Η ΕΞΟΔΟΣ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΑΣ ΣΤΙΣ ΑΓΟΡΕΣ

Το θετικό momentum, η ανταπόκριση των επενδυτών, το διακύβευμα και τι αναφέρει στη συνέντευξή του στα «Επίκαιρα» ο αναλυτής Διεθνών Αγορών Κωνσταντίνος Γκράβας

ΣΥΝΕΝΤΕΥΞΗ ΣΤΗ **ΜΑΡΙΑ ΣΜΙΛΙΔΟΥ**

Η ολοκλήρωση της δεύτερης αξιολόγησης, η έξοδος από τη διαδικασία υπερβολικού ελλείμματος, στην οποία βρισκόταν η χώρα από το 2009, το καλό κλίμα που έχει διαμορφωθεί βραχυπρόθεσμα για τα ελληνικά ομόλογα και οι δημόσιες ενθαρρυντικές τοποθετήσεις των Ευρωπαίων εταίρων και πιστωτών είναι οι τέσσερις βασικοί παράγοντες που συνθέτουν το παζλ ενός θετικού momentum για την απαρχή της πορείας εξόδου της Ελλάδας στις αγορές. Αυτή την καλή συγκυρία αναγνωρίζει το οικονομικό επιτελείο. Από την πλευρά της, η αγορά «αδημονεί» να ανοίξει το βιβλίο προσφορών και τα ξένα μέσα ενημέρωσης, από τον γερμανικό Τύπο έως τους «Financial Times», αρθρογραφούν και αναλύουν τα ευνοϊκά δεδομένα. Ωστόσο, το εγχείρημα είναι περισσότερο σύνθετο απ' όσο φαίνεται, γι' αυτό –και μέχρι την ώρα που γράφονταν– αυτές οι γραμμές η κυβέρνηση σταθμίζει προσεκτικά όλους τους παράγοντες, αναζητώντας το καταλληλότερο timing. Η αρχή είναι το ήμισυ του παντός, αλλά το μεγάλο διακύβευμα είναι η δυνατότητα της χώρας να μπορεί να δανείζεται για τις ανάγκες της από τις αγορές μετά τη λήξη του προγράμματος. Ο Κωνσταντίνος Γκράβας, αναλυτής Διεθνών Αγορών, στη συνέντευξή του εξηγεί τι σημαίνει προστατευμένη έξοδος, από πού κρίνεται η επιτυχία του εγχειρήματος και ποιος είναι ο βηματισμός μέχρι το σημείο που θα σηματοδοτήσει την επιστροφή της χώρας στην κανονικότητα.

Για ποιους λόγους η παρούσα χρονική συγκυρία αποτελεί «ευκαιρία» για τη δοκιμαστική έξοδο της χώρας στις αγορές;

Ορθώς διατυπώνετε το ερώτημα βάζοντας τη λέξη «ευκαιρία» σε εισαγωγικά. Πράγματι, δεν μπορεί κανείς εκ των προτέρων να εκτιμήσει μετά βεβαιότητας αν η δοκιμαστική έξοδος της Ελληνικής Δημοκρατίας στις διεθνείς αγορές αποτελεί ιδανική ευκαιρία στη δεδομένη χρονική συγκυρία. Άλλωστε, δεν είναι τυχαίο ότι οι απόψεις διίστανται: υπάρχουν εκτιμήσεις του οικονομικού επιτελείου της κυβέρνησης και παραγόντων της αγοράς υπέρ της άμεσης εξόδου της χώρας, βεβαίως δοκιμαστικά και για μικρό σχετικά ποσό. Στον αντίποδα, θεσμικοί και άλλοι παράγοντες εκφράζουν τον σκεπτικισμό τους ότι είναι αρκετά νωρίς για την επιστροφή στις αγορές. Χωρίς να θέλω να υπεκφύγω της ερώτησης, μην παίρνοντας το μέρος κάποιου εκ των δύο «στρατοπέδων», θα σας έλεγα ότι το κλίμα που διαμορφώνεται βραχυπρόθεσμα για τα ελληνικά ομόλογα είναι αρκετά καλό μετά την ολοκλήρωση της δεύτερης

αξιολόγησης και την έξοδο από τη διαδικασία υπερβολικού ελλείμματος, στην οποία βρισκόταν η χώρα από το 2009. Στη γλώσσα των διεθνών επενδυτικών κεφαλαίων το momentum είναι θετικό, προεξοφλώντας το άνοιγμα των αγορών για την Ελλάδα. Σοβαρή ένδειξη της βελτίωσης του κλίματος βραχυπρόθεσμα ήταν η σημαντική υποχώρηση του επιτοκίου στη δημοπρασία τρίμηνων εντόκων γραμματίων του ελληνικού Δημοσίου την περασμένη εβδομάδα, ενώ η «όρεξη» των ξένων επενδυτών αποτυπώθηκε στο έντονο ενδιαφέρον που εκδήλωσαν για τη συγκεκριμένη έκδοση. Έχοντας πει αυτό, για να αποδειχθεί αναδρομικά εκ των υστέρων ότι η δεδομένη χρονική συγκυρία αποτελεί ευκαιρία για τη δοκιμαστική έξοδο της χώρας στις αγορές, θα πρέπει να υπάρξει συνέπεια στα χρονοδιαγράμματα των επόμενων αξιολογήσεων ώστε να υπάρχει και συνέχεια με δυο-τρεις εκδόσεις ακόμα, πριν από τη λήξη του τρέχοντος Μνημονίου τον Αύγουστο του 2018. Οι ευρωπαϊκές κυβερνήσεις έχουν συμφέρον να απαλλάξουν τους δικούς τους φορολογούμενους πολίτες από έναν νέο δανεισμό προς το ελληνικό Δημόσιο μετά τον Αύγουστο του 2018.

Ποια είναι τα ειδικά χαρακτηριστικά της βεγόμενης «δοκιμαστικής και προστατευμένης εξόδου»;

Η έξοδος της χώρας στις αγορές θα είναι εκ των πραγμάτων «δοκιμαστική», όπως δοκιμαστική ήταν και η προηγούμενη έξοδος της Ελληνικής Δημοκρατίας στις διεθνείς αγορές ομολόγων, τον Απρίλιο του 2014, η οποία ακολουθήθηκε από τη δεύτερη έξοδο τότε, τον Ιούλιο του 2014. Η χώρα βρίσκεται ουσιαστικά εκτός αγορών από το 2010, οπότε και οι αγορές έκλεισαν για την Ελλάδα, που προσέφυγε αναγκαστικά σε διεθνή δανεισμό από τα κράτη, τους διεθνείς οργανισμούς και τον επίσημο τομέα. Επιπλέον, η έξοδος θα είναι «δοκιμαστική» με δεδομένο ότι το ποσό που θα αντληθεί από την έκδοση θα είναι σχετικά περιορισμένο. Παράλληλα, η έξοδος θα είναι και «προστατευμένη», καθώς από τα συνολικά κεφάλαια που προσδοκά να αντλήσει το οικονομικό επιτελείο και τα οποία, κατά την άποψή μου, αναμένεται να διαμορφωθούν στα 2,5-3 δις ευρώ, πάνω από το ήμισυ θα αφορούν σε «ανακύκλωση» ή –στην ορολογία των αγορών– σε «roll over» των ομολόγων που αφορούν στις προηγούμενες δοκιμαστικές εκδόσεις του 2014.

«ΑΠΟ ΤΑ ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΠΟΥ ΠΡΟΣΔΟΚΑ ΝΑ ΑΝΤΛΗΣΕΙ ΤΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΕΠΙΤΕΛΕΙΟ, ΠΑΝΩ ΑΠΟ ΤΟ ΗΜΙΣΥ ΘΑ ΑΦΟΡΑ ΣΕ "ΑΝΑΚΥΚΛΩΣΗ" ΤΩΝ ΟΜΟΛΟΓΩΝ ΑΠΟ ΤΙΣ ΠΡΟΗΓΟΥΜΕΝΕΣ ΔΟΚΙΜΑΣΤΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΤΟΥ 2014».

Από τι κρίνεται η επιτυχία του εγχειρήματος;

Η δοκιμαστική και προστατευμένη έξοδος στις αγορές έχει πρωτίστως συμβολικό και επικοινωνιακό χαρακτήρα για την εικόνα της χώρας μας στα μάτια των επενδυτών στο διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα. Προφανώς, η βραχυπρόθεσμη επιτυχία του εγχειρήματος θα κριθεί τόσο από ποιοτικούς όσο και από ποσοτικούς παράγοντες. Σε ό,τι αφορά στους πρώτους, σημαντικό είναι τα επενδυτικά κεφάλαια που θα προσελκύσει η επιστροφή της χώρας στις διεθνείς αγορές να μην είναι βραχυπρόθεσμου κερδοσκοπικού χαρακτήρα, αλλά να έχουν έναν πιο μεσοπρόθεσμο, αν όχι μακροχρόνιο, επενδυτικό ορίζοντα. Αναφορικά με τους δεύτερους, τους ποσοτικούς παράγοντες, η επιτυχία του εγχειρήματος θα κριθεί από το μέγεθος της έκδοσης, το κουπόνι και την απόδοση στη λήξη (επιτόκιο) και, βέβαια, από το ποσοστό υπερκάλυψης που αντανακλά το πόσο «ζεστές» είναι οι αγορές για την επιστροφή της χώρας μας, έστω δοκιμαστικά και προστατευμένα.

«Σημαντικό είναι τα επενδυτικά κεφάλαια που θα προσελκύσει η επιστροφή της χώρας στις διεθνείς αγορές να μην είναι βραχυπρόθεσμου κερδοσκοπικού χαρακτήρα, αλλά να έχουν έναν πιο μεσοπρόθεσμο, αν όχι μακροχρόνιο, επενδυτικό ορίζοντα», εξηγεί ο Κ. Γκράβας.

Ποιες είναι οι προϋποθέσεις για να ομαλοποιηθεί πλήρως η διαδικασία δανεισμού της χώρας από τις αγορές;

Η πλήρης ομαλοποίηση της διαδικασίας δανεισμού της χώρας από τις αγορές δεν θα συμβεί απλώς και μόνο με μια δοκιμαστική έξοδο με τα χαρακτηριστικά και το πλαίσιο που περιγράψαμε. Η κανονικότητα και η ομαλότητα θα έρθουν μόνον εφόσον υπάρξουν οι προϋποθέσεις διατηρησιμότητας του δανεισμού κεφαλαίων από τις διεθνείς αγορές. Για να είναι διατηρήσιμη η τροχιά εξόδου της Ελλάδας στις αγορές για πρώτη φορά έπειτα από τρία χρόνια αναγκαία και ικανή συνθήκη είναι η διαρκής ανανέωση της αρχικά ανακτηθείσας εμπιστοσύνης μέσα από τη συνεπή εφαρμογή των συμφωνηθέντων με τους θεσμούς στα προκαθορισμένα χρονοδιαγράμματα. Η χώρα βρίσκεται και θα παραμείνει πιθανότατα επί μακρό χρονικό διάστημα υπό το κέλυφος του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας (ESM). Σε κάθε περίπτωση, η πλήρης κάλυψη των δανειακών αναγκών της χώρας μας από τις αγορές μετά τον Αύγουστο του 2018 αποτελεί ένα καθόλου εύκολο εγχείρημα. Μεταξύ άλλων, ο δανεισμός από τις αγορές ενέχει το ρίσκο των συγκυριακών συνθηκών που διαμορφώνουν αναλόγως το κόστος δανεισμού για το ελληνικό Δημόσιο, παράγοντας αβεβαιότητας που δεν υφίσταται στην περίπτωση του δανεισμού από τον επίσημο τομέα, καθώς οι όροι δανεισμού είναι

«ΘΕΩΡΩ ΟΤΙ ΤΟ ΔΝΤ ΕΝΕΠΛΑΚΗ ΚΑΤ' ΕΞΑΙΡΕΣΗ ΣΤΑ ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΜΝΗΜΟΝΙΑ ΤΟ 2010, ΣΤΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΗΣ ΣΙΩΠΗΡΗΣ ΣΥΜΦΩΝΙΑΣ ΓΙΑ "ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΕΙΡΗΝΗ" ΜΕΤΑΞΥ ΤΩΝ ΜΕΓΑΛΩΝ ΔΥΝΑΜΕΩΝ ΤΗΣ ΣΥΓΧΡΟΝΗΣ ΕΠΟΧΗΣ».

μεν καλύτεροι, αλλά συνοδεύονται από μνημόνια.

Με βάση το καλό σενάριο για τον βηματισμό της χώρας προς την κανονικότητα, ποιες αναμένονται να είναι οι επόμενες κινήσεις επενδυτικών οίκων, αγορών και δανειστών (ΕΚΤ, ΔΝΤ, Ευρωπαίοι);

Εφόσον η δοκιμαστική έξοδος στις αγορές επιτύχει και υπάρξουν συνέχεια και συνέπεια, οι διεθνείς επενδυτικοί οίκοι αναμένεται να επιβεβαιώσουν ή και να αναβαθμίσουν αργά και σταθερά την πιστοληπτική τους αξιολόγηση για την Ελλάδα. Επιπροσθέτως, αναμένεται σταθερή προς θετική η προοπτική (outlook) της χώρας, όσο θα διατηρούνται εκείνες οι συνθήκες που υποθάλπουν τη διατηρησιμότητα της τροχιάς εξόδου της στις διεθνείς αγορές. Οι προσπάθειες κάλυψης της καμπύλης απόδοσης θα αποτελέσουν ένα θετικό πρώτο βήμα στον δύσκολο δρόμο για την πλήρη έξοδο στις αγορές μετά τη λήξη του προγράμματος. Εξάλλου, η μελλοντική αναθεώρηση της πιστοληπτικής αξιολόγησης της Ελλάδας θα εξαρτηθεί και από τα μέτρα ελάφρυνσης του δημόσιου χρέους που θα συμφωνηθούν με τους πιστωτές.

Σε ό,τι αφορά στις επόμενες κινήσεις των αγορών, για να υπάρχει συνέχεια στην προσπάθεια της χώρας να χτίσει σταδιακά μια «καμπύλη επιτοκίων», με ορίζοντα την περίοδο 2018-22, είναι αναγκαία η διαρκής ανανέωση της εμπιστοσύνης μέσα από τη συνεπή εφαρμογή των συμφωνηθέντων με τους θεσμούς. Οι αγορές πάντοτε προεξοφλούν, συχνά συμπεριφέρονται όχι ορθολογικά αλλά με συμπεριφορά αγέλης, πάντως συνιστούν αυστηρό και σκληρό κριτή όταν ποντάρουν τα χρήματά τους σε μια χώρα μέσα σε ένα παγκοσμιοποιημένο περιβάλλον ταχύτατης, αν όχι ανεξέλεγκτης, κίνησης του χρηματιστικού κεφαλαίου.

Σε ό,τι αφορά στη στάση του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (ΔΝΤ), είναι –κατά τη γνώμη μου– προεξοφλημένο ότι το Ταμείο θα χαρακτηρίσει για άλλη μία φορά το ελληνικό χρέος ως «μη βιώσιμο», πιθανότατα δε και ως «εξαιρετικά μη βιώσιμο», ακόμη και με τις παραδοχές που συμφωνήθηκαν με τους Ευρωπαίους για τα βραχυπρόθεσμα μέτρα ελάφρυνσης του χρέους, τα πρωτογενή πλεονάσματα και τους ρυθμούς ανάπτυξης. Υπενθυμίζουμε ότι στην πρόσφατη διαβούλευση, βάσει του άρθρου IV, για την Ελλάδα κατεγράφησαν σημαντικές διαφοροποιήσεις μεταξύ των εκτελεστικών διευθυντών του Ταμείου στις απόψεις για τη βιωσιμότητα του ελληνικού χρέους και τη δημοσιονομική πορεία ως προς το ύψος του πρωτογενούς πλεονάσματος μεσοπρόθεσμα. Εκτιμώ ότι το ΔΝΤ ενεπλάκη κατ' εξαίρεση στα ελληνικά Μνημόνια το 2010, στο πλαίσιο της σιωπηρής συμφωνίας για «νομισματική ειρήνη» μεταξύ των μεγάλων δυνάμεων της σύγχρονης εποχής. Επτά χρόνια μετά, οι τεχνοκράτες δεν πρόκειται να ξαναβάλουν νερό στο κρασί τους. Το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο αναμένεται απλώς να εγκρίνει την απόφαση που ελήφθη στο Eurogroup της 15ης Ιουνίου για μια «συμφωνία επί της αρχής». Η χρηματοδοτική του συμμετοχή στο ελληνικό πρόγραμμα, με κεφάλαια έως 2 δις δολάρια, θα υλοποιηθεί μόνον εφόσον συγκεκριμενοποιηθούν τα μεσοπρόθεσμα μέτρα ελάφρυνσης για το χρέος, κάτι που δεν αναμένεται σίγουρα μέχρι τις γερμανικές εκλογές και τον σχηματισμό της νέας γερμανικής κυβέρνησης στο τέλος του φθινοπώρου, αν όχι μέχρι τη λήξη του τρίτου μνημονίου τον Αύγουστο του 2018.

Ιδιαίτερη σημασία για το γενικότερο πλαίσιο στις αγορές της Ευρωζώνης έχουν οι αποφάσεις της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τραπέζης. Η ΕΚΤ, όπως όλα δείχνουν, θα διατηρήσει ακέραια την ευελιξία της σε σχέση με τις προοπτικές σταδιακού περιορισμού του προγράμματος αγοράς τίτλων, αποφεύγοντας να δεσμευθεί για κάποια συγκεκριμένη ημερομηνία διακοπής του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης και προτιμώντας –ορθώς– να αφήνει όλα τα ενδεχόμενα ανοιχτά, προσαρμόζοντας τις αποφάσεις της βάσει των δεδομένων που διαμορφώνονται τόσο στην «εγχώρια» όσο και στη διεθνή οικονομία. ■

«Η επιτυχία του εγχειρήματος θα κριθεί από το μέγεθος της έκδοσης, το κουπόνι και την απόδοση στη λήξη (επιτόκιο) και βέβαια από το ποσοστό υπερκάλυψης που αντανακλά το πόσο "ζεστές" είναι οι αγορές για την επιστροφή της χώρας μας».

ΟΙ ΔΟΚΙΜΑΣΤΙΚΕΣ ΤΟΥ 2014

Οι δύο προηγούμενες έξοδοι στις αγορές έγιναν το 2014. Τον Απρίλιο του εν λόγω έτους η Ελληνική Δημοκρατία προέβη στην πώληση πενταετούς ομολόγου ονομαστικής αξίας 3 δις ευρώ με ετήσιο κουπόνι 4,75% και απόδοση 4,95%.

Τον Ιούλιο του 2014 η Ελληνική Δημοκρατία προέβη στην πώληση τριετούς ομολόγου και άντλησε 1,5 δις ευρώ από το σύνολο των 3 δις ευρώ που ενεγράφη στα βιβλία προσφορών με τοκομερίδιο 3,375% (επιτόκιο 3,5%). Η κρίση της πορτογαλικής τράπεζας Espirito Santo δημιούργησε αρνητικό κλίμα για τα ομόλογα των κρατών της περιφέρειας της Ευρωζώνης, που έπληξε τη δεύτερη έξοδο της Ελλάδας στις αγορές. Οι επιπτώσεις αποτυπώθηκαν τόσο στις χαμηλές προσφορές όσο και στο επιτόκιο.