

ΜΕΡΟΣ ΤΡΙΤΟ

ΕΠΙΚΟΥΡΙΚΑ ΤΑΜΕΙΑ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ

Σ. ΘΩΜΑΔΑΚΗΣ

Καθηγητής Πανεπιστημίου Αθηνών

"Τα Επικουρικά Ταμεία από την οπτική της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς"

Κυρίες και κύριοι, θέλω κατ' αρχήν να ευχαριστήσω για την πρόσκληση και να συγχαρώ την ΟΤΟΕ για τη θαυμάσια αυτή πρωτοβουλία. Νομίζω ότι πραγματικά είναι καιρός να αναπτυχθεί η δημόσια συζήτηση, αναφορικά με την αξιοποίηση των πόρων διαφόρων φορέων συλλογικής αποταμίευσης στον τόπο μας, κάτι στο οποίο η Ελλάδα πιστεύω ότι έχει καθυστερήσει σε σχέση με τις υπόλοιπες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Θέλω επίσης να σας πω ότι, ο κ. Δ. Τσουκαλάς ανέφερε και τις δύο μου ιδιότητες ως Καθηγητή Πανεπιστημίου και ως Προέδρου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Η δεύτερη ιδιότητα είναι αυτή που προσδιορίζει ότι πρέπει να σας πω ορισμένα πράγματα σε σχέση με τη οπτική γωνία αυτής της θεσμικής θέσης που κατέχω αυτή τη στιγμή. Και σ' αυτό θα επικεντρωθώ.

Είναι γνωστό σε σας και πιστεύω πως το έχουν αναφέρει και πολλοί άλλοι ομιλητές, ότι η χρηματο-οικονομική απελευθέρωση που έχει συντελεσθεί σε όλες τις αναπτυγμένες οικονομίες τα τελευταία 20 χρόνια έχει διευρύνει πάρα πολύ τις επενδυτικές ευκαιρίες για τους αποταμιευτές.

Με άλλα λόγια, έχει προ πολλού παρέλθει η εποχή όπου η μόνη ευκαιρία για τον αποταμιευτή, ήταν μια κατάθεση στην τράπεζα ή η αγορά ενός κρατικού τίτλου. Η διεύρυνση αυτή των επενδυτικών ευκαιριών δεν είναι μόνο για τον πολίτη ως άτομο, ως ατομικό αποταμιευτή, αλλά ισχύει βεβαίως και για τον πολίτη ως συμμετέχο σε σχήματα συλλογικής αποταμίευσης, όπως είναι τα ασφαλιστικά ταμεία, τα ταμεία συνταξιοδότησης, τα επικουρικά ταμεία κλπ.

Στη χώρα μας, υπάρχουν οι γνωστές δεσμεύσεις όσον αφορά τις τοποθετήσεις και τη διαχείριση των πόρων αυτών των ταμείων, οι οποίες έγιναν αντικείμενα σχολίων από πολλούς προηγούμενους ομιλητές, απ' ό,τι είδα και άκουσα. Και βέβαια πρέπει να πω ότι στη χώρα μας έχουμε την ιδιομορφία του πάρα πολύ υψηλού δημοσίου χρέους, το οποίο αν θέλετε, επιτάσσει μια σειρά από δεσμεύσεις στο χρηματο-οικονομικό τομέα και όχι μόνο όσον αφορά τις τοποθετήσεις των ασφαλιστικών ταμείων.

Αλλά πρέπει επίσης να πω ότι με τη μακροοικονομική εξομάλυνση που επέρχεται, με την τάση για την επιβράδυνση των ρυθμών συσσώρευσης του δημοσίου χρέους και με την τάση που επίσης είναι σαφής και διαμορφώνεται για τη δημιουργία δευτερογενών αγορών, τίτλων του δημοσίου και στην Ελλάδα, αλλάζει το σκηνικό, όσον αφορά τη δυνατότητα διεύρυνσης επενδυτικών δυνατοτήτων, από φορείς συλλογικών αποταμιεύσεων, όπως τα ασφαλιστικά ταμεία και πιστεύω πως και η οικονομική πολιτική της κυβέρνησης κινείται επιφυλακτικά μεν, αλλά εν πάση περιπτώσει κινείται προς αυτή την κατεύθυνση.

Πιστεύω λοιπόν ότι η δυνατότητα διεύρυνσης των επενδυτικών δυνατοτήτων για τα ασφαλιστικά και επικουρικά ταμεία και γενικά για τους οργανισμούς συλλογικής αποταμίευσης, είναι κάτι που είναι αναγκαίο. Μπορεί να αποβεί ωφέλιμο για τους ασφαλισμένους, με την έννοια ότι μπορεί να βελτιώσει τις αποδόσεις των τοποθετήσεων αυτών.

Εγώ πιστεύω ότι μπορεί να αποβεί ωφέλιμο και για το σύνολο της κεφαλαιαγοράς στην Ελλάδα. Διότι εδώ μιλάμε για μια πολύ μεγάλη μάζα επενδυτικών πόρων, οι οποίοι, εφόσον γίνουν αντικείμενο επένδυσης σε όλους τους τομείς της κεφαλαιαγοράς, από τους τίτλους του δημοσίου μέχρι το χρηματιστήριο, μπορούν να προσδώσουν ένα βάθος στην ελληνική αγορά που σήμερα δεν έχει.

Μπορούν να προσδώσουν πρόσθετη ρευστότητα στην ελληνική αγορά, που σήμερα δεν έχει και μπορούν, επομένως, να αποβούν προς όφελος όλου του πλέγματος των αγορών των διαπραγματεύσιμων κινητών αξιών στην Ελλάδα.

Αυτά βεβαίως για να συμβούν και αυτές οι ωφέλειες για να πραγματοποιηθούν, πρέπει να ικανοποιηθούν ορισμένες προϋποθέσεις. Και οι προϋποθέσεις, που εγώ τουλάχιστον θέλω να υπογραμμίσω, τις εστιάζω στο ζήτημα της ομαλότητας και της εξυγίανσης της κεφαλαιαγοράς, που εκεί νομίζω ότι τίθενται πολύ σοβαρά θέματα.

Θα αναφερθώ πιο συγκεκριμένα σ' αυτά τα ζητήματα. Πρώτα απ' όλα, είναι σαφές ότι όποιος είναι υπεύθυνος για τη διαχείριση αυτών των πόρων, όποιο σώμα τελικά οριστεί ως υπεύθυνο για τη διαχείριση αυτών των πόρων, θα πρέπει να υποχρεώνεται από κανονισμούς, κώδικες ή νόμους να ενεργεί μια διαχείριση που θα είναι χρηστή και σώφρων.

Γιατί ο διαχειριστής θα είναι σε θέση να διαχειρίζεται τεράστια ποσά, θα μπορεί να επιδρά και στην αγορά ακόμα, λόγω των μεγάλων ποσών τα οποία διαχειρίζεται, θα έχει ευθύνη απέναντι σε ένα μεγάλο σύνολο ανθρώπων, των οποίων τις συντάξεις, ή τα άλλα ωφελήματα θα έχει στα χέρια του, με την έννοια ότι θα πρέπει να εξασφαλίζει από τις επενδύσεις του, μια σταθερή και ομαλή ροή πόρων σε σημαντικό μελλοντικό ορίζοντα.

Επομένως μιλάμε για αυτοδιαχείριση και εννοούμε ένα πολύ σοβαρό πλέγμα ευθυνών, τις οποίες θα πρέπει να εξασφαλίζει η χρηστή διαχείριση. Πρέπει να πω ότι και σήμερα στην Ελλάδα έχουμε οργανωμένους συλλογικούς επενδυτές. Είναι οι θεσμικοί επενδυτές, τα αμοιβαία κεφάλαια, οι ανώνυμες εταιρείες διαχείρισης κεφαλαίων κλπ.

Έχουμε πολλές φορές το φαινόμενο, όχι μόνο στην Ελλάδα αλλά και σε άλλες αγορές, αυτοί οι μεγάλοι επενδυτές, που εκπροσωπούν μεγάλη δύναμη ζήτησης μέσα στη συγκεκριμένη αγορά, σε ορισμένες συνθήκες, να λειτουργούν αποσταθεροποιητικά και όχι σταθεροποιητικά για την αγορά.

Φανταστείτε αυτή τη στιγμή έναν συλλογικό επενδυτή που έχει στα χέρια του 100 δις δρχ. Αυτός πραγματικά, αν κάνει απότομες και άφρονες κινήσεις, ίσως νομίζοντας ότι εξυπηρετεί τα στενά συμφέροντα των μετόχων, μπορεί να τινάξει στον αέρα ή να δημιουργήσει πολύ μείζονα φαινόμενα αποσταθεροποίησης στις αγορές.

Η σώφρον διαχείριση αποτελεί για μένα, μια διαχείριση η οποία αναγκαστικά θα εξισορροπεί τα συμφέροντα των ασφαλισμένων με τα γενικότερα συμφέροντα της αγοράς. Γιατί τελικά, μια αγορά που αποσταθεροποιείται, αποβαίνει βλαβερή για όλους.

Νομίζω όμως ότι αυτός ο συνδυασμός, αυτή η εξισορρόπηση, δεν είναι καθόλου παράδοση, ούτε δύσκολη, ούτε αντιφατική. Γιατί τελικά, αν με ρωτούσατε υπό την ιδιότητά μου ως πανεπιστημιακού, «τι θα συμβούλευες ένα ασφαλιστικό ταμείο όταν θα σε ρωτούσε τι επενδυτική πολιτική να ακολουθήσει», θα έλεγα «να ακολουθήσει μια πολύ συντηρητική επενδυτική πολιτική».

Γιατί το ασφαλιστικό ταμείο δεν είναι ένας επενδυτής που θέλει απλά να μεγιστοποιήσει τα κέρδη του. Είναι ένας επενδυτής που θέλει να σταθεροποιήσει τις εκροές του στο μέλλον.

Η σταθεροποίηση των εκροών στο μέλλον, σύμφωνα με τις υποχρεώσεις που έχει ο κάθε οργανισμός, σημαίνει μια πάρα πολύ συντηρητική διαχείριση πόρων. Δεν είναι δυνατόν λοιπόν, να θεωρούμε ότι είναι αντιφατικό το συμφέρον των ασφαλισμένων ή εν πάση περιπτώσει των συμμετεχόντων σε ένα συλλογικό σχήμα αποταμίευσης με το συμφέρον, ή εν πάση περιπτώσει με τον ευρύτερο στόχο της ομαλότητας της αγοράς.

Τι σημαίνει αυτό; Σημαίνει ότι ακόμα κι αν ήταν δυνατόν σήμερα το ελληνικό κράτος να πει ότι απελευθερώνει αμέσως και παραδίδει αμέσως στην αυτοδιαχείριση όλους τους πόρους των ασφαλιστικών ταμείων ή των επικουρικών ταμείων, ακόμα κι αν συνέβαινε αυτό σήμερα, η μετάβαση από το σημερινό επενδυτικό χαρτοφυλάκιο στο τυχόν άριστο επενδυτικό χαρτοφυλάκιο, που με ελεύθερη επιλογή θα έκανε κανείς, θα έπρεπε να είναι μια μετάβαση πάρα πολύ βραδεία και πολύ προσεκτική.

Δε θα ήταν δυνατόν και δεν μπορώ να το φανταστώ αυτό, να οδηγηθεί δηλαδή κανείς σε καταστάσεις όπου, έστω ότι η σημερινή επένδυση σε ομόλογα του ελληνικού δημοσίου προσδοκά να αποδώσει 10% και υπάρχει κάπου μια άλλη επένδυση, π.χ. σε ένα ιαπωνέζικο «χαρτί» που αποδίδει 15%, να έλθει εδώ ένας διαχειριστής και να πει ότι παίρνει 300 δις και ξαφνικά σβήνει το ένα και κάνει το άλλο.

Αυτό είναι αδύνατο, δεν γίνεται. Δεν εξυπηρετεί τα συμφέροντα κανενός. Ακόμα κι αν η απελευθέρωση γινόταν τώρα, η διαδικασία προσαρμογής θα έπρεπε να είναι προς το συμφέρον και των ασφαλισμένων, αλλά και της ομαλότητας των αγορών, θα έπρεπε όπως είπα, να είναι μια διαδικασία βραδεία και προσεκτική, έτσι ώστε να μην ανατρέπονται καταστάσεις στην αγορά.

Γιατί ξέρετε ότι υπάρχει και το άλλο θέμα. Πολλές φορές, αυτός που ασκεί μεγάλη δύναμη στην αγορά, μπορεί να την εκμεταλλευτεί ως μονοπώλιο ή μονοψώνιο. Δεν είναι δυνατόν λοιπόν να ασκήσει κανείς, ιδίως αν την ασκήσει με αφροσύνη, αυτή τη μεγάλη δύναμη που έχει στην αγορά, για να αποσταθεροποιήσει την ίδια την αγορά.

Εγώ είμαι από εκείνους που εδώ στην Ελλάδα πιστεύουν ότι στις κεφαλαιαγορές και την ελληνική και όλες, πρέπει να ισχύουν για όλους και ιδίως για τους συλλογικούς επενδυτές αυστηροί κώδικες δεοντολογίας.

Διότι, πιθανώς θα ξέρετε κι εσείς, ότι πολλές φορές στις κεφαλαιαγορές έχουμε αθέμιτες συμπεριφορές, οι οποίες οδηγούν σε διάφορα παθολογικά φαινόμενα. Όχι μόνο μεγάλες διακυμάνσεις στις ίδιες τις αγορές, αλλά παιχνίδια με τεχνητή διαμόρφωση τιμών στις αγορές και τέλος πάντων άλλα φαινόμενα που δεν θα απαριθμήσουμε.

Η ύπαρξη κωδίκων δεοντολογίας και η ύπαρξη κωδίκων συμπεριφοράς στην κεφαλαιαγορά, είναι για μένα απόλυτα αναγκαίο εξυγιαντικό μέτρο για την αγορά μας. Και πιστεύω, ότι ένας από τους λόγους που είμαι ένθερμος υποστηρικτής της απελευθέρωσης και της αυτοδιαχείρισης είναι επειδή οι συλλογικοί οργανισμοί, όπως τα ασφαλιστικά ταμεία, τα επικουρικά ταμεία κλπ., θα μπορούσαν και θα έπρεπε, εφόσον έχουν ελευθερία να επενδύουν στις αγορές διαπραγματεύσιμων τίτλων, να γίνουν υποδείγματα, πηγή διάχυσης προτύπων για καλή συμπεριφορά στις αγορές.

Γιατί και οι ίδιοι έχουν συμφέρον τελικά να διαχέεται ένα πρότυπο καλής συμπεριφοράς στην αγορά. Όλα αυτά βέβαια είναι ζητούμενα που δεν επέρχονται αυτόματα, απλώς και μόνο με το να πούμε ότι μεταβιβάζω τη διαχείριση από την Τράπεζα της Ελλάδας ή από το Υπουργείο των Οικονομικών σε κάποιο Συμβούλιο.

Εδώ χρειάζεται πολύ σοβαρή προετοιμασία, τεχνογνωσία, χρειάζεται θέσπιση κανόνων συμπεριφοράς, όπως είπα, χρειάζεται θέσπιση επενδυτικών κανόνων, που να είναι γνωστοί εκ των προτέρων και προς τον ασφαλισμένο, ο οποίος έχει τα χρήματά του (εισφορές) στο ασφαλιστικό ταμείο.

Χρειάζεται διαφάνεια. Επομένως νομίζω πως όσοι υποστηρίζουν, και σωστά, ότι πρέπει να προχωρήσουμε προς αυτή την απελευθέρωση, με την έννοια της αυτοδιαχείρισης, πρέπει ταυτόχρονα να υποστηρίζουν και να αναγνωρίζουν ότι χρειάζεται πάρα πολύ μεγάλη τεχνική προετοιμασία.

Ωστε όλα αυτά τα ζητούμενα, να είναι δυνατόν να εξασφαλιστούν, γιατί αλλιώς όλες οι ωφέλειες που απαρίθμησα, αν δεν εξασφαλιστούν τα ζητούμενα, πολύ εύκολα μπορεί -και έχουμε τέτοια παραδείγματα σε άλλες χώρες- να μην είναι ωφέλειες, αλλά βλάβες.

Φαντάζεστε καταστάσεις, που έχουν υπάρξει π.χ. στις Ηνωμένες Πολιτείες, όπου κάποια συνταξιοδοτικά ταμεία έχουν χάσει πάρα πολλά χρήματα από κερδοσκοπικά παιχνίδια π.χ. σε αγορές παραγωγών.

Και βέβαια τελικά ο ασφαλισμένος, εκεί που νόμιζε ότι έχει μέσα στο ταμείο μια αξία 100, ξαφνικά ανακαλύπτει, μ' ένα γράμμα που του λέει ότι «χάσαμε και τώρα η αξία είναι μόνο 25».

Υπάρχουν τέτοια φαινόμενα και τέτοιοι κίνδυνοι και η προάσπιση των ευρέως νοουμένων συμφερόντων και της κοινωνίας και των ασφαλισμένων, νομίζω ότι επιβάλλει τη σωστή προετοιμασία ώστε αυτοί οι κίνδυνοι να εξαλειφθούν. Αυτοδιαχείριση λοιπόν, σημαίνει όχι μόνο πάρα πολύ μεγάλες ευκαιρίες αλλά και πάρα πολύ μεγάλες ευθύνες.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ: Ευχαριστούμε πάρα πολύ τον κ. Σ. Θωμαδάκη για την παρέμβασή του και την ανάλυση του για το τι μέλλει γενέσθαι σε περίπτωση που θα βαδίσουμε προς αυτή την κατεύθυνση. Θέλουμε δε να τον διαβεβαιώσουμε ότι, επειδή γενικά ο τραπεζοϋπάλληλος έχει μια συντηρητική άποψη στη διαχείριση των χρημάτων του, θα μπορέσουμε να πάμε προς την κατεύθυνση που προανέφερε.

Θα ήθελα να δώσω τώρα το λόγο στον αγαπητό φίλο τον κ.Κ. De Ryck, πρώην μόνιμο εκπρόσωπο στην ΕΕ, της Ευρωπαϊκής Ομοσπονδίας Συνταξιοδοτικής Πρόνοιας και Σύμβουλος Επενδύσεων, ο οποίος θα αναφερθεί στο θέμα «Ο ρόλος των Επικουρικών Ταμείων στην Ευρωπαϊκή Κεφαλαιαγορά».