσια με την έκδοση νέου χρέους, καθώς στην καλύτερη περίπτωση η πρωτογενής πλεονασματική επίδοση μπορούσε να καλύψει ένα μέρος της δαπάνης για τόκους. Άρα κάθε νέος ετήσιος δανεισμός αποπλήρωνε, αρχικά, τα δάνεια και τα χρεόγραφα που έληγαν κατά το εν λόγω έτος και, επιπλέον, κάλυπτε και μέρος από τις δημοσιονομικές ανάγκες.⁴

Οι επιδόσεις, φυσικά, είναι κάπως πιο ενθαρρυντικές κατά την προσέγγιση του δημοσίου χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ, καθώς τότε ο συνδυασμός πρωτογενών πλεονασμάτων και υψηλών ρυθμών ανάπτυξης που ξεπερνούσαν το κόστος δανεισμού του κράτους συνέβαλε στη συγκράτηση και, σε ορισμένες περιπτώσεις, στη μείωση του δείκτη του δημοσίου χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ.⁵ Έτσι, οι σχετικά υψηλοί ρυθμοί ανάπτυξης την τελευταία περίοδο κατάφεραν να «καλύψουν» τη διόγκωση του δημοσίου χρέους. Ωστόσο, η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2007/2008, η ύφεση που ακολούθησε και η αδυναμία χρηματοδότησης από τις διεθνείς αγορές κατέδειξαν με τον πλέον ξεκάθαρο τρόπο το μέγεθος της τεράστιας διόγκωσης του δημοσίου χρέους. Ήταν τότε που η Ελλάδα αναγκάστηκε να δανειστεί από τον επίσημο τομέα.

³Σύμφωνα με την Ρικαρντιανή προσέγγιση οι καταναλωτές, όντας ορθολογικοί, εξ' αρχής αντιλαμβάνονται ότι οι χαμηλότεροι φόροι ή οι υψηλότερες δαπάνες την τρέχουσα περίοδο σημαίνουν υψηλότερους φόρους στο μέλλον για να αποπληρώσει το χρέος που δημιουργείται από το έλλειμμα της τρέχουσας περιόδου. Και, έτσι, δεν εναρμονίζουν την κατανάλωσή τους με την τρέχουσα δημοσιονομική επέκταση, λόγω της επικείμενης προσαρμογής στο μέλλον. Η κριτική, ωστόσο, σ' αυτή την προσέγγιση, όπως φαίνεται να τεκμηριώνεται και από την περίπτωση της Ελλάδας, είναι πως οι καταναλωτές δεν προσεγγίζουν με τέτοιο ορθολογισμό την ελλειμματική δραστηριότητα του κράτους. Αντιθέτως, όταν ποτέ δεν λαμβάνει χώρα η προσαρμογή που θα οδηγούσε προς μία ισοδυναμία, τότε το πιθανότερο είναι οι καταναλωτές να καταστούν «μυωπικοί» και να προσαρμόζουν την κατανάλωσή τους στην τρέχουσα δημοσιονομική επέκταση.

⁴Δηλαδή, παρ'όλα αυτά, με το χρέος, ανάλογα με τις επιδιώξεις της ακολουθούμενης δημοσιονομικής πολιτικής, ο ετήσιος δανεισμός κάλυπτε και το πρωτογενές έλλειμμα και / ή τη δαπάνη για τόκους.

⁵Η προσήλωση στο δείκτη του δημοσίου χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ ενισχύθηκε σημαντικά και από το αντίστοιχο κριτήριο στο πλαίσιο της ενταξιακής πορείας προς την ΟΝΕ.

3. Χρηματοδότηση από το Μηχανισμό Στήριξης (2010-2014)

Το Μάιο του 2010 η Ελλάδα εντάχθηκε στο μηχανισμό στήριξης ΕΕ/ΕΚΤ/ΔΝΤ, ο οποίος περιλάμβανε από τη μία πλευρά τη δανειακή σύμβαση, μέσω της οποίας θα καλύπτονταν οι χρηματοδοτικές ανάγκες του κράτους, και από την άλλη πλευρά το πρόγραμμα οικονομικής πολιτικής, ώστε σταδιακά να περιοριστούν αυτές οι ανάγκες μέσω της μεγάλης δημοσιονομικής, αλλά και οικονομικής, προσαρμογής. Η πρώτη δανειακή σύμβαση προέβλεπε συνολικό ποσό δανεισμού ύψους (έως τον Ιούνιο του 2013) 110 δισ. ευρώ, εκ των οποίων τα 80 δισ. ευρώ δάνεια από τα κράτη-μέλη της Ευρωζώνης και τα 30 δισ. ευρώ από το ΔΝΤ, ενώ εν τέλει μειώθηκε κατά 2,5 δισ. ευρώ.⁶

Ωστόσο, το πρώτο πρόγραμμα δεν ολοκληρώθηκε, διότι, λόγω της απόφασης για την αναδιάρθρωση του δημοσίου χρέους, συμπληρώθηκε από το δεύτερο πρόγραμμα και, κατ' επέκταση τη δεύτερη δανειακή σύμβαση, η οποία στο ποσό της πρώτης προσέθεσε επιπλέον δανειακούς πόρους ύψους 130 δισ. ευρώ. Συγκεκριμένα, από την πρώτη δανειακή σύμβαση, ως το Δεκέμβριο του 2011, αντλήθηκαν 73 δισ. ευρώ. Συνολικά, λουπόν, από το 2012 και έπειτα, το συνολικό ποσό των δανειακών πόρων του μηχανισμού στήριξης, λαμβάνοντας υπόψη τα εναπομείναντα 34,5 δισ. ευρώ από το πρώτο πακέτο και τα 130 δισ. ευρώ του δεύτερου πακέτου, έφτασε τα 164,5 δισ. ευρώ ως το 2014 από το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΕΤΧΣ / EFSF) και το ΔΝΤ.⁷ Εάν στο ποσό αυτό συνυπολογιστούν και τα υπόλοιπα 8,2 δισ. ευρώ, τα οποία αθροίζουν στο αποφασισθέν ποσό στήριξης των 28 δισ. ευρώ από το ΔΝΤ ως το 2016, τότε αυτό διαμορφώνεται στα 172,7 δισ. ευρώ.

Έτσι, το σύνολο της χρηματοδοτικής στήριξης από την ένταξη της Ελλάδας στο μηχανισμό στήριξης αθροίζει στα 245,7 δισ. ευρώ για την περίοδο 2010-2016, ποσό τεράστιο τόσο για τα δεδομένα της Ελλάδας (αντιστοιχεί στο 137% του ΑΕΠ του 2014 ή στο 77% του δημοσίου χρέους του 2014), όσο και για αυτά του ΔΝΤ, αφού είναι μακράν το μεγαλύτερο που έχει χορηγήσει.⁸ Μέχρι και το τέλος του 2014, ωστόσο, δεν είχε εκταμιευθεί το σύνολο του συγκεκριμένου ποσού, λόγω καθυστερήσεων στην υλοποίηση του σχετιζόμενου με τη χορήγηση των δανειακών πόρων αυστηρού προγράμματος οικονομικής πολιτικής, αλλά και των πολιτικών εξελίξεων που ακολούθησαν από το Δεκέμβριο του 2014 και έπειτα (διαδικασία εκλογής Προέδρου Δημοκρατίας, εθνικές εκλογές, σχηματισμός νέας κυβέρνησης συνεργασίας κ.ά.).⁹

⁶Το εν λόγω ποσό, κατά τη διάρκεια εφαρμογής του προγράμματος, μειώθηκε κατά περίπου 2,5 δισ. ευρώ από το πακέτο της Ευρωζώνης, καθώς η Ιρλανδία και η Πορτογαλία εντάχθηκαν σε αντίστοιχα προγράμματα στήριξης και εξαιρέθηκαν από τη χρηματοδότηση του μηχανισμού στήριξης της Ελλάδας, ενώ η Σλοβακία αποφάσισε να απέχει.

⁷Συγκεκριμένα, από τα 164,5 δισ. ευρώ, τα 144,7 δισ. ευρώ από το ΕΤΧΣ και τα 19,8 δισ. ευρώ από το ΔΝΤ.

⁸ Για περισσότερα σχετικά με τις χώρες που έχουν λάβει τα υψηλότερα επίπεδα βοήθειας από το ΔΝΤ, βλ. στο σχετικό link: <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/glance.htm>.

⁹Κατά την περίοδο ολοκλήρωσης του ανά χειρας άρθρου έχει επεκταθεί η αρωγή του μηχανισμού στήριξης μέχρι τον Ιούνιο του 2015 και βρίσκονται σε εξέλιξη συζητήσεις μεταξύ της Ελλάδας και των εταίρων της αφενός για τη φύση της συνέχειας του μηχανισμού στήριξης και αφετέρου για τα συστατικά του προγράμματος της Ελλάδας.

Πίνακας 1

Ανάλυση Χρηματοδότησης στο Πλαίσιο του 1^{ου} και του 2^{ου} Προγράμματος Οικονομικής Πολιτικής

Εκταμίευση / Δόση	Μήνας	Ευρωζώνη (δισ. ευρώ)	ΔΝΤ (δισ. ευρώ)	ΕΤΧΣ (δισ. ευρώ)	Σύνολο (δισ. ευρώ)
1^ο Πρόγραμμα Οικονομικής Πολιτικής					
1 ^η	Μάιος 2010	14,50	5,50		20,00
2 ^η	Σεπτέμβριος 2010	6,50	2,50		9,00
3 ^η	Ιανουάριος 2011	6,50	2,50		9,00
4 ^η	Μάρτιος 2011	10,90	4,10		15,00
5 ^η	Ιούλιος 2011	8,70	3,30		12,00
6 ^η	Δεκέμβριος 2011	5,80	2,20		8,00
Συνολικές Εκταμιεύσεις 1^{ου} Προγράμματος:		52,90	20,10		73,00
2^ο Πρόγραμμα Οικονομικής Πολιτικής					
1 ^η / α ¹	Μάρτιος και Απρίλιος 2012		1,60	29,70	31,30
1 ^η / β ²	Μάρτιος και Απρίλιος 2012			4,90	4,90
1 ^η / γ	Μάρτιος 2012			5,90	5,90
1 ^η / δ	Απρίλιος 2012			3,30	3,30
1 ^η / ε ³	Απρίλιος 2012			25,00	25,00
1 ^η / στ	Μάιος 2012			4,20	4,20
1 ^η / ζ	Ιούνιος 2012			1,00	1,00
2 ^η / α ⁴	Δεκέμβριος 2012 και Ιανουάριος 2013		3,24	34,30	37,54
2 ^η / β	Ιανουάριος 2013			2,00	2,00
2 ^η / γ	Φεβρουάριος 2013			2,80	2,80
2 ^η / δ	Μάιος 2013			2,80	2,80
2 ^η / ε ⁵	Μάιος 2013			7,20	7,20
3 ^η / α	Μάιος και Ιούνιος 2013		1,74	4,20	5,94
3 ^η / β	Ιούνιος 2013			3,30	3,30
4 ^η / α	Ιούλιος και Αύγουστος 2013		1,8	2,50	4,30
4 ^η / β	Δεκέμβριος 2013			0,50	0,50
5 ^η / α	Απρίλιος 2014		3,60	6,30	9,90
5 ^η / β	Ιούλιος 2014			1,00	1,00
5 ^η / γ	Αύγουστος 2014			1,00	1,00
Συνολικές Εκταμιεύσεις 2^{ου} Προγράμματος:			11,98	141,90	153,88
Συνολικές Εκταμιεύσεις 1^{ου} και 2^{ου} Προγράμματος:⁶		52,90	32,08	141,90	226,88
Σύνολο Πόρων 1^{ου} και 2^{ου} Προγράμματος:⁷		52,90	48,10	144,70	245,70

Πηγή: European Commission (2012b), IMF (2012) στο <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2012/pr1285.htm>, και European Commission (2014) στο: http://ec.europa.eu/economy_finance/assistance_eu_ms/greek_loan_facility/index_en.htm.

Σημειώσεις:

¹ Από το ΕΤΧΣ για το PSI.

² Από το ΕΤΧΣ για τους δεδουλευμένους τόκους του PSI.

³ Από το ΕΤΧΣ για την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών.

⁴ Από το ΕΤΧΣ όπου περιλαμβάνεται και πόροι για την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών.

⁵ Από το ΕΤΧΣ για την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών.

⁶ Αφορά την περίοδο 2010-2014, καθώς από το καλοκαίρι του 2014 και έπειτα (έως και τα μέσα Φεβρουαρίου) λόγω τόσο των καθυστερήσεων στο πρόγραμμα οικονομικής πολιτικής όσο και των πολιτικών εξελίξεων οι εκταμιεύσεις των χρηματοδοτικών πόρων «πάγωσαν».

⁷ Πρόκειται για το άθροισμα και των δύο Προγραμμάτων, όπως και των πόρων που έχουν εγκριθεί από το ΔΝΤ μέχρι και το 2016. Επίσης, στο συγκεκριμένο ποσό δεν περιλαμβάνονται οι τίτλοι ύψους 35 δισ. ευρώ του ΕΤΧΣ που διατέθηκαν το Μάρτιο του 2012 στην ΕΚΤ, ώστε αυτή να μπορεί να αποδέχεται ελληνικά χρεόγραφα ως ενέχυρο κατά τους λίγους μήνες που ακολούθησαν ώστε να ολοκληρωθούν οι διαδικασίες του 2^{ου} προγράμματος οικονομικής προσαρμογής (European Commission, 2012b).

Έτσι, από τα συνολικά 237,5 δισ. ευρώ που είχαν συμφωνηθεί και προϋπολογισθεί για την περίοδο 2010-2014 εκταμιεύθηκαν, μέχρι και το 2014, τα 226,9 δισ. ευρώ (ή το 95%) για να καλύψουν τις χρηματοδοτικές ανάγκες της χώρας κατά τη συγκεκριμένη περίοδο. Οι χρηματοδοτικές ανάγκες, φυσικά, της Ελλάδας, κατά τη συγκεκριμένη περίοδο, ήταν υψηλότερες από το συνολικό ύψος των αντληθέντων δανειακών πόρων του μηχανισμού στήριξης, με αποτέλεσμα να καλυφθούν από άλλες πηγές χρηματοδότησης.

4. Χρηματοδοτικές Ανάγκες (2010-2014)

Οι χρηματοδοτικές ανάγκες της Ελλάδας, παράλληλα με τις δύο βασικές πηγές (κάλυψη δημοσιονομικού ελλείμματος και διαχείριση δημοσίου χρέους), προέκυψαν και από μία τρίτη: τη στήριξη του τραπεζικού συστήματος, καθώς, σε αντίθεση με ότι συνέβη με την πλειονότητα των άλλων ευρωπαϊκών οικονομιών, στην περίπτωση της Ελλάδας η «τοξικότητα» μεταφέρθηκε από τις εξελίξεις στα δημόσια οικονομικά της χώρας στις τράπεζες –και όχι το αντίθετο.¹⁰ Για αυτό, και άλλωστε, η μεγάλη κρατική αρωγή προς τις τράπεζες πραγματοποιήθηκε κατά την υλοποίηση του δεύτερου πακέτου στήριξης, ώστε να αντιμετωπιστούν τόσο οι συνέπειες της αναδιάρθρωσης του δημοσίου χρέους, όσο και οι επιπτώσεις της αρκετά μεγαλύτερης από την αρχικά εκτιμηθείσα ύφεσης (Τριαντόπουλος, 2015α). Παράλληλα, στο πλαίσιο του προγράμματος οικονομικής πολιτικής, ένα μικρό μέρος των χρηματοδοτικών αναγκών προέκυψε από την ανάγκη κάλυψης ληξιπρόθεσμων οφειλών του δημοσίου, προγενέστερων χρεών φορέων της γενικής κυβέρνησης και λοιπών προσαρμογών, αλλά και από την ανάγκη διατήρησης ενός «μαξιλαριού» ασφαλείας για τη ρευστότητα του δημοσίου.

Συνεπώς, οι βασικές πηγές χρηματοδοτικών αναγκών και, κατ' επέκταση, προορισμοί, στους οποίους διοχετεύθηκαν οι παραπάνω δανειακοί πόροι του μηχανισμού στήριξης, είναι οι παρακάτω τρεις.

Η πρώτη πηγή είναι δημοσιονομική επίδοση του κράτους,¹¹ η οποία περιλαμβάνει από τη μία πλευρά την ελλειμματική λειτουργία του (δηλαδή το πρωτογενές αποτέλεσμα) και από την άλλη τις δαπάνες για τόκους στο πλαίσιο της εξυπηρέτησης του δημοσίου χρέους. Συγκεκριμένα, παρά τη μεγάλη δημοσιονομική προσαρμογή, που οδήγησε σε πρωτογενή πλεονάσματα τα τελευταία χρόνια και παρά τη σημαντική μείωση της δαπάνης για τόκους (από το 2012 και έπειτα), μέχρι και το 2014 τα δημόσια οικονομικά της γενικής κυβέρνησης παρουσίαζαν έλλειμμα. Ειδικότερα, αθροιστικά, για την περίοδο 2010-2014 οι δανειακές ανάγκες για την κάλυψη της ευρύτερης λειτουργίας της γενικής κυβέρνησης ανήλθαν στα 89,6 δισ. ευρώ (Πίνακας 2). Σε αυτό το ποσό λαμβάνονται υπόψη και η δημοσιονομική (θετική και αρνητική)¹² επίπτωση από τη στήριξη των τραπεζών (22,6 δισ. ευρώ) – στο πλαίσιο του Ν. 3723/2008, της αξιοποίησης του μηχανισμού έκτακτης παροχής ρευστότητας και της ανακεφαλαιοποίησης. Από τη στιγμή, ωστόσο, που η εν λόγω επίπτωση οφείλεται στη διαδικασία ανακεφαλαιοποίησης, οι πόροι της οποίας εμπεριέχονται στην τρίτη πηγή χρηματοδοτικών αναγκών (βλ. παρακάτω), κρίνεται σκόπιμο, για να μην υπάρξει επικάλυψη, να αφαιρεθεί η δημοσιονομική επίπτωση της στήριξης των τραπεζών από τη συνολική δημοσιονομική επίδοση. Έτσι, για τα έτη 2010-2014 η δημοσιονομική επίδοση, χωρίς την επίπτωση της στήριξης των τραπεζών,

¹⁰Αυτό, βέβαια, δεν σημαίνει ότι το εγχώριο τραπεζικό σύστημα δεν ήταν εκτεθειμένο στις παθογένειες του εγχώριου αναπτυξιακού προτύπου, του οποίου και αποτέλεσε βασικό συστατικό.

¹¹Ο όρος δημοσιονομική επίδοση του κράτους, επί της ουσίας, αφορά το δημοσιονομικό αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης σε όρους δημοσίων οικονομικών (βλ. Πίνακα 2), και όχι το αποτέλεσμα του κρατικού προϋπολογισμού ή του «κράτους», όπως συνηθίζεται να αναφέρεται συχνά στη «δημοσιονομική» ορολογία. Η παρούσα χρήση του όρου κράτους επιλέχθηκε ώστε να καταστούν τα μεγέθη περισσότερο κατανοητά στο ευρύ κοινό.

¹²Η επίπτωση του πακέτου στήριξης του τραπεζικού συστήματος δεν ήταν πάντα επιβαρυντική, καθώς μόνο τη διετία της ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών (2012-2013) επιβάρυναν –κατά πολύ βέβαια– το δημοσιονομικό αποτέλεσμα, ενώ κατά τα άλλα έτη ήταν θετική, καθώς προέκυψαν δημόσια έσοδα από την αξιοποίησή του.

διαμορφώνεται στα 67δισ. ευρώ, περιλαμβάνοντας τόσο τις δαπάνες για τόκους όσο και την ελλειμματική λειτουργία του κράτους (πρωτογενές δημοσιονομικό αποτέλεσμα). Από τη στιγμή, ωστόσο, που η λειτουργία του κράτους δεν ήταν καθ' όλη τη διάρκεια της περιόδου ελλειμματική, αλλά ήταν πλεονασματική κατά τα έτη 2013-2014, δεν κρίνεται δόκιμος ο διαχωρισμός των χρηματοδοτικών αναγκών για τη δημοσιονομική επίδοση μεταξύ δαπανών για τόκους και πρωτογενούς αποτελέσματος στη βάση μίας αθροιστικής προσέγγισης για όλη την περίοδο 2010-2014. Και αυτό διότι, τόσο θεωρητικά όσο και στην πράξη, η ύπαρξη πρωτογενούς πλεονάσματος δεν μπορεί να «συμφιφιστεί» με τις ανάγκες από την ελλειμματική λειτουργία του κράτους κατά τα προηγούμενα έτη, αλλά μεταφράζεται σε αντίστοιχη «κάλυψη» των αναγκών για τη δαπάνη για τόκους. Έτσι, με βάση τη θεωρητική παραδοχή ότι το πρωτογενές πλεόνασμα καλύπτει μέρος της δαπάνης για τόκους, δύναται για λόγους ευκολίας της ανάλυσης να εκτιμηθεί ότι η χρηματοδοτική ανάγκη της δημοσιονομικής επίδοσης του κράτους είναι 21,1 δισ. ευρώ για την κάλυψη των πρωτογενών ελλειμμάτων (πάντα χωρίς την επίπτωση της στήριξης των τραπεζών) και 45,9 δισ. ευρώ για την κάλυψη της δαπάνης για τόκους (λαμβάνοντας υπόψη τη θετική επίπτωση των πρωτογενών πλεονασμάτων).¹³

Πίνακας 2
Ανάλυση Δημοσιονομικού Αποτελέσματος, Δημόσιο Χρέος και Χρεολύσια

(δισ. ευρώ)	Πρωτογενές Δημοσιονομικό Αποτέλεσμα Γενικής Κυβέρνησης	Επίπτωση Γενικής Κυβέρνησης από τη Στήριξη Τραπεζών	Πρωτογενές Δημοσιονομικό Αποτέλεσμα Γενικής Κυβέρνησης εκτός Επίπτωσης Στήριξης Τραπεζών	Δαπάνες για Τόκους Γενικής Κυβέρνησης	Δημοσιονομικό Αποτέλεσμα Γενικής Κυβέρνησης ¹	Δημόσιο Χρέος Γενικής Κυβέρνησης	Δαπάνες για Εξυπηρέτηση Χρεολυσίων Κεντρικής Διοίκησης ²
2009	-24,3	0,37	-24,67	11,9	-36,2	301,0	29,1
2010	-11,8	0,96	-12,76	13,2	-25,0	330,3	19,8
2011	-6,0	0,63	-6,63	15,1	-21,1	356,0	28,8
2012	-7,0	-5,26	-1,74	9,7	-16,7	304,7	23,9
2013	-15,0	-18,96	3,96	7,3	-22,3	319,1	12,7
2014 ³	3,1	0,0	3,1	7,6	-4,5	317,7	24,9
2010-2014		-22,6		52,9	-89,6		110,1

Πηγή: *European Commission / AMECO (2014), ΕΛΣΤΑΤ (2014), (2013) και Υπουργείο Οικονομικών (2014)*

Σημειώσεις:

¹ Τη διαφορά μεταξύ του δημοσιονομικού αποτελέσματος γενικής κυβέρνησης και της μεταβολής του δημοσίου χρέους γενικής κυβέρνησης καλύπτουν οι χρηματοοικονομικές προσαρμογές ροών / αποθεμάτων, οι οποίες κατά την περίοδο του προγράμματος –και ειδικά κατά τη διαδικασία αναδιάρθρωσης του δημοσίου χρέους– σημείωσαν σημαντική διακύμανση.

² Τα στοιχεία προέρχονται από το Υπουργείο Οικονομικών (2014) και δη τον Κρατικό Προϋπολογισμό του 2015, και αφορούν τίτλους μεσοπρόθεσμου και μακροπρόθεσμου χρέους, χωρίς να περιλαμβάνονται έντοκα γραμμάτια, βραχυπρόθεσμοι τίτλοι εξωτερικού και βραχυπρόθεσμες ταμειακές διευκολύνσεις. Αξίζει, ωστόσο, να σημειωθεί, κατά τον υπολογισμό του συνόλου των χρεολυσίων στο πλαίσιο του μηχανισμού στήριξης, ότι (α) τα χρεολύσια που αφορούν την περίοδο Μάιος – Δεκέμβριος 2010 (δηλαδή, αφού μπήκε η Ελλάδα στο μηχανισμό στήριξης) ανήλθαν στα 10,5 δισ. ευρώ (European Commission, 2011) και (β) τα χρεολύσια που αφορούν το 2012, εάν δε συνυπολογιστούν τα 11,3 δισ. που καταβλήθηκαν κατά τη διαδικασία επαναγοράς χρέους (*debt buy-back operation*), ανέρχονται τα 12,6 δισ. ευρώ. Έτσι, στο πλαίσιο του μηχανισμού στήριξης (εάν εξαιρεθούν οι δαπάνες για χρεολύσια του πρώτου τετραμήνου 2014 και της επαναγοράς χρέους), οι συνολικές δαπάνες για χρεολύσια την περίοδο Μάιος 2010 – Δεκέμβριος 2014 ανήλθαν στα 89,5 δισ. ευρώ.

³ Τα στοιχεία για το 2014 προέρχονται από την European Commission / AMECO(2014), χωρίς, ωστόσο, να έχουν κλείσει τα στοιχεία για τη δημοσιονομική κατάσταση του έτους.

Η δεύτερη πηγή είναι η διαχείριση του δημοσίου χρέους, στην οποία περιλαμβάνεται αφενός η κάλυψη καθ' έτος των λήξεων ομολόγων, χρεογράφων και δανείων μέσω νέου δανεισμού, συνεχίζοντας –ουσιαστικά– τη χρόνια τακτική της χώρας να μετακυλύει απλώς το χρέος με την έκδοση νέου που αποπλήρωνε το παλαιό, και αφετέρου η μεγάλη

¹³ Οι χρηματοδοτικές ανάγκες για την ελλειμματική λειτουργία του κράτους, χωρίς να συνυπολογίζεται η επίπτωση από τη στήριξη των τραπεζών, διαμορφώθηκαν στα 21,1 δισ. ευρώ, ως άθροισμα των σχετικών πρωτογενών ελλειμμάτων της περιόδου 2010-2012, μιας και τη διετία 2013-2014 (σύμφωνα με τις τελευταίες δημοσιευμένες εκτιμήσεις) προκύπτουν πρωτογενή πλεονάσματα (Πίνακας 2). Το άθροισμα των εν λόγω πρωτογενών πλεονασμάτων εκτιμάται στα 7 δισ. ευρώ. Λαμβάνοντας υπόψη την παραδοχή ότι το πρωτογενές πλεόνασμα καλύπτει τη δαπάνη για τόκους, τότε οι συνολικές χρηματοδοτικές ανάγκες για τους τόκους της περιόδου 2010-2014 περιορίζονται από τα 52,9 δισ. στα 45,9 δισ. ευρώ.

αναδιάρθρωση του δημοσίου χρέους που είχαν στην κατοχή τους ιδιώτες, το γνωστό και ως PSI (*Private Sector Involvement*), και η διαδικασία επαναγοράς δημοσίου χρέους (*debt buy-back operation*) το 2012. Ειδικότερα, το πρώτο σκέλος των χρηματοδοτικών αναγκών για τη διαχείριση του δημοσίου χρέους αφορά την πληρωμή των ομολόγων και χρεογράφων που έληγαν τη περίοδο από την ένταξη της Ελλάδας στο μηχανισμό στήριξης και έπειτα. Οι πληρωμές αυτές καλύφθηκαν από τα δάνεια και τα ομόλογα από ΕΕ/ ΕΚΤ/ ΔΝΤ καθώς και από έντοκα γραμμάτια του δημοσίου, ενώ από τις αρχές του 2014 έγιναν τα πρώτα βήματα δανεισμού από τις αγορές και άρχισε να αξιοποιείται η μέθοδος των *repos*.¹⁴ Κατά τη συνέχεια του προγράμματος, στις δανειακές υποχρεώσεις που έληγαν συμπεριλαμβάνονται και αυτές του μηχανισμού στήριξης, οι οποίες, στο πλαίσιο των πολιτικών για την ελάφρυνση του δημοσίου χρέους, αντικαταστάθηκαν από χρηματοδότηση πολύ μεγαλύτερης διάρκειας και αρκετά χαμηλότερου κόστους. Το σύνολο των δαπανών για χρεολύσια μεσοπρόθεσμου και μακροπρόθεσμου χρέους της κεντρικής διοίκησης (η οποία δανείζεται από το μηχανισμό στήριξης)¹⁵ για την περίοδο Μάιος 2010 – Δεκέμβριος 2014 ανήλθαν στα 89,5 δισ. ευρώ (European Commission, 2011; Υπουργείο Οικονομικών, 2014). Στο εν λόγω ποσό δεν συμπεριλαμβάνονται, από τη μία πλευρά, τα χρεολύσια μεσοπρόθεσμου και μακροπρόθεσμου χρέους της κεντρικής διοίκησης των πρώτων τεσσάρων μηνών του 2010 (δηλαδή πριν την ένταξη στο μηχανισμό στήριξης) και, από την άλλη πλευρά, οι πόροι που διατέθηκαν στη διαδικασία επαναγοράς χρέους (*debt buy-back operation*) στα τέλη του 2012, καθώς υπολογίζονται στους πόρους που διατέθηκαν για την αναδιάρθρωση του δημοσίου χρέους (Πίνακας 2).

Το δεύτερο σκέλος των χρηματοδοτικών αναγκών για τη διαχείριση του δημοσίου χρέους αφορά την αναδιάρθρωσή του. Συγκεκριμένα, μέσω της αναδιάρθρωσης του δημοσίου χρέους (PSI), κατά το πρώτο μισό του 2012, το δημόσιο χρέος μειώθηκε κατά 106 δισ. ευρώ, καθώς από τα 198 δισ. ευρώ των «ιδιωτών», δηλαδή τραπεζών, επενδυτικών ταμείων, αμοιβαίων κεφαλαίων και λοιπών ομολογιούχων (από σύνολο 205,6 δισ. ευρώ τίτλων «ιδιωτών»), που συμμετείχαν διαγράφηκε το 53,5% και το υπόλοιπο 46,5% επεστράφη στους δικαιούχους «ιδιώτες» που συμμετείχαν στο PSI μέσω έκδοσης μακροχρόνιων ομολόγων του ελληνικού δημοσίου (31,5%) και βραχυχρόνιων χρεογράφων του ΕΤΧΣ (15%). Έτσι, οι δανειακοί πόροι από το μηχανισμό στήριξης για το PSI ανήλθαν, σε συνδυασμό και με τους πόρους για την καταβολή των δεδουλευμένων τόκων των ομολόγων που αντηλλάγησαν (4,8 δισ. ευρώ), στα 34,6 δισ. ευρώ. Επιπρόσθετα, η διαδικασία επαναγοράς νέων ομολόγων του ελληνικού δημοσίου (*debt buy-back operation*) που ακολούθησε το PSI, κατά το δεύτερο μισό του 2012, μείωσε περαιτέρω το δημόσιο χρέος κατά 21,1 δισ. ευρώ, καθώς διαγράφηκε το 66,2% των 31,9 δισ. ευρώ που συμμετείχαν στη διαδικασία (Υπουργείο Οικονομικών, 2012; European Commission, 2012a; 2012b). Τα νέα χρεόγραφα που αντικατέστησαν αυτά της επαναγοράς ανήλθαν στα 11,3 δισ. ευρώ, τα οποία και καλύφθηκαν από το μηχανισμό στήριξης και, δη, το ΕΤΧΣ. Έτσι, αθροιστικά, μέσα από τις δύο διαδικασίες αναδιάρθρωσης, το δημόσιο χρέος μειώθηκε κατά 127,1 δισ. ευρώ, ενώ για την έκδοση των νέων χρεογράφων, που αντικατέστησαν αυτά που αναδιαρθρώθηκαν, διοχετεύθηκαν από το μηχανισμό στήριξης 45,9 δισ. ευρώ. Έτσι, το σύνολο των χρηματοδοτικών αναγκών για τη διαχείριση του δημοσίου χρέους, στο πλαίσιο του μηχανισμού στήριξης (Μάιος 2010 – Δεκέμβριος 2014), διαμορφώνεται στα 135,4 δισ. ευρώ (89,5 δισ. ευρώ για την κάλυψη χρεολυσίων και 45,9 δισ. ευρώ για τη διττή αναδιάρθρωση).

¹⁴Αναφορικά με την αξιοποίηση της μεθόδου των *repos*, πρόκειται για την αξιοποίηση της πώλησης τίτλων με τη μέθοδο της επαναγοράς σε φορείς της γενικής κυβέρνησης από τις αρχές του 2014, οπότε και ο Οργανισμός Διαχείρισης Δημοσίου Χρέους (ΟΔΔΗΧ) ανέλαβε την αρμοδιότητα της διαχείρισης των κρατικών διαθεσίμων.

¹⁵Το κράτος –ή η κεντρική διοίκηση– είναι που αντλεί τη χρηματοδότηση από το μηχανισμό στήριξης. Συγκεκριμένα, το χρέος της κεντρικής διοίκησης αποτελεί το χρέος που προκύπτει εάν δεν συμπεριληφθούν στον υπολογισμό το χρέος των νομικών προσώπων της γενικής κυβέρνησης, των οργανισμών τοπικής αυτοδιοίκησης (ΟΤΑ), των οργανισμών κοινωνικής ασφάλισης (ΟΚΑ) και, κυρίως, το –λεγόμενο– ενδοκυβερνητικό χρέος –το χρέος της κεντρικής διοίκησης που κατέχουν οι φορείς της γενικής κυβέρνησης. Είναι, δηλαδή, το χρέος που διαχειρίζεται ο ΟΔΔΗΧ και αποτυπώνει το σύνολο των δανειακών υποχρεώσεων του κράτους άσχετα με το φορέα που τις κατέχει, και το οποίο –λόγω του ενδοκυβερνητικού χρέους– είθισται να υπολείπεται (πλέον λίγο) του χρέους της γενικής κυβέρνησης.

Πίνακας 3 Αναδιάρθρωση Δημοσίου Χρέους

(δισ. ευρώ)	Αρχική Αξία Τίτλων	Ποσοστό Διαγραφής Αρχικών Τίτλων	Αξία Διαγραφέντων Τίτλων	Χρηματοδότηση από Μηχανισμό Στήριξης
Αναδιάρθρωση Χρέους (PSI)	198,0	53,5%	106,0	34,6 ¹
Επαναγορά Χρέους (Debt buy-back)	31,9	66,2%	21,1	11,3 ¹
Σύνολο	229,9		127,1	45,9

Πηγή: Υπουργείο Οικονομικών (2012), European Commission (2012a), (2012b)
Σημειώσεις:
¹ Στο συγκεκριμένο ποσό συμπεριλαμβάνονται και οι τίτλοι που ενσωμάτωσαν τους πόρους για την καταβολή των δεδουλευμένων τόκων των ομολόγων που αντηλλάγησαν.

Αξίζει να σημειωθεί ότι μέσα από αυτές τις διαδικασίες, η φυσιογνωμία του δημοσίου χρέους της κεντρικής διοίκησης άλλαξε ριζικά, καθώς, πλέον, το 12% του μεσο-μακροπρόθεσμου δημοσίου χρέους κατέχεται από ιδιώτες, το ενδοκυβερνητικό χρέος της γενικής κυβέρνησης συρρικνώθηκε και το μερίδιο του δημοσίου χρέους που εκφράζεται σε ομόλογα του ελληνικού δημοσίου περιορίστηκε περίπου στο 20%. Επίσης, το 2014 η μέση σταθμική διάρκεια ωρίμανσης του χρέους της κεντρικής διοίκησης αυξήθηκε κατά 162% σε σχέση με το 2011, φτάνοντας τα 16,5 έτη από 6,3 έτη το 2011, ενώ το μέσο σταθμικό κόστος νέου δανεισμού για το χρέος της κεντρικής διοίκησης διατηρήθηκε και το 2014 σε επιτόκιο λίγο υψηλότερο του 2%, από περίξ του 4% κατά την προ-2012 περίοδο (Τριαντόπουλος, 2015β).

Θα πρέπει να αναφερθεί, ωστόσο, ότι αυτή η μεγάλη μείωση του δημοσίου χρέους που επιτεύχθηκε το 2012 μέσω της διττής διαδικασίας αναδιάρθρωσης του χρέους δεν αποτυπώθηκε και σε ισόποση μείωση του δημοσίου χρέους τη χρονιά εκείνη. Και αυτό συνέβη, κυρίως, γιατί παράλληλα με τη δημοσιονομική επίδοση του κράτους που επιβάρυνε το δημόσιο χρέος του συγκεκριμένου έτους, αφενός μειώθηκε κατά 20,7 δισ. ευρώ το ενδοκυβερνητικό χρέος λόγω του «κουρέματος» των ομολόγων που διατηρούσαν φορείς της γενικής κυβέρνησης¹⁶ (Υπουργείο Οικονομικών, 2012) και αφετέρου δημιουργήθηκε η ανάγκη δανεισμού για τη στήριξη του τραπεζικού συστήματος, ώστε να αποτραπεί μία ευρύτερη συστημική κρίση που θα είχε τεράστιες επιπτώσεις στους καταθέτες, στη διαμεσολαβητική δραστηριότητα και στην πίστη γενικότερα.

Η τρίτη πηγή, λοιπόν, είναι η ανάγκη στήριξης του τραπεζικού συστήματος, του οποίου η ευρωστία σε όρους ρευστότητας και κεφαλαιακής επάρκειας, αν και δεν ήταν εκτεθειμένο στα «τοξικά» χαρακτηριστικά της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2007/2008, επηρεάστηκε καθοριστικά από την οικονομική και δημοσιονομική προσαρμογή (Pagoulatos & Triantopoulos, 2009; Pagoulatos 2014). Συγκεκριμένα, η επιδείνωση της ύφεσης και, κατ'επέκταση, των μη εξυπηρετούμενων δανείων, η συρρίκνωση των καταθέσεων, η επέκταση της εγχώριας τραπεζικής χρηματοδότησης σε έντοκα γραμμάτια του δημοσίου, το «κλείσιμο» της διεθνούς διατραπεζικής αγοράς, η «κατάρρευση» του επενδυτικού ενδιαφέροντος και της πιστοληπτικής ικανότητας των ελληνικών τίτλων, και –φυσικά– το «κούρεμα» των ελληνικών ομολόγων κατά την αναδιάρθρωση, επιδείνωσαν καθοριστικά την ευρωστία των εγχώριων τραπεζών, καθιστώντας αναγκαία τη χρηματοδοτική στήριξη, ώστε να μην καταρρεύσει η τραπεζική αγορά και χαθεί μέρος των καταθέσεων.

¹⁶Πρόκειται, δηλαδή, για χρέος της κεντρικής διοίκησης που κατείχαν οι φορείς της γενικής κυβέρνησης (π.χ. οργανισμοί κοινωνικής ασφάλισης, κ.ά.) και δεν αποτυπώνεται στο συνολικό δημόσιο χρέος της γενικής κυβέρνησης, καθώς για τους εν λόγω φορείς και άρα τη γενική κυβέρνηση ήταν επενδύσεις / περιουσιακά στοιχεία. Για περισσότερη ανάλυση βλ. Υπουργείο Οικονομικών (2012).

Πίνακας 4
Ανακεφαλαιοποίηση Τραπεζικού Συστήματος (2011-2013)

(δισ. ευρώ)	Κεφάλαια από ΤΕΚΕ	Κεφάλαια από Ιδιώτες	Κεφάλαια από ΤΧΣ	Σύνολο Κεφαλαίων
Κόστος για τις Συστημικές Τράπεζες	0,0	3,1	24,4	27,5
Κόστος για τις μη-Συστημικές Τράπεζες	1,3	0,0	16,3	17,6
Κόστος για το Σύνολο των Τραπεζών	1,3	3,1	40,7	45,1

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος (2014) και Τριαντόπουλος (2015α)

Ο ένας από τους τρεις πυλώνες¹⁷ χρηματοδοτικής στήριξης των τραπεζών ήταν η διαδικασία ανακεφαλαιοποίησης, η οποία, σε ένα περιβάλλον αναδιάρθρωσης και εξυγίανσης των εγχωρίων συστημικών και μη-συστημικών τραπεζών, προωθήθηκε μέσω, κυρίως, του Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΤΧΣ).¹⁸ Το σύνολο των κεφαλαίων που απαιτήθηκαν για την ανακεφαλαιοποίηση του τραπεζικού συστήματος κατά την περίοδο 2011 – 2013 ανήλθε στα 45,1 δισ. ευρώ, εκ των οποίων τα 40,7 δισ. ευρώ χορηγήθηκαν από το ΤΧΣ, το οποίο χρηματοδοτήθηκε από το μηχανισμό στήριξης, ενώ ένα μικρό μέρος από ιδιώτες επενδυτές, το οποίο ανέρχεται στα 3,1 δισ. ευρώ (Πίνακας 4). Συγκεκριμένα, από τη δεύτερη δανειακή σύμβαση τα 48,2 δισ. ευρώ αφορούσαν την ανακεφαλαιοποίηση του τραπεζικού συστήματος μέσω του ΤΧΣ, περιλαμβάνοντας πόρους αφενός για τη στήριξη της κεφαλαιακής επάρκειας και αφετέρου για την αντιμετώπιση της επιδείνωσης του δανειακού χαρτοφυλακίου των εγχώριων τραπεζών. Εάν στο ποσό αυτό προστεθούν και οι πόροι που είχαν χορηγηθεί κατά την ίδρυση του ΤΧΣ τότε αυτό ανέρχεται περίπου στα 50 δισ. ευρώ. Μέρος των πόρων αυτών, οι οποίοι και δεν έχουν χρησιμοποιηθεί στο σύνολό τους, θα «επιστραφούν» στο δημόσιο μέσω της πώλησης των αποκτηθέντων μετοχών από το ΤΧΣ.

5. Κατανομή Χρηματοδότησης του Μηχανισμού Στήριξης

Ο εντοπισμός, συνεπώς, και η ποσοτικοποίηση των πηγών που δημιούργησαν τις χρηματοδοτικές ανάγκες στο πλαίσιο του μηχανισμού στήριξης κατά την περίοδο 2010 – 2014 επιτρέπει την απάντηση στο ερώτημα σχετικά με την κατανομή των 226,9 δισ. ευρώ της δανειακής συμφωνίας που διοχετεύτηκαν στην Ελλάδα κατά τη συγκεκριμένη περίοδο. Ωστόσο, πρέπει να σημειωθεί πως η ποσοτικοποίηση της κατανομής είναι σχετική και εδράζεται σε συγκεκριμένες παραδοχές, καθώς στις περισσότερες περιπτώσεις (με εξαίρεση αυτές προς το ΤΧΣ και την αναδιάρθρωση του χρέους) δεν υπάρχει άμεση διασύνδεση χρηματοδότησης και κατανομής πόρων, αφού οι πόροι καταλήγουν στο δημόσιο ταμείο και σε συνδυασμό και με άλλους (ή όχι) γίνεται η κατανομή όπου και όποτε υπάρχει χρηματοδοτική ανάγκη. Και, βέβαια, υπάρχουν και άλλες πηγές και τακτικές χρηματοδότησης που κάλυψαν μέρος των αναγκών και οι οποίες πρέπει να συνηυπολογιστούν. Συγκεκριμένα, το σύνολο των χρηματοδοτικών αναγκών, στο πλαίσιο του μηχανισμού στήριξης κατά την περίοδο 2010-2014, διαμορφώνεται περίπου στα 255 δισ. ευρώ, όπου (α) τα 50 δισ. ευρώ είναι για τη χρηματοδότηση της στήριξης και αναδιάρθρωσης του τραπεζικού συστήματος, (β) τα 135,4 δισ. ευρώ είναι για τη διαχείριση του δημοσίου χρέους, (γ) τα 67 δισ. ευρώ για την κάλυψη της δημοσιονομικής επίδοσης του κράτους, και (δ) τα 2,6 δισ. ευρώ για λοιπές ανάγκες (κάλυψη χρεών ΔΕΚΟ και λοιπών οργανισμών,

¹⁷Οι άλλοι δύο πυλώνες ήταν το πακέτο του Ν. 3723/2008 και η αξιοποίηση του μηχανισμού έκτακτης παροχής ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα (Emergency Liquidity Assistance/ ELA) από την Τράπεζα της Ελλάδος (Τριαντόπουλος, 2015α).

¹⁸Κατά τις πρώτες περιπτώσεις εξυγίανσης και αναδιάρθρωσης των τραπεζικών ιδρυμάτων, μέχρι να ιδρυθεί το ΤΧΣ, είχε άμεση εμπλοκή και επιβάρυνση το Ταμείο Εγγύησης Καταθέσεων και Επενδύσεων (ΤΕΚΕ).

άλλων χρηματοοικονομικών προσαρμογών και συμμετοχών χώρας) που σε μεγάλο βαθμό σχετίζονται και με τη δημοσιονομική κατάσταση κατά την προηγούμενη περίοδο (Πίνακας 5).¹⁹

Πίνακας 5
Χρηματοδοτικές Ανάγκες στο Πλαίσιο του Μηχανισμού Στήριξης (2010-2014)

Πηγή Χρηματοδοτικής Ανάγκης	Ποσό (δισ. ευρώ)
A. Διαχείριση Δημοσίου Χρέους - Πληρωμή τοκοχρεολυσίων (89,5 δισ. ευρώ) - Διττή αναδιάρθρωση δημοσίου χρέους (45,9 δισ. ευρώ)	135,4
B. Δημοσιονομική Επίδοση - Δαπάνες για τόκους (45,9 δισ. ευρώ) - Ελλειμματική λειτουργία κράτους (21,1 δισ. ευρώ)	67,0
Γ. Αναδιάρθρωση Τραπεζικού Συστήματος	50,0
Δ. Λοιπές Ανάγκες (χρέη φορέων, χρηματοοικονομικές προσαρμογές, συμμετοχές κλπ.)	2,6
Σύνολο	255,0

Οι εν λόγω ανάγκες, παράλληλα με τους συνολικούς πόρους του μηχανισμού στήριξης (226,9 δισ. ευρώ), καλύφθηκαν και από άλλες πηγές ή τακτικές όπως, κυρίως, (α) τα έσοδα από τις αποκρατικοποιήσεις ύψους 3 δισ. ευρώ (Υπουργείο Οικονομικών, 2014), (β) τα έσοδα από την επιστροφή των κερδών από τις κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος (ANFAs και SMPs) συνολικού ύψους 3,6 δισ. ευρώ (χωρίς να συνυπολογίζεται η δόση των 1,9 δισ. ευρώ για το 2014), (γ) τα έσοδα από το πακέτο χρηματοδοτικής στήριξης των τραπεζών για την περίοδο 2010-2014 που ανέρχονται στα 4 δισ. ευρώ (Τριαντόπουλος, 2015α) και δεν περιλαμβάνονται στο παραπάνω ποσό της δημοσιονομικής επίδοσης του κράτους, (δ) τα έσοδα από την επαναγορά προνομιούχων μετοχών του Ν. 3723/2008 από τις τράπεζες ύψους 1,7 δισ. ευρώ εντός του 2014, (ε) η επέκταση της αξιοποίησης των εντόκων γραμματίων του δημοσίου στα 18,2 δισ. ευρώ το 2012 (και 15 δισ. ευρώ το 2014) από περίπου 9,4 δισ. ευρώ το 2010 (Υπουργείο Οικονομικών, 2011; Υπουργείο Οικονομικών, 2014), (ζ) η έκδοση ομολόγων ύψους 4,5 δισ. ευρώ κατά το 2014, (η) η αξιοποίηση της πώλησης τίτλων με τη μέθοδο της επαναγοράς (repos) σε φορείς της γενικής κυβέρνησης που έφτασε τα 8,5 δισ. Ευρώ στο τέλος του 2014, και (θ) η καλύτερη σε σχέση με τους στόχους δημοσιονομική επίδοση των τελευταίων ετών.²⁰

Συνεπώς, για να προκύψει μία εικόνα για την κατανομή των πόρων του μηχανισμού στήριξης θα πρέπει να υπάρξει μία συνοδευτική παραδοχή για την κατανομή των πόρων από τις άλλες πηγές χρηματοδότησης. Εξαιρέση αποτελούν οι πόροι του μηχανισμού στήριξης για τη στήριξη του τραπεζικού συστήματος και την πραγματοποίηση της αναδιάρθρωσης του δημοσίου χρέους, οι οποίοι -όπως προαναφέρθηκε- διοχετεύθηκαν άμεσα στον τελικό προορισμό τους. Για τις άλλες περιπτώσεις, όμως, όπου οι πόροι διοχετεύθηκαν μέσω του δημόσιου ταμείου θα πρέπει να ληφθεί υπόψη και η παραδοχή για την κατανομή των άλλων πηγών χρηματοδότησης. Έτσι, για την εξυπηρέτηση του δημοσίου χρέους συνυπολογίζονται οι πόροι -που έχει εξαρχής καθοριστεί η συγκεκριμένη κατανομή τους-²¹ από τις

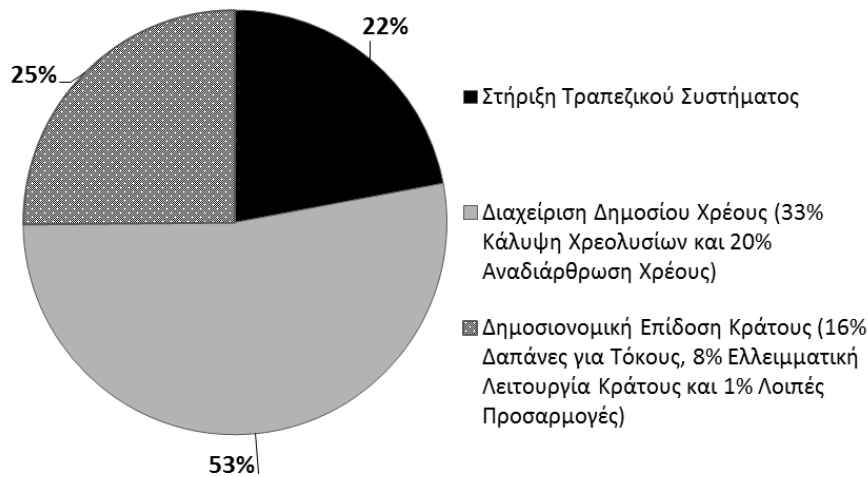
¹⁹Το ποσό της εν λόγω πηγής, μιας και αρκετά από τα συστατικά του αποτελούν σε μεγάλο βαθμό ιδιαιτερότητα της ελληνικής περίπτωσης, είναι δύσκολο να αποτυπωθεί σε ασφάλεια λόγω και της περιορισμένης διαθεσιμότητας συγκεκριμένων στοιχείων, γι αυτό και το συγκεκριμένο ποσό είναι κατά προσέγγιση και βασίζεται σε European Commission (2011) και European Commission (2014). Ωστόσο, το μέγεθός του δεν επηρεάζει την ανάλυση της κατανομής των χρηματοδοτικών πόρων από το μηχανισμό στήριξης.

²⁰Η προαναφερθείσα ανάλυση βασίζεται στα δημοσιευμένα δημοσιονομικά στοιχεία της γενικής κυβέρνησης και τις σχετικές εκτιμήσεις για το 2014, με αποτέλεσμα να προσαρμοστεί όταν δημοσιευθούν τα τελικά στοιχεία για το 2014, τα οποία σύμφωνα με το Υπουργείο Οικονομικών θα αποκλίνουν από τους στόχους που είχαν τεθεί.

²¹Στο πλαίσιο του προγράμματος οικονομικής πολιτικής, τα έσοδα από το πρόγραμμα αποκρατικοποιήσεων και από την επιστροφή των κερδών από τις κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος (σύμφωνα με τη συμφωνία του Ευρογρουπ στα τέλη του 2012) κατευθύνονται αποκλειστικά για τη μείωση του

αποκρατικοποιήσεις, την επιστροφή των κερδών από τις κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος, την επαναγορά των προνομιούχων μετοχών, αλλά και την έκδοση ομολόγων –κατά την επιστροφή στις αγορές του 2014–και από μέρος της αύξησης της έκθεσης σε έντοκα γραμμάτια του δημοσίου. Επίσης, για την κάλυψη της ελλειμματικής δραστηριότητας του δημοσίου λαμβάνονται υπόψη και οι πόροι από τη χρηματοδοτική στήριξη των τραπεζών, την καλύτερη σε σχέση με τους στόχους δημοσιονομική επίδοση, την επέκταση της έκθεσης σε έντοκα γραμμάτια και από την αξιοποίηση της πώλησης τίτλων με τη μέθοδο της επαναγοράς (repos) σε φορείς της γενικής κυβέρνησης. Οι τελευταίες πηγές κάλυψαν και μέρος των λοιπών αναγκών.

Διάγραμμα 2
Κατανομή Χρηματοδοτικών Πόρων Μηχανισμού Στήριξης, 2010-2014



Σύμφωνα, λοιπόν, με την παρούσα κατά προσέγγιση ανάλυση για την περίοδο 2010-2014, και με βάση τις παραπάνω παραδοχές, προκύπτει ότι το 53% των χρηματοδοτικών πόρων που άντλησε η Ελλάδα από το μηχανισμό στήριξης αφορούσε τη διαχείριση του –ιδιαίτερα υψηλού– δημοσίου χρέους και, ειδικότερα, το 33% κάλυψε χρεολύσια μεσοπρόθεσμου και μακροπρόθεσμου χρέους –δηλαδή, υποχρεώσεις που έληξαν κατά τη συγκεκριμένη περίοδο– και το 20% χρηματοδότησε τη διττή αναδιάρθρωση του δημοσίου χρέους το 2012, κατά την οποία το δημόσιο χρέος μειώθηκε κατά 127,1 δισ. ευρώ.²² Παράλληλα, το 25% των χρηματοδοτικών πόρων αφορούσε τη χρηματοδότηση της δημοσιονομικής επίδοσης του κράτους και, συγκεκριμένα, εκτιμάται ότι το 16% κάλυψε τις δαπάνες για τόκους, το 8% την ελλειμματική δραστηριότητα του κράτους (χωρίς να λαμβάνονται υπόψη οι ροές για την ανακεφαλαιοποίηση του τραπεζικού συστήματος, καθώς εντάσσονται σε διακριτή κατηγορία).²³ Έτσι, το 22% των χρηματοδοτικών πόρων του μηχανισμού στήριξης αφορούσε τη στήριξη του τραπεζικού συστήματος, μέρος των οποίων εκτιμάται ότι θα επιστραφεί στο δημόσιο από την πώληση των μετοχών που κατέχει το ΤΧΣ.

δημοσίου χρέους, όπως και τα έσοδα από την πώληση των μετοχών των συστημικών τραπεζών που απέκτησε το δημόσιο στο πλαίσιο της ανακεφαλαιοποίησης του τραπεζικού συστήματος.

²²Εκτιμάται, δηλαδή, ότι τα 119,8 δισ. ευρώ από τα σύνολο 135,4 δισ. ευρώ χρηματοδοτικών αναγκών για τη διαχείριση του δημοσίου χρέους καλύφθηκαν από το μηχανισμό στήριξης.

²³Συγκεκριμένα, εκτιμάται ότι από τα 57,1 δισ. ευρώ από τα σύνολο 69,6 δισ. ευρώ χρηματοδοτικών αναγκών για την κάλυψη της δημοσιονομικής επίδοσης του κράτους και λοιπών προσαρμογών καλύφθηκαν από το μηχανισμό στήριξης. Αξίζει να σημειωθεί ότι η κατανομή των πόρων του μηχανισμού στήριξης μεταξύ κάλυψης αναγκών για δαπάνες τόκων και κάλυψης αναγκών για την ελλειμματική λειτουργία του κράτους βασίστηκε –για διευκόλυνση της ανάλυσης– στην αναλογία των εν λόγω πηγών κατά την αρχική κατανομή των 67 δισ. ευρώ (σύμφωνα και με την παραδοχή για την αξιοποίηση των πρωτογενών πλεονασμάτων).

Από τις παραπάνω εκτιμήσεις καθίσταται ξεκάθαρο ότι οι πόροι του μηχανισμού στήριξης δεν διοχετεύθηκαν αποκλειστικά στην αποπληρωμή προηγούμενων χρεών και στη στήριξη των τραπεζών, αν και τα δύο αυτά πεδία απορρόφησαν πολύ μεγάλο μέρος των εν λόγω πόρων. Αυτή η κατανομή, ωστόσο, αποτελεί μία στατική εικόνα μίας δυναμικής σχέσης, καθώς οι εξελίξεις σε κάθε πεδίο επηρέαζαν -σχεδόν αμφίδρομα- τις εξελίξεις στα άλλα πεδία.²⁴ Για αυτό το λόγο η εν λόγω κατανομή αποτελεί μία αρχική προσέγγιση για την απάντηση στο ερώτημα σχετικά με το που διοχετεύθηκαν οι πόροι του μηχανισμού στήριξης, χωρίς, όμως, να συνιστά και μία ακριβή λογιστική αποτύπωση, η οποία είναι ιδιαίτερα δύσκολη και δύναται να γίνει μόνο από τους αρμόδιους φορείς του Υπουργείου Οικονομικών. Σε κάθε περίπτωση, είναι μία πρώτη εικόνα της κατανομής της μεγαλύτερης χρηματοδοτικής βοήθειας στην ιστορία της ΕΕ.

²⁴Κάπως χονδρικά, μεταξύ άλλων, η αναδιάρθρωση του δημοσίου χρέους επηρέασε τις ανάγκες ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών, η στήριξη των τραπεζών επέτρεψε της αύξηση της αξιοποίησης ένοικων γραμματίων του δημοσίου που κάλυπτε τα ελλείμματα, η αναδιάρθρωση επηρέασε την στάση των φορέων της γενικής κυβέρνησης, η εφαρμογή του προγράμματος επέτρεψε τη σταδιακή έξοδο στις αγορές, κ.ά.

Βιβλιογραφία

- Barro, R. (1979)**, “On the Determination of the Public Debt”, *Journal of Political Economy*, Vol. 87, No. 5, pp. 940-971.
- Cukierman, A. and A. Meltzer (1989)**, “A Political Theory of Government Debt and Deficits in a Neo-Ricardian Framework”, *The American Economic Review*, Vol. 79, No. 4, pp. 713-732.
- European Commission (2011)**, “*The Economic Adjustment Programme for Greece – Fifth Review*”, European Economy Occasional Paper No 87, October 2011.
- European Commission (2012a)**, “*The Second Economic Adjustment Programme for Greece*”, European Economy Occasional Paper No 94, March 2012.
- European Commission (2012b)**, “*The Second Economic Adjustment Programme for Greece – First Review*”, European Economy Occasional Paper No 123, December 2012.
- European Commission (2014)**, “*The Second Economic Adjustment Programme for Greece – Fourth Review*”, European Economy Occasional Paper No 192, April 2014.
- Feldstein, M. (1984)**, “Debt and Taxes in the Theory of Public Finance”, *Journal of Public Economics*, Vol. 28, No. 2, pp. 233-245.
- Pagoulatos, G. (2014)**, “State-driven in Boom and in Bust: Structural Limitations of Financial Power in Greece”, *Government and Opposition*, Vol. 49, No. 3, pp. 452-482.
- Pagoulatos, G. and C. Triantopoulos (2009)**, “The Return of the Greek Patient: Greece and the 2008 Global Financial Crisis”, *South European Society and Politics*, Vol. 14, No. 1, pp. 35 – 54.
- Pagoulatos, G. and C. Triantopoulos (2014)**, “Growth Strategy and Welfare Reform in Greece”, paper presented at the Sciences Po Workshop on “National Growth Strategies and Welfare State Reform” at, Paris, 11 – 12/12/2014.
- Τράπεζα της Ελλάδος (2014)**, *Το Χρονικό της Μεγάλης Κρίσης*, Κέντρο Πολιτισμού, Έρευνας και Τεκμηρίωσης της Τράπεζα της Ελλάδος, Αθήνα.
- Τριαντόπουλος, Χ. (2015α)**, “Πλαίσιο Στήριξης Τραπεζικού Συστήματος: Μία Πρώτη Προσέγγιση”, Οικονομικές Εξελίξεις No 26, ΚΕΠΕ – Φεβρουάριος 2015.
- Τριαντόπουλος, Χ. (2015β)**, “ Η Εξέλιξη και Διάρθρωση του Δημοσίου Χρέους”, Οικονομικές Εξελίξεις No 26, ΚΕΠΕ – Φεβρουάριος 2015.
- Υπουργείο Οικονομικών (2011)**, *Κρατικός Προϋπολογισμός 2012*, Υπουργείο Οικονομικών, Αθήνα.
- Υπουργείο Οικονομικών (2012)**, *Κρατικός Προϋπολογισμός 2013*, Υπουργείο Οικονομικών, Αθήνα.
- Υπουργείο Οικονομικών (2014)**, *Κρατικός Προϋπολογισμός 2015*, Υπουργείο Οικονομικών, Αθήνα.