

## ΣΕ ΠΟΙΑ ΧΕΡΙΑ ΒΡΙΣΚΟΝΤΑΙ ΤΑ ΟΜΟΛΟΓΑ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ

Γιώργος Α. Παπαχρήστου  
Αναπληρωτής Καθηγητής Χρηματοοικονομικής  
Αριστοτέλειο Πανεπιστήμιο Θεσσαλονίκης  
Δευτέρα 9 Μαΐου 2011

Τι ποσοστό των Ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου (ΟΕΔ) άλλαξαν χέρια από την συμφωνία του Μνημονίου μέχρι σήμερα; Η απάντηση στο ερώτημα αυτό είναι σημαντική γιατί προσδιορίζει το μέτρο στο οποίο θα πληγούν οι κάτοχοι ελληνικού κρατικού χρέους από μια αναδιάρθρωση συνοδευόμενη από μείωση, δηλαδή "κούρεμα" (haircut), της ονομαστικής αξίας των ομολόγων.

Οι αγοραστές ελληνικών ομολόγων που τα απέκτησαν μετά την απαρχή της ραγδαίας πτώσης της τιμής στη δευτερογενή αγορά, ενδέχεται και να μην ζημιώσουν καν. Από την άλλη πλευρά οι πωλητές που προσέφεραν τα ομόλογα αυτά στους παραπάνω έχουν ήδη καταγράψει τη ζημιά τους και ως εκ τούτου δεν επηρεάζονται από την αναδιάρθρωση. Συνεπώς, όσο μεγαλύτερο είναι το ποσοστό των αρχικών αγοραστών, όσων δηλαδή αγόρασαν από την πρωτογενή αγορά ή έστω πριν από το Μνημόνιο, στο σύνολο των σημερινών κατόχων ελληνικών ομολόγων, τόσο μεγαλύτερες θα είναι οι παράπλευρες απώλειες της αναδιάρθρωσης στους αντίστοιχους ισολογισμούς.

Το θέμα είναι ιδιαίτερα σοβαρό γιατί μεταξύ των σημερινών κατόχων βρίσκονται τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρείες, ασφαλιστικά ταμεία και φορείς κοινωνικής ασφάλισης. Όσοι προτείνουν ή αποδέχονται ως αναπόφευκτη τη μείωση της ονομαστικής αξίας και μάλιστα σε ποσοστό μέχρι και 50%, στηρίζουν την άποψή τους στο επιχείρημα ότι το ποσοστό των αρχικών αγοραστών μεταξύ των σημερινών κατόχων είναι μικρό. Συνεπώς η ζημιά (η διαφορά μεταξύ τιμή πώλησης και τιμή κτήσης) έχει ήδη καταγραφεί στους ισολογισμούς των αρχικών αγοραστών.

Υπάρχουν όμως κατά τη γνώμη μας ισχυρές ενδείξεις εναντίον του επιχειρήματος των υποστηρικτών της αναδιάρθρωσης. Οι ενδείξεις ότι το μεγαλύτερο ποσοστό κρατικού χρέους παραμένει στα χέρια των αρχικών αγοραστών προέρχονται από δύο τουλάχιστον πηγές, α) το σχετικό μέγεθος του εμπορικού χαρτοφυλακίου ομολόγων των τραπεζών (trading portfolio) και β) την εμπορευσιμότητα των ΟΕΔ στη δευτερογενή αγορά μετά τη συμφωνία του Μνημονίου.

Greece 10 Year (GGGB10YR:IND) Index Performance - Bloomberg



Σε πρόσφατη έρευνα του ΟΟΣΑ [Blundell-Wignall, Slovik (2010)] σχετικά με την έκθεση των τραπεζών στον κίνδυνο κρατικού χρέους προκύπτει ότι κατά μέσο όρο το εμπορικό χαρτοφυλάκιο των τραπεζών της ΕΕ δεν υπερβαίνει το 8% (αν και με μεγάλες αποκλίσεις μεταξύ των χωρών). Αυτό σημαίνει ότι το μεγαλύτερο μέρος προορίζεται για μακροχρόνια τοποθέτηση μέχρι τη λήξη και, υπό τις συνθήκες που δημιουργήθηκαν, είναι μάλλον απίθανο να αποκτήθηκε μετά το Μνημόνιο.

Από την άλλη πλευρά, τα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδας καταγράφουν ραγδαία πτώση του όγκου των συναλλαγών στη δευτερογενή αγορά μετά την υπογραφή του Μνημονίου (βλ. Πίνακα). Αν και υπάρχει η υποψία ότι οι συναλλαγές αυτές συμπεριλαμβάνουν και τις πρωτογενείς συναλλαγές (δημοπρασίες) τις οποίες υποστηρίζει η ΗΔΑΤ, αυτό δεν αναιρεί το συλλογισμό μας, δηλαδή ότι πράγματι ο όγκος των ομολόγων που άλλαξε χέρια μετά το Μνημόνιο είναι πολύ μικρός. Όπως προκύπτει από τον Πίνακα, η αξία των συναλλαγών ήταν 10,2 δις μεταξύ Μαΐου - Δεκεμβρίου 2010 και άλλα 3,9 δις μεταξύ Ιανουαρίου - Απριλίου 2011, σύνολο 14,1 δις, κάτι λιγότερο δηλαδή από το 5% της συνολικής αξίας των 320 δις ευρώ του κρατικού μας χρέους. Αυτή ακριβώς ήταν και η περίοδος που οι τιμές των Ελληνικών ομολόγων έπεφταν ραγδαία (βλ. Διάγραμμα). Συνεπώς, το ποσοστό των αρχικών επενδυτών που επέλεξαν να απαλλαγούν από τα ελληνικά ομόλογα στις εξαιρετικά χαμηλές τιμές των ΟΕΔ μετά το Μνημόνιο και έχουν ήδη καταγράψει το αρνητικό αποτέλεσμα πρέπει να είναι χαμηλό.

Μηνιαίες συναλλαγές ΟΕΔ μετά το Μνημόνιο (δισ. €)

|      | Jan          | Feb          | Mar          | Apr          | May          | Jun          | Jul          | Aug          | Sep          | Oct          | Nov          | Dec          | σύνολο        |
|------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| 2010 | 21,091       | 18,856       | 34,611       | 10,576       | <b>1,394</b> | <b>1,573</b> | <b>1,464</b> | <b>0,819</b> | <b>1,819</b> | <b>1,942</b> | <b>0,926</b> | <b>0,268</b> | <b>10,205</b> |
| 2011 | <b>0,707</b> | <b>0,847</b> | <b>0,974</b> | <b>1,404</b> |              |              |              |              |              |              |              |              | <b>3,932</b>  |

πηγή: Τράπεζα Ελλάδος

Το συμπέρασμα είναι ότι το κούρεμα των ελληνικών ομολόγων ως μέρος της αναδιάρθρωσης του ελληνικού κρατικού χρέους προβλέπεται ότι θα προκαλέσει την καταγραφή σημαντικών ζημιών στους ισολογισμούς μιας σειράς ιδρυμάτων του χρηματοπιστωτικού συστήματος στη χώρα μας αλλά και διεθνώς. Η δυσμενής αυτή εξέλιξη μπορεί να έχει απρόβλεπτες συνέπειες στην πραγματική οικονομία και την κοινωνική συνοχή.

#### Αναφορές

Blundell-Wignall, A., Slovik, P., 2010. "The EU stress test and sovereign debt exposures ". OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions, OECD Financial Affairs Division ([www.oecd.org/daf/fin/](http://www.oecd.org/daf/fin/))