

Ο εκσυγχρονισμός της ελληνικής αγοράς τίτλων

ΝΙΚΟΥ Μ.
ΧΡΙΣΤΟΔΟΥΛΑΚΗ
Υφυπουργού Οικονομικών

Κατά τη διάρκεια των δύο τελευταίων ετών, πραγματοποιήθηκαν σημαντικές διαρθρωτικές αλλαγές στη Διαχείριση του Δημόσιου Χρέους, οι οποίες είχαν σαν αποτέλεσμα αφ' ενός τη θωράκιση των ομολόγων από τις διάφορες κρίσεις που κατά καιρούς ξεσπούν στις διεθνείς αγορές, αφ' ετέρου την εκπλήρωση του κριτηρίου σύγκλισης όσον αφορά τα επιτόκια από τους πρώτους κιάλας 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 επιμήκυνση του χρέους και η εξομάλυνση των ποσών που αποπληρώνονται ώστε να αποφεύγονται οι “δύσκολοι μίνες” και τα “δύσκολα έτη”. Σαν εργαλεία για την επιμήκυνση του χρέους και τον περιορισμό των δανειακών αναγκών είχαν ήδη χρησιμοποιηθεί τα ομόλογα κυμαινόμενου επιτοκίου (FRN) τα οποία είχαν διάρκεια μέχρι και επτά χρόνια. Τα ομόλογα όμως αυτά παρ' ότι περιόριζαν τα ποσά των τρεχουσών δανειακών αναγκών του δημοσίου, εξακολουθούσαν να στηρίζονται στα βραχυχρόνια επιτόκια των ετησίων εντόκων γραμματίων, και συνεπώς το κόστος δανεισμού παρέμενε υψηλό. Γι' αυτό από το 1997 ξεκίνησαν οι δημοπρασίες ομολόγων σταθερού επιτοκίου (FRB), οι οποίες επιταχύνθηκαν μετά την είσοδό μας στο Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών 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 σκοπεύουμε να προχωρήσουμε σε ακόμη μεγαλύτερες διάρκειες.

➤ Η δημιουργία του θεσμού των Βασικών Διαπραγματευτών αποτελεί εγγύηση για τη σωστή λειτουργία τόσο της πρωτογενούς όσο και της δευτερογενούς αγοράς. Από τις αρχές του 1999 οι Βασικοί Διαπραγματευτές αυξήθηκαν 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 αναμφισβήτητο ότι 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 γeros προϋποθέτουν την άυλη μορφή τίτλων. Ηδη έχει σταματήσει η έκδοση φυσικών τίτλων. Η αποϋλοποίηση 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. Ετσι με την κατάργησή τους εξαφανίστηκε η στρέβλωση των τιμών που είχε ως αποτέλεσμα την υποχώρηση της τιμής των τίτλων αμέσως μετά τη δη-

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

➤ Αμέσως μετά την είσοδό μας στο Μηχανισμό Συναλλαγμάτων Ισοτιμών και την ομαλοποίηση της αγοράς, καθιερώσαμε μία κανονικότητα στο είδος των τίτλων που δημοπρατούνται 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 δημοπρασιών ανακοινώνεται ανά δίμηνο, ενώ τα ποσά της κάθε δημοπρασίας ανακοινώνονται δύο εργάσιμες ημέρες πριν τη δημοπρασία ώστε να προσαρμόζονται στις συνθήκες της αγοράς.

➤ Οι επαναγορές τίτλων (reverse auctions) αποτελούν μία καινοτομία η οποία αποβλέπει στην αποτελεσματικότερη διαχείριση της ρευστότητας του Δημοσίου, στην απόσυρση τίτλων με χαμηλή ρευστότητα, καθώς και στην περαιτέρω εξομάλυνση 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 μικροαποταμιευτών. Μέχρι στιγμής έχουμε εκδώσει διετή αποταμιευτικά ομόλογα με πολύ ικανοποιητικά αποτελέσματα, αφού οι τελευταίες εκδόσεις υπερβαίνουν τα 110-120 δισ. 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 κυμαινόμενου επιτοκίου που διαθέτουν σε ομόλογα σταθερού επιτοκίου, έτσι 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 Repros 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 αξιοπιστία.

Για την πραγματοποίηση των αλλαγών αυτών συνεργαζόμαστε 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 θεσμοθετημένων 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 αξιοπιστίας και ενδιαφέροντος με τις αντίστοιχες των άλλων χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Σε συνδυασμό με τη δημοσιονομική πολιτική μείωσης των ελλειμμάτων, ο εκουγχρονισμός της αγοράς των τίτλων του δημοσίου συντελεί στη μείωση του κόστους εξυπηρέτησης και του ύψους του κρατικού δανεισμού καθώς και στην αποκλιμάκωση του Δημόσιου Χρέους. Αυτός είναι ο μεγάλος στόχος μας και η καλύτερη παρακαταθήκη της κυβέρνησης.

