

## Τελευταία επιλογή, η αναδιάρθρωση

Στο πλαίσιο μιας συνολικής ευρωπαϊκής αντιμετώπισης της κρίσης, η Ευρωζώνη θωρακίζεται με νέους θεσμούς που αποσκοπούν στην αποφυγή των κρίσεων. Το Σύμφωνο Σταθερότητας ενισχύεται με τη στενότερη επιτήρηση των δημοσιονομικών και αυστηρότερες κυρώσεις για όσες χώρες βγαίνουν εκτός στόχων, και οικοδομείται μια νέα αρχιτεκτονική για την εποπτεία του χρηματοπιστωτικού συστήματος με τη δημιουργία ενός Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Συστημικού Ρίσκου. Ταυτόχρονα δημιουργείται μηχανισμός διαχείρισης των κρίσεων, με την πιθανή ενίσχυση του προσωρινού Μηχανισμού Στήριξης με νέα κεφάλαια και τη δυνατότητα να αγοράζει ομόλογα των ευάλωτων χωρών από τη δευτερογενή αγορά. Προετοιμάζεται επίσης ο μόνιμος Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας που θα διαδεχθεί τον προσωρινό μηχανισμό στη λήξη του το 2013.

Τι σημαίνουν όλα αυτά για την Ελλάδα; Με δεδομένη την απόφαση επιμήκυνσης του χρέους των 110 δισ. ευρώ προς την τρόικα, η προσοχή των αγορών στρέφεται σε μια ενδεχόμενη αναδιάρθρωση με «κούρεμα» της αξίας των ομολόγων που έχουν στην κατοχή τους θεσμικοί επενδυτές. Ποιοι όμως είναι αυτοί οι θεσμικοί επενδυτές; Οι ξένοι έχουν το 70% των ομολόγων του ελληνικού Δημοσίου. Από το υπόλοιπο 30%, το μεγαλύτερο τμήμα (56 δισ. ευρώ) έχουν οι ελληνικές τράπεζες, ενώ περίπου 26 δισ. ευρώ είναι στα χέρια των ασφαλιστικών Ταμείων. Μια αναδιάρθρωση του χρέους θα αποτελειώσει τα ήδη χρεοκοπημένα ταμεία και θα πλήξει την κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών, που θα αναγκαστούν να διαγράψουν ένα μεγάλο τμήμα του ενεργητικού τους, το οποίο αποτιμάται σήμερα στην ονομαστική του αξία.

Η αναδιάρθρωση του χρέους δεν θα μας απαλλάξει από την ανάγκη συρρίκνωσης του δημόσιου τομέα, ώστε να μπορεί να συντηρηθεί αποκλειστικά από τη φοροδοτική δυνατότητα της οικονομίας και όχι από δανεικά. Βρισκόμαστε ακόμα στην αρχή αυτής της προσπάθειας, που θα διαρκέσει χρόνια. Το πρωτογενές πλεόνασμα (πλεόνασμα πριν από την πληρωμή τόκων) που απαιτείται για να σταθεροποιηθεί το χρέος είναι 6% του ΑΕΠ. Ξεκινώντας από πρωτογενές έλλειμμα 10% του ΑΕΠ το 2009, η δημοσιονομική προσαρμογή που πρέπει να γίνει είναι επομένως 16% του ΑΕΠ (περίπου 40 δισ. ευρώ). Στο τέλος της φετινής χρονιάς θα έχουμε μειώσει το πρωτογενές έλλειμμα κατά 22 δισ. ευρώ (από 10% στο 1% του ΑΕΠ), δηλ. θα βρισκόμαστε λίγο πέρα από τα μέσα της προσπάθειας. Μια πρόσφατη μελέτη του ΔΝΤ (Cottarelli et al.) δείχνει ότι αν το χρέος μειωθεί κατά 50% (ποσοστό μεγαλύτερο από το προσδοκώμενο), τότε η προσπάθεια που πρέπει να καταβληθεί μειώνεται

από 16% σε 13% του ΑΕΠ, δηλ. κατά λιγότερο από ένα πέμπτο. Είναι αμφίβολο αν αυτό το κέρδος είναι αρκετό για να δικαιολογήσει τις αρνητικές συνέπειες μιας αναδιάρθρωσης χρέους που θα επιβαρύνει τα ταμεία, τις τράπεζες, και όλους όσοι έχουν ομόλογα του ελληνικού Δημοσίου. Η μελέτη του ΔΝΤ καταλήγει επομένως ότι η αναδιάρθρωση του χρέους είναι περιττή και ανεπιθύμητη.

Η υπόθεση στην οποία βασίζεται η μελέτη είναι ότι το χρέος μπορεί να αναχρηματοδοτηθεί με χαμηλά επιτόκια. Αν όμως το spread παραμείνει υψηλό στο τέλος του τριετούς προγράμματος σταθεροποίησης που διανύουμε, τότε αυτή η υπόθεση δεν θα ισχύσει και τα επιχειρήματα υπέρ της αναδιάρθρωσης θα υπερισχύσουν. Αυτό όμως δεν δικαιολογεί την ανάγκη άμεσης διάρθρωσης. Εκείνοι που υποστηρίζουν την άμεση αναδιάρθρωση τονίζουν ότι όσο τα ομόλογα που λήγουν αποπληρώνονται στην ονομαστική τους αξία με το δάνειο της τρόικας, τόσο μικραίνει το ποσοστό του χρέους που μπορεί να υποστεί κούρεμα και τόσο μεγαλώνει το κούρεμα που τελικά θα χρειαστεί. Στην περίπτωση της Ελλάδας, όμως, το χρέος είναι τόσο μεγάλο που αν το τριετές πρόγραμμα εφαρμοστεί πλήρως, το 2013 το χρέος προς την τρόικα θα ανέρχεται σε 110 δισ. ευρώ επί συνολικού δημοσίου χρέους 377 δισ. ευρώ, δηλ. θα αποτελεί λιγότερο από το ένα τρίτο του χρέους. Θα υπάρχει δηλαδή άφθονο χρέος προς αναδιάρθρωση, αν τότε χρειαστεί!

Αν γίνει αναδιάρθρωση πριν επιτευχθεί σημαντικό πρωτογενές πλεόνασμα, οι αγορές δεν πρόκειται να πεισθούν ότι η κατάσταση είναι διαχειρίσιμη διότι η επιτυχία του προγράμματος σταθεροποίησης δεν είναι δεδομένη. Η προϋπόθεση για να επιστρέψουμε στις αγορές δεν είναι η αναδιάρθρωση, αλλά η δημιουργία ενός σημαντικού πρωτογενούς πλεονάσματος που θα μας επιτρέψει να πληρώνουμε τους τόκους χωρίς να προσφεύγουμε σε περαιτέρω δανεισμό. Η αναδιάρθρωση του χρέους πρέπει να θεωρείται ως τελευταία επιλογή.