
Ελευθεροτυπία - 13/02/2011

- [Πολιτική](#)
- [Ελλάδα](#)
- [Οικονομία](#)
- [Κόσμος](#)
- [Τέχνες](#)
- [Αθλητισμός](#)
- [Επιστήμη-Τεχνολογία](#)
- [Αυτοκίνητο](#)
- [Media](#)

[Επιστροφή](#)

Έντυπη Έκδοση
Κυριακάτικη Ελευθεροτυπία, Κυριακή 13 Φεβρουαρίου 2011

Οικονομία

Αποψη

Του LAURENT CORDONNIER Καθηγητής Οικονομικών στο Πανεπιστήμιο Lille 1.

«Η μερική στάση πληρωμών μπορεί να αποτελέσει δώρο στους πιστωτές»

Αν πιστέψουμε τις δηλώσεις των ευρωπαίων υπευθύνων, οι οποίες επιβεβαιώνονται από εκείνες του έλληνα πρωθυπουργού, Γιώργου Παπανδρέου, δεν τίθεται -επίσημως τουλάχιστον- ζήτημα αναδιάρθρωσης του χρέους του ελληνικού κράτους.

Ομως, απ' ό,τι φαίνεται, το σύνολο των καλά κατατοπισμένων οικονομολόγων συμφωνεί στο γεγονός ότι το βάρος του χρέους θα συνεχίσει να είναι αβάσταχτο. Πράγματι, στα τέλη του 2011, το ύψος του θα ανέρχεται πιθανότατα στο 140% του ΑΕΠ της χώρας, ενώ τα επιτόκια με τα οποία δανείζεται η χώρα εξακολουθούν να μη μειώνονται παρά την ύπαρξη ενός σχεδίου βοήθειας προς τη χώρα. Αντί για την προοπτική μιας αναδιάρθρωσης, οι ευρωπαίοι ιθύνοντες δείχνουν να δίνουν προτεραιότητα σε μια άλλη λύση: να χορηγηθεί στην Ελλάδα ένα δάνειο από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Στήριξης, με χαμηλότερο επιτόκιο από εκείνο της αγοράς, για να κατορθώσει με αυτά τα χρήματα το ελληνικό κράτος να προβεί στην πρόωγη αποπληρωμή ενός μέρους του χρέους. Η ιδέα δεν είναι κακή. Με αυτήν την «εξαγορά», η Ελλάδα θα μπορούσε επιπλέον να επωφεληθεί από την ιδιαίτερα χαμηλή τιμή στην οποία αποτιμώνται οι τίτλοι του χρέους της στις αγορές ομολόγων... Ομως, εάν πρόκειται για μια καλή ιδέα, γιατί να μην προχωρήσει κανείς περισσότερο; Αραγε, δεν θα μπορούσε απλούστατα το ελληνικό κράτος να μειώσει μονόπλευρα την αξία των υποχρεώσεων του προς τους πιστωτές, εξισώνοντάς την με τις ισχύουσες σήμερα τιμές στις αγορές ομολόγων; Πρακτικά, αυτό ονομάζεται μερική στάση πληρωμών... Ωστόσο, μια στάση πληρωμών αυτού του τύπου δεν θα ζημίωνε κανέναν. Ας εξηγήσουμε γιατί.

Όταν ένα κράτος δανείζεται χρήματα από κάποιον «παίκτη» που δραστηριοποιείται στην οικονομική σφαίρα (τράπεζες, νοικοκυριά, αμοιβαία κεφάλαια, ασφαλιστικά ταμεία κ.λπ.), υπόσχεται ότι θα του επιστρέψει το ποσό που δανείστηκε (ας πούμε 1.000 ευρώ) σε μια καθορισμένη ημερομηνία (στις 20 Φεβρουαρίου του 2021 για παράδειγμα). Για το διάστημα που μεσολαβεί μέχρι εκείνη την ημερομηνία, το κράτος αναλαμβάνει την υποχρέωση να καταβάλλει ως ετήσιο τόκο ένα ποσό το οποίο αναφέρεται στη σύμβαση δανεισμού και το οποίο καθορίζεται άπαξ και διά παντός (ας πούμε 50 ευρώ κάθε χρόνο μέχρι το 2021). Αυτό το τίμημα ή ετήσιο κόστος του δανείου (50 ευρώ τόκος ανά 1.000 ευρώ δανεισθέντος ποσού) περιγράφεται με τον όρο επιτόκιο. Λέμε τότε ότι εκείνη την ημέρα το κράτος δανείστηκε με επιτόκιο 5%.

Δεν πρέπει να ξεχνάμε ότι, καθ' όλη τη διάρκεια της δεκαετίας, γι' αυτό το κράτος το επιτόκιο θα παραμείνει το ίδιο. Ομως, στη δευτερογενή αγορά τίτλων κρατικού χρέους, το πραγματικό επιτόκιο για τους κατόχους τίτλων του χρέους μπορεί να είναι διαφορετικό από εκείνο που αρχικά καθορίστηκε στη σύμβαση με την οποία συνήφθη το δάνειο. Στην «αγορά των μεταχειρισμένων», όπως θα μπορούσαμε να την αποκαλέσουμε, η τιμή ενός τίτλου προσαρμόζεται ακολουθώντας τις διακυμάνσεις της προσφοράς και της ζήτησης. Εάν οι νέοι δυνητικοί αγοραστές έχουν επιφυλάξεις για τη δυνατότητα του συγκεκριμένου κράτους να αποπληρώσει τα 1.000 ευρώ μετά από μια δεκαετία, δεν θα είναι διατεθειμένοι να αγοράσουν τους τίτλους που προσφέρουν για πώληση οι σημερινοί τους κάτοχοι στην τιμή των 1.000 ευρώ.

Για να πεισθούν οι νέοι δανειστές να αγοράσουν τους τίτλους παίρνοντας τη θέση των πωλητών, οι τελευταίοι πρέπει να δεχθούν να τους κάνουν μια έκπτωση. Και, αν υποθέσουμε ότι οι φόβοι των υποψήφιων αγοραστών είναι ιδιαίτερα σοβαροί, ίσως οι πωλητές -στην προσπάθειά τους να απαλλαγούν από αυτούς τους τίτλους- να αναγκαστούν να συμβιβαστούν με ένα τίμημα 500 ευρώ αντί των 1000. Για τους αγοραστές, τα 500 ευρώ είναι η τιμή που θεωρούν

σωστή, καθώς ενσωματώνουν σε αυτήν την τιμή τον κίνδυνο της μη αποπληρωμής του ποσού, τον οποίο θεωρούν πιθανό (σε αυτήν την περίπτωση φαντάζονται ότι οι πιθανότητες να επέλθει αυτός ο κίνδυνος είναι μία στις δύο).

Μπορούμε να περιγράψουμε την κατάσταση και με διαφορετικό τρόπο, λέγοντας ότι τώρα το επιτόκιο του δημόσιου χρέους είναι 10% (καθώς τα ομόλογα ανταλλάσσονται στη δευτερογενή αγορά προς 500 ευρώ ενώ συνεχίζουν να αποφέρουν κάθε χρόνο 50 ευρώ στους νέους κατόχους τους). Βέβαια, όσον αφορά το κόστος του δανεισμού του εν λόγω κράτους, τίποτε δεν αλλάζει. Η μόνη αλλαγή αφορά τις μελλοντικές εκδόσεις τίτλων του κρατικού χρέους: αν το κράτος επιθυμεί να βρει αγοραστής, θα υποχρεωθεί να τους προσφέρει συνθήκες απόδοσης οι οποίες να είναι όμοιες με εκείνες της δευτερογενούς αγοράς.

Έτσι, ένα νέο δάνειο 1.000 ευρώ θα συνεπάγεται πλέον χωρίς αμφιβολία την πληρωμή τόκων 100 ευρώ το χρόνο.

Τα παραπάνω μας επιτρέπουν να κατανοήσουμε τους λόγους για τους οποίους το συμφέρον ενός κράτους συνίσταται στο να «εξαγοράζει το χρέος» του όταν τα επιτόκια στην αγορά είναι υψηλά. Αυτή τη στιγμή, η τιμή των τίτλων του ελληνικού χρέους στη δευτερογενή αγορά είναι κατά 30% χαμηλότερη σε σχέση με την τιμή έκδοσης. Συνεπώς, για την Ελλάδα είναι η κατάλληλη στιγμή να επωφεληθεί από αυτή τη γερή έκπτωση. Αν η Ελλάδα δανειστεί από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Στήριξης το 70% του συνολικού ποσού στο οποίο ανέρχεται το χρέος της, τότε θα μπορούσε να αποπληρώσει το 100% του χρέους της. Συνεπώς, στα τέλη του 2011, ο δανεισμός της θα αντιστοιχούσε στο 98% του ΑΕΠ της χώρας.

Έτσι, σε αυτήν την εξοικονόμηση θα μπορούσε ίσως (και επιτέλους!) να προστεθεί και η πτώση των επιτοκίων στις μελλοντικές εκδόσεις τίτλων, δεδομένου ότι με αυτή την ενέργεια θα έχει περιοριστεί σε μεγάλο βαθμό ο κίνδυνος της στάσης πληρωμών...

Ωστόσο, ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Στήριξης δεν λογαριάζει να προχωρήσει τόσο μακριά. Οι αριθμοί που κυκλοφορούν ανεπίσημα κάνουν λόγο μάλλον για το ένα πέμπτο του ελληνικού χρέους. Τι θα εμπόδιζε σε αυτήν την περίπτωση το ελληνικό κράτος να αντλήσει έμπνευση από αυτήν την ωραία ιδέα και να προχωρήσει πιο μακριά; Και μάλιστα χωρίς να χρειάζεται να καταφύγει σε όλη αυτή την χρηματοοικονομική διαδικασία ;

Θα ήταν αρκετό να αναγγείλει ότι, όταν οι τίτλοι του χρέους της χώρας φθάσουν στη λήξη τους, δεν θα εξοφλούνται προς 1.000 ευρώ αλλά προς 700 ευρώ (τιμή η οποία για παράδειγμα θα μπορούσε να καθοριστεί την 1η Μαρτίου του 2011): έτσι, σε κάθε λήξη μιας σειράς τίτλων, θα επωφελείται από αυτήν την έκπτωση και θα πληρώνει μικρότερο ποσό. Παρόμοια ενέργεια μπορεί να φαντάζει βίαιη, και στην πράξη αποτελεί μερική αποποίηση χρέους. Ομως, αν κάτι είναι πραγματικά απίστευτο, είναι το γεγονός ότι κανείς δεν θα ζημιωνόταν από αυτήν.

Όπως είδαμε, το κράτος θα κέρδιζε το 30% του χρέους του. Κι οι σημερινοί πιστωτές δεν θα είχαν λόγο να παραπονιούνται καθώς τα 700 ευρώ είναι ακριβώς η τιμή την οποία οι ίδιοι θεωρούν δίκαιη αυτή τη στιγμή (λόγω του κινδύνου της στάσης πληρωμών). Αυτό σημαίνει ότι, σύμφωνα με τους υπολογισμούς των πιθανοτήτων στους οποίους βασίζονται τις εκτιμήσεις τους, δεν περιμένουν να εισπράξουν περισσότερα τη στιγμή της λήξης. Ε, λοιπόν, ας επιταχύνουμε την έλευση αυτού του κινδύνου : η έλευσή του τώρα ακυρώνει τον κίνδυνο στο μέλλον. Εάν αντικατασταθεί η αρχική υπόσχεση για πληρωμή 1.000 ευρώ (υπόσχεση η οποία βαρύνεται με υψηλό κίνδυνο μη εκπλήρωσης) με την υπόσχεση για πληρωμή 700 ευρώ (η οποία καθίσταται πολύ πιο σίγουρη λόγω της συνολικής μείωσης του χρέους), η μοίρα των σημερινών πιστωτών παραμένει αναλλοίωτη.

Με αυτή τη λύση, οι μόνοι ζημιωμένοι είναι όσοι έχουν ήδη χάσει: όλοι όσοι είχαν αγοράσει τους τίτλους προς 1.000 ευρώ κι αναγκάστηκαν να τους ξεπουλήσουν προς 700 ευρώ (ή όσοι αναγκάστηκαν να εγγράψουν ζημίες στον ισολογισμό τους). Αντίθετα, η μη κήρυξη μερικής στάσης πληρωμών θα ισοδυναμούσε με ένα δώρο προς τους σημερινούς πιστωτές, πληρώνοντάς τους κατά τη λήξη του δανείου 1.000 ευρώ για κάτι που αγόρασαν μονάχα προς 700 ευρώ... επικαλούμενοι έναν κίνδυνο ο οποίος τελικά δεν επήλθε! Τι εμποδίζει το ελληνικό κράτος να κηρύξει μερική στάση πληρωμών; Σε κάθε περίπτωση, δεν πρόκειται για τους «οικονομικούς λόγους».