

- Επιμερίωση
για Swaps

- ~~Αξία~~ Εχόμενη Χαρτ.
Θωριαν.

Rademacher

2)

Σημείωμα για τα swaps του 2000-01*

*Το σημείωμα επικεντρώνεται στη νομιμότητα των πράξεων και προσπαθεί να εξηγήσει τα κίνητρα που το κρατούν (και ενδεχομένως θα συνεχίζουν να το κρατούν) στην επικαιρότητα.

1) Τι έγινε το 2000-01 και γιατί

Στα τέλη της δεκαετίας του 1990, περίπου το 1/3 του δημοσίου χρέους ήταν σε ξένα νομίσματα, κυρίως σε Γιεν και Δολλάρια. Σύμφωνα με τους τότε ισχύοντες κανόνες, το χρέος έπρεπε να αποτιμάται στο εθνικό νόμισμα (δραχμές) σύμφωνα με την ισοτιμία κλεισίματος της τελευταίας εργάσιμης του έτους, ή, σε περίπτωση μετατροπής στο εθνικό νόμισμα μέσω συμφωνιών ανταλλαγής νομίσματος, **με την ισοτιμία που είχε συμφωνηθεί στην εκάστοτε σύμβαση**. Έτσι, πολλές χώρες που αντιμετώπιζαν πρόβλημα με την αποκλιμάκωση του χρέους λόγω υποτιμήσεων ή διολισθήσεων του εθνικού τους νομίσματος χρησιμοποιούσαν ιστορικές (ευνοϊκότερες) ισοτιμίες μέσω πράξεων μετατροπής. Οι πράξεις αυτές είχαν μάλιστα πάρει και τον ανεπίσημο χαρακτηρισμό «cosmetic swaps». Βέβαια, οι συνολικές υποχρεώσεις δεν άλλαζαν, γιατί η απομείωση του χρέους συνεπάγονταν επί πλέον επιβάρυνση σε τόκους.

Τα παραπάνω ίσχυαν και στη δική μας περίπτωση. Κατά το δεύτερο μέρος της δεκαετίας του 1990, η Τράπεζα της Ελλάδος ακολουθούσε συναλλαγματική πολιτική ελεγχόμενης διολίσθησης της δραχμής έναντι του Ευρώ, ενώ το ίδιο το Ευρώ σημείωνε ταχεία εξασθένηση έναντι του Γιεν και του Δολλαρίου. Αυτό σωρευτικά επέφερε σημαντική επιβάρυνση στο λόγο του χρέους ως προς το ΑΕΠ, ο οποίος έπρεπε σύμφωνα με τα κριτήρια ένταξης να μειώνεται με **«ικανοποιητικό ρυθμό»**. Η κατάσταση έγινε πιο πιεστική μετά την υποτίμηση του 1998.¹

Το πρόβλημα αντιμετωπίζονταν με τη σύναψη συμφωνιών ανταλλαγής νομίσματος σε ιστορικές, δηλαδή πιο ευνοϊκές ισοτιμίες. Έτσι η συναλλαγματική επιβάρυνση κάθε δανείου μετατρέπονταν σε επιτοκιακή, η οποία ήταν πιο ελεγχόμενη ως προς τα κριτήρια ένταξης. Οι πράξεις αυτές συνομολογούνταν στα τέλη κάθε έτους και ακυρώνονταν με αντίστροφες πράξεις κατά το πρώτο τρίμηνο του επόμενου.

Μετά την ένταξη της χώρας στην ΟΝΕ, συζητήθηκε διεξοδικά αν θα έπρεπε να συνεχιστεί αυτή η πρακτική ή θα έπρεπε να αναζητηθούν πιο μόνιμες λύσεις των εκκρεμοτήτων που είχαν συσσωρευτεί. Ακολουθώντας την πεπατημένη άλλων χωρών, αποφασίστηκε η **οριστική** εξάλειψη μέρους (περίπου 50%) των συσσωρευμένων συναλλαγματικών επιβαρύνσεων, μέσω ενός διπλού swap. Στο ένα σκέλος έγινε ανταλλαγή νομισμάτων με ιστορικές ισοτιμίες οι οποίες θα ίσχυαν μέχρι την τελική αποπληρωμή κάθε δανείου. Από τις ανταλλαγές αυτές προέκυψε μια απομείωση του χρέους κατά περίπου 2.850 δισεκ. Ευρώ (2,2% του τότε ΑΕΠ). Η αποπληρωμή αυτής της υποχρέωσης θα γίνονταν μέσω του δεύτερου σκέλους, που ήταν μια συμφωνία ανισομερούς ανταλλαγής επιτοκίων για την περίοδο 2004-2019, της οποίας η παρούσα αξία θα αντιστάθμιζε την παραπάνω διαφορά και θα κάλυπτε τα διάφορα κόστη της αντισυμβαλλόμενης τράπεζας (Goldman Sachs). Η τριετής περίοδος χάριτος συμφωνήθηκε λόγω Ολυμπιακών Αγώνων.

Αξίζει να τονιστεί ιδιαίτερα το γεγονός ότι ουδέποτε υπήρξε καταβολή μετρητών εκ μέρους της Goldman Sachs προς το Ελληνικό Δημόσιο, κάτι που βρέθηκε στο επίκεντρο της τρέχουσας συζήτησης κυρίως εκ μέρους της ΕΚΤ. Εκκρεμότητες του

¹ Σαν παράδειγμα αξίζει να αναφερθεί η περίπτωση του δανείου έκδοσης 1993 και λήξης 2005 σε Γιεν, με τοκομερίδιο 5,10%. Στα μέσα του 2000, αρχικό χρέος 100 δραχμών είχε φτάσει τις 265 δραχμές λόγω της διολίσθησης της δραχμής κατά 165% (από 1,42 στο 3,75), ενώ τα τοκομερίδια σε δραχμές στο 13,5%, τη στιγμή που τα δραχμικά για αντίστοιχη υπολειπόμενη διάρκεια είχαν πέσει στο 5%.

παρελθόντος μετατράπηκαν σε μελλοντικές υποχρεώσεις χωρίς διαμεσολάβηση μετρητών.

2) Τι έγινε μετά το 2004

Το καλοκαίρι του 2004, η GS άρχισε να πιέζει για επαναγορά εκ μέρους του ΕΔ της σύμβασης, ενσωματώνοντας τις λογιστικές επιβαρύνσεις που είχαν προκύψει λόγω της μεγάλης πτώσης των επιτοκίων. Αυτό δεν έγινε αποδεκτό απ' τον ΟΔΔΗΧ και οι λόγοι εξηγήθηκαν σε σχετικό έγγραφο (27/5/2004/α.π. 655). Η εξαγορά της σύμβασης έγινε τελικά το καλοκαίρι του 2005, οπότε οι λογιστικές υπεραξίες μάλλον κλειδώθηκαν σαν πραγματικό κόστος για το ΕΔ. Οι ακριβείς όροι της εξαγοράς δεν είναι γνωστοί αλλά πλέον εμφανίζεται η Εθνική ως αντισυμβαλλόμενος για ποσό περίπου 5 δισεκ. Ευρώ, σε παρόμοια μορφή, δηλαδή μη ισοσκελισμένη ανταλλαγή επιτοκίων (off market swap) και η περίοδος αποπληρωμής επεκτάθηκε μέχρι το 2037.

Τέλος, υπάρχουν βάσιμοι λόγοι υποψίας ότι μεταξύ 2005 και 2008 έγιναν πολλές πράξεις παρόμοιου χαρακτήρα, με προκαταβολή μάλιστα μετρητών της τάξης των 600-700 εκατ. Ευρώ το χρόνο, προφανώς για πλασματική μείωση του ελλείμματος.

3) Οι σημερινοί κανόνες

Σύμφωνα με την από 24 Φεβρουαρίου 2010 ανακοίνωση της Eurostat, τον Μάρτιο του 2008 εκδόθηκε οδηγία (specific guidance note) για το πως πρέπει να καταγράφονται στο έλλειμμα και το χρέος πράξεις μη ισοσκελισμένων swaps, δηλαδή swaps που υποκρύπτουν κάποια διευκόλυνση (δανεισμό), ειδικά για τη διαδικασία υπερβολικού ελλείμματος. Σύμφωνα με την οδηγία το αρχικό δάνειο πρέπει πλέον να καταγράφεται στο χρέος και η σταδιακή αποπληρωμή του μέσω των δόσεων να αφαιρείται απ' το αρχικό ποσό, με το υπόλοιπο να επιβαρύνει το έλλειμμα (τόκοι).

Εδώ αξίζει να υπογραμμιστεί ότι ούτε σήμερα απαγορεύεται η χρήση αυτού του εργαλείου, αρκεί να καταγράφεται σύμφωνα με την οδηγία. Απλά αφαιρείται το κίνητρο για τέτοιες πράξεις για καθαρά λογιστικούς λόγους, αλλά μπορούν να συνεχίζουν να γίνονται για λόγους διαχείρισης χρηματοροών (cash flow management).

Συμπερασματικά, αν ο κανονισμός του Μαρτίου 2008 ίσχυε το 2001 δεν θα υπήρχε κανένα κίνητρο χρήσης του εργαλείου. Πέραν όμως αυτού, είναι σαφές ότι **οι πράξεις του 2000-01 δεν παραβίασαν κανένα κοινοτικό κανονισμό και ήταν απολύτως σύννομες.**

4) Τι ενόχλησε ΕΚΤ και Eurostat

Στη συζήτηση του Ευρωκοινοβουλίου για το επίμαχο θέμα τον **Απρίλιο 2010**, ο επικεφαλής της Eurostat (Rademacher) δήλωσε ότι μετά την έκδοση της οδηγίας του Μαρτίου του 2008, ζητήθηκε απ' τις χώρες μέλη να γνωστοποιήσουν τις εν λόγω συμφωνίες. Η **Γερμανία**, η **Ιταλία**, το **Βέλγιο** και η **Πολωνία** ανταποκρίθηκαν θετικά και προσάρμοσαν τα στοιχεία, αλλά όχι η Ελλάδα.

Εδώ εγείρονται αρκετά ερωτήματα:

- Το ότι ορισμένες χώρες ανταποκρίθηκαν θετικά δεν σημαίνει ότι δεν υπήρξαν άλλες που είχαν κάνει ανάλογες πράξεις αλλά δεν τις γνωστοποίησαν, όπως η Ελλάδα. Εδώ αξίζει να σημειωθεί ότι τα swaps

του 2000-01 ήταν ήδη ευρέως γνωστά από το 2003, έπειτα από δημοσίευμα του περιοδικού Risk.

- Το γεγονός ότι ορισμένες χώρες γνωστοποίησαν κάποια στοιχεία δεν σημαίνει ότι γνωστοποίησαν όλα τα στοιχεία. Απ' ό,τι είμαστε σε θέση να γνωρίζουμε, η μόνη χώρα την οποία ήλεγξε επιμελώς η Eurostat ήταν η Ελλάδα.
- Είναι απορίας άξιον γιατί η ΝΔ που είναι εκτεθειμένη από την παραπάνω ανακοίνωση υποκινεί δημοσιεύματα που αναφέρονται στο 2000-01.

Στο τρίτο σημείο πρέπει επίσης να προστεθεί και το γεγονός που αναφέρεται στην από **24/2/2010 επίσημη ανακοίνωση της Eurostat**:

“During a Eurostat visit to Greece on 15-19 Sept. 2008, i.e. after the setting of the statistical rules, the Greek authorities declared that, in Greece, government units are not allowed by law to engage in off-market financial derivatives”.

Επομένως, η ΝΔ όχι μόνο δεν κατέγραψε το swap, ως όφειλε, αλλά αρνήθηκε την ύπαρξή του. Προφανώς η άρνηση στόχευε και στη συγκάλυψη σειράς άλλων παρόμοιων πράξεων, οι οποίες, σύμφωνα με δημοσιεύματα, έγιναν κατά την περίοδο 2005-08 για την κάλυψη όχι εκκρεμοτήτων του παρελθόντος, αλλά για τη χρηματοδότηση τρεχουσών αναγκών, όπως εξοπλιστικά προγράμματα.

Ενώ λοιπόν η ΝΔ αρνήθηκε κατηγορηματικά την ύπαρξη swaps τον Σεπτέμβριο 2008, στις αρχές του 2009 προβαίνει σε τροποποίηση του νομικού μέρους της σύμβασης με την Εθνική ώστε να καταστεί δυνατή η τιτλοποίηση της απίτησης προς το Ελληνικό Δημόσιο. Έτσι, με τη διαμεσολάβηση και πάλι της Goldman Sachs, δημιουργήθηκε το όχημα «Titlos plc», το οποίο εξέδωσε ομόλογα με εγγύηση το swap, το σύνολο των οποίων αγοράστηκε από την ίδια την Εθνική και η οποία αμέσως μετά τα κατέθεσε στην ΕΚΤ για άντληση ρευστότητας. Η ΕΚΤ αντέδρασε άμεσα πιστεύοντας ότι η Εθνική είχε καταβάλει στο δημόσιο ποσό περίπου 5 δις. Ευρώ, το οποίο αποπληρώνονταν μέσω του swap. Η αντίδρασή της οφείλονταν στο γεγονός ότι χορήγηση ρευστότητας μέσω αυτού του οχήματος θα μπορούσε να εκληφθεί ως απευθείας χρηματοδότηση κράτους-μέλους, κάτι που προσκρούει στον κανονισμό της. Ζήτησε εξηγήσεις οι οποίες δεν δόθηκαν ποτέ κατά το υπόλοιπο της θητείας της ΝΔ, όπως και κατά τους πρώτους μήνες της νέας διακυβέρνησης. Έτσι, ίσως για άσκηση πίεσης, το θέμα διέρευσε στον διεθνή τύπο και πήρε τη γνωστή έκταση.

Συμπερασματικά, έχουμε μια **τριπλή αστοχία** στη διαχείριση του θέματος. Πρώτον την ψευδή διαβεβαίωση περί μη ύπαρξης, την μετέπειτα συγκατάθεση για εμφάνιση στην ΕΚΤ και, τέλος, την ένοχη σιωπή επί σειρά μηνών για την αποσαφήνιση του θέματος.

5) Το θέμα σήμερα

Είναι ασαφές ποιο είναι ακριβώς το ζήτημα που εγείρεται, γιατί διαρκώς αλλάζει η έμφαση. Οι αρχικές συμβάσεις έγιναν με απόλυτη διαφάνεια το 2000-01 και έπαψαν να ισχύουν το 2005. Επομένως μελετήθηκαν εξονυχιστικά και πιστεύω ότι αν υπήρχε κάτι το νομικά μεμπτό θα είχε ήδη πάρει το δρόμο της δικαιοσύνης.

Στη πιο επίκαιρη εκδοχή, η Ελλάδα κατηγορήθηκε για είσοδο στην ΟΝΕ με παραποιημένα στοιχεία. Απ' τα παραπάνω όμως συνάγεται ότι κάτι τέτοιο δεν ευσταθεί, γεγονός που επιβεβαιώνεται και από τις αναφορές της ίδιας της Eurostat.

Υπάρχουν όμως πολλά συμπλέοντα και μη κίνητρα για την κατά διαστήματα ανακίνηση του θέματος και στο μέλλον. Μπορώ να αναφέρω τουλάχιστον έξι:

1. Οι δυσνόητες τεχνικές πτυχές διαμορφώνουν πρόσφορο έδαφος για διασπορά ασαφών κατηγοριών και, ως εκ τούτου, προσφέρεται για πολιτικές οχλήσεις.
2. Η εμπλοκή της Goldman Sachs σε κερδοσκοπικές κινήσεις που σχετίζονται με τη διεθνή κρίση εξηγεί εν μέρει την ιδιαίτερη προβολή του θέματος στα διεθνή μίντια. Η συγκεκριμένη τράπεζα κατέστη το «πρόσωπο του κακού». Σ' αυτό πρέπει να προστεθεί και η προσπάθεια μεγάλων ευρωπαϊκών τραπεζών να εκτοπίσουν απ' την Ευρώπη τις μεγάλες αμερικανικές επενδυτικές τράπεζες, με όχι αμελητέα εγχώρια συμμετοχή. *(Η διαροή για ενδεχόμενη διαμεσολάβησή της Goldman Sachs για δάνεια από την Κίνα πριν ένα χρόνο είχε προκαλέσει έντονες αντιδράσεις (Deutsche bank) και ίσως συνδέεται ευθέως με το γνωστό δημοσίευμα του Spiegel).*
3. Υπάρχει το πολιτικό στρίμωγμα της ΝΔ, η οποία προσπαθεί να αντιδράσει με κάθε τρόπο, λογικό ή παράλογο.
4. Η διαρκής ενοχοποίηση του παρελθόντος εν μέρει αποσπά την προσοχή από ευθύνες για την τρέχουσα διαχείριση.
5. Η σύσταση εξεταστικής για την οικονομία μάλλον θα εμπλέξει το θέμα.
6. Υπάρχει μια επικίνδυνη τάση οργάνωσης «παραεξεταστικών επιτροπών» (π.χ. υπό την αιγίδα της ΑΔΕΔΥ) με στόχο να βρουν ενόχους έξω από το δικό τους χώρο. Η τάση ενοχοποίησης «άλλων» μπορεί να πάρει ανεξέλεγκτες διαστάσεις.
7. Η κατά κύματα επανερχόμενη αμφισβήτηση της βιωσιμότητας της Ευρωζώνης απ' τον Αγγλοσαξωνικό, κυρίως, τύπο, σίγουρα θα εξακολουθεί να προβάλλει τις αδυναμίες της Ελλάδος. Η αμφισβήτηση της συμμετοχής της χώρας στην ΟΝΕ για θεωρητικούς λόγους σίγουρα θα συνδέεται και με τη «λαθραία είσοδο» σ' αυτή (βλ. αγωγή του Bloomberg εναντίον της ΕΚΤ).

Συμπεράσματα

- Τα swaps του 2000-01 δεν μπορούν να συνδεθούν με τη χρεοκοπία της χώρας. Τα ποσά που προστέθηκαν πρόσφατα στο χρέος είναι αμελητέα σε σχέση με τη συνολική δημοσιονομική κατάσταση.
- Δεν αποτελούσαν κάποιο κρυφό χρέος, από τη στιγμή που οι συμβάσεις ήταν καταχωρημένες στα βιβλία του ΓΛΚ. Πέραν τούτου, η ύπαρξή τους ήταν ευρέως γνωστή και επιβεβαιωμένη από το 2003.
- Η χρήση του εργαλείου δεν προσέκρουε σε κοινοτικούς κανονισμούς και είχε χρησιμοποιηθεί από πολλές άλλες χώρες. Παραποίηση των στοιχείων εντοπίζεται το 2008, όταν άλλαξαν οι λογιστικοί κανόνες.
- Οι συμβάσεις του 2000-01 έχουν ελεγχθεί τόσο από την κυβέρνηση της ΝΔ όσο και από τη σημερινή. Ουδέποτε ανακοινώθηκε κάτι το συγκεκριμένο, πέρα από υπονοούμενα και διαρροές, ενώ κατά την περίοδο 2005-09 η GS ήταν η πιο ευνοημένη τράπεζα σε αναδοχές.
- Παρά ταύτα υπάρχουν πολλοί λόγοι για τους οποίους το θέμα μάλλον θα ανακινείται από διάφορα ποικιλώνυμα κέντρα και στο μέλλον.



ΒΟΥΛΗ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΩΝ

ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ ΣΗΜΙΤΗΣ

Πρώην Πρωθυπουργός

και 500 ευρώ.

επειδή η συνολική
τα εστιάσεις του
100 μιλ = 1000
αύξανε = 1500

1) Εδ —————> Ιαπωνία

2) Ε ————— Μισοί 150 Ιαπωνία

αναγκάζει τα χρέη
αυτά των πρώτων
χρέη τους +
μερην

η φάση είναι
που έχει ημερήσια
στην Ιαπωνία

3) Ε ————— Μ δίνει
δάνειο στην Ελλάδα
σε από νομοπρά
1000 του (1)

από την Ε
αυτοί με 100
αυτοί με 100

— Η Ελλάδα του αφορμίζει
το άρτιο για το δάνειο στο
και με 100 αφορμίζει το μεγαλύτερο σε τρένο
ώστε η ανταπόκριση των δανείων να είναι και για

το άρτιο αφορμίζει
(μαζέττετε) που είναι
αφορμίζει στο 100 εστιάσεις
υπόφορο του και 100
από το εστιάσεις του
δανείου αφορμίζει
αφορμίζει του με 100 εστιάσεις
για την αντιστάση και
του αφορμίζει 100 εστιάσεις
από 100 εστιάσεις.

— η αφορμίζει των 100 εστιάσεων
με 100 εστιάσεις την αφορμίζει
την αφορμίζει
— το 100 αφορμίζει να ρυθμίζεται
με 100 εστιάσεις που αφορμίζει
αφορμίζει σε με 100 εστιάσεις
αφορμίζει 100 εστιάσεις αφορμίζει
αφορμίζει 100 εστιάσεις

Ακαδημίας 35, 106 72 Αθήνα

Τηλ.: Φαξ:

για την ανταπόκριση.



Πρώην Πρωθυπουργός

Πρώην Πρωθυπουργός
μελωδία δίνεσαι)
(window dressing) και ώρα αργά
~~μελωδία~~
μωαυτοβγαίναμε πριν τη μελωδία -
και να με μια οριστική ρύθμιση
το 2001 = ευδε-
τερμένη γούνη με τη
παράμετρου της
εξουχίας.

Καιά διουρνάρα τα εωιτομία οισί Δωαρι είναι υφηρότερο
αωο τα εωιτομία οισα οροφωα bonds

Σημείωμα για τα swaps του 2000-01

1) Ιστορικό

Στα τέλη της δεκαετίας του 1990, περίπου το 1/3 του δημοσίου χρέους ήταν εκπεφρασμένο σε ξένα νομίσματα, κυρίως σε Γιεν και Δολλάρια. Κατά το δεύτερο μέρος της δεκαετίας, η Τράπεζα της Ελλάδος ακολουθούσε συναλλαγματική πολιτική ελεγχόμενης διολίσθησης της δραχμής έναντι του Ευρώ, ενώ το ίδιο το Ευρώ σημείωνε ταχεία εξασθένιση έναντι του Γιεν και του Δολλαρίου. Αυτό επέφερε σημαντική επιβάρυνση στο λόγο του χρέους ως προς το ΑΕΠ, ο οποίος έπρεπε σύμφωνα με τα κριτήρια ένταξης να μειώνεται με «ικανοποιητικό ρυθμό». Η κατάσταση έγινε πιο πιεστική μετά την υποτίμηση του 1998.

Σαν παράδειγμα αξίζει να αναφερθεί η περίπτωση του δανείου έκδοσης 1993 και λήξης 2005 σε Γιεν, με τοκομερίδιο 5,10%. Στα μέσα του 2000, αρχικό χρέος 100 δραχμών είχε φτάσει τις 265 δραχμές λόγω της διολίσθησης της δραχμής κατά 165% (από 1.42 στο 3,75), ενώ τα τοκομερίδια σε δραχμές στο 13,5%, τη στιγμή που τα δραχμικά για αντίστοιχη υπολειπόμενη διάρκεια είχαν πέσει στο 5%. Αν δε συνυπολογίσουμε τις λογιστικές υπεραξίες λόγω μείωσης των Ιαπωνικών επιτοκίων, οι 100 δραχμές αρχικού χρέους το 2000 ανέρχονταν στις 290.

Το πρόβλημα αντιμετωπίζονταν με τη σύναψη συμφωνιών ανταλλαγής νομίσματος σε ιστορικές ισοτιμίες, δηλαδή πιο ευνοϊκές (είχαν πάρει την ονομασία cosmetic swaps). Έτσι η συναλλαγματική επιβάρυνση κάθε δανείου μετατρέπονταν σε επιτοκιακή, η οποία ήταν πιο ελεγχόμενη ως προς τα κριτήρια ένταξης. Οι πράξεις αυτές συνομολογούνταν στα τέλη κάθε έτους και ακυρώνονταν με αντίστροφες πράξεις κατά το πρώτο τρίμηνο του επόμενου.

Εδώ αξίζει να σημειωθεί ότι οι πράξεις δεν προσέκρουαν σε κάποιο κανονισμό της Eurostat, ο οποίος εκείνη την εποχή προέβλεπε ότι το συναλλαγματικό χρέος στο τέλος κάθε έτους υπολογίζεται είτε με την ισοτιμία της τελευταίας ημέρας, αν εξακολουθεί να είναι εκπεφρασμένο σε ξένο νόμισμα, είτε με την ισοτιμία που αναγράφεται σε συμφωνία ανταλλαγής, αν στο μεταξύ έχει συναφθεί συμφωνία ανταλλαγής νομίσματος (βλέπε συνημμένο 1).

Μετά την ένταξη της χώρας στην ΟΝΕ, συζητήθηκε διεξοδικά στο ΔΣ του ΟΔΔΗΧ αν θα έπρεπε να συνεχιστεί αυτή η πρακτική ή θα έπρεπε να αναζητηθούν πιο μόνιμες λύσεις των εκκρεμοτήτων που είχαν συσσωρευτεί. Ο λόγος ήταν η ανησυχία για διαρροές και υπόνοιες για κατάχρηση των διαθέσιμων εργαλείων. Τότε εμφανίστηκε η GS στο ΓΛΚ και πρότεινε το πακέτο που τελικά υλοποιήθηκε περίπου τέσσερις μήνες αργότερα, έπειτα από διεξοδικές συζητήσεις στο ΔΣ του ΟΔΔΗΧ. Η πρόταση ήταν η οριστική εξάλλειψη μέρους των συσσωρευμένων συναλλαγματικών επιβαρύνσεων, χρησιμοποιώντας ιστορικές ισοτιμίες και αντιστάθμιση της διαφοράς που προέκυπτε με σταδιακή αποπληρωμή (2004-2019), μέσω ανισομερούς ανταλλαγής επιτοκίων επί ενός εικοσαετούς ομολόγου. Υπήρξε επομένως τριετής περίοδος χάριτος λόγω Ολυμπιακών Αγώνων.

2) Πως επηρεάστηκαν τα δημοσιονομικά μεγέθη

Πιο συγκεκριμένα οι ανταλλαγές νομισμάτων επί συνολικού ποσού πάνω από 10 δισεκ. Ευρώ απέφερε λογιστική απομείωση του χρέους κατά περίπου 2,4 δισεκ. Ευρώ, στα οποία προστέθηκαν και περίπου 400 εκατ. από παρόμοια σύμβαση του

προηγούμενου έτους, η οποία δεν ακυρώθηκε. Έτσι, η συνολική λογιστική μείωση του χρέους ανήλθε σε περίπου 2.850 Ευρώ ή σε 2.2% του τότε ΑΕΠ ή περίπου 1,1% επί του σημερινού.

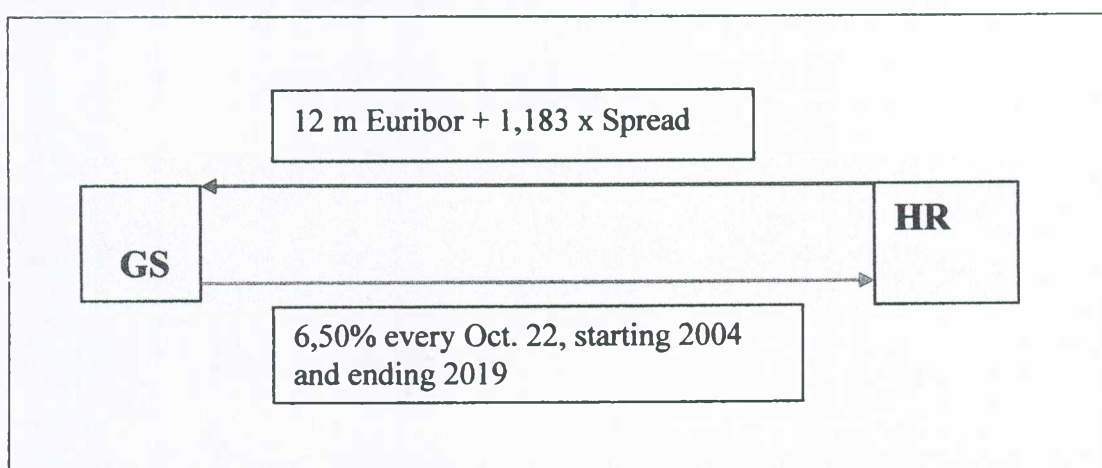
Για την αντιστάθμιση το Ε.Δ. θα επιβαρύνονταν με ένα κόστος που καθορίζονταν από μια πολύπλοκη φόρμουλα αλλά η οποία είχε υπολογιστεί κατά τη σύναψη της σύμβασης ότι αντιστοιχούσε σε **Euribor+29 b.p.** Αυτό αντιστοιχούσε σε ετήσιες δόσεις περίπου 360-370 εκατ. Ευρώ με πιθανότητα 68% (μια τυπική απόκλιση). Αν υποθέσουμε ότι η αρχική σύμβαση εξυπηρετούνταν όπως προεβλέπετο αρχικά, το συνολικό κόστος αποπληρωμής σε τρέχουσες τιμές θα ήταν 5.920 εκατ. Ευρώ, δηλαδή 2,07 φορές το αρχικό ποσό. Σαν μέτρο σύγκρισης μπορούμε να πάρουμε το αντίστοιχο 20-ετές ομόλογο, επί του οποίου έγινε και το swap, το οποίο με σταθερό επιτόκιο 6,5% επέφερε κατά την ίδια περίοδο συνολικό κόστος αποπληρωμής σε τρέχουσες τιμές 2,12 φορές το αρχικό ποσό. Είναι εμφανές ότι, με τα δεδομένα της εποχής, επρόκειτο για εύλογα κόστη.

Με τα σημερινά δεδομένα, η ετήσια επιβάρυνση σε τόκους και έλλειμμα θα ήταν της τάξης των 0,15% επί του ΑΕΠ.

Συμπερασματικά, η επίδραση των πράξεων επί των δημοσιονομικών μεγεθών ήταν τόσο οριακή, που οποιαδήποτε συσχέτιση με τα προβλήματα που προέκυψαν το 2009 είναι εκτός πραγματικότητας.

3) Οι συμβάσεις

Η αρχική σύμβαση (συνημμένο 2Α) περιείχε πολλά ρίσκα στο επιτόκιο που θα κατέβαλε το δημόσιο και τα οποία, σε περίπτωση που πραγματοποιούνταν, η λογιστική αξία του αρχικού ποσού της σύμβασης θα αυξάνονταν σημαντικά. Αυτό θα συνέβαινε αν το Euribor έπεφτε κάτω του 5% ή το 10-ετές swap rate μειώνονταν αισθητά. Υπήρχε επομένως ευαισθησία σε περίπτωση μετατόπισης της καμπύλης προς τα κάτω και ακόμη μεγαλύτερη σε περίπτωση οριζοντίωσής της.



Ποσό επί του οποίου θα υπολογίζονται οι ροές (Notional amount): **EUR 6,16 δισεκ.**

Επιπρόσθετοι όροι:

1. Μέγιστο όριο για το Euribor (cap) ορίζεται το 6,60%.
2. Ελάχιστο όριο για το Euribor (floor) ορίζεται το 5,00%.

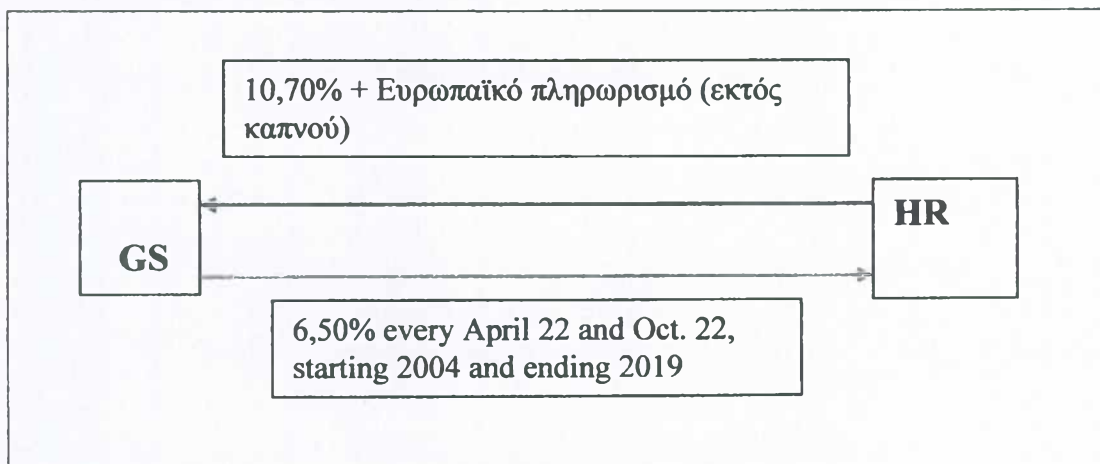
3. Spread: 12.25% - 1,17x10 year Swap Rate με μέγιστο όριο διακύμανσης του **spread (cap)** το 8% και ελάχιστο (floor) το 5%.

Τη στιγμή βέβαια που γίνονταν αυτοί οι υπολογισμοί οι καμπύλες προεξοφλούσαν ακριβώς την αντίθετη πορεία. Για παράδειγμα, το 10-ετές swap rate κατά τη σύναψη της συμφωνίας ήταν περίπου στο 5,5% ενώ την ίδια στιγμή η καμπύλη προεξοφλούσε σταδιακή άνοδο στο 6,05% τον Οκτώβριο του 2004 (πρώτη δόση) και 6,55% τον Οκτώβριο του 2009.

Μετά όμως τα γεγονότα της 11 Σεπτεμβρίου 2001, το περιβάλλον και η νομισματική πολιτική των μεγάλων κεντρικών τραπεζών άλλαξαν ριζικά, με τις γνωστές βέβαια συνέπειες για την παγκόσμια οικονομία. Θύμα αυτής της πολιτικής υπήρξε και η σύμβαση του Ιουνίου του 2001, με την έννοια ότι συνέβησαν όλα τα απρόβλεπτα που θα διόγκωναν την λογιστική της αξία. Κύριο πρόβλημα ήταν η σημαντική μείωση του 10-ετούς swap rate κάτω από το 5% (floor), γεγονός που προσέδιδε μεγάλες λογιστικές υπεραξίες στο οφειλόμενο ποσό.

Σ' αυτό το σημείο αξίζει ίσως να γίνει μια αποκωδικοποίηση του τύπου υπολογισμού του επιτοκίου που θα κατέβαλε το ΕΔ. Το ελάχιστο **μικτό** επιτόκιο ήταν 10,915% και το μέγιστο 16,064%, με τους παράγοντες που προαναφέρθηκαν να καθορίζει το ακριβές ύψος σε κάθε χρονική στιγμή. Απ' αυτό αφαιρείται το 6,5% που η GS κατέβαλε στο ΕΔ και το **καθαρό** επιτόκιο (κόστος δανεισμού) θα κυμαίνονταν μεταξύ 4,415% και 9,514% στην πλέον ακραία περίπτωση.

Διαπιστώνοντας την σε βάρος μας αλλαγή των προϋποθέσεων για μια ομαλή εξέλιξη της σύμβασης, διαπραγματευτήκαμε μια βελτίωση των όρων τον Ιούλιο του 2002, οι οποίοι αποτυπώθηκαν σε νέα σύμβαση (συνημμένο 2B).



Επιπρόσθετοι όροι:

1. Το ποσό επί του οποίου αποπληρώνεται το δάνειο και υπολογίζονται οι ταμειακές ροές παραμένει ως έχει, δηλαδή 6,161 δισεκατ. Ευρώ.
2. Ελάχιστος πληθωρισμός (floor): 1%
3. Η GS δικαιούται σε κάθε ευκαιρία πληρωμής του κουπονιού να αλλάξει το σταθερό μέρος (10,70%) σε 6 month Euribor + 5,35%. (Για να συμφέρει η μετατροπή, το Euribor πρέπει όχι μόνο να υπερβεί το 5,35% αλλά και να προβλέπεται ότι θα παραμείνει σε αυτά ή υψηλότερα επίπεδα για όλο το υπόλοιπο διάστημα μέχρι το 2019).

4. Η GS κατέβαλε στο Ελληνικό Δημόσιο 20 εκατ. ΕΥΡΩ με τη μορφή «Restructuring Premium».

Πλεονεκτήματα της νέας δομής

1. Μειώνεται ο σταθερός παράγοντας κατά 21,5 μονάδες βάσης (από 10,915% στο 10,70%). Έτσι το καθαρό επιτόκιο διαμορφώνεται σε 4,20%+Ευρωπαϊκό πληθωρισμό (εξαιρουμένου του καπνού).
2. Μειώνεται η μεταβλητότητα του κυμαινόμενου παράγοντα, επειδή οι διακυμάνσεις του Ευρωπαϊκού πληθωρισμού είναι σημαντικά μικρότερες από αυτές της προηγούμενης δομής. Κατά την αναδιάρθρωση ήταν 1,8% και η σταθεροποίησή του κάτω του 2% αποτελούσε κεντρικό στόχο της ΕΚΤ. Ως εκ τούτου σταθεροποιούνται οι μελλοντικές ταμειακές ροές.
3. Απλουστεύονται οι υπολογισμοί επειδή αποτελείται από δύο σταθερά μέρη, αυτό που πληρώνει το ΕΔ (10,70%) και αυτό που εισπράττει (6,5%). Στην ουσία, το ΕΔ καταβάλλει μια διαφορά 4,20%, πλέον του πληθωρισμού.
4. Τα έσοδα του δημοσίου λειτουργούν σαν φυσικό αντιστάθμισμα στο κόστος εξυπηρέτησης του «έμμεσου δανείου». Σε περιόδους έξαρσης του πληθωρισμού, ανεβαίνει μεν το κόστος εξυπηρέτησης του δανείου αλλά ταυτόχρονα τονώνονται τα γενικότερα έσοδα (αυτόματοι σταθεροποιητές). Σε περιόδους πίεσης των εσόδων λόγω επιβράδυνσης της οικονομικής δραστηριότητας, φυσιολογικά μειώνεται και το κόστος εξυπηρέτησης λόγω μείωσης του πληθωρισμού.
5. Η λογιστική αξία του υποκείμενου χρέους λειτουργεί ανάστροφα, κυρίως λόγω της ύπαρξης του σταθερού παράγοντα στο καθαρό επιτόκιο (4,20%). Υπό κανονικές συνθήκες, περίοδοι έξαρσης του πληθωρισμού συνοδεύονται από υψηλότερα επιτόκια, γεγονός που απομειώνει τη λογιστική αξία του χρέους. Το αντίθετο βέβαια συμβαίνει σε περιόδους χαμηλού πληθωρισμού και χαμηλών επιτοκίων.

Συμπερασματικά, η νέα δομή, κρινόμενη με τις συνθήκες των αγορών κατά τη σύναψη της αρχικής (Ιούνιος 2001), υπερτερεί σε όλα τα βασικά σημεία. Λόγω όμως της ύπαρξης του σταθερού παράγοντα, η λογιστική αξία θα μπορούσε να αυξηθεί περαιτέρω, αλλά σε πολύ μικρότερη κλίμακα.

Ένα πρόβλημα που προκύπτει και έχει δώσει αφορμή για πολλές παρερμηνείες είναι ότι με τα δεδομένα των αγορών τον Ιούλιο του 2002, η νέα συμφωνία φαίνεται ακριβή (περίπου Euribor+50 μονάδες βάσης) ενώ το κόστος της Ελληνικής Δημοκρατίας για την ίδια περίοδο ήταν Euribor + 20 μονάδες βάσης. Αυτό οφείλεται εν μέρει στην ενσωμάτωση στο νέο επιτόκιο των δεδουλευμένων τόκων του πρώτου έτους, καθώς και των νέων συνθηκών που είχαν διαμορφωθεί λόγω της πτώσης των μακροχρόνιων επιτοκίων, συγκεκριμένα του 10 Y swap rate, αντανάκλαση των οποίων ήταν και η αύξηση της λογιστικής αξίας. Δεν ήταν όμως εφικτό να απαλλαγούμε από τις υποχρεώσεις που είχαν προκύψει απ' την αρχική σύμβαση. Σε κάθε όμως περίπτωση, αυτό δεν αναιρεί το γεγονός ότι η δεύτερη αποτελούσε βελτίωση της πρώτης.

Τέλος, τον Απρίλιο του 2003, έγινε μια οριακή αναδιάρθρωση της σύμβασης του 2002 (συνημμένο 2Γ). Η αλλαγή αφορούσε στο ελάχιστο όριο του πληθωρισμού, το οποίο αυξήθηκε από 1% στο 1,3%. Αυτό αξιολογήθηκε σε 25 εκατ. Ευρώ, το οποίο και εισπράχτηκε από το ΕΔ.

4) Συναλλακτικό κόστος

Όσον αφορά το θέμα του κόστους, επισυνάπτω αντίγραφο μιας σελίδας ενός ενημερωτικού σημειώματος του 2003 (συνημμένο 3).

Το θέμα είχε προκύψει απ' το δημοσίευμα του Nicholas Dunbar στο περιοδικό Risk Magazine τον Ιούλιο του 2003, ο οποίος ανέφερε εντελώς αστήρικτα ότι η GS απ' τη συμφωνία είχε κερδίσει 200-300 εκατ. Ευρώ. Τον εν λόγω κύριο μου είχε συστήσει ο Δούκας το καλοκαίρι του 2004 ως σύμβουλο του Αλογοσκούφη για θέματα διεθνούς τύπου. Μόλις όμως αντιλήφθηκε ποιος είμαι προσπάθησε να τα μπαλώσει, λέγοντας ότι απλώς γνωρίζονται και τον συμβουλεύει ανεπίσημα. Σε πιο πρόσφατο δημοσίευσμά του την άνοιξη 2010 επανήλθε σε ιστοσελίδα, ανεβάζοντας το ποσό σε 500 εκατ. Ευρώ.

Αν τα στοιχεία που μας είχε δείξει η GS είναι ακριβή, το κέρδος της από το συνολικό αρχικό πακέτο δεν υπερβαίνει το 1,4% επί του extender και πολύ λιγότερο αν ληφθούν υπόψη και οι ανταλλαγές νομισμάτων.

Τι έγινε μετά το 2004

Λίγες μέρες μετά την αλλαγή της κυβέρνησης το 2004, μου ζητήθηκε να ενημερώσω για το συγκεκριμένο πακέτο. Αυτό έγινε με έγγραφο προς τον Δούκα στις 18/3/2004 (αρ. Πρωτ. 419) και δεν δόθηκε κάποια συνέχεια.

Το καλοκαίρι του 2004, η GS άρχισε να πιέζει για επαναγορά εκ μέρους του ΕΔ της σύμβασης, ενσωματώνοντας τις λογιστικές επιβαρύνσεις που είχαν προκύψει. Ο λόγος που είχαν επικαλεστεί ήταν ότι οι κανόνες διαφάνειας και οι απαιτήσεις του κανονιστικού πλαισίου μετά το σκάνδαλο της Εηρον είχαν αυστηροποιηθεί. Με έγγραφό μου (27/5/2004/α.π. 655) εξηγώ στην πολιτική ηγεσία γιατί μια τέτοια εξαγορά θα ήταν εις βάρος του ΕΔ και ότι θα έπρεπε να αναζητηθούν ευνοϊκότερες συνθήκες, όταν μάλιστα όλες οι πλευρές συμφωνούσαν ότι δεν είχε παραβιαστεί κάποιος κανονισμός της Eurostat.

Απ' ότι γνωρίζω, η εξαγορά της σύμβασης έγινε τελικά το καλοκαίρι του 2005, οπότε οι λογιστικές υπεραξίες μάλλον κλειδώθηκαν σαν πραγματικό κόστος για το ΕΔ. Το ποσό της εξαγοράς (περίπου 5 δισεκ. Ευρώ) χρηματοδοτήθηκε με παρόμοια πράξη, δηλαδή με μη ισοσκελισμένη ανταλλαγή επιτοκίων (off market swap) από την Εθνική Τράπεζα και η περίοδος αποπληρωμής επεκτάθηκε μέχρι το 2037.

Επί πλέον, το 2008 έγινε μια επιπρόσθετη προσαρμογή της σύμβασης που επέτρεπε στην Εθνική να τιτλοποιήσει την εν λόγω σύμβαση και έτσι, αγοράζοντας η ίδια την έκδοση από την "Titlos" να τη χρησιμοποιεί για άντληση ρευστότητας από την ΕΚΤ, προκαλώντας, όπως ήταν αναμενόμενο, την αντίδρασή της.

Τέλος, έχω βάσιμους λόγους να πιστεύω ότι μεταξύ 2005 και 2008 έγιναν πολλές πράξεις παρόμοιου χαρακτήρα, με προκαταβολή μάλιστα μετρητών της τάξης των 600-700 εκατ. Ευρώ το χρόνο, προφανώς για πλασματική μείωση του ελλείμματος.

5) Η σημερινή συζήτηση

Από τις ανακοινώσεις της Eurostat συνάγεται ότι το πρόβλημα εντοπίζεται στο γεγονός ότι οι ελληνικές υπηρεσίες αρνούνταν την ύπαρξη off market swaps μετά την αλλαγή των κανονισμών τον Μάρτιο του 2008. Σε πρόσφατη μάλιστα συνέντευξη αναφέρεται ότι ενώ άλλες χώρες (Γερμανία, Ιταλία, Βέλγιο, Πολωνία κλπ) έδωσαν

στοιχεία, «η Ελλάδα συνέχιζε να ψεύδεται». Ήταν ήδη γνωστό ότι η Εθνική αντλούσε ρευστότητα μέσω της «Titlos» από την ΕΚΤ.

Απ' την αντίδραση της κυβέρνησης συνάγεται ότι έχουν πλέον δοθεί στοιχεία. Δεν γνωρίζω τη μορφή τους αλλά υποψιάζομαι επιχειρείται να περάσουν όλα τα κόστη σε παρελθόντα έτη, ενώ ο σημερινός ΓΔ του ΟΔΔΗΧ ήταν ο αγοραστής του extender του 2005 και ο εμπνευστής της τιτλοποίησης του 2008.

Συμπερασματικά, μια σύννομη ρύθμιση εκκρεμοτήτων το 2001 έχει μετατραπεί σε μυθιστόρημα με πολλές παραλλαγές και αντικείμενο πολιτικής εκμετάλλευσης που εξάπτουν τη φαντασία γύρω από το θέμα της αξιοπιστίας της χώρας. Η FED πάντως διερεύνησε τις συμβάσεις έπειτα από παρότρυνση της επιτροπής οικονομικών της γερουσίας, και ανακοίνωσε στις 14 Απριλίου 2010 ότι δεν βρήκε κάτι το μεμπτό.



ΒΟΥΛΗ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΩΝ

ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ ΣΗΜΙΤΗΣ

Πρώην Πρωθυπουργός

1 Δεκεμβρίου 2001 Ισχύει
από 2002

όσοι καταγράφονται για να μην
υπάρχει ουσιαστικό κίνδυνο

Μετά το 2001

(ωρολόια)
11ευ - ευρώ με 100 ευρώ
ευνοϊκά για το ευρώ (110 ευρώ
2001 = χρηματοδότησαν των 100 ευρώ
1000 πόντων (ιστορική βασισμένη) ανα-
λογία

- 1) αωσέματα πλαν

χρέος 2,2% μικρότερο (δω χρεαβόου
(285000) να γίνει μια αωσέματα

2) αωσέματα δεσφείατα ως 2001
οι συγχωνία αναρραμ (2001)

δεν θα υπερβώσω τίποτε μέχρι 32,5
το 2004 αωσέματα
και αωσέματα
να αωσέματα
αωσέματα



ΒΟΥΛΗ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΩΝ

ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ ΣΗΜΙΤΗΣ

Πρώην Πρωθυπουργός

2001 απαγγελία εσωποικίων 5,8 το 2001
το Ελληνικό Δημόσιο δίνει ~~6,5%~~
σημ. 9-5 για το 2,8 το 2001
(το κέρδη ομόλογα 5,5) = αρα διαχ.
διαφορά

- κέρδη χαρτί 2004 = δεν
ωριμάζει τοπο 3 χρόνια δε τιμω
- Αντισυμβαλλόμενοι έχει διαφορά
ορίων / του χρόνου / ~~απ' αυτούς~~ / ~~απ' αυτούς~~ / ~~απ' αυτούς~~
είχε νομίσματα το Δημ. να εξαργυρώσει
το ένα από αυτά