46

Οι επιπτώσεις της αναδιάρθρωσης

Οι κίνδυνοι, τα βραχυπρόθεσμα οφέλη, οι μακροπρόθεσμες ζημίες και τα ανταλλάγματα που αναμένεται να ζητήσουν οι πιστωτές μας

Του **ΠΑΝΑΓΗ ΓΑΛΙΑΤΣΑΤΟΥ**

Η συζήτηση για την αναδιάρθρωση του ελληνικού χρέους έχει αποκτήσει μία ανεξέλεγκτη δυναμική. Πολλοί τη θεωρούν αναπόφευκτη, άλλοι ως τη μόνη διέξοδο από το σπιράλ του χρέους. Κυβερνητικοί βουλευτές ζητούν δημοσίως να την κάνουμε τώρα, και όχι αργότερα. Στη χώρα έχει διαμορφωθεί ένα κλίμα που επιτρέπει στο Reuters να υποστηρίζει ότι «και οι Έλληνες πολίτες ζητούν αναδιάρθρωση» (τηλεγράφημα της 12ης Απριλίου).

Όλος αυτός ο ορυμαγδός βασίζεται

Ο Ζαν Κλοντ-Τρισέ είναι από αυτούς που αντιδρούν περισσότερο στο σχέδιο αναδιάρθρωσης.

Σε μια νέα συμφωνία οι πιστωτές θα διασφαλίσουν πρωτίστως ότι θα πάρουν τα λεφτά τους...

στη διάχυτη βεβαιότητα ότι τα «νούμερα δεν βγαίνουν»: Το επιχείρημα είναι ότι η Ελλάδα δεν θα μπορεί να εξυπηρετήσει ένα χρέος της τάξης του 150% του ΑΕΠ και ότι σε κάθε περίπτωση, με αυτά τα spreads δεν θα μπορεί να βγει στις αγορές το 2012.

Για να αντεπεξέλθει η ελληνική οικονομία θα πρέπει να περιοριστούν τα δημοσιονομικά βάρη· αυτό κάνει η αναδιάρθρωση. Αρκεί να καταστεί δυνατή μια συμφωνία με τους πιστωτές ώστε να επιμηκυνθεί ο χρόνος αποπληρωμής του χρέους και έτσι να μειωθούν σε ετήσια βάση οι δαπάνες για τόκους και χρεολύσια, δημιουργώντας δημοσιονομικές ανάσες, ή μια συμφωνία για ένα haircut στην ονομαστική αξία των ομολόγων, που θα συρρικνώσει το σύνολο του χρέους και αναλογικά τις δαπάνες για την εξυπηρέτησή του.

Το ότι η αναδιάρθρωση έχει χαρακτήρα αμφιλεγόμενο -σαν το χρυσό μήλο της Εριδος που κατέστρεψε τον Πάρι- προκύπτει και μόνο από το γεγονός ότι από τη στιγμή που οι «αγορές» αντιλήφθηκαν ότι αυτή η συζήτηση γίνεται δημόσια (στην Ε. Ε. αλλά κυρίως και στη χώρα μας) έστειλαν τα CDS σε ύψη ρεκόρ και τα spreads στις 1.000 μονάδες. Η αιτία είναι απλή: Η όποια μορφή «φιλικής αναδιάρθρωσης» αποτελεί ένα περίπλοκο και απρόβλεπτο εγχείρημα που ενέχει σημαντικούς κινδύνους και μπορεί να αποκτήσει αρνητική δυναμική.

Ετσι, η επιμήκυνση της χρονικής διάρκειας των ομολόγων μπορεί να φαντάζει ανώδυνη, δεν είναι όμως. Η πρώτη δυσκολία είναι αυτή καθ' αύτη η συνεννόηση με τους πιστωτές: δεν είναι δυνατόν να γίνει με όλους, θα γίνει με τους σημαντικότερους. Και αφού τα ελληνικά ομόλογα δεν εκδίδονται ακόμα με Collective Action Clauses (ρήτρες που υποχρεώνουν σε συλλογική δράση) η επιμήκυνση θα παραμείνει σε εθελοντική βάση, κάτι που αυτόματα περιορίζει το προσδοκώμενο όφελος. Για να συναινέσουν, οι πιστωτές αναμένεται να ζητήσουν ανταλλάγματα, δηλαδή ένα υψηλότερο επιτόκιο. Το πού θα κλείσει αυτό σε μια διαπραγμάτευση που δεν θα αγνοεί και τα τρέχοντα πιστοληπτικά δεδομένα είναι άγνωστο. Αντιλαμβάνεται κανείς όμως ότι υπό αυτές τις συνθήκες, ακόμα και αν η διάρκεια του χρέους διπλασιαστεί, η ετήσια εξοικονόμηση σε τοκοχρεολύσια μπορεί να είναι αναλογικά πολύ μικρότερη.

Ο μεγαλύτερος κίνδυνος πάντως -τον οποίο δείχνουν να αγνοούν οι υπέρμαχοι της αναδιάρθρωσης στη συζήτηση που γίνεται- είναι ότι και η επιμήκυνση της διάρκειας είναι ένα credit event που πυροδοτεί τα CDS. Αυτό προβλέπουν οι κανονισμοί της ISDA (International Sovereign Default Swaps Association), η οποία θα πρέπει να αποφασίσει αν η χώρα είναι σε καθεστώς χρεοκοπίας και αν τα CDS θα πρέπει να πληρωθούν. Αυτό συνεπάγεται χρυσές δουλειές για τα δικηγορικά γραφεία στο Λονδίνο και τη Νέα Υόρκη. Για τη χώρα μας όμως, η οποία και μετά την αναδιάρθρωση δεν θα πάψει να χρειάζεται δάνεια για να εξυπηρετήσει τις υποχρεώσεις της, δεν είναι καλό. Δύσκολα μπορεί να φανταστεί κανείς ότι τα ομόλογα μιας χώρας για τα οποία καταβλήθηκαν ασφάλιστρα κινδύνου θα είναι ελκυστικά για τους επενδυτές.

Οσοι ονειρεύονται απόδραση από τα δεσμά του Μνημονίου μέσω της αναδιάρθρωσης μπορούν να το ξεχάσουν. Η «φιλική αναδιάρθρωση» εμπεριέχει σε κάθε περίπτωση και μια νέα συμφωνία με τους πιστωτές σε ένα πρόγραμμα δημοσιονομικής εξυγίανσης που θα διασφαλίζει πρωτίστως ότι θα πάρουν τα λεφτά τους. Δεν είναι τυχαίο ότι δεν θέλουν να ακούν γι' αυτήν ούτε ο Γ. Παπανδρέου ούτε ο Α. Σαμαράς.

Η ΤτΕ άλλωστε έχει εξηγήσει αναλυτικά γιατί δεν αποτελεί πανάκεια και ο διοικητής της κ. Γ. Προβόπουλος έχει προειδοποιήσει ότι το κοινωνικό και οικονομικό της κόστος θα μπορούσε να είναι μεγαλύτερο από το βραχυπρόθεσμο όφελος...

Η αντίδραση της αγοράς στα μέτρα και τα σενάρια αναδιάρθρωσης

Τα κυριότερα γεγονότα που επηρέασαν τα spread και τα CDS των ελληνικών ομολόγων

Η ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ

Επιπτώσεις σε τράπεζες, Ταμεία, ομολογιούχους

Το «haircut», η μείωση της αξίας των ομολόγων, δημιουργεί άλλης τάξεως ζητήματα. Θα έχει σημαντικές εσωτερικές παρενέργειες, αφού περίπου το 21% του χρέους μας βρίσκεται σε ελληνικά χέρια. Ενα «haircut» της τάξης του 35% θα δημιουργήσει μεγάλες τρύπες στους ισολογισμούς των τραπεζών, οι οποίες θα πρέπει να καλυφθούν σύμφωνα με τους κανόνες της Βασιλείας ΙΙ, ώστε να παραμείνουν σίγουρες οι καταθέσεις. Αν δεν είναι σε θέση να προχωρήσουν σε γενναίες αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου ή να βρουν ξένους επενδυτές, το κράτος μπορεί να βρεθεί πάλι στην ανάγκη να «σώσει» τράπεζες, κάτι που συνεπάγεται νέα ελλείμματα. Οι παρενέργειες όμως δεν σταματούν εδώ. Και τα ασφαλιστικά ταμεία που έχουν ομόλογα στα χαρτοφυλάκιά τους θα υποστούν ζημίες που πιθανόν να επηρεάσουν το ύψος των συντάξεων. Από την άλλη πλευρά, η διαπραγμάτευση με τους ομολογιούχους είτε θα πρέπει να γίνει μέσα σε ένα Σαββατοκύριακο (πράγμα δύσκολο ώς ανέφικτο) είτε θα πρέπει στη διάρκειά της να επιβληθούν περιορισμοί ώστε να μην υπάρξει κύμα φυγής κεφαλαίων και ρευστοποιήσεων αξιών.

Το «haircut» είναι με τη σειρά του ένα credit event που πυροδοτεί τα CDS και επιπλέον δημιουργεί δυσαρεστημένους ομολογιούχους, με αποτέλεσμα απρόβλεπτη διάρκεια παραμονής της χώρας εκτός αγορών. Και όλα αυτά, για ένα όφελος που πιθανόν να μην είναι αρκετό: Ακόμα και στην περίπτωση ενός «haircut» της τάξης του 50%, με δεδομένο ότι η Ελλάδα πληρώνει για τοκοχρεολύσια ετησίως 6% του ΑΕΠ, η ελάφρυνση δεν θα είναι μεγαλύτερη από 3% του ΑΕΠ.

Πώς σχεδιάζουν να αντιδράσουν οι ξένες τράπεζες

Της **ΚΑΤΕΡΙΝΑΣ ΣΩΚΟΥ**

Με πωλήσεις ομολόγων, αγορά ασφαλίστρων κινδύνου, αυξήσεις κεφαλαίου, ακόμη και την προσφυγή τους στην προστασία του κράτους σχεδιάζουν να προφυλαχθούν οι ευρωπαϊκές τράπεζες από μια ενδεχόμενη αναδιάρθρωση του ελληνικού χρέους που θα περιελάμβανε «κούρεμα» των ομολόγων που έχουν στην κατοχή τους.

Οπως επισημαίνει το ΔΝΤ στην πρόσφατη έκθεσή του για τη χρηματοοικονομική σταθερότητα, οι ξένες τράπεζες έχουν μειώσει την κατοχή ελληνικών ομολόγων, ενώ αντίθετα οι ελληνικές την έχουν αυξήσει. Τη διαδικασία μείωσης της έκθεσης των ευρωπαϊκών τραπεζών σε ελληνικά ομόλογα έχει διευκολύνει η πολιτική της ΕΚΤ, που εισήγαγε το έκτακτο μέτρο της αγοράς κρατικών ομολόγων και υπολογίζεται ότι πλέον κατέχει ελληνικούς τίτλους. Φαίνεται ότι οι ξένες τράπεζες αξιοποίησαν αυτή την ευκαιρία ώστε να μειώσουν την έκθεσή τους σε ελληνικό χρέος και άρα τις ενδεχόμενες απώλειες από μια αναδιάρθρωσή του.

Τα ασφάλιστρα κινδύνου

Ο συνήθης τρόπος προστασίας των τραπεζών, βέβαια, είναι η αγορά ασφαλίστρων κινδύνου (CDS). Σίγουρα η αυξημένη ζήτηση προστασίας των κατόχων ελληνικών ομολόγων έναντι μιας χρεοκοπίας συνέβαλε στην εκτόξευση των τιμών των σχετικών CDS σε δυσθεώρητα επίπεδα. Ειδικά για τα CDS των πενταετών ελληνικών ομολόγων, η τιμή τους υποδεικνύει ότι η αγορά υπολογίζει τις πιθανότητες μιας ελληνικής χρεοκοπίας κοντά στο 60%.

Μία ακόμη προφανής άμυνα είναι η αύξηση της κεφαλαιακής τους βάσης.

Και ενώ κάποιες τράπεζες έχουν ήδη ενισχύσει τα κεφάλαιά τους (μεταξύ τους και οι μεγαλύτερες ελληνικές), άλλες αναμένεται να το κάνουν μετά τα νέα ευρωπαϊκά τεστ κοπώσεως. Συνολικά ενενήντα τράπεζες θα δοκιμάσουν τις αντοχές τους σε δυσμενέστερα σενάρια, τα οποία πάντως δεν προβλέπουν «κούρεμα» κρατικών ομολόγων, αλλά μόνο μια περαιτέρω υποχώρηση της τρέχουσας αξίας (mark-to-market) των ομολόγων που διατηρούν οι τράπεζες στο εμπορικό τους χαρτοφυλάκιο. Αντίθετα, τα ομόλογα που διακρατούν μέχρι τη λήξη τους στο επενδυτικό τους χαρτοφυλάκιο θα υπολογισθούν στην ονομαστική τους αξία. Οπως ωστόσο επισημαίνει σε ανάλυσή της η Bank of America - Merrill Lynch, «αν κάποιες χώρες της περιοχής αναδιαρθρώσουν τελικά το χρέος τους, το "κούρεμα" θα επιβληθεί και σε αυτές τις θέσεις».

Πάντως, ο επικεφαλής της Ευρωπαϊκής Τραπεζικής Αρχής (ΕΒΑ) Αντρέα Ενρια υποστήριξε ότι, στο πλαίσιο των τεστ κοπώσεως, οι εποπτικές αρχές κάθε χώρας θα θέσουν στο μικροσκόπιο τους υπολογισμούς των τραπεζών για τις ζημίες στη λήξη των κρατικών ομολόγων που έχουν στην κατοχή τους, ελέγχοντας αν υιοθετούν μια «συντηρητική στάση». Σημείωσε δε ότι μεγάλες τράπεζες ήδη αναθεωρούν την αποτίμηση των ομολόγων κάποιων χωρών και στο επενδυτικό τους χαρτοφυλάκιο. Οι τράπεζες που θα αποτύχουν στα τεστ κοπώσεως θα κληθούν να ενισχύσουν τα κεφάλαιά τους ή να αναδιαρθρώσουν τις δραστηριότητές τους.

Τα μέτρα που θα πάρουν οι ευρωπαϊκές τράπεζες σε μια ενδεχόμενη αναδιάρθρωση – Τι αναφέρει έκθεση του ΔΝΤ.

Ο Economist

Και βέβαια, υπάρχει πάντα το έσχατο καταφύγιο της κρατικής στήριξης. Είναι ενδεικτικό άρθρο του Economist, που εκτιμά ότι η απόφαση της Γερμανίας να στηρίξει τις αδύναμες χώρες της Ευρωζώνης έχει ως τελικό σκοπό να προφυλάξει τις τράπεζές της από τις ζημίες που θα είχαν σε περίπτωση χρεοκοπίας της Ελλάδας, της Ιρλανδίας ή της Πορτογαλίας. Οπως σημειώνει, η έκθεση του γερμανικού κλάδου στο δημόσιο χρέος των τριών χωρών ανέρχεται σε 27 δισ. ευρώ, ενώ η συνολική τους έκθεση στις τρεις οικονομίες εκτοξεύεται στα 230 δισ.

Ο Economist αναφέρει τις περιφερειακές Landesbanken και τη Hypo Real Estate ως ιδιαίτερα ευάλωτες σε ένα τέτοιο σενάριο. Ηδη την περασμένη Πέμπτη, υπό την πίεση της ΕΒΑ, το κρατίδιο της Κάτω Σαξονίας αποφάσισε να προσφέρει μια πολύτιμη κεφαλαιακή ένεση στην τράπεζα NordLB, στην οποία πλέον διατηρεί την πλειοψηφία.

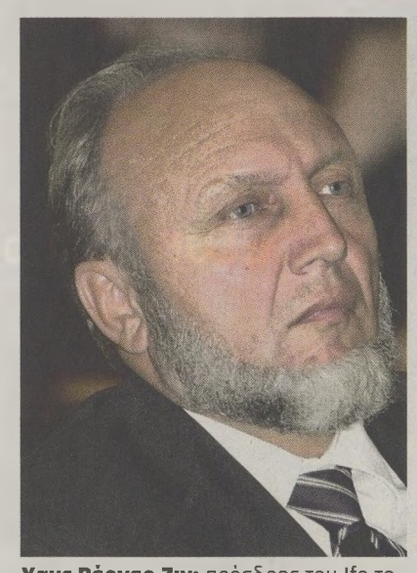
Τα γερμανικά κέντρα αποφάσεων

Της **ΞΕΝΙΑΣ ΚΟΥΝΑΛΑΚΗ**

Στις 22 Φεβρουαρίου, τρεις εβδομάδες πριν από την «κρίσιμη», σύμφωνα με τις επανειλημμένες δηλώσεις της ελληνικής κυβέρνησης, έκτακτη σύνοδο της Ε.Ε. στις 11 Μαρτίου, Γερμανοί οικονομολόγοι, με επικεφαλής τον διευθυντή του ινστιτούτου Ifo, Χανς Βέρνερ Ζιν, προειδοποιούν ότι η Ελλάδα δεν θα αποφύγει τελικά τη χρεοκοπία παρά την ευρωπαϊκή βοήθεια. «Το αργότερο το 2013 θα χρειαστεί νέο πακέτο στήριξης», λέει χαρακτηριστικά ο Ζιν και προτείνει τον αποκλεισμό της χώρας από την Ευρωζώνη.

Στις αρχές Απριλίου ένας άλλος γνωστός Γερμανός οικονομολόγος, ο δρ Τόρστεν Σμιντ, αρμόδιος σε ζητήματα ανταγωνιστικότητας στο ινστιτούτο RWI, παραδέχεται ότι υπάρχει θέμα Ισπανίας και παράλληλα εκφράζει την άποψη ότι η αναδιάρθρωση του ελληνικού χρέους αποτελεί ένα μέσο εξόδου... από τη μιζέρια. Ακολουθεί λίγες μέρες αργότερα ο Γερμανός υπουργός Οικονομικών, Βόλφγκανγκ Σόιμπλε, ο οποίος αρκείται να δηλώσει πως το μέλλον θα δείξει αν επαρκούν η επιμήκυνση και τα μέτρα της ελληνικής κυβέρνησης.

Αίφνης, σύσσωμη η ευρωπαϊκή πολιτική σκηνή μοιάζει να σύρεται πίσω από τις εκτιμήσεις μιας χούφτας «δεξαμενών σκέψεων». Εκεί που η αναδιάρθρωση του ελληνικού χρέους αποκλειόταν διαρρήδην από επίσημη χείλη, τώρα φαντάζει όλο και πιθανότερη. Ποια είναι λοιπόν τα μεγαλύτερα think tanks στη Γερμανία, που τρομοκρατούν με τις δυσοίωνες προβλέψεις τους τον μέσο ψηφοφόρο, επηρεάζουν την πολιτική ηγεσία της χώρας και κρατούν εντέλει στα χέρια τους τις τύχες της μισής Ευρωζώνης; Και πόσο ανεξάρτητα είναι, με δεδομένο ότι σχεδόν όλα χρηματοδοτούνται από κυβερνητικά κονδύλια;



Χανς Βέρνερ Ζιν: πρόεδρος του Ifo το οποίο χρηματοδοτείται κυρίως από την κυβέρνηση.

Δρ Ντερν: στέλεχος του RWI το οποίο χρηματοδοτείται από ομοσπονδιακά κονδύλια.

Τα περίφημα ανεξάρτητα γερμανικά ινστιτούτα στην πραγματικότητα χρηματοδοτούνται από το κράτος.

1. Το Ifo (Ινστιτούτο Οικονομικής Ερευνας) του Πανεπιστημίου του Μονάχου είναι ίσως το εγκυρότερο της χώρας και αυτό που επικαλούνται συνήθως τα γερμανικά ΜΜΕ. Ιδρύθηκε το 1949 και χρηματοδοτείται κυρίως από την κυβέρνηση με ετήσιο προϋπολογισμό 13,1 εκατ. ευρώ. Απασχολεί 80 ερευνητές και 76 διοικητικούς υπαλλήλους. Ο πρόεδρός του, Χανς Βέρνερ Ζιν, είναι ένας από τους σημαντικότερους Γερμανούς οικονομολόγους. Υποστηρικτής της οικονομίας της αγοράς, πιστεύει ακράδαντα ότι για το μέχρι πρότινος υψηλό ποσοστό ανεργίας στην πατρίδα του ευθύνεται αποκλειστικά το κοινωνικό κράτος. Μια θέση την οποία ανέπτυξε διεξοδικά στο βιβλίο του «Μπορεί να σωθεί η Γερμανία;», που εκδόθηκε το 2003 και προκάλεσε έντονες αντιπαραθέσεις.

2. Στον αντίποδα του Ifo βρίσκεται το RWI (Ινστιτούτο Ρηνανίας-Βεστφαλίας για την Οικονομική Επιστήμη) με έδρα την Εσση, που παραμένει αφοσιωμένο στο κεϊνσιανικό πρότυπο. Το RWI είναι αρχαιότερο του Ifo, ιδρύθηκε το 1926. Χρηματοδοτείται από ομοσπονδιακά κονδύλια, αλλά και την τοπική κυβέρνηση της Ρηνανίας-Βεστφαλίας μέσα από συνδρομές, συμβόλαια για έρευνες και την πώληση εκδόσεων. Εχει προϋπολογισμό 6,5 εκατομμύρια ευρώ και 82 εργαζομένους, συμπεριλαμβανομένων 53 ερευνητών.

3. Το ZEW, Κέντρο Ευρωπαϊκής Οικονομικής Ερευνας, με έδρα το Μανχάιμ, είναι το πλέον νεοσύστατο think tank, καθώς ιδρύθηκε μόλις το 1990, έπειτα από πρωτοβουλία της Βάδης-Βυρτεμβέργης. Απασχολεί 160 άτομα, εκ των οποίων τα δύο τρίτα είναι ερευνητές. Χρηματοδοτείται τόσο από κρατικά όσο και από ιδιωτικά κεφάλαια κι έχει προϋπολογισμό 12,5 εκατομμύρια ευρώ. Το ινστιτούτο παρέχει συχνά τις υπηρεσίες του σε στελέχη της πολιτικής σκηνής, της βιομηχανίας και της διοίκησης στη Γερμανία και το εξωτερικό. Συχνά δημοσιεύονται μελέτες του σε γερμανικά ΜΜΕ. Εκπονεί συστηματικές εκθέσεις για την κατάσταση των χρηματαγορών, την ανταγωνιστικότητα και την καινοτομία.

Σε ερώτηση της «Κ» κατά πόσον τα γερμανικά αυτά think tanks κινούν τα νήματα και διαμορφώνουν την επίσημη κυβερνητική θέση, ο δρ Ρόλαντ Ντερν, επικεφαλής του τμήματος ανάπτυξης και οικονομίας του ινστιτούτου RWI, επισημαίνει: «Υπάρχει σημαντική απόσταση μεταξύ της πολιτικής και των συμβούλων της. Οι σύμβουλοι σπάνια εμπλέκονται άμεσα στη λήψη πολιτικών αποφάσεων. Μπορεί να θέτουν θέματα στην ημερήσια διάταξη, έχουν όμως περιορισμένη επιρροή στον τρόπο χειρισμού των ζητημάτων αυτών από τους πολιτικούς. Συχνά άλλωστε οι πολιτικοί αντιδρούν στις προτάσεις μας», σημειώνει.