

(Фајненшел тајмс, 18.4.2010)



Европска унија (ЕУ) најзад се прихвата финансијског спасавања ( [agrees a bail-out](#) ), али дугоочекивани раст курса грчких државних обвезница се претвара у хаотични пад. Недељу дана доцније, разлике у висини ефективних камата између грчких и обвезница других држава ЕУ (spreads on Greek bonds) досегле су највиши ниво од почетка избијања кризе. Финансијска тржишта показала су да је Грчка, било финансијски спасавана или не, и суштински банкротирала ( [broke](#) ).

Ово вађење из буле ( [bail -out](#) ) спречава банкрот током ове године, али ниуколико не мења вероватноћу каснијег банкрота. То се може израчунати: задуженост Грчке у односу на БНП је 125%. Грчкој је неопходно да набави око 50 милијарди евра (68 милијарди америчких долара, или 44 милијарде британских фунти) за финансирање нових задуживања и одлагања садашњих дуговања, као и за отплате камата. Укупно узев, само то износи око 250 милијарди евра, или отприлике 100% грчког БНП.

Према највероватнијим очекивањима, током 2010. године, економија Грчке ће опати између 3 и 5%. Инфлација ће падати према нули, тако да ће и номинални раст такође нагло падати. Номинални БНП ће вероватно још више опати током 2011. године, а наставиће и да опада – мада можда у нешто мањем обиму током 2012. године, и током следећих година. Разлог том сталном опадању номиналног БНП-а лежи у томе што је Грчкој потребно да примарни дефицит (primary deficit) од преко 7% преобрати у примарни вишак (primary surplus ) [\[1\]](#) од најмање 5% , пре плаћања камата. То би представљало преокрет за више од 12 процентних поена, док би се истовремено помоћу смањивања плата, грчка конкурентност повећавала. Ово последње само по себи подразумева дефлацију. Током тог процеса подешавања грчке економије, однос дуговања према БНП-у ће се погоршавати и кретати се до око 150%.

Да би избегла дуготрајну несолвентност, Грчка мора да пронађе начин да стабилизује размеру дуговања у односу на БДП. То захтева неки вишегодишњи план за смањивање дефицита, као и програм структурних реформи ради повећавања потенцијала за раст. До сада је влада Грчке објавила једногодишњи план за смањивање дефицита са 13% од

БНП-а, на око 8,5%. Мада ово звучи амбициозно, ипак не заслужује велико поверење, јер је углавном засновано на повећању пореза, без икаквих структурних реформи.

Међутим, чак и ако би влада Грчке изнела неки уверљив дуготрајни план стабилизације, ризик банкрота би ипак остајао висок. То значи да је неки облик реструктурисања дуговања неизбежан. Реструктурисање је један облик банкрота – једина разлика је у томе што је тај облик споразуман. То би могло подразумевати неку врсту “шишања” – споразумно смањивање износа будућих плаћања поседницима државних обвезница. Брејдијеве обвезнице [\[2\]](#) с краја осамдесетих година, назване тако по Николасу Брејдију (Nicholas Brady), бившем министру финансија САД, деловале су на сличном принципу. Алтернатива реструктурисању би могло да буде репрограмисање времена исплате дуга. Тиме би се краткорочни и средњерочни дуг претворио у дугорочни. Ово би знатно повећало трошкове поновног задуживања (debt rollover) [\[3\]](#) и потиснуло би их у време знатно после периода адаптације.

Један од начина за наметање дебате о томе би могао бити давање ЕУ зајму Грчкој “супер-сениор” статуса. Колико знам, то је још нерешено питање. “Супер-сениор” значи да би тај [ЕУ] зајам био исплаћен пре исплате [сада] постојећег дуга. Ако би Грчка некада запала у несташицу готовине, власници осталих грчких државних обвезница били би потиснути на зачеље реда. Суочени са таквом могућношћу, они би могли дати предност репрограмирању дуга.

Очекивао бих и да Међународни монетарни фонд (ММФ), који учествује у финансирању ЕУ пакета за спасавање [Грчке] много шире сагледа грчку ситуацију него што то чини ЕУ. ММФ ће од Грчке вероватно захтевати много већи напор у подешавању. У одговарајућем тренутку, очекујем да ће ММФ пажљиво и строго размотрити питање реструктурисања или репрограмисања. По мом прорачуну, већ смо прошли “тачку без повратка” и не треба више да се усредсређујемо на питање да ли можемо избећи банкрот – него како да га на најбољи начин регулишемо. Да ли ће то бити уређен процес, или можемо очекивати хаотичну ситуацију као у Аргентини?

Власници државних обвезница Грчке нису спремни да прихвате “шишање”. Мада су разлике у висини ефективних камата (spreads on Greek bonds) између грчких и обвезница других држава ЕУ порасле и изнад 400 базних поена [\[4\]](#), оне још увек не одражавају стварне ризике који овде играју улогу. Пре две недеље (

[Two weeks ago](#)

), многи читаоци су били зачуђени мојом тврдњом да разлика у висини ефективних

камата од 300 базних поена значи да постоји седамнаестопостотни ризик за губитак од 17%. Ја сам, уствари једино, и олако узео квадратни корен од 300, заокружио га наниже и тако доспео до једне од безброј могућих могућности. Сличан начин прорачуна би показао да би разлика у висини ефективних камата од 400 базних поена – као што је то био случај прошле недеље, значила да постоји двадесетопостотна могућност за губитак од 20%.

Највише што се може рећи о овом пакету спасавања Грчке од финансијског краха је да он купује време да се преговорима дође до сређеног банкрота. Реструктурисање и репрограмисање дуга је вероватно једина шанса да како Грчка, тако и власници њених државних обвезница из овог гадног замешатељства изађу још увек на сопственим ногама.

Превод са енглеског Василије Клефтакис)

[1] (Прим. прев.) Примарни дефицит (Primary deficit) је чист дефицит, који се добија када се од тоталног дефицита буџета одузму камате (другим речима: збир примарног дефицита и камата чини фискални дефицит). Примарни вишак (Primary surplus) је вишак неког државног буџета без износа плаћања нето камата на државне дугове)

[2] (Прим. прев.) Вишегодишње (10-30 година) државне обвезнице (које су издавале углавном банкротирани државе Јужне Америке) уз њихову гаранцију у облику 0% државних обвезница САД (то је обезбеђивало макар исплату главнице на крају крајева). Имале су различите интересне стопе, а понекад су биле и гарантоване сировинама које су поседовале државе – издаваоци обвезница.

[3] (Прим. прев.) Поновно задуживање ("debt roll over") замена је постојећег дуга новим дуговањем, без готовинског исплаћивања старог дуга.

[4] (Прим. прев) то значи, уствари 4 процентних поена – другим речима, ако је ефективна камата на 10-годишње државне обвезнице Немачке 3,5%, Грчка за своје мора да ефективно плаћа 7,5%.