

## Τα ευρωμόλογα δεν λύνουν το πρόβλημα του χρέους

ΑΡΧΕΙΟ ΜΟΝΙΜΕΣ ΣΤΗΛΕΣ 26.12.2010

Με την κρίση εμπιστοσύνης προς την Ευρωζώνη να βαθαίνει, στην κρίσιμη σύνοδο κορυφής της 16ης Δεκεμβρίου οι ηγέτες της Ε.Ε. αποφάσισαν τη δημιουργία Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Στήριξης (ΕΜΣ) που θα διαδεχθεί το προσωρινό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας στη λήξη του, τον Ιούνιο του 2013. Η συμφωνία προβλέπει τη «συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα» στην επίλυση μελλοντικών κρίσεων, δηλαδή την υποχρέωση αναδιάρθρωσης χρέους με παράλληλο «κούρεμα» (haircut) της αξίας των ομολόγων στα οποία επένδυσαν ιδιώτες επενδυτές, εάν αυτό κριθεί απαραίτητο για τη βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών της χώρας-μέλους που προσέφυγε στον μηχανισμό.

Τα δάνεια που θα παρέχει ο νέος μηχανισμός θα δίδονται υπό όρους και το «κούρεμα» θα προβλέπεται μόνο όπου είναι αναγκαίο, όπως συμβαίνει με τα δάνεια του ΔΝΤ. Οι ηγέτες της Ε.Ε. συμφώνησαν παράλληλα να αναθεωρήσουν τη Συνθήκη της Λισσαβώνας, ώστε ο νέος μηχανισμός να μη θεωρηθεί αντισυνταγματικός από το Συνταγματικό Δικαστήριο της Γερμανίας.

Ο επικεφαλής οικονομολόγος της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, Γιούργκεν Σταρκ, θεωρεί ότι η μονιμοποίηση ενός ευρωπαϊκού ταμείου στήριξης των χωρών με δημοσιονομικά προβλήματα θα αποδειχθεί άχρηστη αν θεσπιστούν αξιόπιστοι κανόνες για τη δημοσιονομική πειθαρχία. Η Γερμανίδα καγκελάρια κ. Μέρκελ δεν θέλει, όμως, να αφήσει τίποτε στην τύχη. Ήδη συζητούνται δρακόντιες οικονομικές και πολιτικές κυρώσεις στις δημοσιονομικά απείθαρχες χώρες, που μπορεί να περιλαμβάνουν πρόστιμα που θα είναι συνάρτηση της υπέρβασης του ελλείμματος και του χρέους από τα όρια του 3% και 60% του ΑΕΠ, αντίστοιχα, που ορίζει η Ευρωπαϊκή Συνθήκη. Η «αυστηροποίηση» του Συμφώνου Σταθερότητας συμβάλλει στην αποτροπή μελλοντικών κρίσεων, δεν μπορεί όμως να αποκλείσει εκ προοιμίου το ενδεχόμενο μιας νέας. Θα πρέπει επομένως να θεσμοθετηθεί και μηχανισμός επίλυσης κρίσεων.

Η πρόσφατη αύξηση των spreads των ομολόγων των χωρών στην περιφέρεια της Ευρωζώνης υποδηλώνει ότι οι αγορές δεν εντυπωσιάστηκαν ιδιαίτερα από αυτή τη νέα πρωτοβουλία της Ε.Ε. Και αυτό, διότι σημαντικές λεπτομέρειες μένει να ξεκαθαριστούν, όπως π.χ. ποιο είναι το ύψος των πόρων που θα διαθέτει ο νέος μηχανισμός και ποιος θα καθορίζει το ύψος του «κουρέματος» που απαιτείται κατά περίπτωση. Ο μηχανισμός δεν μπορεί να είναι αμιγώς ευρωπαϊκός διότι οι επενδυτές σε ομόλογα της Ευρωζώνης βρίσκονται παντού στον κόσμο και θέλουν να συμμετάσχουν και αυτοί σε μια τυχόν διαπραγματεύση που θα καθορίσει το ύψος των απωλειών κεφαλαίου που θα υποστούν. Κυρίως, όμως, οι αγορές ανησυχούν για το θεσμικό πλαίσιο που θα διέπει το υπάρχον χρέος, καθώς ο ΕΜΣ θα καλύπτει μόνο το χρέος που θα εκδοθεί μετά τον Ιούνιο του 2013.

Μία πρόταση που τέθηκε από τον πρόεδρο του Eurogroup κ. Γιουνκέρ και τον Ιταλό υπουργό Οικονομικών κ. Τρεμόντι είναι η έκδοση ευρωομολόγου, που θα έχει την

εγγύηση συλλογικά όλων των χωρών-μελών και θα φέρει ενιαίο επιτόκιο που θα είναι ο μέσος όρος των επιτοκίων των χωρών της Ευρωζώνης. Τα ευρωομόλογα θα μπορούν να καλύψουν μέχρι 50% του νέου δανεισμού των χωρών-μελών, αλλά και να χρησιμοποιηθούν για να αγοράσουν το υπάρχον χρέος μιας χώρας-μέλους με «έκπτωση» που θα συνδέεται με το spread των ομολόγων της χώρας στη δευτερογενή αγορά. Δημιουργώντας μια μεγάλη και ρευστή αγορά ομολόγων παρόμοια με αυτή της Αμερικής, το ευρωομόλογο μπορεί να μειώσει το κόστος δανεισμού της Ευρωζώνης. Αλλά ο διάβολος βρίσκεται στις λεπτομέρειες: η Γερμανία στην ουσία καλείται να εγγυηθεί ένα τμήμα του χρέους των δημοσιονομικά αδύναμων χωρών-μελών, αντίθετα με την αρχή της εθνικής ευθύνης για το δημόσιο χρέος που ορίζει η Συνθήκη. Η αύξηση ρευστότητας της αγοράς ομολόγων είναι απίθανο να αντισταθμίσει την αύξηση του κόστους δανεισμού για τη Γερμανία, ενώ εκφράζονται φόβοι ότι το ευρωομόλογο θα μειώσει τη δημοσιονομική πειθαρχία. Δεν είναι περίεργο λοιπόν ότι η Γερμανία απέρριψε την πρόταση.

Είναι προφανές ότι ένα ομόλογο από μόνο του δεν λύνει κανένα πρόβλημα. Αντίθετα, μπορεί πράγματι κανείς να φανταστεί σενάρια όπου η δημοσιονομική πειθαρχία μειώνεται αντί να αυξάνεται. Το ευρωομόλογο θα βελτιώσει την κατάσταση μόνο αν συνοδεύεται από δεσμευτικούς στόχους για το έλλειμμα και απαγόρευση δανεισμού από άλλες πηγές. Αν, με άλλα λόγια, οι χώρες-μέλη κληθούν να εκχωρήσουν τη δημοσιονομική πολιτική σε κάποιο όργανο της Ε.Ε., όπως έχουν εκχωρήσει τη νομισματική πολιτική στην ΕΚΤ. Είναι όμως έτοιμες για κάτι τέτοιο; Μάλλον όχι.

\* Η κ. Μιράντα Ξαφά είναι σύμβουλος επενδύσεων στην IJ Partners και ιδρυτικό μέλος της Δράσης.