

Ο εκσυγχρονισμός της ελληνικής αγοράς τίτλων

ΝΙΚΟΥ Μ.
ΧΡΙΣΤΟΔΟΥΛΑΚΗ
Υφυπουργού Οικονομικών

Kατά τη διάρκεια των δύο τελευταίων ετών, πραγματοποιήθηκαν σημαντικές διαφθωτικές αλλαγές στη Διαχείριση του Δημόσιου Χρέους, οι οποίες είχαν σαν αποτέλεσμα αφ' ενός τη θωράκιση των ομολόγων από τις διάφορες κρίσεις που κατέκαιρούς ξεσπούν στις διεθνείς αγορές, αφ' ετέρου την εκπλήρωση του κριτηρίου σύγκλισης όσον αφορά τα επιτόκια από τους πρώτους κιόλας μίνες του 1999. Οι αλλαγές αυτές είναι οι εξής:

➤ Η καθιέρωση των δημοπρασιών ως μοναδικού τρόπου έκδοσης δραχμικών τίτλων. Η πρακτική των δημοπρασιών συνέβαλλε στο να αποκατασταθεί η εμπιστοσύνη των αγορών ότι οι αποδόσεις θα εξαρτώνται από την προσφορά και τη ζήτηση.

➤ Η σταδιακή επιμίκυνση του χρέους και η εξομάλυνση των ποσών που αποπληρώνονται ώστε να αποφεύγονται οι “δύσκολοι μίνες” και τα “δύσκολα έπι”. Σαν εργαλεία για την επιμίκυνση του χρέους και τον περιορισμό των δανειακών αναγκών είχαν ήδη χροιμοποιηθεί τα ομόλογα κυμαινόμενου επιτοκίου (FRN) τα οποία είχαν διάρκεια μέχρι και επτά χρόνια. Τα ομόλογα δύμως αυτά παρ' ότι περιόριζαν τα ποσά των τρεχουσών δανειακών αναγκών του δημοσίου, εξακολουθούσαν να στηρίζονται στα βραχυχρόνια επιτόκια των εποίων εντόκων γραμματίων, και συνεπώς το κόστος δανεισμού παρέμενε υψηλό. Γ' αυτό από το 1997 ξεκίνησαν οι δημοπρασίες ομολόγων σταθερού επιτοκίου (FRB), οι οποίες επιταχύνθηκαν μετά την είσοδό μας στο Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ιοσιτιμών και την ομαλοποίηση της αγοράς ομολόγων. Το Μάιο του 1998 εκδώσαμε για πρώτη φορά 15ετή ομόλογα σταθερού επιτοκίου και πε-

ρί τα μέσα του 1999 οκοπεύουμε να προχωρήσουμε σε ακόμη μεγαλύτερες διάρκειες.

➤ Η δημιουργία του θεομού των Βασικών Διαπραγματευτών αποτελεί εγγύον για τη σωστή λειτουργία τόσο της πρωτογενούς όσο και της δευτερογενούς αγοράς. Από τις αρχές του 1999 οι Βασικοί Διαπραγματευτές αυξίζουνται από εννέα σε δεκατέσσερις για μία δοκιμαστική περίοδο έξι μηνών, μετά την παρέλευση της οποίας οι Βασικοί Διαπραγματευτές θα αξιολογηθούν και θα περιοριστούν σε δώδεκα.

➤ Είναι αναμφισβίτη πότι μέσω του Συστήματος της ΗΔΑΤ (Ηλεκτρονική Διαπραγμάτευση Αύλων Τίτλων), επιτυγχάνεται μεγαλύτερη διαφάνεια, ταχύτητα και αποτελεσματικότητα στη λειτουργία της δευτερογενούς αγοράς. Με την επικείμενη συμμετοχή ξένων στην ΗΔΑΤ θα βελτιωθεί η ρευστότητα και θα περιοριστούν τα spreads.

➤ Η έκδοση τίτλων σε άυλη μορφή είναι σαφώς ασφαλέστερη και λιγότερο δαπανηρή από την έκδοση των φυσικών τίτλων τόσο για τον εκδότη όσο και για τους επενδυτές. Επί πλέον, βασικές αγορές όπως τα τερπονησιακά φυσικά τίτλων. Η απούλοποίση των παλαιών έχει ήδη επιτευχθεί σε μεγάλο βαθμό και θα περατωθεί μέσα στο 1999.

➤ Η κατάργηση των προμηθειών στα ομόλογα ήταν ένα μέτρο εκλογίκευσης της τιμολόγησης, καθώς οι δυνάμεις της αγοράς επέβαλλαν τη μετακύλιση των προμηθειών στον τελικό επενδυτή. Ετοι με την κατάργηση τους εξαφανίστηκε η στρέβλωση των τιμών που είχε ως αποτέλεσμα την υποχώρηση της τιμής των τίτλων αφέως μετά τη δη-

μοπρασία. Οι προμήθειες παρέμειναν στα έντοκα γραμμάτια για να καλύπτουν το λειτουργικό κόστος που επωμίζονται οι Βασικοί Διαπραγματευτές για να τα διαθέσουν στους μικροαποταμευτές.

➤ Αμέως μετά την είσοδό μας στο Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ιοστιμών και την ομαλοποίηση της αγοράς, καθιερώσαμε μία κανονικότητα στο είδος των τίτλων που δημιοπρατούνται κάθε εβδομάδα. Επί πλέον, όλοι οι τίτλοι επανανοίγονται μέχρι να δημιουργηθεί ικανοποιητική ρευστότητα, ενώ με τον τρόπο αυτό επιτυγχάνεται και ο περιορισμός του αριθμού των τίτλων που κυκλοφορούν στην αγορά. Το πρόγραμμα των δημιοπρασιών ανακοινώνεται ανά δίμηνο, ενώ τα ποσά της κάθε δημιοπρασίας ανακοινώνονται δύο εργάσιμες ημέρες πριν τη δημιοπρασία ώστε να προσαρμόζονται στις ουσιθίκες της αγοράς.

➤ Οι επαναγορές τίτλων (reverse auctions) αποτελούν μία καινοτομία που οποία αποβλέπει στην αποτελεσματικότερη διαχείριση της ρευστότητας του Δημοσίου, στην απόσυρση τίτλων με χαμηλή ρευστότητα, καθώς και στην περαιτέρω εξοιμάλυνση των δανειακών αναγκών του Δημοσίου.

➤ Η πρόσφατη κατάργηση των φόρων των ομολόγων για τους μη κατοίκους εξομοιώνει τη φορολογική μας πρακτική με εκείνη των υπολοίπων χωρών της ΕΕ, ενώ παράλληλα ενισχύει την ελκυστικότητα των τίτλων αυτών σε κατηγορίες επενδυτών που μέχρι τώρα δεν είχαν πρόσβαση στην ελληνική αγορά όπως αμοιβαία κεφάλαια και ασφαλιστικές εταιρείες των χωρών της Ευρώπης (Γαλλία, Ιταλία, Ολλανδία, Γερμανία κλπ.).

➤ Η έκδοση των αφορολόγητων αποταμιευτικών ομολόγων αποβλέπει στην επιμήκυνση του επενδυτικού ορίζοντα των μικροαποταμευτών. Μέχρι στιγμής έχουμε εκδώσει διετή αποταμιευτικά ομόλογα με πολύ ικανοποιητικά αποτελέσματα, αφού οι τελευταίες εκδόσεις υπερβαίνουν τα 110-120 διο. Στόχος μας είναι η σταδιακή επιμήκυνση της διάρκειας των αποταμιευτικών ομολόγων.

➤ Η καθιέρωση της καθημερινής αποτίμησης με βάση τις τιμές της αγοράς (mark to market), στοχεύει στην ομαλοποίηση και την εξυγίανση του ενεργητικού των Αμοιβαίων Κεφαλαίων και στην ενίσχυση της ζήτησης των ομολόγων σταθερού επιτοκίου, καθώς η ανοδική πορεία των τιμών τους θα δημιουργεί κεφαλαιακά κέρδη. Τους ίδιους στόχους εξυπηρετεί και η πρόσφατη συμφωνία με τις ασφαλιστικές εταιρείες για σταδιακή μετατροπή μέρους των ομο-

λόγων κυματινόμενου επιτοκίου που διαθέτουν σε ομόλογα σταθερού επιτοκίου, έτοι ώστε “αντικρίζοντας” τις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις τους με μακροπρόθεσμες επενδύσεις να επιτευχθεί η μείωση του επιτοκιακού τους κινδύνου.

Στα σχέδια για το άμεσο μέλλον περιλαμβάνεται η διεύρυνση της αγοράς Repos με την εισαγωγή τιμών στην ΗΔΑΤ και η διαπραγμάτευση στο Χρηματιστήριο Παραγώγων Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης (futures) στο 10ετές ομόλογο. Με τα προϊόντα αυτά η αγορά θα αποκτήσει το μεγαλύτερο βάθος και υψηλότερη αξιοποιητικότητα.

Για την πραγματοποίηση των αλλαγών αυτών συνεργάζομαστε στενά με τις ελληνικές τράπεζες καθώς και με τις ξένες τράπεζες που έχουν υποκαταστήματα στην Ελλάδα.

Η συνεργασία αυτή υλοποιείται με πολλούς τρόπους και σε πολλά επίπεδα. Στελέχη του Υπουργείου επικοινωνούν καθημερινά με τα στελέχη των τραπεζών και ανταλλάσσουν απόψεις. Το Υπουργείο επίσης συνεργάζεται με τις τράπεζες μέσω των διαφόρων θεομοθετημένων επιτροπών όπως είναι το Steering Committee της ΕΕΕ και η Επιτροπή Εποπτείας και Ελέγχου των Βασικών Διαπραγματευτών. Εξ άλλου κατά τακτά χρονικά διαστήματα συγκαλείται η ολομέλεια των Βασικών Διαπραγματευτών ενώ γίνονται τακτικές ενημερώσεις προς όλες τις τράπεζες που λειτουργούν στην Ελλάδα για τις εξελίξεις και τις προοπτικές της αγοράς ομολόγων.

Στόχος μας είναι να καταστήσουμε την ελληνική αγορά τίτλων, αγορά ίσης αξιοποιητικής και ενδιαφέροντος με τις αντίστοιχες των άλλων χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Σε συνδυασμό με τη δημιουργική πολιτική μείωσης των ελλειμμάτων, ο εκουγχρονισμός της αγοράς των τίτλων του δημοσίου συντελεί στη μείωση του κόστους εξυπηρέτησης και του ύψους του κρατικού δανειομού καθώς και στην αποκλιμάκωση του Δημόσιου Χρέους. Αυτός είναι ο μεγάλος στόχος μας και η καλύτερη παρακαταθήκη της κυβέρνησης.

