



Ο ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΣ ΔΑΝΕΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΚΑΙ ΟΙ ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΤΡΑΠΕΖΕΣ

Δρ ΧΡΗΣΤΟΦΟΡΟΥ ΣΑΡΔΕΛΗ

Γενικού Διευθυντή
του Οργανισμού Διαχείρισης Δημοσίου Χρέους

Τα τελευταία χρόνια, το Ελληνικό Δημόσιο αντλεί 20% περίπου του συνολικού ετήσιου δανεισμού του από τις διεθνείς κεφαλαιαγορές, ενώ το υπόλοιπο καλύπτεται μέσω της δημοπράτησης δραχμικών ομολόγων στην εγχώρια αγορά. Είναι αξιοσημείωτο ότι, ενώ οι ελληνικές τράπεζες έχουν παίξει πρωταρχικό ρόλο στην κάλυψη των δραχμικών δανειακών αναγκών, η μέχρι τώρα παρουσία τους στο συναλλαγματικό δανεισμό ήταν περιθωριακή.

Εχω την αίσθηση πως εκατέρωθεν προκαταλήψεις δεν βοήθησαν στην ανάδειξη των πραγματικών προβλημάτων αλλά και των δυνατοτήτων. Οι μεν τράπεζες θεωρούσαν ότι το Ελληνικό Δημόσιο τις αγνοεί γιατί απλά δεν τις χρειάζεται για την κάλυψη των δανειακών του αναγκών σε συνάλλαγμα, το δε Δημόσιο τις αγνοούσε γιατί απλά δεν τις θεωρούσε ανταγωνιστικές των μεγάλων επενδυτικών οίκων του Λονδίνου, ως προς την ικανότητα τοποθέτησης ελληνικού ρίσκου σε τελικούς επενδυτές.

Είναι γεγονός πως, τα μεγάλα ποσά που εμπλέκονται στα εξωτερικά δάνεια του Ελληνικού Δημοσίου, είτε πρόκειται για ιδιωτικές τοποθετήσεις είτε για ομολογιακές εκδόσεις, προϋποθέτουν πολύ καλή δικτύωση με μεγάλους θεσμικούς επενδυτές. Αν και στην περίπτωση των ιδιωτικών τοποθετήσεων ο ρόλος και τα ρίσκα μιας τράπεζας είναι περιορισμένα (η τράπεζα απλά διαμεσολαβεί για την το-

Η ασύμμετρη αυτή συμμετοχή έχει κατά καιρούς δώσει αφορμή για πικρόχολα σχόλια απ' την πλευρά των τραπεζών, επειδή έχει ερμηνευτεί σαν άνιση ή άδικη μεταχείριση απ' την πλευρά του Δημοσίου. Το πρόβλημα δεν έγινε όμως ποτέ, απ' ό,τι γνωρίζω, αντικείμενο συστηματικής συζήτησης, ώστε να διαμορφωθεί κάποια βιώσιμη πολιτική προσέγγισης των πλευρών.

ΟΙ ΔΥΣΚΟΛΙΕΣ ΤΟΥ ΠΑΡΕΛΘΟΝΤΟΣ

ποθέτηση ενός ποσού της τάξεως των 100-150 δισ. δραχμών), η έλλειψη ρεαλιστικών προτάσεων προς το Δημόσιο δεν μπορεί παρά να αντανάκλα τη μη ύπαρξη ενδιαφέροντος από τους εγχώριους θεσμικούς επενδυτές, δηλαδή τους μεγάλους πελάτες των ελληνικών τραπεζών. Αντίθετα, υπήρχε και εξακολουθεί να υπάρχει καταγινομός τέτοιων προτάσεων από τους επενδυτικούς οίκους του Λονδίνου.

Η έλλειψη επαρκούς δικτύωσης με τελικούς επενδυτές που τοποθετούν μακροχρόνια σε συνάλλαγμα λειτουργεί ακόμη πιο αποτρεπτικά στην περίπτωση των ομολογιακών εκδόσεων, όπου τα πο-

σά είναι πολύ μεγαλύτερα και οι ανάδοχοι τράπεζες αναλαμβάνουν τον κίνδυνο μη διάθεσης του προϊόντος (underwriting risk). Είναι λοιπόν φυσικό, οι εμπλεκόμενοι κίνδυνοι να λειτούργησαν ανασταλικά για το μέχρι τώρα ενδιαφέρον των ελληνικών τραπεζών σ' αυτή τη δραστηριότητα, πράγμα που σχεδόν αυτόματα άφηγε ανοιχτό το πεδίο στις ανταγωνίστριες επενδυτικές τράπεζες του Λονδίνου. Ταυτόχρονα, ο κίνδυνος μη διάθεσης της έκδοσης, πρέπει να αποθάρρυνε και το Ελληνικό Δημόσιο στο να χρησιμοποιεί ελληνικές τράπεζες στις μεγάλες εκδόσεις.

Το κύριο πρόβλημα φαίνεται με άλλα λόγια να βρίσκεται στις αδυναμίες και τα μέχρι τώρα υφιστάμενα αντικίνητρα για τέτοιες τοποθετήσεις των εγχώριων θεσμικών, πχ τα αμοιβαία κεφάλαια και τα ασφαλιστικά ταμεία, παρά στις ίδιες τις τράπεζες.

ΝΕΕΣ ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ

Αν αυτό ήταν το πρόβλημα, μπορούμε εύκολα να εντοπίσουμε τις παραμέτρους που μας επιτρέπουν να είμαστε πιο αισιόδοξοι για το μέλλον.

1. Η επικείμενη ένταξη της χώρας στη ζώνη ευρώ εξαλείφει σε μεγάλο βαθμό το διαχωρισμό μεταξύ συναλλαγματικού και δραχμικού δανεισμού του Δημοσίου. Έτσι, οι παραδοσιακοί “δραχμικοί” θεσμικοί επενδυτές μετατρέπονται σε “συναλλαγματικούς”, πράγμα που σχεδόν αυτόματα διευρύνει και αναβαθμίζει το δίκτυο τελικών επενδυτών των ελληνικών τραπεζών.

2. Προς την ίδια κατεύθυνση θα λειτουργήσουν και οι επερχόμενες θεσμικές ρυθμίσεις και οργανωτικές αναδιαρθρώσεις των ασφαλιστικών ταμείων, οι οποίες προβλέπεται να άρουν τις υπάρχουσες αγκυλώσεις στη διαχείριση του ενεργητικού τους. Αναμφίβολα, οι προϋποθέσεις συμμετοχής των ελληνικών τραπεζών σε μεγάλες μελλοντικές εκδόσεις ή ιδιωτικές τοποθετήσεις του Ελληνικού Δη-

μοσίου συναρτώνται σε μεγάλο βαθμό από τον τρόπο διαχείρισης των χαρτοφυλακίων των εγχώριων θεσμικών επενδυτών.

3. Η σημειωθείσα δημοσιονομική πρόοδος και η προβλεπόμενη δημοσιονομική πειθαρχία στη μετα-ONE εποχή, έχουν καταστήσει το έργο της εκτός Ελλάδος τοποθέτησης ελληνικού ρίσκου πολύ πιο εύκολο από πριν. Αυτό αμβλύνει το συγκριτικό πλεονέκτημα που είχαν οι διεθνείς οίκοι έναντι των ελληνικών τραπεζών, ως προς τη δυνατότητα προσέγγισης των εκτός χώρας θεσμικών επενδυτών.

4. Τέλος, οι πλέον διορατικές τράπεζες κινούνται ήδη δραστήρια στον ευρωπαϊκό χώρο, είτε από μόνες τους, όπως πχ η Εθνική και η Πίστεις, είτε μέσω συνεργασιών, όπως η Eurobank με την Deutsche Bank. Αυτή η εξωστρέφεια έχει ήδη βελτιώσει σημαντικά τις προσβάσεις τους σε τελικούς επενδυτές του ευρύτερου ευρωπαϊκού χώρου. Άλλωστε, οι ελληνικές τράπεζες έχουν και το συγκριτικό πλεονέκτημα της εξειδίκευσης στην τοποθέτηση του ελληνικού κινδύνου.

Με άλλα λόγια, οι εκατέρωθεν προϋποθέσεις έχουν βελτιωθεί σημαντικά. Αναγνώριση αυτής της προόδου είναι άλλωστε και η επιτυχής συμμετοχή τριών ελληνικών τραπεζών στην πρόσφατη έκδοση του νέου 10ετούς Ευρωομολόγου αναφοράς. Είναι λοιπόν εύλογο να θέσει κανείς το ερώτημα μήπως το όλο θέμα είναι πλέον χωρίς πρακτικό ενδιαφέρον, ξεπερασμένο απ' την ίδια την πραγματικότητα;

Η ΚΑΜΠΗ ΤΗΣ ONE

Πιστεύω πως ένα τέτοιο συμπέρασμα θα ήταν πρόωρο και παράλογο. Οι εμπειρίες του 1999, του πρώτου έτους λειτουργίας της ενιαίας αγοράς ευρώ, έφεραν στο προσκήνιο νέες προκλήσεις, τις οποίες θα κληθούμε να αντιμετωπίσουμε από κοινού την επομένη της κατάργησης των συναλλαγματικών συνόρων. Ας περιορισθούμε σε δύο απ' αυτές.



1. Με την ένταξη στη ζώνη ευρώ, οι μικρότερες χώρες αντιμετωπίζουν κλιμακούμενες δυσκολίες τοποθέτησης των ομολόγων τους. Πιο συγκεκριμένα, παρατηρήθηκε πως οι εγχώριοι επενδυτές των μικρών χωρών κινήθηκαν πιο εύκολα προς τα έξω παρά οι ξένοι επενδυτές προς τα μέσα. Έτσι, η ασύμμετρη αυτή κίνηση των κεφαλαίων οδήγησε σε αύξηση του κόστους δανεισμού. Χαρακτηριστική είναι η περίπτωση της Αυστρίας, όπου η διαφορά αποδόσεων έναντι των γερμανικών ομολόγων αυξήθηκε κατά 20 περίπου μονάδες βάσης αμέσως μετά την απόφαση ένταξης (βλ. διάγραμμα 1). Προφανώς, το κινήγι χρεογράφων με όγκο και υψηλή ρευστότητα λειτουργεί υπέρ των ομολόγων των μεγάλων οικονομιών, με αποτέλεσμα, η εγχώρια αγορά των μικρών χωρών ως μηχανισμός τοποθέτησης του δημόσιου χρέους να διαβρώνεται. Έτσι εξηγείται και η σημαντική συρρίκνωση των Ιταλικών spreads.

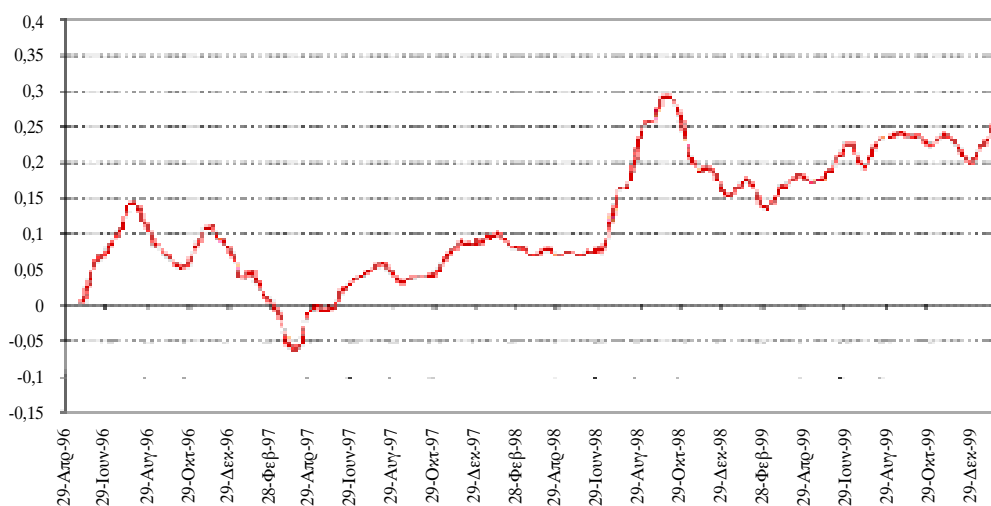
Αυτή η διαπίστωση μας οδηγεί σχεδόν αυτόματα στο συμπέρασμα ότι, μετά την ΟΝΕ, τα κανάλια που θα μας οδηγούν προς τους μεγάλους επενδυτές

αναγκαστικά θα περνούν μέσα από τις διόδους που ελέγχουν οι διεθνείς επενδυτικές τράπεζες. Γι' αυτό, ένα αναλογικά μεγαλύτερο μέρος των μελλοντικών μας εκδόσεων σε ευρώ θα πρέπει να γίνεται μέσω κοινοπραξιών, με αυτά τα ιδρύματα να παίζουν ηγετικό ρόλο. Η πρόκληση για το εγχώριο τραπεζικό σύστημα είναι λοιπόν εμφανής.

2. Η ενιαία συναλλαγματική ζώνη δημιουργήσε έξαρση στη χρηματοδότηση του ιδιωτικού τομέα μέσω έκδοσης ομολόγων. Παρά το γεγονός ότι σε κάθε χώρα της ΟΝΕ το Δημόσιο εξακολουθεί να είναι ο κυρίαρχος δανειολήπτης, ο συνολικός κρατικός δανεισμός στη ζώνη ευρώ δεν υπερβαίνει το 14% του συνολικού (βλ. διάγραμμα 2). Είναι εμφανές πως η νομισματική ένωση υποσκάπτει τους παραδοσιακούς δεσμούς μεταξύ του εγχώριου επιχειρηματικού κόσμου και του εγχώριου τραπεζικού συστήματος, μάλιστα πολύ ταχύτερα απ' ό,τι πίστευαν και οι πλέον τολμηροί αναλυτές. Έτσι, στο βαθμό που οι επιχειρήσεις τείνουν να αξιοποιούν την τεράστια και διαρκώς ανερχόμενη αγορά ομολόγων

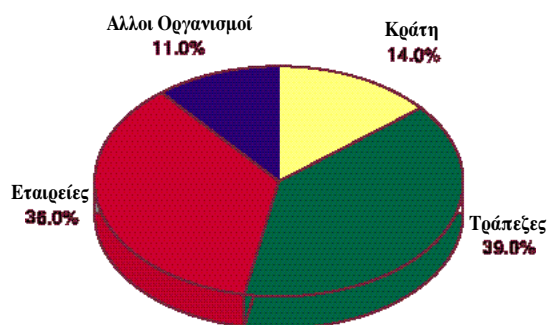
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1

Διαφορά ημερησίων αποδόσεων 10ετών ομολόγων Αυστρίας και Γερμανίας από 29 Απριλίου 1996 έως σήμερα (15days moving average)



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2

Εκδόσεις ομολόγων σε ευρώ το 1999 κατά κατηγορία εκδότη



της ζώνης ευρώ, η εγχώρια δανειακή βάση των τραπεζών διαβρώνεται. Και σ' αυτή την περίπτωση, τα διεθνή τραπεζικά ιδρύματα έχουν ένα προβάδισμα στην οργάνωση και διάθεση τέτοιων εκδόσεων. Ταυτόχρονα, η ανασφάλεια που δημιουργεί η διεύρυνση του κύκλου των εκδοτών ομολόγων ενδέχεται να επιτείνει την αίσθηση εξάρτησης του Ελληνικού Δημοσίου από τους μεγάλους και πιο καθιερωμένους διεθνείς επενδυτικούς οίκους.

Το βασικό συμπέρασμα των δύο παραπάνω παρατηρήσεων είναι πως η είσοδος της χώρας στην ΟΝΕ δημιουργεί μία αυθόρμητη τάση απαγκίστρωσης των εγχώριων δανειοληπτών, συμπεριλαμβανομένου και του Ελληνικού Δημοσίου, από το εγχώριο τραπεζικό σύστημα.

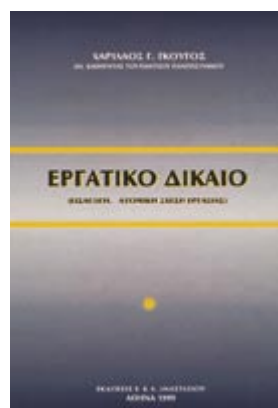
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Βρισκόμενοι στην τελική ευθεία για την ένταξη στην ΟΝΕ, η βελτίωση των δεικτών της οικονομίας, οι υπό εξέλιξη αλλαγές της επενδυτικής συμπεριφοράς των εγχώριων θεσμικών επενδυτών

και οι ανακατατάξεις στον ίδιο τον τραπεζικό τομέα, δείχνουν πως πολλές διαρθρωτικές αδυναμίες που επενεργούσαν περιοριστικά στη συμμετοχή των ελληνικών τραπεζών στο συναλλαγματικό δανεισμό του Ελληνικού Δημοσίου τείνουν να ξεπεραστούν.

Ταυτόχρονα όμως, η τεχνική προσέγγιση των επενδυτών στη μετα-ΟΝΕ εποχή τείνει να προσδώσει στο συνολικό δανεισμό χαρακτηριστικά που παραδοσιακά ανήκαν στο λεγόμενο “εξωτερικό” δανεισμό. Αυτό φαίνεται ότι θα ισχύσει και στη δανειοληπτική συμπεριφορά του ιδιωτικού τομέα.

Γι' αυτό, το προβάδισμα των ξένων χρηματοοικονομικών οίκων επιβάλλει περισσότερη εξωστρέφεια και εντατικότερη προσπάθεια προσαρμογής των ελληνικών τραπεζών στα νέα δεδομένα. Πιστεύω πως ορισμένες έχουν κερδίσει το στοίχημα του ανταγωνισμού και οι προϋποθέσεις συνεργασίας με το Δημόσιο είναι πολύ καλύτερες από πριν.



Εργατικό Δίκαιο

Χαρίλαου Γκούτου

Αθήνα 1999

Εκδόσεις Ε. & Α. Αναστασίου

Αλ. Πάντου 10 • Αθήνα
τηλ. 9222.828 • fax 363.5582