ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ
ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS AND BUSINESS

ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ ΚΑΙ ΤΜΗΜΑ ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ & ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ

ΕΛΛΑΔΑ: Η ΚΡΙΣΗ ΧΡΕΟΥΣ ΚΑΙ ΟΙ ΠΡΟΕΚΤΑΣΕΙΣ ΤΗΣ

Διατριβή υποβληθείσα προς μερική εκπλήρωση των απαραίτητων προϋποθέσεων για την απόκτηση του Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης

ΑΝΔΡΙΟΠΟΥΛΟΥ ΝΙΚΗ

Αθήνα, Οκτώβριος 2011

Εγκρίνουμε τη διατριβή της Ανδριοπούλου Νίκης (Α.Μ 200942)

Οικονομίδης Γεώργιος

_____

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Τοπάλογλου Νικόλαος

_____

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Παγκράτης Σπυρίδων

_____

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Αθήνα, 7 Οκτωβρίου 2011

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

I Εισαγωγή 5

Τα αίτια της Ελληνικής Κρίσης 6

II. Ιστορική Αναδρομή 8

1827: Τα δάνεια που δεν έφτασαν ποτέ 8

Η Βαυαρική μοναρχία: η πτώχευση του 1843 και το κίνημα της 3ης Σεπτεμβρίου . 9

Από το 1893 έως το 1898 9

Έως το 1932: Η ήττα του ΄22 και το κραχ του ΄29 10

Μια σύντομη κριτική 11

III Η κατανομή του Ελληνικού Δημοσίου Χρέους 12

IV Μηχανισμοί Αναδιάρθρωσης Χρέους 17

Με ποιο τρόπο μπορεί να γίνει η αναδιάρθρωση 18

V Τα πιο Χαρακτηριστικά Μοντέλα Αναδιάρθρωσης 19

Αργεντινή 19

Ουρουγουάη 21

Ισημερινός 21

Ρωσία 22

Μεξικό 22

VI *"Wait 'n see…"* Ναι στην Αναδιάρθρωση αλλά σε Μακροπρόθεσμο Ορίζοντα 23

Το Α' Πακέτο Στήριξης 26

Παράγοντες βιωσιμότητας του τρόπου διαχείρισης του δημόσιου χρέους 28

VII Έξοδος από την Ενιαία Νομισματική Ένωση ή όχι; 30

Τι θα συμβεί στο ενδεχόμενο αποχώρησης από την Ευρωζώνη 30

VIII Το Δεύτερο Πακέτο Στήριξης 33

Συμμετοχή Ιδιωτικού Τομέα (Private Sector Involvement – PSI) 34

Αξιολόγηση του Πακέτου 37

Αποτίμηση των Επιλογών 40

IX Η Δυναμική του Χρέους στην Ελλάδα μέσα από την απλή εξίσωση δημόσιου χρέους ... 43

X "Snakes and Ladders" 47

XI Σενάρια Οικονομικής Πολιτικής 49

XII Συμπεράσματα 56

XIII Επίλογος 58

Βιβλιογραφία 59

I. **Εισαγωγή**

Στα τέλη του 2007 η παγκόσμια οικονομία αντιμετώπισε μια εκτεταμένη οικονομική κρίση κλυδωνίζοντας αρχικά το Τραπεζικό και Χρηματοπιστωτικό Σύστημα των ΗΠΑ. Το Σεπτέμβριο του 2008, η Lehman Brothers που εθεωρείτο από πολλούς "too big to fail" πτωχεύει. Η απαξίωση των τιμών των μετοχών και των λοιπών τίτλων υψηλού ρίσκου δεν εντάσσεται στο πλαίσιο των συνηθισμένων κυκλικών διακυμάνσεων. Είναι η απόδειξη και απαρχή μιας άνευ όρων παγκόσμιας ύφεσης.

Η «Μεγάλη Ύφεση» (The Great Recession), οδήγησε σε αύξηση των επιπέδων του δημόσιου χρέους πολλών χωρών ως αποτέλεσμα της μετακύλισης του ρίσκου από τον ιδιωτικό στο δημόσιο τομέα. Οι διεθνείς αγορές κατέρρευσαν και η ρευστότητα του τραπεζικού συστήματος εξαφανίστηκε ένθεν και ένθεν του Ατλαντικού ωκεανού.

Οι οικονομίες όλων των χωρών παγκοσμίως, πλην της Κίνας, μπήκαν σε μια τροχιά αρνητικών ρυθμών ανάπτυξης για μια περίπου διετία κι η ανεργία εκτοξεύθηκε σε επίπεδα που ο κόσμος είχε να αντιμετωπίσει από τη δεκαετία του 1930. Στις ΗΠΑ ξεπέρασε το 10%, στη Γερμανία και στην Ισπανία ξεπέρασε το 9% και 20% αντίστοιχα. Η έγκαιρη παρέμβαση των Κεντρικών Τραπεζών των ΗΠΑ, της Ευρωπαϊκής Ένωσης και της Ιαπωνίας με μια μαζική παροχή ρευστότητας στα τραπεζικά συστήματα των χωρών αυτών που ξεπέρασε το ένα τρις δολάρια, και παράλληλα η συμμετοχή των κυβερνήσεων στα κεφάλαια των τραπεζών, ανέτρεψαν, τουλάχιστον προσωρινά, μια παγκόσμια οικονομική καταστροφή που συγκρινόμενη με την οικονομική κρίση της δεκαετίας του 1930 θα εθεωρείτο οικογενειακό επεισόδιο. Ο οικονομολόγος Paul Krugman[1] σχολιάζει πως τα διδάγματα της χρηματοοικονομικής κρίσης του 2008 ξεχάστηκαν με ιλιγγιώδη ταχύτητα και οι ίδιες ακριβώς ιδέες, οι οποίες προκάλεσαν την κρίση, κυριαρχούν και πάλι, τρία χρόνια μετά, στο δημόσιο διάλογο.

Κι ενώ οι αγορές χρέους αντιμετώπιζαν ρεκόρ χαμηλών μακροπρόθεσμων επιτοκίων, οι ευρωπαϊκές κυβερνήσεις διοχέτευαν ταυτόχρονα στην αγορά πρωτοφανή ποσά νέων ομολογιών. Οι αδυναμίες της Ευρωζώνης που σχετίζονται με την εφαρμογή του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης, οι δισταγμοί και οι ασάφειες που προκύπτουν από το καταστατικό της ΕΚΤ που δεν της επιτρέπει να λειτουργεί ως «δανειστής τελικής προσφυγής», αλλά και το γεγονός ότι τόσο η Ελλάδα όσο και η Ευρωζώνη πάσχουν από έλλειψη δημοσιονομικής εγκράτειας και ομοιόμορφου βαθμού ανταγωνιστικότητας, οδήγησαν την Ελλάδα στα πρόθυρα της πτώχευσης αποκόβοντας την ταυτόχρονα από τις διεθνείς κεφαλαιαγορές.

Τα οικονομικά του κόσμου είναι πλέον συγκοινωνούντα δοχεία. Τα παράγωγα προϊόντα συγκαλύπτουν και μερικές φορές συναθροίζουν τους κινδύνους. Η Ελλάδα είναι δεμένη στο άρμα του ενιαίου νομίσματος με άλλα δεκαέξι έθνη. Είναι πιθανό η παγκόσμια οικονομία να φανεί τυχερή και μια ενδεχόμενη ελληνική χρεοκοπία να αποδειχθεί ήσσονος σημασίας. Αλλά είναι επίσης πιθανό μια τέτοια εξέλιξη να ακρωτηριάσει μια αλυσίδα ευάλωτων οικονομιών, συμπεριλαμβανομένων και αυτών της Ιρλανδίας, της Πορτογαλίας και του Βελγίου. Το εφιαλτικό σενάριο: χρεοκοπίες από την Ισπανία και την Ιταλία, που μπορούν να οδηγήσουν ολόκληρη την Ευρώπη σε βαθιά ύφεση.

[1] "Corporate cash con", The New York Times 3 Ιουλίου 2011

Τα αίτια της Ελληνικής Κρίσης

Ο κάτωθι πίνακας αποτυπώνει επιγραμματικά την παρούσα κατάσταση της ελληνικής οικονομίας και πιο συγκεκριμένα τη μεταβολή των βασικών οικονομικών μεγεθών της από το ξέσπασμα της κρίσης μέχρι και σήμερα, με στοιχεία του Σεπτεμβρίου 2011 από την ΕΛΛΣΤΑΤ.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1. ΜΕΤΑΒΟΛΕΣ ΒΑΣΙΚΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΜΕΓΕΘΩΝ

	Γ' τριμ. '08- Β' τριμ. '09	Γ' τριμ. '10- Β' τριμ. '11	ΔΙΑΦΟΡΑ
ΑΕΠ	235.128	223.856	-11.272
ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΚΑΤΑΝΑΛΩΣΗ	218.289	210.048	-8.241
ΚΑΤΑΝΑΛΩΣΗ ΝΟΙΚΟΚΥΡΙΩΝ	173.885	170.304	-3.581
ΑΚΑΘΑΡΙΣΤΟΣ ΣΧΗΜΑΤΙΣΜΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	42.692	30.588	-4.104
ΣΥΝΟΛΟ ΑΜΟΙΒΩΝ ΕΞΑΡΤΗΜΕΝΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ	86.551	79.438	-7.113
ΑΚΑΘΑΡΙΣΤΟ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟ ΠΛΕΟΝΑΣΜΑ	124.556	19.838	-4.718
ΦΟΡΟΙ ΕΠΙ ΤΩΝ ΕΙΣΑΓΩΓΩΝ	27.831	27.885	55

ποσά σε εκατ. Ευρώ ΠΗΓΗ: ΕΛΛΣΤΑΤ Σεπ. 2011

Όπως παρατηρούμε το μόνο μέγεθος που αυξήθηκε ήταν οι φόροι και το έλλειμμα. Το συνολικό ΑΕΠ μειώθηκε αισθητά και ανησυχητικά, η κατανάλωση και οι μισθοί ομοίως. Το κράτος δαπανά περισσότερα από όσα εισπράττει, η οικονομία εισάγει περισσότερα απ' όσα εξάγει και η επιζήμια αυτή μεταβλητότητα των μεγεθών αυτών καθιστά την ελληνική οικονομία από αναπτυγμένη, αναδυόμενη.

Η ελληνική κρίση ίσως είναι και ανεξάρτητη από τη διεθνή συγκυρία. Πολλοί πιστεύουν ότι θα εκδηλωνόταν ούτως ή άλλως, λόγω του υπέρογκου διαχρονικά αυξανόμενου χρέους της, και του διαρκώς συρρικνούμενου παραγωγικού της ιστού.

Η Ελλάδα λόγω της ένταξής της στην ΕΟΚ το 1981 και στην Ευρωζώνη 20 χρόνια αργότερα, ήταν -τουλάχιστον για την περίοδο αυτή- μια χώρα ανοικτή στην παγκόσμια οικονομία. Επί σειρά ετών χρηματοδοτούσε το έλλειμμα του προϋπολογισμού της φθηνά και αναχρηματοδοτούσε το δημόσιο χρέος της εξασφαλίζοντας οικονομική και κοινωνική ευημερία στους πολίτες της. Η πολιτική που διαχρονικά εφαρμοζόταν, στηριζόταν στη συνεχή τόνωση της ζήτησης μέσω της επέκτασης των οικονομικών και κοινωνικών κρατικών παροχών, διογκώνοντας ταυτόχρονα το Δημόσιο Τομέα, καθιστώντας τον δε αντιπαραγωγικό, με άμεσες συνέπειες τη μείωση της κρατικής ανταγωνιστικότητας και τη συνεχή αύξηση του πληθωρισμού.

Το δεύτερο σκέλος της εφαρμοζόμενης οικονομικής πολιτικής διαχρονικά, ήταν η συνεχής αύξηση των ονομαστικών μισθών και συντάξεων για μια 35ετία με ρυθμούς σημαντικά υψηλότερους από την αύξηση της παραγωγικότητας. Μεταξύ 1981 και 2009 το ΑΕΠ έφτασε τα 238 δισ. ευρώ με αύξηση 2900%. Στην ίδια περίοδο το δημόσιο χρέος αυξήθηκε κατά 12.400% και ανήλθε στα 273 δις. ή 115% του ΑΕΠ, βάσει της ΕΛΛΣΤΑΤ.

Με έναν πληθωρισμό αυξανόμενο με ρυθμό διπλάσιο του μέσου όρου της Ευρωζώνης, η Ελλάδα το 2009 αγγίζει με στοιχεία της ΕΛΛΣΤΑΤ, την 117η θέση ανταγωνιστικότητας σε

σύνολο 128 χωρών από την 30η θέση που βρισκόταν μερικά χρόνια πριν. Κι επειδή οι εισπράξεις από φόρους και δασμούς υπολείπονταν των δαπανών, οι προϋπολογισμοί ήταν πια ελλειμματικοί. Και η διαφορά καλυπτόταν μέχρι το 2000 μέσω της εκτύπωσης χρήματος, μέσω των πολλαπλών υποτιμήσεων της δραχμής και μέσω του εξωτερικού δανεισμού.

Η συμμετοχή της χώρας στη ζώνη του ευρώ, η οποία έως και το ξέσπασμα της διεθνούς κρίσης είχε εξαιρετικά θετικές επιπτώσεις, μετατράπηκε από ευκαιρία σε πρόβλημα. Τόσο το εκδοτικό προνόμιο εκτύπωσης χρήματος όσο και η δυνατότητα υποτιμήσεως της δραχμής αφαιρέθηκαν από εργαλεία ασκήσεως Δημοσιονομικής και Νομισματικής Πολιτικής. Επιπροσθέτως, το χαμηλό κόστος δανεισμού ενθάρρυνε τους επενδυτές να χρησιμοποιούν χρηματοοικονομικές τεχνικές προκειμένου να επιτυγχάνουν εξωφρενικές αποδόσεις, δημιουργώντας με τον τρόπο αυτό έναν φαύλο κύκλο στην αγορά διαπραγμάτευσης χρέους.

Εν ολίγοις, οι σωρευμένοι λανθασμένοι χειρισμοί, η αδυναμία αποτελεσματικής διαχείρισης του επιπέδου χρέους της χώρας σε συνδυασμό με την έλλειψη ανταγωνιστικότητας απέκοψαν την ελληνική οικονομία από τις διεθνείς χρηματαγορές και την οδήγησαν στην προσφυγή στο Μηχανισμό Στήριξης, με τη συμμετοχή του ΔΝΤ.

II. <u>Ιστορική Αναδρομή</u>

Από τη χρεοκοπία του 1827, προτού γεννηθεί ακόμη το ελληνικό κράτος, στο «Δυστυχώς επτωχεύσαμεν» του Τρικούπη το 1893, την οικονομική κατάρρευση του 1932 και το σήμερα.

Η Ελλάδα είναι ένας χρόνιος κακοπληρωτής. Από τότε που κέρδισε την ανεξαρτησία της από την Οθωμανική Αυτοκρατορία το 1832, η χώρα έχει περάσει το ήμισυ της ζωής της είτε σε κατάσταση χρεοκοπίας είτε σε φάση αναδιάρθρωσης. Μπροστά στο ενδεχόμενο μιας νέας πτώχευσης εξαιτίας του τεράστιου εξωτερικού δημόσιου χρέους είναι ανάγκη να αναμοχλεύσουμε τις αντίστοιχες περιπτώσεις του 19ου κα του 20ου αιώνα.

Τι σημαίνει τελικά χρεοκοπία για μια εθνική οικονομία;

Η χρεοκοπία ή αλλιώς στάση πληρωμών καθώς και η πτώχευση είναι συνώνυμες έννοιες. Ουσιαστικά υποδηλώνουν την αδυναμία μίας χώρας να εξοφλήσει τις ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις της, κυρίως αυτές για τις οποίες έχει εκδώσει "υποσχετικές" πληρωμής τους. Στην συνέχεια είτε η κυβέρνηση έρχεται σε διαπραγμάτευση με τους πιστωτές της προτείνοντας να γίνει η εξόφληση σε μικρότερα ποσά, αν τα χρέη είναι δυσβάστακτα είτε αναλαμβάνει το ΔΝΤ και εκχωρεί σημαντικούς πόρους της πτωχής πλέον χώρας απευθείας στους πιστωτές της.

Αν εξαιρέσει κανείς την Κατοχή, στη διάρκεια της οποίας η χώρα υποχρεώθηκε για υπέρτερους λόγους σε παύση πληρωμών, έχουν περάσει 77 χρόνια από την τελευταία φορά που η λέξη «χρεοκοπία» ακούστηκε στην Ελλάδα τόσο πολύ όσο αυτές τις ημέρες. Ήταν η χρονιά της τελευταίας από τις τέσσερις ελληνικές πτωχεύσεις των ετών 1827, 1843, 1893 και 1932. Πτωχεύσεις που οφείλονταν στην αδυναμία της χώρας να εξυπηρετήσει έναν υπέρμετρο και πανάκριβο εξωτερικό δανεισμό και λύνονταν με ακόμη μεγαλύτερο και επαχθέστερο δανεισμό δημιουργώντας έναν φαύλο κύκλο που έσπασε μόλις στα μέσα της δεκαετίας του 1960. Και που είχαν σχεδόν πάντα μια έμμεση ή άμεση σχέση με την εθνική κυριαρχία.

1827: Τα δάνεια που δεν έφτασαν ποτέ

Ο απελευθερωτικός αγώνας του 1821 υπήρξε μια καταπληκτική ευκαιρία για τις αγγλικές τράπεζες. Ενώ δάνεισαν τους επαναστάτες με δάνεια ονομαστικής αξίας 2.800.000 λιρών της εποχής, τελικά μόνο το 20% του ποσού έφτασε στον σκοπό του. Έτσι η πρώτη πτώχευση έρχεται νωρίτερα και από τη δημιουργία του ελληνικού κράτους καθώς το 1827 εκδηλώνεται αδυναμία εξυπηρέτησης των δανείων που δεν είχαν εισπραχθεί. Η πτώχευση ίσως συνδέεται ακόμη και με τη Ναυμαχία του Ναυαρίνου που έγινε την ίδια χρονιά έπειτα από μυστική συμφωνία των Μεγάλων Δυνάμεων, που έτσι διέσωσαν την ελληνική επανάσταση οδηγώντας τελικά στη δημιουργία κράτους, από το οποίο και ήλπιζαν ότι κάποτε θα μπορούσαν να εισπράξουν.

Η Βαυαρική μοναρχία: η πτώχευση του 1843 και το κίνημα της 3ης Σεπτεμβρίου

Και πράγματι εισέπραξαν αυτά που ήλπιζαν κι ακόμα περισσότερα. Εισέπραξαν μάλιστα τόσο πολύ που το 1843 οδήγησαν τη χώρα σε δεύτερη πτώχευση. Αφού το Λονδίνο και το Παρίσι πρώτα αρνήθηκαν να δανείσουν τον Ιωάννη Καποδίστρια, ο οποίος για να κάνει το κράτος να λειτουργήσει έβαλε χρήματα από την προσωπική του περιουσία και εξέδωσε τα πρώτα ακάλυπτα ελληνικά χαρτονομίσματα, στη συνέχεια δάνεισαν στον Όθωνα 60 εκατ. φράγκα, από τα οποία τα 33 εκατ. πήγαν αμέσως για την αποπληρωμή των «Δανείων της ανεξαρτησίας». Οι Μεγάλες Δυνάμεις άλλαζαν σταδιακά τον χάρτη, η Ελλάδα αγόραζε, η Οθωμανική Αυτοκρατορία πουλούσε και οι διεθνείς τραπεζίτες ήταν ευτυχείς. Τελικά, τα ελληνικά χρεόγραφα θα μπουν στο χρηματιστήριο από τα μέσα του 1880. ο ιστορικός Γ. Δερτιλής ανακεφαλαιώνει όσον αφορά στην "αναδιάρθρωση" του χρέους το 1878-79 και τους όρους υπό τους οποίους έγινε ως εξής:

- Οι ελάχιστοι κληρονόμοι των ομολογιούχων, που είχαν αγοράσει τα χρόνια 1824-25, στην τιμή των 56-59 λιρών ελάχιστα έχασαν.
- Όσοι είχαν αγοράσει κατά την πτώχευση του 1847 και μετά γύρω στις 15 λίρες, προσδοκώντας κάποιον συμβιβασμό τριπλασίασαν τα κεφάλαιά τους.
- Όσοι είχαν κερδοσκοπήσει μέχρι το 1878 αγοράζοντας σε 5-7 λίρες τριπλασίασαν έως και οκταπλασίασαν το κεφάλαιό τους. Ακόμη κι αν αφαιρεθούν τόκοι και ανατοκισμοί του αρχικού κεφαλαίου πάλι κέρδισαν.

Η εξέλιξη της τιμής των ομολογιών των δύο δανείων της ανεξαρτησίας μέχρι τον συμβιβασμό του 1878-1879 είναι αποκαλυπτική για τα κέρδη των ομολογιούχων:

- Ονομαστική αξία (1824-1825): 100 λίρες
- Τιμή έκδοσης (υπό το άρτιο): 55-59 λίρες
- Τιμή αγοράς από πρώτους αγοραστές: 55-59 λίρες
- Τιμή συγκέντρωσης από κερδοσκόπους: 5-15 λίρες
- Τιμή συμβιβασμού: 43 λίρες

Σε κάθε περίπτωση, επομένως, αποκόμισαν σχετικά μεγάλα κέρδη. Σύμφωνα με τον επίσημο "λογαριασμό μετατροπής των δανείων του 1824 και 1825" η Ελλάδα χρωστούσε το 1878 περίπου 10 εκατ. λίρες:

- 2,8 εκατ. από τα δύο αρχικά δάνεια
- 7,2 εκατ. συνολικά για καθυστερούμενους τόκους και των δύο δανείων

Από το 1879 έως το 1930 το ελληνικό κράτος επιμελέστατα κατέβαλλε τους τόκους που καθορίστηκαν με τον συμβιβασμό. Οι τελευταίες ομολογίες του συμβιβασμού θα εξοφληθούν στην Ολλανδία το 1930, έναν αιώνα μετά τη σύναψη των δανείων της ανεξαρτησίας.

Έτσι αρχίζει ο υπέρμετρος εξωτερικός δανεισμός της επόμενης περιόδου που θα οδηγήσει στην πτώχευση του 1893. Για να ανοίξει ένας ακόμα φαύλος κύκλος...

Από το 1893 έως το 1898

Για μεγάλο διάστημα επικράτησε ο εσωτερικός δανεισμός και ο εξωτερικός υποχώρησε αισθητά, μέχρι που από το 1879 ξεκινά μια δωδεκαετία ραγδαίας αύξησής του που οδήγησε τη χώρα στα 1893 να χρωστά στο εξωτερικό 585,4 εκατ. φράγκα και να πτωχεύει για τρίτη φορά διά στόματος (αλλά όχι εξαιτίας του) Χαριλάου Τρικούπη. Ο δανεισμός είναι τόσο επαχθής που η πτώχευση είναι αναπόφευκτη. Το 1897 η χώρα νιώθει πια έτοιμη για πόλεμο.

Το αποτέλεσμα είναι ότι οι Τούρκοι φτάνουν περίπου έξω από τη Λαμία και οι Μεγάλες Δυνάμεις τούς ανακόπτουν την πορεία. Την επομένη του «Ατυχούς πολέμου», χωρίς να υπάρξει «τυπική» πτώχευση, οι δυνάμεις εγκαθιστούν Διεθνή Οικονομικό Έλεγχο στη χώρα. Η ειρήνη κοστίζει στην Ελλάδα, μεταξύ άλλων, και 4 εκατ. λίρες ως πολεμικές αποζημιώσεις.

Έως το 1932: Η ήττα του ΄22 και το κραχ του ΄29

Τον Μάρτιο του 1910 συνάπτονται δάνεια για νέα έργα. Ο νόμος περί «Διεθνούς Οικονομικού Ελέγχου» που τηρείται ευλαβικά επί δύο δεκαετίες παραβιάζεται για πρώτη φορά το 1920 με την έκδοση 600 εκατ. δρχ. που ακολουθούνται από άλλα 500 εκατ. το 1921 και από ακόμη 550 εκατ. το 1922- ήταν όλα για τις ανάγκες του πολέμου. Παρά την ήττα όμως στη Μικρά Ασία, η πτώχευση έχει αποφευχθεί με το Α΄ Αναγκαστικό Δάνειο που επιβάλλεται από τον υπουργό Οικονομικών Π. Πρωτοπαπαδάκη, ο οποίος κόβει στη μέση τα χαρτονομίσματα, κρατά το ένα μέρος στην κυκλοφορία και ανταλλάσσει το άλλο με τίτλους εσωτερικού δανείου.

Μπορεί η ήττα του ΄22 να μη φέρνει πτώχευση, αλλά οι ανάγκες αναδιοργάνωσης του στρατού και περίθαλψης των προσφύγων οδηγούν σε νέο υπερβολικό εξωτερικό δανεισμό καθώς στην Ελλάδα κεφάλαια δεν υπάρχουν. Η Ελληνική οικονομία είχε κάνει βήματα σταθεροποίησης την διετία 1926-1928. Η δραχμή σταθεροποιήθηκε μετά από δεκαπέντε χρόνια συνεχούς υποτίμησης. Έτσι, το 1928 η δραχμή εντάχθηκε στον περίφημο "κανόνα του χρυσού».

Η μεγάλη διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση κάνει πλέον την εμφάνισή της και ξεκίνησε από την αδυναμία της Γερμανίας να συνεχίσει να εξυπηρετεί τις δυσβάσταχτες οικονομικές τις υποχρεώσεις από τον Ά παγκόσμιο πόλεμο. Εντάθηκε δε με την κατάρρευση των τιμών των μετοχών στο Αμερικάνικο Χρηματιστήριο της Wall Street. Η οικονομία της Ελλάδας βρέθηκε αμέσως υπό πίεση, καθώς μειώθηκαν δραστικά οι εξαγωγές της (καπνά και άλλα γεωργικά προϊόντα), όπως επίσης και τα εμβάσματα από τους Έλληνες της Αμερικής που εκείνη την εποχή ήταν σημαντικός οικονομικός παράγοντας για την χώρα. Οι δύο αυτές δυσμενείς εξελίξεις επιδείνωσαν το εξωτερικό ισοζύγιο συναλλαγών, ασκώντας αφόρητες πιέσεις στην δραχμή. Ο Βενιζέλος αποφάσισε να δώσει την μάχη της δραχμής: αν η δραχμή δεν παρέμενε ισχυρή έναντι της στερλίνας και των άλλων νομισμάτων, θα του ήταν αδύνατο να εξυπηρετήσει το ήδη διογκωμένο δημόσιο χρέος.

Ως το 1931 τίποτα δεν προμήνυε την χιονοστιβάδα αρνητικών γεγονότων που θα ακολουθούσε. Η Ελλάδα είχε τρεις συνεχόμενους πλεονασματικούς προϋπολογισμούς, όμως το εξωτερικό της χρέος είχε διογκωθεί από δάνεια που ήδη είχε συνάψει η κυβέρνηση Βενιζέλου. Τελικά, τον Μάρτιο του 1931 το επαχθές εξωτερικό χρέος της Ελλάδας διογκώνεται σε ανησυχητικά επίπεδα και η πτώχευση λίγους μήνες μετά είναι μοιραία…

Ο τελικός διακανονισμός όλων των προπολεμικών χρεών της Ελλάδας έγινε από τον Σπύρο Μαρκεζίνη στα 1952-53. Η πρωτοφανής ανάπτυξη και η αυστηρή συγκράτηση δαπανών της πρώτης οκταετίας Καραμανλή συμμάζεψαν οριστικά τα δημόσια οικονομικά και οι τελικές πληρωμές εκείνων των δανείων ολοκληρώθηκαν μόλις το 1967. Και τώρα ο εφιάλτης επιστρέφει, αν και με αίτια πολύ πιο ταπεινά...

Μια σύντομη κριτική

Την εποχή εκείνη ο παγκόσμιος καπιταλισμός υιοθέτησε τον «κευνσιανισμό» για να ανακάμψει, σήμερα καμία οικονομική θεωρία τουλάχιστον στην πρωτόλεια μορφή της δε μπορεί να βγάλει την Ελλάδα από το αδιέξοδο στο οποίο έχει περιέλθει. Το να μπει κανείς στη διαδικασία σύγκρισης των παραπάνω περιπτώσεων και δη του 1932 με τη σημερινή μάλλον θα τον οδηγούσε σε ατυχή γενικευμένα συμπεράσματα καθότι οι πολιτικο-οικονομικές συνθήκες διαφέρουν σημαντικά.

Είναι γεγονός ότι το κράτος τότε δεν είχε υπερβολικές εσωτερικές υποχρεώσεις σε μισθούς και συντάξεις ούτε ελλειμματικούς προϋπολογισμούς. Άλλωστε η ανάκαμψη ήρθε αμέσως σχεδόν μετά την υποτίμηση της δραχμής, χωρίς οι κυβερνήσεις του λαϊκού κόμματος που ακολούθησαν, να λάβουν σοβαρές πρωτοβουλίες. Η υποτίμηση της δραχμής κατέστησε ξανά τα ελληνικά προϊόντα φτηνά άρα ελκυστικά, το κράτος απέφυγε προσωρινά τα δυσβάσταχτα βάρη των δόσεων των δανείων, ενώ η κρίση σταδιακά ξεπερνιόταν στην Ευρώπη. Σύντομα το ισοζύγιο των εξωτερικών πληρωμών είχε ισορροπήσει και η εισροή χρημάτων από το εξωτερικό είχε αποκατασταθεί. Προφανώς κανείς δεν θα μπορούσε να ισχυριστεί ότι θα μπορούσε να γίνει κάτι για να αποφευχθεί η χρεοκοπία, καθώς η διεθνής κρίση ήταν πρωτόγνωρη, μεγάλης έντασης, διάρκειας και εμβέλειας.

III. Η Κατανομή του Ελληνικού Δημόσιου Χρέους

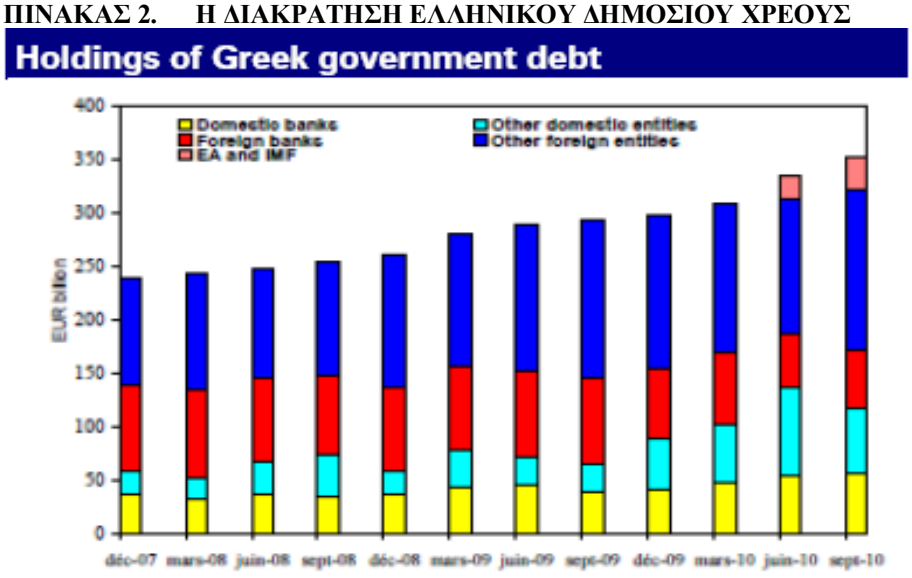
Θα μπορούσαμε να κατηγοριοποιήσουμε τους κατόχους του ελληνικού δημόσιου χρέους σε 3 κατηγορίες:

Δημόσιοι Οργανισμοί. Βάσει στοιχείων της Barclays (Μάιος 2011)**,** περίπου 75δις ευρώ (20% του συνολικού χρέους) το κατέχουν κεντρικές τράπεζες χωρών τόσο εντός της Ε.Ε, όσο και στον υπόλοιπο κόσμο. Από αυτά τα 75δις περίπου 40δις έχει στην κατοχή της η ΕΚΤ, με τις υπόλοιπες κεντρικές τράπεζες της Ε.Ε να έχουν λιγότερο από 10δις στα χαρτοφυλάκιά τους (με πάνω από το μισό να βρίσκεται στην κεντρική τράπεζα της Γαλλίας και της Πορτογαλίας). Η Τράπεζα της Ελλάδος κατέχει ομόλογα ύψους 6.7δις (2% του συνολικού χρέους), ενώ το υπόλοιπο (25δις) το κατέχουν κεντρικές τράπεζες στον υπόλοιπο κόσμο πλην της Ε.Ε (με μεγαλύτερο ποσοστό αυτό των ασιατικών τραπεζών). Επίσης, χώρες της Ε.Ε καθώς και το ΔΝΤ κατέχουν δάνεια που αντιστοιχούν στο 15% του συνολικού χρέους. Συνεπώς 10 δημόσιοι φορείς κατέχουν περίπου το 39% του συνολικού χρέους.

Τράπεζες στην Ευρωζώνη. Οι ευρωπαϊκές τράπεζες κατέχουν περίπου 48δις δημοσίου χρέους, με τα "stress tests" να δείχνουν ότι δέκα τράπεζες κατέχουν άνω του 1δις ευρώ, με σύνολο περίπου 30δις, 20 τράπεζες ανάμεσα σε 100εκατ. και 1 δις, με σύνολο τα 10δις ευρώ χρέους. Οι Γερμανικές και Γαλλικές τράπεζες κατέχουν περίπου 34δις ευρώ (19 και 15δις αντίστοιχα).

Εσωτερικοί Κάτοχοι Δημοσίου Χρέους (Ιδιώτες). Η έκθεση υπολογίζει πως περίπου 90δις ευρώ συνολικού χρέους βρίσκονται στο εσωτερικό της Ελλάδος, με πάνω από το μισό να διακρατείται από τις 8 μεγάλες τράπεζες (Εθνική Τράπεζα, Τράπεζα Κύπρου, Alpha, Eurobank, Marfin, Πειραιώς, Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο και Αγροτική). Επίσης, ένα σημαντικό ποσό ύψους 29δις ευρώ διακρατείται ως θεματοφύλακας δημόσιων φορέων και ταμείων στην Τράπεζα της Ελλάδος, ενώ το υπόλοιπο (13δις περίπου) από ασφαλιστικούς φορείς, εγχώριους θεσμικούς επενδυτές, εταιρίες και ιδιώτες.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2. Η ΔΙΑΚΡΑΤΗΣΗ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΧΡΕΟΥΣ



Source: European Commission

Το 65% του ελληνικού χρέους με λήξεις σε διάρκειες 1 έως 10 ετών, κατέχουν οι ελληνικές τράπεζες, ενώ το ποσοστό αυτό αυξάνεται στο 67% αν υπολογιστεί σε διάρκεια λήξεων ενός έως πέντε ετών και στο 62% αν υπολογιστεί σε διάρκεια ενός έως τριών ετών. Κάτωθι παρουσιάζεται ένα διάγραμμα του ΟΟΣΑ από τον Αύγουστο του 2010. Αν καταγραφεί εδώ ότι η Ιταλία, η Ουγγαρία, η Ισπανία, η Πορτογαλία και η Ιρλανδία είχαν την ίδια περίοδο έκθεση στο εθνικό χρέος τους της τάξεως 157%, 133%, 113%, 69% και 26% αντίστοιχα, καταδεικνύεται εν ολίγοις η δυσαναλογία του χαρτοφυλακίου των ελληνικών τραπεζών σε ελληνικά ομόλογα:

ΠΙΝΑΚΑΣ 3. Η ΕΚΘΕΣΗ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΣΕ GGB's

Greek Bank Exposures to their Own Sovereign Debt

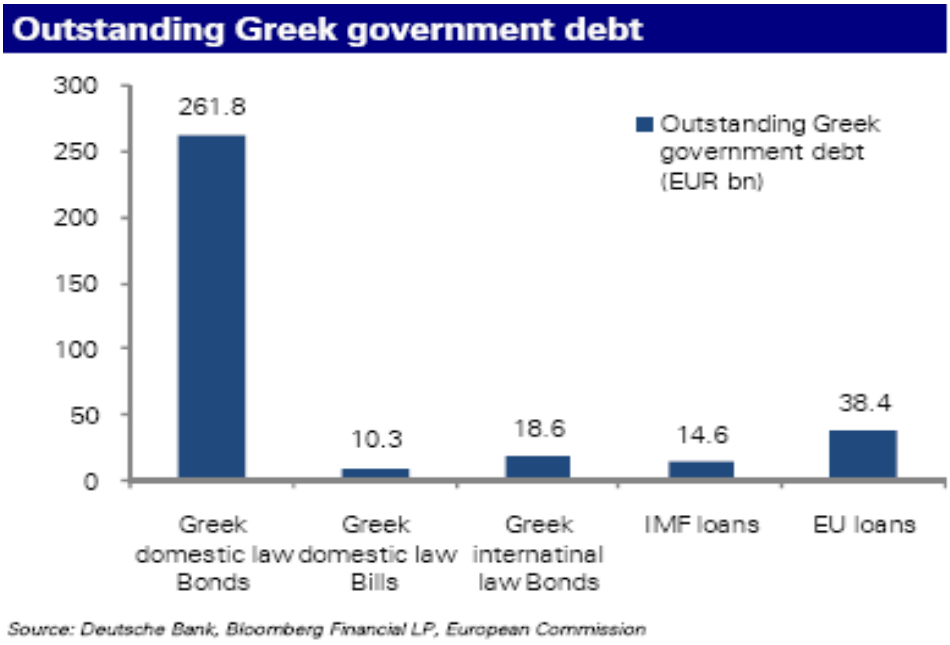
	Exposures to Greek Sovereign Debt Euro million	Exposure / Tier 1 %
National Bank of Greece	19,756	260%
Agricultural Bank of Greece	10,187	807%
Piraeus Bank Group	8,306	244%
Eurobank EGF	7,458	139%
TT Hellenic Postbank	5,371	418%
Alpha Bank	5,070	86%
Greek Banks	56,148	226%

Source: OECD, bank reports.

Ειδικότερα, οι ελληνικές τράπεζες κατέχουν ομόλογα Δημοσίου με λήξεις 1 – 3 ετών, ύψους 15,551 δισ. ευρώ, ομόλογα με διάρκειες 1 – 5 ετών, ύψους 29,506 δισ. ευρώ και ομόλογα 1 – 10 ετών, ύψους 37,382 δισ. ευρώ.

Ενδιαφέρον παρουσιάζει και το κάτωθι διάγραμμα με τη δομή της κατανομής του κυβερνητικού χρέους. Το «εγχώριο» χρέος ανέρχεται βάσει της Deutsche Bank περί τα 272δις, το «διεθνές» σε 18,6 δις και αυτό που προέρχεται από τους διεθνείς οργανισμούς (IMF και Ε.Ε) σε 53 δις. Όσο μεγαλύτερο δε είναι το ποσοστό έκδοσης ομολόγων που υπάγεται στο ελληνικό δίκαιο τόσο πιο εύκολα θα αποφευγόταν σε ενδεχόμενη αναδιάρθρωση ένα "CDS event".

ΠΙΝΑΚΑΣ 4. ΤΟ ΤΡΕΧΟΝ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΔΗΜΟΣΙΟ ΧΡΕΟΣ



Source: Deutsche Bank, Bloomberg Financial LP, European Commission

Τα γαλλικά πιστωτικά ιδρύματα είναι ωστόσο οι μεγαλύτεροι ξένοι ιδιοκτήτες ελληνικών κρατικών ομολόγων, έχοντας στην κατοχή τους 5,709 δις ευρώ σε διάρκειες 1-10 ετών, 3,591 δις ευρώ σε διάρκειες 1-5 ετών και 2,518 δις ευρώ σε διάρκειες 1-3 ετών, σύμφωνα με στοιχεία της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών (BIS).

Αντίστοιχα οι γερμανικές τράπεζες κατέχουν 3,299 δις ευρώ σε διάρκειες 1-10 ετών, 2,534 δις ευρώ σε διάρκειες 1-5 ετών και 1,763 δις ευρώ σε διάρκειες 1-3 ετών.

Στο τέλος του 2010, τα ελληνικά κρατικά ομόλογα που είχαν στην κατοχή τους πιστωτικά ιδρύματα εκτός Ελλάδας, και σύμφωνα με τα στοιχεία της BIS, ανήλθαν στα 54,2 δισ. δολάρια, από τα οποία το 96% αφορά σε ευρωπαϊκές τράπεζες. Η Γερμανία και η Γαλλία, οι οποίες έχουν τη μεγαλύτερη ποσοστιαία έκθεση σε ελληνικά ομόλογα μεταξύ των ευρωπαϊκών τραπεζών, ίσως κληθούν να αναλάβουν μέρος των χρεών, όταν η Ε.Ε εφαρμόσει τα σχέδιά της για το roll-over του χρέους που έχουν οι πιστωτές. Όπως σημείωσε και αναλυτής της Barclays Capital, οι 30 μεγαλύτεροι πιστωτές, έχουν και τα δύο τρίτα του χρέους, και αυτό καθιστά πιο εύκολη τη διαπραγμάτευση και την επίτευξη ενός αξιοπρεπούς ποσοστού αποτυχίας σε οποιαδήποτε αναδιάρθρωση.

Συνεχίζοντας, οι κυπριακές τράπεζες έχουν στο χαρτοφυλάκιο τους ελληνικά ομόλογα 4,256 δισ. ευρώ σε διάρκειες 1 – 10 ετών, 3,239 δισ. ευρώ σε διάρκειες 1- 5 ετών και 2,217 δισ. ευρώ σε διάρκειες 1- 3 ετών. Σε διάρκεια χρέους 1- 10 ετών, το Βέλγιο, η Μ. Βρετανία και η Πορτογαλία είναι οι επόμενοι μεγαλύτεροι κάτοχοι, με αντίστοιχα χαρτοφυλάκια 1,8 δισ. ευρώ (ποσοστό 3% του ελληνικού χρέους), 1,627 δισ. ευρώ (3% ελληνικού χρέους) και 1,074 δισ. ευρώ (2% ελληνικού χρέους). Οι βελγικές τράπεζες κατέχουν επίσης 941 εκατ. ευρώ σε ελληνικούς τίτλους διάρκειας 1 – 5 ετών και 800 εκατ. ευρώ σε διάρκειες 1- 3 ετών (ποσοστό χρέους 2% και 3%).

Οι βρετανικές τράπεζες κατέχουν ομόλογα 1,511 δισ. ευρώ σε διάρκειες 1 – 5 ετών και 527 εκατ. ευρώ σε διάρκειες 1 – 3 ετών (ποσοστό 3% και 2% ελληνικού χρέους). Χαρτοφυλάκιο 746 εκατ. ευρώ σε ελληνικά ομόλογα 1- 5 ετών και 368 εκατ. ευρώ σε διάρκειες 1- 3 ετών (2% και 1% ως ποσοστό του χρέους), κατέχουν οι πορτογαλικές τράπεζες.

Στα επίπεδα του 1% ως ποσοστό επί του ελληνικού χρέους στις διάρκειες 1- 3, 1 – 5 και 1 – 10 ετών κινούνται τα χαρτοφυλάκια των τραπεζών σε Ολλανδία, Ιταλία, Αυστρία και Ισπανία. Οι ολλανδικές τράπεζες έχουν 792 εκατ. ευρώ σε ελληνικά ομόλογα 1 – 10 ετών, 350 εκατ. ευρώ σε διάρκειες 1 – 5 ετών και 220 εκατ. σε διάρκειες 1 – 3 ετών.

Οι ιταλικές τράπεζες κατέχουν ελληνικά ομόλογα 642 εκατ. ευρώ σε ελληνικά ομόλογα 1 – 10 ετών, 474 εκατ. ευρώ σε διάρκειες 1 – 5 ετών και 267 εκατ. ευρώ σε διάρκειες 1 – 3 ετών. Οι αυστριακές τράπεζες κατέχουν ελληνικά ομόλογα 390 εκατ. ευρώ σε διάρκειες 1 – 10 ετών, 387 εκατ. ευρώ σε διάρκειες ενός έως πέντε ετών και 280 εκατ. ευρώ σε διάρκειες 1 – 3 ετών.

Οι ισπανικές τράπεζες έχουν 374 εκατ. ευρώ ελληνικά ομόλογα σε διάρκειες 1 – 10 ετών, 362 εκατ. ευρώ σε διάρκειες 1 – 5 ετών και 291 εκατ. ευρώ σε διάρκειες 1 – 3 ετών. Ποσά ελληνικών ομολόγων που κινούνται από 122 εκατ. ευρώ έως 3 εκατ. ευρώ και λήγουν σε διάρκειες από 1 έως 10 χρόνια, κατέχουν οι τράπεζες της Σουηδίας, του Λουξεμβούργου, της Δανίας, της Σλοβενίας, της Μάλτας και της Φινλανδίας.

Σημειώνεται ότι συνολικά το ελληνικό χρέος που λήγει σε διάρκειες από 1έως 10 χρόνια ανέρχεται σε 57,646 δισ. ευρώ, με λήξεις σε διάρκειες από 1- 5 χρόνια σε 43,833 δισ. ευρώ και με λήξεις σε διάρκειες από 1 – 3 χρόνια σε 24,907 δισ. ευρώ.

Και το ερώτημα που ανακύπτει είναι, αν οι τράπεζες είχαν το 69% των ιδίων κεφαλαίων τους (Tier1) σε ελληνικά ομόλογα, αντί το 226% κατά μέσο όρο, θα είχαν πρόβλημα σήμερα; Η απάντηση είναι αρνητική. Μπορεί να αντιμετώπιζαν προβλήματα λόγω προβληματικών δανείων, μπορεί να χρειαζόταν να γίνουν αυξήσεις κεφαλαίων, αλλά ούτε κατά προσέγγιση δε θα έφταναν σε αυτό το σημείο που έχουν φτάσει σήμερα και το dilution θα ήταν παραπάνω από ανεκτό.

Η θεωρία που αναφέρει ότι τα άσχημα δημοσιονομικά της χώρας και η κακή κατάσταση της ελληνικής οικονομίας είναι ο κύριος υπαίτιος για την κατάσταση των τραπεζών, δεν είναι παρά η μισή αλήθεια. Πράγματι, αν δεν είχαν υποχωρήσει οι τιμές των ελληνικών ομόλογων η κατάσταση θα ήταν διαφορετική, αλλά επίσης διαφορετική θα ήταν η κατάσταση αν οι τράπεζες δεν αγόραζαν τόσα πολλά ομόλογα.

Για ποιο λόγο όμως έδειξε τόση εμπιστοσύνη, αυξάνοντας τη μόχλευση του και συνεπώς τη θέση του σε ελληνικά ομόλογα ο τραπεζικός κλάδος; Γιατί δεν έκαναν τίποτα οι ελληνικές τράπεζες έτσι ώστε να πάρουν αμυντική στάση καθώς αυτή η κρίση ήταν σε εξέλιξη; Η αλήθεια είναι ότι θα μπορούσαν να έχουν λάβει εγκαίρως τα απαραίτητα μέτρα καθότι είχαν υπεραρκετό χρόνο για να αντιδράσουν, άλλα προτίμησαν την απραξία. Όταν το κράτος έδωσε σαν κίνητρο τη μείωση της φορολογίας, προκείμενου να γίνουν συγχωνεύσεις, οι τράπεζες βρήκαν την ευκαιρία και συγχωνεύτηκαν με επενδυτικές εταιρείες καταστρέφοντας έτσι ένα μεγάλο μέρος της αγοράς, καθώς ρευστοποίησαν τίτλους που «αντέχουν» στην πίεση της ρευστοποίησης όπως είναι τα αμοιβαία κεφάλαια.

Οι τράπεζες νόμιζαν ότι το επιτοκιακό "carry trade" με την ΕΚΤ θα διαρκέσει για πάντα. Η κρατική πολιτική από την άλλη, ήταν θετική σε αυτό το παιχνίδι, διότι το μεγάλο ρίσκο που αναλάμβαναν οι τράπεζες, είχε σαν αποτέλεσμα το κράτος να δανείζεται με χαμηλότερα επιτόκια. Οι ρόλοι τώρα πια έχουν αντιστραφεί. Εκεί που δάνειζαν οι τράπεζες στο Δημόσιο τώρα το Δημόσιο προσφέρει εγγυήσεις προς τις τράπεζες. Οι τράπεζες για να προφυλαχτούν, μεταξύ άλλων, θα μπορούσαν να μην χορηγήσουν περισσότερα δάνεια από τις καταθέσεις τους. Θα έπρεπε επίσης να είχαν ελαφρύνει τη θέση τους σε ελληνικά ομόλογα στην αρχή της κρίσης ή στη χειρότερη περίπτωση, να είχαν φορτωθεί CDS. Καμία σχεδόν τράπεζα- πλην του Ταχυδρομικού Ταμιευτηρίου- δεν τόλμησε να προασπίσει την περιουσία των μετόχων της αγοράζοντας ασφάλεια διότι μια τέτοια κίνηση θα εθεωρείτο εθνική προδοσία (!). Σημειωτέον δε ότι το Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο αναγκάστηκε- λόγω της θύελλας αντιδράσεων που ξέσπασε- να πουλήσει τα ασφάλιστρα αυτά.

Και ναι μεν φταίει η κατάσταση της ελληνικής οικονομίας για την κατάσταση των τραπεζών, αλλά φταίει επίσης και η ανεπαρκής παρακολούθηση της κατάστασης εκ μέρους των τραπεζών.

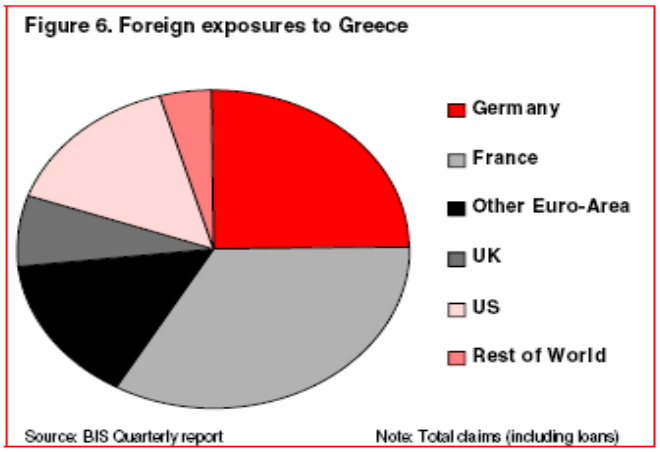
Κάτωθι παρουσιάζονται οι προβλέψεις για την κατανομή του ελληνικού δημοσίου χρέους το 2020 με βάση σύγκρισης το 2010. Εν ολίγοις, αναμένεται ότι η σχέση εξάρτησης με το ΔΝΤ και την Ε.Ε θα εξακολουθεί να παραμένει ισχυρή, η πιθανότητα παροχής βοήθειας είναι επίσης πιθανή, οι ξένοι πιστωτές θα πάψουν να «χρηματοδοτούν» το ελληνικό χρέος με ποσοστό αποχής της τάξεως του 36% και τέλος θα ενισχυθεί σημαντικά το ποσοστό κατοχής κυβερνητικών ομολόγων των ελληνικών τραπεζών και του ευρύτερου ιδιωτικού τομέα.

ΠΙΝΑΚΑΣ 5.

Προβλεπόμενη μεταβολή κατανομής Ελληνικού Δημόσιου Χρέους			
	2010	2020	%ΜΕΤΑΒΟΛΗΣ
Ξένες Τράπεζες	32%	7%	-24%
Ξένοι Ιδιώτες πέραν των Τραπεζών	15%	4%	-12%
ΕΚΤ	12%	5%	-7%
ΔΝΤ/Ε.Ε.	12%	23%	11%
Ελληνικές Τράπεζες	14%	29%	15%
Έλληνες Ιδιωτές πέραν των τραπεζών	15%	32%	17%
Σύνολο	100%	100%	0%
Σύνολο σε Δισ. Ευρώ	326	424	98
πηγή: Ε.Ε., CITIGROUP (20/4/2011)			

Στο ακόλουθο κυκλικό διάγραμμα (BIS Quarterly report) αποτυπώνεται η κατανομή του εξωτερικού ελληνικού δημοσίου χρέους. Η Γαλλία έχει εδώ το μεγαλύτερο «άνοιγμα» σε ελληνικά κυβερνητικά ομόλογα, ακολουθεί η Γερμανία και αρκετά πιο πίσω βρίσκονται οι ΗΠΑ.

ΠΙΝΑΚΑΣ 6. ΕΚΘΕΣΗ ΤΩΝ ΞΕΝΩΝ ΠΙΣΤΩΤΩΝ ΣΕ ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΑ



IV. Μηχανισμοί Αναδιάρθρωσης Χρέους

Η αναδιάρθρωση του δημόσιου χρέους είναι ο μηχανισμός με τον οποίο ένα κράτος αποτρέπει δυσμενείς συνέπειες για τα επίπεδα του δημοσίου χρέους και της σταθερότητας της οικονομίας γενικότερα. Έχει δύο βασικές πτυχές: Η διαδικαστική πτυχή επικεντρώνεται στον τρόπο εκτέλεσης της αναδιάρθρωσης ενώ η ουσιαστική πτυχή της διαδικασίας αυτής αφορά στην εκτέλεση της αναδιάρθρωσης του χρέους μέσω επαναπροσδιορισμού της ημερομηνίας εξόφλησης του ομολόγου και μείωση της ονομαστικής αξίας αυτού.

Η αναδιάρθρωση του χρέους αποτελεί μία μορφή χρεοκοπίας που συμβαίνει κατόπιν συμφωνίας. Στην «επιθετική» της μορφή υπαγορεύει την απομείωση (haircut) της αξίας των τίτλων χρέους που έχουν στην κατοχή τους οι δανειστές μίας χώρας.

Μια άλλη μορφή της, η λεγόμενη «ήπια αναδιάρθρωση» είναι ο χρονικός επαναπροσδιορισμός του χρέους κατά τον οποίο τα δάνεια μικρής και μέσης χρονικής διάρκειας, θα μετατραπούν σε δάνεια με μεγαλύτερο χρονικό ορίζοντα εξόφλησης (επιμήκυνση χρέους). Οι υποχρεώσεις αποπληρωμής μετατίθενται με τον τρόπο αυτό στο μέλλον.

Στην περίπτωση της Ελλάδας που το Δημόσιο θα πρέπει να πληρώσει το 2011 μόνο για τις λήξεις των ομολόγων 27,26 δις ευρώ (ΕΛΛΣΤΑΤ), αν δοθεί μια παράταση πενταετίας, θα μεταθέσει την εξόφληση της υποχρέωσης για το 2016, παίρνοντας ανάσα πέντε ετών για να δοθεί έτσι προτεραιότητα στη μείωση του ελλείμματος που αναπαράγει και διογκώνει το πρόβλημα ακόμα περισσότερο.

Επικρατεί αρκετή αβεβαιότητα όσον αφορά τη διαδικασία αναδιάρθρωσης του δημόσιου χρέους. Με την ανάμειξη πληθώρας τραπεζών και κατόχων ομολόγων, υπάρχει δυσκολία συντονισμού των ενεργειών τους. Αν προσθέσουμε και την ύπαρξη ποικιλίας παράγωγων προϊόντων καθώς και άλλων επενδυτικών προϊόντων ο συντονισμός δυσχεραίνει περισσότερο.

Το σενάριο της αναδιάρθρωσης με διατήρηση του αρχικού κεφαλαίου (επιμήκυνση χρέους), σε αντίθεση με το haircut, θεωρείται εκ πρώτης όψεως ευνοϊκότερο διότι δεν οδηγεί σε απομείωση της αξίας του ενεργητικού των τραπεζών ή γενικότερα του ομολογιακού χαρτοφυλακίου των επενδυτών, αν και η συνολική απόδοση της επένδυσης μειώνεται ούτως ή άλλως μέσω της επιμήκυνσης και των μειωμένων κουπονιών.

Μπορεί η αναδιάρθρωση στο ελληνικό χρέος να είναι μία ιδιαίτερα λεπτή διαδικασία, όμως σχεδόν το 90% του χρέους βρίσκεται σε ομόλογα σταθερού επιτοκίου σε ευρώ, που διέπονται από την ελληνική νομοθεσία. Η ελληνική κυβέρνηση μπορεί να αλλάξει τη νομοθεσία, εισάγοντας ρήτρες συλλογικής ευθύνης[2], δεσμεύοντας έτσι τους ομολογιούχους που δεν θα

[2]Οι όροι "συλλογικής δράσης" είναι όροι που υπάρχουν στα συμβόλαια που συνοδεύουν τα ομόλογα και επιτρέπουν τα ομόλογα αυτά να αναδιαρθρωθούν με όρους ευοίωνους για τη πλειονότητα των κατόχων τέτοιων ομολόγων.

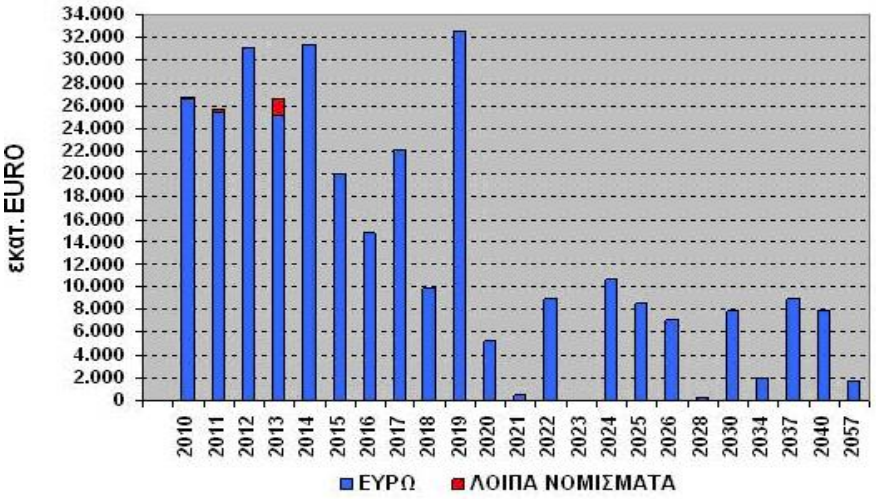
συμφωνούν σε αλλαγή των όρων στα ομόλογα όπως συνέβη για παράδειγμα σε πρόσφατες προσπάθειες αναδιάρθρωσης του χρέους στη Γρανάδα και τις Σεϋχέλλες.

<u>Με ποιο τρόπο μπορεί να γίνει στην Ελλάδα η αναδιάρθρωση</u>:

1. Μέσω της επέκτασης του χρόνου ωρίμανσης των ομολόγων, η οποία δεν αλλάζει το συνολικό ελληνικό χρέος απλά δίνει περισσότερο χρόνο και ελαφρύνει τους προϋπολογισμούς, ώστε να επιτευχθεί πρωταρχικά ο στόχος του πρωτογενούς πλεονάσματος.
2. Μέσω ιδιωτικοποιήσεων, οι οποίες θα καταφέρουν να φέρουν τα επίπεδα του χρέους σε βιώσιμα επίπεδα αρκετά γρήγορα.
3. «Κούρεμα» των ομολόγων, η πλέον αυστηρή επιλογή, η οποία μειώνει αρκετά γρήγορα το λόγο χρέος προς ΑΕΠ.
4. Μέσω της μείωσης του επιτοκίου των ομολόγων γεγονός που θα μείωνε το κόστος του προϋπολογισμού που κατευθύνεται προς την πληρωμή των τόκων. Βάσει αναλυτών της BNP Paribas, αυτό θα μπορούσε να συμβεί πιο αποτελεσματικά στα ομόλογα που λήγουν την περίοδο 2015-2020 (αφορά περίπου το 40% των συνολικών ομολόγων) διότι θα ελαφρυνθούν έτσι οι δαπάνες για πληρωμές τόκων, πετυχαίνοντας πρωτογενές πλεόνασμα σε μικρότερο διάστημα.
5. Τέλος, η Ελλάδα θα μπορούσε να απομειώσει τα μακροπρόθεσμα ομόλογα, καθώς είναι λιγότερο ευαίσθητα σε «κουρέματα» της ονομαστικής τους αξίας και «κερδίζουν» μια σταθερή απόδοση από τα κουπόνια τους έως τη λήξη των ομολόγων. Μια άλλη επιλογή θα ήταν να επεκταθεί η λήξη των εν λόγω ομολόγων, καθώς δεν επηρεάζεται καθόλου η δημοσιονομική κατάσταση της Ελλάδας σήμερα με το αν θα έχει να αποπληρώσει ομόλογα αξίας 10 ή 20 δις ευρώ το 2040 ή το 2050.

Με δεδομένη την προσδοκία για την αναχρηματοδότηση τους χρέους όπως παρουσιάζεται στο παρακάτω διάγραμμα, και τη λογική της αυτοεκπληρούμενης προφητείας (την οποία οι αγορές έχουν την δύναμη να προκαλέσουν με το να επιταχύνουν μία διαδικασία που ούτως ή άλλως θα πραγματοποιούταν μεταγενέστερα) η Ελλάδα είναι σχεδόν σίγουρο ότι θα χρειαστεί βοήθεια από την Ευρωπαϊκή Ένωση και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο η οποία είναι πιθανό να ανέρχεται στο ποσό των 45 δισ. ευρώ στο σύνολό της.

ΠΙΝΑΚΑΣ 7. ΠΡΟΣΔΟΚΙΕΣ ΑΝΑΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΧΡΕΟΥΣ



Πηγή: www.pdma.gr

V. **Τα Πιο Χαρακτηριστικά Μοντέλα Αναδιάρθρωσης**

Στη μελέτη του ΔΝΤ με τίτλο: «Cross-Country Experience with Restructuring of Sovereign Debt and Restoring Debt Sustainability» (2006) ερευνούνται οι περιπτώσεις αναδιάρθρωσης χρέους σε χώρες όπως η Αργεντινή (2001 και 2005), η Δομινικανή Δημοκρατία (2005), ο Ισημερινός (1999), η Μολδαβία (2002 και 2004), το Πακιστάν (1999), η Ρωσία (1998–2000), η Ουκρανία (1998–2000), και η Ουρουγουάη (2003). Ως κύριες αιτίες για την αύξηση του χρέους των χωρών αυτών, αναφέρονται οι υψηλές και αυξανόμενες δαπάνες για τόκους, η πτώση της οικονομικής δραστηριότητας, το μεγάλο κόστος διάσωσης του τραπεζικού τους συστήματος και η ραγδαία υποτίμηση των νομισμάτων τους. Κοινό στοιχείο στις περισσότερες χώρες ήταν ότι η αναδιάρθρωση του χρέους συνέβη όταν ήδη βρίσκονταν υπό την κηδεμονία του ΔΝΤ, η παρουσία του οποίου δεν απέτρεψε το μοιραίο.

Όσα κράτη δε, προχώρησαν σε προληπτική αναδιάρθρωση τους χρέους τους -αναφέρει η ίδια μελέτη -ώστε να αποφύγουν τη στάση πληρωμών, βίωσαν μεν μικρότερη μείωση του ΑΕΠ κατά τη διάρκεια των διαπραγματεύσεων, αλλά το «κούρεμα» του χρέους ήταν σχετικά μικρό, ενώ το κύριο αποτέλεσμα ήταν η επιμήκυνση της χρονικής διάρκειας αποπληρωμής.

Αντίθετα στις χώρες που προχώρησαν σε στάση πληρωμών και μετά σε αναδιάρθρωση το «κούρεμα» του χρέους ήταν υψηλότερο. Σύμφωνα με μελέτη της Τράπεζας της Ισπανίας με τίτλο: «The Role of the IMF in recent sovereign debt restructurings: Implications for the policy of lending into arrears» (2008) οι χώρες που έκαναν στάση πληρωμών πέτυχαν να μειώσουν το χρέος τους κατά 41,8% κατά μέσο όρο, έναντι μείωσης 19,2% που σημειώθηκε στις περιπτώσεις κρατών όπου η αναδιάρθρωση έγινε προληπτικά, ενώ πέτυχαν να εντάξουν και μεγαλύτερο τμήμα του χρέους σε διαδικασία αναδιαπραγμάτευσης. Αυτό συνέβη, σύμφωνα με τη μελέτη της τράπεζας, διότι «η πράξη της στάσης πληρωμών τείνει να αυξάνει τη διαπραγματευτική δύναμη του κράτους και να μειώνει την ισχύ των πιστωτών».

Όμως στις χώρες που κήρυξαν στάση πληρωμών η μείωση του ρυθμού ανάπτυξης ήταν πολύ πιο έντονη φτάνοντας στο 7,5% κατά μέσο όρο την χρονιά της κρίσης, έναντι 3,6% που σημειώθηκε κατά μέσο όρο στα κράτη που προχώρησαν σε προληπτική αναδιάρθρωση χρέους. Παρά τη βουτιά του πρώτου χρόνου, το ΑΕΠ ανέκαμψε θεαματικά την αμέσως επόμενη χρονιά, αυξανόμενο κατά 6%, έναντι μόλις 1% στις χώρες που ακολούθησαν μια πιο φιλική διαδικασία αναδιάρθρωσης.

Ακολούθως παρουσιάζονται τα πιο χαρακτηριστικά μοντέλα αναδιάρθρωσης των τελευταίων δεκαπέντε ετών:

Αργεντινή

Η υπόθεση της Αργεντινής ίσως είναι ίσως η πιο γνωστή όλων. Η λατινοαμερικανική χώρα βίωσε μια από τις χειρότερες χρεοκοπίες της σύγχρονης ιστορίας, που τη βύθισε στην οικονομική εξαθλίωση, ο απόηχος της οποίας είναι ορατός ακόμα και σήμερα, που η χώρα έχει μπει σε αναπτυξιακή τροχιά. Συχνά εκφράζεται η άποψη ότι η κατάσταση στην Ελλάδα δεν είναι τόσο απελπιστική όπως ήταν για την Αργεντινή, επειδή η Ελλάδα έχει την ΕΚΤ ως ύστατο δανειστή ενώ η Αργεντινή όχι. Ωστόσο, το επιχείρημα αυτό παραβλέπει το γεγονός ότι το πίσω μέρος του ΔΝΤ τότε είχε ενεργήσει - στην πράξη - ως δανειστής της τελευταίας λύσης για τις αναδυόμενες οικονομίες. Το πρόγραμμα του ΔΝΤ τότε όμως δεν στάθηκε ικανό

να αποτρέψει την τελική χρεοκοπία της χώρας, αποθαρρύνοντας έτσι κάθε εναπομείνουσα ελπίδα των αισιόδοξων Ελλήνων. Με δεδομένο κιόλας ότι η Ελλάδα είναι υπερχρεωμένη σε σύγκριση με την Αργεντινή, για την ακρίβεια έχει 3 φορές το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ που είχε Αργεντινή, καθώς επίσης και 5 φορές μεγαλύτερο έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών, οι ελπίδες εξανεμίζονται εντελώς.
Μελέτη που συνέταξε το ΔΝΤ το 2003 παραδεχόταν τα λάθη στους χειρισμούς του και προειδοποιούσε ότι ο οργανισμός θα πρέπει μελλοντικά να αποφύγει να χρηματοδοτήσει μια χώρα μέλος «που δεν αντιμετωπίζει άμεσες ανάγκες στο ισοζύγιο πληρωμών και που εμφανίζει σοβαρά πολιτικά εμπόδια στην υλοποίηση της απαιτούμενης προσαρμογής και των μεταρρυθμίσεων». Αυτό που κατάλαβαν εκ των υστέρων οι ειδικοί του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου είναι πως στην περίπτωση της Αργεντινής, θα έπρεπε να είχαν ετοιμάσει ένα Σχέδιο Β. Εάν το αρχικό πρόγραμμα αποτύγχανε –όπως και συνέβη- θα έπρεπε να προχωρήσουν στην αναδιάρθρωση του χρέους και την υποτίμηση του νομίσματος. Αντίθετα, το ΔΝΤ προτίμησε να συνεχίσει παρέχοντας συνεχώς περισσότερα δάνεια, απλά μεταθέτοντας τα προβλήματα χρέους της Αργεντινής στο μέλλον.

Κι η ιστορία είχε ως εξής:

Το 2001 η Αργεντινή αθέτησε την πληρωμή δημόσιου χρέους ίσο με $81,8 δισ. μετά από μήνες κρίσης στο τραπεζικό της σύστημα. Αυτό την οδήγησε στην αλλαγή του συστήματος συναλλαγματικής ισορροπίας και το ΑΕΠ της έπεσε κατά 10,9%. Η διαδικασία που ακολουθήθηκε, ήταν αρκετά βίαιη και οδήγησε σε στάση πληρωμών, τη μεγαλύτερη στην ιστορία. Έχοντας πληγεί από την κρίση των αναδυόμενων αγορών στα τέλη του προηγούμενου αιώνα, η Αργεντινή πέρασε μια τριετία οικονομικής ύφεσης, έχοντας λάβει και δάνεια από το ΔΝΤ. Στο τέλος του 2001 το ταμείο αρνήθηκε να αυξήσει κι άλλο τη βοήθεια και η κυβέρνηση οδηγήθηκε στην κήρυξη στάσης πληρωμών για ένα τμήμα του εξωτερικού χρέους της, προχωρώντας ταυτόχρονα σε πάγωμα των τραπεζικών καταθέσεων και αποσυνδέοντας το πέσο από το δολάριο με αποτέλεσμα τη σημαντική υποτίμηση του. Το μέτρο του παγώματος προκάλεσε έντονες αντιδράσεις και από τη μεσαία τάξη που βγήκε στους δρόμους. Το Δημόσιο επανεξέτασε τα χρέη του και αρνήθηκε να αποπληρώσει όσα θεώρησε επαχθή. Εξαγγέλθηκε στάση πληρωμών για το σύνολο του εξωτερικού χρέους και η κυβέρνηση διαπραγματεύτηκε με τους πιστωτές της για haircut 67%.

Το 2003, μετά την εκλογή του Νέστορ Κίρτσνερ, η χώρα βγήκε από την τροχιά του ΔΝΤ. Κρίνοντας ότι το εξωτερικό χρέος της Αργεντινής (132 δις δολάρια) ήταν αδύνατο να εξυπηρετηθεί, αποφάσισε haircut 75% το οποίο έγινε με συμμετοχή των ιδιωτών κατά τα ¾. Παράλληλα στο τέλος του 2005, ανακοίνωσε αιφνιδιαστικά ότι θα πληρώσει σε μια μόνο δόση το χρέος απέναντι στο ΔΝΤ, περίπου 10 δις δολάρια, όπερ και εγένετο. Η χώρα εξορίστηκε μεν από τις αγορές από τις οποίες δανείζεται σήμερα με επιτόκιο 7% αλλά η πραγματική οικονομία ανάσανε.

Με λίγα λόγια, η πολιτική που ακολουθήθηκε για να μπορέσει η χώρα σήμερα να ελπίζει ότι κάποια μέρα θα επανέλθει στις διεθνείς κεφαλαιαγορές βασίστηκε στην εφαρμογή ενός επιθετικού αναπτυξιακού προγράμματος προκειμένου να εξομαλυνθούν οι κοινωνικές ανισότητες και να ενισχυθεί το βιοτικό επίπεδο της χώρας. Η ανεργία και η φτώχεια άρχισαν να μειώνονται σημαντικά, ενώ η οικονομία άρχισε να παρουσιάζει δείκτες ανάπτυξης της τάξεως του 9% επί πέντε συναπτά έτη χάριν φυσικά στην αυτάρκεια που της προσέφερε η πλούσια εγχώρια παραγωγή.

Θα πρέπει να σημειώσουμε εδώ ότι η χώρα ακόμα και σήμερα, μετά από 10 χρόνια από το ξέσπασμα της κρίσης, προσπαθεί ακόμα να ολοκληρώσει τις διαπραγματεύσεις με επενδυτές που κατέχουν τα εναπομείναντα $20δισ. των ομολόγων παρά το γεγονός ότι το υποτιμημένο πέσο τόνωσε τις εξαγωγές και εισέρευσε χρήμα στη χώρα.

Η Αργεντινή εξακολουθεί να έχει σοβαρά προβλήματα φτώχειας, υποσιτισμού και ανεργίας, άνισης κατανομής του πλούτου και πληθωρισμού. Ωστόσο απέδειξε κυρίως πως υπάρχει ζωή μετά τη χρεοκοπία και μακριά από το ΔΝΤ.

Ουρουγουάη

Το 2003 η Ουρουγουάη, κατάφερε να αναμορφώσει το χρέος της αποκτώντας πρόσβαση στις διεθνείς αγορές κεφαλαίων ένα μήνα μετά λαμβάνοντας θετική πιστοληπτική αξιολόγηση.

Η Ουρουγουάη υπήρξε κατά τη δεκαετία του 1990 υποδειγματικός «πελάτης» των διεθνών αγορών ομολόγων. Η χώρα έγινε γνωστή ως η «Ελβετία της Ν. Αμερικής», καθώς τηρώντας αυστηρό τραπεζικό απόρρητο κατάφερε να προσελκύσει πολλούς ξένους μεγαλοκαταθέτες. Έχοντας εξασφαλίσει αξιολόγηση επενδυτικής κατηγορίας από τους τρεις μεγάλους οίκους το 1997, η Ουρουγουάη εξέδωσε 30ετή ομόλογα με spread μόλις 136 μονάδων βάσης έναντι των αντίστοιχων αμερικανικών τίτλων. Έτσι, σε μια εποχή που οι περισσότερες από τις αναδυόμενες οικονομίες εξέδιδαν ομόλογα της κατηγορίας «junk», η Ουρουγουάη ήταν μέλος του κλειστού κλαμπ των αναπτυσσόμενων χωρών που αντιμετωπίζονταν από τις ξένες αγορές ως ανεπτυγμένες. Το 2003, η χώρα βρέθηκε να παλεύει με ένα χρέος της τάξης των 11,4 δισ. δολαρίων, που ισοδυναμούσε στο 90% του ΑΕΠ της.

Χρησιμοποιώντας εύστοχους χειρισμούς, και βέβαια υπό την καθοδήγηση του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου, η κυβέρνηση δεν άργησε να πείσει τους πιστωτές της χώρας ότι θα έπρεπε να καθίσουν στο τραπέζι των διαπραγματεύσεων. «Όλοι συναντήθηκαν με έναν πολιτισμένο τρόπο και το αποτέλεσμα ήταν πολύ επιτυχημένο», εξηγεί η Reinhart, που εκείνη την εποχή δούλευε για το ΔΝΤ. Η κυβέρνηση της Ουρουγουάης έπεισε τους κατόχους των ομολόγων της να δεχτούν την επιμήκυνση της λήξης των τίτλων και να εγγράψουν ζημιές 13% κατά μέσο όρο. Η συμφωνία στέφθηκε με επιτυχία, με αποτέλεσμα μόλις πέντε μήνες μετά την αναδιάρθρωση του χρέους της, η χώρα να επιστρέψει στις διεθνείς αγορές ομολόγων, οι οποίες αυτή τη φορά την υποδέχτηκαν με χαμηλό κόστος δανεισμού.

Ισημερινός

Η περίπτωση του Εκουαδόρ είναι από τις πλέον πρόσφατες στην οικονομική ιστορία. Το κράτος κήρυξε στάση πληρωμών το 2008 για χρέος 3,2 δις$ που συνεπάγεται πλήρη αποκοπή από τις διεθνείς αγορές, ενώ παράλληλα το Δημόσιο ήταν υποχρεωμένο να εξυπηρετεί τις ανάγκες των δαπανών του. Οι ξένοι δανειστές θεωρείται μάλλον απίθανο να συνεχίσουν να χρηματοδοτούν και τον ιδιωτικό τομέα της οικονομίας, με αποτέλεσμα και το εξωτερικό ισοζύγιο να είναι υποχρεωτικά ισοσκελισμένο. Πρακτικά αυτό προκύπτει με τη μεγάλη μείωση των εισαγωγών, που ενδέχεται να προκαλέσει ελλείψεις αγαθών.

Η κυβέρνηση συγκρότησε μια επιτροπή οικονομικού ελέγχου του δημόσιου χρέους. Η συγκεκριμένη επιτροπή πρότεινε στην κυβέρνηση τη στάση πληρωμών που είχε να κάνει με τα διεθνή ομόλογα, λήξης από το 2012-2030 και τα οποία προέρχονταν από την αναδιάρθρωση του χρέους της χώρας το 2000. Ξεκίνησαν λοιπόν οι διαβουλεύσεις με τους μεγαλύτερους δανειστές, με το Δημόσιο να παρέχει στοιχεία για την πορεία του χρέους με και χωρίς επιμήκυνση, ώστε να τους πείσει για την αναγκαιότητα του εγχειρήματος. Ταυτόχρονα η επιτροπή που συστάθηκε, ανακάλυψε ότι οι τράπεζες Smith Barney και JP Morgan προχώρησαν σε αναδιάρθρωση χρέους το 2000 χωρίς την έγκριση της χώρας, χρεώνοντας επιτόκια 10 και 12%, όπως επίσης και ότι υπήρξαν παρατυπίες στην έκδοση ομολόγων. Ακολούθησε αναδιάρθρωση χρέους με haircut στο 65% και αποκλεισμός της χώρας από τις αγορές. Τότε η κυβέρνηση προχώρησε σε συμφωνίες δανεισμού με την Κίνα προσφέροντας τις εξαγωγές πετρελαίου και τη χρηματοδότηση ενός υδροηλεκτρικού έργου. Υπ' αυτές τις συνθήκες η οικονομία έχει γνωρίσει ρυθμούς ανάπτυξής πάνω από 3,7% με

εξαίρεση το 0.4% το 2009 λόγω της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης. Οι απώλειες που υπέστησαν οι τράπεζες ήταν τεράστιες. Ο πανικός που προκλήθηκε ανάγκασε την κυβέρνηση να θέσει όριο στις αναλήψεις. Για να επαναλειτουργήσει το τραπεζικό σύστημα έπρεπε να ενισχυθούν τα κεφάλαια των τραπεζών που με δεδομένη την απουσία διεθνούς στήριξης, μόνο με εκτύπωση χρήματος θα επιτυγχανόταν. Οι καταθέσεις αποδεσμεύτηκαν εν καιρώ αλλά στο χρονικό διάστημα που μεσολάβησε είχαν ήδη χάσει την αξία τους.

Ρωσία

Ο χορός των μεγάλων χρεοστασίων ανοίγει το 1998 με τη Ρωσία, η οποία είδε τις εξαγωγές της να πλήττονται καίρια από τη μεγάλη βουτιά των τιμών του πετρελαίου που άρχισε στο τέλος του 1997. Η εξέλιξη αυτή οδήγησε σε ένα ελλειμματικό ισοζύγιο πληρωμών, τη στιγμή που ο όγκος των βραχυπρόθεσμων εντόκων γραμματίων αυξανόταν ραγδαία. Αντιμέτωπη με το υψηλό κόστος εξυπηρέτησης του εγχώριου χρέους, η ρωσική κυβέρνηση επιτάχυνε την απελευθέρωση της αγοράς εντόκων, αίροντας τους περιορισμούς στη συμμετοχή των ξένων. Η ρωσική αγορά επωφελήθηκε από εισροές κερδοσκοπικών κεφαλαίων, την εποχή που τα επιτόκια στα έντοκα έπαιρναν την ανιούσα, αγγίζοντας τον Αύγουστο του 1997 το 13%. Το δάνειο έκτακτης ανάγκης που έλαβε η κυβέρνηση από το ΔΝΤ το καλοκαίρι του 1998 δεν κατόρθωσε να τονώσει την εμπιστοσύνη και τελικά επήλθε η στάση πληρωμών. Τα δάνεια, συνολικού ύψους 72 δισ. δολαρίων, αναδιαρθρώθηκαν την περίοδο Αυγούστου 1999 – Φεβρουαρίου 2000, με «γενναίο» haircut της τάξεως του 75%-80%.

Μεξικό

Η περίπτωση του Μεξικού είχε να κάνει με χρέος προς τις ξένες τράπεζες ύψους 48 δις. δολαρίων. Η κυβέρνηση πρότεινε την ανταλλαγή του χρέους με 30ετή ομόλογα στο 65% του χρέους και επιτόκιο κοντά στο 10% ή την ανταλλαγή του χρέους με 30ετή ομόλογα στο ίδιο κεφάλαιο και επιτόκιο 6.5% ή τη διατήρηση του χρέους με τη δέσμευση οι τράπεζες να δώσουν δάνεια στο 25% αυτού με ευνοϊκούς όρους. Οι τράπεζες προτίμησαν κυρίως την πρώτη και τη δεύτερη λύση. Έτσι η χώρα εξοικονόμησε το 15% του χρέους της. Όμως το πέσο υποτιμήθηκε σημαντικά το 1995 με αποτέλεσμα το Μεξικό να βρίσκεται και πάλι κοντά σε αδυναμία αποπληρωμής του χρέους. Έτσι τη λύση έδωσε το ΔΝΤ η βοήθεια του οποίου μετέβαλε θετικά τους οικονομικούς δείκτες όχι όμως και το βιοτικό επίπεδο των μεξικανών. Πάντως ο τριπλασιασμός των ξένων επενδύσεων το 2000 και η άνοδος των πετρελαϊκών τιμών βοήθησαν τη χώρα να αποπληρώσει το χρέος της προς το Ταμείο τρία χρόνια νωρίτερα.

Στον Ισημερινό και την Αργεντινή το χρέος τους επιβλήθηκε, σχολιάζει ο οικονομολόγος Γιάνης Βαρουφάκης στην οικονομική εφημερίδα «Κεφάλαιο». *Ήταν κάτι σαν predatory debt, μια παλιά τακτική της μαφίας, η οποία σου δανείζει χρήματα έτσι ώστε, όταν αργότερα δε μπορείς να αποπληρώσεις τα τοκοχρεολύσια, να σου πάρουν τα περιουσιακά στοιχεία που εξ' αρχής είχαν βάλει στο μάτι*. Στην περίπτωση του Ισημερινού το χρέος είχε στόχο την αρπαγή πετρελαίου. Στην Αργεντινή τα περιουσιακά στοιχεία αφορούσαν κυρίως τις τεράστιες φάρμες (που σήμερα συμβάλουν σημαντικά στην ανάπτυξη της χώρας, ελέω Κίνας). Συνεπώς στις χώρες αυτές η στάση πληρωμών ήταν και απαραίτητη και οικονομικά επωφελής, καθώς επέστρεψε σε αυτές τον έλεγχο πλουτοπαραγωγικών πηγών μέσω των οποίων χρηματοδοτήθηκε μια νέα κοινωνική πολιτική.

VI. *"Wait 'n see…"* Ναι στην αναδιάρθρωση αλλά σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα.

Δεδομένου του υψηλού επιπέδου του χρέους και του δημοσιονομικού ελλείμματος της Ελλάδας, το να πιστεύει κανείς ότι τα προβλήματα της χώρας είναι ζήτημα χρηματοδότησης ίσως είναι υπερβολικά αισιόδοξο.

Η πιο ήπια μορφή της αναδιάρθρωσης, αυτή της επιμήκυνσης του χρέους θα έχει τις λιγότερες συνέπειες στους κατόχους των ομολόγων, μεγαλύτεροι εκ των οποίων είναι τα ασφαλιστικά ταμεία και οι τράπεζες-ελληνικές και ξένες, συμπεριλαμβανομένης της ΕΚΤ. Μια πιθανή απομείωση της τιμής των ομολόγων (book value), δηλαδή μια παραγραφή τμήματος του χρέους, θα καθιστούσε αναγκαία τη διάσωση και τη σημαντική κεφαλαιακή κρατική ενίσχυση των τραπεζών και των ασφαλιστικών ταμείων, το κόστος της οποίας θα αντιστάθμιζε τα όποια οφέλη από την διαγραφή του διεθνούς χρέους. Η διαγραφή χρέους, πέρα από τις δυσκολίες που θα αντιμετωπίσουν οι ελληνικές τράπεζες όσον αφορά την άντληση ρευστότητας, θα δημιουργήσει και προβλήματα κεφαλαιακής επάρκειας. Επιπλέον οι επενδυτές θα χάσουν την εμπιστοσύνη τους στην ελληνική αγορά και θα προβούν πιθανώς σε μαζική απόσυρση καταθέσεων.

Ντόμινο συνεπειών για ολόκληρη την Ευρωζώνη θα ακολουθήσει καθώς οι αγορές θα προεξοφλήσουν ανάλογες κινήσεις για ολόκληρο τον ευρωπαϊκό Νότο (συστημικός κίνδυνος). «Με την αναδιάρθρωση του ελληνικού χρέους, ίσως επισπευστεί μια κρίση στην Ισπανία. Σε αυτό το σημείο δεν έχει σημασία πόσο έχεις κερδίσει με την αναδιάρθρωση της Ελλάδας, καθώς οι απώλειες από την κατάρρευση στην Ισπανία είναι πολύ μεγαλύτερες», σχολιάζουν αναλυτές του πρακτορείου Bloomberg.

Από την γερμανική και γαλλική οπτική, τα οφέλη μιας αναδιάρθρωσης της Ελλάδας δεν είναι σαφές ότι θα είναι περισσότερα από το κόστος δεδομένου ότι οι γερμανικές και γαλλικές τράπεζες είναι μεταξύ των περισσότερο εκτεθειμένων στην Ελλάδα. Αν ληφθεί υπόψη και το γεγονός ότι οι τράπεζες και τα συνταξιοδοτικά ταμεία της Ελλάδας διακρατούν δημόσιο χρέος, μια χρεοκοπία θα δημιουργούσε άμεσα ισχυρές πιέσεις στο χρηματοπιστωτικό σύστημα της χώρας.

Δεν είναι τυχαίο ότι ένα από τα εκτελεστικά μέλη της ΕΚΤ, ο Μανουέλ Παράμο σε δηλώσεις που έκανε τον Απρίλιο του 2011 στο Dow Jones Newswire, υποστήριξε, στη βάση της ανάλυσης που είχε κάνει η ΕΚΤ, ότι μια αναδιάρθρωση του ελληνικού χρέους θα είχε χειρότερες συστημικές προεκτάσεις στις διεθνείς αγορές από ότι η Lehman Brothers το 2008.

Ο φόβος διάχυσης της ελληνικής κρίσης, αν η αναδιάρθρωση πραγματοποιηθεί χωρίς πολλές καθυστερήσεις, θα οδηγήσει σε αύξηση των αποδόσεων των κυβερνητικών ομολόγων που έχουν εκδοθεί και στα υπόλοιπα κράτη-μέλη. Αυτό θα ασκήσει πίεση στις κυβερνήσεις των χωρών αυτών συρρικνώνοντας αισθητά τα δημοσιονομικά τους, δημιουργώντας ταυτόχρονα αντιπληθωριστικές πιέσεις, διακινδυνεύοντας τέλος να βρεθούν και τα υπόλοιπα κράτη-μέλη σε διπλή ύφεση. Ένα τέτοιο αποτέλεσμα δεν θα προκαλούσε μόνο τεράστια επίπεδα ανεργίας, αλλά θα καθιστούσε ακόμη πιο δύσκολη για τις χώρες της ευρωζώνης τη μείωση του δημοσιονομικού τους ελλείμματος και του επιπέδου χρέους. Το κράτος θα έπρεπε να διοχετεύει κεφάλαια στο τραπεζικό σύστημα δίχως να μπορεί να δανειστεί από τις διεθνείς αγορές και να πληρώνει τα τρέχοντα έξοδα μέσω ενός πρωτογενούς πλεονάσματος στον προϋπολογισμό του, γεγονός που θα απαιτούσε πολύ μεγαλύτερη προσαρμογή σε πολύ λιγότερο χρόνο.

Από την άλλη μεριά η σπέκουλα των γερμανικών στελεχών ότι η Ελλάδα ίσως δεν έχει άλλες εναλλακτικές παρά την αναδιάρθρωση, υπογραμμίζει την απροθυμία τους να δαπανήσουν περισσότερα στις διασώσεις, ενώ την ίδια στιγμή αγνοούν το προηγούμενο που έχει δημιουργηθεί. Οι κρατικές χρηματοοικονομικές κρίσεις, συνήθως δε μένουν απομονωμένες. Η υποτίμηση της Ταϊλάνδης το 1997 προκάλεσε την ασιατική κρίση, η χρεοκοπία της Ρωσίας το 1998 ξεκίνησε παγκόσμια χρηματοοικονομική πανδημία και η κρίση της Λ. Αμερικής δημιούργησε την ανάγκη οι ΗΠΑ να κατασκευάσουν τα ομόλογα Brady.

Η πρώην οικονομολόγος του ΔΝΤ, Carmen Reinhart, «ειδική» σε θέματα χρεοκοπιών, στο βιβλίο που συνυπογράφει με τον Kenneth Rogoff «This time is different: Eight Centuries of Financial Folly», αναλύει οκτώ αιώνες ιστορίας μέσα από κρίσεις και χρεοκοπίες και αναφέρει μεταξύ άλλων ότι όταν το χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ ξεπερνάει το 60% με 90% η κυβερνητική οικονομική ενίσχυση θα οδηγήσει σε μεγέθυνση του χρέους και όχι σε ανάπτυξη της οικονομίας. Η μεγέθυνση του χρέους μπορεί να λάβει ανεξέλεγκτες διαστάσεις σε περιπτώσεις που ο ρυθμός ανάπτυξης του ΑΕΠ είναι χαμηλότερος του μέσου σταθμισμένου επιτοκίου κυβερνητικών ομολόγων.

Ίσως το πιο σημαντικό στοιχείο στην όλη διαδικασία της αναδιάρθρωσης είναι το ελληνικό τραπεζικό σύστημα και οι αντοχές του. Πολλές κατάφεραν να ξεφύγουν από την τραπεζική κρίση ή τουλάχιστον να καθυστερήσουν την εμφάνισή της, μέσω του αρμπιτράζ της καμπύλης αποδόσεων, δηλαδή με βραχυπρόθεσμο δανεισμό από την ΕΚΤ σε πολύ χαμηλά επιτόκια και τοποθέτηση αυτού σε μακροπρόθεσμα κρατικά ομόλογα. Η κρίση στις αγορές κρατικών ομολόγων, δηλαδή η απότομη μείωση των τιμών τους, θα οδηγήσει σε μεγάλες απώλειες στους ισολογισμούς των τραπεζών.

Πέραν όμως από το πρόβλημα των κεφαλαίων, το οποίο θα εξαρτηθεί σε μεγάλο βαθμό από τον τρόπο που θα πραγματοποιηθεί η αναδιάρθρωση, σημαντικό παραμένει το πρόβλημα ρευστότητας που αντιμετωπίζουν οι ελληνικές τράπεζες, με μόνη πηγή άντλησης ρευστότητας την ΕΚΤ. Τα κρατικά ομόλογα αποτελούν περιουσιακό στοιχείο του ενεργητικού τους, το οποίο μπορούν να χρησιμοποιήσουν για την άντληση ρευστότητας από την διατραπεζική αγορά ή από τις χρηματαγορές. Ήδη όμως από το 2010, οι ελληνικές τράπεζες δεν εμπιστεύονται η μια την άλλη και δε δανείζονται πλέον στη διατραπεζική αγορά, αλλά καταφεύγουν απευθείας στην ΕΚΤ παρέχοντας ως ενέχυρα τους τίτλους που έχουν στην κατοχή τους. Μία παραγραφή χρέους θα σήμαινε αυτόματα απώλεια για τις τράπεζες, αλλά και η μη παραγραφή επίσης οδηγεί σε απώλειες τις τράπεζες όταν έχουν στην κατοχή τους τίτλους τους οποίους δεν μπορούν να χρησιμοποιήσουν για την άντληση ρευστότητας γιατί θεωρούνται «τοξικοί» από τους άλλους παίκτες στις χρηματαγορές.

Όποια λοιπόν μορφή αναδιάρθρωσης επιλεγεί θα πρέπει να μην επηρεάζει την αποδοχή των ομολόγων για παροχή ρευστότητας από την ΕΚΤ, καθώς οποιασδήποτε άλλης μορφής εγγυήσεις δεν μπορούν να καλύψουν την έκθεση των ελληνικών τραπεζών προς την ΕΚΤ.

Ας μην ξεχνάμε ότι η κλίση της καμπύλης αποδόσεων εμπεριέχει μια σημαντική πηγή κερδών για τις τράπεζες οι οποίες απαιτούν χρόνο για να αποκτήσουν και πάλι «μαξιλάρια» ρευστότητας . Αν λάβουμε υπόψη και το γεγονός ότι παρουσιάζουν κέρδη προ προβλέψεων της τάξεως των 8 δις ευρώ ή 3% [3]επί των συνολικών δανείων- όσο περισσότερο καθυστερεί η αναδιάρθρωση- θα καταφέρουν εντωμεταξύ να «ενσωματώσουν» την πιθανότητα πτώχευσης στους κεφαλαιακούς τους δείκτες. Οι αγορές άλλωστε εδώ και καιρό αντανακλούν τις μειωμένες προσδοκίες των επενδυτών να αποπληρωθούν.

[3] Deutsche Bank: “Are we moving towards restructuring?” April 2011

Η αγορά σε μια διαδικασία αναδιάρθρωσης θα προβεί σε επανεκτίμηση του κινδύνου των ελληνικών ομολόγων προσαρμόζοντας την καμπύλη απόδοσης τους. Στην περίπτωση που υπάρξει «ελάφρυνση» χρέους είτε με μείωση επιτοκίου είτε με αύξηση της περιόδου ωρίμανσης των ομολόγων, θα υπάρχει θετικός αντίκτυπος στην μείωση των αποδόσεων τους. Το χρέος όμως θα μειωθεί σε όρους ΑΕΠ και όχι σε ονομαστική τιμή, καθώς δεν θα υπάρχει «κούρεμα» στις τιμές των ομολόγων. Η μείωση των αποδόσεων θα είναι βραχυχρόνια. Μακροπρόθεσμα η αγορά θα αναμένει να υπάρξει απομείωση (haircut), πιθανόν όταν θα είναι έτοιμος ο μηχανισμός διάσωσης (ESM) που θα ενεργοποιηθεί το 2013. Το «κούρεμα» το αναμένει η αγορά καθώς ο λόγος χρέος προς ΑΕΠ θα παραμένει σε επίπεδα μη βιώσιμα.

Ένα ακόμη επιχείρημα υπέρ της καθυστέρησης, αναλύει η έκθεση Global Equity Strategy της Credit Suisse (Μάιος 2011) ή και αποφυγής της αναδιάρθρωσης, είναι ότι το κόστος χρηματοδότησης της ΕΚΤ είναι το επιτόκιο καταθέσεων, δηλαδή 0,5%, ενώ παράλληλα κατά μέσο όρο οι αποδόσεις των πορτογαλικών, ιρλανδικών και ελληνικών ομολόγων είναι 13%! Λαμβάνοντας υπόψη ότι η ΕΚΤ έχει στην κατοχή της συνολικά 76 δις ευρώ σε κυβερνητικά ομόλογα της ευρωζώνης κερδίζει 10 δις ανά έτος που ισοδυναμούν με 12% της κεφαλαιακής της επάρκειας.

Μία ενδιαφέρουσα ανάλυση σχετικά με την πιθανή αναδιάρθρωση του ελληνικού χρέους και τις επιπτώσεις που θα έχει στο κόστος δανεισμού της Ελλάδας παρουσιάστηκε σε δημοσίευμα της Wall Street Journal, κάνοντας λόγο για πολύ ακριβά επιτόκια ακόμη και το 2017 σε περίπτωση αναδιάρθρωσης. Παρατίθενται παραδείγματα χωρών, όπως της Ρωσίας, που κατάφεραν να επιστρέψουν γρήγορα στις αγορές μετά από αναδιάρθρωση, καθώς οι επενδυτές στις περισσότερες περιπτώσεις είναι έτοιμοι να δανείσουν ξανά σε μία χώρα που έχει μειώσει το χρέος της καθώς η ικανότητα εξυπηρέτησης του χρέους αυξάνεται ανάλογα με το haircut.

Υπάρχουν ωστόσο ορισμένες ενστάσεις για το αν η αναδιάρθρωση οδηγεί με σιγουριά στη μείωση των επιτοκίων και στην εξομάλυνση της κατάστασης στις αγορές ομολόγων. Αν το μέσο επιτόκιο εξυπηρέτησης του δημόσιου χρέους αυξηθεί, καθώς οι επενδυτές θα ζητούν υψηλότερα ασφάλιστρα κινδύνου εφόσον δεν υπάρχει βελτίωση των δημοσιονομικών δεικτών και η οικονομία βρίσκεται σε τροχιά χαμηλής ανάπτυξης, η Ελλάδα θα οδηγηθεί σε ένα «ράλι» επιτοκίων. Αυτή η αρχική αύξηση των επιτοκίων θα οδηγήσει σε χαμηλότερη ανάπτυξη, που θα προκαλέσει με τη σειρά της σε περαιτέρω αύξηση των επιτοκίων, με τελικό αποτέλεσμα την εκθετική επιτάχυνση του ρυθμού συσσώρευσης του δημόσιου χρέους.

Σύμφωνα με τους Juan Cruces του πανεπιστημίου Torcuato Di Tella της Αργεντινής και Christoph Trebesch του Free University του Βερολίνου, οι οποίοι εξετάζουν τα «haircuts» των πιστωτών σε 202 αναδιαρθρώσεις από το 1970 έως το 2007, σε 68 χώρες, όσο μεγαλύτερο ήταν το «κούρεμα» τόσο υψηλότερα ήταν στη συνέχεια τα spreads και οι περίοδοι αποκλεισμού από τις αγορές. Ειδικότερα, ένα «haircut» της τάξης του 20% οδηγεί σε αύξηση του κόστους δανεισμού κατά 1,7% αμέσως μετά την αναδιάρθρωση, και 0,5% υψηλότερα έπειτα από πέντε χρόνια. Συνεπώς για την Ελλάδα το κόστος δανεισμού θα παραμείνει σε απαγορευτικά υψηλά επίπεδα ακόμη και το 2017, παρά το γεγονός ότι η χώρα θα έχει κάνει τα πάντα σωστά.

Από την άλλη πλευρά, από την στιγμή που η αναδιάρθρωση είναι αναγκαία για να καταστεί η δυναμική του δημοσίου χρέους και πάλι βιώσιμη, η καθυστέρηση της θα έχει ως αποτέλεσμα τον μεγαλύτερο επωμισμό ζημιών από δημόσιους φορείς, καθώς το Μνημόνιο υπαγορεύει μεταφορά χρέους από τον ιδιωτικό τομέα στα κράτη μέλη της Ε.Ε και το ΔΝΤ. Με την συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα, επιτυγχάνεται ο επιμερισμός των απωλειών και παράλληλα απελευθερώνονται και αναπτυξιακοί πόροι.

Αξίζει να διευκρινιστεί εδώ ότι στο ενδεχόμενο μιας αναδιάρθρωσης στην οιαδήποτε μορφή της, αυτή θα μπορούσε να πραγματοποιηθεί μόνο στα ομόλογα που διέπονται από το ελληνικό δίκαιο, καθώς ομόλογα που έχουν εκδοθεί και διέπονται από το αγγλικό δίκαιο, είναι πιθανόν να ενεργοποιήσουν τα ασφάλιστρα κινδύνου (CDS).

Την ίδια στιγμή έχει αρχίσει να διογκώνεται μια νέα αγορά παραγώγων που στοιχηματίζουν πια όχι στην πτώχευση όπως τα CDS, αλλά στο ύψος του haircut των ελληνικών ομολόγων (sovereign recovery swaps). Τα ασφάλιστρα αυτά βέβαια μπορούν να ενεργοποιηθούν και να αποδώσουν στους κατόχους τους , μόνο εάν η χώρα δηλώσει αδυναμία πληρωμής και υποχρεωθεί σε αναδιάρθρωση. Αυτό σημαίνει ότι οι κάτοχοι των ασφαλίστρων αυτών έχουν κάθε λόγο να πιέσουν στη συγκεκριμένη κατεύθυνση αφού η κατοχή των παραγώγων αυτών δεν τους υποχρεώνει να έχουν και τα αντίστοιχα ομόλογα για τα οποία ενδεχομένως θα κηρυχθεί χρεοστάσιο…

Επιπλέον, δεν θα πρέπει να αγνοηθούν και οι κοινωνικοί κίνδυνοι και οι αναταράξεις που θα επιφέρει στη μικροοικονομία μια υποτιθέμενη διαγραφή χρέους. Ενδεικτικά αναφέρομαι στην πρόσφατη συμφωνία που ήλθε το ελληνικό δημόσιο με τους προμηθευτές των νοσοκομείων. Οι αναταραχές που προκλήθηκαν μέχρι να ολοκληρωθεί η διαπραγμάτευση θεωρείται από ορισμένους μια ήπια αναδιάρθρωση τμήματος του ελληνικού χρέους μπορεί να λάβουν πολλαπλασιαστικό χαρακτήρα σε μια πιο μεγάλη προσπάθεια απομείωσης του χρέους.

Το ερώτημα που πρέπει λοιπόν να απαντηθεί στην περίπτωση της Ευρωζώνης είναι ποιος ακριβώς θα τιμωρηθεί. Αν αυτό που έγινε είναι ότι οι επενδυτές ομολόγων πίστεψαν μία ιστορία που αποδείχθηκε ψεύτικη, δεν θα έπρεπε η οργή τους να στραφεί προς αυτούς που τους πούλησαν την ιστορία;

<u>Το Α' Πακέτο Στήριξης</u>

Η ΕΚΤ, η οποία βασίζεται στις αξιολογήσεις που παράγονται από τους αμερικανικούς οίκους αξιολόγησης για τον καθορισμό της καταλληλότητας δέσμευσης των ομολόγων με αντάλλαγμα την παροχή ρευστότητας, προέβαλε στην αρχή της κρίσης αντιρρήσεις σχετικά με την καταλληλότητα των ελληνικών τίτλων δημοσίου χρέους για παροχή ρευστότητας.

Σημειώνεται εδώ ότι προϋπόθεση για δανεισμό με παροχή εγγυήσεων πριν την οικονομική κρίση ήταν κατά το ελάχιστο βαθμολογία Α-(ή ισοδύναμο). Προκειμένου όμως να στηρίξει το τραπεζικό σύστημα κατά τη διάρκεια της τραπεζικής κρίσης, η ΕΚΤ μείωσε προσωρινά την αξιολόγηση σε BBB+. Στο τέλος του 2009 η ΕΚΤ ανακοίνωσε ότι από την αρχή του 2011 και έπειτα, θα επιστρέψει στα προ-κρίσης κριτήρια παροχής ρευστότητας, Δεδομένου ότι το ελληνικό δημόσιο χρέος είχε τότε μειωθεί στο BBB+, δημιουργήθηκε αυτομάτως ένα σοβαρό πρόβλημα για τους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς που κατείχαν ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου, οι οποίοι αντιμετώπιζαν πλέον το ενδεχόμενο αδυναμίας ρευστοποίησης της ομολογιακής θέσης τους. Η παροχή οικονομικής βοήθειας ήταν αναπόφευκτη. Η αναδιάρθρωση μπορούσε να περιμένει. Παρακάτω παρουσιάζεται συνοπτικά ο τρόπος διαχείρισης του δημοσίου χρέους στην Ελλάδα.



Από τον Μάιο του 2010 και μετά, το δημόσιο χρέος της Ελλάδας μεταφέρεται, μερικώς και σταδιακά, στους δημόσιους διεθνείς δανειστές της, ήτοι αφενός μεν στο ΔΝΤ και στους λοιπούς εταίρους στην Ευρωζώνη καθότι εκταμιεύεται ένα δάνειο 110 δις, αφετέρου δε στην ΕΚΤ, η οποία –από τις 10 Μαΐου 2010 και μετά– έχει θέσει σε εφαρμογή ένα πρόγραμμα αγοράς ομολόγων στη δευτερογενή αγορά, προκειμένου να στηρίξει την αξία τους, δεδομένου ότι και οι τράπεζες της ευρωζώνης, που έχουν στα χαρτοφυλάκιά τους ομόλογα ελληνικού δημοσίου, αλλά και η ίδια η ΕΚΤ, έχουν εύλογο συμφέρον να μην υποτιμηθεί η αξία του ενεργητικού τους, περίπτωση κατά την οποία θα χρειάζονταν ανακεφαλαιοποίηση. Το πρόγραμμα θα οδηγήσει στη δημοσιονομική εξυγίανση της χώρας για την αποκατάσταση της πιστοληπτικής ικανότητας και της διεθνούς ανταγωνιστικότητας.

Η Ε.Ε και ο IMF για να αποκαταστήσουν τυχόν ανησυχίες για τη βιωσιμότητα των δημοσίων οικονομικών και στις υπόλοιπες ευρωπαϊκές χώρες δεσμεύτηκαν να χρηματοδοτήσουν με 1 τρις ευρώ αντίστοιχες οικονομικές προκλήσεις στην Ευρωζώνη υπό την προϋπόθεση ότι οι χώρες αυτές λαμβάνουν δραστικά μέτρα για την αντιμετώπιση των δημοσιονομικών τους αδυναμιών.

Οι λόγοι για τους οποίους επιλέχθηκε σε πρώτη φάση η παροχή οικονομικής βοήθειας αντί της αναδιάρθρωσης του χρέους, είναι κυρίως τέσσερις:

1. Καταρχήν θα πρέπει η αναδιάρθρωση να «δείξει» ότι το χρέος διαμορφώνεται σε βιώσιμα επίπεδα. Αυτό απαιτεί η Ελλάδα να βρίσκεται σε φάση πρωτογενούς ελλείμματος. Με την μετάθεση της αναδιάρθρωσης του χρέους η Ε.Ε κερδίζει χρόνο ώστε να βρει μια συνολική λύση, καθώς είναι πιθανόν οι αγορές να συνεχίσουν να πιέζουν τις υπόλοιπες χώρες της περιφέρειας που αντιμετωπίζουν προβλήματα., όπως θα μπορούσε να συμβεί στην περίπτωση αναδιαρθρώσεων και άλλων χωρών της περιφέρειας (π.χ Πορτογαλία ή Ιρλανδία σε πρώτη φάση).
2. Θα πρέπει μέχρι τότε να έχουν γίνει όλες οι απαραίτητες ενέργειες που να θωρακίζουν τόσο το ελληνικό, όσο και το ευρωπαϊκό τραπεζικό σύστημα. Υπήρχε ο κίνδυνος να καταρρεύσουν οι ελληνικές τράπεζες και να χρειαστεί να ανακεφαλαιοποιηθούν ευρωπαϊκές τράπεζες που είχαν στο χαρτοφυλάκιό τους μεγάλο όγκο ελληνικών ομολόγων. Η Ευρωζώνη κινδύνευε από νέα

χρηματοπιστωτική κρίση την στιγμή που επί είκοσι μήνες αγωνιζόταν να βγει από αυτήν.

3. Τα αναπτυγμένα κράτη που «έσωσαν» την Ελλάδα, ήθελαν να διαψεύσουν όσους είχαν διαμορφώσει επενδυτική στρατηγική το προηγούμενο διάστημα με την προσδοκία πως θα πτώχευε ένα από αυτά, με τρόπο τέτοιον ώστε να μην διακινδυνεύσει να αυξηθεί το κόστος δανεισμού και άλλων υπερχρεωμένων αναπτυγμένων κρατών, κυρίως δε των ΗΠΑ, που –καθώς βρίσκονταν σε διαδικασία εξόδου από την ύφεση– το τελευταίο που επιθυμούσαν ήταν να αντιμετωπίσουν υψηλότερο κόστος του δικού τους δανεισμού, σε συνδυασμό με ένα αδύναμο ευρώ.
4. Η ιδέα ήταν η Ελλάδα να επανέλθει γρήγορα στις αγορές μέσα από την τήρηση ενός εμπροσθοβαρούς προγράμματος δημοσιονομικής προσαρμογής και διαρθρωτικών αλλαγών, χάρη στα αποτελέσματα του οποίου οι αγορές –που στο μεταξύ δεν θα είχαν χάσει ούτε ένα ευρώ– θα μπορούσαν σύντομα να την εμπιστευτούν και πάλι.

Ο αναπτυγμένος κόσμος αγόραζε έτσι πολύτιμο χρόνο μέχρις ότου οι οικονομίες του οδηγηθούν σε πλήρη ανάκαμψη, η δε Ελλάδα προσαρμοσθεί για να ανακτήσει την αξιοπιστία της στα μάτια των αγορών. Εάν η ελληνική κρίση χρέους δεν επεκτεινόταν σε άλλες χώρες της Ευρωζώνης, μια ενδεχόμενη συνεχιζόμενη δυσπιστία των αγορών απέναντι στην Ελλάδα θα αντισταθμιζόταν εύκολα με μέτρα επιμήκυνσης και χαλάρωσης του τμήματος εκείνου του χρέους που στο μεταξύ θα περνούσε στα χέρια των δημόσιων δανειστών της, αν όχι και με πρόσθετη χρηματοδότηση από το EFSF, εφόσον σημείωνε κι η χώρα πρόοδο στον περιορισμό του δημοσίου ελλείμματος και στην ανταγωνιστικότητά της. Έτσι, η διπλή διαχείριση του ελληνικού χρέους ως δημόσιο από τη μια μεριά, που θα επιμηκυνόταν, και ως ιδιωτικό από την άλλη -που σταδιακά θα περιοριζόταν καθώς θα περνούσε στους δανειστές- επέτρεπε την αποφυγή της αναδιάρθρωσης του, ώστε η επάνοδος της χώρας στις αγορές να είναι βέβαιη. Διότι, αλλιώς σε αντιμετωπίζουν οι αγορές όταν τις έχεις «κουρέψει» και αλλιώς όταν έχουν πάρει πίσω όλα τα λεφτά τους στην ώρα τους, κυρίως δε όταν έχουν τη βεβαιότητα ότι θα είσαι σε θέση να εξυπηρετείς στο εξής κανονικά το όποιο νέο χρέος σου.

Οι διεθνείς αγορές διατηρούσαν συνεπώς σοβαρές επιφυλάξεις για την επιτυχή έκβαση των οικονομικών εξελίξεων και συνεχίζουν να πιστεύουν ότι η αναδιάρθρωση του Δημοσίου χρέους της Ελλάδας είναι μεσοπρόθεσμα αναπόφευκτη.

<u>Παράγοντες βιωσιμότητας του τρόπου διαχείρισης του δημοσίου χρέους</u>

Τα αποτελέσματα τους πρώτους μήνες από τον τρόπο με τον οποίο αντιμετωπίστηκε η ελληνική κρίση χρέους ήταν θεαματικά. Η Ελλάδα «σώθηκε», τα spreads των ομολόγων της άρχισαν να πέφτουν, το ευρώ ενισχύθηκε, τα "stress tests" των τραπεζών πέτυχαν, η κρίση έπαψε προς στιγμήν να επεκτείνεται στην Ευρωζώνη και οι μετοχές στα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια σημείωσαν άνοδο. Η σχολή σκέψης στην Ευρωζώνη που πίστευε πως η κρίση χρέους της Ελλάδας έπρεπε να αντιμετωπιστεί με ταμειακά μέτρα στήριξης της χώρας, φάνηκε προς στιγμήν ότι δικαιώθηκε.

Απαραίτητες προϋποθέσεις για να καταστεί το χρέος βιώσιμο ωστόσο ήταν η τήρηση του Μνημονίου με άμεσες προεκτάσεις την αναδιάρθρωση κράτους μέχρι το τέλος του 2011, τη μείωση του ελλείμματος με περικοπές δαπανών και αύξηση εσόδων -προκειμένου να αποκοπεί η εκρηκτική δυναμική του χρέους- και τέλος, η βελτίωση της ανταγωνιστικότητας με μεθόδους εσωτερικής υποτίμησης και δημιουργία συνθηκών ανάκαμψης. Επιπροσθέτως υπήρξε σαφής δέσμευση για μερική επάνοδο στις αγορές με την έκδοση ομολόγων μεγαλύτερης διάρκειας από το 1ο τρίμηνο του 2012 και μετά καθώς και ολική επάνοδος στις αγορές από τα μέσα του 2013 και μετά, με την έκδοση ομολόγων μεγαλύτερης διάρκειας.

Το καλό κλίμα ήρθε να χαλάσει το φθινόπωρο η Ιρλανδική κρίση στο εξωτερικό, σε συνδυασμό με τον φόβο που προκάλεσε στις αγορές ο κίνδυνος πολιτικής αστάθειας στο εσωτερικό. Κατέστη έτσι σαφές ότι η βιωσιμότητα του τρόπου διαχείρισης του δημοσίου χρέους της Ελλάδας από τον Μάιο του 2010 και μετά, θα δοκιμαζόταν όχι μόνο από ενδογενείς, αλλά και από εξωγενείς παράγοντες, που αλληλοεπηρεάζονταν.

Εδώ αξίζει να αναφερθεί και η σημασία των οίκων αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας των χωρών που, όπως απεδείχθη, κατέχουν κεντρικό ρόλο στην αποσταθεροποίηση(!) των χρηματοπιστωτικών αγορών. Αποτυγχάνουν συστηματικά, σχεδόν εσκεμμένα να προβλέψουν τις επερχόμενες κρίσεις. Και μόλις η κρίση ξεσπάσει, την κάνουν εντονότερη. Τρανταχτό παράδειγμα προς αυτή την σχεδόν βέβαιη πεποίθηση είναι η κρίση χρέους που ξέσπασε στο Ντουμπάι. Μόνο όταν το Ντουμπάι ανέβαλε την αποπληρωμή των ομολόγων του συνειδητοποίησαν οι οίκοι ότι η κρίση έκανε την αρχή της και υποβάθμισαν τα κυβερνητικά του ομόλογα. Έχοντας παταγωδώς αποτύχει στην πρόβλεψη για την κρίση δημόσιου χρέους, ξεκίνησαν έπειτα ένα γαϊτανάκι υποβαθμίσεων κυρίως σε χώρες της Νότιας Ευρώπης μεταξύ των οποίων και της Ελλάδας.

Για τους ίδιους λόγους, για τους οποίους η Ελλάδα έπρεπε να σωθεί τον Μάιο του 2010 με όποιο κόστος, προκειμένου να μην αυξηθεί το κόστος δανεισμού άλλων υπερχρεωμένων αναπτυγμένων κρατών, θέτοντας σε κίνδυνο την ισχνή τους ανάκαμψη, για τους ίδιους λόγους η Ελλάδα δεν μπορούσε να αφεθεί να καταρρεύσει, όντας αποκομμένη από τις αγορές και ενώ βρισκόταν σε ύφεση.

Στο τέλος του 2010, η διεθνής αξιοπιστία της ελληνικής οικονομίας στο σύνολό της βρέθηκε στο ναδίρ: Τα spreads των ομολόγων του ελληνικού δημοσίου και τα CDS σπάζανε το ένα ρεκόρ μετά το άλλο, οι τράπεζές αδυνατούσαν να επανέλθουν στη διατραπεζική, οι ξένες άμεσες επενδύσεις εγκατέλειπαν την Ελλάδα. Και όλα αυτά, εξαιτίας της πεποίθησης που διαμορφώθηκε στις διεθνείς αγορές πως η Ελλάδα κάποια στιγμή στο άμεσο μέλλον θα αδυνατούσε να εξυπηρετήσει το τεράστιο δημόσιο χρέος της και άρα θα έπαυε τις πληρωμές της, καθώς θα αδυνατούσε να επανέλθει στις αγορές όπως είχε σχεδιασθεί.

Και κάπου εδώ είναι που αποφασίζεται η δημιουργία ενός ευρωπαϊκού οργανισμού, με θεμελιωτές τους Daniel Gros και Thomas Mayer, στον οποίο θα προσφεύγουν οι χώρες με οικονομικές δυσκολίες προβαίνουσες σε αναδιάρθρωση του χρέους τους, τον λεγόμενο Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας που θα τεθεί σε ισχύ από το 2013. Για να ενταχθεί μια χώρα σε αυτόν, οι Ευρωπαίοι ηγέτες θέλουν να έχει προηγηθεί αναδιάρθρωση του χρέους της. Στο παιγνίδι θα μπουν τότε και οι διεθνείς οίκοι αξιολόγησης μιας και αρκετοί από αυτούς είναι ταυτόχρονα και χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που κρατούν στα χέρια τους μεγάλο κομμάτι κρατικών χρεών.

Έτσι, η συζήτηση για την αναδιάρθρωση του ελληνικού χρέους ξαναήρθε στο προσκήνιο εντονότερη από ποτέ και οδήγησε τον Ιανουάριο του 2011 την Fitch να υποβαθμίσει και την πιστοληπτική ικανότητα της χώρας σε μη επενδύσιμο επίπεδο, ενώ για τους ίδιους λόγους η S&Ps ανακοίνωνε τον Δεκέμβριο πως έθετε την Ελλάδα υπό παρακολούθηση με το ενδεχόμενο και νέας υποβάθμισης τους επόμενους τρεις μήνες, κάτι που με βεβαιότητα πλέον θα καθιστούσε αδύνατη την επάνοδο της χώρας στις αγορές, συγχρόνως με την αδυναμία των τραπεζών να επανέλθουν στην διατραπεζική αγορά, καθιστώντας την ανάκαμψη της ελληνικής οικονομίας ακόμη πιο δύσκολη τους επόμενους μήνες.

VII. Έξοδος από την Ενιαία Νομισματική Ένωση ή όχι;

Η Ευρωπαϊκή Νομισματική Ένωση αντιμετωπίζει μια σοβαρή κρίση του ισοζυγίου πληρωμών. Η πτώχευση της Ιρλανδίας, τα τεράστια ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών στην Ελλάδα, την Πορτογαλία και, εν μέρει, στην Ισπανία χρηματοδοτήθηκαν κατά τα τελευταία τρία χρόνια με την αύξηση της προσφοράς χρήματος (τύπωμα νέου χρήματος-πληθωριστικό χρήμα) από την ΕΚΤ με ποσό άνω των € 100 δις. ευρώ ετησίως.

Η ελληνική κυβέρνηση ανέλαβε τεράστια χρέη κάτω από το ευρώ, τονώνοντας δυσανάλογα για το μέγεθος της, μισθούς και τιμές αγαθών. Η έλλειψη ρευστότητας δε, συνεπάγεται μεγάλο ρίσκο στη λήψη θέσεων, πολύ μεγαλύτερο από αυτό που ο συμβατικός επενδυτής κρατικών ομολόγων είναι έτοιμος να λάβει. Οι αγορές τιμωρούν και αποκλείουν την Ελλάδα. Οι εξελίξεις αυτές θα οδηγούσαν νομοτελειακά στην έξοδο της χώρας την Ευρωπαϊκή Νομισματική Ένωση, δηλαδή το Ευρώ και στην επιστροφή στη δραχμή. Και το Νομισματοκοπείο της Ελλάδας θα λειτουργούσε με ιδιαίτερα ταχείς ρυθμούς για την εκτύπωση χρήματος που αναπόφευκτα θα οδηγούσε στον υπερπληθωρισμό.

Το γεγονός και μόνο ωστόσο ότι η Ελλάδα ανήκει στην Ευρωζώνη, η έξοδος από την οποία δεν είναι τόσο απλή όσο η κατάργηση μιας σταθερής ισοτιμίας (peg) με το «σκληρό» νόμισμα της περιοχής, δηλαδή το δολάριο, όπως συνέβη επί παραδείγματι στον Ισημερινό και την Αργεντινή, καθιστά την επιχειρηματολογία υπέρ της εξόδου αρκετά δύσκολη.

Τι θα συμβεί στο ενδεχόμενο αποχώρησης από την Ευρωζώνη

Μειονεκτήματα

Με δεδομένο ότι η Ελλάδα έχει υποχρεώσεις έναντι του εξωτερικού ίσες με το 88% του ΑΕΠ αν αποχωρούσε από τη ζώνη του ευρώ οι υποχρεώσεις της θα αυξάνονταν σε 176% με ένα ποσοστό υποτίμησης 50% επί παραδείγματι. Εκτός αυτού οι ελληνικές τράπεζες έχουν ήδη δανειστεί 90 δις ευρώ από την ΕΚΤ με δείκτη δάνεια/καταθέσεις 110%, όπως υπολογίζουν αναλυτές της Credit Suisse (Μάιος 2011), που σημαίνει ότι έχουν μια έντονη σχέση εξάρτησης με αυτήν και ελπίζουν στη διατήρηση της φθηνής χρηματοδότησης πλεονέκτημα το οποίο θα έχαναν αν έβγαινε η χώρα από την ενιαία νομισματική ένωση. Απώλεια αυτού του προνομίου θα οδηγούσε σε κατάρρευση μια ήδη ισχνή οικονομία. Οι παράπλευρες απώλειες αυτής της δυσμενούς εξέλιξης θα ήταν η κάθετη πτώση του ΑΕΠ κατά τουλάχιστον 15%, η αύξηση της ανεργίας στο 25% - 30%, η αύξηση του πληθωρισμού στο 15%-20%, η αδυναμία της χώρας να βρει συνάλλαγμα για την πληρωμή των εισαγωγών καθώς και η εξαφάνιση προϊόντων και φαρμάκων από την αγορά.

Η μετά-ευρώ περίοδος θα καθιστούσε ακόμα πιο δύσκολη την εφαρμογή δομικών μεταρρυθμίσεων, αναγκαίων για την αύξηση του επιπέδου παραγωγικότητας της χώρας που υπολείπεται εδώ και χρόνια κατά 40% από αυτό της Γερμανίας. Χωρίς τους περιορισμούς του ευρώ η πολιτική βούληση θα ασθενούσε ακόμα περισσότερο και η επιβολή περαιτέρω μέτρων λιτότητας δε θα γινόταν εύκολα αποδεκτή.

Από την άλλη, η ΕΚΤ έχει ήδη στην κατοχή της κατέχει 40 δις ευρώ σε ελληνικά ομόλογα (50 σε ονομαστική βάση) έχοντας έκθεση σε repo της τάξεως των 100 δις. Θα ήταν πια

ανώφελο να σταματήσουν στη φάση αυτή τη σχέση αλληλεξάρτησης που έχουν δημιουργήσει μεταξύ των.

Η Γερμανία θα ζημιωνόταν σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα καθότι θα ήταν αδύνατο να διατηρήσει το ίδιο μερίδιο αγοράς πλήττοντας ταυτόχρονα και την ανταγωνιστικότητα των γερμανικών προϊόντων.

Εκτός αυτού η μαζική εισροή κεφαλαίων προς τη Γερμανία θα μετέτρεπε την πλεονάζουσα ρευστότητα σε πληθωρισμό. Η μείωση των καταθέσεων θα οδηγούσε σε ραγδαία αύξηση του επιτοκίου καταθέσεων και σε απότομη μείωση των δανείων ανεβάζοντας το δείκτη καταθέσεις/ δάνεια σε ποσοστό 160% όσο και στην Ιρλανδία βάσει εκτιμήσεων της Credit Suisse που δημοσιεύτηκαν το Μάιο του 2011.

Δεν είναι λίγοι αυτοί που φοβούνται το ντόμινο των καταρρεύσεων που θα ακολουθούσε. Ο κίνδυνος διάχυσης αντίστοιχων φαινόμενων θα ήταν πολύ υψηλός για την Ιρλανδία και την Πορτογαλία αρχικά. Το σοκ από μια ενδεχόμενη ελληνική χρεοκοπία θα ήταν κυρίως συστημικό. Τα έμμεσα κόστη θα διπλασίαζαν τα άμεσα: η επαναξιολόγηση του 'νέου' ευρώ και ο ηχηρός κλυδωνισμός της ενιαίας αγοράς, θα έπληττε τη γενικότερη υπόσταση της Ε.Ε.

Πλεονεκτήματα

Οι αναλυτές που τάσσονται υπέρ της αποχώρησης από τη ζώνη του ευρώ υποστηρίζουν ότι με τη μετατροπή όλων των υφιστάμενων συμβάσεων από ευρώ σε δραχμές, η Ελλάδα θα ανακτήσει νομισματική «κυριαρχία» και συναλλαγματική ευελιξία.

Όταν ένα κράτος πτωχεύει, από τη στιγμή που το χρέος του διαγράφεται από τον ισολογισμό του και το "p&l" (profit 'n loss) του φαντάζει πλέον περισσότερο βιώσιμο, γίνεται άμεσα πιο ελκυστικό για δανειοδότηση η οποία και επιτυγχάνεται πολύ γρηγορότερα από ότι αναμένουν οι επενδυτές. Επιπλέον ο βαθμός του αποπληθωρισμού που απαιτείται για να αποκατασταθεί το πρόβλημα της ανταγωνιστικότητας θα είναι πολύ δύσκολο να επιτευχθεί.

Η Ελλάδα θα πρέπει να γίνει από 20 έως 30% φθηνότερη. Θα πρέπει να προχωρήσει συνεπώς σε μια εσωτερική ή εξωτερική υποτίμηση. Αν επιχειρήσει να εκτελέσει μια εσωτερική υποτίμηση εντός της Ευρωζώνης θα παρατηρηθούν φαινόμενα φτώχειας, από τα εκατομμύρια των μισθών και των τιμών που θα περικοπούν. Επιπλέον, πολλές επιχειρήσεις στην πραγματική οικονομία θα κηρύξουν πτώχευση επειδή η αξία της ακίνητης περιουσίας τους θα μειωθεί, ενώ τα χρέη τους προς τις τράπεζες θα παραμένουν ίδια. Ας μην πάμε πολύ μακριά. Την περίοδο μεταξύ 1929-1933, οι τιμές των γερμανικών προϊόντων μειώθηκαν κατά 23% και οι μισθοί κατά 30% περίπου. Η χώρα ήταν στα πρόθυρα ενός εμφυλίου πολέμου. Οι πολιτικοί που υποστηρίζουν ότι η Ελλάδα θα μπορούσε να σταθεί και πάλι στα πόδια της, μέσα από ένα αυστηρό πρόγραμμα λιτότητας υποτιμούν τους κινδύνους που ενέχει ένα τέτοιο εγχείρημα, ενώ αυτοί που θεωρούν ότι η προσέλκυση νέων επενδύσεων θα κάνει την Ελλάδα πιο ανταγωνιστική παραβλέπουν το γεγονός ότι αυτά τα χρήματα θα παραγκωνίσουν την ανάγκη για άμεσες μεταρρυθμίσεις και θα αφήσουν αμετάβλητο το έλλειμμα του ισοζυγίου.

Εγκαταλείποντας προσωρινά το ευρώ η Ελλάδα θα καταφέρει να γίνει ανταγωνιστική και αργότερα, σε μια κατάλληλη συναλλαγματική ισοτιμία, θα ενταχθεί και πάλι στη ζώνη του ευρώ. Αντί να μειώσει εκατομμύρια των τιμών και των μισθών, θα μειώσει απλά και μόνο μια τιμή: αυτήν του νομίσματός της. Θα σώζονταν ταυτόχρονα και οι επιχειρήσεις στην πραγματική οικονομία αφού θα μειώνονταν και τα χρέη προς τις ελληνικές τράπεζες.

Τα εξωτερικά χρέη, ωστόσο, θα αυξηθούν σε σχέση με το ΑΕΠ. Αλλά το ίδιο θα συμβεί και με μια εσωτερική υποτίμηση των μισθών και τιμών. Ένα καλό ποσοστό του ελληνικού χρέους θα πρέπει σε κάθε περίπτωση να διαγραφεί. Η γαλλική και η γερμανική κυβέρνηση θα πρέπει τότε να σωθούν οι ίδιες.

Έξοδος από τη νομισματική ένωση και υποτίμηση του νομίσματος θα οδηγήσει το ελληνικό τραπεζικό σύστημα σε χρεοκοπία, κατάσταση που δεν απέχει και πολύ από μια εσωτερική υποτίμηση, γιατί ούτως ή άλλως πολλοί από τους πελάτες των τραπεζών θα χρεοκοπήσουν και δεν θα αποπληρώσουν τα χρέη τους . Οι τράπεζες θα πρέπει να υποστηριχθούν στην περίπτωση αυτή από την Ε.Ε και ορισμένες από αυτές ίσως πωληθούν ή κρατικοποιηθούν.

VIII. Το Δεύτερο Πακέτο Στήριξης

Το Συμβούλιο της Ε.Ε κατέληξε την 21η Ιουλίου 2011 σε ένα δεύτερο πακέτο διάσωσης για την Ελλάδα με την εθελοντική συμμετοχή των ιδιωτών. Το νέο πακέτο βοήθειας ανέρχεται στα 109δις ευρώ (64δις ευρώ νέα κεφάλαια και 45δις ευρώ υπόλοιπο ποσό από το πρώτο πακέτο βοήθειας), ενώ η συμμετοχή των ιδιωτών θα διαμορφωθεί στο ποσό των 49,6δις περίπου, ανεβάζοντας το συνολικό Β' πακέτο βοήθειας προς την Ελλάδα στο ποσό των 158,6 δις ευρώ.

Στο συγκεκριμένο ποσό περιλαμβάνονται 34δις ευρώ δάνειο από το ΔΝΤ, 35δις ευρώ εγγυήσεις, 20δις ευρώ για το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΤΧΠΣ), 20δις για την χρηματοδότηση του προγράμματος επαναγοράς ομολόγων και τα 45δις από το πρώτο πακέτο βοήθειας. Επίσης, συμφωνήθηκε η Ελλάδα να προχωρήσει σε αποκρατικοποιήσεις συνολικού ποσού 28δις ευρώ.

Το συγκεκριμένο πακέτο διασφαλίζει την ομαλή χρηματοδότηση της Ελλάδος έως και το 2014 από την Ε.Ε και το ΔΝΤ. Συγκεκριμένα, τα κεφάλαια που αφορούν το ποσοστό συμμετοχής της Ε.Ε θα χορηγούνται από το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF), θα έχουν διάρκεια 15 έως 30 έτη και επιτόκιο περίπου στο 3,5%.

Θα μπορούσαμε να συνοψίσουμε τις κύριες αποφάσεις τις Συνόδου Κορυφής ως εξής:

1. Επιμήκυνση του χρόνου αποπληρωμής των δανείων που θα χορηγούνται από το EFSF τουλάχιστον σε 15 χρόνια, (από 7,5 χρόνια που είχε συμφωνηθεί στο Α' πακέτο στήριξης). Με την περίοδο χάριτος ενδέχεται να φτάσει στα 30 χρόνια.
2. Τα επιτόκια των δανείων από το EFSF αναμένεται να είναι στο 3,5%, ενώ θα δίνεται η δυνατότητα στο EFSF να επεμβαίνει στην δευτερογενή αγορά ομολόγων, προβαίνοντας σε αγορές, με στόχο την αποκλιμάκωση των spreads. Σύμφωνα με την Διεθνής Ένωση Τραπεζών (IFF) το χρέος αναμένεται να μειωθεί κατά 25δις ευρώ με την επαναγορά των ομολόγων.
3. Οι πόροι θα πρέπει να κατευθυνθούν για την ανάπτυξη και την ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας. Γι' αυτό το σκοπό τα κράτη – μέλη θα συνδράμουν με τεχνικούς συμβούλους για την εφαρμογή των απαραίτητων μεταρρυθμίσεων.
4. Οι κάτοχοι ομολόγων ελληνικού δημοσίου (συμμετοχή ιδιωτικού τομέα) αναμένονται να συμμετέχουν σε εθελοντική βάση μέσα από σειρά εναλλακτικών λύσεων στο νέο αυτό πακέτο, με το συνολικό ποσό να υπολογίζεται για τα πρώτα τρία χρόνια (2011-2014) κοντά στα 54δις ευρώ. Συνολικά έχει υπολογιστεί ότι ο ιδιωτικό τομέας θα διαθέσει σε ομόλογα στο διάστημα των 30 ετών συνολικό ποσό 135δις ευρώ. Συνολικά η απομείωση (καθαρή συνεισφορά) από τα ομόλογα αναμένεται να ανέλθει στα 37δις ευρώ σύμφωνα με την Διεθνής Ένωση Τραπεζών (IFF).
5. Τέλος, συμφωνήθηκε παροχή εμπράγματων εγγυήσεων, χωρίς ωστόσο να έχει διευκρινιστεί ακόμα το είδος και το ύψος των εγγυήσεων.

Συμμετοχή Ιδιωτικού Τομέα (Private Sector Involvement – PSI)

Το πρόγραμμα αυτό θα προσφέρει χρηματοδότηση ύψους 54 δισ. ευρώ στην Ελλάδα ,από τα μέσα του 2011 μέχρι τα μέσα του 2014 και ένα σύνολο 135 δισ. από τα μέσα του 2011 έως το τέλος του 2020, μέσω παροχής μιας σειράς νέων εργαλείων στους επενδυτές προκειμένου να θέσουν σε λειτουργία την εθελοντική συμμετοχή τους σε αυτό, με στόχο συμμετοχής του 90% των συνολικών κατόχων ομολόγων του ελληνικού δημοσίου.

Σκοπός του προγράμματος είναι η βελτίωση της διάρθρωσης του ελληνικού χρέους μέσω ανταλλαγής και μετακύλισης των ομολόγων που κατέχουν ήδη οι ιδιώτες επενδυτές (τράπεζες, ασφαλιστικά ταμεία, θεσμικοί επενδυτές κα.). Το Ινστιτούτο IIF (Institute of International Finance), το οποίο εκπροσωπεί τις τράπεζες, υπολογίζει πως η μείωση του δημόσιου χρέους που μπορεί να επιτευχθεί, αν συμμετάσχει το 90% των ιδιωτών που διαθέτει ελληνικά ομόλογα, θα φτάσει τα 13,5 δις.

Σχετικά με τον μηχανισμό ανταλλαγής που συμφωνήθηκε, προβλέπεται η ανταλλαγή των υφιστάμενων ομολόγων με νέα ομόλογα τεσσάρων διαφορετικών κατηγοριών σε αναλογία 25% ανά κατηγορία (με διαφορετικά χαρακτηριστικά η κάθε επιλογή). Κοινός παρονομαστής ωστόσο των τεσσάρων αυτών επιλογών είναι ότι τα νέα ομόλογα οδηγούν σε μία απομείωση («κούρεμα») της ονομαστικής αξίας του κεφαλαίου των ομολόγων που κατέχουν οι ομολογιούχοι κατά 21%.

Οι τέσσερις επιλογές που έχουν στη διάθεσή τους οι επενδυτές:

1. Ονομαστική ανταλλαγή ομολόγων, λαμβάνοντας νέο ομόλογο 30 χρόνων, με μηδενικό κουπόνι, εγγυημένο από τον μηχανισμό EFSF και με πιστοληπτική αξιολόγηση ΑΑΑ. Τα εν λόγω ομόλογα θα αγοραστούν από την Ελλάδα μέσω του μηχανισμού EFSF. Το αρχικό κεφάλαιο θα πληρώνεται στον επενδυτή, με τα έσοδα από την ωρίμανση των ομολόγων (εισπράξεις της Ελλάδος από τον μηχανισμό EFSF). Το νέο ομόλογο θα έχει επιτόκιο 4% τα 5 πρώτα χρόνια, 4,5% τα έτη 6-10 και 5% τα έτη 11-30 (πραγματικό επιτόκιο 5,74%).
2. Ο δεύτερος τύπος ομολόγου έχει παρόμοια χαρακτηριστικά με την πρώτη επιλογή ως προς την εξόφλησή του, καθώς επίσης και στα στοιχεία της ανταλλαγής και του επιτοκίου, με την διαφοροποίηση πως πρόκειται για επιμήκυνση της χρονικής διάρκειας του ομολόγου κατά 30 χρόνια στην ημερομηνία λήξεως του. Συνεπώς, όπως και στην πρώτη επιλογή τα ομόλογα στην λήξη τους θα ανταλλαγούν με νέα ομόλογα μηδενικού κουπονιού, που θα προσφέρεται στην ονομαστική του αξία, διάρκειας 30 ετών, πιστοληπτικής αξιολόγησης ΑΑΑ και ίδιο επιτόκιο (4% την πρώτη πενταετία, 4,5% για έτη 6-10 και 5% έτη 11-30 – πραγματικό επιτόκιο 5,74%).
3. Η τρίτη κατηγορία ομολόγων, αφορά την ανταλλαγή ενός υφιστάμενου ομολόγου στο 80% της ονομαστικής του αξίας, με ένα νέο 30ετές ομόλογο, με κουπόνι μηδενικής απόδοσης, το οποίο θα είναι επίσης εγγυημένο κατά τον τρόπο που προβλέπεται στην πρώτη κατηγορία. Σε αυτή την κατηγορία υπάρχει απομείωση της αξίας του ομολόγου κατά 20%, ωστόσο το επιτόκιο που προσφέρεται είναι υψηλότερο σε σχέση με τις πρώτες δύο κατηγορίες καθώς θα ξεκινάει από 6% για τα πρώτα πέντε χρόνια, 6,5% για τα έτη 6-10 και 6,8% για τα έτη 11-30 (πραγματικό επιτόκιο 7,69%).
4. Τέλος, η τέταρτη κατηγορία ομολόγων προβλέπει την ανταλλαγή με 15ετές ομόλογο στο 80% της ονομαστικής αξίας του υφιστάμενου ομολόγου. Συνεπώς και σε αυτή την κατηγορία το νέο ομόλογο θα έχει υποστεί «κούρεμα» κατά 20%. Σημαντική διαφορά πέραν της διάρκειας του εν λόγω ομολόγου είναι πως θα δημιουργηθεί ειδικός λογαριασμός στον μηχανισμό, ο οποίος θα παρέχει μερική συνεχή ασφάλιση

για όλη την διάρκεια για το 40% του συνολικού κεφαλαίου. Το επιτόκιο του ομολόγου της 4ης κατηγορίας διαμορφώνεται σε 5,9% (πραγματικό επιτόκιο 7,17%).

Στις πρώτες τρείς κατηγορίες μπορούν να ανταλλαγούν ομόλογα που λήγουν έως και το 2020 ενώ για την τέταρτη επιλογή, ομόλογα λήξεως έως το τέλος του 2013. Επίσης, οι τέσσερις αυτές κατηγορίες έχουν σχεδιαστεί:

i. για να παρέχουν διαφορετικά επίπεδα αποδοχής Ελληνικού κινδύνου, με τις πρώτες δύο επιλογές να αναλαμβάνουν μικρότερο ελληνικό κίνδυνο από τις υπολειπόμενες,
ii. να παρέχουν διαφορετική προστασία από την ονομαστική αξία των ομολόγων, με τις πρώτες 2 επιλογές να ανταλλάσουν ομόλογα στο 100% της ονομαστικής τους αξίας και
iii. να ανταποκρίνονται στις λογιστικές και πραγματικές ανάγκες του κάθε ομολογιούχου.

Η Ελλάδα θα αγοράσει ομόλογα διάρκειας 30ετών μηδενικού κουπονιού του EFSF, τα οποία θα έχουν πιστοληπτική βαθμολογία ΑΑΑ, τα οποία σε 30 χρόνια θα έχουν ίση ονομαστική αξία με τα νέα 30ετή ομόλογα που θα έχει εκδώσει το ελληνικό Δημόσιο στα πλαίσια του προγράμματος.

Μέσω αυτού του προγράμματος βελτιώνεται σημαντικά η βιωσιμότητα του ελληνικού χρέους, καθώς αυξάνεται η μέση περίοδος ωρίμανσης του ελληνικών κρατικών ομολόγων από 6 χρόνια που είναι σήμερα, σε έντεκα.(βάσει του Οργανισμού Διαχείρισης Δημόσιου Χρέους η μέση διάρκεια των ομολόγων αυξάνει σε 13,5χρόνια από 6,5 χρόνια που είναι σήμερα). Επίσης, το PSI αναμένεται να οδηγήσει σε προσωρινή υποβάθμιση της Ελλάδος στην κατηγορία της επιλεκτικής χρεοκοπίας, χωρίς ωστόσο να υπάρξει πιστωτικό γεγονός και απαίτηση πληρωμής των ασφαλίστρων αντιστάθμισης κινδύνου (CDS – βάσει εκτιμήσεως της Διεθνούς Ένωσης Swaps και Παραγώγων - ISDA). Ο λόγος που η Ελληνική οικονομία θα υποβαθμιστεί στην κατηγορία της επιλεκτικής χρεοκοπίας (selective default ή restricted κατά τον οίκο αξιολόγησης Fitch), είναι διότι η Ελλάδα δεν αθετεί πλήρως της υποχρεώσεις της (χρεοκοπία), αλλά ουσιαστικά αποπληρώνει κάποιους από τις πιστωτές της. Λόγω της απομείωσης που περιλαμβάνει το πρόγραμμα ανταλλαγής των ομολόγων, και συνεπώς των ζημιών που θα καταγράψουν οι κάτοχοι των ομολόγων, θα θεωρηθεί από τους οίκους αξιολόγησης ότι η Ελλάδα δεν έχει ανταποκριθεί πλήρως στις υποχρεώσεις της.

Στον παρακάτω πίνακα συνοψίζονται όλες οι επιλογές που προσφέρονται στον επενδυτή:

ΠΙΝΑΚΑΣ 8. ΕΠΙΛΟΓΕΣ ΑΝΤΑΛΛΑΓΗΣ ΟΜΟΛΟΓΩΝ

ΕΠΙΛΟΓΕΣ	ΕΡΓΑΛΕΙΟ	Μέση Ωρίμανση	Αρχικό Κεφάλαιο ως Ποσοστό της Αρχικής Ονομαστικής Αξίας	Επιτόκιο	Περιορισμοί Εμπορίας	Άλλοι Περιορισμοί
1	New Par Bond	30 χρόνια	100%	Έτη 1-5: R1 Έτη 6-10:R1+0.5% Έτη 11-30:R1+1%	Οι επενδυτές μπορούν να επιλέξουν σε πλήρη ελευθερία εμπορίας ή σε 10ετή περιορισμό εμπορίας	ΚΑΝΕΝΑΣ
2	Rollover Par Bonds	30 χρόνια	100%	Έτη 1-5: R2 Έτη 6-10:R2+0.5% Έτη 11-30:R2+1%	Οι επενδυτές μπορούν να επιλέξουν σε πλήρη ελευθερία εμπορίας ή σε 10ετή περιορισμό εμπορίας	
3	New Discount Bond	30 χρόνια	80%	Έτη 1-5: R3 Έτη 6-10:R3+0.5% Έτη 11-30:R3+1%	Οι επενδυτές μπορούν να επιλέξουν σε πλήρη ελευθερία εμπορίας ή σε 10ετή περιορισμό εμπορίας	
4	New Discount Amortizing	15 χρόνια	80%	R4	Οι επενδυτές μπορούν να επιλέξουν σε πλήρη ελευθερία εμπορίας ή σε 5ετή περιορισμό εμπορίας	Μόνο ομόλογα που λήγουν έως το 2014, και εως 25% της συνολικής συμμετοχής του κάθε κατόχου

R1-R4: Τα επιτόκια κατά την έκδοσή τους έχουν επιλεγεί ώστε η Καθαρή Αξία των ομολόγων να ανέρχεται σε 79% της ονομαστικής αξίας και με 9% exit yield

Αξιολόγηση του Πακέτου

Το Bloomberg[4] υπογραμμίζει ότι οι ηγέτες της ευρωζώνης διπλασίασαν τις προσπάθειές τους για να δώσουν λύση στην κρίση χρέους των τελευταίων μηνών δίνοντας με το δεύτερο πακέτο διάσωσης ανάσα πνοής στο χρέος της Ελλάδας , σε μια προσπάθεια να αποτρέψουν την κρίση να επεκταθεί σε άλλες οικονομίες της Ευρωζώνης.

Η Rabobank, από την πλευρά της, υποστηρίζει πως η συμφωνία είναι περιεκτική και η κατανόηση των προβλημάτων που αντιμετωπίζει η Ελλάδα είναι σημαντικό βήμα, ωστόσο τα ευρύτερα συστημικά θέματα δεν έχουν λυθεί. Προσθέτει πως παρά τη μείωση στα επιτόκια, την επέκταση των ωριμάνσεων, «το ελληνικό δανειακό βάρος παραμένει μη βιώσιμο και πως περαιτέρω haircuts θα απαιτηθούν στο μέλλον».

Αρκετές είναι οι ασάφειες στο ανακοινωθέν πρόγραμμα, ενώ αρκετά περίπλοκες θεωρούνται οι επιλογές 3 και 4 των ανταλλαγών.

Καταρχήν, προϋπόθεση για να προχωρήσει η Ελληνική κυβέρνηση στην ανταλλαγή των ομολόγων είναι:

- Τουλάχιστον συμμετοχή του 90% των κατόχων των ομολογιών, εξαιρουμένων των ιδιωτών επενδυτών καθώς και
- Τουλάχιστον το 90% των ομολόγων να έχει λήξει από τα μέσα του 2011 έως τα μέσα του 2014.

Βάσει τραπεζικών αναλύσεων (Credit Suisse, EFG Eurobank, Deutsche Bank και Barclays), τα ομόλογα που προτείνονται για ανταλλαγή είναι τα ομόλογα που διέπονται μόνο από το ελληνικό δίκαιο, ενώ έχουν εξαιρεθεί τα ομόλογα που έχουν μηδενικό κουπόνι, ομόλογα που διέπονται από το αγγλικό δίκαιο (International GGBs), έντοκα γραμμάτια ελληνικού δημοσίου (βραχυπρόθεσμος δανεισμός - T bills), καθώς επίσης και τα ομόλογα του Μνημονίου. Βάσει της έκθεσης της BNP Paribas (19/5/2011), καθώς επίσης και της Barclays (11/5/2011), η σύνθεση του Ελληνικού χρέους, ύψους συνολικά 332,4δις ευρώ, διαμορφώνεται ως εξής:

- 238,1 δις Ευρώ ομόλογα που διέπονται από το ελληνικό δίκαιο (71.7% του συνολικού χρέους)
- 12,9 δις Ευρώ ομόλογα μηδενικού κουπονιού (3.9% επί του συνολικού χρέους)
- 18,7 δις Ευρώ ομόλογα που διέπονται από το αγγλικό δίκαιο (5.5% επί του συνολικού χρέους)
- 11,1 δις Ευρώ έντοκα γραμμάτια ελληνικού δημοσίου (3.4% του συνολικού χρέους)
- 51,6 δις Ευρώ δάνειο μέσω του Μνημονίου (Ε.Ε (30,2 δις) και ΔΝΤ (21.4δις) – 15.5% του συνολικού χρέους)

Από τα 280,8 δις Ευρώ δημόσιου χρέους (έχοντας αφαιρέσει την συμμετοχή της Ε.Ε και του ΔΝΤ) περίπου το ένα τρίτο (92,7δις) διακρατείται από εγχώριους επενδυτές, με την μερίδα του λέοντος του χρέους να βρίσκεται στις τράπεζες (περίπου 48δις), ενώ αρκετά σημαντικό ποσοστό διαθέτει η τράπεζα της Ελλάδος (6,7δις). Τα ασφαλιστικά ταμεία, οι εγχώριοι θεσμικοί επενδυτές και οι ασφαλιστικές εταιρίες έχουν στην κατοχή τους ομόλογα συνολικού ποσού 29δις, και ποσό 9δις οι υπόλοιποι (εταιρίες, μεμονωμένοι επενδυτές, κ.α.).

[4] http://www.bloomberg.com/news/2011-06-01/ecb-said-to-favor-greek-bond-rollover-plan-as-eu-fights-financial-crisis.html

Η έκθεση της EFG Eurobank (5/9/2011) επισημαίνει ότι 81 τίτλοι συνολικής αξίας 199,5δις ευρώ που λήγουν έως το 2020, είναι επιλέξιμοι για συμμετοχή στο πρόγραμμα ανταλλαγής. Από αυτά τα ομόλογα, 50δις βρίσκονται στην κατοχή της ΕΚΤ, τα οποία αναμένεται να εξαιρεθούν, συνεπώς τα ομόλογα που είναι προς ανταλλαγή ανέρχονται σε 149,5δις ευρώ, με το συνολικό ποσό που απαιτείται για το 90% να ανέρχεται σε 134,5 δις Ευρώ. Από αυτά τα 63δις ευρώ αφορούν έως τα μέσα του 2014 (ποσοστό 90% για την επιτυχία του προγράμματος 57δις ευρώ περίπου). Τα εν λόγω ποσά είναι και οι στόχοι για την επιτυχία του προγράμματος (135 δις συνολικά έως το 2020 και 54 δις περίπου έως το 2014), όπως ανακοινώθηκαν στη Σύνοδο Κορυφής.

Στο ποσό των ομολόγων που λήγουν έως το 2014, υπάρχουν και ομόλογα που διέπονται από το αγγλικό δίκαιο, και είναι πιθανόν αρκετοί κάτοχοι αυτών τον ομολόγων να μη συμμετέχουν θεωρώντας ότι προστατεύονται καλύτερα έναντι των κατόχων ομολόγων που διέπονται από το ελληνικό δίκαιο. Συνεπώς για την επιτυχία του προγράμματος θα πρέπει να συμμετέχουν όλοι οι κάτοχοι ομολόγων ελληνικού δικαίου, καθώς η ταυτόχρονη διακράτηση και η ελπίδα ότι θα συμπληρωθεί το ποσοστό του 90% της συμμετοχής ουσιαστικά είναι αμοιβαία αποκλειόμενα..

Η έκθεση της Credit Suisse (7/9/2011) αναφέρει πως το βασικό πλεονέκτημα της συμμετοχής των κατόχων ομολόγων στο πρόγραμμα είναι αυτό ακριβώς που οι αναλυτές της EFG Eurobank θεωρούν μειονέκτημα για το κράτος: οι νέοι τίτλοι θα διέπονται από το αγγλικό δίκαιο. Αυτό θα έχει ως αποτέλεσμα την δυσκολία στο μέλλον για διαφοροποίηση των όρων από πλευράς ελληνικού δημοσίου, δηλαδή την μεγαλύτερη προστασία των επενδυτών (μέσω ρητρών συλλογικής δράσης – collective action clauses), καθώς και την δυνατότητα ενεργοποίησης CDS σε περίπτωση διαφοροποίησης. Παρότι δεν έχει διευκρινιστεί ακόμα επίσημα από την Ελληνική Κυβέρνηση και την Ε.Ε, πιστεύεται ότι οι κάτοχοι των νέων ομολογιών θα έχουν διαφορετική αντιμετώπιση σε περίπτωση αθέτησης της πληρωμής τους (διασφαλίζοντας τα συμφέροντά τους πρώτα), ενώ η έναρξη έκδοσης χρέους από ένα κράτος μέλος της Ε.Ε αποτελεί ένδειξη για μελλοντικές εκδόσεις από την πλειονότητα των κρατών της Ε.Ε ή ίσως και στο σύνολό του.

Όσον αφορά την Ελλάδα και τα κέρδη ή τις ζημίες από το PSI, το γεγονός ότι θα υποχρεωθεί να «αγοράσει» εγγυήσεις (μέσω του EFSF) ουσιαστικά θα μειώσει σημαντικά τα όποια οφέλη από την απομείωση της ονομαστικής αξίας των ομολόγων κατά 21%. Συνέπεια αυτού είναι να αυξηθεί ο λόγος χρέους προς ΑΕΠ. Ωστόσο, το καθαρό χρέος της Ελλάδος δεν αυξάνει, καθώς οι εγγυήσεις «χρηματοδοτούν» τα νέα ομόλογα, και οι εν λόγω εγγυήσεις θεωρείται ότι θα είναι μικρότερες από το απαιτούμενο ποσό των νέων δανείων. Η Ελλάδα ωστόσο θα βελτιώσει σημαντικά τις ταμειακές ροές της αν το πρόγραμμα επιτύχει, καθώς ο κρατικός προϋπολογισμός απεγκλωβίζεται από το βάρος των υψηλών επιτοκίων, και το κεφάλαιο αποπληρωμής των δανείων της μετατίθεται κατά 30χρόνια.

Δύο ακόμα σημαντικά σημεία του προγράμματος είναι πως θα αντιδράσουν τα CDS, καθώς λόγω της εθελοντικής συμμετοχής δεν αναμένεται να ενεργοποιηθούν, ενώ θα πρέπει να διευκρινιστεί το τι θα συμβεί με όσους δεν συμμετέχουν στο εν λόγω πρόγραμμα (θεωρητικά οι κάτοχοι ομολόγων που δεν συμμετέχουν θα αποπληρωθούν κανονικά μόνο στην περίπτωση που το ποσοστό της συμμετοχής θα ανέλθει τουλάχιστον στο 90%).

Η Barclays Capital σε έκθεσή της αναφέρει πως δύο είναι οι παράγοντες που θεωρεί ότι μπορούν να βλάψουν το όλο πρόγραμμα της ανταλλαγής. Πρώτον το εύθραυστο πολιτικό κλίμα εντός της Ευρωζώνης, καθώς όλο και περισσότερες χώρες αντιμετωπίζουν προβλήματα χρέους. Αυτό θα έχει ως συνέπεια την καθυστέρηση της ψήφισης από τα εθνικά κοινοβούλια των κρατών- μελών της ενεργοποίησης του μηχανισμού EFSF, ενώ παράλληλα και η Ελλάδα θα πρέπει να αποδεχθεί τους όρους του νέου μνημονίου. Δεύτερον, θα πρέπει το 90% των

κατόχων των ομολόγων να αποδεχτούν την συμμετοχή τους στην ανταλλαγή των ομολόγων. Το υψηλό ποσοστό κρίθηκε απαραίτητο για να αποφευχθεί το ενδεχόμενο του δωρεάν χρήστη (free riding), δηλαδή της διακράτησης των παλαιών ομολόγων ώστε να πληρωθούν στο ακέραιο.

Η ίδια έκθεση υπολογίζει την εξόφληση στις περιπτώσεις της συμμετοχής και της μη συμμετοχής του ομολογιούχου στις περιπτώσεις επίτευξης του ποσοστού συμμετοχής και μη επίτευξης, συνοψίζοντας τα αποτελέσματα στον κάτωθι πίνακα:

ΠΙΝΑΚΑΣ 9. Συμμετοχή ή Μη στο Πρόγραμμα Ανταλλαγής

Pay-offs	Επιτυχία του PSI (συμμετοχή άνω του 90%)	Μη επιτυχία του PSI (συμμετοχή μικρότερη του 90%)
Συμμετοχή στο PSI	74	40
Μη συμμετοχή στο PSI	81,3	40

Πιθανότητες	Επιτυχία του PSI (συμμετοχή άνω του 90%)	Μη επιτυχία του PSI (συμμετοχή μικρότερη του 90%)	Σταθμισμένο Pay-off
Συμμετοχή στο PSI	50%	50%	57
Μη συμμετοχή στο PSI	10%	90%	44,1

πηγή: BARCLAYS CAPITAL (7/9/2011)

Στην περίπτωση που ο κάτοχος αποφασίζει να μην συμμετέχει στο πρόγραμμα τότε:

- Αν όλο το πρόγραμμα αποτύχει (συμμετοχή μικρότερη από το 90% και μη αποδοχή από την Ελλάδα), πιθανόν να πραγματοποιηθεί μεγαλύτερη αναδιάρθρωση, με τους ομολογιούχους να «εισπράττουν» ποσό μικρότερο των 50 λεπτών ανά ευρώ. Η μεγάλη αναδιάρθρωση θα θεωρηθεί αναγκαία για να καταστεί το δημόσιο χρέος βιώσιμο.
- Στην περίπτωση που το πρόγραμμα επιτύχει (συμμετοχή περίπου στο 90%), τότε ο ομολογιούχος θα πληρωθεί περίπου 81.3 λεπτά ανά ευρώ (με exit yield 12%). Ωστόσο, αυτή η περίπτωση έχει μόλις 10% πιθανότητα, καθώς όπως αναφέρθηκε για να επιτευχθεί ο στόχος του συνολικού ποσού των 135δις θα πρέπει ουσιαστικά να συμμετέχουν όλοι οι κάτοχοι ομολόγων.

Συνεπώς, το σταθμισμένο pay-off θα ανέρχεται σε 44 (=10%*81.3+90%*40).

Στην δεύτερη περίπτωση που ο κάτοχος αποφασίζει να συμμετέχει τότε:

- Αν το πρόγραμμα αποτύχει τότε ισχύουν τα ίδια με την περίπτωση που δεν συμμετείχε, ενώ
- Αν το πρόγραμμα είναι επιτυχές, τότε το pay-off θα ανέλθει σε 74λεπτά (το ίδιο exit yield), με την πιθανότητα επιτυχίας ή αποτυχίας του PSI να διαμορφώνεται σε 50%.

Συνεπώς, το σταθμισμένο pay-off θα ανέρχεται σε 57 (=50%*74+50%*40) και επομένως, η συμμετοχή στο πρόγραμμα ανταλλαγής ομολόγων είναι η καλύτερη επιλογή.

Κοινό στοιχείο των τριών εκθέσεων είναι πως το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ, ακόμα και με την επιτυχή ολοκλήρωση του προγράμματος θα παραμείνει σε αρκετά υψηλά επίπεδα (από 145% έως 150%). Θεωρούν ότι η Ελλάδα, αν δεν καταφέρει να πραγματοποιήσει ριζικές διαρθρωτικές αλλαγές, εξυγιαίνοντας τα δημοσιονομικά της και επιτυγχάνοντας τόσο πρωτογενές πλεόνασμα, όσο και ικανοποιητικούς ρυθμούς ανάπτυξης, για να καταστεί το δημόσιο χρέος βιώσιμο θα χρειαστεί περαιτέρω μείωση του χρέους της μέσω ενός ακόμα μεγαλύτερου «κουρέματος» των ομολόγων της.

Αποτίμηση των επιλογών

Τα επιτόκια θα καθοριστούν κατά την ημερομηνία της ανταλλαγής και θα εξαρτηθούν από το επιτόκιο προεξόφλησης της ημέρας που θα πραγματοποιηθεί η ανταλλαγή των ομολόγων, και κατ' επέκταση της καμπύλης αποδόσεως. Ένας σημαντικός φόβος που διατυπώνεται είναι ότι ενέχει ο κίνδυνος λόγω του ρευστού πολιτικού κλίματος που επικρατεί στην Ελλάδα που προκλήθηκε από την έντονη δυσαρέσκεια για τα μέτρα της κυβέρνησης. να οδηγηθεί η χώρα σε εκλογές και η ανταλλαγή να μη γίνει ποτέ, καθώς τα νέα ομόλογα θα διέπονται από το αγγλικό δίκαιο και όχι το ελληνικό (μικρά περιθώρια ελιγμών).

Οι επενδυτές θα πρέπει να προσέξουν επίσης την ρευστότητα που παρέχουν οι τέσσερεις επιλογές, καθώς αν δηλώσουν συμμετοχή τότε θα πρέπει να το κάνουν για το σύνολο των ομολόγων περιόδου 2011-2020 που διαθέτουν στην κατοχή τους και όχι για ένα ποσοστό, παρότι τους δίνεται η δυνατότητα να επιλέξουν πώς θα συμμετάσχουν.

Η έκθεση της EFG Eurobank (5/9/2011) υποθέτει ότι το επιτόκιο προεξόφλησης των ομολόγων, βάσει του ανακοινωθέντος θα καθοριστεί στο 9%.

Στην πρώτη επιλογή, το αρχικό επιτόκιο ανέρχεται σε 3.68% για τα πρώτα 5 έτη, για τα έτη 6-10 σε 4.18% (3.68%+0,5%) και για την περίοδο 11-30 σε 4.68% (3.68%+0.5%),

Η δεύτερη επιλογή είναι δύσκολη στην τιμολόγηση, καθώς αρκετά θα εξαρτηθούν από τις συνθήκες της αγοράς την περίοδο της λήξης των προς ανταλλαγή ομολόγων (rollover). Σε διάφορες περιπτώσεις και για λήξεις έως το 2014, το επιτόκιο διαμορφώνεται από 3.69% (για ανταλλαγές ομολόγων λήξεως το 2011) έως 3.88% (για ανταλλαγές ομολόγων λήξεως του 2014) και το οποίο αφορά την πρώτη πενταετία (για έτη 6-10 spread 0.5% επί του επιτοκίου και για τα έτη 11-30 spread 1% επί του επιτοκίου).

Η τρίτη επιλογή προφέρει επιτόκιο της τάξεως 5.68% για την πρώτη πενταετία, 6.18% για τα έτη 6-10 και 6.48% για τα έτη 11-30.

Η έκθεση της EFG Eurobank θεωρεί ότι την τέταρτη επιλογή ανταλλαγής ομολόγων θα την επιλέξουν κυρίως ασφαλιστικές εταιρίες και δεν προβαίνει στην τιμολόγηση του επιτοκίου που θα διαμορφωθεί.

Συγκρίνοντας την ΚΠΑ των νέων ομολόγων (79% μετά την απομείωση κατά 21%) με την ΚΠΑ αφού έχουν προεξοφληθεί οι χρηματοροές του κουπονιών με το επιτόκιο προεξόφλησης (9% - exit yield), η προτεινόμενη επιλογή για τους επενδυτές είναι νέα ομόλογα 30ετούς διάρκειας με ίδια ονομαστική αξία (επιλογή 1 του προγράμματος).

ΠΙΝΑΚΑΣ 10.

	ΕΠΙΛΟΓΗ 1	ΕΠΙΛΟΓΗ 2	ΕΠΙΛΟΓΗ 3
ΚΠΑ της προτεινόμενης ανταλλαγής κατά την ημερομηνία έναρξης της (% επί της ονομαστικής αξίας των ομολόγων προς ανταλλαγή)	79	79	79
ΚΠΑ της προτεινόμενης ανταλλαγής προεξοφλώντας της χρηματοροές των κουπονιών σε συνάρτηση με το επιτόκιο προεξόφλησης (9%)	69	58,8	67

πηγή: IFF, GREEK MoF, EUROBANK (5/9/2011)

Η έκθεση της Credit Suisse υπολογίζει το επιτόκιο για κάθε επιλογή λίγο υψηλότερα από ότι η έκθεση της EFG Eurobank, επιλέγοντας πάλι ως επιτόκιο προεξόφλησης το 9%, με τα αποτελέσματα να περιλαμβάνονται στον παρακάτω πίνακα:

ΠΙΝΑΚΑΣ 11.

ΕΚΤΙΜΩΜΕΝΑ ΑΡΧΙΚΑ ΕΠΙΤΟΚΙΑ				
	ΕΠΙΛΟΓΗ 1	ΕΠΙΛΟΓΗ 2	ΕΠΙΛΟΓΗ 3	ΕΠΙΛΟΓΗ 4
ΕΚΤΙΜΩΜΕΝΑ ΣΤΙΣ 6/9/2011	3,15%	ΕΞΑΡΤΑΤΑΙ ΑΠΌ ΤΗΝ ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΛΗΞΗΣ ΤΩΝ ΠΡΟΣ ΑΝΤΑΛΛΑΓΗ ΟΜΟΛΟΓΩΝ (ROLLOVER)	5,20%	5,75%
ΒΑΣΕΙ ΤΟΥ IFF ημ. 21/7/2011	4%		6%	5,90%

πηγή: CREDIT SUISSE (7/9/2011)

Η Credit Suisse , υπολογίζει την καθαρή παρούσα αξία των ομόλογων της επιλογής 1 στην τιμή των 64.5, της επιλογής 3 σε 56.3, ενώ της επιλογής 4 σε 57. (Υποθέσεις που λαμβάνει υπόψη: Η καμπύλη απόδοσης παραμένει σταθερή σε 9% και 25% ποσοστό ανάκτησης σε περίπτωση χρεοκοπίας).

Σημειώνουμε πως η δεύτερη επιλογή δεν τιμολογείται πάλι γιατί εξαρτάται από την στιγμή που θα πραγματοποιηθεί το roll over. Επίσης, η έκθεση τονίζει πως για να υπολογιστεί θα πρέπει να ληφθούν υπόψη 2 περιπτώσεις, η πρώτη χρεοκοπία πριν την ημερομηνία ανταλλαγής, οπότε και δεν ισχύει η συμφωνηθέν ανταλλαγή , ενώ η δεύτερη περίπτωση είναι να μην υπάρξει χρεοκοπία. Σε αυτή την περίπτωση η τιμολόγηση θα μπορούσε να εξαχθεί από τον πολλαπλασιασμό της πιθανότητας να μην υπάρξει χρεοκοπία (οπότε και θα μπορέσει ο επενδυτής να προχωρήσει στο roll over) επί την αναμενόμενη τιμή του roll over (τιμή νέων ομολόγων μείον 100 επί τον συντελεστή προεξόφλησης).

Και οι δύο προαναφερθείσες εκθέσεις καταλήγουν στο ίδιο συμπέρασμα: η επιλογή 1 είναι η πλέον αποδοτικότερη για τον επενδυτή.

Η Barclays Capital υποθέτει ότι το επιτόκιο προεξόφλησης θα διαμορφωθεί υψηλότερα από το 9%. Πιο συγκεκριμένα θα ανέλθει στο 12%. Σε αυτή την περίπτωση τα αρχικά επιτόκια (έτη 1-5) διαμορφώνονται σε 3.47%, 5.47% και 6.20% για τις επιλογές 1,3 και 4 αντίστοιχα, με την υπόθεση ότι το spread των νέων ομολόγων αξιολόγησης ΑΑΑ είναι 30bp. Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται διαφορετικά επιτόκια των $3^{ων}$ αυτών επιλογών σε συνάρτηση με το spread των ΑΑΑ ομολόγων.

ΠΙΝΑΚΑΣ 12.

AAA SPREAD	ΕΠΙΛΟΓΗ 1	ΕΠΙΛΟΓΗ 3	ΕΠΙΛΟΓΗ 4
30bp	3,47%	5,47%	6,20%
60bp	3,78%	5,78%	6,20%
75bp	3,93%	5,93%	6,20%
100 bp	4,16%	6,15%	6,20%

πηγή: BARCLAYS CAPITAL (7/9/2011)

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται οι παρούσες αξίες των ομολόγων, κάτω από την κάθε επιλογή βάσει 3 σεναρίων, ένα αισιόδοξο- όπου η καμπύλη των CDS διαμορφώνεται στις 250 μονάδες με 20% πιθανότητα να πραγματοποιηθεί- ένα απαισιόδοξο- με την καμπύλη των CDS στις 500 μονάδες και 30% πιθανότητα να συμβεί- και το βασικό σενάριο, όπου το επιτόκιο προεξόφλησης αντιστοιχεί σε 12% με την καμπύλη των CDS στις 840μονάδες και πιθανότητα επαλήθευσης στο 50%.

ΠΙΝΑΚΑΣ 13.

ΣΕΝΑΡΙΑ	ΕΠΙΛΟΓΗ 1	ΕΠΙΛΟΓΗ 2	ΕΠΙΛΟΓΗ 3	ΕΠΙΛΟΓΗ 4
ΒΑΣΙΚΟ (ΠΙΘ 50%) CDS 840bp	76	74	73	74
ΑΙΣΙΟΔΟΞΟ (ΠΙΘ 20%) CDS 250bp	85	85	89	94
ΑΠΑΙΣΙΟΔΟΞΟ(ΠΙΘ 30%) CDS 500bp	63	51	56	57

πηγή: BARCLAYS CAPITAL (7/9/2011)

Παρατηρούμε πως στα επικρατέστερα σενάρια (Βασικό και απαισιόδοξο) η καθαρή παρούσα αξία της επιλογής 1 υπερτερεί των υπολοίπων, ενώ αντίθετα στο αισιόδοξο σενάριο η επιλογή 4 και κατόπιν η επιλογή 3 είναι οι πλέον συμφέρουσες για τους επενδυτές.

Εν κατακλείδι, η συμμετοχή καταρχήν των κατόχων ομολόγων στο πρόγραμμα ανταλλαγής και η επιλογή της πρώτης κατηγορίας των ομολόγων (ομόλογα 30ετούς διάρκειας στο 100% της ονομαστικής αξίας των «παλαιών» ομολόγων), είναι η πλέον αποδοτική για τους επενδυτές.

IX. Η Δυναμική του Χρέους στην Ελλάδα μέσα από την απλή εξίσωση Δημοσίου Χρέους.

Η δυναμική του λόγου του δημοσίου χρέους προς το ΑΕΠ εξαρτάται από τρεις παράγοντες: Το ίδιο το ύψος του δημοσίου χρέους ως προς το ΑΕΠ, τη διαφορά των επιτοκίων από το ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ, και το πρωτογενές έλλειμμα ή αντίστοιχα πλεόνασμα της γενικής κυβέρνησης ως προς το ΑΕΠ.

Για να σταθεροποιηθεί το δημόσιο χρέος ως προς το ΑΕΠ, απαιτείται ένα πρωτογενές πλεόνασμα που, ως ποσοστό του ΑΕΠ, να ισούται με το γινόμενο του λόγου του δημοσίου χρέους προς ΑΕΠ, επί τη διαφορά των πραγματικών επιτοκίων από το ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας.

Έτσι, όταν τα πραγματικά επιτόκια είναι περίπου 1,5%, ο ρυθμός ανάπτυξης περίπου 1,5% και ο λόγος του δημοσίου χρέους ως προς ΑΕΠ περίπου 100% του ΑΕΠ, όπως συνέβαινε το 2008 στην Ελλάδα, ο λόγος δημοσίου χρέους προς ΑΕΠ σταθεροποιείται ακόμη και με μηδενικό πρωτογενές πλεόνασμα.

Το 2009 και το 2010, τα δεδομένα όμως άλλαξαν δραματικά. Για παράδειγμα, το 2010 τα πραγματικά επιτόκια ήταν 1,5% (λόγω και του δανεισμού από το μηχανισμό στήριξης), αλλά ο ρυθμός ανάπτυξης ήταν μείον 4%, και το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ στο 115%. Στην περίπτωση αυτή, για να σταθεροποιηθεί ο λόγος του δημοσίου χρέους προς το ΑΕΠ απαιτείται ένα πρωτογενές πλεόνασμα που να ξεπερνά το 6% του ΑΕΠ.

Αυτή είναι η δραματική μεταβολή που συνέβη μεταξύ 2008 και 2010. Από εκεί που μπορούσε η ελληνική κυβέρνηση να διατηρεί σταθερό το λόγο του δημοσίου χρέους προς το ΑΕΠ με μηδενικό πρωτογενές πλεόνασμα, τώρα απαιτείται ένα πρωτογενές πλεόνασμα της τάξης του 6% και πλέον του ΑΕΠ. Και αυτό συνέβη λόγω της μεγάλης ύφεσης στην οποία έχει περιπέσει η ελληνική οικονομία από το 2009 και μετά. Αυτός είναι ο κυριότερος παράγων που οδήγησε στην αποσταθεροποίηση του δημοσίου χρέους.

Ακολούθως αναλύονται πέντε σενάρια οικονομικής πολιτικής μέσα από την απλή εξίσωση δημοσίου χρέους.

Ο ρυθμός αύξησης του χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ, D/Y, είναι το άθροισμα δύο όρων: πρώτον, ο λόγος του πρωτογενούς ελλείμματος προς το ΑΕΠ, το P/Y και δεύτερον η διαφορά μεταξύ του επιτοκίου του δημοσίου χρέους και του ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ, i-g, πολλαπλασιαζόμενο με το λόγο του χρέους ως προς το ΑΕΠ, D/Y.

Από το 1999 μέχρι το 2008, η Ελλάδα απολάμβανε ταχεία αύξηση του ονομαστικού ΑΕΠ, η οποία υπερέβαινε την απόδοση των ελληνικών ομολόγων. Όμως, η αύξηση του πρωτογενούς ελλείμματος αύξανε και το λόγο D/Y. Με την απότομη επιβράδυνση της ελληνικής ανάπτυξης κατά τα έτη 2008-09 και την περαιτέρω αύξηση των λόγων P/Y και D/Y ο λόγος D/Y άγγιξε μέχρι και το 115% του ΑΕΠ στο τέλος του 2009. Με την ονομαστική αύξηση του ΑΕΠ σημαντικά αρνητική και με την αύξηση των επιτοκίων του ελληνικού χρέους, η δυναμική του χρέους προβλέπει ραγδαία αύξηση του λόγου D/Y. Συνεπώς η δημοσιονομική κατάσταση στην Ελλάδα είναι σαφώς μη βιώσιμη υπό αυτές τις συνθήκες.

Λαμβάνοντας υπόψη ότι η διεθνής ανταγωνιστικότητα στην Ελλάδα έχει επιδεινωθεί τα τελευταία χρόνια καθώς οι αυξήσεις των μισθών έχουν ξεπεράσει σημαντικά την αύξηση της παραγωγικότητας, η Ελλάδα απαιτεί ολοκληρωτικό αποπληθωρισμό των μισθών για την αποκατάσταση της ανταγωνιστικότητας της, γεγονός που θα χειροτερεύσει ακόμα περισσότερο το ονομαστικό ΑΕΠ και το χρέος.

Η προσαρμογή και το πρόγραμμα χρηματοδότησης που συμφωνήθηκε ανάμεσα στην Ελλάδα και το ΔΝΤ και την Ε.Ε θεωρείται ότι κατευθύνεται στην αντιμετώπιση αυτών των προβλημάτων.

Τα βασικά χαρακτηριστικά του προγράμματος:

Υποθέτοντας ότι αυτό το πρόγραμμα αποδίδει ως αρχικά υποσχέθηκε, η δυναμική του χρέους από το 2013 και μετά, περιγράφεται επαρκώς από τα σενάρια 2, 3, ή 4, σε συνάρτηση ωστόσο με τον βαθμό αξιοπιστίας και διάρκειας των δεσμεύσεων από πλευράς της Ελλάδας καθώς και στην ταχύτητα επίτευξης ενός υψηλού ΑΕΠ, παράγοντες οι οποίοι με τη σειρά τους επηρεάζουν τη διαφορά i - g.

Στο σενάριο 2 (ΔΝΤ Πρόγραμμα Α), με το i - g = 0, η βιωσιμότητα της δυναμικής του χρέους, είναι στην καλύτερη περίπτωση, οριακή. Ο λόγος D/Y μειώνεται, αλλά το ποσοστό μείωσης δεν είναι αρκετά επαρκές ώστε να επιτρέπει την έγκαιρη εξόφληση της επίσημης βοήθειας, εκτός και αν αυξηθεί ταυτόχρονα ο λόγος του χρέους/ ΑΕΠ για τους ιδιώτες πιστωτές. Έτσι, για να είναι το σενάριο βιώσιμο, οι ιδιώτες πιστωτές θα πρέπει να αισθάνονται άνετα με την προοπτική ότι η αναλογία του ιδιωτικού ελληνικού χρέους ως προς το ΑΕΠ θα αυξάνεται για μερικά χρόνια καθώς θα αποπληρώνονται τα δάνεια που ελήφθησαν.

Στο δυσμενές (αλλά ρεαλιστικό) σενάριο μεταρρύθμισης 3 (ΔΝΤ Πρόγραμμα Β), i-g = +3%, γεγονός που αντικατοπτρίζει πιθανή ανησυχία ότι η δυναμική του χρέους μπορεί να είναι μη βιώσιμη, ο ρυθμός μείωσης του λόγου D / Y, είναι μόνο 0,5% ανά έτος, σαφώς πολύ αργός, ώστε να ενισχυθεί η εμπιστοσύνη στην αγορά, ειδικά όταν είναι γνωστό ότι η απόσβεση της επένδυσης από την επίσημη βοήθεια υπεραντιστάθμισε τον περιορισμένο ρυθμό έκπτωσης του λόγου Δ / Y σε ό, τι τους ιδιώτες πιστωτές

Αισιόδοξο είναι το σενάριο 4 (ΔΝΤ πρόγραμμα C). Στην περίπτωση αυτή το i - g= - 2%, που σημαίνει ότι θα επικρατήσει υψηλός βαθμός εμπιστοσύνης των αγορών στην βιωσιμότητα του χρέους συνδυαζόμενος με έναν σχετικά υψηλό ρυθμό ανάπτυξης του ονομαστικού ΑΕΠ. Στην περίπτωση αυτή, το ποσοστό μείωσης του λόγου D/Y είναι επαρκές για να επιτρέψει την ταχεία αποπληρωμή της κρατικής στήριξης και τη μείωσης- αν και με αργό ρυθμό- του δείκτη των ιδιωτικών πιστώσεων ως προς το ονομαστικό ΑΕΠ.

Το Σενάριο 5 περιγράφει τη δυναμική του χρέους μετά την άμεση αναδιάρθρωση με την παραδοχή ότι όλα τα χρέη υπόκεινται σε μείωση κατά 50% (ήτοι υποτίμηση κατά 50%) με τα επιτόκια να διατηρούνται σε επίπεδα σταθερά. Σε αυτό το σενάριο, η διαφορά i - g = 5%, που σημαίνει τόσο ότι η αύξηση του ονομαστικού ΑΕΠ είναι πιθανό να είναι αρνητική, τουλάχιστον κατά την αρχική περίοδο της αναδιάρθρωσης, και ότι μετά από μια τέτοια αναδιάρθρωση, οι πιστωτές πιθανόν να ανησυχούν για μια επόμενη. Στην περίπτωση μιας τέτοιας επιθετικής αναδιάρθρωσης, θεωρείται ότι η Ελλάδα θα χάσει την πρόσβαση σε νέες ιδιωτικές πιστώσεις για κάποιο χρονικό διάστημα. Κατά συνέπεια, ο προϋπολογισμός θα γίνει πλεονασματικός, διότι θα μειωθούν παράλληλα και οι πληρωμές των τόκων. Η ανάγκη για αυτό το πρωτογενές πλεόνασμα θα μπορούσε να αντισταθμιστεί με δανεισμό σε πιο μειωμένη κλίμακα από την ανακοινωθείσα στο πρόγραμμα στήριξης.

Ένα εναλλακτικό σενάριο για άμεση αναδιάρθρωση θα ήταν η απομείωση της αξίας κατά το 1/3 όλων των εκκρεμών χρεών, διατηρώντας τα επιτόκια σταθερά. Σε συνδυασμό με μια τριετή επέκταση της λήξης όλων των εκκρεμών χρεών και μια τριετή αναστολή καταβολής όλων των τόκων και πληρωμών κεφαλαίου, θα μειωνόταν η παρούσα αξία του χρέους κατά περίπου 50%-το ίδιο με το σενάριο 5.

Αυτή η μορφή της αναδιάρθρωσης θα μπορούσε να μετριάσει για τρία χρόνια την ανάγκη αντιμετώπισης του υπάρχοντος χρέους, με κόστος την επιμήκυνση του χρόνου αποπληρωμής του ιδιωτικού χρέους.

Παράρτημα

Ο ρυθμός μεταβολής του αποθέματος του δημοσίου χρέους, D, δίνεται από τον τύπο dD/dt = P + i D, όπου P είναι το πρωτογενές έλλειμμα και i είναι το μέσο επιτόκιο του δημόσιου χρέους. Ο ρυθμός μεταβολής του χρέους προς το ονομαστικό ΑΕΠ είναι d(D/Y)/dt = (P/Y) + (i – g) (D/Y), όπου g είναι ο ρυθμός αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ. Αν θέλαμε να είμαστε απολύτως συνεπείς με την θεωρία θα προσθέταμε έναν ακόμη παράγοντα το SF που είναι η λεγόμενη προσαρμογή αποθεμάτων-ροών ώστε η εξίσωση να συμπεριλαμβάνει εκείνα τα στοιχεία που επηρεάζουν το χρέος, αλλά όχι το έλλειμμα, όπως για παράδειγμα τα πακέτα διάσωσης των τραπεζών, οι ιδιωτικοποιήσεις κ.ο.κ.

Αν εξαιρέσουμε για λόγους απλοποίησης τις προσαρμογές αποθεμάτων-ροών που έχουν μόνο μια εφάπαξ επίπτωση στο χρέος, βλέπουμε ότι ο δείκτης χρέους σταθεροποιείται (δηλαδή, dDt = 0) όταν (P/Y) =(i – g) (D/Y). Με άλλα λόγια, η χώρα χρειάζεται ένα πρωτογενές πλεόνασμα, όταν το επιτόκιο υπερβαίνει ποσοστιαία την ονομαστική αύξηση του ΑΕΠ. Όταν συμβαίνει αυτό, όσο μεγαλύτερος είναι ο αρχικός δείκτης του χρέους, τόσο μεγαλύτερο είναι το πρωτογενές πλεόνασμα που απαιτείται.

ΠΙΝΑΚΑΣ 14 - ΣΕΝΑΡΙΑ ΔΥΝΑΜΙΚΗΣ ΕΞΕΛΙΞΗΣ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΧΡΕΟΥΣ

ΣΕΝΑΡΙΟ	i-g	D/Y	P/Y	D(D/Y)/dt
Κανένας προγραμματισμός	10	120	8	20
IMF Program A	0	150	-5	-5
IMF Program A	3	150	-5	-0,5
IMF Program A	-2	150	-5	-8
Αναδιάρθρωση τώρα	5	60	-3	0
Αναδιάρθρωση αργότερα	1	100	-5	-4

1. Το πρόγραμμα οραματίζεται πτώση του πραγματικού ΑΕΠ από 4%το 2010 και 2,5%το 2011, με μέτριο ρυθμό μεγέθυνσης της οικονομίας. Το επίπεδο των τιμών θεωρείται ότι θα μειωθεί. Το ονομαστικό ΑΕΠ εκτιμάται σε € 231 δισεκατομμύρια το 2010, € 224 δισεκατομμύρια το 2011, € 238 δισεκατομμύρια το 2012, και € 235 δισεκατομμύρια το 2013.

2. Το πρόγραμμα δημοσιονομικής προσαρμογής περιλαμβάνει μέτρα εξυγίανσης που ανέρχονται σωρευτικά στο 11% του ΑΕΠ μέχρι το 2013, με 3,9% έσοδα και 7,1% αυτού για δαπάνες. Η επιπλέον επίδραση αυτών των μέτρων είναι 2,5% του ΑΕΠ το 2010, 4,1% το 2011, 2,4% το 2012, και 2,0% το 2013. Ένα πρωτογενές πλεόνασμα τουλάχιστον 5% του ΑΕΠ προβλέπεται ότι θα διατηρηθεί και μετά το 2013.

3. Το ανώτατο όριο του προγράμματος για το δημόσιο χρέος στα τέλη του 2010 είναι € 342 δισεκατομμύρια (148% του ετήσιου ΑΕΠ). Ο ενδεικτικός στόχος για το δημόσιο χρέος στο τέλος του 2011 είναι € 365 δις. (163% του ΑΕΠ). Το υπονοούμενο ανώτατο όριο για το δημόσιο χρέος στο τέλος του 2012 είναι € 381 δις (160% του ΑΕΠ). Στη συνέχεια, ο λόγος χρέους προς το ΑΕΠ προβλέπεται να μειώνεται.

4. Το πρόγραμμα περιλαμβάνει επίσης διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις που ενισχύουν την παραγωγικότητα και την ανταγωνιστικότητα, καθώς και την αντιμετώπιση προβλημάτων στον χρηματοπιστωτικό τομέα, ενισχύοντας τη δημοσιονομική προσαρμογή.

Χ. "Snakes and Ladders"

Κι επειδή η κατάσταση είναι πολύ σοβαρή θα ήταν καλό στο σημείο αυτό να την αποφορτίσουμε και να παίξουμε ένα αρχαίο ινδικό παιχνίδι… Φιδάκια και σκάλες από τη σκοπιά της JP Morgan με πρωταγωνιστή την Ελλάδα. Το παιχνίδι είναι αρκετά περίπλοκο διότι ο IMF έχει προσανατολιστεί σε πακέτα διάσωσης της Ελλάδας ενώ οι Ευρωπαίοι ηγέτες θεωρείται ότι έχουν εστιάσει την προσοχή τους στη διάσωση των ευρωπαϊκών τραπεζών.

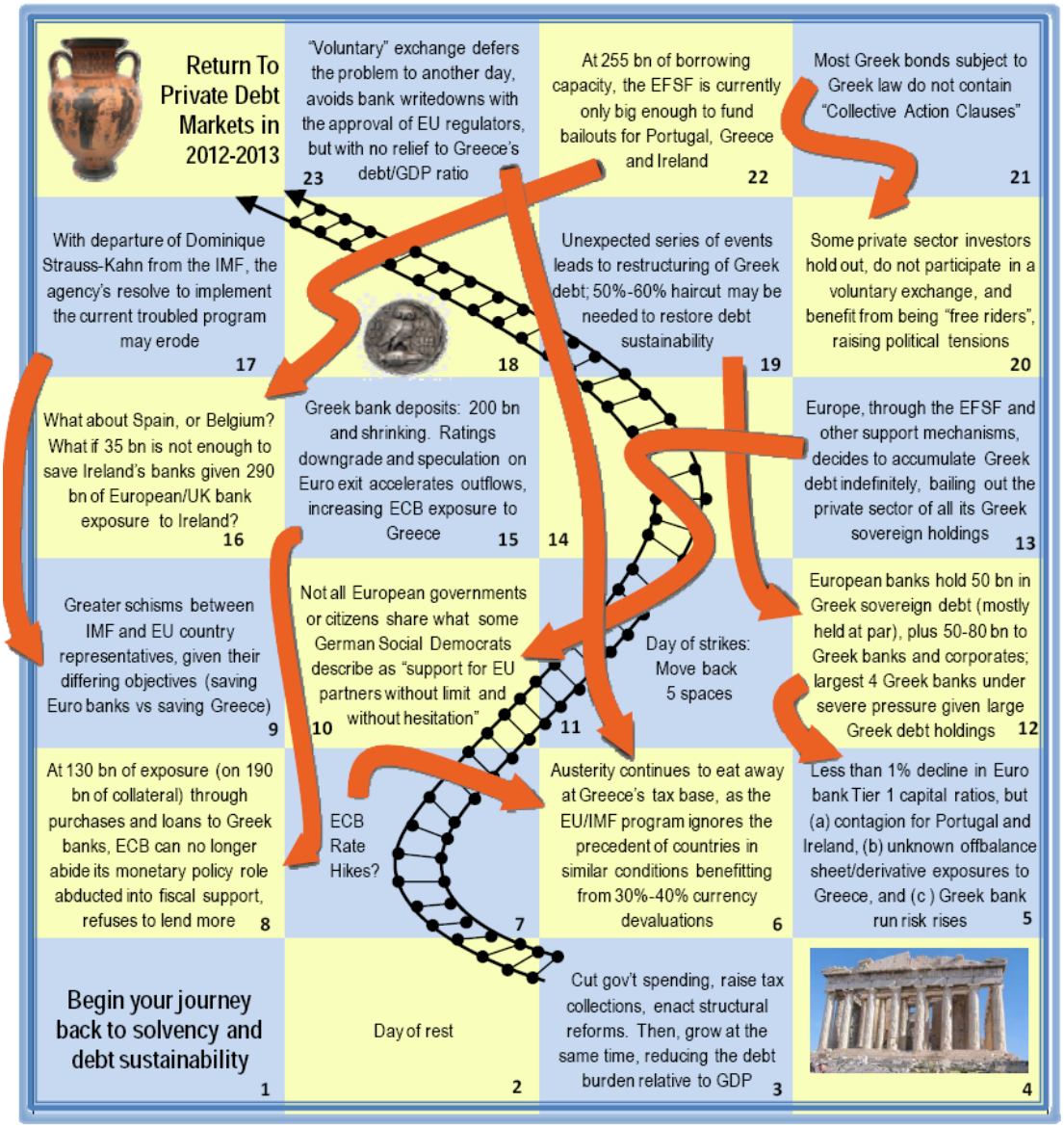
Η JP Morgan επισημαίνει ότι παρά τα πακέτα που έχουν δοθεί η Ελλάδα απέχει κατά πολύ από το να μπει σε τροχιά οικονομικής βιωσιμότητας. Είναι αμφίβολο επίσης το αν για να μπει στην πορεία αυτή πρέπει να πάρει μεγαλύτερα ρίσκα. Γιατί τα μεγαλύτερα ρίσκα θα πλήξουν με βεβαιότητα την πολιτική συνοχή (όση έχει πια απομείνει) και μπορεί να οδηγήσουν ακόμα και σε πτώχευση των ελληνικών τραπεζών. Με λίγα λόγια το ρίσκο θα δρούσε ως επιταχυντής για το τέλος του παιχνιδιού.

Στην αρχή της Κρίσης στην Ελλάδα πολλοί ήταν αυτοί που υποστήριξαν ότι η Ελλάδα δεν είναι Αργεντινή. Ήταν οι αισιόδοξοι της υπόθεσης διότι η πραγματικότητα απέδειξε το αντίθετο. Η Ελλάδα δεν είναι Αργεντινή, είναι χειρότερη… Συγκρίνοντας το έλλειμμα του κρατικού προϋπολογισμού, το έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών και τους δείκτες χρέους με την Αργεντινή του 2001, η Ελλάδα ήδη από το 2009 ήταν διπλάσια χειρότερη.

Ακόμα κι αν δεν είναι «πολιτικά» ορθό να καταμετράς, συγκρίνεις, αξιολογείς τις απώλειες εν μέσω μιας κρίσης, ένα αυστηρό πρόγραμμα λιτότητας ως αντάλλαγμα για τη διατήρηση της ψευδαίσθησης της φερεγγυότητας ,μπορεί να οδηγήσει εν τέλει σε βαθύτερα κοινωνικά, οικονομικά και πολιτικά προβλήματα στις χώρες της «περιφέρειας».

Το ελληνικό χρηματιστήριο έχει απομονωθεί από την χρηματιστηριακή αγορά της Ευρώπης, καταγράφοντας ρεκόρ πτώσης παγκοσμίως, με τους ξένους θεσμικούς επενδυτές να έχουν πλέον αποχωρήσει από αυτό, διότι δεν εμπιστεύονται την ελληνική οικονομία, εμπιστευόμενοι το ενεργητικό τους σε τραπεζικούς οργανισμούς ξένων και όχι ελληνικών συμφερόντων. Οι αμερικανικές τράπεζες έπαψαν να κατέχουν ή τουλάχιστον μείωσαν την έκθεσή τους σε ευρωπαϊκό χρέος, παρά τις ελκυστικές τιμές και αποδόσεις των ευρωπαϊκών ομολόγων και εστράφησαν σε πιο ασφαλή χαρτοφυλάκια εταιρικών, εμπορικών και στεγαστικών δανείων σε «υπερμοχλευμένες» (over-leveraged) ευρωπαϊκές τράπεζες.

Snakes and Ladders (Φιδάκια και Σκάλες) *all figures in Euros*



XI. Σενάρια Οικονομικής Πολιτικής

Ο Edward Hadas, σχολιαστής στο blog του Reuters, Breakingviews, έχει γράψει ότι το μόνο που μπορεί να σώσει την Ελλάδα από τη χρεοκοπία είναι μία «σχεδόν υπερφυσική οικονομική ανάκαμψη». Για τον Hadas, η πιθανότητα ελληνικής χρεοκοπίας είναι αρκετά μεγάλη και καλό θα ήταν τόσο η Αθήνα όσο και οι Βρυξέλλες να είναι προετοιμασμένες για παν ενδεχόμενο. Μία περιορισμένη στάση πληρωμών, όπου η ελληνική κυβέρνηση θα επιμηκύνει τις λήξεις ομολόγων και θα ζητήσει από τους κατόχους τους να υποστούν μικρές ζημιές, θα επιτρέψει τη διαχείριση αυτής της κρίσης. Χωρίς αυτό να σημαίνει ότι η στάση πληρωμών είναι μία εύκολη διαδικασία. Σε πρώτη φάση, οι αγορές θα πρέπει να προετοιμαστούν για τις εξελίξεις που έρχονται.

Το επόμενο βήμα θα πρέπει να είναι η στήριξη των τραπεζών. Αφού το κράτος δεν είναι το ίδιο σε θέση να τις διασώσει, θα πρέπει να ληφθούν μέτρα όπως το «πάγωμα» των καταθέσεων, η μετατροπή χρεών σε κεφάλαια και η πώληση κάποιων αδύναμων τραπεζών σε πιο ισχυρά χρηματοοικονομικά ιδρύματα. Στη συνέχεια, οι υπόλοιποι αδύναμοι κρίκοι της Ευρωζώνης θα πρέπει να προετοιμαστούν για μια ανάλογη τύχη. Χώρες όπως η Ιρλανδία, η Ιταλία, η Πορτογαλία και η Ισπανία ενδέχεται να μην αποφύγουν την επαναδιαπραγμάτευση των δικών τους χρεών, για αυτό και δεν έχει νόημα να την καθυστερούν, εξηγεί ο σχολιαστής.

Στο σημείο αυτό αξίζει να κάνουμε αναφορά στο διάσημο οικονομολόγο Adam Smith ο οποίος μερικά χρόνια πριν από την έκδοση του διάσημου έργου του «Έρευνα της φύσης και των αιτιών του Πλούτου των Εθνών» (1776), βίωσε μια άνευ όρων χρηματοοικονομική κρίση που οδήγησε στην κατάρρευση του χρηματοπιστωτικού συστήματος του Εδιμβούργου. Διαπίστωσε λοιπόν πως αν ο χρηματοοικονομικός τομέας αφεθεί στο έλεος των δυνάμεων της χώρας τότε εγκυμονούνται σοβαρότατοι κίνδυνοι για ολόκληρη την κοινωνία. Όσο κι αν πίστευε στο «αόρατο χέρι» της αγοράς είχε διατυπώσει ρητά την άποψη ότι η λογική της ελεύθερης και ανταγωνιστικής αγοράς δεν έπρεπε να επεκταθεί στη χρηματοοικονομική σφαίρα και ότι ο τραπεζικός κλάδος έπρεπε να εξαιρεθεί από την ελευθερία του «επιχειρείν» και του «εμπορεύεσθαι» και να υπάγεται σε ένα αυστηρό νομοθετικό πλαίσιο. Ένα πλαίσιο που αν δε θεσμοθετηθεί άμεσα στην περίπτωση της Ελλάδας θα οδηγήσει σε μαζική κατάρρευση ολόκληρο το Τραπεζικό σύστημα.

Ο καθηγητής του New York University, Carl Weinberg από την άλλη έχει να αντιπροτείνει την αναδιάρθρωση του ελληνικού χρέους, με τρόπο που θα επιμηκύνει τη λήξη των ομολόγων, δίνοντας στην κυβέρνηση ένα χρονικό περιθώριο για να υλοποιήσει τις απαιτούμενες μεταρρυθμίσεις. Όπως εξηγεί, όλα τα ελληνικά κρατικά ομόλογα που λήγουν από τώρα έως το 2019 μπορούν να συγκεντρωθούν και να αναχρηματοδοτηθούν μέσω ενός και μόνο ομολόγου, διάρκειας 25 ετών, με επιτόκιο 4,5%. Με αυτό τον τρόπο, οι ανάγκες χρηματοδότησης του ελληνικού δημοσίου για τα επόμενα πέντε χρόνια θα μειώνονταν κατά 60% ή 140 δισ. ευρώ, υπολογίζει.

«Η Ελλάδα βρίσκεται σε μία παγίδα χρέους από την οποία δεν μπορεί να ξεφύγει», πιστεύει η Carmen Reinhart. Έχοντας εξετάσει σε βάθος τις ιστορίες 66 διαφορετικών χωρών σε κρίση, η οικονομολόγος εξήγησε στον αρθρογράφο της Daily Telegraph, Ambrose Evans-Pritchard, ότι η καλύτερη επιλογή της Ελλάδας θα ήταν να προχωρήσει σε μία επαναδιαπραγμάτευση χρεών ανάλογη με εκείνη που έκανε η Ουρουγουάη, το 2003, όπου υπήρχε εθελοντική συμμετοχή των ιδιωτών, με το πρόγραμμα να γίνεται υποχρεωτικό εάν το ποσοστό

συμμετοχής ανερχόταν άνω του 90%, ενώ αν το ποσοστό κινείτο μεταξύ 80 με 90% τότε έγκειτο στην ευχέρεια της κυβέρνησης της Ουρουγουάης η αποδοχή του ή όχι, με το ΔΝΤ και τις ΗΠΑ να δηλώνουν πως ποσοστό κάτω του 80% θα είχε ως συνέπεια τη μη χρηματοδότηση της χώρας, οδηγώντας την στην χρεοκοπία. Η Ουρουγουάη κράτησε την τελική προσφορά κρυφή, ώστε να υπάρχει κίνητρο για συμμετοχή, με τον φόβο της χρεοκοπίας. Ως αποτέλεσμα το ποσοστό των κατόχων ομολόγων που συμμετείχαν ανήλθε στο 93%.

Το ίδιο υποστηρίζει και η Credit Suisse σε έκθεση της για την αναδιάρθρωση του ελληνικού χρέους το Μάιο του 2011. Πιο συγκεκριμένα, η Ελλάδα, μειώνοντας την επιβάρυνση από τόκους, καταβάλλοντας χαμηλότερο επιτόκιο για τα κεφάλαια διάσωσης, και χρησιμοποιώντας παράλληλα τους πόρους χρηματοδότησης του Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας για να επαναγοράσει πολύ φθηνά πενταετή και δεκαετή ομόλογα ονομαστικής αξίας 50 δις ευρώ θα καταφέρει να μειώσει τελικά την κατοχή της σε κυβερνητικά ομόλογα κατά 83 δις ή αλλιώς 31% του συνόλου αυτών.

Μια άλλη ιδέα που έχει προταθεί από τους De Grauwe και Moesen (2009), είναι η έκδοση νέων κοινών κρατικών ομολογιών, στην οποία κάθε χώρα θα συμμετέχει κατ 'αναλογία του μετοχικού κεφαλαίου της στην ΕΚΤ. Για την αποφυγή του ηθικού κινδύνου, το επιτόκιο για κάθε μία από τις συμμετέχουσες χώρες θα εξαρτάται από τα επιτόκια τα οποία αυτές πληρώνουν όταν εκδίδουν ομόλογα στις δικές τους αγορές. Έτσι, οι «σπάταλες» κυβερνήσεις, όπως η Ελλάδα, θα έπρεπε να πληρώσουν υψηλότερο επιτόκιο από ότι οι «συντηρητικές». Το κοινό επιτόκιο ομολόγων θα ήταν τότε ο σταθμισμένος μέσος όρος των εθνικών αυτών των επιτοκίων. Επιπροσθέτως, δημιουργώντας μια νέα αγορά ομολόγων θα προσελκύονταν άμεσες ξένες επενδύσεις, με ένα ασφάλιστρο ρευστότητας που θα επωφελούνταν όλοι.

Η έκθεση της BNP Paribas το Μάιο του 2011 αναφέρει από την άλλη μεριά, ότι η Ελλάδα δεν θα μπορούσε να προβεί σε «βίαιη» αναδιάρθρωση αλλά μόνο σε «ήπια» (soft restructuring) του δημόσιου χρέους της. Οι λόγοι για «ήπια» αναδιάρθρωση βρίσκονται στην εθελοντική συμμετοχή των κατόχων ομολόγων ώστε να αποφευχθεί η ενεργοποίηση των ασφαλίστρων κινδύνου (CDS). Η Ε.Ε επιθυμεί άλλωστε να αποφευχθεί η άμεση αποτύπωση των ζημιών από την αναδιάρθρωση στις τράπεζες, ώστε να μην υπάρξει ανάγκη επανακεφαλαίωσης των τραπεζών. Αυτή η «ήπια» αναδιάρθρωση θα μπορούσε να προκύψει με την επέκταση της λήξεως των ομολόγων, μεταβολή στην απόδοση του κουπονιού τους, μικρή απομείωση της αξίας τους ή και συνδυασμό αυτών. Η έκθεση κάνει την υπόθεση πως τα ομόλογα που λήγουν το 2012 θα έχουν +2έτη παράταση ωρίμανσης, του 2013 +4έτη και τα ομόλογα λήξεως 2014-2020 +10 χρόνια. Επίσης, μειώνεται η απόδοση του κουπονιού ομολόγων λήξεως 2014-2020 κατά 150μονάδες, διατηρώντας παράλληλα ένα μέγιστο απωλειών στην καθαρά παρούσα αξία των ομολόγων 25μονάδων. Σε αυτό το σενάριο οι απώλειες ανέρχονται συνολικά σε 18μονάδες, ενώ αν το επιτόκιο προεξόφλησης (exit yield) είναι χαμηλότερο του 10%, οι απώλειες διαμορφώνονται σε 6μονάδες. Έτσι το μέσο επιτόκιο μειώνεται από 4.98% σε 3.83%. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα η Ελλάδα να γλιτώνει από την καταβολή των τόκων περίπου 2,3δις ευρώ ετησίως.

Ένα άλλο σενάριο βάσει της ίδιας έκθεσης, θα ήταν αντί της μείωσης της αποδόσεως κατά 150μονάδες, να υπάρχει ένα κοινό ανώτατο όριο για όλα τα ομόλογα λήξεως 2014-2020 που θα ανέρχεται σε 3.5%. Αυτό θα είχε ως αποτέλεσμα την μείωση της απόδοσης από 4.98% σε 3.72%. Αυτό θα έχει παρόμοια αποτέλεσμα στον ελληνικό προϋπολογισμό (μείωση περίπου των τόκων κατά 2,3δις ευρώ καθώς το τελικό επιτόκιο είναι χαμηλότερο κατά 0.1% σε αυτό το σενάριο).

Η Citigroup Global Markets αναζητά το επίπεδο εκείνο του χρέους που καθίσταται τελικά βιώσιμο. Η Ιταλία, το Βέλγιο και η Ιαπωνία είναι χώρες με υψηλό λόγο χρέους προς ΑΕΠ,

που πιο συγκεκριμένα ανέρχεται περίπου στο 120%, στο 100% και στο 200% αντίστοιχα. Ωστόσο κοινό στοιχείο των τριών αυτών χωρών είναι πως έχουν πολύ υψηλά επίπεδα εσωτερικής αποταμίευσης και μεγάλο ποσοστό γηραιού πληθυσμού, με συνέπεια από καταναλωτές να γίνονται αποταμιευτές κατά την διάρκεια της ζωής τους, επενδύοντας σε ομόλογα μέρος των αποταμιεύσεών τους. Αυτό δημιουργεί μία καλύτερη βάση δανειστών των κρατών αυτών, καθώς οι τόκοι που πληρώνονται, ή καταναλώνονται ή επανεπενδύονται εντός της χώρας. Στην Ελλάδα ωστόσο δε συμβαίνει το ίδιο καθώς μόλις το 29% του συνολικού χρέους ανήκει σε εγχώριους επενδυτές.

Προκειμένου η Ελλάδα να μειώσει το χρέος της, ώστε ο λόγος χρέος προς ΑΕΠ να βρίσκεται σε πιο βιώσιμα επίπεδα από τα τωρινά (158% περίπου αναμένεται στο τέλος του 2011), έχει κάποια εργαλεία τα οποία θα μπορούσε να χρησιμοποιήσει βάσει της ίδιας έκθεσης.

- **Περισσότερη δημοσιονομική πειθαρχεία**, ώστε να επιτευχθεί αρχικά ο στόχος του πρωτογενούς πλεονάσματος.
- **Χαμηλότερα επιτόκια ομολόγων,** ώστε να μειωθεί η δυναμική αυξήσεως του χρέους (νέο δάνειο για την αποπληρωμή των παλαιοτέρων)
- **Ιδιωτικοποιήσεις,** οι οποίες θα καταφέρουν να φέρουν τα επίπεδα του χρέους σε βιώσιμα επίπεδα αρκετά γρήγορα.
- **Επέκταση της ωρίμανσης των λήξεων των ομολόγων,** το οποίο δεν αλλάζει το συνολικό χρέος της Ελλάδας (ίδια ονομαστική αξία), απλά δίνει περισσότερο χρόνο και ελαφρύνει τους προϋπολογισμούς, ώστε να επιτευχθεί πρωταρχικά ο στόχος του πρωτογενούς ελλείμματος.
- **«Κούρεμα» των ομολόγων (Haircut)**, η πλέον αυστηρή επιλογή, η οποία μειώνει αρκετά γρήγορα το λόγο χρέος προς ΑΕΠ.

Η έκθεση λαμβάνοντας υπόψη τα παραπάνω εργαλεία καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η μεγαλύτερη και ταχύτερη μείωση του λόγου χρέους προς ΑΕΠ είναι οι ιδιωτικοποιήσεις, καθώς το 2020 ο λόγος θα διαμορφωθεί σε 150% από 175% όπως έχει υπολογιστεί στο βασικό σενάριο σε περίπτωση καμίας προσπάθειας. Ωστόσο, καλύτερη όλων των επιλογών είναι η απομείωση της αξίας των ομολόγων (haircut), καθώς αν χρησιμοποιηθεί σε συνεργασία με τα ανωτέρω εργαλεία τότε το 2013 ο λόγος θα βρίσκεται κάτω του 90%, ενώ το 2020 κάτω του 60%.

Το «κούρεμα» της αξίας των ομολόγων έχει θετικά και αρνητικά στοιχεία. Στα θετικά συγκαταλέγονται άμεσα οι μειώσεις στις πληρωμές τόκων, γρηγορότερη δημοσιονομική προσαρμογή και επιτυχία πρωτογενούς πλεονάσματος καθώς και περισσότερος χρόνος και λιγότερη πίεση στην κυβέρνηση για την εφαρμογή διαρθρωτικών μέτρων. Στα αρνητικά τώρα, η απομείωση της αξίας των ομολόγων επηρεάζει την πρόσβαση της Ελλάδος στις διεθνείς αγορές για χρηματοδότηση, τις σχέσεις της με του ομολόγους της στην Ε.Ε (σε περίπτωση που η αναδιάρθρωση είναι βίαιη) και τέλος την ανάγκη ανακεφαλαίωσης των ελληνικών τραπεζών και κάποιων δημόσιων συνταξιοδοτικών φορέων.

Προκείμενου να ελαχιστοποιήσει τα αρνητικά του «κουρέματος» η Ελλάδα θα περιμένει ώστε να έχει επιτύχει είτε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης, είτε πρωτογενές έλλειμμα, είτε συνδυασμό και των 2. Αυτό είναι σημαντικό καθώς έτσι ίσως να εξασφαλίζεται η ταχύτερη επάνοδός της στην διεθνείς αγορές. Προκείμενου να επιτύχει λόγο χρέους προς ΑΕΠ στο 60%, 90% ή 120%, το κούρεμα των ομολόγων θα πρέπει να ανέρχεται σε 93%, 68% και 44% αντίστοιχα.

Από την άλλη, Γερμανοί οικονομικοί αναλυτές προτείνουν βάσει πρόσφατης δημοσίευσης στην γαλλική εφημερίδα La Tribune (28/09/2011), ένα αρκετά ρεαλιστικό – τουλάχιστον ως

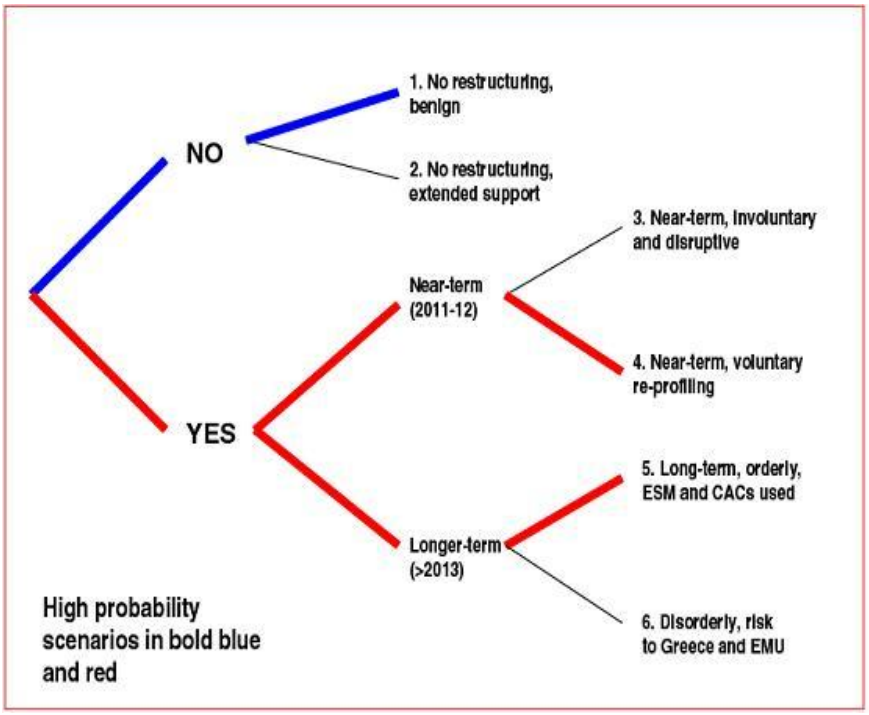
προς την παρουσίαση- πρόγραμμα διάσωσης της χώρας το οποίο περιλαμβάνει τις εξής φάσεις, το λεγόμενο “Eureca”:

- Καταγραφή του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων του κράτους αξίας 125 δις ευρώ και ένταξή τους σε μια ενιαία δομή διαχείρισης , μια ιδιάζουσα εταιρική μορφή ας πούμε, όπως ακριβώς συνέβη το 1990 στη Γερμανία για να ιδιωτικοποιηθούν τα περιουσιακά στοιχεία της Ανατολικής Γερμανίας μετά την Ένωση.
- Η «εταιρεία» αυτή θα εξαγοραστεί εν συνεχεία από έναν ευρωπαϊκό θεσμό, έδρα του οποίου θα είναι το Λουξεμβούργο, που θα διαχειρίζεται τα στοιχεία αυτά έχοντας παράλληλα δικαιοδοσία να ιδιωτικοποιήσει μέρος τους αποπληρώνοντας έτσι σημαντικό μέρος των υποχρεώσεων της Ελλάδας στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και το Μηχανισμό Στήριξης (EFSF). Η έκθεση της Ελλάδας στην ΕΚΤ θα είναι μηδενική, ενώ τα επιτόκια δανεισμού θα μειωθούν κατά 50%, γεγονός που θα οδηγήσει τη χώρα σε μια δυναμική επάνοδο στις αγορές.
- Η «εταιρεία» αυτή θα έχει επίσης τη δυνατότητα ρευστοποιώντας τα περιουσιακά στοιχεία να επενδύσει μέρος αυτών με στόχο να αποφέρουν άμεσο κέρδος. Αυτή η ένεση χρήματος στην ελληνική αγορά, θα ξαναφέρει , όπως υπολογίζεται στην παρουσίαση του προγράμματος, τη χώρα σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης της τάξεως του 5% μέσα στα επόμενα τρία ή τέσσερα χρόνια. Επίσης, θα δώσει στην Ελλάδα τη δυνατότητα να επαναγοράζει χρέος ύψους 1% του ΑΕΠ κάθε χρόνο, με συνέπεια να υποχωρήσει έως το 2018 κάτω από το 60% του ΑΕΠ.
- Οι διαδικασίες ιδιωτικοποίησης υπολογίζεται να έχουν ολοκληρωθεί έως το 2025. Σε περίπτωση που υπάρξει τότε υπεραξία από το όλο εγχείρημα θα αποδοθεί στην Ελλάδα να τη διαχειριστεί όπως αυτή επιθυμεί, αφού πρώτα αφαιρεθούν βέβαια οι τόκοι και τα έξοδα διαχείρισης.

Το σχέδιο αυτό απώτερο σκοπό έχει τη μείωση των πιθανοτήτων κερδοσκοπίας σε βάρος της Ελλάδας ή της Ευρωζώνης, καθώς οι κερδοσκόποι θα δυσκολευτούν να στοιχηματίσουν, μέσω των ασφαλίστρων κινδύνου, σε χρεοκοπία είτε της Ελλάδας είτε κάποιας άλλης χώρας που βρίσκεται ήδη στο χείλος του γκρεμού (πχ. Ιταλία, Βέλγιο). Ως άμεση συνέπεια τα spreads και τα CDS θα υποχωρήσουν επίσης σημαντικά και θα ανοίξει έτσι ο δρόμος επιστροφής της Ελλάδας στις διεθνείς κεφαλαιαγορές.

Ενδιαφέρον παρουσιάζουν επίσης τα σενάρια αναδιάρθρωσης που «πλέκει» το Μάιο του 2011 η HSBC London:

ΠΙΝΑΚΑΣ 15



1. Μέτρα λιτότητας μέχρις ότου ο προϋπολογισμός δείξει σταθεροποιητικές τάσεις πιθανώς με ταυτόχρονη χρηματοδότηση από το EFSF και επιστροφή στις αγορές διαπραγμάτευσης χρέους για την αποπληρωμή των ομολόγων στη λήξη τους.
2. Όχι αναδιάρθρωση αλλά παρατεταμένη διάσωση. Χρόνο με το χρόνο το ελληνικό χρέος θα αντικατασταθεί σταδιακά με τα δάνεια από τον IMF και το Eurogroup που σημαίνει ότι ο έλεγχος της οικονομίας θα περάσει στα ευρωπαϊκά ιδρύματα και τον IMF. Η πιθανότητα εμφάνισης αυτού του σεναρίου είναι πολύ χαμηλή. Το ρίσκο να δεχθεί η χώρα εξωτερικές παρεμβάσεις και να μην αποφασίζει πια η ίδια για την ίδια είναι πολύ υψηλό.
3. Υποχρεωτική αναδιάρθρωση σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα. Το σενάριο παρουσιάζει ομοιότητες με το σενάριο 6 με μόνη διαφορά το χρονικό ορίζοντα. Δε φαίνεται ωστόσο πολύ αντικειμενικό στην εφαρμογή του διότι για να επιβάλει η Ελλάδα αναγκαστικά haircuts θα πρέπει να προχωρήσει σε ριζοσπαστικές αλλαγές σε θέματα πολιτικής με άμεσες προεκτάσεις αλλαγής του μίγματος πολιτικής τόσο της Ε.Ε όσο και των λοιπών ιδρυμάτων της.
4. Βραχυπρόθεσμη ήπια και εθελοντική αναδιάρθρωση σε απάντηση της Ε.Ε και των πέντε ισχυρών (EU5)που υποστηρίζουν ότι κανενός είδους αναδιάρθρωση δε θα μπορούσε να λάβει χώρα πριν από το 2013. Η ήπια μορφή της θα προστάτευε τις αγορές από ένα "CDS event" ενώ γενικώς ακραία φαινόμενα θα ήταν αποφευκταία. Θα αποφόρτιζε επίσης προσωρινά τη χώρα από την πίεση της άμεσης αποπληρωμής των πιστωτών της . Όπως και στην Ουρουγουάη έτσι και στην Ελλάδα, που το 50% των ομολόγων που έχει εκδώσει το Ελληνικό Δημόσιο λήγουν μέσα στην επόμενη 5ετία και τα 2/3 αυτών πληρώνουν κουπόνι 5% ή και χαμηλότερο, το κίνητρο για συμμετοχή στο πρόγραμμα μόνο οφέλη θα μπορούσε να αποφέρει ως κάτωθι:

ΠΙΝΑΚΑΣ 16.

Table 1. Between 2012-17 EUR124bn bonds mature and EUR83bn have coupons of 5% or less (shaded red)

Coupon	Maturity	EURbn	Issue date	Coupon	Maturity	(EURbn)	Issue date
2	Jan 12	0.02	Jan 02	0	Dec 13	1.83	Dec 10
4.3	Mar 12	14.50	Feb 09	6.5	Jan 14	4.55	Jan 99
5.25	May 12	8.00	Jan 02	4.5	May 14	8.52	Jan 04
5.25	Jun 12	0.41	Jun 02	4.5	Jul 14	0.42	Jul 04
1	Jun 12	0.14	Jan 11	5.5	Aug 14	12.50	Jan 09
4.1	Aug 12	7.72	Feb 07	3.7	Jul 15	9.58	Feb 05
0	Dec 12	2.01	Dec 10	6.1	Aug 15	8.00	Jan 10
0	Apr 13	2.72	Apr 10	3.7	Nov 15	0.37	Nov 05
4.6	May 13	9.08	Jan 03	3.6	Jul 16	7.75	Jan 06
7.5	May 13	2.50	May 98	0	Dec 16	0.38	Dec 04
3.9	Jul 13	0.41	Jul 03	5.9	Apr 17	5.00	Mar 10
4	Aug 13	5.85	Mar 08	4.3	Jul 17	11.44	Jan 07
4.52	Sep 13	0.30	Sep 03				

Source: HSBC, Bloomberg

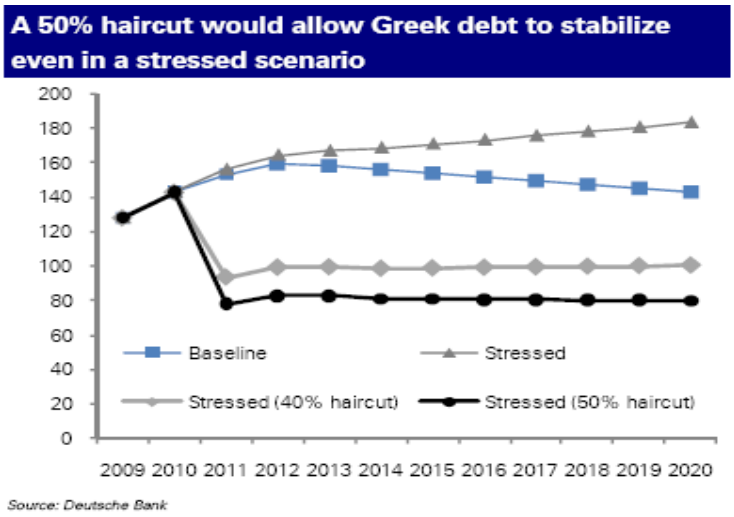
5. Μακροπρόθεσμη «ομαλή» αναδιάρθρωση με ρήτρες συλλογικής δράσης: Απορρόφηση του χρέους από τον ιδιωτικό τομέα με αύξηση της φορολογίας για τον σύνολο των κρατών-μελών. Το χρέος θα διαμοιραστεί στους διάφορους πιστωτές του με σημαντικότερο όλων τον IMF. Το σενάριο περιλαμβάνει δραστικό haircut για τις τράπεζες και τους λοιπούς επενδυτές του ιδιωτικού τομέα γεγονός που θα απομακρύνει ακόμα περισσότερο τη χώρα από την πρόσβαση στις διεθνείς κεφαλαιαγορές από τις οποίες τυπικά έχει ήδη αποκλειστεί αφού η συναλλακτική δραστηριότητα τόσο των ελληνικών ομολόγων αλλά και των μετοχών έχει μειωθεί δραστικά τον τελευταίο χρόνο.
6. «Επιθετική» αναδιάρθρωση με μέτρα αυστηρής λιτότητας ταυτοχρόνως, haircut της τάξεως 50-70% όπως έχει προτείνει και η S&P με την ελπίδα ότι το μέλλον για επάνοδο στις αγορές διαγράφεται αισιόδοξο. Αρκετά δύσκολο στην εφαρμογή του- αφού θα περιελάμβανε ένα μίγμα μέτρων με αντίρροπες δυνάμεις- το σενάριο υπαγορεύει ότι θα ήταν πιθανό να επιμηκύνεται για παράδειγμα για ένα μήνα η αποπληρωμή των δανείων προς τους πιστωτές και τον αμέσως επόμενο να εφαρμόζεται και haircut. Το συστημικό ρίσκο μετάδοσης της κρίσης στην Ισπανία, την Ιταλία και το Βέλγιο θα ήταν στην περίπτωση αυτή μέγιστο με σοβαρές επιπτώσεις και για το ίδιο το ευρώ.

Η HSBC στην έκθεσή της το Μάιο του 2011, δίνει πιθανότητα εμφάνισης του σεναρίου 1, 20%, 5% στις διασώσεις και το ενδεχόμενο άμεσης αναδιάρθρωσης (σενάριο 2 και 3), ομοίως και για το σενάριο 6, ενώ υποστηρίζει με 30% και 35% πιθανότητα εμφάνισης τα σενάρια 4 και 5 αντίστοιχα.

Ακολουθεί ένα διάγραμμα στο οποίο αποτυπώνεται το σενάριο που προτείνει η S&P καθώς και άλλοι οίκοι αξιολόγησης με haircut 50% χωρίς να εξασθενίσει η ελληνική οικονομία. Ας μην ξεχνάμε ότι εκτός από τις τράπεζες, κατέχουν κρατικά ομόλογα και τα ασφαλιστικά ταμεία και μια παραγραφή χρέους θα είχε αρνητικές επιπτώσεις για τα περιουσιακά στοιχεία που κατέχουν. Που στην περίπτωση της Ελλάδας θα προστίθενται στις τόσες απώλειες των ταμείων λόγω της κακής διαχείρισης των περιουσιακών στοιχείων τους. Πρέπει να σημειώσουμε ότι η αναδιάρθρωση χρέους μπορεί να είναι επιλεκτική στην περίπτωση αυτή.

Δηλαδή να συμφωνηθεί, για παράδειγμα, ότι υπόκεινται σε haircut κάποιοι τίτλοι και όχι κάποιοι άλλοι.

ΠΙΝΑΚΑΣ 17



XII. Συμπεράσματα

Μπορεί να αποτραπεί η καταστροφή; Υπάρχει έστω και το παραμικρό περιθώριο αναδιάταξης της οικονομικής δραστηριότητας; Το ερώτημα που παραμένει είναι αν τελικά -με αναδιάρθρωση ή χωρίς- η Ελλάδα καταφέρει να κερδίσει ξανά την εμπιστοσύνη των αγορών. Επαρκεί το σημερινό μείγμα της οικονομικής πολιτικής για να επιτευχθεί ο στόχος της αποκατάστασης της δημοσιονομικής ισορροπίας; Μπορεί να επιτευχθεί η αποκατάσταση της δημοσιονομικής ισορροπίας σε συνθήκες ύφεσης, ή χρειάζονται πρωτοβουλίες για ταχεία ανάκαμψη της ελληνικής οικονομίας; Μη ξεχνάμε ότι σύμφωνα με τις τελευταίες εκτιμήσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, οι περισσότερες χώρες της Ευρωζώνης έχουν ανακάμψει μερικώς από τη μεγάλη ύφεση του 2009, κάτι που οδηγεί και σε βελτίωση των δημοσίων οικονομικών τους.

Η Ελλάδα θα κερδίσει ξανά την εμπιστοσύνη των αγορών μόνο όταν ξεκινήσει η διαδικασία της ανάκαμψης της οικονομίας, ώστε να μειωθεί η διαφορά πραγματικών επιτοκίων και ρυθμού ανάπτυξης. Η αναδιάταξη της Ελληνικής Οικονομίας από μια οικονομία που στηριζόταν στην ιδιωτική και δημόσια κατανάλωση με βάση το δανεισμό, σε μια οικονομία που στηρίζεται στις παραγωγικές επενδύσεις, στις εξαγωγές και στην αύξηση της παραγωγικότητας, θα συμβάλλει στη σχετική ισορροπία του ισοζυγίου πληρωμών, στη μείωση της σχέσης χρέους προς ΑΕΠ και κυρίως θα δώσει τη δυνατότητα στην Ελλάδα να αντλήσει κεφάλαια από τις διεθνείς χρηματαγορές.

Κατά την προσωπική μου άποψη, η επίλυση του προβλήματος δεν περιλαμβάνει μόνο την επιβολή μέτρων αυστηρής λιτότητας ώστε να οδηγηθούν τα δημοσιονομικά του κράτους σε εξυγίανση, ούτε προβλέπει τον εξαναγκασμό των πιστωτών να συναινέσουν σε 30ετή επιμήκυνση του χρέους που διακρατούν. Δραστικές λύσεις όπως η απομείωση της αξίας των ομολόγων, με κινδύνους μετάδοσης τόσο σε ενδο-ευρωπαϊκό όσο και σε παγκόσμιο επίπεδο ενέχουν το ρίσκο ότι η χώρα δε θα καταφέρει ποτέ να αποκτήσει αξιοπιστία στις διεθνείς αγορές. Με δεδομένο δε ότι η χώρα δεν είναι Αργεντινή για να εκμεταλλευτεί τις πεδιάδες της κι ούτε έχει σοβαρούς πλουτοπαραγωγικούς πόρους, βαριά βιομηχανία κ.ο.κ -ώστε να βασιστεί στην αυτάρκεια που θα της παρείχαν αυτοί- με ένα haircut της τάξεως 50-70% σύμφωνα με τα επικρατέστερα σενάρια, δε θα ήτο σε θέση έπειτα, όντας αποκλεισμένη από τις διεθνείς αγορές να χρηματοδοτήσει τη δημοσιονομική και κοινωνική της πολιτική.

Θεωρώ λοιπόν πως η καλύτερη λύση θα ήταν να διατεθεί το επαχθές χρέος της Ελλάδας στην ελεύθερη αγορά και να αντικατασταθεί από νέα, πιο προσιτά μακροπρόθεσμα ομόλογα που θα εκδίδονται από ένα θεωρητικά αναμορφωμένο ελληνικό κράτος (roll over). Η ιδέα δεν απέχει πολύ από το μοντέλο που ακολουθήθηκε στις αρχές της δεκαετίας του ’90 στις χώρες της Λατινικής Αμερικής.

Τόσο η αποκατάσταση της δημοσιονομικής ισορροπίας όσο και η ενίσχυση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της χώρας, είναι κεντρικοί στόχοι που, παρά το βραχυχρόνιο κοινωνικό κόστος, θα λειτουργήσουν προς όφελος της χώρας και θα οδηγήσουν στην ενδυνάμωση της οικονομικής διακυβέρνησης.

Το δίδαγμα από την εμπειρία της ελληνικής περίπτωσης είναι ότι, ανεξαρτήτως της αιτίας που την προκάλεσε, όταν η κρίση απειλεί να γίνει συστηματική, δεν υπάρχει καμία λογική εναλλακτική λύση, εκτός από την παροχή οικονομικής στήριξης και εγγυήσεων από πλευράς της κυβέρνησης για ένα ευρύ φάσμα πιστώσεων. Πολλά μπορούν και πρέπει να γίνουν ώστε να περιοριστεί ο κίνδυνος μελλοντικών κρίσεων και ταυτόχρονα να διαχειριστεί ο ηθικός κίνδυνος που αναπόφευκτα προκύπτει από την εκάστοτε κυβερνητική παρέμβαση. Αλλά

αιώνες οικονομικής ιστορίας έχουν αποδείξει ότι οι μεγάλες κρίσεις θα συμβαίνουν από καιρό σε καιρό.

Η κρίση έφερε στην επιφάνεια ένα διαρθρωτικό πρόβλημα της Ευρωζώνης που έχει αναλυθεί από πολλούς οικονομολόγους και στο παρελθόν. Κι αυτό είναι η ανισορροπία μεταξύ της άσκησης μιας Ενιαίας Νομισματικής Πολιτικής και της διατήρησης όλων σχεδόν των μέσων άσκησης οικονομικής πολιτικής σε εθνικό επίπεδο.

Με άλλα λόγια το διαρθρωτικό πρόβλημα στην Ευρωζώνη έχει δημιουργηθεί από το γεγονός ότι η Νομισματική Ένωση δεν έχει ενσωματωθεί σε μια Πολιτική Ένωση. Αυτές οι αποκλίνουσες κινήσεις έχουν οδηγήσει σε δημοσιονομικές αποκλίσεις οι οποίες είναι υπεύθυνες και για την απώλεια της ανταγωνιστικότητας των χωρών. Έτσι, η έλλειψη πολιτικής ολοκλήρωσης οδηγεί σε συσσώρευση των οικονομικών και δημοσιονομικών αποκλίσεων που βαθαίνουν την ύφεση. Χωρίς τα βήματα προς την πολιτική ενοποίηση συντηρούνται αμφιβολίες ότι η Ευρωζώνη δεν έχει μέλλον.

Το ΔΝΤ προειδοποιεί στην τελευταία του έκθεση για τις παγκόσμιες οικονομικές προοπτικές (World Economic Outlook) ότι οι ευρωπαϊκές κυβερνήσεις θα πρέπει να προχωρήσουν άμεσα στην επικύρωση των αποφάσεων της Συνόδου Κορυφής της 21ης Ιουλίου για την ενίσχυση του Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοοικονομικής Σταθερότητας (EFSF). Θα πρέπει επίσης να διασφαλίσουν ότι τα τραπεζικά ιδρύματα θα ενισχύσουν τα κεφαλαιακά τους αποθέματα για να προστατευτούν από τους αυξημένους κινδύνους που προκύπτουν από την κρίση του χρέους.

Αν οι τράπεζες δεν καταφέρουν να συγκεντρώσουν αρκετά κεφάλαια από τον ιδιωτικό τομέα, αναφέρει το ΔΝΤ, οι Αρχές θα πρέπει να τους χρηματοδοτήσουν και πάλι. Σε αντίθετη περίπτωση θα πρέπει να ξεκινήσει "η διαδικασία αναδιάρθρωσης ή να κλείσουν".

Αυτό που χρειάζεται είναι συνέχεια και συνέπεια. Η κρίση το αποδεικνύει κι η υπέρβασή της το απαιτεί. Αυτό είναι που έλλειψε στο παρελθόν, και που, σε συνδυασμό με την πρωτοφανή διεθνή κρίση, οδήγησε τη χώρα στη σημερινή κρίση εμπιστοσύνης. Διότι, μόνον έτσι θα επανακτήσει η Ελλάδα την αξιοπιστία της για να επανέλθει ως αναπτυγμένο κράτος στις διεθνείς αγορές, προς όφελος *και* της αναχρηματοδότησης του χρέους της, *και* της βιωσιμότητας του τραπεζικού της συστήματος, *και* της ανάκαμψης του ελληνικού χρηματιστηρίου. Διαφορετικά, η Ελλάδα θα μετατραπεί σε μια αναδυόμενη οικονομία, ενώ και η παραμονή της στην Ευρωζώνη θα είναι πλέον εκ των πραγμάτων αδύνατη.

Φύσει αισιόδοξη πιστεύω τέλος, ότι η χώρα θα πονέσει αλλά δεν θα χρεοκοπήσει(;). Τουλάχιστον με τη στενή και καθόλου οικονομική έννοια που έχει στο μυαλό των ανθρώπων η λέξη χρεοκοπία από βιώματα του παρελθόντος. Οι διαρθρωτικές αλλαγές στην εφαρμοζόμενη οικονομική πολιτική και η τήρηση αυτής με την επιβολή μέτρων αυστηρής οικονομικής λιτότητας θα δημιουργήσουν πρωτογενή πλεονάσματα στον κρατικό προϋπολογισμό δίνοντας ξανά τη δυνατότητα στην Ελλάδα να αντλήσει κεφάλαια από τις διεθνείς αγορές για την αναχρηματοδότηση και εξυπηρέτηση του δημόσιου χρέους. Μέχρι τότε, δηλαδή για τα επόμενα τρία χρόνια τουλάχιστον, η τροχιά της αναδιάταξης της Ελληνικής οικονομίας θα είναι και δύσκολη και επίπονη.

XIII. Επίλογος

«Έχεις; Μη δανείζεσαι γιατί δε σου λείπουν. Δεν έχεις; Μη δανείζεσαι γιατί δε θα μπορείς να αποπληρώσεις τα χρέη σου. Γιατί τότε προκύπτει η γελοία κατάσταση της παροιμίας: Δε μπορώ να κουβαλήσω την κατσίκα, φορτώστε τους ώμους ένα βόδι».

Επίκαιρος όσο ποτέ ο Πλούταρχος το 92 μ.Χ. μιλά στους Αθηναίους για τις συνέπειες της υπερχρέωσης τους σε εγχώριους και ξένους- κυρίως Ρωμαίους- πιστωτές, προφητεύοντας χωρίς να το ξέρει και τις ολέθριες συνέπειες του αλόγιστου δανεισμού των κρατών στη σύγχρονη παγκόσμια οικονομία. Το θέμα δεν είναι πια ο υπέρογκος δανεισμός και οι σχέσεις εξάρτησης που αυτός δημιούργησε. Το κακό έγινε. Τώρα τι κάνουμε.

Πολλοί κολυμπούν- άλλοι επιπλέουν- άλλοι βουλιάζουν. Βουλιάζουν και πάνε στον πάτο γιατί πανικοβλήθηκαν ή γιατί δεν προσπάθησαν. Βούλιαξαν το κεφάλι στο νερό κι έχασαν τον ορίζοντα, την προοπτική. Κάποιοι εκεί που βουλιάζουν βρίσκουν σανίδες σωτηρίας- αυτοί είναι οι τυχεροί που δεν προσπάθησαν αλλά τα κατάφεραν. Τουλάχιστον προς ώρας. Το αποτέλεσμα μετράει στο τέλος. Στην επόμενη φουρτούνα τι θα κάνουν άραγε; Θα είναι προνοητικοί και θα κυκλοφορούν με σωσίβια εσαεί; Κι αν τυχόν κουραστούν; Οι ναυαγοσώστες να 'ναι καλά…

Βιβλιογραφία

Aksu Cagdas, Pascual Garcia Antonio, Ghezzi Pierro & Guarino Donato, 2011, "EURO THEMES – GREECE: LOVE ME TENDER", BARCLAYS CAPITAL ECONOMIC RESEARCH, September 2011

Alfred Greiner, Bettina Fincke, 2009,"Public Debt and Economic Growth"

Andrew Powell, 2002, "Argentina's Avoidable Crisis: Bad Luck, Bad Economics, Bad Politics, Bad Advice", Brookings Trade Conference, April 2002, Washington DC (USA)

Anne Sibert "The damaged ECB legitimacy" September 2011, http://www.voxeu.org/index.php?q=node/6980

Aranda – Hassel Christel, Barrie Robert, Violante Di Canossa, Hill Neville, Maharaj Thushka, Roy, Amian, Shepley Sean, Sparks Sean, Sparks Stuart, Sweeney James & Zanni Giovanni, 2010, "Investment Themes. Greece: Debt Financing and a strategy for recovery", CREDIT SUISSE FIXED INCOME RESEARCH, February 2010

Capital.gr, 2011, «BIS: Οι γερμανικές τράπεζες έχουν τα περισσότερα ελληνικά ομόλογα», Ιούνιος 2011, http:/www.capital.gr/news.asp?id=1211081

Capital.gr, 2011, «Αλογοσκούφης: Τρεις λόγοι οδήγησαν στην κρίση εμπιστοσύνης στην Ελλάδα», Μάρτιος 2011, http:/www.capital.gr/news.asp?id=1150039

Capital.gr, 2011, «Τα πρώτα σχόλια για το νέο πακέτο διάσωσης της Ελλάδας», Ιούλιος 2011, http:/www.capital.gr/news.asp?id=1245333

Carbal Ricardo, 2011, "Greece's 2nd Bailout: Debt Restructuring with no debt reduction?", http://www. Voxeu.org/index.php?q=node/6818, July 2011

Carmen Reinhart, Kenneth Roggoff, 'This time is different: Eight Centuries of Financial Folly', 2009 Princeton University Press

Council of the European Union, 2011, Statement by the Heads of State or Government of the Euro Area and the EU Institutions, July 2011

De Grauwe P. & W. Moesen, 2009, "Gains for All: A Proposal for a Common Euro Bond", Intereconomics, May/June 2009

Domingo Cavallo, "Looking at Greece in the Argentinean mirror, July 2011 http://www.voxeu.org/index.php?q=node/6758

Eichengreen B, The crisis and the euro. Manuscript, University of California, Berkeley April 2009

Gary Clyde Hufbauer, Jacob Fung Kirkegaard: "National Buybacks, the solution for Greek debt, July 2011 http://www.voxeu.org/index.php?q=node/6750

Garthwaite Andrew, Paolini Luca, Pronina Marina, Richards Mark & Raedler Sebastian, 2011, "Global Equity Strategy", CREDIT SUISSE EQUITY STRATEGY, May 2011

Ghezzi Piero, Pascual Garcia Antonio & Fransolet Laurent, 2011, "Greece: The (Long) countdown to restructuring", BARCLAYS CAPITAL ECONOMIC RESEARCH, May 2011

Gros D. & T. Mayer, 2010, "Towards a Euro(pean) Monetary Fund", CEPS Policy Brief, No. 202, Centre for European Policy Studies, Brussels.

Hans-Werner Sinn, "Greek Tragedy", July 2011 http://www.voxeu.org/index.php?q=node/6798

Hau & Harald, 2011, "Europe's €200 billion reverse wealth tax explained", VoxEu.org, July 2011

Haworth Helen, Arsenin Igor, Bartholdy Kasper, Bradley Michelle & Giannopoulos Panos, 2011, "Greek PSI", CREDIT SUISSE FIXED INCOME RESEARCH, September 2011

International Monetary Fund, World Economic Outlook, "Slowing Growth, Rising Risks, September 2011

International Monetary Fund, "Cross-Country Experience with Restructuring of Sovereign Debt and Restoring Debt Sustainability" August 29 2006

IFF, 2011, IFF Financing Officer, The Institute of International Finance, http://www.iff.com/press/press+198.php

John Mauldin, Jonathan Trepper, "Endgame. The End of the debt supercycle and how it changes everything", John Wiley and Sons, Inc, 2011

Kathimerini.gr, 2011, «Οι επιπτώσεις της επιλεκτικής χρεοκοπίας», 22 Ιουλίου 2011, http://news.kathimerini.gr/4dcgi/_w_articles_politics_1_22/07/2011_450096

Kathimerini.gr, 2011, «Πρόγραμμα ανταλλαγών και επαναγοράς ομολόγων», 22 Ιουλίου 2011, http://news.kathimerini.gr/4dcgi/_w_articles_politics_1_22/07/2011_450097

Kathimerini.gr, 2011, «Το κούρεμα των ομολόγων και οι τράπεζες», 24 Ιουλίου, http://news.kathimerini.gr/4dcgi/_w_articles_politics_1_24/07/2011_450409

Kramer Jorg & Dixon Peter, 2011, "Greece: What are the options for a government debt restructuring "COMMERZBANK ECONOMIC RESEARCH, April 2011

Kumar Mohit & Singhania Abhishek, 2011, "Greece: Are we moving towards restructuring?" DEUTSCHE BANK GLOBAL MARKET RESEARCH, April 2011

La Tribune, «Μυστικό σχέδιο για τη διάσωση της Ελλάδας» http://www.capital.gr/News.asp?id=1292153

Major Steven, 2011, "Greece Restructuring scenarios. Financial markets over- estimate the risks", HSBC Global Research, May 2011

Michael Cembalest, 2011, “Eye on the market”, J.P.MORGAN CHASE & Co., May 2011

Monokroussos Palton, Stamatiou Theodoros & Petropoulou Paraskevi, 2011, “Greece Macro Monitor. Latest macro & market developments”, EFG EUROBANK RESEARCH, May 2011

Monokroussos Platon, Mylonas Theofanis & Pnevmatikatos Christos, 2011, “Greek PSI Proposal: Main elements & evaluation of options offered to investors”, EFG EUROBANK RESEARCH, September 2011

Mussa Michael, 2010, “Beware of Greeks Bearing Debts”, Peterson Institute for International Economics, May 2010

Nedialkov Stefan, Ghose Ronit & Atienza Alex, 2011, “HELLENIC BANK – Fancy a Haircut?”, CITIGROUP GLOBAL MARKETS EQUITY (EUROPE), April 2011

Niall O’Connor, 2011, “Greek Banks. Still Significant uncertainties”, CREDIT SUISSE EQUITY RESEARCH, April 2011

Reuters, “Greek debt restructuring idea gains traction”, April 2010

Ricardo Cabral , “Greece’s 2nd bailout: Debt restructuring without debt reduction?” July 2011 http://www.voxeu.org/index.php?q=node/6818

Rodrigo Olivares – Caminal, Κόκκορης Ιωάννης & Παπαδάκης Κυριάκος, 2010, «Τι σημαίνει Αναδιάρθρωση του Δημόσιου Χρέους», Απρίλιος 2010, http:/www.capital.gr/news.asp?id=951113

Schwarz Steven, 2011, “Sovereign Debt Restructuring Options: An Analytical Comparison”, Harvard Business Law Review, Fall 2011

Sokos Ioannis, 2011, ‘Greece: What does Soft Reprofiling mean?’, BNP PARIBAS CORPORATE & INVESTMENT BANKING, May 2011

Γκλαβίνης Παναγιώτης, 2011, «Η ελληνική κρίση χρέους εισέρχεται σε νέα φάση διαχείρισης – Μέρος Α», Αθήνα, http:/www.capital.gr/News.asp?id=1128144

Ζηράς Βασίλης, 2011, «Ιστορική πρόκληση η απόφαση για το χρέος», 24 Ιουλίου, http://news.kathimerini.gr/4dcgi/_w_articles_politics_1_24/07/2011_450416

Ζιώτης Χρήστος, 2011, «Τα ψιλά γράμματα του νέου δανείου», Κυριακάτικη Ελευθεροτυπία, 24 Ιουλίου 2011, σελ 4-5

Ζιώτης Χρήστος, 2011, «Το νέο μεγάλο στοίχημα των τραπεζιτών», Κυριακάτικη Ελευθεροτυπία, 24 Ιουλίου 2011, σελ 4-5

Ιωάννου Χριστίνα, 2011, «Οι τέσσερις επιλογές των ιδιωτών», Κυριακάτικη Ελευθεροτυπία, 24 Ιουλίου 2011, σελ 4-5

Καισάριος Γιώργος, 2011, «Πως αυτοκτόνησαν οι τράπεζες αγοράζοντας ελληνικό χρέος», Αθήνα, http:/www.capital.gr/News.asp?id=1249420

Καλαμωτουσάκης Γιώργος, 2010, «Έξοδος της Ελλάδας από την οικονομική κρίση», Αθήνα, http:/www.capital.gr/new.asp?id=1095221

Καποδιστριακό Πανεπιστήμιο Αθηνών, 2007, «Ημερίδα Αφιερωμένη στην μνήμη του Κυριάκου Βαρβαρέσου (1884-1957)», 15-11-2007, http://kapodistriako.uoa.gr/stories/115_sy_01/, 2007

Καραβίτης Νίκος, 2011, «Μας μείωσαν τα βάρη, αλλά τώρα χρειάζεται να τρέξουμε», Κυριακάτικη Ελευθεροτυπία, 24 Ιουλίου 2011, σελ10-11

Καρκαγιάννης Κ. & Καλαφάτης Γ., 2011, «Απαντήσεις σε τέσσερις κρίσιμες ερωτήσεις», 23 Ιουλίου, http://news.kathimerini.gr/4dcgi/_w_articles_politics_1_23/07/2011_450291

Κεφάλαιο, 2011, «Που πέτυχαν και που όχι οι αναδιαρθρώσεις χρέους», 29 Απριλίου 2011, σελ 14

Κονδύλης Θάνος, 2010, «1929-1932: Η Παγκόσμια Οικονομική Κρίση και η Ελληνική Πτώχευση», 6 Μαϊου 2010, http://www.eurocapital.gr/index.php/permalink/13126.html

Κωσταρέλου Ελένη, 2011, «Τα 10 Συμπεράσματα της δανειστικής συμφωνίας», Ελευθεροτυπία, 23 Ιουλίου 2011, σελ. 3

Μαλλιάρα Δέσποινα, 2011, «Ποιες τράπεζες έχουν το ελληνικό χρέος», Ιούλιος 2011, http:/www.capital.gr/news.asp?id=1249434

Μαλούχος Γεώργιος, 2009, «Οι τέσσερις ελληνικές πτωχεύσεις», 13 Δεκεμβρίου 2009, Το Βήμα, http://tovima.gr/politics/article/?aid=304563

Πανόραμα του Αιώνα: Επεισόδιο 23, ΕΡΤ, http://www.ert-archives.gr/V3/public/pop-view.aspx?tid=638&tsz=0&act=mMainView

Σαββίδης Χάρης, 2011, «Τα «ιστορικά» μοντέλα της αναδιάρθρωσης χρέους: Αργεντινή, Ουρουγουάη, Ισημερινός, Ρωσία», 16 Απριλίου 2011, Ημερησία

Σιάτρας Γιάννης, 2010, «Η ιστορία των χρεοκοπιών και των αναδιαρθρώσεων κρατικών χρεών», 7 Ιουλίου 2010, http://www.eurocapital.gr/index.php/permalink/15142.html

Σώκου Κατερίνα & Καρκαγιάννης Κώστας, 2011, «Τι σημαίνει στην πράξη η συμφωνία της Συνόδου»,24Ιουλίου, http://news.kathimerini.gr/4dcgi/_w_articles_politics_1_24/07/2011_450412

Τράπεζα της Ελλάδος, http://www.bankofgreece.gr/Pages/el/Bank/History/foundation.aspx