



**Μιράντα Ξαφά**

Senior Scholar, Centre for International Governance Innovation & μέλος της Διοικούσας Επιτροπής της ΔΡΑΣΗΣ

## Το πρώτο Μνημόνιο, 2010-2011

Δημοσιεύθηκε: 11/07/2017 , Huffingtonpost.gr



Η κρίση χρέους της Ελλάδας αποκάλυψε μια σημαντική αδυναμία στην αρχιτεκτονική της Ευρωζώνης: **την έλλειψη ενός μηχανισμού ικανού να διαχειριστεί τις δημοσιονομικές κρίσεις σε χώρες-μέλη**. Ενώ η κρίση βρισκόταν σε εξέλιξη, με το spread των ελληνικών ομολόγων να ανεβαίνει και την πιστοληπτική ικανότητα της χώρας να υποβαθμίζεται, η ΕΕ αρχικά απέφυγε να στείλει μήνυμα στήριξης προς την Ελλάδα, επικαλούμενη τη ρήτρα περί «μη διάσωσης» (Άρθρο 125 της Συνθήκης ΕΕ). Όταν όμως η κρίση βάθυνε, επικράτησε **ο φόβος ενός ντόμινο** που θα έπληττε και τις άλλες ευάλωτες χώρες της περιφέρειας της Ευρωζώνης.

Υπήρχαν επίσης έντονες ανησυχίες για τις ζημιές που θα υφίσταντο οι τράπεζες της Γαλλίας και της Γερμανίας, που είχαν στην κατοχή τους 36% και 21% αντίστοιχα των συνολικών υποχρεώσεων σε ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου (IMF, 2010). **Η λύση που τελικά υιοθετήθηκε τον Μάιο του 2010 ήταν η χρηματοδότηση ενός τριετούς προγράμματος σταθεροποίησης της ελληνικής οικονομίας συνολικού ύψους 110 δισ. ευρώ**, υπό την καθοδήγηση του ΔΝΤ, με διμερή δάνεια 80 δισ. από τους εταίρους και 30 δισ. από το ΔΝΤ. Τα ποσά αυτά ήταν ασύλληπτα για τα δεδομένα της εποχής, καθώς ξεπερνούσαν κατά πολύ την οικονομική στήριξη που είχε ποτέ δοθεί σε χώρα παγκοσμίως, τόσο σε σχέση με το ΑΕΠ (48%) όσο και ως απόλυτο μέγεθος. Το

ύψος των δανείων αντανakλούσε το δυσθεώρητο ύψος των μακροοικονομικών ανισορροπιών της Ελλάδας.

Υπό το φόβο της διάχυσης της κρίσης και των ζημιών που θα υφίσταντο οι τράπεζες στον πυρήνα της Ευρωζώνης, **η συμφωνία του Μαΐου του 2010 δεν περιελάμβανε αναδιάρθρωση του ελληνικού χρέους**, αν και το ΔΝΤ είχε πιέσει προς αυτή την κατεύθυνση. Τελικά το ΔΝΤ αποφάσισε να συμμετάσχει στο πρόγραμμα παρά το γεγονός ότι δεν μπορούσε να πιστοποιήσει ότι το χρέος ήταν πιθανότατα βιώσιμο, όπως απαιτείται για κάθε μεγάλο δάνειο του οργανισμού. Η διαμάχη μεταξύ της ανάγκης να στηριχθεί η Ελλάδα και της ανησυχίας ότι το χρέος της δεν ήταν βιώσιμο λύθηκε με την άμβλυνση των κριτηρίων για έκτακτη πρόσβαση σε πολύ μεγάλα δάνεια του ΔΝΤ («exceptional access»), σε περιπτώσεις όπου υπήρχε συστημικός κίνδυνος μετάδοσης της κρίσης. Το ΔΝΤ τροποποίησε το πλαίσιο κανόνων που διέπουν τέτοια δάνεια, εισάγοντας μια «**συστημική εξαίρεση**» («systemic exemption») σε περιπτώσεις όπου υπάρχουν βίσιμοι φόβοι μετάδοσης της κρίσης. Αυτή η εξαίρεση χαμήλωσε τον πήχη όσον αφορά τη βιωσιμότητα του χρέους, καθυστερώντας την αναδιάρθρωσή του.

Τον Ιούνιο του 2010 δημιουργήθηκε το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF), ένα επενδυτικό όχημα με έδρα το Λουξεμβούργο, που μπορούσε να δανειστεί από τις αγορές στηριζόμενο στις εγγυήσεις που παρείχαν οι χώρες-μέλη. Το EFSF έδωσε δάνεια στην Ιρλανδία (2010), Πορτογαλία (2011) και Ελλάδα (2012), προτού εγκριθεί από τα κοινοβούλια των χωρών-μελών και λειτουργήσει ο μόνιμος Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας (ESM), τον Ιανουάριο του 2013. Με τη δημιουργία του οργανισμού διαχείρισης κρίσεων, οι χώρες της Ευρωζώνης απέκτησαν συλλογική ευθύνη για τα χρέη των χωρών-μελών προς το EFSF/ESM. Το ίδιο ίσχυε για το πρόγραμμα αγοράς ομολόγων ευάλωτων χωρών στη δευτερογενή αγορά που υιοθέτησε η ΕΚΤ το 2010, σε μια προσπάθεια να συγκρατήσει το κόστος δανεισμού των χωρών αυτών σε βιώσιμα επίπεδα (το πρόγραμμα SMP).

Το πρόγραμμα στήριξης του 2010 προέβλεπε ότι το πρωτογενές ισοζύγιο θα γινόταν πλεονασματικό το 2013 και θα αυξανόταν σταδιακά στο 6% του ΑΕΠ από το 2015, ενώ το συνολικό δημοσιονομικό ισοζύγιο (μαζί με τους τόκους) θα παρέμενε ελλειμματικό. Το πρόγραμμα επίσης προέβλεπε «εσωτερική υποτίμηση», δηλαδή μείωση μισθών και τιμών ώστε να ανακτηθεί η χαμένη ανταγωνιστικότητα μέσα στην Ευρωζώνη. **Ο συνδυασμός ελλειμμάτων και εσωτερικής υποτίμησης, που θα μείωνε το ονομαστικό ΑΕΠ, συνεπαγόταν εκτίναξη του χρέους από 115% του ΑΕΠ το 2009 (που αργότερα αναθεωρήθηκε σε 127%) σε 150% το 2013**, προτού αρχίσει σταδιακή μείωση στο 120% του ΑΕΠ το 2020 - το όριο που έθεσε το ΔΝΤ για να κριθεί βιώσιμο το χρέος. **Το πρόγραμμα περιελάμβανε επίσης όλες τις μεταρρυθμίσεις που οι ελληνικές κυβερνήσεις παραδέχονταν ότι είναι απαραίτητες αλλά δεν εφάρμοζαν λόγω «πολιτικού κόστους».**

Μεταρρύθμιση του ασφαλιστικού, άνοιγμα των επαγγελματιών, άρση εμποδίων

εισόδου στις αγορές, μεγαλύτερη ευελιξία στην αγορά εργασίας, απελευθέρωση αγοράς ενέργειας, εισαγωγή αποτελεσματικού μηχανισμού ελέγχου των δαπανών.

**Όμως αυτές οι μεταρρυθμίσεις προσέκρουσαν σε ομάδες συμφερόντων που ήθελαν να διατηρήσουν τα «κεκτημένα»** και δεν εφαρμόστηκαν ή εφαρμόστηκαν ατελώς. Η στάση της αξιωματικής αντιπολίτευσης «νομιμοποίησε» την αντιμνημονιακή ρητορική στη συνείδηση των πολιτών, ενώ συγχρόνως μια σειρά από δυσάρεστες εξελίξεις κατέστησε αναπόφευκτη την αναδιάρθρωση χρέους που τελικά έγινε τον Μάρτιο του 2012. Με την πλήρη εφαρμογή των στατιστικών κανόνων της Eurostat τον Νοέμβριο του 2010, **αποκαλύφθηκε ότι το έλλειμμα που έπρεπε να χρηματοδοτηθεί ήταν μεγαλύτερο από τις προηγούμενες εκτιμήσεις**, προκαλώντας περαιτέρω πιστοληπτικές υποβαθμίσεις.

Στη συνέχεια η επιδείνωση της ύφεσης, οι κοινωνικές αναταραχές, η εκροή καταθέσεων, η πιστωτική ασφυξία και τελικά ο εκτροχιασμός του προγράμματος **κατέδειξαν ότι ήταν μάλλον απίθανο η Ελλάδα να επιστρέψει στις κεφαλαιαγορές στις αρχές του 2012 όπως προβλεπόταν**. Η έλλειψη εμπιστοσύνης στη βούληση και στην ικανότητα της κυβέρνησης να εφαρμόσει το πρόγραμμα κατέστησε τους Ευρωπαίους απρόθυμους να προσφέρουν περαιτέρω βοήθεια. Αυτή η απροθυμία έφερε στο προσκήνιο τη συζήτηση για συμμετοχή ιδιωτών στη διάσωση - συζήτηση που είχε ανοίξει στη γαλλογερμανική σύνοδο κορυφής της καγκελαρίου Μέρκελ και του προέδρου Σαρκοζί στην Ντοβίλ τον Οκτώβριο του 2010, υπονομεύοντας την πεποίθηση ότι η ελληνική κρίση ήταν κρίση ρευστότητας και όχι βιωσιμότητας. **Στην τέταρτη αξιολόγηση του προγράμματος τον Ιούλιο του 2011, το ΔΝΤ αναγνώρισε επίσημα ότι η Ελλάδα θα χρειαζόταν αναδιάρθρωση χρέους** με παράταση της προθεσμίας λήξης των ομολόγων ΕΔ και πρόσθετη χρηματοδότηση ύψους 71 δισ. ευρώ από τον «επίσημο τομέα» (ΕΕ, ΔΝΤ) μέχρι τα μέσα του 2014. Τελικά οι Ευρωπαίοι ηγέτες συμφώνησαν στη Σύνοδο Κορυφής της 21ης Ιουλίου 2011 να συνεχίσουν τη χρηματοδότηση του ελληνικού προγράμματος, υπό τον όρο η Ελλάδα να πάρει πρόσθετα μέτρα και να συμφωνήσει σε αναδιάρθρωση (reprofiling) του χρέους με τους ιδιώτες ομολογιούχους.

Η κατ' αρχήν συμφωνία με το Διεθνές Χρηματοπιστωτικό Ινστιτούτο (IIF), που εκπροσωπούσε τους ομολογιούχους, προέβλεπε **μείωση 21% στην καθαρή παρούσα αξία του χρέους** (net present value) μέσω ενός μενού επιλογών για εθελοντική ανταλλαγή είτε με ομόλογα ίδιας ονομαστικής αξίας, αλλά με χαμηλότερο επιτόκιο είτε με ομόλογα χαμηλότερης ονομαστικής αξίας αλλά με υψηλότερο επιτόκιο. Η προτεινόμενη ανταλλαγή αφορούσε μόνο τα ομόλογα που έληγαν μέχρι το 2020, τα οποία συνιστούσαν τον κύριο όγκο του χρέους. **Αυτές οι επιλογές όμως συνεπάγονταν ελάχιστη ελάφρυνση χρέους, διότι η παρούσα αξία του χρέους είχε υπολογιστεί με σχετικά υψηλό προεξοφλητικό επιτόκιο που υποεκτιμούσε την παρούσα αξία**. Προτού εφαρμοστεί η συμφωνία, το ΔΝΤ εξέδωσε αναθεωρημένη ανάλυση της

βιωσιμότητας του χρέους, που συμπέρανε ότι η προτεινόμενη συμφωνία δεν ήταν συμβατή με μείωση του χρέους στο 120% του ΑΕΠ το 2020 όπως προέβλεπε το πρόγραμμα, και ζήτησε μεγαλύτερη ελάφρυνση χρέους. Ταυτόχρονα εξέφραζε ανησυχία για το γεγονός ότι η οικονομία προσαρμοζόταν σε χαμηλότερα επίπεδα δανεισμού μέσω ύφεσης και όχι μέσα από μεταρρυθμίσεις που θα βελτίωναν την αναπτυξιακή προοπτική της χώρας, θέτοντας σε κίνδυνο τους δημοσιονομικούς στόχους που είχαν βασιστεί σε υψηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης.

Η αναθεωρημένη ανάλυση βιωσιμότητας του χρέους από το ΔΝΤ διέρρευσε στον Τύπο πριν τη Σύνοδο Κορυφής της ΕΕ της 26ης-27ης Οκτωβρίου 2011, συμβάλλοντας αποφασιστικά στην επιμονή των Ευρωπαίων ηγετών να υπάρξει πολύ μεγαλύτερη ελάφρυνση χρέους προς τους ιδιώτες ομολογιούχους, της τάξης του 50%, ως προϋπόθεση για νέο πακέτο διάσωσης. **Ο πρωθυπουργός**

**Γιώργος Παπανδρέου ανακοίνωσε την πρόθεσή του να προκηρύξει δημοψήφισμα προκειμένου να εξασφαλίσει λαϊκή στήριξη για το νέο πακέτο.** Με την κρίση στην Ευρωζώνη να έχει πάρει επικίνδυνες διαστάσεις και να απειλεί την ίδια την ύπαρξη του κοινού νομίσματος, η πρόθεση αυτή κατακρίθηκε έντονα από τους Ευρωπαίους ηγέτες και ο Παπανδρέου παραιτήθηκε στις αρχές Νοεμβρίου. Στη συνέχεια σχηματίστηκε από την ίδια Βουλή τρικομματική κυβέρνηση υπό τον πρώην διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος και πρώην υποδιοικητή της ΕΚΤ **Λουκά Παπαδήμο**, με αρμοδιότητα να ολοκληρώσει τη διαπραγμάτευση για νέο πρόγραμμα και αναδιάρθρωση χρέους, το γνωστό **PSI (Private Sector Involvement**, δηλαδή τη συμβολή των ιδιωτών ομολογιούχων στη χρηματοδότηση του προγράμματος). Μετά τη δέσμευση της νέας κυβέρνησης να αποδεχθεί τους στόχους του νέου προγράμματος, οι πιστωτές εκταμίευσαν μία τελευταία δόση τον Δεκέμβριο του 2011, ανεβάζοντας το συνολικό ποσό που εκταμιεύτηκε στο πρώτο Μνημόνιο σε 73 δισ. ευρώ από τα προβλεπόμενα 110 δισ., εκ των οποίων τα 53 δισ. προήλθαν από τους Ευρωπαίους εταίρους και 20 δισ. από το ΔΝΤ.

Η παρούσα αξία είναι η αξία μιας μελλοντικής ταμειακής ροής όπως αποτιμάται σήμερα, χρησιμοποιώντας ένα προεξοφλητικό επιτόκιο. Για παράδειγμα, η παρούσα αξία ενός ποσού 100 ευρώ που θα εισπραχθεί σε ένα χρόνο είναι  $100/1,05 = 95,24$  αν το επιτόκιο είναι 5%. Όσο υψηλότερο είναι το προεξοφλητικό επιτόκιο τόσο χαμηλότερη είναι η παρούσα αξία.

*\*\*Το άρθρο είναι απόσπασμα από το βιβλίο «Δημόσιο Χρέος», που κυκλοφορεί από τις εκδόσεις Παπαδόπουλος.*