

Η συμφωνία για το PSI: προβλήματα και προοπτικές

Της Μιράντας Ξαφά*

Τη στιγμή που γράφεται αυτό το άρθρο δεν έχει ακόμη ανακοινωθεί η συμφωνία ανταλλαγής ομολόγων του ελληνικού Δημοσίου (PSI), που προβλέπεται να συζητηθεί στο Eurogroup την ερχόμενη Δευτέρα. Σκοπός αυτού του άρθρου είναι να εξηγήσει τα κυριότερα θέματα που αφορούν την ενδεχόμενη συμφωνία.

Δεδομένης της προφανούς αδυναμίας της Ελλάδος να επιστρέψει στις αγορές το 2012, όπως προέβλεπε το Μνημόνιο, στη σύνοδο κορυφής Ε.Ε. της 21ης Ιουλίου αποφασίστηκε το «κούρεμα» του ελληνικού χρέους προς τους ιδιώτες ομολογιούχους κατά 21%. Αυτό συνέφερε τις τράπεζες αλλά όχι την Ελλάδα, καθώς το «κούρεμα» αφορούσε την παρούσα αξία και όχι την ονομαστική αξία των ομολόγων, δηλ. προέβλεπε αναβολή της αποπληρωμής του χρέους και όχι τη διαγραφή του. Στη συνέχεια διέρρευσε η εμπιστευτική έκθεση του ΔΝΤ που διαπίστωνε ότι η συμφωνία της 21ης Ιουλίου δεν θα καθιστούσε βιώσιμο το ελληνικό δημόσιο χρέος, δεδομένων και των καθυστερήσεων στη δημοσιονομική προσαρμογή και στις διαρθρωτικές αλλαγές. Χάρη σε αυτή την έκθεση οι εταίροι μας στην Ε.Ε. ξανασκέφτηκαν το θέμα και κατέληξαν στη συμφωνία διαγραφής του μισού χρέους προς τους ιδιώτες ομολογιούχους, που επετεύχθη στη σύνοδο κορυφής της 26ης Οκτωβρίου. Η συμφωνία προέβλεπε την ανταλλαγή ομολόγων ύψους 206 δισ. με νέα ομόλογα ή ρευστό, ώστε να διαγραφεί το 50% του χρέους προς τους ιδιώτες ομολογιούχους. Στόχος της ανταλλαγής ήταν να καταστεί το ελληνικό δημόσιο χρέος βιώσιμο, μειώνοντάς το στο 120% του ΑΕΠ το 2020. Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ), που είχε αγοράσει περίπου 55 δισ. ομόλογα του ελληνικού Δημοσίου, σε μία μάταιη προσπάθεια να σταθεροποιήσει την αγορά ομολόγων, επρόκειτο να εξαιρεθεί από το «κούρεμα».

Στη συνέχεια ξεκίνησαν συζητήσεις με τις τράπεζες, που εκπροσωπούνται από το Διεθνές Χρηματοπιστωτικό Ινστιτούτο (ΙΙΦ), για τις λεπτομέρειες της ανταλλαγής ομολόγων. Η Ε.Ε. επέμεινε στο εθελοντικό «κούρεμα» για να αποφύγει ένα πιστωτικό γεγονός που θα είχε ως συνέπεια την πληρωμή των ασφαλιστρών πιστωτικού κινδύνου CDS, δηλ. την ανταμοιβή των «κερδοσκόπων» και την απροθυμία της ΕΚΤ να δεχθεί ως ενέχυρο ομόλογα ενός χρεοκοπημένου κράτους. Επετεύχθη συμφωνία σε πολλά θέματα, δηλ. ότι οι ομολογιούχοι θα λάβουν 35 ευρώ σε νέα ομόλογα και 15 ευρώ σε ρευστό για κάθε 100 ευρώ ονομαστικής αξίας των ομολόγων που κατέχουν, και ότι τα νέα ομόλογα θα εκδοθούν βάσει του αγγλικού νόμου. Το θέμα κόλλησε όμως στο κουπόνι των νέων ομολόγων, με τις τράπεζες να ζητούν τουλάχιστον 5% και την ελληνική κυβέρνηση, υποστηριζόμενη από την τρόικα, να προσφέρει 2%-4%. Η συμμετοχή των ομολογιούχων στο «κούρεμα» ήταν επίσης προβληματική, καθώς μόνο 70%-75% από αυτούς θα συμμετείχαν εθελοντικά, ενώ απαιτείται τουλάχιστον 90% για να εξασφαλιστεί η βιωσιμότητα του χρέους.

Η εναλλακτική λύση θα ήταν το υποχρεωτικό «κούρεμα», το οποίο θα έθετε την Ελλάδα σε καθεστώς χρεοκοπίας και θα ενεργοποιούσε τα συμβόλαια ασφάλισης πιστωτικού κινδύνου (CDS). Για να υλοποιηθεί το υποχρεωτικό «κούρεμα» η Ελλάδα θα πρέπει να αλλάξει αναδρομικά τα συμβόλαια των ομολόγων για να περιλάβει

ρήτρες συλλογικής δράσης (CACs) που υποχρεώνουν τη μειοψηφία των απρόθυμων ομολογιούχων να δεχθούν τους όρους που αποδέχεται η πλειοψηφία. Εφόσον η ΕΚΤ θα συνέχιζε να χρηματοδοτεί τις ελληνικές τράπεζες, αποδεχόμενη τα (χρεοκοπημένα) ελληνικά ομόλογα ως ενέχυρο, η αναδιάρθρωση χρέους θα ήταν ελεγχόμενη, παρότι υποχρεωτική. Η ενεργοποίηση των συμβολαίων CDS, που δεν ξεπερνούν τα 4 δισ., δεν εμπλέκει την τρόικα ή την ελληνική κυβέρνηση εφόσον αφορά πληρωμές μεταξύ ιδιωτών. Τη στιγμή που γράφεται αυτό το άρθρο οι συζητήσεις συνεχίζονται στην προσπάθεια να βρεθεί συμβιβαστική λύση με ένα κουπόνι που ξεκινάει κάτω από 4% και σταδιακά αυξάνεται μέχρι τη λήξη των νέων ομολόγων.

Τυχόν αποτυχία των διαπραγματεύσεων για το PSI, που αποτελεί προϋπόθεση για την έγκριση του δεύτερου πακέτου στήριξης της ελληνικής οικονομίας ύψους 130 δισ., θα οδηγούσε σε άτακτη χρεοκοπία και στάση πληρωμών στις 20 Μαρτίου, που λήγει ένα ομόλογο ύψους 14,4 δισ. Οι χώρες της Ευρωζώνης έχουν κάθε λόγο να αποτρέψουν ένα τέτοιο ενδεχόμενο, που θα δημιουργούσε την εντύπωση ότι είναι ανίκανες να διαχειριστούν την κρίση, με αρνητικό αντίκτυπο σε ολόκληρη την Ευρωζώνη.

Ενα σημαντικό θέμα που δεν έχει απαντηθεί είναι τι θα γίνουν τα ομόλογα ύψους 55 δισ. που κατέχει η ΕΚΤ. Σε περίπτωση ενεργοποίησης της ρήτρας συλλογικής δράσης που ενδέχεται να περιληφθεί στα υπάρχοντα ομόλογα, θα πρέπει και η ΕΚΤ να συμμετάσχει στο «κούρεμα». Στην περίπτωση αυτή η ΕΚΤ θα χρειαστεί επανακεφαλαιοποίηση, δεδομένου ότι έχει αγοράσει τα ομόλογα αυτά από τη δευτερογενή αγορά το 2010 σε τιμές υψηλότερες από το 50% της ονομαστικής αξίας τους. Σε περίπτωση που η ΕΚΤ εξαιρεθεί από το «κούρεμα», είναι σχεδόν βέβαιο ότι οι ιδιώτες ομολογιούχοι θα προσφύγουν στα δικαστήρια, αμφισβητώντας το δικαίωμα αυξημένης εξασφάλισης της ΕΚΤ έναντι των απαιτήσεων των ιδιωτών. Μία λύση που έχει προταθεί από ανεξάρτητους αναλυτές είναι η ΕΚΤ να πουλήσει τα ελληνικά ομόλογα που κατέχει στην τιμή κτήσης είτε στον μηχανισμό στήριξης EFSF, είτε στην ελληνική κυβέρνηση με χρηματοδότηση από το EFSF. Μία τέτοια κίνηση θα εξασφάλιζε την κεφαλαιακή επάρκεια της ΕΚΤ, ενώ ταυτόχρονα θα ενίσχυε τη βιωσιμότητα του ελληνικού χρέους.

* Η κ. Μιράντα Ξαφά είναι σύμβουλος επενδύσεων.