

Αναδιάρθρωση χρέους: η ευρωπαϊκή διάσταση

Της Μιραντας Ξαφα*

Τις τελευταίες μέρες τα spreads των ελληνικών ομολόγων ξεπέρασαν κάθε ιστορικό προηγούμενο, με την απόδοση του διετούς ομολόγου να αγγίζει το 25%. Οι συνεχείς αναθεωρήσεις του ελλείμματος προς τα πάνω, οι αλληπάλληλες καθυστερήσεις στη λήψη μέτρων και η προφανής απουσία κυβερνητικής σύμπνοιας καταβαρθώνουν την αξιοπιστία της χώρας στις αγορές, ενισχύοντας τις φήμες περί άμεσης αναδιάρθρωσης χρέους. Πληθαίνουν τελευταία και στην Ελλάδα οι φωνές που ζητούν άμεση αναδιάρθρωση του χρέους ως μέσο χαλάρωσης των δεσμεύσεων του Μνημονίου. Αυτή η εκτίμηση είναι εντελώς λανθασμένη. Αν κάποιας μορφής αναδιάρθρωση γίνει σύντομα, θα είναι επειδή η Ελλάδα αδυνατεί να επιστρέψει στις αγορές το 2012, όπως προέβλεπε το Μνημόνιο, και οι Ευρωπαίοι εταίροι μας δεν είναι πρόθυμοι να μας δανείσουν μερικές δεκάδες δισεκατομμύρια πέρα από το δάνειο-μαμούθ των 110 δισ. της τρόικας. Αλλά ας πάρουμε τα πράγματα από την αρχή.

Τη διετία 2012-13 λήγουν ομόλογα ύψους 65 δισ. Αυτό το ποσό συμπίπτει με το ποσό που το Μνημόνιο προέβλεπε ότι η Ελλάδα θα αντλήσει από τις διεθνείς κεφαλαιαγορές. Αν η Ελλάδα δεν μπορέσει να επιστρέψει στις αγορές, το δάνειο της τρόικας δεν αρκεί για να καλυφθούν οι υποχρεώσεις της χώρας τη διετία 2012-13. Συνεπώς η χώρα θα αντιμετωπίσει πρόβλημα αναχρηματοδότησης, η επίλυση του οποίου δεν είναι ξεκάθαρη. Μία λύση θα ήταν η αύξηση του δανείου της τρόικας, η οποία όμως προσκρούει στην απροθυμία των λαών της βόρειας Ευρώπης για πρόσθετη χρηματοδότηση στην Ελλάδα. Η μόνη άλλη λύση είναι κάποιας μορφής αναδιάρθρωση του χρέους. Το άμεσο «κούρεμα» της αξίας των ομολόγων προσκρούει όμως σε σημαντικά εμπόδια: Πρώτον, δεν θα έπειθε τις αγορές ότι το υπόλοιπο χρέος θα εξυπηρετηθεί κανονικά, διότι το πρόγραμμα σταθεροποίησης είναι ακόμη στην αρχή και η επιτυχία του είναι κάθε άλλο παρά δεδομένη. Δεύτερον, οι ευρωπαϊκές τράπεζες δεν είναι έτοιμες να υποστούν τις ζημίες που συνεπάγεται ένα σημαντικό «κούρεμα» της αξίας των ομολόγων στο χαρτοφυλάκιό τους. Τρίτον, μια αναδιάρθρωση με «κούρεμα» του ελληνικού χρέους θα δημιουργήσει προσδοκίες για παρόμοια αναδιάρθρωση στις άλλες υπερχρεωμένες χώρες της Ευρωζώνης. Συζητείται επομένως και μία τρίτη λύση: Η επιμήκυνση των ομολόγων που λήγουν την κρίσιμη διετία 2012-13, με ενδεχόμενο «κούρεμα» της αξίας τους μετά τη δημιουργία του μόνιμου μηχανισμού στήριξης (ESM) στα μέσα του 2013. Η επιμήκυνση δεν θα έλυνε το πρόβλημα της βιωσιμότητας του χρέους αλλά θα απέφευγε την εκταμίευση πρόσθετου δανείου από την τρόικα, μεταθέτοντας για το μέλλον την αποπληρωμή των ομολόγων που λήγουν.

Μέχρι στιγμής οι Ευρωπαίοι ηγέτες αποκλείουν οποιαδήποτε μορφή αναδιάρθρωσης, επικαλούμενοι την υποστήριξη που έχουν ήδη προσφέρει στην Ελλάδα και την αποφυγή του κινδύνου να πληγεί ολόκληρη η Ευρωζώνη (και η ΕΚΤ) από μια απομείωση της αξίας των ελληνικών ομολόγων. Εχουν καταλήξει, δηλαδή, ότι μια ευρωπαϊκή τραπεζική κρίση σήμερα θα ήταν πιο επιβλαβής από μια ενδεχόμενη απομείωση της αξίας των διακρατικών δανείων προς την Ελλάδα αύριο, αν η Ελλάδα αδυνατεί να τα αποπληρώσει. Αυτός είναι και ο λόγος που οι ασκήσεις

προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων (stress tests) των ευρωπαϊκών τραπεζών διεξάγονται υπό την υπόθεση ότι τα κρατικά ομόλογα που κρατούν έως τη λήξη τους θα αποπληρωθούν στην ονομαστική τους αξία. Τι κερδίζουμε με την αναβολή του «κουρέματος» του χρέους; Τη μετάθεση των απωλειών για το μέλλον, όταν οι τράπεζες θα είναι πιο έτοιμες να υποστούν τις ζημιές και η Ελλάδα σε καλύτερη θέση να εξυπηρετήσει τουλάχιστον ένα τμήμα του χρέους της (σήμερα το σύνολο των τόκων πληρώνεται με τα δανεικά της τρόικας). Όσο όμως τα ομόλογα που λήγουν αποπληρώνονται στην ονομαστική τους αξία και αντικαθίστανται από διακρατικά χρέη, η ισορροπία αλλάζει. Με τα σημερινά δεδομένα, το 2013 το ένα τρίτο των ελληνικών ομολόγων θα έχει λήξει και θα έχει αντικατασταθεί από το χρέος προς την τρόικα. Η Ελλάδα θα χρειαστεί τότε και νέο δάνειο. Σε κάποια φάση, οι Ευρωπαίοι ηγέτες θα προτιμήσουν να αναγνωρίσουν την πραγματικότητα και θα αποφασίσουν ότι το «κούρεμα» των ομολόγων είναι προτιμότερο από μια περαιτέρω αύξηση του ποσού που οι Ευρωπαίοι φορολογούμενοι ρισκάρουν να χάσουν.

Η συζήτηση περί αναδιάρθρωσης αφορά ακριβώς αυτό το σημείο καμπής, που είναι άγνωστο πότε θα φτάσουμε - σήμερα ή το 2013. Το μόνο βέβαιο είναι ότι η αναδιάρθρωση χρέους, όποτε γίνει, δεν αναιρεί την ανάγκη αναδιάρθρωσης της οικονομίας ώστε να λειτουργεί παραγωγικά, με χαμηλό κόστος, και να παράγει εμπορεύσιμα αγαθά και υπηρεσίες αντί για άχρηστα υποβρύχια και άδεια τρένα. Σήμερα, ακόμη και αν εξαφανιστεί το χρέος, η Ελλάδα δεν μπορεί να ζήσει χωρίς δανεικά. Δεν μπορούμε όμως να διεκδικούμε περισσότερη ευρωπαϊκή αλληλεγγύη χωρίς να έχουμε πείσει τους εταίρους μας και τις αγορές ότι κάνουμε το παν για να ξεπεράσουμε την κρίση. Πολλά θα κριθούν από την αξιοπιστία του μεσοπρόθεσμου δημοσιονομικού προγράμματος που έρχεται προς ψήφιση στη Βουλή. Το πρόγραμμα πρέπει να πείθει ότι έχει στόχο την εκ βάθρων αναδιάρθρωση του Δημοσίου και της οικονομίας, όχι την εξασφάλιση δανεικών για να συνεχιστεί η κρατική σπατάλη χωρίς να θιγεί καίρια το κομματικό-συνδικαλιστικό κατεστημένο. Οψόμεθα.

* Σύμβουλος επενδύσεων στην IJ Partners και ιδρυτικό μέλος της Δράσης.