Η... γκιλοτίνα των αγορών πάνω από την Ευρωζώνη

Η Γαλλία βρίσκεται στο επίκεντρο της νέας κρίσης, αλλά και άλλες μεγάλες οικονομίες του μπλοκ εμφανίζουν υψηλό χρέος και έλλειμμα – Δήλωση Στουρνάρα στην «Κ»

Της **ΕΛΕΥΘΕΡΙΑΣ ΚΟΥΡΤΑΛΗ**

Ο κίνδυνος νέας δημοσιονομικής κρίσης επανέρχεται στο προσκήνιο, καθώς η άνοδος των αποδόσεων των ομολόγων έχει εκτινάξει το κόστος δανεισμού και της εξυπηρέτησης του χρέους, περιορίζοντας τα δημοσιονομικά περιθώρια, τη στιγμή που οι περισσότερες κυβερνήσεις είναι αντιμέτωπες με μεγάλα ελλείμματα και χρέη ως αποτέλεσμα των αλληπάλληλων παγκόσμιων σοκ των τελευταίων ετών. Μεγάλο μέρος του υφιστάμενου χρέους εξακολουθεί μάλιστα να φέρει χαμηλά επιτόκια, συνεπώς το πλήρες κόστος δεν έχει ακόμη εμφανιστεί. Και δεδομένου ότι οι υψηλές αποδόσεις των ομολόγων αναμένεται να διαρκέσουν και οι ανάγκες δανεισμού των κυβερνήσεων αυξάνονται, το πρόβλημα κάθε άλλο παρά προσωρινό είναι. Η Ευρώπη εμφανίζεται ως η πλέον ευάλωτη περιοχή. Και ο κίνδυνος είναι μεγαλύτερος στη Γαλλία. Και η αντιμετώπιση του κρατικού κινδύνου απαιτεί δημοσιονομική λύση η οποία πρέπει να εφαρμοστεί προτού οι αγορές την επιβελούν.

«Υπερβολική η αντίδραση των αγορών»

Η ΕΚΤ έχει συγκεκριμένες προϋποθέσεις για να εφαρμόσει το TPI. Δεν είναι η κατάσταση κρίσιμη, ούτε υπάρχει πρόβλημα στη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής αυτήν τη στιγμή, τονίζει ο Γ. Στουρνάρας, ενώ προσθέτει πως οι αντιδράσεις των αγορών είναι υπερβολικές.

«Ουδείς άτρωτος»

Οι χώρες που έχουν δημοσιονομικά προβλήματα πρέπει να αναλάβουν δράση, να πάρουν μέτρα άμεσα και όχι να περιμένουν κάποια «απάντηση» από την πλευρά της νομισματικής πολιτικής, διαμηνύει μιλώντας στην «Κ» ο διοικητής της Τράπεζας της Ελλάδος Γιάννης Στουρνάρας. «Σε μια διεθνή οικονομική κατάσταση σαν τη σημερινή ουδείς είναι ατρωτος. Αλλά όσοι έχουν συνετή δημοσιονομική διαχείριση, όπως οι χώρες του ευρωπαϊκού Νότου και η Ιρλανδία, που βρέθηκαν στο επίκεντρο της παγκόσμιας και ευρωπαϊκής κρίσης πριν από 16 χρόνια και έλαβαν δραστικά μέτρα και πρακτικήσαν σε μεταρρυθμίσεις, αποφεύγουν τα μεγάλα προβλήματα στις αγορές ομολόγων και στα επιτόκια που αντιμετωπίζουν οι χώρες με μεγάλα δημοσιονομικά ελλείμματα», σημειώνει. Και ειδικά όσον αφορά τη Γαλλία, ο κ. Στουρνάρας επισημαίνει: «Μπορεί να πάρει και τώρα μέτρα. Το προβλέπει το Σύνταγμά της».

Επενδυτικοί οίκοι έχουν επισημάνει πως η ΕΚΤ θα μπορούσε ενδεχομένως να ενεργοποιήσει προσωρινά το Μέσο για την Προστασία της Μετάδοσης (TPI), το οποίο σχεδιάστηκε για να «αντιμετωπίσει την αδικαιολόγητη και άτακτη δυναμική της αγοράς» που απειλεί τη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής, ώστε να δοθεί χρόνος για προσαρμογή πολιτικής από τη Γαλλία. Ο Έλληνας κεντρικός τραπεζίτης συμφωνεί με τον Γάλλο ομόλογό του ο οποίος δήλωσε ότι δεν πληρούνται οι προϋποθέσεις για παρέμβαση από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα. Οπως εξηγεί ο κ. Στουρνάρας στην «Κ», «η ΕΚΤ έχει συγκεκριμένες προϋποθέσεις για να εφαρμόσει το TPI. Δεν είναι η κατάσταση κρίσιμη, ούτε υπάρχει πρόβλημα στη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής αυτήν τη στιγμή». Προσθέτει δε πως οι αντιδράσεις των αγορών στον παρόντα χρόνο «είναι υπερβολικές». Μια παρέμβαση της ΕΚΤ «θα διακύβευε την αξιοπιστία της νομισματικής πολιτικής», επισημαίνει ο κ. Στουρνάρας.

Η αναχρηματοδότηση

Το μεγάλο ερώτημα που τίθεται αυτήν τη στιγμή είναι εάν υπάρχει ο κίνδυνος νέας κρίσης στην Ευρωζώνη, με τη Γαλλία να βρίσκεται στο επίκεντρο. Τα κόστη δανεισμού έχουν αυξηθεί σε υψηλά πολλών δεκαετιών ακριβώς τη στιγμή που τα αποθέματα χρέους είναι ήδη εξαιρετικά μεγάλα και εξακολουθούν να αυξάνονται. Κρίσιμο ερώτημα δεν είναι απλώς πόσο χρέος έχουν οι κυβερνήσεις, αλλά πόσο από αυτό πρέπει να αναχρηματοδοτήσουν με τα σημερινά πολύ υψηλότερα επιτόκια. Μόνο η Γαλλία, η Ιταλία και η Γερμανία αντιμετωπίζουν αναχρηματοδότηση άνω των 3,5 τρισ. ευρο μέχρι το τέλος αυτής της δεκαετίας, σύμφωνα με τα στοιχεία της «Κ», μετατρέποντας την κληρονομιά του φθηνού χρήματος σε ένα πολύ ακριβό πρόβλημα αναχρηματοδότησης. Το χρέος που ίσως φαινόταν βιώσιμο με επιτόκιο 0% ή 1% μπορεί να φαίνεται πολύ διαφορετικό όταν πρέπει να αναχρηματοδοτηθεί με τετραπλάσιο επιτόκιο.

«Οι αγορές ομολόγων δείχνουν τώρα στη Γαλλία κίτρινη κάρτα», σημειώνει μιλώντας στην «Κ» ο Χόλγκερ Σμίντινγκ, επικεφαλής οικονομολόγος της Berenberg. «Αν η Γαλλία δεν αλλάξει σύντομα τακτική, θα μπορούσε να βρεθεί αντιμέτωπη με μια οικονομική κρίση. Η κατάσταση είναι πολύ λιγότερο τεταμένη σε άλλα μέρη της Ευρωζώνης, όπου για παράδειγμα η Ελλάδα παραμένει σε μεγάλο βαθμό στον σωστό δρόμο. Δυστυχώς, όμως, μια γαλλική κρίση θα έβλαπτε και άλλες χώρες της Ευρωζώνης». Κατά τον οικονομολόγο, «η ΕΚΤ δεν θα διασώσει τη Γαλλία, εκτός εάν η Γαλλία αλλάξει τη δημοσιονομική πορεία της. Οπως έδειξε η περίπτωση της Ελλάδας, η Ε.Ε. βοηθά τα μέλη της, αλλά μόνο εάν πληρούν τις προϋποθέσεις».

«Κλειδί» ο πόλεμος στο Ιράν

Σύμφωνα με τον Ντέιβις Σεν, οικονομολόγο στο International School of Management στο Βερολίνο, ο κίνδυνος δημοσιονομικής κρίσης ή κρίσης χρέους είναι σαφώς υψηλότερος σήμερα από ό,τι ήταν εδώ και πολλά χρόνια. Ωστόσο, δεν θεωρείται αναπόφευκτος. «Εάν ο πόλεμος στο Ιράν και το ενεργειακό σοκ σταματήσουν, ο πληθωρισμός μετριαστεί και οι ανησυχίες για περαιτέρω αυξήσεις επιτοκίων υποχωρήσουν, μέρος του σημερινού άγχους για το χρέος θα μπορούσε να διαλυθεί αρκετά γρήγορα», εξηγεί στην «Κ». Αλλά «αν το ενεργειακό σοκ μετατραπεί ολοένα και περισσότερο σε μια δεύτερη κρίση πληθωρισμού ή αν υπάρξει ένα περαιτέρω σοκ προσφοράς, αναγκάζοντας τα επιτόκια να αυξηθούν ακόμη περισσότερο, σε ένα δυσμενές σενάριο, ο κίνδυνος μπορεί να μετατοπιστεί από μια δημοσιονομική συμπίεση σε μια πραγματική κρίση χρέους».

Σε ένα τέτοιο σενάριο, κατά τον Σεν, «τα αυξανόμενα πιστωτικά spreads θα αποτελέσουν το κύριο ζήτημα, καθώς οι επενδυτές αρχίζουν να αμφισβητούν τη φερεγγυότητα του κράτους και τη ρευστότητα της αγοράς, και αυτός είναι κίνδυνος που ισχύει και στις δύο πλευρές του Ατλαντικού».

Το πρόβλημα του νέου χρέους

Η κληρονομιά του φθηνού χρήματος μετατρέπεται σε ένα πολύ ακριβό πρόβλημα αναχρηματοδότησης. Το χρέος που ίσως φαινόταν βιώσιμο με επιτόκιο 0% ή 1% μπορεί να φαίνεται πολύ διαφορετικό όταν πρέπει να αναχρηματοδοτηθεί με τετραπλάσιο επιτόκιο.

Το κόστος δανεισμού στην Ευρωζώνη έχει εκτιναχθεί σε υψηλά δεκαετιών



Το Παρίσι πρέπει να λάβει μέτρα άμεσα

Η εκτίναξη των αποδόσεων των μακροπρόθεσμων ομολόγων στην Ευρωζώνη αλλά και διεθνώς σε υψηλά δεκαετιών έχει ωθήσει εκ νέου τη δημοσιονομική προσαρμογή στην πολιτική ατζέντα. Τα επιχειρήματα για αυστηρότερη δημοσιονομική πολιτική αντικατοπτρίζουν την επιδείνωση των υποκείμενων οικονομικών θέσεων και των θέσεων χρέους, καθώς και ορισμένα σημάδια μείωσης της αξιοπιστίας της πολιτικής.

Κατά την Oxford Economics και τον επικεφαλής οικονομολόγο Ανταμ Σλέτερ, με την πρόσφατη αύξηση του κόστους δανεισμού να αποτελεί μέρος μιας πιο μακροπρόθεσμης ανοδικής τάσης, το κόστος εξυπηρέτησης του χρέους αναμένεται να αυξηθεί σημαντικά, τη στιγμή που το χρέος στις οικονομίες του G7 υπερβαίνει πλέον το 100% του ΑΕΠ. Η αύξηση του κόστους τόκων αποκαλύπτει επίσης την υποκείμενη αδυναμία στις δημοσιονομικές θέσεις. Το συνολικό διαρθρωτικό πρωτογενές έλλειμμα των ανεπτυγμένων οικονομιών είναι ηλέον περίπου στο 3% του ΑΕΠ έναντι μόλις 1% το 2018, κυρίως λόγω των υψηλότερων δαπανών.

Για μεγάλο μέρος της περιόδου 2011-2023, οι πραγματικές αποδόσεις των ομολόγων άταν αρνητικές, γεγονός που «βοηθούσε» τους δημοσιονομικούς λογαριασμούς. Αυτό έχει πλέον αλλάξει και σε ορισμένες οικονομίες το πραγματικό κόστος των τόκων υπερβαίνει την πραγματική αύξηση του ΑΕΠ, γεγονός που θα αυξήσει τους δείκτες χρέους.

Οι οικονομολόγοι που μίλησαν στην «Κ» εκτιμούν πως η δημοσιονομική προσαρμογή γίνεται απαραίτητη, με τη Γαλλία να πρέπει να την ξεκινήσει, και μάλιστα τώρα.

«Θα χρειαστεί να υπάρξει δημοσιονομική προσαρμογή, και για ορισμένες χώρες όπως η Γαλλία αυτό θα πρέπει να γίνει τώρα. Το καλύτερο που μπορεί να κάνει η Γαλλία για να βοηθήσει τον εαυτό της είναι να υποβάλει έναν ρεαλιστικό προϋπολογισμό για το 2027 που θα ψηφιστεί από το κοινοβούλιο», επισημαίνει στην «Κ» ο Τζένς Πίτερ Σόρενσεν, επικεφαλής αναλυτής της Danske Bank.

Ο αναλυτής επισημαίνει πως η ΕΚΤ θα μπορούσε να διακόψει την ποσοτική σύσφιγξη, ωστόσο είναι δύσκολο καθώς η Γαλλία έχει πρόσβαση στην αγορά. «Επομένως, προς το παρόν η ΕΚΤ δεν μπορεί να κάνει πολλά, και ούτε η ενεργοποίηση του TPI

Ο εξορθολογισμός των δημοσίων οικονομικών πρέπει να αποτελέσει προτεραιότητα σε ΗΠΑ, Γαλλία και Ιταλία, τονίζουν στην «Κ» αναλυτές διεθνών οίκων.

είναι λύση, καθώς η Γαλλία δεν πληροί τα κριτήρια». Κατά τον Σόρενσεν, θα μπορούσαμε να δούμε ίσως περισσότερα κοινή χρηματοδότηση με έναν ακόμη γύρο δανείων SAFE ή ένα NGEU μέρος 2 – αλλά αυτό απαιτεί χρόνο. «Επομένως, δεν υπάρχουν γρήγορες λύσεις βραχυπρόθεσμα εκτός από τη χάραξη μιας ορθής δημοσιονομικής πολιτικής», όπως τονίζει.

«Συνολικά, η αύξηση των αποδόσεων πιθανότατα θα οδηγήσει σε μια περίοδο κατά την οποία πολλές χώρες θα πρέπει να αυστηροποιήσουν τις δημοσιονομικές πολιτικές τους. Λόγω του χαμηλού χρέους της, η Γερμανία μπορεί να αποτελέσει εξαίρεση σε αυτόν τον κανόνα», εκτιμά ο Σμίντινγκ της Berenberg.

Κατά τον Σεν, ο οποίος διετέλεσε και πρόεδρος του μακροοικονομικού συμβουλίου του ευρωπαϊκού οίκου αξιολόγησης Scope Ratings, υπάρχουν σοβαροί λόγοι για δημοσιονομική προσαρμογή σε χώρες όπως οι ΗΠΑ, η Γαλλία και η Ιταλία, ειδικά επειδή εξακολουθούν να αναπτύσσονται και η προσαρμογή είναι λιγότερο επώδυνη όταν μπορεί να πραγματοποιηθεί πριν οι αγορές την επιβάλουν στις κυβερνήσεις. «Η καλύτερη στιγμή για να διορθωθεί μια δημοσιονομική θέση είναι όταν η ανάπτυξη κάνει μέρος της δουλειάς και όχι αφού οι αγορές έχουν σταματήσει να χρηματοδοτούν με άνεση μία χώρα», όπως επισημαίνει. «Η Γαλλία είναι ιδιαίτερα ευάλωτη επειδή συνδυάζει μια σχετικά αδύναμη δημοσιονομική θέση και πολιτική αβεβαιότητα συμμετέχοντας παράλληλα σε μια νομισματική ένωση, πράγμα που σημαίνει ότι η ΕΚΤ πρέπει να λαμβάνει ταυτόχρονα υπόψη τον πληθωρισμό της Ευρωζώνης και τις χρηματοοικονομικές συνθήκες σε πολλαπλές αγορές κρατικών ομολόγων».

Σε μια νομισματική ένωση, η δημοσιονομική πίεση μιας χώρας μπορεί να γίνει το πρόβλημα όλων, όπως σημειώνει ο οικονομολόγος, συνεπώς πρέπει να αντιμετωπιστεί πολύ νωρίς προτού λάβει επικίνδυνες διαστάσεις. «Το μάθημα της κρίσης της Ευρωζώνης είναι ότι τα κράτη δεν μπορούν πάντα να προσαρμοστούν δημοσιονομικά για να βγουν από μια κρίση όταν η εμπιστοσύνη της αγοράς έχει ήδη διαλυθεί. Εάν οι συνθήκες επιδεινωθούν σημαντικά, το αποφασιστικό backstop θα πρέπει τελικά να προέλθει από μια παρεμβατική κεντρική τράπεζα ικανή να σταματήσει τις κερδοσκοπικές υπερβολές πριν ένα πρόβλημα ρευστότητας μετατραπεί σε κρίση φερεγγυότητας».