

## Περί δομημένων κρατικών ομολόγων: ένα παραμύθι για νοήμονες

Όλοι γνωρίζουμε τις Νήσους Μπαϊκάν. Στο κράτος τους, όπως και σε πολλά άλλα κράτη, π.χ. στο κράτος της Ελλάδας, δεν αρκούν τα φορολογικά και άλλα τακτικά του έσοδα για να καλύψει τις δαπάνες του. Έτσι είναι αναγκασμένο να δανείζεται. Πώς; Μεταξύ άλλων εκδίδοντας ομόλογα. Τι είναι ένα ομόλογο; Είναι ένα καλοτυπωμένο περίτεχνο χαρτί, στο οποίο είναι αναγεγραμμένα η ονομαστική αξία, π.χ. 100 αχιβάδες (η αχιβάδα είναι, ως γνωστόν, η νομισματική μονάδα των Νήσων Μπαϊκάν, δηλαδή κάτι σαν το ευρώ), η ημερομηνία έκδοσης, π.χ. 1.1.2007, η ημερομηνία λήξης, π.χ. 1.1.2019 (οπότε πρόκειται για ένα δωδεκαετούς διάρκειας ομόλογο), και το επιτόκιο, π.χ. 5% ανά έτος, του ομολόγου. Έστω ότι κάποιος πληρώνει την ημέρα έκδοσης αυτού του ομολόγου 100 αχιβάδες και αγοράζει ένα ομόλογο ονομαστικής αξίας 100 αχιβάδων. Στα χέρια του αυτό το ομόλογο είναι μια ομολογία οφειλής του κράτους των Νήσων Μπαϊκάν. «Ομολογεί» το εν λόγω κράτος στον κάτοχο αυτού του ομολόγου ότι για δώδεκα συναπτά έτη, αρχής γενομένης από το έτος 2007, θα του πληρώνει 5% της ονομαστικής αξίας του ομολόγου, δηλαδή 5 αχιβάδες, και ότι την 1.1.2019 θα του πληρώσει την ονομαστική αξία του ομολόγου, δηλ. 100 αχιβάδες. Φανταστείτε αυτό το ομόλογο σαν ένα χαρτί αποτελούμενο από ένα στέλεχος («ταλόν») και από 12 κουπόνια («κούπονες»), δηλαδή κάτι σαν «γραμματόσημα», γύρω γύρω απ' αυτό το στέλεχος. Στο τέλος κάθε έτους ο κάτοχός του αποκόπτει ένα «γραμματόσημο», αυτό του παρελθόντος έτους, και το προσκομίζει στο κράτος ή σε μία από τις υποδειχθείσες από το κράτος τράπεζες και παίρνει τις 5 αχιβάδες τόκους αυτού του έτους. Κι αυτό επαναλαμβάνεται για 12 έτη. Μετά το πέρας και του 12ου έτους, δηλαδή την 1.1.2019, προσκομίζει και το στέλεχος και παίρνει 100 αχιβάδες.<sup>1</sup>

Την έκδοση και τη διάθεση των ομολόγων του στο κοινό δεν τη διεκπεραιώνει, όμως, το ίδιο το κράτος, αλλά τις αναθέτει σε μια τράπεζα ή σε ένα κονσόρτσιουμ (ομάδα) τραπεζών αντί αντιστοίχου αμοιβής, δηλαδή αντί αντιστοίχου προμήθειας.

<sup>1</sup> Ο Γιώργος Σταμάτης είναι καθηγητής στο Πάντειο Πανεπιστήμιο.

Η ανάδοχος τράπεζα (ας υποθέσουμε για τα ακόλουθα ότι πρόκειται για τράπεζα και όχι για κονσόρτσιουμ) πωλεί το ομόλογο στο κοινό στην ονομαστική του αξία, δηλαδή στο λεγόμενο άρτιο.

Το παραπάνω ομόλογο είναι ένα ομόλογο σταθερού επιτοκίου, επειδή το επιτόκιο παραμένει σταθερό και ίσο με 5% ανά έτος και για τα 12 χρόνια της διάρκειάς του.

Κάθε ομόλογο ονομαστικής αξίας 100 (ή 1.000 κλπ.) είναι ένας ανώνυμος τίτλος. Δύναται λοιπόν να μεταβιβαστεί. Έτσι λοιπόν το εν λόγω ομόλογο των 100 αγοραπωλείται στην αγορά και μάλιστα σε τιμή ίση, μεγαλύτερη ή μικρότερη των 100. Η τιμή του δηλαδή μεταβάλλεται. Γιατί και πώς μεταβάλλεται; Μεταβάλλεται συνεπεία των αναμενόμενων μεταβολών του επιτοκίου της αγοράς. Αν κάτοχοι του ομολόγου αναμένουν σημαντική άνοδο του επιτοκίου της αγοράς πάνω από το 5% ανά έτος που τους αποδίδει το ομόλόγ τους, τότε λογικό είναι να θελήσουν να πουλήσουν τα ομόλόγ τους και να τοποθετήσουν τα χρήματα που θα πάρουν σε τοποθετήσεις που αποδίδουν όχι 5% αλλά, αν αυτό είναι το αναμενόμενο επιτόκιο της αγοράς, 7%. Αν πολλοί από αυτούς βγουν να πουλήσουν τα ομόλόγ τους, η τιμή τους θα πέσει κάτω από το 100. Αλλά και κάτω από το 100, π.χ. και στα 99, θα πουλήσουν, διότι το 7% επί των 99 είναι προφανώς περισσότερα χρήματα ανά έτος απ' ό,τι είναι το 5% επί του 100 που παίρνουν τώρα. Το αντίστροφο θα συμβεί αν η ίδια η αγορά αναμένει μείωση του επιτοκίου της αγοράς. Τότε πολλοί θα ζητούν για ευνόητους λόγους να αγοράσουν το εν λόγω ομόλογο με συνέπεια η τιμή του να ανέλθει πάνω από το 100.

Ακόμη λοιπόν κι αυτά τα ομόλογα σταθερού επιτοκίου είναι προφανώς ένα αντικείμενο συναλλαγής για τζόγο. Όχι φυσικά για τον οποιονδήποτε, αλλά μόνον για όσους έχουν τις αναγκαίες γνώσεις για τις τεχνικές της συναλλαγής και εκτιμούν σωστά την εξέλιξη του επιτοκίου της αγοράς. Μπορείς λοιπόν ακόμη και μ' αυτά να «παίζεις», δηλαδή αγοραπωλώντας τα να κερδίσεις (ή να χάσεις). Αυτό το γνωρίζει το κράτος των Νήσων Μπαϊκάν. Και «στολίζει» καταλλήλως τα ομόλογα που εκδίδει με σκοπό να αυξήσει τη ζήτησή τους, με σκοπό δηλαδή να τα αγοράζουν όχι μόνον απλώς αυτοί που θέλουν να τοποθετήσουν εντόκως και με ασφάλεια τα χρήματα ή ακόμη κι εκείνοι που θέλουν να τζογάρουν με κρατικά ομόλογα σταθερού επιτοκίου, αλλά κυρίως αυτοί που θέλουν να τζογάρουν ή να στήσουν «νόμιμες» κερδοφόρες κομπίνες. Λέει λοιπόν: Εγώ δάνεια θέλω (με καλούς βέβαια για μένα όρους) με τα ομόλογα που εκδίδω. Ό,τι είναι να παίρνω με τα ομόλογα σταθερού επιτοκίου το παίρνω (εκτός κι αν, πράγμα που δεν επιθυμώ και για πολλούς λόγους δεν μπορώ να κάνω, αυξήσω σημαντικά το επιτόκιο που δίνω). Ποιοι τα αγοράζουν αυτά; Το ευρύ κοινό που θέλει να τοποθετήσει εντόκως και με ασφάλεια τα χρήματά του και μερικοί τζογαδόροι. Αυτή η αγορά είναι λίγο-πολύ κορεσμένη. Εγώ, όμως, χρειάζομαι ακόμη σχετικά φτηνά δάνεια. Γιατί λοιπόν να

μην εκδώσω και ομόλογα που απευθύνονται σε μια άλλη αγορά; Αποκλειστικά σε τζογαδόρους, αλλά κυρίως (όπως θα δούμε στη συνέχεια) σε κομπιναδόρους; Τι με κόφτει ποιοι θα τα αγοράσουν; Εγώ δανειακό χρήμα χρειάζομαι. Το είπε και το έκανε. Και άρχισε να εκδίδει και τα λεγόμενα δομημένα ομόλογα. Τι είναι αυτά;

Έστω λοιπόν ένα τέτοιο δομημένο ομόλογο δωδεκαετούς διάρκειας. Αυτό είναι δομημένο συνήθως ως εξής: ας πούμε, τα δύο πρώτα χρόνια έχει σταθερή απόδοση π.χ. 7% ανά έτος και τα επόμενα 10 χρόνια η ετήσια απόδοσή του κυμαίνεται –εξαρτώμενη καθ’ ορισμένο τρόπο από την εξέλιξη ορισμένων επιτοκίων της διεθνούς αγοράς– κατά τρόπο ο οποίος είναι μυστηριώδης για τους αδαείς και του οποίου οι ειδικοί μπορούν να εκτιμήσουν μόνο τις βραχυπρόθεσμες επιπτώσεις<sup>2</sup> στην ετήσια απόδοση του ομολόγου. Προφανώς τα ομόλογα αυτά είναι ακόμη και για τους ειδήμονες, πολλώ δε μάλλον για το αδαές ευρύ κοινό μια τοποθέτηση εξαιρετικά υψηλού ρίσκου.

Πότε εκδίδονται τέτοια δομημένα ομόλογα; Όταν η αγορά των ομολόγων σταθερού επιτοκίου που απευθύνονται στο ευρύ κοινό είναι κορεσμένη, αλλά το κράτος έχει δανειακές ανάγκες και θέλει να πλασάρει και άλλα ομόλογα στην αγορά. Σε ποιους να τα πλασάρει, αφού η αγορά του ευρέος κοινού αλλά και αυτών που τζογάρουν με ομόλογα σταθερού επιτοκίου τα οποία απευθύνονται στο ευρύ κοινό είναι ήδη κορεσμένη; Μα μόνον σε τζογαδόρους ή σε κομπιναδόρους – κυρίως στους δεύτερους. Ας μείνουμε στους τελευταίους. Αυτοί θα τα αγοράσουν τότε μόνον, όταν έχουν προηγουμένως βρει και εξασφαλίσει τα θύματα, δηλαδή τους τελικούς αγοραστές στους οποίους θα τα πουλήσουν επικερδώς. Μα θα μου πείτε: Πού να βρουν θύματα τα οποία έχουν να διαθέσουν τα αντιστοίχως μεγάλα ποσά; Πράγματι δύσκολη η δουλειά. Το ευρύ κοινό ως υποψήφιο θύμα αποκλείεται. Πρώτον, λόγω της διασποράς του, δεύτερον, λόγω της ως εκ τούτου χρονοβόρας και ευροβόρας διαδικασίας θυματοποίησής του και τρίτον –μην ξεχνάτε!– πρόκειται για κομπίνα και καλό είναι αυτή να μην εκτεθεί δημοσίως στον κίνδυνο αποκάλυψής της. Δύσκολη δουλειά. Αλλά εδώ έρχεται αρωγός το κράτος των Νήσων Μπαϊκάν. Γιατί; Μα για να κάνει τη δουλειά του, να βρει δηλαδή τα δανεικά που χρειάζεται. Και τι κάνει; Ψάχνει και βρίσκει στο στενό του περιβάλλον τα θύματα.

Ας δούμε λοιπόν στη συνέχεια μια συγκεκριμένη χαρακτηριστική περίπτωση, έκδοσης και πλασαρίσματος ενός δομημένου 12ετούς ομολόγου του κράτους των Νήσων Μπαϊκάν. Εκδίδει λοιπόν την 1.1.2007 το κράτος των εν λόγω νήσων ένα 12ετές δομημένο ομόλογο ύψους 280 εκ. αχιβάδων. Η απόδοση είναι τα δύο πρώτα χρόνια 7% ανά έτος. Στα επόμενα 10 χρόνια η απόδοση ανά έτος εξαρτάται από πολλούς και διάφορους μεταβαλλόμενους παράγοντες. Οι παράγοντες αυτοί είναι για μεν τους ειδικούς αστάθμητοι, για δε τους αδαείς όχι απλώς αστάθμητοι αλλά μυστηριώδεις. Οι ειδικοί γνωρίζουν ωστόσο, εν αντιθέσει προς τους αδαείς, ότι η ετήσια απόδοση αυτών των τελευταίων 10 ετών θα είναι, ό,τι και να γίνει,

πολύ χαμηλή.<sup>3</sup> Ως εκ τούτου, μόνον στους αδαείς μπορούν να πλασαριστούν, μετά τα πρώτα δύο χρόνια, αυτά τα ομόλογα. Αυτό φυσικά το γνωρίζει, ως ειδικός, η ανάδοχος τράπεζα που αναλαμβάνει να πλασάρει τα εν λόγω ομόλογα στην αγορά. Στη συγκεκριμένη περίπτωση το πλασάρισμα, δηλαδή τη διάθεση, του ομολόγου στην αγορά ανέλαβε, εν γνώσει φυσικά των προαναφερθέντων, η μεγάλη διεθνής τράπεζα Norgam. Η Norgam γνωρίζει βεβαίως ότι το ομόλογο είναι ως προς την απόδοσή του μετά τα δυο πρώτα χρόνια επισφαλές και ως εκ τούτου και ως προς την αξία του επισφαλές. Δεν έχει λοιπόν κανένα λόγο να το αναδεχθεί την 1.1.2007 στην ονομαστική του αξία. Διότι σε ποιον να το πλασάρει έστω και αφιλοκερδώς; Και γιατί να το διακρατήσει η ίδια μια δωδεκαετία, αφού δεν είναι αυτή η δουλειά της και ιδίως αφού γνωρίζει ότι η συνολική απόδοσή του είναι επισφαλής, δηλαδή κατά πάσα πιθανότητα χαμηλή; Το αναδέχεται όμως, δέχεται δηλαδή να το αγοράσει πληρώνοντας τα 280 εκ. αχιβάδες και να το πλασάρει, επειδή ο εκδότης, δηλαδή το κράτος των εν λόγω νήσων, της έχει εξασφαλίσει το θύμα, δηλαδή τον τελικό αγοραστή. Δεδομένου λοιπόν αυτού, λέει η Norgam: Ωραία! Αλλά εγώ τι θα κερδίσω; Διότι, όπως διαβάζουμε στον Τύπο, ο υπουργός Οικονομίας και Οικονομικών των νήσων δήλωσε ότι η Norgam αγόρασε το ομολογιακό δάνειο των 280 εκ. αχιβάδων χωρίς να πάρει προμήθεια.<sup>4</sup> Κάτι πρέπει να κερδίσω κι εγώ, αφού δεν πήρα προμήθεια. Και προτείνει στο κράτος ένα, όπως το λένε οι ειδικοί, swap, δηλαδή μια ανταλλαγή. Λέει η Norgam στο κράτος: Αν αγοράσω το ομολόγό σου, θα έχεις να μου πληρώνεις σε καθένα από τα επόμενα δύο χρόνια 7% επί του ποσού του δανείου. Γιατί δεν απλοποιούμε το πράγμα; Εγώ, δηλαδή η Norgam, που θέλω να αγοράσω το ομολόγό σου, είμαι διατεθειμένη να παραιτηθώ από την απαίτησή μου να μου πληρώνεις τον επόμενο και τον μεθεπόμενο χρόνο 7% επί των 280 εκ. αχιβάδων, αν μου πουλήσεις κάθε τεμάχιο των 100 του ομολόγου σου όχι στα 100 αλλά στα 100 μείον τους τόκους ( $7+7=14$ ) αυτών των δύο πρώτων ετών, δηλαδή στα 86.<sup>5</sup> Γιατί το κάνει αυτό η Norgam; Διότι γνωρίζει ότι οι αποδόσεις των επόμενων 10 ετών είναι επισφαλείς. Συμφωνεί και το κράτος. Κι έτσι κλείνουν μια συμφωνία swap (ανταλλαγής): η Norgam προεισπράττει τους σίγουρους τόκους των δύο πρώτων ετών και το κράτος της κάνει αντίστοιχο σκόνητο στη αγορά του ομολόγου. Η Norgam το αγοράζει μετά από αυτό το swap όχι στα 100, δηλαδή στο άρτιο, αλλά στα 86. Κι έτσι, μετά από πολύ πάρε-δώσε, κλείνεται η συμφωνία. Και η Norgam είναι να βγάλει τώρα τα ομόλογα των 100 στην αγορά. Πρέπει να τα τιμολογήσει. Λέει λοιπόν: Τα αγόρασα προς 86. Αλλά τόσο πάρε-δώσε με επί Οικονομικών αλλά και άλλων χαρτοφυλακίων υπουργούς των νήσων συζητήσεις και διαπραγματεύσεις μου κόστισαν κατιτίς. Το πουλάω λοιπόν το χαρτί όχι στα 86, αλλά ας πούμε στα 87. Αυτή είναι η τιμολόγησή της. Αλλά σε ποιον να το πουλήσει; Διότι ό,τι γνωρίζει αυτή η ίδια το γνωρίζουν και οι γνώστες, δηλαδή ότι οι σίγουρες αποδόσεις των δύο πρώτων ετών έχουν προει-

σπραχθεί. Απομένουν μόνον οι άγνωστες και επισφαλείς και πάντως μειωμένες αποδόσεις των επόμενων 10 ετών. Γνώστης τζογαδόρος δεν αγοράζει τέτοιο αξιόγραφο σ' αυτή την τιμή. Μόνον καταλλήλως προετοιμασμένα θύματα το κάνουν. Αυτά είναι, όμως, ήδη σεσημασμένα και προετοιμασμένα προ πολλού, όταν σχεδιαζόταν η έκδοση του ομολόγου. Επισφαλές ή μη το ομόλογο – το σημαντικό εδώ είναι η τιμή του. Κι εγώ θα το αγόραζα, παρά την επισφάλειά του, αν μου το δίνανε σε συμφερτική τιμή – λέω εδώ μια υπερβολικά χαμηλή, την τιμή των 50. Το σημαντικό λοιπόν είναι η πραγματική τιμή του όχι η τιμή των 87, στην οποία το τιμολόγησε, και η τιμή των 93, στην οποία, όπως θα δούμε, θα το πουλήσει (όχι στα θύματα) η Norgam. Και ποια είναι η πραγματική τιμή του; Μα δεν υπάρχει άλλη: η τιμή αγοράς! Εδώ όμως δεν υπάρχει ακόμα αγορά. Πώς θα δώσουμε, ωστόσο, στα τελικά θύματα την εντύπωση υπαρκτής της; Κάνουμε μια μικρή βόλτα το ομόλογο: η Norgam το πουλάει όχι στην τιμή που το τιμολόγησε ως γνώστης για γνώστες, δηλαδή στα 87, αλλά στα 93 στον Α. Ο Α είναι γνώστης, αλλά παρ' όλ' αυτά το αγοράζει όχι στα 87 αλλά στα 93. Ο Α το πουλάει στον Β, που είναι επίσης γνώστης και γνωρίζει, ότι γνωρίζει ο Α, στα 102. Ο Β το πουλάει στον Γ, ο οποίος είναι κι αυτός γνώστης όπως ο Α και ο Β, για 103. Και ο Γ το πουλάει στον Δ, που και αυτός είναι γνώστης, για 104. Και ο Δ το πουλάει για 106 σε σχεδόν όλα τα Ταμεία Κοινωνικής Ασφάλισης (είκοσι με τριάντα τον αριθμό), τα οποία τον είχαν επιφορτίσει αντί σχετικής νόμιμης προμήθειας με την αναζήτηση δυνατοτήτων επικερδούς τοποθέτησης των διαθέσιμων αποθεματικών τους. Οι Α, Β, Γ και Δ είναι, απ' ό,τι διαβάζουμε στον ημερήσιο Τύπο των Νήσων Μπαϊκάν, τράπεζες και χρηματιστηριακές εταιρείες, δηλαδή γνώστες. Γνώστες; Μα τότε πώς γίνεται ο γνώστης Α να αγοράζει από την Norgam υπερτιμημένο ομόλογο, ο γνώστης Β να αγοράζει από τον Α το ίδιο εισέτι υπερτιμημένο ομόλογο, ο γνώστης Γ να αγοράζει από τον Β το ίδιο κατάτι ακόμη υπερτιμημένο ομόλογο, ο γνώστης Δ να αγοράζει από τον Γ το ίδιο ακόμη πιο υπερτιμημένο ομόλογο; Μα προφανώς επειδή όλοι έχουν προσυμφωνήσει και γνωρίζουν ότι ο Δ θα το πουλήσει, ακόμη πιο υπερτιμημένο, στο τελικό θύμα, δηλαδή στα κοινωνικά ασφαλιστικά ταμεία, η αγοραστική επιθυμία των οποίων είχε εξασφαλισθεί, όπως προαναφέραμε, από το κράτος. Και θα ρωτήσετε: Γιατί να διαμεσολαθήσουν τόσο πολλοί για να πιάσουν τον χάνο; Ο χάνος ήταν πιασμένος απ' την αρχή. Μα δεν είναι μόνον να τον πιάσεις. Είναι και τι θα του πάρεις. Όσο περισσότεροι διαμεσολαβούν, τόσο περισσότερα πληρώνει.<sup>6</sup>

Και θα ρωτήσετε και πάλι: Μα γιατί, αφού τον έχουν, πρέπει οι διαμεσολαβούντες να είναι τόσο πολλοί και ο χάνος να πληρώσει τόσα πολλά; Αυτά είναι δύο διαφορετικά ερωτήματα. Το πλήθος των διαμεσολαβητών είναι αναγκαίο για δύο λόγους. Αυτοί που διοικούν τους χάνους, δηλαδή τα Ταμεία Κοινωνικής Ασφάλισης, πρέπει, αν σκάσει η ιστορία, να έχουν κάτι να προβάλλουν όταν τους εγκα-

λέσει κάποιος ρωτώντας γιατί αγόρασαν όχι στα 87 αλλά στα 106, να μπορούν δηλαδή να πουν ότι εμείς αγοράσαμε στην τιμή αγοράς που ήταν εκεί γύρω στα 104-106 και ανοδική. Οι πολλοί λοιπόν που μπήκαν στο παιχνίδι έστησαν μια ει-κονική αγορά για να έχουν οι διοικούντες τους χάνους, όταν τους εγκαλέσουν, το πρόσχημα ότι αγόρασαν σε τιμές αγοράς.

Ο δεύτερος λόγος για το πλήθος των διαμεσολαβητών Α, Β, Γ και Δ είναι ο εξής: Η Norgam, ο Α, ο Β, ο Γ και ο Δ κέρδισαν πωλώντας υπερτιμολογημένο το ομόλογο αντιστοίχως στον Α, στον Β, στον Γ, στον Δ και στα ταμεία. Κι αυτοί που οργάνω-σαν την κομπίνα και λάδωσαν τη μηχανή; Αυτοί να μην πάρουν κάτι από την Norgam, τον Α, τον Β, τον Γ, τον Δ ή από έναν τουλάχιστον από αυτούς τους ευεργετηθέντες; Όσο, στο πλαίσιο βέβαια της λειτουργικότητας της κομπίνας, περισσότεροι οι ευεργε-τηθέντες διαμεσολαβητές, τόσο πλουσιότερα τα ελέη τους για τους οργανωτές της κο-μπίνας, δηλαδή γι' αυτούς που πήγαν τα ταμεία ως πρόβατα επί σφαγήν.

Δεδομένης της εκάστοτε υπερτίμησης, είναι αναγκαίο ένα ορισμένο πλήθος διαμεσολαβητών για να επιτευχθεί το επιδιωκόμενο κέρδος των διαμεσολαβητών και αυτών που οργάνωσαν την όλη ιστορία εις βάρος των ταμείων. Κανένας από τους Α, Β, Γ και Δ δεν θα αγόραζε αν δεν γνώριζε εκ των προτέρων ότι η ιστο-ρία θα έχει αίσιο τέλος, δηλαδή ότι θα αγοράσουν τα υπερτιμημένα ομόλογα τα τα-μεία. Γιατί να αγοράσει υπερτιμημένα ομόλογα από την Norgam ο Α; Γιατί ομοί-ως ο Β από τον Α; Γιατί ομοίως ο Γ από τον Β; Γιατί ομοίως ο Δ από τον Γ; Μα επειδή όλοι γνωρίζουν ότι η δουλειά είναι δεμένη και όλοι θα κερδίσουν, αφού είναι εξασφαλισμένο ότι ο Δ θα πουλήσει και αυτός υπερτιμημένα τα ομόλογα στα ταμεία. Γι' αυτό και ευελπιστούμε ότι δεν απεδείχθησαν όλοι αυτοί αγνώμονες προς τους οργανωτές της ιστορίας.

Εδώ λοιπόν πρόκειται για εναρμονισμένη πρακτική καταλήστευσης των ταμεί-ων, στην οποία συνέπραξαν με το αζημίωτο όλοι οι συμμετέχοντες: το κράτος, δη-λαδή το κυβερνών κόμμα, η Norgam, οι Α, Β, Γ και Δ και οι διοικούντες τα τα-μεία. Και τα λεφτά, τα λεφτά, τα μπικικίνια; Κάντε τον υπολογισμό. Είναι πολ-λά. Αυτά, αυτά ποιος τα πήρε; Προφανώς τα διαμοιράστηκαν αυτοί που για ακό-μη μία φορά συμμετείχαν και σε αυτή την καταλήστευση των ταμείων, δηλαδή και το εκάστοτε κυβερνών κόμμα.

Κάποιοι στις νήσους πήραν –μία πάνω μία κάτω– αβίζο τι έγινε. Και έγινε σά-λος στον Τύπο, στην κοινή γνώμη και στη Βουλή. Οι οργανωτές της ιστορίας και οι εμπλεκόμενοι είπαν: Δεν είναι η πρώτη φορά, μπόρα είναι, θα περάσει. Διαρκεί όμως. Και είπαν: Δεν κάνουμε σαν να τα μαζεύουμε. Κα μάλλον τη βάλανε τη Norgam να πει: Αν έκανα κάτι που αντίκειται στους νόμους και τους κανόνες της αγοράς, το παίρνω πίσω. Πόσο αγόρασα το ομόλογο από το κράτος; Στα 86. Και πόσο το πούλησα στον Α; Στα 93. Το ξαναγοράζω λοιπόν από τον Α στα 93 και στη συνέχεια το επιστρέφω στο κράτος στα 86, στα οποία το αγόρασα. Ωραία πρό-

ταση! Μα ο Α δεν έχει πλέον το ομόλογο. Το έχουν τα ταμεία. Αλλά και αν το είχε, θα μπορούσε να πει ότι, έτσι επειδή έτσι θέλει, δεν το πουλάει πάλι στη Norgam. Διότι τίποτα επιλήψιμο ή κατά μείζονα λόγο παράνομο δεν έκανε. Αγόρασε ένα ομόλογο και το πούλησε. Το ίδιο ισχύει και για τους Β, Γ και Δ, οι οποίοι αγόρασαν και πούλησαν αυτό το ομόλογο, αλλά εν τέλει και για τα ταμεία που το αγόρασαν και δεν το πούλησαν μέχρι στιγμής. Για να διεκπεραιωθεί το σενάριο της Norgam θα πρέπει να συμφωνήσουν όλοι: τα Ταμεία, ο Α, ο Β, ο Γ, ο Δ, η Norgam (που έχει ήδη συμφωνήσει) και το κράτος. Τα ταμεία συμφωνούν για να πάρουν πίσω τα χαμένα. Το κράτος, όπως και η Norgam, για να καλύψουν την κομπίνα. Οι Α, Β, Γ και Δ γιατί να συμφωνήσουν; Δεν έπραξαν κάτι παράνομο. Αλλά έστω ότι επιθυμούσαν κι αυτοί να καλύψουν την κομπίνα και συνεπώς να συναινέσουν σ' αυτή τη ρύθμιση. Στην περίπτωση όμως αυτή, όλοι αυτοί, όπως κατά τα λοιπά και η προφανώς γενναϊόδωρη Norgam, δεν θα επέστρεφαν τα κέρδη τους από αυτή τη συναλλαγή τους τελικώς στα ταμεία, οπότε θα μπορούσε να πει κανείς ότι δεν κέρδισαν αλλά επίσης δεν έχασαν, βρε αδελφέ. Θα χάσουν! Διότι από τα κέρδη τους εις βάρος των ταμείων, τα οποία καλούνται τώρα να επιστρέψουν σ' αυτά, έχουν ίσως, λέμε ίσως, πληρώσει μίζες στους οργανωτές της όλης ιστορίας. Αυτές τις μίζες ποιος θα τους τις επιστρέψει; Οι κουμπάροι που τις πήραν; Μα και να μπορούσαν έστω και ατύπως να επιτύχουν την επιστροφή τους, αυτό κατά κάποιον τρόπο θα ακυρόταν και θα ακύρωνε έτσι την προσπάθεια ξεπλύματος της όλης ιστορίας μέσω της πραγματοποίησης της πρότασης της Norgam.

### Υστερόγραφο

Προκειμένου να κρίνει αν η κομπίνα στήθηκε όπως την περιγράψαμε εμείς στα προηγούμενα, ο αναγνώστης ας λάβει υπόψη του και τα εξής:

Για τα επισφαλή δομημένα ομόλογα δεν υπάρχει ευρεία, διασπαρμένη αγορά αγοραστών, αλλά μια μικρή αγορά θύματων, όπως τα ταμεία, την οποία πρέπει να διασφαλίσουν εκ των προτέρων αυτός που εκδίδει αυτά τα ομόλογα, δηλαδή το κράτος, και αυτός που τα αναδέχεται, δηλαδή αυτός που τα προεξοφλεί για να τα πλασάρει στα θύματα με κέρδος. Από πού προκύπτει αυτό; Από το ότι η Norgam δεν πούλησε το ομόλογο, το οποίο αναδέχθηκε, στην ευρεία αγορά, αλλά ολόκληρο στον Α. Και ο Α έκανε το ίδιο, πωλώντας το στον Β, και ο Β έκανε το ίδιο, πωλώντας το στον Γ, και ο Γ έκανε το ίδιο, πωλώντας το στον Δ. Πού είναι εδώ η αγορά που καθορίζει την τιμή του προϊόντος; Δεν υπάρχει! Τέλος, ο Δ το πουλάει στα περισσότερα του ενός θύματα, δηλαδή στα ταμεία. Ούτε εδώ υπάρχει αγορά, διότι τα θύματα, καιτοι περισσότερα του ενός, είναι όλα προετοιμασμένα.

Αυτό το γνωρίζει το κράτος των Νήσων Μπαϊκάν, γνωρίζει δηλαδή ότι για τα

δομημένα ομόλογά του δεν υπάρχει ευρεία αγορά που να καθορίζει την τιμή αγοράς τους. Γνωρίζει επίσης ότι, για να μπορέσει να τα πλάσσει επιτυχώς και επικερδώς φυσικά για τους διαμεσολαβούντες στα σεσημασμένα και καταλλήλως προετοιμασμένα θύματα, η πραγματική τιμή αυτών των ομολόγων του πρέπει να είναι ασαφής και εντέλει άγνωστη στα θύματα, δηλαδή στους τελικούς αγοραστές τους, τουτέστιν εν προκειμένω στα ταμεία. Και φροντίζει αυτό το ίδιο γι' αυτό. Πώς; Μέσω της προαναφερθείσης συμφωνίας swap που συνάπτει με την ανάδοχο τράπεζα. Ενθυμείστε τι συμφωνία είναι αυτή; Καθορίζει την αξία του ομολόγου. Ενώ την ημέρα έκδοσής του η ονομαστική αξία είναι 100, η πραγματική του αξία είναι, όπως στο παράδειγμά μας, 86 με 87. Αυτή η συμφωνία είναι όμως, όπως ακούμε, μυστική. Δηλαδή οι μόνοι που δεν τη γνωρίζουν είναι τα θύματα, οι τελικοί αγοραστές του ομολόγου. Θα μου πείτε: Γιατί τελικοί; Όχι οπωσδήποτε. Μπορούν να το πουλήσουν. Αν βγουν, όμως, να το πουλήσουν, θα το πουλήσουν σε καλή τιμή μόνον αν βρουν άλλα θύματα, διαφορετικά δεν θα μπορέσουν να το πουλήσουν στην τιμή των 106 που τους το φόρτωσαν, αλλά στην τιμή των 86 με 87<sup>7</sup> ή και λιγότερο. Και θα ρωτήσετε και πάλι: Γιατί ο Α, ο Β, ο Γ και ο Δ αγόρασαν, όπως και τα ταμεία, υπερτιμημένο το ομόλογο; Πολύ απλά: διότι καθένας από αυτούς δεν αγόρασε μόνο υπερτιμημένο το ομόλογο, αλλά και το πούλησε υπερτιμημένο, ο Α στον Β, ο Β στον Γ, ο Γ στον Δ και ο Δ στα ταμεία. Μόνον τα ταμεία αγόρασαν το ομόλογο (από τον Δ) υπερτιμημένο και όχι μόνο δεν μπορούν να το πουλήσουν υπερτιμημένο, και όχι μόνο δεν μπορούν να το πουλήσουν στην τιμή που το αγόρασαν, αλλά εάν θελήσουν σήμερα να το πουλήσουν, θα αναγκαστούν να το πουλήσουν στην πραγματική του τιμή των 86 με 87 ή και λιγότερο, σε τιμή δηλαδή πολύ κάτω της τιμής που το αγόρασαν. Τα ταμεία είναι θύματα. Κυρίως με τη συνέργια –όχι! με την πρωτοβουλία– του κράτους των νήσων, για τους λόγους που προαναφέραμε.

Ενθυμείστε τι προτείνουν μεταξύ άλλων το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, η Παγκόσμια Τράπεζα, ο διαβόητος κος Σπράος και άλλοι για το ασφαλιστικό; Προτείνουν το Κεφαλαιοποιητικό Ασφαλιστικό Σύστημα – όχι μόνο για την επικουρική αλλά και για την κύρια ασφάλιση. Τα προαναφερθέντα ταμεία είναι Ταμεία Επικουρικής Ασφάλισης. Πήρατε, ελπίζουμε, από τα προηγούμενα μια πρώτη γεύση του τι σημαίνει κεφαλαιοποίηση της Κοινωνικής (κύριας και επικουρικής) Ασφάλισης.

Αρχές Απριλίου 2007



## Σημειώσεις

1. Σήμερα τα ομόλογα του Δημοσίου είναι και αυτά «άυλοι» τίτλοι. Έτσι λοιπόν η προαναφερθείσα διαδικασία διεκπεραιώνεται διαφορετικά. Αυτό, όμως, δεν παίζει κανένα ρόλο κι επίσης δεν μας ενδιαφέρει εδώ. Στην ουσία δεν αλλάζει τίποτα.

2. Σήμερα οι ειδικοί μπορούν να εκτιμήσουν με σχετικά μεγάλη ακρίβεια την τάση των μελλοντικών βραχυπρόθεσμων επιτοκίων. Είναι αποδεκτό ότι η τάση αυτή είναι ανοδική, δεδομένου ότι στόχος των εφαρμοζόμενων οικονομικών πολιτικών των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης είναι ο χαμηλός πληθωρισμός και ο χαμηλός πληθωρισμός μπορεί να επιτευχθεί με σχετικά υψηλά βραχυπρόθεσμα επιτόκια.

3. Είναι αποδεκτό ότι τα μακροχρόνια επιτόκια εξαρτώνται, με θετική σχέση, από το μέγεθος των δημοσιονομικών ελλειμμάτων. Επίσης είναι γνωστό ότι η εφαρμοζόμενη οικονομική πολιτική των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης είναι μια πολιτική πολύ μικρών ή σχεδόν μηδενικών δημοσιονομικών ελλειμμάτων. Κατά συνέπεια, οι ειδικοί γνωρίζουν ότι με τα δεδομένα αυτά τα μακροχρόνια επιτόκια θα διαμορφωθούν γενικά σε χαμηλά επίπεδα.

4. Αδαιείς δημοσιογράφοι των νήσων συγγέουν τις νόμιμες προμήθειες με «μίζες» και με κέρδη από κομπίνες ή εξαπατήσεις.

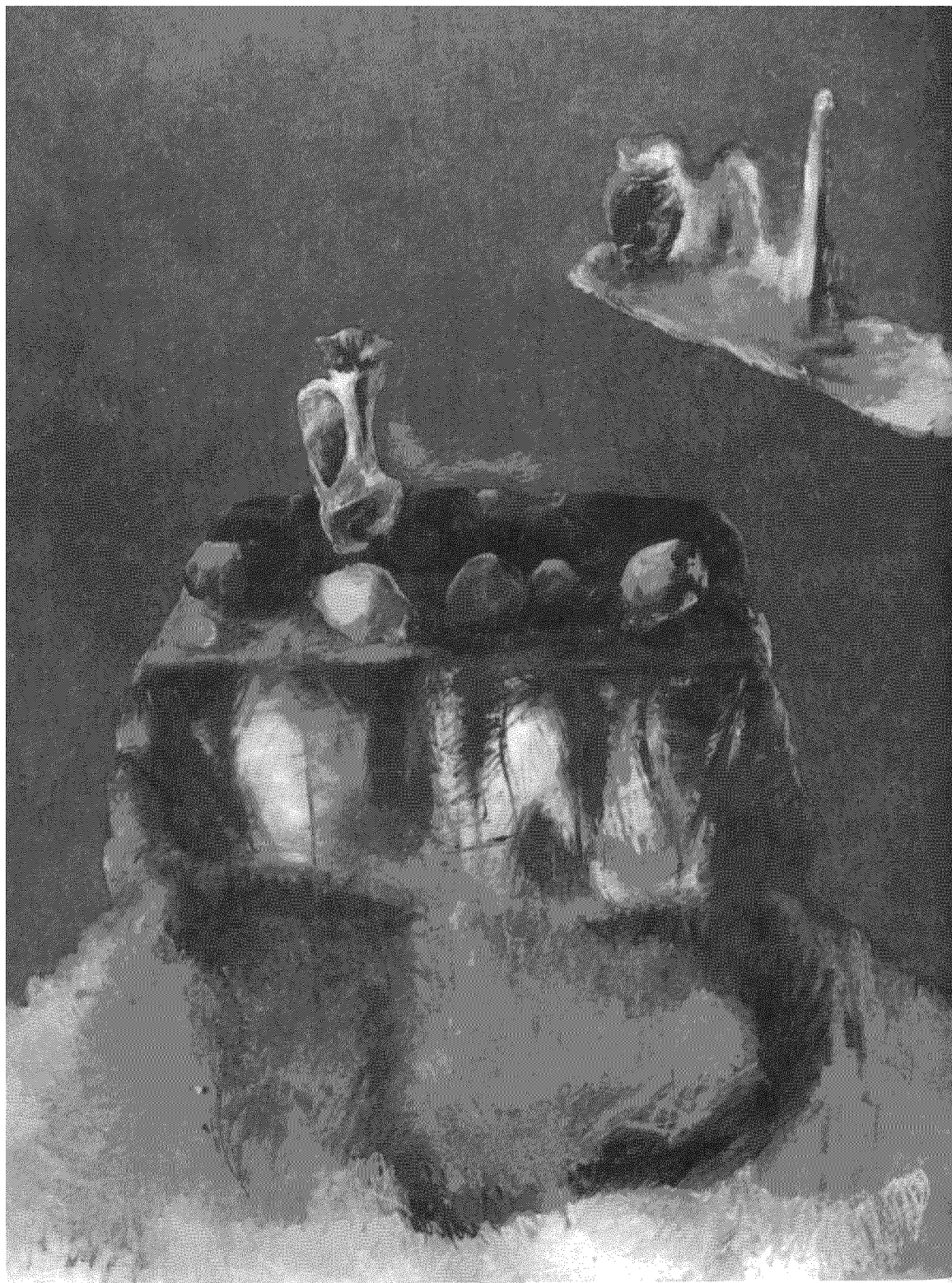
5. Η παρούσα αξία των τόκων αυτών των δυο ετών δεν είναι βέβαια  $7 + 7 (= 14)$ , αλλά μικρότερη. Χάριν απλούστευσης του πράγματος δεχόμαστε εδώ ότι είναι ίση με 14.

6. Κατά τα λοιπά, δεν έχασαν και πολύ χρόνο με όλες αυτές τις συναλλαγές. Όπως λέγεται, σε ένα τέταρτο της ώρας τις διεκπεραίωσαν.

7. Γιατί η μόνη περίπτωση που υπάρχει να ανέβει η πραγματική τιμή του ομολόγου πάνω από την τιμή 86 με 87 είναι αν η Κεντρική Ευρωπαϊκή Τράπεζα μειώσει τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια. Αλλά είναι αποδεκτό ότι τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια έχουν σταθερή ή ανοδική πορεία. Άρα είναι γνωστό στους ειδικούς ότι η πραγματική τιμή του ομολόγου θα παραμείνει σταθερή ή θα μειωθεί. Κατά συνέπεια, στην καλύτερη περίπτωση, αν δεν βρουν άλλους «χάνους» να τα πουλήσουν θα τα πουλήσουν στην τιμή των 86 ή 87. Το πιθανότερο, όμως, είναι ότι θα τα πουλήσουν σε ακόμη χαμηλότερη τιμή, με αποτέλεσμα η ζημία για τα ασφαλιστικά ταμεία στην πραγματικότητα να είναι πιο μεγάλη. Εύλογα, όμως, γεννιέται το ερώτημα γιατί η Νοrgam δέχτηκε να πάρει πίσω τα ομόλογα στην τιμή που τα αγόρασε, δηλαδή στις 86 με 87; Μα απλώς γιατί γνωρίζει ότι όλη η ιστορία ήταν μια στημένη κομπίνα.



*Δημ. Σεβαστιάδης, Η καταγωγή της σιτάς, 1991*



*Δημ. Σεβαστάκης, Χθων, 1991*