

# Γιατί οι ξένοι εγκатаλείπουν τα ελληνικά ομόλογα

ΤΟ ΧΡΕΟΣ αυξήθηκε κατά 36,5% την τελευταία 5ετία και τα ελλείμματα μειώνονται με «δημιουργική λογιστική»

Του **ΒΑΣΙΛΗ ΖΗΡΑ**

Η **φυγή** ξένων επενδυτών από την ελληνική αγορά ομολόγαν που οδήγησε τα spreads των τίτλων του Δημοσίου με τους αντίστοιχους γερμανικούς σε προ ΟΝΕ επίπεδα δεν υπαγορεύθηκε από τα δημοσιεύματα στον διεθνή Τύπο, όπως υποστήριξε ο υπ. Οικονομίας Γ. Αλογοσκούφης, αλλά από την πραγματική δημοσιολογική κατάσταση και την εκτίμηση ότι η ασκούμενη οικονομική πολιτική δεν μπορεί να τη βελτιώσει στο ορατό μέλλον και σε συνθήκες κρίσης και επιβράδυνσης της οικονομίας.

1. Οι ξένοι επενδυτές βλέπουν ότι το δημόσιο χρέος (τον στενού και του ευρύτερου δημόσιου τομέα που παρακολουθεί η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ή χρέος της γενικής κυβέρνησης όπως αποκαλείται) μειώνεται ως ποσοστό του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος, αλλά σε απόλυτα μέγεθ εακολουθεί να αυξάνεται. Από 167,7 δισ. ευρώ στο τέλος του 2003 θα φτάσει στα 228,8 δισ. ευρώ στο τέλος του 2008, σημειώνοντας αύξηση 36,5%. Σύμφωνα με τον νέο προϋπολογισμό θα ανέλθει σε 238,9 δισ. ευρώ το 2009. Η μείωση ως ποσοστό του ΑΕΠ που επικαλείται το οικονομικό επιτελείο ως απόδειξη δημοσιονομικής εξυγίανσης οφείλεται τόσο στον υψηλό ρυθμό ανάπτυξης όσο κυρίως στην αναθεώρηση του ΑΕΠ από την Eurostat κατά 9,6%.

2. Οι ξένοι επενδυτές βλέπουν επίσης ότι το χρέος του στενού δημόσιου τομέα (της κεντρικής κυβέρνησης όπως ονομάζεται) είναι ακόμη μεγαλύτερο και αυξάνεται με ακόμη υψηλότερους ρυθμούς από το χρέος της γενικής κυβέρνησης. Δηλαδή, από 183,7 δισ. ευρώ στο τέλος του 2003, θα ανέλθει σε 260,7 δισ. ευρώ φέτος, σημειώνοντας αύξηση 42,2%. Το χρέος της κεντρικής κυβέρνησης αντανακλά σαφέστερα το οξύ δημοσιονομικό πρόβλημα της χώρας.

3. Οι ξένοι επενδυτές και αναλυτές παρακολουθούν πιο στενά αυτό το υψηλότερο χρέος της κεντρικής κυβέρνησης, γιατί αντανακλά σαφέστερα την πραγματική δημοσιονομική κατάσταση. Σε αυτό το χρέος δεν υπολογίζονται τα ομόλογα του ελληνικού δημοσίου που έχουν στην κατοχή τους οι φορείς του ευρύτερου δημόσιου τομέα, κατά κύριο λόγο τα ασφαλιστικά Ταμεία. Η αξία των ομολόγων (το ενδοκυβερνητικό χρέος όπως αποκαλείται) αυξάνεται με εντυπωσιακά υψηλούς ρυθμούς τα τελευταία χρόνια, καθιστώντας τα βασικό εργαλείο ωριασποίησης των δημοσιονομικών μεγεθών. Από 17,8 δισ. ευρώ το 2003 αναμένεται να φτάσουν στα 38,4 δισ. ευρώ το 2009. Ο λόγος είναι απλός. Από τη μια, το Δημόσιο εξοφλεί τις υποχρεώσεις του προς τα ταμεία με ομόλογα. Ετσι, ό,τι είναι έσοδο για τον στενό δημόσιο τομέα είναι έσοδο για τον ευρύτερο και συνεπώς δεν επιβαρύνει το έλλειμμα που παρακολουθεί η Ευρωπαϊκή Επιτροπή. Από την άλλη, βάζει τα Τα-



Η μείωση ως ποσοστό του ΑΕΠ, που επικαλείται το οικονομικό επιτελείο ως απόδειξη δημοσιονομικής εξυγίανσης, οφείλεται τόσο στον υψηλό ρυθμό ανάπτυξης όσο κυρίως στην αναθεώρηση του ΑΕΠ από τη Eurostat κατά 9,6%.

| Ενδοκυβερνητικό χρέος                  |           |           |           |           |            |             |         |
|----------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|-------------|---------|
|                                        | 2003      | 2004      | 2005      | 2006      | 2007       | 2008*       | 2009**  |
|                                        | 17.824    | 21.207    | 23.306    | 24.628    | 25.989     | 33.520      | 38.380  |
| Δημόσιο χρέος                          |           |           |           |           |            |             |         |
|                                        | 2003      | 2004      | 2005      | 2006      | 2007       | 2008*       | 2009**  |
| Κεντρικής κυβέρνησης                   | 183.377   | 202.212   | 216.698   | 227.325   | 240.708    | 260.738     | 274.710 |
| Γενικής κυβέρνησης                     | 167.723   | 183.157   | 195.338   | 204.394   | 216.381    | 228.868     | 237.930 |
| Ελλείμμα                               |           |           |           |           |            |             |         |
|                                        | 2003      | 2004      | 2005      | 2006      | 2007       | 2008*       | 2009**  |
| Κεντρικής κυβέρνησης                   | 13.841    | 17.812    | 12.100    | 8.824     | 11.153     | 10.836      | 8.806   |
| Γενικής κυβέρνησης                     | 9.738     | 13.940    | 10.051    | 6.018     | 7.937      | 6.131       | 5.266   |
| Πρωτογενείς δαπάνες και ονομαστικό ΑΕΠ |           |           |           |           |            |             |         |
|                                        | 2004/2003 | 2005/2004 | 2006/2005 | 2007/2006 | 2008/2007* | 2009/2008** |         |
| Ρυθμός αύξησης πρωτογενών δαπανών      | 14,6%     | 7,1%      | 6,0%      | 10,6%     | 9,7%       | 8,0%        |         |
| Ρυθμός αύξησης ονομαστικού ΑΕΠ         | 7,4%      | 7,5%      | 7,6%      | 7,0%      | 7,7%       | 5,9%        |         |

\* εκτιμήσεις \*\*προβλέψεις

Πηγή: ΥΠΟΙΟ

μεία να «δανείζουν» το Δημόσιο με τα αποθεματικά τους, αγοράζοντας ομόλογα. Κατά συνέπεια, αφού τα ομόλογα μένουν εντός του ευρύτερου δημόσιου τομέα δεν επιβαρύνουν το χρέος της γενικής κυβέρνησης.

4. Άλλα σαφώς ένδειξη δημιουργικής λογιστικής είναι οι αποκλίσεις μεταξύ ελλείμματος και χρέους. Θεωρητικώς, το χρέος θα έπρεπε να αυξάνεται όσο περίπου και το έλλειμμα. Αυτό συμβαίνει τουλάχιστον στην Ευρωζώνη, όπου η διαφορά μεταξύ του σωρευτικού ελλείμματος και της αύξησης του χρέους, την περίοδο 2004- 2007, είναι 1,5% του ΑΕΠ. Το ίδιο ισχύει και για κράτη-μέλη με υψηλό δημόσιο έλλειμμα και χρέος. Στην Ιταλία η διαφορά είναι 1,5% και στο Βέλγιο μόλις 0,3% του ΑΕΠ. Την ίδια περίοδο στην Ελλάδα η απόκλιση είναι υπερτριπλάσια από τον μέσο όρο της Ευρωζώνης, φτάνοντας στο 4,9% του ΑΕΠ στο τέλος του 2007 και εκτινάσσεται σε 6,9% του ΑΕΠ το 2008. Όπως προκύπτει από τα στοιχεία του προϋπολογισμού και της Eurostat το σωρευτικό έλλειμμα την 5ετία 2004 - 2008 ανήλθε σε 44 δισ. ευρώ. Την ίδια περίοδο το χρέος αυξήθηκε κατά 61 δισ. ευρώ περίπου, από 167,7 δισ. ευρώ στο τέλος του 2003 σε 228,8 δισ. ευρώ στο τέλος του 2008. Δηλαδή, το χρέος αυξήθηκε κατά 17 δισ. ευρώ περισσότερα από όσο θα δικαιολογούσαν τα ελλείμματα που εμφανίζει το υπουργείο Οικονομίας. Τι σημαίνει αυτό; Ότι έλλειμμα ίσο με επτά σχεδόν μονάδες

του ΑΕΠ έχει κρυφτεί κάτω από το χαλί.

5. Άλλα σαφώς ένδειξη κρυφών υποκρήσεων του Δημοσίου που αργά ή γρήγορα θα επιβεβαιώσουν το έλλειμμα και το χρέος είναι οι μαύρες τρύπες των ΔΕΚΟ και των νοσοκομείων. Για παράδειγμα, ο ΟΣΕ και οι άλλες ΔΕΚΟ των συγκοινωνιών δανείζονται με εγγύηση του Δημοσίου, αλλιώς δεν θα τις δάνειζε κανείς. Οι συσσωρευμένες υποχρεώσεις του ΟΣΕ έχουν φτάσει αισίως τα 7,5 δισ. ευρώ και συνεχίζουν να αυξάνονται, καθώς η περίφημη μεταρρύθμιση στις ΔΕΚΟ μένει σε μεγάλο βαθμό ανεφάρμοστη. Εν όψει της απελευθέρωσης των σιδηροδρομικών μεταφορών το 2010, οι συσσωρευμένες οφειλές του ΟΣΕ θα προστεθούν στο δημόσιο χρέος. Επίσης, τα χρέη προς τα νοσοκομεία, που ανήλθαν σε διάστημα 3 μόλις ετών στο λιγνιτώδες ποσό των 4,5 δισ. ευρώ, δεν εμφανίζονται ακόμη στα επίσημα δημοσιολογικά μεγέθη. Είναι κατακαυημένα στα βελγία των νοσοκομείων ως εμπορικές πιστώσεις. Όταν όμως θα φτάσει το πλήρωμα του χρόνου να εξοφληθούν θα επιπαραέσουν το έλλειμμα και θα προστεθούν στο χρέος, αφού το Δημόσιο για να πληρώσει θα πρέπει να δανειστεί.

6. Οι ξένοι επενδυτές βλέπουν τα κρυφά και τα φανερά ελλείμματα και χρέη και ταυτίζονται με τον ρυθμό που εμφανίζεται να καταβάλλεται αποτελεσματικώς προσπάθεια για πραγματική και διατηρήσιμη δημοσιονομική προσαρμογή. Η μείωση του ελλείμματος

που επιτυγχάνεται με προσωρινά μέτρα, όπως η περαιοση ή η ρύθμιση ληξιπρόθεσμων οφειλών, δεν είναι διατηρήσιμη. Όπως δεν είναι διατηρήσιμη η δημοσιονομική προσαρμογή όταν οι πρωτογενείς δαπάνες μιας κατά γενική ομολογία σπάταλης και αναποτελεσματικής δημόσιας διοίκησης αυξάνονται με ρυθμό υψηλότερο του ονομαστικού ΑΕΠ. Το οικονομικό επιτελείο επιτείνει το κλίμα καχυποψίας και αβεβαιότητας όταν εμφανίζει έναν προφανώς αναξιοπιστό προϋπολογισμό, που έχει δομηθεί στην υπόθεση ότι φέτος ο φοροεισπρακτικός μηχανισμός θα πετύχει το θαύμα που δεν πέτυχε ποτέ στην ιστορία του. Δηλαδή, υποθέτει ότι τα έσοδα θα αυξηθούν με ρυθμό διυόμισι φορές υψηλότερο του ρυθμού αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ, όταν μέχρι σήμερα, ακόμη και στις καλύτερες εποχές, μόλις και μετά βίας αυξάνονταν όσο το ΑΕΠ.

7. Τέλος, οι ξένοι επενδυτές βλέπουν ότι το αναπτυξιακό πρότυπο της ελληνικής οικονομίας, αυτό που στηρίζεται στον δανεισμό του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα, στην επιδοτούμενη παραγωγή σχετικά ακριβών και χαμηλής ποιότητας αγαθών και υπηρεσιών έχει εξαντλήσει τα όριά του. Αδιάφευκτος μάρτυρας, το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών που έχει «κλείσει» στα επίπεδα του 14% - 15% του ΑΕΠ. Και ενώ αυτό το αναπτυξιακό πρότυπο στέ-ει τα λείψια δεν διακρίνουν ίσως

πολιτικό προσώπιο της χώρας ούτε καν την αγωνία για ένα νέο που θα διασφαλίσει ισχυρή και αυτοτροφοδοτούμενη ανάπτυξη σε λίγα χρόνια, όταν θα σταματήσει η κοινοτική χορηγία των ΚΙΣ.

Την ώρα που ο υπουργός Οικονομίας βλέπει ξένο δάκτυλο πίσω από τη διεύρυνση του spread, οι ξένοι επενδυτές βλέπουν χρόνιες διαρθρωτικές αδυναμίες που επιτείνονται από την κρίση. Γι' αυτό και εγκαταλείπουν τα ελληνικά ομόλογα και προτιμούν άλλα. Την ώρα που ο κ. Αλογοσκούφης θεωρεί ότι διεθνής μέσα ενημέρωσης έχουν βάσει στο στόχαστρο κάποιες χώρες, όπως Ελλάδα και η Ιταλία, ο Ιταλός συνάδελφός του αναγνώριζε ότι υπάρχουν προβλήματα, γεγονός που καθιστά αναγκαία τη λήψη μέτρων οικονομικής πολιτικής. «Η αύξηση του spread στις 170 μονάδες μπορεί να είναι υπερβολή, όπως υπερβολή ήταν κάποτε η μείωση του στις 8 μονάδες» λένε παράγοντες της αγοράς. «Αυτό που συμβαίνει σήμερα είναι ότι, έχοντας υποστεί μεγάλες απώλειες λόγω της κρίσης, οι ξένοι βγάζουν από τα χαρτοφυλάκιά τους ό,τι θεωρούν λιγότερο ποιοτικό και με μεγαλύτερο ρίσκο», λένε. Σε συνθήκες κρίσης και ρευστότητας στις αγορές δεν είναι δεδομένο οι τρόποι για να πείσει κανείς τους επενδυτές να εμπιστευτούν και πάλι τους ελληνικούς τίτλους. Το μόνο βέβαιο είναι πως οι θεωρίες συνωμοσίας δεν είναι ένας από αυτούς.

Α Π Ο Ψ Η

## Το ΔΝΤ, τα spreads και η μεγάλη συνωμοσία

Του **ΚΩΣΤΑ ΚΑΛΛΙΤΗΣ**

Το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο δημοσίευσε στις αρχές της εβδομάδας τη μελέτη των οικονομολόγων Emanuele Baldacci, Sanjeev Gupta και Amine Mati. Οι τρεις οικονομολόγοι μελέτησαν τα δεδομένα τριάντα οικονομιών σε βάθος μιας δεκαετίας (1997 - 2007) προκειμένου να διερευνήσουν «ποιοι παράγοντες προσδιορίζουν τα spreads των κρατικών τίτλων». Αυτός είναι και ο τίτλος της μελέτης. Τα πορίσματά της μας αφορούν άμεσα. Είναι τα εξής τέσσερα:

**Πρώτον:** Οι παράγοντες του πολιτικού κινδύνου (political risk factors) έχουν σημαντικό ρόλο στην αύξηση των spreads, επειδή οι δανειστές απαιτούν ένα πρόσθετο ασφάλιστρο έναντι της πολιτικής αστάθειας. «Ωστόσο –υπογραμμίζεται στη μελέτη– περισσότερο σημαντικό είναι οι δημοσιονομικοί παράγοντες. Αυτοί ασκούν τη μεγαλύτερη επίδραση στη διαμόρφωση των spreads». Αυτό που μετράει, γράφουν, είναι «η συνολική δημοσιονομική κατάσταση μιας χώρας, αφού χώρες με υψηλό δημοσιονομικό έλλειμμα ή χρέος είναι εκτεθειμένες σε μεγαλύτερο κίνδυνο χρεοκοπίας».

**Δεύτερον:** Ως εκ τούτου, γενικώς «η αύξηση των δημοσίων δαπανών μπορεί να υποστηρίζεται από χαμηλά spreads μόνον εφόσον δεν αυξάνεται το δημόσιο έλλειμμα». Και ειδικότερα, «η αύξηση των επενδυτικών δαπανών μπορεί να συμβάλλει στη μείωση των spreads μόνον υπό την προϋπόθεση ότι δεν επιδεινώνει τη δημοσιονομική κατάσταση της χώρας».

**Τρίτον:** Μια πρώτη επίπτωση στην άσκηση πολιτικής είναι ότι «παρά τον σημαντικό ρόλο που ασκούν οι συνθήκες που επικρατούν στις παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές αγορές και η διάθεση των επενδυτών να αναλάβουν ρίσκο, βαθύ νούσα σημασία για τη μείωση του κόστους δανεισμού μιας χώρας έχουν οι δικοί της ιδιαιτερότητες παράγοντες, πρώτα πρώτα η δημοσιονομική κατάσταση της. Όταν οι πολιτικοί μιας χώρας υποτιμούν τους δημοσιονομικούς κινδύνους, οι χρηματοπιστωτικές αγορές τείνουν να την τιμωρήσουν μέσω της διεύρυνσης των spreads – ιδιαιτέρως αν αυτή η χώρα έχει διαχρονικά χαμηλές επιδόσεις στη δημοσιονομική πειθαρχία. Με τη σειρά της (αυτή η τιμωρία) μπορεί να οδηγήσει σε περαιτέρω αύξηση του κόστους εξυπηρέτησης του δανεισμού και σε μεγαλύτερη πολιτική αβεβαιότητα».

**Τέταρτον:** Μια δεύτερη επίπτωση στην άσκηση πολιτικής είναι ότι «οι μετρήσεις του επιχειρηματικού κλίματος έχουν ρόλο-κλειδί στη διαμόρφωση της αντίληψης των χρηματοπιστωτικών αγορών για τον κίνδυνο μιας χώρας. Το ενδεχόμενο αδυναμίας να ανταποκριθεί με αξιόπιστες οικονομικές πολιτικές στις υποχρεώσεις της προς τις αγορές, δεν αφορά μόνο χώρες με πολιτική αστάθεια και αδύναμους θεσμούς. Καθεαυτή η συγκυριακή πολιτική αβεβαιότητα μπορεί να οδηγήσει σε χαμηλότερες εισροές κεφαλαίων, χαμηλότερα επίπεδα επενδύσεων και, τελικά, σε μικρότερη οικονομική μεγέθυνση».

Ισως, η μελέτη αυτή γράφτηκε διότι (όπως, άλλωστε, και ο διεθνής Τύπος...) οι μοχθηροί του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου έχουν θέσει στόχο τους να πλύνουν την Ελλάδα και, ιδιαιτέρως, να αμαυρώσουν την αστραφτερή δημοσιονομική διαχείριση του κ. Γ. Αλογοσκούφη. Προκειμένου, λοιπόν, να επιτύχουν τον ανομολόγητο στόχο τους, επικαλούνται ως πρόσχημα τη διεθνή εμπειρία – γνωστό το κόλπο... Αν, πάλι, τα κίνητρα της μελέτης είναι άλλα, ανεξάρτητα από την αφεντιά μας, τότε μας επιτρέπει να κατανοήσουμε γιατί τα spreads των ελληνικών ομολόγων εκτινάχθηκαν, από 20 πόντους στις 31.12.2003, στους 170 πόντους αυτές τις ημέρες. Είναι σαφές: Οι δανειστές του ελληνικού κράτους δεν πείθονται από τα όμορφα ποσοστά που με τόση ευκρίνεια, με πίνακες και καλοσχεδιασμένα διαγράμματα, παρουσιάζει η κυβέρνηση μας, γιατί είναι «κολλημένοι» στα απόκλιτα: Ότι το δημόσιο έλλειμμα βρέθηκε στο 3,5%, ενώ, παράλληλα, το δημόσιο χρέος αυξήθηκε κατά 77 δισ. ευρώ μέσα σε πέντε χρόνια. Και γι' αυτό, τελείως άδικα, μας τιμωρούν.

kkallitsis@kathimerini.gr

Α Ρ Θ Ρ Ο

## Στο τελευταίο βαγόνι...

Του **ΓΙΩΡΓΟΥ ΠΑΓΟΥΛΑΤΟΥ\***

**Σύμφωνα** με έναν ερασιτεχνικό ορισμό, «έλλειμμα είναι όταν δεν έχεις όλα όσα είχες όταν δεν είχες τίποτα». Η διαχρονική αποτυχία της οικονομίας μας να συμμαχέσει τα ελλείμματα της όταν ακόμα μπορούσε, στερεί τώρα τη δυνατότητα δραστηρικής επεκτατικής πολιτικής, προκειμένου να αποτραπεί το σοκ μιας απότομης επιβράδυνσης. Οι αποτυχίες στην πολιτική γεννούν συνέπειες, αναπαράγονται, κληρονομούνται από τις μετέπειτα συνθήκες.

Η συγκυρία μάς θυμίζει ότι έχουμε τέσσερα είδη αποτυχίας στην οικονομική πολιτική. Η πρώτη περίπτωση συνθηκικής αποτυχίας είναι να μην έξεις ακριβώς τι πρέπει να κάνεις. Πόσο μακριά πρέπει να φτάσει ένα πακέτο άμεσων νόονόσσης της οικονομίας; Πώς, και τι να περιλαμβάνει; Όμως το πρόβλημα της ελληνικής οικονομίας τώρα δεν είναι πρόβλημα γνωστικής αβεβαιότητας. Το οικονομικό μας πλαίσιο συγκροτείται από βεβαιότητες. Εκρηκτική η δυναμική του δημόσιου χρέους – στο λιγνιτώδες 20% του ΑΕΠ εκτιμούν οι Financial Times τις δανειακές ανάγκες της κυβέρνησης για το 2009. Αόρρητο το κόστος δανεισμού του ελληνικού Δημοσίου. Βαρές οι διαρθρωτικές αδυναμίες, η υστέρηση α ανταγωνιστικότητας, ποιότητας διακυβέρνησης, δημοσίων εσόδων, δαπανών έρευνας και καινοτομίας, αναεωσμού πηγών ενέργειας, αποτελεσματικότητας κοινωνικών δαπανών. Τα στενά δημοσιονομικά περιθώρια περιορίζουν τις εναλλακτικές: στήριξη των ασθενεστερών και α-εργών, ενίσχυση επενδύσεων με αξιοποίηση κοινοτικών πόρων, αποφυγή παροχών που θα διέρρεαν σε εισαγωγές. Μέχρι εκεί. Και από κει

και πέρα, μεσοπρόθεσμα συνολική αναθεώρηση του υπερκαταναλωτικού αναπτυξιακού μας μοντέλου. Το δεύτερο είδος αποτυχίας είναι ζητήματα πολιτικής ατολμίας. Ο πρόεδρος Juncker το έχει συνοψίσει ως εξής: Ξέρουμε τι πρέπει να κάνουμε, αλλά δεν ξέρουμε πώς θα επανεκλεγούμε αν το κάνουμε! Και επομένως, από φόβο πολιτικού κόστους, δεν κάνουμε τίποτα. Εδώ εντάσσεται η λειψή «μεταρρύθμιση» του συνταξιοδοτικού συστήματος, η αύξηση καταναλωτικών δαπανών του Δημοσίου, το μετέωρο βήμα των μεταρρυθμίσεων στη δημόσια διοίκηση, την υγεία, την εκπαίδευση.

Το τρίτο είδος αποτυχίας είναι όταν οι κυβερνώντες ξέρουν τι πρέπει να κάνουν, και δεν αντιμετωπίζουν πολιτικό κόστος αν το κάνουν, αλλά οι σχέσεις τους με επιμέρους ιδιωτικά συμφέροντα τους οδηγούν να κάνουν το αντίθετο. Πελατειακές συναλλαγές των κυβερνώντων, συμπαγνίες ρυθμιστικών αρχών με εποπτευόμενες επιχειρήσεις, χρόνιες ανεπάρκειες στη συλλογή δημοσίων εσόδων και στην προστασία του ανταγωνισμού, αποδυνάμωση των ανεξάρτητων αρχών, οκάνδαλα τύπου Βατοπεδίου, όλα βλάπτουν το δημόσιο χρήμα. Σιχνά η συμπαίγνια οι διαπραματούχων με ιδιωτικά συμφέροντα μεταμφιέζεται σε δογματική ελιολογία, καθώς είναι προτιμότερο η κοινοβία να τους θεωρεί φανατικούς ιδεολόγους, παρά επιτιθεμένους απάτε-ώδες. Άλλες φορές οι ειδικοί απλώς δεν θέλουν να γνωρίζουν. Υπάρχει ένα τελευταίο, βαρύτερο είδος αποτυχίας. Εκεί η επιθυμητή δράση δεν περιστρέλλεται από αμφιβολίες, ατολμια ή διαφθορά, αλλά από αντικειμενικούς περιορισμούς. Ξέρουμε τι πρέπει να κάνουμε, θέλουμε να το κάνουμε, αλλά τώρα πια δεν μπορού-

με. Εκεί η κυβέρνηση λούζεται τις συνέπειες προηγούμενων αποτυχιών της και η οικονομία κατατλγει σκλάβια των προγενέστερων συνθηκών. Με το δυναμικό της αναπτυσσόμενο δημόσιο χρέος στην Ευρώπη κι ένα θεόρατο έλλειμμα ισοζυγίου πληρωμών, καλώς ήρατε με τα χέρια δεμένα στην ελληνική κρίση!

Πόσο διατηρήσιμη θα είναι μελλοντικά η θέση μας στην ΟΝΕ αν η απόκλιση μας από τον οικονομικό πυρήνα της Ε.Ε. συνεχιστεί; Πολλοί συμφωνούν ότι η διόρθωση των ανισορροπιών θα απαιτούσε είτε μεγάλες έκτασης νομισματική υποτίμηση (που στο πλαίσιο του ευρώ είναι αδύνατη) ή γενναίες βελτιώσεις παραγωγικότητας μέσω επιπλέον διαρθρωτικών προσαρμογών ή μια παρατεταμένη ύφεση. Σε αυτήν απειλείται ήδη να εισέλθει η ελληνική οικονομία, διαμορφώνοντας κατά το επόμενο διάστημα ένα δυναμει εκρηκτικό κοινωνικό μείγμα. (Ηδη ένα απίστευτο 47% των συμπατριωτών μας δηλώνει ότι θα ψήφιζε σήμερα εναντίον του ευρώ, του μοναδικού δηλαδή παράγοντα νομισματικής σταθερότητας της ελληνικής οικονομίας!) Όπως λέει ο Γιάννης Βούλγαρης, το μεταπολιτευτικό μας σύστημα ανταποκρινόταν πάντοτε καθυστερημένα στις μεγάλες προκλήσεις – αλλά ανταποκρινόταν. Πάντα καταφέρναμε να τρυπώσουμε τελευταία στιγμή, στο τελευταίο βαγόνι. Εχουμε όμως μελλοντικά μπροστά μας ένα δυσάρεστο ενδεχόμενο: το τελευταίο αυτό βαγόνι να αποσυνδεθεί κάποια στιγμή από την υπόλοιπη αμαρσοτική κι εμείς να ανακαλύψουμε ότι είμαστε μέσα μόνοι...

\* Ο κ. Γ. Παγουλάτος είναι αναπληρωτής καθηγητής στο Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών.

## Στον αέρα το δανειακό πρόγραμμα του 2009

Του **ΣΩΤΗΡΗ ΝΙΚΑ**

Την ώρα που η Ελλάδα αντιμετωπίζει ολοένα και μεγαλύτερο κίνδυνο να μη μπορεί να ξεχρεώσει τους δανειστές της, το ύψος του προγράμματος δανεισμού του 2009 βρίσκεται ακόμα στον «αέρα», δίνοντας «τροφή» σε σενάρια που επιβαρύνουν το ήδη αρνητικό κλίμα απέναντι στην ελληνική αγορά ομολόγων.

Η εκτίναξη των spreads στα 10ετή, 5ετή και 3ετή ελληνικά ομόλογα (δηλαδή το πόσο μεγαλύτερο επιτόκιο πληρώνει το ελληνικό Δημόσιο απ' ό,τι το γερμανικό για να δανειστεί) είναι το πρώτο δείγμα της αποστρέφησης των επενδυτών από την ελληνική αγορά ομολόγων.

Η δεύτερη –και ίσως σημαντικότερη– ένδειξη είναι η κατακόρυφη άνοδος των spreads στα επιτόκια των Credit Default Swaps (CDS), δηλαδή των προϊόντων μέσων των οποίων αποτιμώται ο κίνδυνος να αποπληρώσει τις υποχρεώσεις του ένας εκδότης ομολόγων. Με άλλα λόγια, τα CDS είναι η «πιστωτική προστασία» που πουλάει κάποιος επενδυτής για τα προϊόντα – ομόλογα που υπάρχουν στην αγορά.

Σε διάστημα δύο μηνών το spread των CDS των 5ετών ελληνικών τίτλων έχει υπερτριπλασιαστεί, καθώς στις αρχές Οκτωβρίου ήταν στις 77 μονάδες βάσης και στην εβδομάδα έφτασε στην περιοχή των 240 μονάδων βάσης. Αυτό πρακτικά σημαίνει πως «μεγάλοι επενδυτικοί οίκοι εκτιμούν ότι υπάρχει πολύ πιο αυξημένη

πιθανότητα αθέτησης του ελληνικού Δημοσίου έναντι των ομολόγων που έχει εκδώσει», επισημαίνουν αναλυτές της αγοράς που εξειδικεύονται στη διαχείριση κινδύνων των χαρτοφυλακίων.

Οι παραπομπές στις αγορές παγκοσμίως είναι τέτοιου μεγέθους, που οι επενδυτικοί οίκοι έχουν βάσει στο στόχαστρό τους και άλλες οικονομίες, όπως αυτή της Αγγλίας, για την οποία το spread των CDS της έχει αυξηθεί από τις 97 μονάδες βάσης στις 138 μονάδες βάσης.

Για το λόγο αυτό, οι ίδιοι αναλυτές σημειώνουν ότι μπορεί να συζητηθεί για αυξημένο κίνδυνο αθέτησης των υποχρεώσεων του από το ελληνικό Δημόσιο, αλλά «αυτό δεν σημαίνει ότι θα συμβεί κιόλας».

Μέσα στο δυσμενές αυτό περιβάλλον για την Ελλάδα, το υπουργείο Οικονομίας δεν έχει ακόμα καθορίσει κριβώς ποιο θα είναι το δανειακό πρόγραμμα του επόμενου έτους. Αποτέλεσμα είναι να γίνονται διάφορες προβλέψεις, που θέλουν την Ελλάδα να δανειστεί του χρόνου έως και 53 δισ. ευρώ, ενώ υπάρχουν κι άλλες εκτιμήσεις που είτε ανεβάζουν το ποσό αυτό είτε το μειώνουν. Πάντως, στον Οργανισμό Διαχείρισης Δημοσίου Χρέους (ΟΔΑΧΗ) υποστηρίζουν ότι το 2009 το Δημόσιο θα χρειαστεί τουλάχιστον 41 δισ. ευρώ (όσα αναγράφονται στον προϋπολογισμό του 2009) και ό,τι επιπλέον απαιτηθεί για την κάλυψη των ελλειμμάτων, δηλαδή περίπου 5 δισ. ευρώ επιπλέον. Ετσι, το συνολικό πρόγραμ-

μα δανεισμού αναμένεται να διαμορφωθεί στην περιοχή των 45-46 δισ. ευρώ, ενώ ο Οργανισμός ξεκαθαρίζει ότι κανένα από τα μέτρα ενίσχυσης της ρευστότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος (που μπορεί να φτάσει μέχρι τα 28 δισ. ευρώ) δεν θα συμπεριληφθεί στο δανειακό πρόγραμμα του 2009. Οι προβλέψεις όμως για το τι θα συμβεί του χρόνου, είναι δυσωσιώες για τα ελληνικά ομόλογα. Αυτό γιατί:

1. Το κόστος δανεισμού γίνεται ολοένα και ακριβότερο, με τα spread να διευρύνονται συνεχώς.

2. Το 2009 εκτιμάται ότι θα υπάρξει υπερπροσφορά

κρατικών ομολόγων (υπολογίζεται ότι θα εκδοθούν περίπου 30% περισσότεροι τίτλοι απ' ό,τι φέτος) με συνέπεια τα ομόλογα των περιφερειακών αγορών, όπως η Ελλάδα, να δεχθούν ακόμα μεγαλύτερες πιέσεις.

Το μόνο σίγουρο αυτή στιγμή είναι ότι το υπουργείο Οικονομίας θα καταρτίσει ένα «γενικό και ευέλικτο» πρόγραμμα δανεισμού για το 2009, όπως επισημαίνουν κύκλοι του υπουργείου, ενώ δεν αποκλείεται να επικεντρωθεί κυρίως σε βραχυχρόνιους τίτλους να μετατρέπει τα τριμηνιαία δανειακά προγράμματα σε μηνιαία.

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΔΗΜΟΚΡΑΤΙΑ

**ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΕΠΙΜΕΛΗΤΗΡΙΟ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΑΣ**

Αθήνα 28 Νοεμβρίου 2008

**ΠΡΟΣΚΛΗΣΗ**

Ο Πρόεδρος του Οικονομικού Επιμελητηρίου της Ελλάδας  
**κ. Πελοπίδας Καλλιρής**  
και τα μέλη της Κεντρικής Διοίκησης  
έχουν την τιμή να σας προσκαλέσουν  
στην ΗΜΕΡΙΔΑ που διοργανώνουν με θέμα:  
«**Διεθνές Οικονομική Κρίση – Προβληματισμός 2009**»  
την Κυριακή 7 Δεκεμβρίου 2008  
στο Ξενοδοχείο Marriott Athens Ledra, Λ. Συγγρού 115.

Τις πρωινές ώρες των εργασιών της Ημερίδας (10.30 έως 14.00)  
θα μιλήσουν διακεκριμένοι Οικονομολόγοι, εκπρόσωποι Φορέων  
και μέλη του Οικονομικού Επιμελητηρίου  
που θα επιθυμούσαν να εκφράσουν τις απόψεις τους.

Τις απογευματινές ώρες των εργασιών της Ημερίδας (17.30 έως 20.00),  
τα πολιτικά κόμματα που εκπροσωπούνται στη Βουλή των Ελλήνων  
θα παρουσιάσουν τις θέσεις τους.

Ο Πρόεδρος του  
Οικονομικού Επιμελητηρίου της Ελλάδας  
**ΠΕΛΟΠΙΔΑΣ ΚΑΛΛΙΡΗΣ**