

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ, ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΧΡΗΜΑΤΟΣ ΣΤΗ ΣΕΡΒΙΑ

Marko J. Bajić

Πτυχίο Μάρκετινγκ Οικονομικού Πανεπιστημίου Βελιγραδίου,
Σερβία
Μεταπτυχιακό Δίπλωμα στη Διοίκηση Επιχειρήσεων Πανεπιστημίου Πειραιώς,
Ελλάδα

Υποβληθείσα για Διδακτορικό Δίπλωμα
στη Διοίκηση των Επιχειρήσεων

Τμήμα Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

2007

ΑΦΙΕΡΩΣΗ

*Στην αγαπημένη μου σύζυγο Jelena
για την απέραντη αγάπη και υποστήριξη της...*

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΡΑΙΑ

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ, ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΧΡΗΜΑΤΟΣ ΣΤΗ ΣΕΡΒΙΑ

Marko J. Bajić

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Σημαντικοί όροι: Διατραπεζική Αγορά, Μη Ασφαλισμένα Χρηματοπιστωτικά Μέσα, Ασφαλισμένα Χρηματοπιστωτικά Μέσα, Συμφωνία Πώλησης με Υπόσχεση Επαναγοράς - REPOS, Παράγωγα, Κίνδυνος Τιμής, Πιστωτικός Κίνδυνος, Πολυμερής και Διμερής Συναλλαγή, Πρωτογενής Αγορά, Δευτερογενής Αγορά, Εξωχρηματιστηριακή Αγορά, Μηχανισμός Μετάδοσης Νομισματικής Πολιτικής, Πάγιες Διευκολύνσεις, Πράξεις Ανοικτής Αγοράς, Εύρος Διακύμανσης Επιτοκίων, Αναπροεξοφλητικό Επιτόκιο, Βασικά Επιτόκια της Κεντρικής Τράπεζας, Βασικό Επιτόκιο Παρέμβασης της Κεντρικής Τράπεζας στην Αγορά Χρήματος, Σύστημα Διακανονισμού Τίτλων (ΣΔΤ), Συστηματικός Κίνδυνος, Κίνδυνος Ρευστότητας, Σύστημα Ταυτόχρονης Παράδοσης και Πληρωμής.

Το βασικό κίνητρο για την εργασία αυτή ήταν ότι, στη Σερβία μετά από τις ριζικές αλλαγές του πολιτικού και οικονομικού συστήματος που έγιναν το 2000, δεν εκπονήθηκε κάποια μελέτη σχετικά με την ανάπτυξη της αγοράς χρήματος. Η εργασία περιλαμβάνει μία ιστορική ανασκόπηση και ανάλυση της αγοράς χρήματος στη Σερβία από το 1975 μέχρι το 2005, καθώς και την ανάλυση του μακροοικονομικού και μικροοικονομικού περιβάλλοντος της χώρας το οποίο έχει καθοριστικό ρόλο στην ανάπτυξη του χρηματοοικονομικού συστήματος. Η ανάλυση έδωσε ιδιαίτερη έμφαση στην περίοδο 2000 - 2005, στην οποία ξεκίνησαν οι πιο σημαντικές μεταρρυθμίσεις στο πολιτικό, νομοθετικό και το οικονομικό πλαίσιο της Σερβίας. Η ανάλυση

αυτή είναι καθοριστική αναφορικά με την διατύπωση προτάσεων για την ανάπτυξη της αγοράς χρήματος στη Σερβία.

Στην επιδίωξη των στόχων της εργασίας υπήρχαν πολλές δυσκολίες και περιορισμοί. Ειδικότερα η εργασία απαιτούσε τη μελέτη ενός ιδιαίτερα μεγάλου αριθμού παραγόντων και φορέων οι οποίοι διαδραματίζουν καθοριστικό ρόλο στην ανάπτυξη της αγοράς χρήματος. Έτσι, δεν ήταν δυνατή μία βαθιά και λεπτομερής ανάλυση, επειδή για κάθε παράγοντα και φορέα της αγοράς χρήματος μπορεί να απαιτείται μια ξεχωριστή μελέτη. Επίσης υπήρχαν δυσκολίες στη συλλογή στατιστικών στοιχείων σχετικά με τους συμμετέχοντες, τον όγκο, τις χρονικές διάρκειες των συναλλαγών και τα διατραπεζικά επιτόκια στην αγορά χρήματος στη Σερβία.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ.....	12
ΜΕΡΟΣ Ι	14
ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ.....	14
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ	15
1.1. ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΙΚΟΣ ΣΚΟΠΟΣ.....	15
1.2. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ.....	16
1.3. ΧΡΗΣΙΜΟΤΗΤΑ.....	17
1.4. ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ.....	17
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 ΟΡΙΣΜΟΣ, ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ, ΕΠΙΤΟΚΙΟ ΑΓΟΡΑΣ ΧΡΗΜΑΤΟΣ	20
2.1. ΟΡΙΣΜΟΣ	20
2.2. ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ	24
2.3. ΕΠΙΤΟΚΙΟ	26
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 ΣΥΜΜΕΤΕΧΟΝΤΕΣ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΧΡΗΜΑΤΟΣ.....	36
3.1. ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΤΡΑΠΕΖΕΣ	37
3.2. ΔΗΜΟΣΙΟ.....	38
3.3. ΜΗ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΙ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΙ.....	40
3.4. ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΙ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΙ.....	41
3.4.1. ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΤΕΣ ΑΓΟΡΑΣ (DEALERS).....	41
3.4.2. ΧΡΗΜΑΤΟΜΕΣΙΤΕΣ (BROKERS).....	43
3.5. ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ.....	44
3.5.1. ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΤΗΣ ΚΕΝΤΡΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ.....	44
3.5.1.1. Πράξεις ανοικτής αγοράς.....	46
3.5.1.2. Οι πάγιες διευκολύνσεις.....	51
3.5.1.3. Η τήρηση υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών.....	51
3.5.1.4. Βασικά επιτόκια - Εύρος διακύμανσης των επιτοκίων.....	52
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΑ ΜΕΣΑ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΧΡΗΜΑΤΟΣ	54
4.1. ΑΓΟΡΑ ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΚΩΝ ΚΑΤΑΘΕΣΕΩΝ	54
4.2. ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΑ ΧΡΕΟΓΡΑΦΑ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΧΡΗΜΑΤΟΣ.....	57
4.2.1. ΑΓΟΡΑ ΠΙΣΤΟΠΟΙΗΤΙΚΩΝ ΚΑΤΑΘΕΣΕΩΝ	57
4.2.2. ΑΓΟΡΑ ΕΝΤΟΚΩΝ ΓΡΑΜΜΑΤΙΩΝ.....	59
4.2.3. ΑΓΟΡΑ ΕΜΠΟΡΙΚΩΝ ΧΡΕΟΓΡΑΦΩΝ	61
4.2.4. ΑΓΟΡΑ ΧΡΕΟΓΡΑΦΩΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΑΠΟΔΟΧΗΣ	64
4.3. ΑΓΟΡΑ REPOS.....	65
4.3.1. ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ.....	69
4.4. ΑΓΟΡΑ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ.....	71
4.4.1. ΣΥΜΒΟΛΑΙΟ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ ΚΑΙ ΣΥΜΦΩΝΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΟΥ ΕΠΙΤΟΚΙΟΥ.....	76
4.4.2. ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ.....	77
4.4.3. ΣΥΜΦΩΝΙΕΣ ΑΜΟΙΒΑΙΑΣ ΑΝΤΑΛΛΑΓΗΣ ΠΛΗΡΩΜΩΝ.....	77
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 ΠΡΟΘΕΣΜΙΕΣ ΛΗΞΕΙΣ ΤΩΝ ΧΡΗΜ/ΚΩΝ ΜΕΣΩΝ	81
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 ΕΚΚΑΘΑΡΙΣΗ ΚΑΙ ΔΙΑΚΑΝΟΝΙΣΜΟΣ ΤΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ	85
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7 ΑΝΑΚΕΦΑΛΑΙΩΣΗ ΠΡΩΤΟΥ ΜΕΡΟΥΣ.....	90

ΜΕΡΟΣ II	100
ΑΓΟΡΑ ΧΡΗΜΑΤΟΣ ΣΤΗ ΣΕΡΒΙΑ	100
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8	101
ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1975 - 1999	101
8.1. Η ΠΕΡΙΟΔΟΣ: 1975 - 1988	102
8.2. Η ΠΕΡΙΟΔΟΣ: 1989 - 1999	105
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9	113
ΠΕΡΙΟΔΟΣ 2000 – 2005	113
9.1. ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ	113
9.2. ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ	117
9.3. ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΤΗΣ ΕΘΝΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΤΗΣ ΣΕΡΒΙΑΣ	119
9.3.1. ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΑ ΕΛΑΧΙΣΤΑ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΑ	121
9.3.2. ΟΙ ΠΑΓΙΕΣ ΔΙΕΥΚΟΛΥΝΣΕΙΣ	125
9.3.3. ΠΡΑΞΕΙΣ ΑΝΟΙΚΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ	129
9.3.4. ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ	137
9.4. ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΤΗΣ ΕΘΝΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΤΗΣ ΣΕΡΒΙΑΣ	140
9.5. ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ	142
9.5.1. ΑΓΟΡΑ ΧΡΗΜΑΤΟΣ	143
9.5.1.1. Βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα	143
9.5.1.2. Μη ασφαλισμένες και ασφαλισμένες συναλλαγές	149
9.5.1.3. Παράγωγα	154
9.5.2. ΑΓΟΡΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	155
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 10 ΑΝΑΚΕΦΑΛΑΙΩΣΗ ΔΕΥΤΕΡΟΥ ΜΕΡΟΥΣ	159
ΜΕΡΟΣ III	169
ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΧΡΗΜΑΤΟΣ ΣΤΗ ΣΕΡΒΙΑ	169
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 11 ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΣΕΡΒΙΑΣ	173
11.1. ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ	173
11.1.1. ΕΝΔΙΑΜΕΣΟΙ ΣΤΟΧΟΙ ΤΗΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ	173
11.1.2. ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΚΑΘΟΡΙΣΜΟΥ ΑΜΕΣΟΥ ΣΤΟΧΟΥ ΓΙΑ ΤΟΝ ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟ	176
11.1.3. ΠΡΟΒΛΕΨΗ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ	178
11.1.4. ΠΛΕΟΝΑΣΜΑ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ	179
11.1.5. ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ	183
11.1.6. ΠΡΑΞΕΙΣ ΑΝΟΙΚΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ	188
11.1.6.1. Ήδη συναλλαγών στις Π.Α.Α.	189
11.1.6.2. Χρονική διάρκεια, συχνότητα και τα επιτόκια των Π.Α.Α.	192
11.1.6.3. Βασικό επιτόκιο των Π.Α.Α.	195
11.1.6.4. «Τεχνικά» χαρακτηριστικά των Π.Α.Α.	198
11.1.7. ΟΙ ΠΑΓΙΕΣ ΔΙΕΥΚΟΛΥΝΣΕΙΣ	199
11.1.7.1. «Τεχνικά» χαρακτηριστικά των πάγιων διευκολύνσεων	202
11.2. ΡΟΛΟΣ ΤΗΣ ΕΤΤΣ ΣΤΗΝ ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΧΡΗΜΑΤΟΣ	203
11.2.1. ΔΙΑΤΡΑΠΕΖΙΚΑ ΕΠΙΤΟΚΙΑ ΒΕΟΝΙΑ ΚΑΙ ΒΕΛΙΒΟΡ	204
11.2.2. ΚΑΙΝΟΥΡΓΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ	206
11.2.3. ΔΙΑΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΑΓΟΡΑ REPOS	207
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 12 ΔΗΜΟΣΙΟ	209
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 13 ΚΕΝΤΡΙΚΟ ΑΠΟΘΕΤΗΡΙΟ	213
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 14 ΟΡΓΑΝΩΣΗ ΤΗΣ ΔΙΑΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΧΡΗΜΑΤΟΣ	218

14.1. ΒΑΣΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ	219
14.2. ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΩΝ ΧΡΗΜ/ΚΩΝ ΜΕΣΩΝ	223
14.3. ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΟ ΚΑΙ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ	225
14.4. ΣΥΜΜΕΤΕΧΟΝΤΕΣ	227
14.5. ΧΡΗΜ/ΚΑ ΜΕΣΑ ΚΑΙ ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΑΓΟΡΩΝ	228
14.5.1. ΑΓΟΡΑ ΚΑΤΑΘΕΣΕΩΝ ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΣ ΚΑΙ ΑΓΟΡΑ REPOS	229
14.5.2. ΑΓΟΡΑ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΟΣ	230
14.5.3. ΑΓΟΡΑ SWAP	232
14.5.4. ΑΛΛΕΣ ΑΓΟΡΕΣ	232
14.5.5. ΦΑΣΕΙΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΤΩΝ ΑΓΟΡΩΝ	233
14.5.6. ΩΡΕΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ ΤΩΝ ΑΓΟΡΩΝ	234
14.6. ΒΑΣΙΚΑ ΕΠΙΤΟΚΙΑ	234
14.7. ΑΥΤΟΜΑΤΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ	235
14.8. ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΕΚΚΑΘΑΡΙΣΗΣ	237
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 15 ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ – ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	240
15.1. ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ	240
15.1.1. ΠΡΩΤΗ ΦΑΣΗ	240
15.1.1.1. Εθνική Τράπεζα της Σερβίας	240
15.1.1.2. Δημόσιο	254
15.1.1.3. Κεντρικό Αποθετήριο	255
15.1.2. ΔΕΥΤΕΡΗ ΦΑΣΗ	256
15.1.2.1. Οργανωμένη Διατραπεζική Αγορά Χρήματος	256
15.1.2.2. Δημόσιο	261
15.1.2.3. Εθνική Τράπεζα της Σερβίας	262
15.1.3. ΤΡΙΤΗ ΦΑΣΗ	262
15.1.3.1. Οργανωμένη Διατραπεζική Αγορά Χρήματος	262
15.1.3.2. Δημόσιο	263
15.1.3.3. Εθνική Τράπεζα της Σερβίας	263
15.1.4. ΤΕΤΑΡΤΗ ΦΑΣΗ	264
15.1.4.1. Οργανωμένη Διατραπεζική Αγορά Χρήματος	264
15.1.4.2. Δημόσιο	264
15.1.4.3. Εθνική Τράπεζα της Σερβίας	265
15.2. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	266
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	270

ΠΙΝΑΚΕΣ, ΠΛΑΙΑΣΙΑ, ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΑ

Πίνακες

Πίνακας 1: Σύγκριση αγοράς χρήματος και κεφαλαιαγοράς.....	23
Πίνακας 2: Τομείς αγοράς χρήματος ανάλογα με τα χαρακτηριστικά των συμμετεχόντων και των χρηματοπιστωτικών μέσων	25
Πίνακας 3: Τομείς και χρηματοπιστωτικά μέσα αγοράς χρήματος.....	26
Πίνακας 4: Συμβατικοί τρόποι υπολογισμού των τόκων στην αγορά χρήματος.....	28
Πίνακας 5: Παραδείγματα βασικών διατραπεζικών επιτοκίων στην αγορά χρήματος	35
Πίνακας 6: Συμμετέχοντες στην αγορά χρήματος ανά τομέας της αγοράς	37
Πίνακας 7: Κατηγορίες και χαρακτηριστικά των πράξεων ανοικτής αγοράς της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας	47
Πίνακας 8: Ανεξόφλητο υπόλοιπο εμπορικών χρεογράφων στις διεθνείς αγορές στο τέλος της δεκαετίας του '90 (σε δισεκατομμύρια δολάρια).....	62
Πίνακας 9: Χρονική διάρκεια των συναλλαγών REPO στην Ευρωπαϊκή αγορά χρήματος, 2001 - 2005.....	67
Πίνακας 10: Ταξινόμηση των παραγώγων προϊόντων ανά υποκείμενο τίτλο και τύπο παραγώγου.....	74
Πίνακας 11: Τυποποιημένες προθεσμίες λήξης των χρηματοπιστωτικών μέσων στην αγορά χρήματος.....	82
Πίνακας 12: Τύποι του Συστήματος Διακανονισμού Τίτλων στα κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης	87
Πίνακας 13: Σύγκριση των βασικών χαρακτηριστικών των ΣΔΤ στα 15 κράτη μέλη της Ε.Ε. και στα 10 καινούρια και στα δύο υπό ένταξη κράτη.....	88
Πίνακας 14: Πρότυπα για τα Συστήματα Διακανονισμού Τίτλων	89
Πίνακας 15: Όγκος συναλλαγών πληρωτέων αξιογράφων στην Γιουγκοσλαβική Αγορά Χρήματος και Αξιογράφων, 1977-1987	104
Πίνακας 16: Επιτόκια τής Εθνικής Τράπεζας της Γιουγκοσλαβίας και της Αγοράς Χρήματος και Γενικός Δείκτης Τιμών Καταναλωτή στη Γιουγκοσλαβία, 1989 - 1993	109
Πίνακας 17: Επιτόκια Εθνικής Τράπεζας Γιουγκοσλαβίας, αγοράς χρήματος και Γενικός Δείκτης Τιμών Καταναλωτή στη Γιουγκοσλαβία, 1994 - 1999.....	111
Πίνακας 18: Σύγκριση επιλεγμένων μακροοικονομικών στοιχείων της Σερβίας, 2001 - 2005	114
Πίνακας 19: Σύγκριση επιλεγμένων μακροοικονομικών στοιχείων της Ελλάδας, 2001 - 2004	115
Πίνακας 20: Πιστωτική αξιολόγηση του Standard and Poor's των Βαλκανικών χώρων στο τέλος του 2005.....	116
Πίνακας 21: Τραπεζικό σύστημα στη Σερβία πριν και μετά τη μεταρρύθμιση, 2000-2005.	117
Πίνακας 22: Μέσα επιτόκια στα εμπορικά χρεόγραφα και τραπεζικές χορηγήσεις (τέλος περιόδου), 2000-2004	148
Πίνακας 23: Τελικός στόχος και ενδιάμεσοι στόχοι της νομισματικής πολιτικής της ΕΤΤΣ το 2004 και 2005	174
Πίνακας 24: Εύρος διακύμανσης των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ, των κεντρικών τραπεζών επιλεγμένων χωρών της ανατολικής Ευρώπης και της ΕΤΤΣ.....	187
Πίνακας 25: Χαρακτηριστικά των προτάσεων σχετικά για τις Π.Α.Α. της ΕΤΤΣ	189
Πίνακας 26: Δείκτης «απόστασης» των επιτοκίων των Π.Α.Α.	193

Πίνακας 27: Αξιολόγηση της καταλληλότητας των χρηματοπιστωτικών μέσων για διαπραγμάτευση μέσω του ΑΣΗΣ	224
--	-----

Διαγράμματα

Διάγραμμα 1: Επιτόκια στην αγορά χρήματος στη ζώνη του Ευρώ (ημερήσια στοιχεία), 1999 - 2005	33
Διάγραμμα 2: Μη ασφαλισμένες συναλλαγές στην Ευρωπαϊκή αγορά χρήματος σχετικά με το τρόπο διαπραγμάτευσης	56
Διάγραμμα 3: Ασφαλισμένες συναλλαγές στην Ευρωπαϊκή αγορά χρήματος με βάση τον τρόπο διαπραγμάτευσης	68
Διάγραμμα 4: Ονομαστική αξία του υπόλοιπου των συμβάσεων των παραγώγων τίτλων στην εξωχρηματιστηριακή αγορά (OTC) και στα χρηματιστήρια παραγώγων (EXCH), 1995 - 2004	73
Διάγραμμα 5: Ποσοστό συμμετοχής των βασικών κατηγοριών παραγώγων προϊόντων στην ονομαστική αξία του αναπροεξοφλητικού υπόλοιπου των συμβάσεων των παραγώγων τίτλων στην εξωχρηματιστηριακή αγορά	75
Διάγραμμα 6: Προθεσμίες λήξης των μη ασφαλισμένων και των ασφαλισμένων συναλλαγών (REPO) στην Ευρωπαϊκή αγορά χρήματος, 2000 - 2004	83
Διάγραμμα 7: Προθεσμίες λήξης των SWAPS στο συνολικό όγκο συναλλαγών στην Ευρωπαϊκή αγορά χρήματος ανά λήξη προθεσμίας, 2000 - 2004	84
Διάγραμμα 8: Όγκοι συναλλαγών σε ποσοστά των κυρίων χρηματοπιστωτικών μέσων στη Γιουγκοσλαβική αγορά χρήματος και αξιογράφων, 1985-1988	105
Διάγραμμα 9: Όγκοι συναλλαγών βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων χρημ/ικών μέσων στο Χρηματιστήριο Βελιγραδίου (BELEX), 1996 - 1999	112
Διάγραμμα 10: Επιλεγμένα μακροοικονομικά στοιχεία για τη Γιουγκοσλαβία και Σερβία, 1989 - 2005	114
Διάγραμμα 11: Μέσα επιτόκια τραπεζικών χορηγήσεων και καταθέσεων στη Σερβία, 2001-2005	118
Διάγραμμα 12: Συντελεστές υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών των τραπεζών στη Σερβία, 2001-2005	122
Διάγραμμα 13: Συνολική πιστωτική επέκταση προς το ιδιωτικό και βιομηχανικό τομέα στη Σερβία, 2001-2005	124
Διάγραμμα 14: Ανάλυση καταθέσεων ως πηγή κεφαλαίων των εμπορικών τραπεζών στη Σερβία, 2002-2005	125
Διάγραμμα 15: Διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων στα πλεονάζοντα αποθεματικά στο τραπεζικό σύστημα στη Σερβία (μέσοι όροι, μηνιαία στοιχεία), 2001-2005	127
Διάγραμμα 16: Συνολικοί όγκοι και λήξεις προθεσμίας των Π.Α.Α. της ΕΤΤΣ, 2000-2005	133
Διάγραμμα 17: Αποτελεσματικότητα των Π.Α.Α. της ΕΤΤΣ (ημερήσια στοιχεία), 2001-2005	134
Διάγραμμα 18: Δείκτης απορρόφησης ρευστότητας (ημερήσια στοιχεία), 2001-2005	135
Διάγραμμα 19: Πράξεις Ανοικτής Αγοράς Εθνικής Τράπεζας Σερβίας, 2001-2005	137
Διάγραμμα 20: Εύρος διακύμανσης επιτοκίων (μέσος όρος, μηνιαία στοιχεία) της ΕΤΤΣ, 2001-2005	138
Διάγραμμα 21: Εκατοστιαίες μεταβολές Γενικού ΔΤΚ και συναλλαγματικής ισοτιμίας του δηναρίου έναντι του ευρώ σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του προηγούμενου έτους, 2001-2005	141

Διάγραμμα 22: Μεταβολές συναλλαγματικής ισοτιμίας δηναρίου (μέση τιμή, μηνιαία στοιχεία) έναντι ευρώ και επέμβαση της ΕΤΤΣ στην ΔΑΣ (μέσος όρος, μηνιαία στοιχεία), 2001-2005	142
Διάγραμμα 23: Επιτόκια έντοκων γραμματίων Δημοσίου της Σερβίας κατά την έκδοσή τους και επιτόκιο των Π.Α.Α. της ΕΤΤΣ (μέσος όρος, μηνιαία στοιχεία), 2003-2005	145
Διάγραμμα 24: Ποσοστό συναλλαγών βραχυπρόθεσμων χρηματοπιστωτικών μέσων στο συνολικό όγκο συναλλαγών στο Χρηματιστήριο Βελιγραδίου (BELEX), 2000 - 2005	147
Διάγραμμα 25: Επιτόκια διατραπεζικών καταθέσεων στο BELEX (μέσος όρος, μηνιαία στοιχεία) σε σύγκριση με βασικά επιτόκια της ΕΤΤΣ (μέσος όρος, μηνιαία στοιχεία) και του Γενικού ΔΤΚ, 2001-2003	150
Διάγραμμα 26: Επιτόκια διατραπεζικής αγοράς και επιτόκια Π.Α.Α. της ΕΤΤΣ (μέσος όρος, ημερήσια στοιχεία), 2005	152
Διάγραμμα 27: ΒΕΟΝΙΑ και πλεονάζοντα αποθεματικά στο τραπεζικό σύστημα, 2005	153
Διάγραμμα 28: Ετήσιες αξίες συναλλαγών στο Χρηματιστήριο Βελιγραδίου (BELEX), 2000-2005	156
Διάγραμμα 29: Ποσοστό συναλλαγών μακροπρόθεσμων χρηματοπιστωτικών μέσων στο συνολικό όγκο συναλλαγών στο Χρηματιστήριο Βελιγραδίου (BELEX), 2000 - 2005	157
Διάγραμμα 30: Πράξεις Ανοικτής Αγοράς της Εθνικής Τράπεζας της Σερβίας (μηνιαία στοιχεία), 2005	196
Διάγραμμα 31: Βασικά επιτόκια της Τράπεζας της Ελλάδος και το επιτόκιο των έντοκων γραμματίων του ελληνικού Δημοσίου 12 μηνών (τέλος περιόδου), 1993-2000	197

Πλαίσια

Πλαίσιο 1: Υπολογισμός τιμής χρεογράφου με την μέθοδο προεξόφλησης, και επιτοκίου του χρεογράφου με βάση την τιμή διάθεσης του	27
Πλαίσιο 2: Υπολογισμός τιμής για μη ασφαλισμένες και ασφαλισμένες συναλλαγές με βάση το επιτόκιο	28
Πλαίσιο 3: Σχέδιο της λειτουργίας της ΟΔΑΧ στη Σερβία και διασύνδεση με τους άλλους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς	239

ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ

BELEX	Belgrade Stock Exchange
BELIBOR	Belgrade Interbank Offered Rate
BEONIA	Belgrade Overnight Index Average
CDS	Certificate of Deposits
DMO	Debt Management Office
DVP	Delivery versus Payment
E-MID	Mercato telematico di negoziazione di Depositi monetari multivalute
E-MIDER	Electronic International Market for Multi-currency Derivative Financial Instruments
EONIA	Euro Overnight Index Average
EONIA SWAP INDEX	Euro Overnight Index Average SWAP Index
EUREPO	Euro Repo Rate
EURIBOR	Euro Interbank Offered Rate
EURONIA	Euro Overnight Index Average (London)
FED	Federal Reserves
FOP	Free of Payment
FRA	Forward Rate Agreement
FX SWAP	Foreign Exchange Swap
IRS	Interest Rate Swap
LIBOR	London Interbank Offered Rate
O/N	Overnight
OIS	Overnight Indexed Swap
REPO(S)	Repurchase agreement
S/N	Spot Next
SONIA	Sterling Overnight Index Average
SSS	Securities Settlement System
SWIFT	Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication
T	Trade Day
T/N	Tomorrow Next
T-BILLS	Treasury Bills
XCCY SWAP	Cross Currency Swap
ΑΕΠ	Ακαθάριστο Εθνικό Προϊόν
ΑΣΔΤ	Αυτόματο Σύστημα Δανεισμού Τίτλων
ΑΣΗΣ	Αυτόματο Σύστημα Ηλεκτρονικών Συναλλαγών
ΓΔΤΚ	Γενικός Δείκτης Τιμών Καταναλωτή
ΔΑΣ	Διατραπεζική Αγορά Συναλλάγματος
ΕΚΤ	Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα
ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.	Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί των Παραγώγων
ΕΤΤΓ	Εθνική Τράπεζα της Γιουγκοσλαβίας
ΕΤΤΣ	Εθνική Τράπεζα της Σερβίας
ΗΔΑΤ	Ηλεκτρονική Δευτερογενής Αγορά Τίτλων
ΗΠΑ	Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής
Μ0	Πολύ στενός ορισμός της προσφοράς χρήματος
Μ1	Στενός ορισμός της προσφοράς χρήματος
Μ2	Ενδιάμεσος ορισμός της προσφοράς χρήματος
Μ3	Ευρύς ορισμός της προσφοράς χρήματος
Μ4	Πολύ ευρύς ορισμός της προσφοράς χρήματος
ΟΔΑΧ	Οργανωμένη Διατραπεζική Αγορά Χρήματος στη Σερβία
Π.Α.Α.	Πράξεις Ανοικτής Αγοράς
ΣΔΣΧ	Σύστημα Διακανονισμού σε Συνεχή Χρόνου
ΣΔΤ	Σύστημα Διακανονισμού Τίτλων
ΣΗΣΤ	Σύστημα Ηλεκτρονικών Συναλλαγών Τίτλων της Εθνικής Τράπεζας της Σερβίας
Χ.Π.Α.	Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Η εργασία ολοκληρώθηκε χάρη στη βοήθεια πολλών φίλων και συναδέλφων στην Ελλάδα και τη Σερβία, οι οποίοι με υποστήριξαν με όλες τους τις δυνάμεις.

Καταρχάς θα ήθελα να ευχαριστήσω τον επιβλέπων καθηγητή κύριο Ιωάννη Πάγγειο, ο οποίος με έδωσε συμβουλές οι οποίες ήταν πολύ χρήσιμες για την ολοκλήρωση της εργασίας. Επίσης, ευχαριστώ τους καθηγητές που συμμετέχουν στη επιτροπή την κύρια Πηνελόπη Αγαλλοπούλου και τον κύριο Χρήστο Καζαντζή.

Ιδιαίτερα θα ήθελα να ευχαριστήσω τον καθηγητή κύριο Γεώργιο Αρτίκη, ο οποίος στάθηκε δίπλα μου στις πιο δύσκολες στιγμές ως φίλος και καθηγητής, με βοήθησε και με υποστήριξε όλα αυτά τα χρόνια.

Θέλω να χρησιμοποιήσω αυτό το χώρο και να ευχαριστήσω, για την υποστήριξη και τη βοήθεια που μου προσέφερε, το Γενικό Διευθυντή του Τμήματος Μονεταριστικής πολιτικής της Εθνικής Τράπεζας της Σερβίας, κύριο Veselin Pješčić και τον Βοηθό Γενικό Διευθυντή του Τμήματος Μονεταριστικής Πολιτικής της Εθνικής Τράπεζας της Σερβίας κύριο Predrag Đumić. Επίσης, θα ήθελα να ευχαριστήσω τους εργαζόμενους στη Διεύθυνση των Πράξεων Ανοικτής Αγοράς, του Τμήματος Μονεταριστικής Πολιτικής της Εθνικής Τράπεζας της Σερβίας, οι οποίοι μου παρείχαν πολλές πολύτιμες πληροφορίες και στοιχεία που ήταν χρήσιμα για την ολοκλήρωση της εργασίας.

Ως αλλοδαπός αντιμετώπισα αρκετά προβλήματα στο γραπτό μέρος της εργασίας, που προσπεράστηκαν χάρη στη βοήθεια της φιλόλογου κυρίας Νίκης Ραντούλοβιτς, στην οποία εκφράζω τις θερμές μου ευχαριστίες.

Ένα μεγάλο ευχαριστώ στη σύζυγο μου Jelena για την απέραντη αγάπη, υπομονή και υποστήριξή της σε όλα αυτά τα χρόνια. Επίσης θα ήθελα να ευχαριστήσω και την οικογένειά μου για την υπομονή και τη μεγάλη αγάπη: τον Žile, τη Buba, τον Joca και τον Dača.

Ένα μεγάλο ευχαριστώ στους κουμπάρους και αγαπημένους φίλους μου, την οικογένεια Petković, για τη ειλικρινή φιλία, αγάπη και υποστήριξή τους. Ευχαριστώ ακόμα τους αγαπημένους φίλους μου για την ειλικρινή φιλία και αγάπη, τον Τάκη, τον Vuk, τη Vesna, τον Sekula, την κυρία Dobriša και τον Neca.

Ένα μεγάλο ευχαριστώ σε όλους όσους δεν έχω αναφέρει και θα με συγχωρέσουν γι' αυτό, αλλά που έχουν συνεισφέρει στην πραγματοποίηση αυτής της εργασίας.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΡΑΙΑ

ΜΕΡΟΣ Ι

ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ

ΓΑΛΕΞΙΟΓΕΝΕΣ ΓΕΡΑΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1.1. ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΙΚΟΣ ΣΚΟΠΟΣ

Μετά από τις μεγάλες πολιτικές και οικονομικές δυσκολίες των τελευταίων δεκαπέντε ετών, η Σερβία βρίσκεται αντιμέτωπη με νέες προκλήσεις οι οποίες είναι συνηθισμένες σε κάθε χώρα που περνάει μέσα από μια μεταβατική περίοδο. Μετά την επανάσταση του Οκτώβρη του 2000, η καινούργια δημοκρατική Κυβέρνηση, η οποία έδωσε μεγάλη έμφαση στην ανάπτυξη της οικονομίας, ξεκίνησε τις μεταρρυθμίσεις στο πολιτικό, νομοθετικό και το οικονομικό πλαίσιο της Σερβίας. Στα τελευταία χρόνια ψηφίσθηκαν πολλοί καινούριοι συστηματικοί νόμοι που αναμένεται να οδηγήσουν τη χώρα στην οικονομική ανάπτυξη και πρόοδο. Όμως ο δρόμος αυτός είναι δύσκολος και μακρύς, εφόσον ολόκληρη η δεκαετία του ενενήντα πήγε χαμένη για τη Σερβία. Η χώρα ήταν αποκλεισμένη από τον υπόλοιπο κόσμο λόγω λανθασμένης πολιτικής που κατέστρεψε την οικονομία της χώρας. Η Σερβία (τότε Γιουγκοσλαβία) αντιμετώπισε μεγάλες δυσχέρειες, καθώς η περιοχή υπήρξε θέατρο διαφόρων συγκρούσεων παρότι που στο τέλος της δεκαετίας του '80 και στην αρχή της δεκαετίας του '90 το οικονομικό καθεστώς ήταν πιο ανοικτό και φιλελεύθερο σε σύγκριση με τις υπόλοιπες οικονομίες της περιοχής οι οποίες εκείνη την περίοδο ήταν σε μεταβατική φάση. Τα τελευταία χρόνια η μακροοικονομική κατάσταση στη Σερβία θεωρείται σταθερή, αλλά ακόμη δύσκολη, καθώς η χώρα είναι αντιμέτωπη με την ύφεση, δηλαδή την έλλειψη μεγάλων επενδύσεων, τη μείωση της παραγωγής και της εισροής ξένων κεφαλαίων, την ανεργία κλπ. Μια από τις πιο σημαντικές αλλαγές των τελευταίων χρόνων, οι οποίες σημειώθηκαν στο χρηματοοικονομικό τομέα της Σερβίας, είναι οι μεταρρυθμίσεις που επηρέασαν σημαντικά την ανάπτυξη των χρηματοοικονομικών αγορών και του τραπεζικού κλάδου.

Αντικειμενικός σκοπός της εργασίας είναι να διατυπώσουμε ένα πλαίσιο για την ανάπτυξη της αγοράς χρήματος στη Σερβία στα επόμενα χρόνια. Αυτό το πλαίσιο περιλαμβάνει τους κυρίαρχους χρηματοοικονομικούς φορείς της χώρας, καθώς και το ρόλο που έχουν στην ανάπτυξη της αγοράς χρήματος.

Οι επί μέρους στόχοι της εργασίας είναι να διαπιστώσουμε όλα τα χαρακτηριστικά της αγοράς χρήματος και τους παράγοντες οι οποίοι επηρεάζουν την ανάπτυξή της. Για το λόγο αυτό στην εργασία δώσαμε μεγάλη έμφαση στη θεωρία και πρακτική των διάφορων χώρων τις οποίες αναλύσαμε. Χωρίς αυτά τα αποτελέσματα δεν θα μπορούσαμε να έχουμε πλήρη εικόνα σχετικά με τη σημασία, τη λειτουργία, τα χαρακτηριστικά της αγοράς χρήματος στο χρηματοοικονομικό σύστημα και τη σχέση της αγοράς χρήματος με τις άλλες χρηματοοικονομικές αγορές.

Επίσης, οι επί μέρους στόχοι της εργασίας είναι η ανασκόπηση της αγοράς χρήματος στη Σερβία από το 1975 το οποίο θεωρούμε ως το πρώτο βήμα στην ανάπτυξη της αγοράς χρήματος, επειδή τότε αναπτύχθηκαν τα πρώτα βραχυπρόθεσμα χρηματοπιστωτικά μέσα. Ιδιαίτερη έμφαση δώσαμε στην ανάλυση της περιόδου από το 2000 μέχρι το 2005, που τη θεωρούμε ως περίοδο στην οποία πραγματοποιήθηκαν οι πιο σημαντικές πολιτικές και οικονομικές αλλαγές στη χώρα. Τα αποτελέσματα της ανάλυσης αυτής ήταν απαραίτητα και κρίσιμα για τη διατύπωση των προτάσεων σχετικά με την περαιτέρω ανάπτυξη της αγοράς χρήματος στη Σερβία.

1.2. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Η μεθοδολογία της έρευνας βασίστηκε στη συλλογή και επεξεργασία δεδομένων από διάφορες δημοσιεύσεις, στατιστικά και οικονομικά δελτία των κεντρικών τραπεζών, των διεθνών και εθνικών χρηματοοικονομικών αγορών και οργανισμών. Επίσης το θεωρητικό μέρος βασίστηκε σε επιλεγμένη ξένη και ελληνική βιβλιογραφία, σε ξένες και ελληνικές δημοσιεύσεις και άρθρα. Αξίζει να τονιστεί ότι το ερευνητικό μέρος βασίστηκε πολύ στην άμεση επαφή δηλαδή στην ανταλλαγή πληροφοριών, εμπειρίας και γνώσεων με τους εκπροσώπους της Εθνικής Τράπεζας της Σερβίας, της Κεντρικής Τράπεζας της Ελλάδος, και των εκπροσώπων των εμπορικών τραπεζών στη Σερβία.

Πρέπει όμως να σημειωθεί ότι η εμπειρική έρευνα καλύπτει κυρίως τις τελευταίες δεκαετίες όπου έγιναν σημαντικές αλλαγές στις διεθνείς χρηματοοικονομικές αγορές. Επίσης περιορίσαμε την εμπειρική έρευνα στην ευρωπαϊκή αγορά χρήματος εντός και εκτός της ευρωζώνης ενώ σε ορισμένες

περιπτώσεις την επεκτείναμε στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής και στις χώρες της Βρετανικής Κοινοπολιτείας.

Σχετικά με την έρευνα της αγοράς χρήματος στη Σερβία, την ξεκινήσαμε το 1975 όταν έγιναν ορισμένες νομοθετικές ρυθμίσεις οι οποίες έδωσαν τη δυνατότητα να αναπτυχθούν τα πρώτα βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα. Από το 2000 μέχρι το 2005 αναλύσαμε την αγορά χρήματος στη Σερβία αφού στην περίοδο αυτή πραγματοποιήθηκαν ριζικές αλλαγές στο πολιτικό και οικονομικό σύστημα οι οποίες ήταν κρίσιμες για την ανάπτυξη των χρηματοοικονομικών αγορών. Επίσης στην ανάλυση της περιόδου αυτής χρησιμοποιήσαμε ορισμένα στοιχεία της Ελλάδος τα οποία συγκρίνουμε με τα αντίστοιχα στοιχεία της Σερβίας, λόγω των ομοιοτήτων που υπάρχουν μεταξύ αυτών των χωρών από άποψη μεγέθους, πληθυσμού και του γεγονότος ότι η Ελλάδα τα τελευταία δεκαπέντε χρόνια έκανε σημαντικές μεταρρυθμίσεις στην οικονομία, στη νομισματική πολιτική, στο τραπεζικό σύστημα και στις χρηματοοικονομικές αγορές.

1.3. ΧΡΗΣΙΜΟΤΗΤΑ

Η εργασία φιλοδοξεί να χρησιμεύσει στην καθιέρωση των κατευθυντηρίων γραμμών που είναι απαραίτητες προκειμένου να αναπτυχθεί η αγορά χρήματος στη χώρα η οποία περνάει μια μεταβατική περίοδο. Από την άλλη πλευρά τα αποτελέσματα και συμπεράσματα της εργασίας μπορούν να αποτελέσουν χρήσιμο βοήθημα για τους αρμόδιους των Αρχών της δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής στη Σερβία στη λήψη θεσμικών αποφάσεων σχετικά με τη βελτίωση και ανάπτυξη της αγοράς χρήματος.

Επίσης η εργασία είναι ιδιαίτερα χρήσιμη για τις αρχές της νομισματικής πολιτικής στη Σερβία, στη λήψη αποφάσεων που αφορούν τα μέσα της νομισματικής πολιτικής, και τη δημιουργία των οικονομικών κινήτρων τα οποία είναι σημαντικά για την ανάπτυξη της αγοράς χρήματος.

1.4. ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ

Μια ολοκληρωμένη παρουσίαση της σημασίας και των χαρακτηριστικών της αγοράς χρήματος στη Σερβία και των προτάσεων για την ανάπτυξή της

προϋποθέτει θεωρητική και πρακτική έρευνα και ανάλυση την οποία χωρίσαμε σε τρία μέρη.

Το πρώτο μέρος της εργασίας βασίζεται στη γενική θεωρητική και πρακτική ανάλυση των χαρακτηριστικών της αγοράς χρήματος.

Στο μέρος αυτό αναλύονται τα διαρθρωτικά χαρακτηριστικά της αγοράς χρήματος όπως είναι η σημασία που έχει η αγορά αυτή στο χρηματοοικονομικό σύστημα και στις διασυνδέσεις της με τις άλλες χρηματοοικονομικές αγορές. Στη συνέχεια εξηγούνται οι κατηγορίες των αγορών χρήματος, ο υπολογισμός του επιτοκίου στην αγορά χρήματος καθώς και η σημασία του κινδύνου στην αξιολόγηση των βραχυπρόθεσμων χρηματοπιστωτικών μέσων, οι τυποποιημένες λήξεις προθεσμίας των συναλλαγών στην αγορά χρήματος ανάλογα με το βραχυπρόθεσμο χρηματοπιστωτικό μέσο, τα βασικά επιτόκια και τους δείκτες αναφοράς στην αγορά χρήματος και πως υπολογίζονται και μεταβάλλονται τα βασικά επιτόκια στο εύρος διακύμανσης των επιτοκίων.

Στο κεφάλαιο στο οποίο αναφέρονται οι συμμετέχοντες στην αγορά χρήματος, ιδιαίτερη έμφαση δώσαμε στον καθοριστικό ρόλο της Κεντρικής Τράπεζας και του Δημόσιου στην ανάπτυξη της αγοράς χρήματος, καθώς και στο ρόλο των χρηματοπιστωτικών οργανισμών.

Τα χρηματοπιστωτικά μέσα τα οποία διαπραγματεύονται στην αγορά χρήματος τα αναλύουμε ανάλογα με τη σημασία που έχουν σήμερα στην αγορά και τον τύπο των συμμετεχόντων. Επίσης αναλύουμε πως γίνεται η διαπραγμάτευση των χρηματοπιστωτικών μέσων στην οργανωμένη και εξωχρηματιστηριακή αγορά, καθώς και ποια είναι η σημασία των αυτόματων συστημάτων ηλεκτρονικών συναλλαγών. Ιδιαίτερη έμφαση δώσαμε στα καινούργια βραχυπρόθεσμα χρηματοπιστωτικά μέσα όπως είναι τα REPOS και τα βραχυπρόθεσμα παράγωγα προϊόντα τα οποία όλο και περισσότερο χρησιμοποιούνται στην καθημερινή διαχείριση ρευστότητας και στην αντιστάθμιση του κινδύνου.

Σχετικά με την εκκαθάριση και το διακανονισμό των συναλλαγών στην αγορά χρήματος αναλύσαμε τα βασικά χαρακτηριστικά της λειτουργίας του Κεντρικού Αποθετηρίου, του Συστήματος Διακανονισμού Τίτλων και των διεθνών προτύπων τα οποία είναι σημαντικά για τη μείωση του συστηματικού κινδύνου.

Πρέπει να σημειωθεί ότι χωρίς κατανόηση αυτού του πλαισίου και των βασικών παραγόντων της αγοράς χρήματος δεν θα ήταν δυνατόν να αναλυθεί η αγορά χρήματος στη Σερβία σε μία ιστορική περίοδο, που αρχίζει από το παρελθόν και διαρκεί μέχρι το 2005, ούτε και να προσδιοριστούν οι προτάσεις για την ανάπτυξή της στα επόμενα χρόνια.

Το δεύτερο μέρος της εργασίας αναλύει τη μακροοικονομία και μικροοικονομία καθώς και το χρηματοπιστωτικό σύστημα (χρηματοοικονομικές αγορές, τραπεζικός κλάδος κλπ.) της Σερβίας στην περίοδο 1975 - 2005, η οποία χωρίζεται σε τρεις περιόδους:

- από 1975 μέχρι 1988
- από 1989 μέχρι 1999
- από 2000 μέχρι 2005.

Ο προσδιορισμός αυτών των περιόδων συνδέεται με τις σημαντικές πολιτικές και οικονομικές αλλαγές και μεταρρυθμίσεις οι οποίες έγιναν στα χρόνια αυτά. Επίσης, η ανάλυση βασίζεται στα στοιχεία της μακροοικονομίας και μικροοικονομίας με ιδιαίτερη έμφαση στη νομισματική και δημοσιονομική πολιτική.

Στο τέλος του 2000 έγιναν συστηματικές και ριζικές αλλαγές στο πολιτικό και οικονομικό σύστημα της Σερβίας οι οποίες ήταν καθοριστικές για την ανάπτυξη των χρηματοοικονομικών αγορών, του τραπεζικού συστήματος, της βιομηχανίας και ολόκληρης της οικονομίας. Έτσι στο μέρος αυτό της εργασίας στην περίοδο 2000 - 2005, αναλύονται η μακροοικονομική κατάσταση, το τραπεζικό σύστημα, η νομισματική και η συναλλαγματική πολιτική της Εθνικής Τράπεζας της Σερβίας, η αγορά χρήματος και η αγορά κεφαλαίου.

Στο τρίτο μέρος της εργασίας παρατίθενται ορισμένες προτάσεις σχετικά με την περαιτέρω ανάπτυξη της αγοράς χρήματος στη Σερβία οι οποίες αφορούν το ρόλο των κυρίαρχων χρηματοοικονομικών θεσμών όπως είναι η Εθνική Τράπεζας της Σερβίας, το Δημόσιο, το Κεντρικό Αποθετήριο, την οργάνωση της διατραπεζικής αγοράς η οποία θα λειτουργήσει σύμφωνα με τους κανόνες και τις διαδικασίες για τις διατραπεζικές μη ασφαλισμένες και ασφαλισμένες συναλλαγές, βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα και παράγωγα προϊόντα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΟΡΙΣΜΟΣ, ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ, ΕΠΙΤΟΚΙΟ ΑΓΟΡΑΣ ΧΡΗΜΑΤΟΣ

2.1. ΟΡΙΣΜΟΣ

Η αγορά χρήματος είναι η αγορά των βραχυπρόθεσμων χρηματοπιστωτικών μέσων, στην οποία διαπραγματεύονται στενά υποκατάστατα του χρήματος και λοιπά χρεόγραφα τα οποία έχουν μικρή χρονική διάρκεια και φέρουν μικρό κίνδυνο αποπληρωμής. Εκτός από την χρονική διάρκεια η οποία κυμαίνεται συνήθως από μία ημέρα μέχρι και ένα χρόνο, ο σκοπός έκδοσης θεωρείται κριτήριο μέσω του οποίου προσδιορίζουμε τα χρηματοπιστωτικά μέσα τα οποία διαπραγματεύονται στην αγορά χρήματος. Επομένως, τα βασικότερα χρηματοπιστωτικά μέσα της αγοράς χρήματος είναι οι καταθέσεις προθεσμίας, τα πιστοποιητικά καταθέσεων, τα έντοκα γραμμάτια, τα εμπορικά χρεόγραφα, και τα χρεόγραφα τραπεζικής αποδοχής.¹

Η αγορά χρήματος εξυπηρετεί ουσιαστικά τις ανάγκες ρευστότητας των συμμετεχόντων (εμπορικές τράπεζες, εταιρείες αμοιβαίων κεφαλαίων, χρηματιστηριακές εταιρείες κλπ.). Επειδή οι χρηματικές εισροές των συμμετεχόντων στην αγορά χρήματος δεν συμπίπτουν με τις χρηματικές εκροές τους και επιπλέον η διακράτηση ρευστών διαθέσιμων συνεπάγεται κόστος, ο συμμετέχων ο οποίος μέσα σ' ένα χρονικό διάστημα υπολογίζει να έχει αυξημένα διαθέσιμα, επιδιώκει να τα τοποθετήσει στα χρηματοπιστωτικά μέσα της αγοράς χρήματος τα οποία αποφέρουν κάποια έσοδα. Εξάλλου, ο συμμετέχων στην αγορά χρήματος ο οποίος σ' ένα χρονικό διάστημα υπολογίζει να έχει μειωμένα ρευστά διαθέσιμα, επιδιώκει να αποκτήσει τα ρευστά διαθέσιμα που του λείπουν με το να εκδώσει κάποια βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα ή να πουλήσει τέτοια χρεόγραφα εάν τα διαθέσιμά του έχουν ήδη επενδυθεί σε κάποια από αυτά.² Στην αγορά χρήματος επομένως οι «πλεονασματικοί» και «ελλειμματικοί» συμμετέχοντες ικανοποιούν τις θετικές ή

¹ Δημ. Ζαχαριάδη-Σούρα, Χρήμα - Πίστη - Τράπεζες, Δεύτερη έκδοση, Α. Σταμούλης, Αθήνα 2002, σελ.250, Π.Α. Κιόχος - Γ.Δ. Παπανικολάου – Α.Π. Κιόχος, Χρηματιστήριο Αξιών και Παραγώγων Αθηνών Διεθνή Χρηματιστήρια, Α. Σταμούλης, Αθήνα 2001, σελ. 42.

² Δημ. Ζαχαριάδη-Σούρα, ό.π. σελ. 75.

αρνητικές ανάγκες ρευστότητάς τους για ένα ορισμένο χρονικό διάστημα με το να «δανείζονται» (προσφορά χρήματος) ή να «δανείζονται» (ζήτηση χρήματος) ρευστά διαθέσιμα.³

Πρέπει να τονιστεί ότι οποιαδήποτε επενδυτική κίνηση του συμμετέχοντα στην αγορά χρήματος εξαρτάται από την απόδοση, τη ρευστότητα και το βαθμό του κινδύνου του χρηματοπιστωτικού μέσου. Έτσι τα κύρια χαρακτηριστικά των χρηματοπιστωτικών μέσων που διαπραγματεύονται στην αγορά χρήματος λόγω της μικρής χρονικής διάρκειάς τους, είναι τα εξής:

- η απόδοσή τους είναι μικρή,
- η ρευστότητά τους είναι πολύ υψηλή και,
- ο βαθμός κινδύνου είναι χαμηλός, κάτι που εγγυάται τη βέβαιη αποπληρωμή τους.

Για να τονίσουμε τη σπουδαιότητα της αγοράς χρήματος στην ανάπτυξη του χρηματοπιστωτικού συστήματος, είναι πολύ σημαντικό να τη διακρίνουμε από τις άλλες χρηματοοικονομικές αγορές, δηλαδή από την αγορά κεφαλαίου, την αγορά ομολόγων, την αγορά παραγώγων και την αγορά συναλλάγματος. Η αγορά χρήματος είναι ο πυλώνας για την ανάπτυξη ενός ανταγωνιστικού και αποδοτικού χρηματοοικονομικού συστήματος σε κάθε οικονομία. Ειδικότερα, η σπουδαιότητα της αγοράς χρήματος αφορά στην ανάπτυξη άλλων χρηματοοικονομικών αγορών, καθώς και στην ανάπτυξη του τραπεζικού κλάδου. Μέσω των συναλλαγών στην αγορά χρήματος, παρέχεται και απορροφάται η ρευστότητα η οποία επηρεάζει την αποτελεσματικότητα των χρηματοοικονομικών αγορών, στις οποίες διαπραγματεύονται τα χρηματοπιστωτικά μέσα μακροχρόνιας διάρκειας, και την προσφορά και ζήτηση των ξένων συναλλαγμάτων στην αγορά συναλλάγματος. Οι διακυμάνσεις ρευστότητας στην αγορά χρήματος οι οποίες εξαρτώνται από την προσφορά και ζήτηση του χρήματος, επηρεάζουν τα επιτόκια του τραπεζικού κλάδου τα οποία είναι η κινητήρια δύναμη για την ανάπτυξη της οικονομίας. Επίσης οποιαδήποτε αλλαγή των βασικών επιτοκίων στην αγορά χρήματος μπορεί να έχει άμεσες επιδράσεις στην προσφορά και ζήτηση του χρήματος και στις τιμές των χρηματοπιστωτικών μέσων στις χρηματοοικονομικές αγορές. Για το λόγο αυτό, συνήθως, λεμε ότι η αγορά

³ Δημ. Ζαχαριάδη-Σούρα, ό.π. σελ. 76.

χρήματος είναι θεμελιώδης αγορά σε σχέση με τις λοιπές χρηματοοικονομικές αγορές.

Εκτός από την αγορά χρήματος βασικός παράγοντας ενός χρηματοπιστωτικού συστήματος καθώς και της ολόκληρης οικονομίας είναι η αγορά κεφαλαίου ή κεφαλαιαγορά. Συνήθως όταν μιλάμε για χρηματοοικονομικές αγορές εννοούμε την κεφαλαιαγορά επειδή στην κεφαλαιαγορά διαπραγματεύονται χρηματοπιστωτικά μέσα μεγάλης χρονικής διάρκειας (πάνω από ένα χρόνο). Έτσι με το κριτήριο αυτό, το οποίο είναι βασικό, διακρίνουμε την αγορά χρήματος από την κεφαλαιαγορά. Εάν δηλαδή οι αγοραπωλησίες των χρηματοπιστωτικών μέσων έχουν προορισμό να καλύψουν τις βραχυχρόνιες ανάγκες των δανειζόμενων (ανάγκες ρευστότητας) τότε μιλάμε για την αγορά χρήματος, αντίθετα εάν οι αγοραπωλησίες των χρηματοπιστωτικών μέσων έχουν μακροχρόνια διάρκεια και προορίζονται κυρίως για χρηματοδότηση επενδυτικών αναγκών, τότε μιλάμε για κεφαλαιαγορές. Αντίθετα από την αγορά χρήματος, τα χρηματοπιστωτικά μέσα που αγοράζονται και πωλούνται στην κεφαλαιαγορά όπως είναι οι μετοχές και τα ομόλογα του ιδιωτικού, του δημόσιου και του τραπεζικού τομέα αφορούν ανάγκες των συμμετεχόντων για μακροχρόνια τοποθέτηση ή απόκτηση χρηματικών πόρων. Επομένως, τα κύρια χαρακτηριστικά της κεφαλαιαγοράς σχετικά με τη χρονική διάρκεια των χρηματοπιστωτικών μέσων που τη διακρίνουν από την αγορά χρήματος (παρακάτω πίνακας 1) είναι τα εξής:

- η ρευστότητα των χρηματοπιστωτικών μέσων είναι αρκετά μεγάλη,
- ο βαθμός κινδύνου των χρηματοπιστωτικών μέσων είναι αρκετά μεγάλος, που σημαίνει ότι η απόδοση είναι μεγαλύτερη από ότι είναι στα χρηματοπιστωτικά μέσα στην αγορά χρήματος.

Πίνακας 1: Σύγκριση αγοράς χρήματος και κεφαλαιαγοράς

		ΑΓΟΡΑ ΧΡΗΜΑΤΟΣ	ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ
ΔΙΑΡΚΕΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΜΕΣΩΝ		Από 24 ώρες έως 1 χρόνο Βραχυπρόθεσμα – χρημ/ικά μέσα	Μεγαλύτερη από 1 χρόνο Μακροπρόθεσμα – χρημ/ικά μέσα
ΣΚΟΠΟΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΗΣ		Εξυπηρετεί βραχυπρόθεσμες ανάγκες ρευστότητας	Εξυπηρετεί μακροπρόθεσμες ανάγκες τοποθέτησης ή απόκτησης χρηματικών πόρων
ΚΥΡΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΑ ΜΕΣΑ		<ul style="list-style-type: none"> - Καταθέσεις προθεσμίας - Πιστοποιητικά κατάθεσης - Έντοκα γραμμάτια - Εμπορικά χρεόγραφα - Χρεόγραφα τραπεζικής αποδοχής 	<ul style="list-style-type: none"> - Ομόλογα - Μετοχές
ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ	ΑΠΟΔΟΣΗ	Μικρή	Μεγάλη
	ΡΕΥΣΤΟΠΟΙΗΣΗ	Ευχερής	Δυσχερής
	ΒΑΘΜΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΥ	Χαμηλός	Μεγάλος

Όπως φαίνεται στον παραπάνω πίνακα μία από τις πιο σημαντικές διαφορές μεταξύ της αγοράς χρήματος και της κεφαλαιαγοράς είναι η ρευστότητα και ο βαθμός κινδύνου των χρηματοπιστωτικών μέσων. Για το λόγο αυτό, από την άποψη αυτή, η επένδυση σε βραχυπρόθεσμα χρηματοπιστωτικά μέσα είναι πιο ευνοϊκή από ότι είναι στα μακροπρόθεσμα χρηματοπιστωτικά μέσα.

Τέλος μία χρήσιμη διάκριση των χρηματοοικονομικών αγορών – είτε πρόκειται για αγορές χρήματος είτε πρόκειται για αγορές κεφαλαίου – είναι η διάκριση ανάμεσα στην πρωτογενή αγορά και στη δευτερογενή αγορά.⁴ Στην πρωτογενή αγορά ο «ελλειμματικός» συμμετέχων πουλάει χρηματοπιστωτικά μέσα - αξιόγραφα (έντοκα γραμμάτια, ομόλογα, μετοχές κλπ.) στον «πλεονασματικό» συμμετέχοντα. Στην πρωτογενή αγορά αγοράζονται και πωλούνται μόνο πρωτοεκδιδόμενα αξιόγραφα είτε απευθείας από τον εκδότη είτε μέσω ενός χρηματοπιστωτικού οργανισμού - χρηματοπιστωτικού μεσολαβητή, ενώ στη δευτερογενή αγορά αγοράζονται και πωλούνται αξιόγραφα τα οποία έχουν εκδοθεί και βρίσκονται ήδη στα χέρια των πρώτων αγοραστών. Στην πρωτογενή ή στη δευτερογενή αγορά, το κέρδος του αξιόγραφου προκύπτει προφανώς από τη διαφορά ανάμεσα στην τιμή έκδοσης του αξιόγραφου και στην τιμή διάθεσης του αξιόγραφου στους

⁴ Δημ. Ζαχαριάδη-Σούρα, ό.π. σελ. 77.

αγοραστές. Πρέπει να σημειώσουμε ότι η διάκριση ανάμεσα στην πρωτογενή και τη δευτερογενή αγορά είναι σημαντική, επειδή οι χρηματοπιστωτικοί μεσολαβητές της πρωτογενούς αγοράς που παρεμβάλλονται ανάμεσα στον εκδότη του αξιόγραφου και στον αγοραστή, έχουν σημαντική επίδραση στην ανάπτυξη της αγοράς χρήματος. Αυτό σημαίνει ότι ο χρηματοπιστωτικός μεσολαβητής είναι «εγγυητής» ή «ανάδοχος» της έκδοσης με την ακόλουθη διπλή έννοια: πρώτον, εγγυάται στον πρωταρχικό εκδότη τη διάθεση των αξιογράφων στους δυνητικούς αγοραστές τους και δεύτερον, εγγυάται συχνά μία «τιμή» διάθεσης.⁵

2.2. ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ

Ανάλογα με τα διαπραγματευόμενα βραχυπρόθεσμα χρηματοπιστωτικά μέσα - τα οποία αναφέρθηκαν παραπάνω, διακρίνουμε τις ακόλουθες βασικές αγορές χρήματος οι οποίες απαντώνται στις περισσότερες χώρες:

1. Προθεσμιακών Καταθέσεων
2. Πιστοποιητικών Κατάθεσης,
3. Έντοκων Γραμματίων,
4. Εμπορικών Χρεογράφων,
5. Χρεογράφων Τραπεζικής Αποδοχής,
6. Repos,
7. Παραγώγων (βραχυπρόθεσμες συναλλαγές με παράγωγα προϊόντα).

Ανάλογα με τους συμμετέχοντες στην αγορά χρήματος και του χρηματοπιστωτικού μέσου το οποίο συναλλάσσεται στην αγορά χρήματος, μπορούμε με τρεις τρόπους να διαχωρίσουμε τους βασικούς τομείς στην αγορά χρήματος (παρακάτω πίνακας 2).

⁵ Δημ. Ζαχαριάδη-Σούρα, ό.π. σελ. 78.

Πίνακας 2: Τομείς αγοράς χρήματος ανάλογα με τα χαρακτηριστικά των συμμετεχόντων και των χρηματοπιστωτικών μέσων

	ΕΥΡΥΣ ΤΟΜΕΑΣ		ΜΗ ΑΣΦΑΛΙΣΜΕΝΟΣ ΤΟΜΕΑΣ	ΑΣΦΑΛΙΣΜΕΝΟΣ ΤΟΜΕΑΣ	ΕΛΕΥΘΕΡΗ ΑΓΟΡΑ ΧΡΗΜΑΤΟΣ	ΔΙΑΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΑΓΟΡΑ ΧΡΗΜΑΤΟΣ
	Όλα	ΣΤΕΝΟΣ ΤΟΜΕΑΣ				
ΧΡΗΜΑΤΟΠΙ ΣΤΩΤΙΚΑ ΜΕΣΑ	Όλα	Μόνο τα τραπεζικά αποθεματικά	Καταθέσεις προθεσμίας	Αντιστρεπτές πράξεις (τα <i>repos</i>)	Όλα	- Καταθέσεις προθεσμίας - Αντιστρεπτές πράξεις
ΣΥΜΜΕΤΕΧ ΟΝΤΕΣ	Όλοι	Τράπεζες	Τράπεζες	Τράπεζες	Όλοι	Τράπεζες

Πηγή: Rotterdam School of Economics

Σύμφωνα με την πρώτη προσέγγιση διακρίνουμε την ευρεία και τη στενή έννοια της αγοράς χρήματος. Στην ευρεία έννοια περιλαμβάνονται όλα τα βραχυπρόθεσμα χρηματοπιστωτικά μέσα καθώς και όλοι οι συμμετέχοντες, ενώ στη στενή έννοια - περιλαμβάνεται η αγορά των διατραπεζικών καταθέσεων (*interbank money market*) η οποία είναι ένα μέρος της ευρείας αγοράς χρήματος. Στη στενή έννοια της αγοράς χρήματος οι συναλλαγές εκκαθαρίζονται και διακανονίζονται αυθημερόν ή ακόμα και σε πραγματικό χρόνο γεγονός που επιτρέπει στους συμμετέχοντες να ρυθμίσουν τα διαθέσιμά τους την ίδια ημέρα (π.χ. οι καταθέσεις προθεσμίας μίας ημέρας) - ενώ τα χρηματοπιστωτικά μέσα τα οποία περιλαμβάνονται στη ευρεία έννοια της αγοράς χρήματος - διακανονίζονται σε μία περίοδο αρκετών ημερών (πχ. τα *REPOS*, τα βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα κλπ.).

Στην δεύτερη προσέγγιση, η αγορά χρήματος χωρίζεται σε μη ασφαλισμένη (*unsecured*) και ασφαλισμένη (*secured*) αγορά. Η μη ασφαλισμένη αγορά χρήματος είναι η διατραπεζική αγορά στην οποία δεν υπάρχει καμία εγγύηση ή ενέχυρο (τίτλοι ή κεφάλαια) στη συναλλαγή, όπως παραδείγματος χάριν στις καταθέσεις προθεσμίας. Αντίθετα στην ασφαλισμένη αγορά χρήματος οι διατραπεζικές κυρίως συναλλαγές είναι εγγυημένες με ενέχυρο το οποίο εξασφαλίζει ότι οι συμβαλλόμενοι θα εκπληρώσουν τις υποχρεώσεις τους στο τέλος της σύμβασης, π.χ. στις αντιστρεπτές πράξεις (*REPOS*).

Στην τρίτη προσέγγιση χωρίζουμε την αγορά χρήματος στην ελεύθερη (*open*) και στη διατραπεζική αγορά. Η ελεύθερη αγορά είναι διαθέσιμη σε οποιονδήποτε συμμετέχοντα και περιλαμβάνει όλα τα χρηματοπιστωτικά μέσα, ενώ η διατραπεζική αγορά είναι διαθέσιμη μόνο στις τράπεζες και σε αυτή

συναλλάσσεται περιορισμένος αριθμός χρηματοπιστωτικών μέσων - όπως είναι οι καταθέσεις προθεσμίας, τα REPOS κλπ.

Ο διαχωρισμός των τομέων της αγοράς χρήματος που υιοθετεί η παρούσα εργασία, απαντάται σε διάφορες μελέτες και δημοσιεύσεις της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας και άλλων ευρωπαϊκών χρηματοοικονομικών οργανισμών (παρακάτω πίνακας 3). Όπως προκύπτει από τους πίνακες 2 και 3 δεν υπάρχει καμία σημαντική διαφορά μεταξύ τους σχετικά με την ομαδοποίηση των μη ασφαλισμένων και ασφαλισμένων χρηματοπιστωτικών μέσων. Στον τομέα των βραχυπρόθεσμων χρεογράφων υπάρχουν διάφορα χρεόγραφα που έχουν διάρκεια μέχρι ένα χρόνο, ανεξάρτητα εάν ο εκδότης είναι το δημόσιο ή οι αρχές τοπικής αυτοδιοίκησης ή ιδιωτικός φορέας. Τέλος στον τομέα των παραγώγων έχουμε παράγωγα προϊόντα τα οποία έχουν ημερομηνία λήξης μέχρι ένα χρόνο.

Πίνακας 3: Τομείς και χρηματοπιστωτικά μέσα αγοράς χρήματος

Τομέας της αγοράς χρήματος	ΜΗ ΑΣΦΑΛΙΣΜΕΝΑ (UNSECURED)	ΑΣΦΑΛΙΣΜΕΝΑ (SECURED)	ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΑ ΧΡΕΟΓΡΑΦΑ	ΠΑΡΑΓΩΓΑ (βραχυπρόθεσμες συναλλαγές με παράγωγα)
Χρηματοπιστωτικά μέσα στην αγορά χρήματος	- Καταθέσεις προθεσμίας (borrowing / lending deposits)	- Αντιστρεπτές πράξεις (τα repos)	- Έντοκα γραμμάτια (T-bills) - Εμπορικά γραμμάτια (Commercial papers) - Πιστοποιητικά κατάθεσης (Certificate of deposits) - Χρεόγραφα τραπεζικής αποδοχής (Bankers acceptances) - Άλλα βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα ⁶	- Συμφωνίες αμοιβαίας ανταλλαγής πληρωμών (SWAPS) - Συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης ή προθεσμιακά συμβόλαια (FUTURES & FORWARDS) - Δικαιώματα προαίρεσης (OPTIONS)
Πηγή: European Central Bank, Centre for Economic Policy Research, Federal Reserve Bank of Richmond				

2.3. ΕΠΙΤΟΚΙΟ

Πρώτον, η τιμή των βραχυπρόθεσμων χρεογράφων υπολογίζεται με την μέθοδο προεξόφλησης (παρακάτω πλαίσιο 1). Οι αγοραπωλησίες των βραχυπρόθεσμων χρεογράφων (πιστοποιητικά κατάθεσης, εμπορικά χρεόγραφα, έντοκα γραμμάτια, χρεόγραφα τραπεζικής αποδοχής κλπ.) πραγματοποιούνται πάντα κάτω από το άρτιο, όπου η διαφορά ανάμεσα στην

⁶ π.χ. τα Eurodollars, τα βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα τοπικής αυτοδιοίκησης, τα υποστηριζόμενα από την κυβέρνηση επιχειρηματικά χρεόγραφα (Government Sponsored Enterprise Securities) κλπ.

ονομαστική και την αγοραία αξία αντιπροσωπεύει το εισόδημα, άρα τους τόκους του επενδυτή για τη διάρκεια ζωής του τίτλου⁷.

Πλαίσιο 1: Υπολογισμός τιμής χρεογράφου με την μέθοδο προεξόφλησης, και επιτοκίου του χρεογράφου με βάση την τιμή διάθεσης του

Τιμή του χρεογράφου με την μέθοδο προεξόφλησης	Επιτόκιο του χρεογράφου με βάση της τιμής διάθεσης του χρεογράφου
$P = N \times \frac{1}{1 + \frac{r \times d}{100 \times y_d}}$	ή $r = \left(\frac{N - P}{N} \right) \times \left(\frac{y_d}{d} \right) \times 100$
P - τιμή διάθεσης του χρεογράφου N - ονομαστική αξία του χρεογράφου r - ετήσιο επιτόκιο ως ποσοστό % d - διάρκεια του χρεογράφου (σε ημέρες) y _d - ετήσιος αριθμός ημερών	

Πρέπει να επιστήσουμε την προσοχή ότι η εξίσωση η οποία χρησιμοποιείται στον υπολογισμό της τιμής είναι διαφορετική σε μερικές χώρες από εκείνη που χρησιμοποιείται στις ευρωπαϊκές χώρες. Στην Αμερικάνικη αγορά χρήματος για παράδειγμα η τιμή των εντόκων γραμματίων (T-bills)

υπολογίζεται ως εξής:
$$P = N \times \left[1 - \left(\frac{r \times d}{100 \times y_d} \right) \right]^8$$

Οι αγοραπωλησίες των μη ασφαλισμένων (καταθέσεις προθεσμίας) και ασφαλισμένων συναλλαγών (REPOS), εξαρτώνται από το ύψος του επιτοκίου. Αυτό σημαίνει ότι την ημέρα της πληρωμής (εξόφλησης) επιστρέφεται το αρχικό δάνειο αυξημένο κατά τους δεδουλευμένους τόκους (παρακάτω πλαίσιο 2). Πρέπει να σημειώσουμε ότι στα παράγωγα προϊόντα εφαρμόζεται ο ίδιος τρόπος υπολογισμού με μόνη διαφορά ότι στα περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα τα οποία διαπραγματεύονται ως παράγωγα, ο υποκείμενος τίτλος είναι το τεκμαρτό κεφάλαιο στη συναλλαγή. Άρα, ο υποκείμενος τίτλος (π.χ. οι καταθέσεις προθεσμίας) δεν αλλάζει χέρια επειδή είναι η βάση για τον υπολογισμό του επιτοκίου στην έναρξη και λήξη της σύμβασης.⁹

⁷ Dr. D.J.C. Smant, "Interest rate calculations: Market conventions with respect price and yield in bond and money markets", Working paper, Rotterdam School of Economics, January 2004, σελ. 3.

⁸ M. Spiegel and R. Stanton, 2000, "Overview of Lecture 5", Working paper, U.C. Berkeley, 2000.

⁹ Περισσότερα στο κεφάλαιο για παράγωγα.

Πλαίσιο 2: Υπολογισμός τιμής για μη ασφαλισμένες και ασφαλισμένες συναλλαγές με βάση το επιτόκιο

<p>Αξία της πληρωμής στο τέλος της συναλλαγής</p> $B = P \times \left[1 + \left(\frac{r \times d}{100 \times y_d} \right) \right]$	ή	<p>Το ετήσιο επιτόκιο της συναλλαγής</p> $r = \left(\frac{B - P}{P} \right) \times \left(\frac{y_d}{d} \right) \times 100$
<p>B - πληρωμή στο τέλος της συναλλαγής περιλαμβάνει και τόκους (το επιτόκιο) P - τρέχουσα αξία της συναλλαγής, συνήθως ίσια με την ονομαστική αξία της συναλλαγής r - ετήσιο επιτόκιο ως ποσοστό % d - διάρκεια της συναλλαγής (σε ημέρες) y_d - ετήσιος αριθμός ημερών</p>		

Πρέπει να τονίσουμε ότι ο συμβατικός τρόπος υπολογισμού των ημερών που εφαρμόζεται για τον εκτοκισμό μίας πίστωσης στη αγορά χρήματος, δεν είναι ίδιος σε κάθε χώρα (το σύμβολο *d* μετρά τον αριθμό ημερών της διάρκειας της πίστωσης και το σύμβολο *y_d* είναι ο αριθμός ημερών του έτους). Όπως βλέπουμε στον παρακάτω πίνακα στις περισσότερες χώρες οι τόκοι λογίζονται για τον πραγματικό αριθμό ημερών της πίστωσης με βάση το έτος των 360 ημερών (*actual/360* ή *act/360*) - ενώ σε μερικές χώρες η βάση είναι έτος 365 ημερών.

Πίνακας 4: Συμβατικοί τρόποι υπολογισμού των τόκων στην αγορά χρήματος

	Χώρα	Πραγματικός αριθμός ημερών
1.	Αυστραλία	<i>act/365</i>
2.	Καναδάς	<i>act/365</i>
3.	Ευρωζώνη	<i>act/360</i>
4.	Ιαπωνία	<i>act/360</i>
5.	Νέα Ζηλανδία	<i>act/365</i>
6.	Νορβηγία	<i>30/360</i> <small>(<i>act/360</i> για τα χρημ/ικά μέσα με την λήξη προθεσμίας κάτω από 1 μήνα ενώ για πιστοποιητικά κατάθεσης είναι <i>act/365</i>)</small>
7.	Σουηδία	<i>30E¹⁰/360</i>
8.	Ελβετία	<i>act/360</i> ή <i>30/360</i> (για τα Ομοσπονδιακά Έντοκα Γραμμάτια)
9.	Ηνωμένο Βασίλειο	<i>act/365</i>
10.	Ηνωμένες Πολιτείες	<i>act/360</i>
Πηγή: Rotterdam School of Economics		

Ας σημειωθεί ότι το **απλό επιτόκιο (simple interest rate)** χρησιμοποιείται για υπολογισμό των τόκων στην αγορά χρήματος σε ετήσια

¹⁰ Το επίθημα “30E” σημαίνει εάν η μέρα της εκκαθάρισης της πίστωσης είναι η τριακοστή πρώτη (31) τότε αλλάζεται στην τριακοστή (30).

βάση, ενώ στην αγορά ομολόγων που διαπραγματεύονται τα μακροπρόθεσμα χρηματοπιστωτικά μέσα χρησιμοποιείται η μέθοδος του **σύνθετου επιτοκίου (compound interest rate)**. Η τελευταία μέθοδος χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό της τιμής όσο των βασικών ομολόγων όσο και των ομολόγων χωρίς τοκομερίδιο (zero-coupon bond) και βασίζεται στην **εσωτερική απόδοση (internal rate of return)**. Ουσιαστικά ο επενδυτής προσδιορίζει την επιθυμητή ετήσια απόδοση της επένδυσης στα ομόλογα λαμβάνοντας υπόψη τον πληθωρισμό, τον κίνδυνο αλλαγής των επιτοκίων, τη χρονική διάρκεια της επένδυσης κλπ. Με την εσωτερική απόδοση (απόδοση στην λήξη - yield to maturity) προεξοφλούνται οι μελλοντικές χρηματικές ροές οι οποίες αποτελούνται από την ονομαστική αξία του ομολόγου και του κουπονιού¹¹ μέχρι το τέλος της επένδυσης.¹²

Εκτός από τον τρόπο με τον οποίο υπολογίζεται το επιτόκιο ως «τιμή» του χρήματος, είναι σημαντικό να εξηγήσουμε που οφείλονται οι διαφορές των επιτοκίων στα χρηματοπιστωτικά μέσα στην αγορά χρήματος. Το επιτόκιο του χρήματος το οποίο διακινείται μέσω των διάφορων χρηματοπιστωτικών μέσων βραχυχρόνιας διάρκειας μεταξύ των «πλεονασματικών» και «ελλειμματικών» συμμετεχόντων στην αγορά χρήματος, επηρεάζεται κυρίως από τον κίνδυνο του χρηματοπιστωτικού μέσου. Ένα τμήμα του επιτοκίου είναι η αμοιβή του δανειστή που παραιτείται από την παρούσα χρήση των πόρων του και ένα άλλο μέρος είναι η αμοιβή του δανειστή για τον κίνδυνο που αναλαμβάνει.

Ο **κίνδυνος τιμής** (ή ο κίνδυνος επιτοκίου) μετριέται με την πιθανότητα μεταβολής της τιμής των βραχυπρόθεσμων χρηματοπιστωτικών μέσων εξαιτίας της μεταβολής των επιτοκίων.¹³ Συνήθως με τον κίνδυνο αυτό εννοούμε τον κίνδυνο αλλαγής των βασικών επιτοκίων στην αγορά χρήματος (π.χ. το βασικό επιτόκιο επαναχρηματοδότησης της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας κλπ.) - τα οποία μπορούν να προκαλέσουν κέρδη ή ζημιές στο δανειστή και στο δανειζόμενο.

¹¹ Το τοκομερίδιο συνήθως ενός μακροπρόθεσμου χρεογράφου για μία τοκοφόρα περίοδο. Ανάλογα με τους όρους του εκδότη, μπορεί να είναι ετήσιο, εξαμηνιαίο, τριμηνιαίο, μηνιαίο κλπ.

¹² Αυτή η μέθοδος ονομάζεται και μέθοδος ανεύρεσης της μελλοντικής αξίας ενός ποσού που εισπράττεται ή καταβάλλεται σήμερα.

¹³ Γεώργιος Π. Αρτίκης, Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Αποφάσεις επενδύσεων, Α. Σταμούλης, Αθήνα-Πειραιώς 1996, σελ. 285.

Εκτός από τον κίνδυνο της τιμής, ο δανειστής υπολογίζει και τον **πιστωτικό κίνδυνο** - ο οποίος διαφορετικά ονομάζεται κίνδυνος αδυναμίας πληρωμής (*credit risk* ή *default risk*). Ο κίνδυνος αυτός αναφέρεται στην αδυναμία πληρωμής των τόκων και επιστροφής του κεφαλαίου από την πλευρά του δανειζόμενου.¹⁴ Ο πιστωτικός κίνδυνος θεωρείται πολύ σημαντικός στην αξιολόγηση ενός δανειζόμενου, είτε στην αγορά χρήματος είτε στην κεφαλαιαγορά. Ειδικότερα - τα κριτήρια της αξιολόγησης μπορεί να διαφέρουν σε σχέση με φύση των δανειζομένων. Για παράδειγμα, με διαφορετικά κριτήρια αξιολογούμε τον πιστωτικό κίνδυνο ενός χρεογράφου το οποίο εκδίδει το Δημόσιο, η Κεντρική Τράπεζα, από ένα χρεόγραφο το οποίο εκδίδει μία εμπορική τράπεζα ή μία επιχείρηση.

Στη διάρθρωση επιτοκίων συμμετέχει και ο **κίνδυνος ρευστότητας (βαθμός ρευστότητας)**. Ας υποθέσουμε ότι δύο εμπορικά χρεόγραφα, το «Α» και το «Β», έχουν ακριβώς τα ίδια χαρακτηριστικά. Εάν το χρεόγραφο «Α» έχει μεγαλύτερο βαθμό ρευστότητας στην αγορά χρήματος, επειδή οι συμμετέχοντες στην αγορά χρήματος αυξάνουν σοβαρά τις αγοραπωλησίες του, τότε θα είναι μεγαλύτερη η ζήτηση για το χρεόγραφο «Α» που συνεπάγεται αύξηση στην αγοραία τιμή του καθώς και μείωση στην αγοραία απόδοσή του.

Ένας επενδυτής – δανειστής, στην **αξιολόγηση της επένδυσής** του σχετικά με το κριτήριο του πιστωτικού κινδύνου, μπορεί να χρησιμοποιήσει τις εκτιμήσεις διαφόρων διεθνών εξειδικευμένων φορέων αξιολόγησης (*international credit agencies*), όπως είναι το «Fitch», το «Standard & Poor's» και το «Moody's». Οι φορείς πιστωτικής αξιολόγησης παρέχουν απόψεις και όχι συστάσεις σχετικά με μία επένδυση. Οι τυποποιημένες πιστωτικές αξιολογήσεις δεν εξετάζουν οποιονδήποτε κίνδυνο αλλά μόνο τον πιστωτικό κίνδυνο. Ειδικότερα, αυτές οι αξιολογήσεις δεν εξετάζουν τον κίνδυνο απώλειας που οφείλεται στις αλλαγές των επιτοκίων και των τιμών στις χρηματοοικονομικές αγορές, επειδή εκφράζουν την τρέχουσα άποψη σχετικά με τη δανειοληπτική ικανότητα του εκδότη. Επομένως, οι τυποποιημένες πιστωτικές αξιολογήσεις χρησιμοποιούνται από τους επενδυτές ως ενδείξεις

¹⁴ Γεώργιος Π. Αρτίκης, ό.π., σελ. 285.

της πιθανότητας να ανακτήσουν τα χρήματά τους σύμφωνα με τους όρους με τους οποίους τα επένδυσαν.

Η πιστωτική αξιολόγηση είναι ιδιαίτερα σημαντική για την αγορά των βραχυπρόθεσμων χρεογράφων, στις ασφαλισμένες συναλλαγές και σε κάποιες συναλλαγές σε παράγωγα, στις οποίες ως υποκείμενος τίτλος είναι τα βραχυπρόθεσμα ή τα μακροπρόθεσμα χρεόγραφα. Η τιμή (το επιτόκιο) της συναλλαγής κατά μεγάλο ποσοστό μπορεί να βασίζεται στην «ποιότητα» του υποκείμενου τίτλου.

Για κάθε αγορά χρήματος είναι πάρα πολύ σημαντικό να υπάρχουν κάποια «σημάδια» μέσω των οποίων να είναι δυνατόν να οριστεί η κατάσταση στην αγορά χρήματος και στο τραπεζικό σύστημα. Ακόμα και για την Κεντρική Τράπεζα είναι σημαντικό να ξέρει τι γίνεται στην αγορά χρήματος σχετικά με τη ρευστότητα και τα βασικά επιτόκια. Εάν η Κεντρική Τράπεζα γνωρίζει πόσο «κοστίζουν» τα διατραπεζικά δάνεια (διατραπεζικές καταθέσεις), τότε μπορεί πιο αποτελεσματικά να επέμβει στην αγορά χρήματος απορροφώντας ή προσφέροντας τη ρευστότητα. Η ύπαρξη των βασικών επιτοκίων στην αγορά χρήματος βοηθάει επίσης την ανάπτυξη της αγοράς όπως και δημιουργία καινούργιων χρηματοοικονομικών προϊόντων.

Το μέσο διατραπεζικό επιτόκιο δανεισμού (**Interbank Offered Rate**) στη διατραπεζική αγορά αντιπροσωπεύει το μέσο επίπεδο επιτοκίων (προσφοράς-ζήτησης) για τις διατραπεζικές καταθέσεις (καταθέσεις προθεσμίας) και προκύπτει από τις τιμές που ανακοινώνουν καθημερινά οι τράπεζες. Επίσης διαμορφώνεται και ανάλογα με τη χρονική διάρκεια π.χ. 1,3,6,12 μηνών. Αντίθετα, το **σταθμικό επιτόκιο μίας ημέρας (Overnight Index Average)** αντιπροσωπεύει τους διατραπεζικούς δανεισμούς με χρονική διάρκεια μίας ημέρας. Στην αγορά χρήματος εντός της ευρωζώνης αυτά τα επιτόκια είναι το **EURIBOR** για τις διατραπεζικές καταθέσεις, ενώ το **EONIA** είναι για τις διατραπεζικές καταθέσεις μίας ημέρας. Στον υπολογισμό του **EURIBOR** συμμετέχουν οι ευρωπαϊκές τράπεζες πρώτης τάξεως οι οποίες επιλέγονται σύμφωνα με ορισμένα κριτήρια. Το **EURIBOR** ανακοινώνεται στο **Reuters**. Το **EONIA** υπολογίζεται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και ανακοινώνεται επίσης στο **Reuters**. Αυτά τα επιτόκια έχουν αντικαταστήσει τους εθνικούς δείκτες των κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Στη διατραπεζική αγορά του Λονδίνου, η οποία είναι από τις μεγαλύτερες στον

κόσμο, τα αντίστοιχα επιτόκια είναι το LIBOR, το SONIA (*Sterling Overnight Index Average*) και το EURONIA (*Euro Overnight Index Average*).

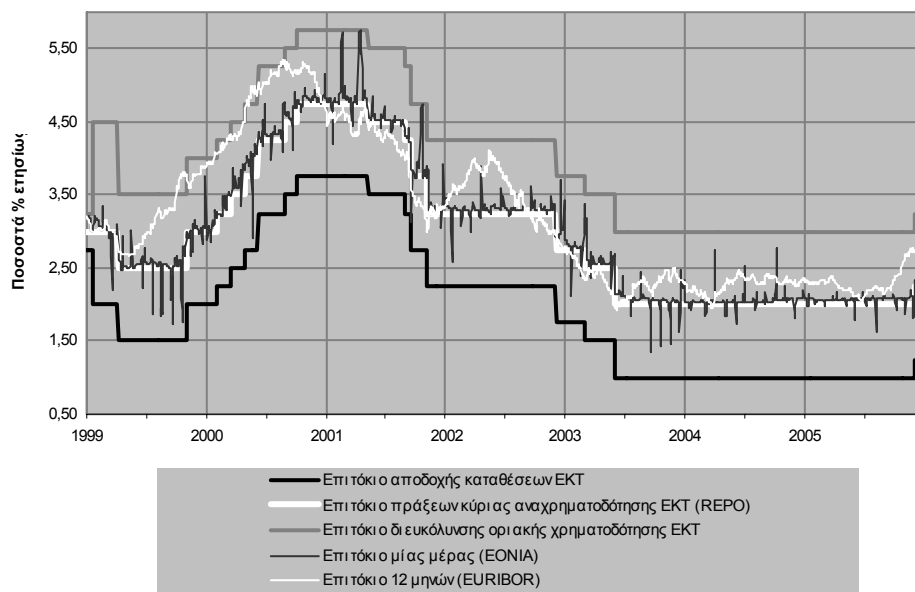
Στο παρελθόν υπήρξαν μερικές προσπάθειες από την Ευρωπαϊκή Τραπεζική Ένωση και το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο του Repo για τον προσδιορισμό του βασικού επιτοκίου για τις **ασφαλισμένες συναλλαγές**, λόγω της σημασίας αυτής της αγοράς τα τελευταία χρόνια. Στις 4 Μαρτίου 2002 το αποκαλούμενο "**EUREPO**" εισήχθη ως συγκριτική μέτρηση επιδόσεων για τις ασφαλισμένες συναλλαγές αγοράς χρημάτων εντός της ευρωζώνης. Το EUREPO είναι ο διάδοχος του "Euro Repo Rate" το οποίο εισήχθη από την Βρετανική Ένωση Τραπεζών (*British Banking Association*) τον Μάιο το 1999.¹⁵ Όπως και στα προηγούμενα επιτόκια στον υπολογισμό του EUREPO συμμετέχουν οι ευρωπαϊκές τράπεζες πρώτης τάξεως οι οποίες επιλέγονται σύμφωνα με ορισμένα κριτήρια.

Το τελευταίο βασικό επιτόκιο στην αγορά χρήματος εντός της ευρωζώνης είναι ο δείκτης του **EONIA SWAP** (*EONIA SWAP Index*). Αυτός ο δείκτης είναι ένας νέος δείκτης αναφοράς (*benchmark*) για συναλλαγές στα παράγωγα προϊόντα στην αγορά χρήματος. Επειδή η αγορά του SWAP επιτοκίου μίας ημέρας έχει αναπτυχθεί πάρα πολύ τα τελευταία χρόνια, η Ευρωπαϊκή Τραπεζική Ένωση αποφάσισε το 2005 να προωθήσει τη δημιουργία καινούργιου δείκτη. Με αυτό το δείκτη κατά κάποιον τρόπο συμπληρώνονται τα σημερινά βασικά επιτόκια στην αγορά χρήματος τα οποία είναι το EURIBOR και το EONIA (για τις μη ασφαλισμένες συναλλαγές) και το EUREPO (για τις ασφαλισμένες συναλλαγές), που χρησιμοποιούνται καθημερινά στην διαχείριση ενδοημερησίας ρευστότητας και στην αντιστάθμιση του κινδύνου τιμής.

Εάν συγκρίνουμε τα επιτόκια των διατραπεζικών καταθέσεων στην αγορά χρήματος εντός της ευρωζώνης, οι οποίες έχουν τη μεγαλύτερη και μικρότερη χρονική διάρκεια (το EURIBOR 12 μηνών και το EONIA), βλέπουμε ότι είναι ακριβώς ενδιάμεσα στο μικρότερο και το μεγαλύτερο επιτόκιο «παρέμβασης» της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) στην αγορά χρήματος (παρακάτω διάγραμμα 1).

¹⁵ European Central Bank, "The Euro Money Market Study 2001 (MOC)", December 2002, σελ. 34.

Διάγραμμα 1: Επιτόκια στην αγορά χρήματος στη ζώνη του Ευρώ (ημερήσια στοιχεία), 1999 - 2005



Πηγή: Bloomberg, www.euribor.com

Το EONIA είναι πάντα πολύ κοντά στο κύριο επιτόκιο της αναχρηματοδότησης του REPO της ΕΚΤ, ενώ τα EURIBOR 1,3,6 μηνών, είναι ανάμεσα στο EONIA και το EURIBOR 12 μηνών. Με τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης η ΕΚΤ «στοχεύει» το EONIA επειδή το μεγαλύτερο ποσοστό των μη ασφαλισμένων συναλλαγών στην αγορά χρήματος έχει χρονική διάρκεια μία ημέρα. Τα επιτόκια των πάγιων διευκολύνσεων της ΕΚΤ οι οποίες επίσης έχουν χρονική διάρκεια μία ημέρα (επιτόκιο αποδοχής καταθέσεων και επιτόκιο διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης) σχηματίζουν το εύρος διακύμανσης των επιτοκίων στο οποίο τεχνικά το EONIA διακυμαίνεται. Πιο συγκεκριμένα τα επιτόκια των πάγιων διευκολύνσεων αντιπροσωπεύουν το ελάχιστο και το μεγαλύτερο επιτόκιο στην αγορά χρήματος. Αυτό σημαίνει ότι αυτά τα επιτόκια είναι «η τελευταία λύση» για τις τράπεζες ("last resort"), επειδή μόνο σε περίπτωση έλλειψης των επενδυτικών ευκαιριών στην αγορά χρήματος η τράπεζα θα καταθέσει τα διαθέσιμά της στην ΕΚΤ – διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων (αποκτά το ελάχιστο επιτόκιο στην αγορά χρήματος) ή θα δανειστεί από την ΕΚΤ - διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης (πληρώνει το μεγαλύτερο επιτόκιο στην αγορά χρήματος). Το εύρος διακύμανσης των επιτοκίων αντιπροσωπεύει την στάση και τις προσδοκίες της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ και έχει ιδιαίτερη σημασία

στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής την οποία θα περιγράψουμε στα επόμενα κεφάλαια.

Στον επόμενο πίνακα (πίνακας 5) βλέπουμε μερικά από τα διατραπεζικά επιτόκια στην αγορά χρήματος εντός και εκτός της ζώνης του Ευρώ, σε κάποιες χώρες της ανατολικής Ευρώπης και στην Ασία.¹⁶ Τα κοινά χαρακτηριστικά ανάμεσά τους είναι ότι στον υπολογισμό του διατραπεζικού επιτοκίου συμμετέχει ορισμένος αριθμός τραπεζών, υπάρχουν κριτήρια επιλογής των τραπεζών, η μέθοδος του υπολογισμού των διατραπεζικών επιτοκίων (ο αποκλεισμός ορισμένου ποσοστού ή αριθμού των προσφερόμενων υψηλότερων και χαμηλότερων επιτοκίων, ο μέσος ή πολυσύνθετος όρος για τον υπολογισμό, η βάση για τον υπολογισμό είναι στις περισσότερες διατραπεζικές αγορές ο πραγματικός αριθμός ημερών με βάση το έτος των 360 ημερών, η στρογγυλοποίηση των διατραπεζικών επιτοκίων είναι στα δύο και τέσσερα ψηφία κλπ.), ορισμένες χρονικές διάρκειες των διατραπεζικών συναλλαγών αποτελούν τη βάση για τον υπολογισμό του διατραπεζικού επιτοκίου, υπάρχει συγκεκριμένη ώρα ανακοίνωσης του επιτοκίου κλπ. Αξίζει να τονιστεί ότι ο ρόλος της Οικονομικής Αρχής (π.χ. η Ένωση των Τραπεζών) ή της Κεντρικής Τράπεζας είναι σπουδαίος στον προσδιορισμό των κανόνων (το ρυθμιστικό πλαίσιο) σχετικά με τη συμμετοχή των τραπεζών στο «κλαμπ» που αποτελεί τη βάση για τον υπολογισμό των διατραπεζικών επιτοκίων. Ο ρόλος επίσης αυτών των αρχών είναι σπουδαίος στον προσδιορισμό του τεχνικού πλαισίου το οποίο ορίζει τη μεθοδολογία του υπολογισμού του διατραπεζικού επιτοκίου όπως και τις διαδικασίες που έχουμε αναφέρει. Αυτό είναι ιδιαίτερα σημαντικό για τις αγορές χρήματος οι οποίες ακόμα αναπτύσσονται εκεί όπου ο ρόλος των χρηματοοικονομικών θεσμών είναι μεγάλος για την ανάπτυξη της εμπιστοσύνης ανάμεσα στους συμμετέχοντες.

¹⁶ Στην περίοδο που συγκεντρώθηκαν (το 2004) τα στοιχεία ίσχυαν για τον παρακάτω πίνακα 5. Οι εθνικοί χρηματοοικονομικοί οργανισμοί μπορούν να αλλάξουν τα στοιχεία που αναφέρονται στο πίνακα σύμφωνα με τις τρέχουσες συνθήκες των χρηματαγορών.

Πίνακας 5: Παραδείγματα βασικών διαπραγματευτικών επιτοκίων στην αγορά χρήματος

Όνομα του επιτοκίου και όνομα της χώρας	Τραπεζές οι οποίες συμμετέχουν στον υπολογισμό του επιτοκίου και τα κριτήρια επιλογής τους	Κριτήρια επιλογής των τραπεζών	Ο τρόπος υπολογισμού του επιτοκίου		Η ώρα μέχρι την οποία παραδίδονται τα επιτόκια τα οποία προσέγγισαν ο τραπεζικός	Τρόπος και ώρα ανακοίνωσης του επιτοκίου	Λήξη της προθεσμίας των συναλλαγών για τον υπολογισμό του επιτοκίου	Βάση για τον υπολογισμό του επιτοκίου
			Επιτόκια τα οποία είναι εκτός υπολογισμού	Μεθοδολογία υπολογισμού				
ΤΟ ΜΕΣΟ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΤΙΚΟ ΕΠΙΤΟΚΙΟ ΔΑΝΕΙΣΜΟΥ (INTERBANK OFFER RATE)								
EURIBOR	57 (47 στην ζώνη του ευρώ, 4 από τις άλλες χώρες της ΕΕ και 6 διεθνείς τραπεζές εκτός της ΕΕ)	Όγκος συναλλαγών στην διαπραγματευτική αγορά χρήματος	Μέσος όρος - στρωγυλιμένος στα 3 ψηφία	Ευρώ	Μέχρι τις 10.45 π.μ. ώρα Βρυξέλλες	Το EURIBOR ανακοινώνεται στο Reuters στις 11 π.μ.	- 1Ε, 2Ε, 3Ε - από 1Μ μέχρι 12Μ	Πραγματικός σαθρός ημερών με βάση το έτος ημερών 360 (act/360)
LIBOR	16	Όγκος συναλλαγών στην διαπραγματευτική αγορά χρήματος	Μέσος όρος	Λίρα Αγγλίας, Ευρώ, Δολάριο Καναδά, Δολάριο ΗΠΑ, Δολάριο Αυστραλίας, Φράγκο Ελβετίας, Γιεν Ιαπωνίας	Μέχρι τις 11 π.μ. ώρα Αγγλίας	Το BBA (British Bankers Association) ανακοινώνει το LIBOR στις 11 π.μ.	- 15 λήξης προθεσμίας μέχρι 12Μ για όλα συναλλαγμένα Για τη Λίρα Αγγλίας είναι act/365 και για τα υπόλοιπα συναλλαγμένα είναι act/360	
TIBOR	16	Όγκος συναλλαγών στην διαπραγματευτική αγορά χρήματος	Μέσος όρος	Γιεν Ιαπωνίας	Μέχρι τις 11 π.μ. τοπική ώρα	Το JBA (Japanese Bankers Association) ανακοινώνει το TIBOR στις 11 π.μ.	- 1Ε - από 1Μ μέχρι 12Μ	act/360
CIBOR	8	Προσδιορίζονται από την Κεντρική Τράπεζα	Μέσος όρος - στρωγυλιμένος στα 4 ψηφία	Κορέναι Δανίας	Μέχρι τις 10.30 π.μ. τοπική ώρα	Η Κεντρική Τράπεζα ανακοινώνει το CIBOR μετά τις 11 π.μ.	- 1Μ, 2Μ, 3Μ, 4Μ, 5Μ, 6Μ 9Μ και 12Μ	act/360
ZIBOR	9	Τράπεζα η οποία εκπληρώνει κριτήρια συμμετοχής στην διαπραγματευτική αγορά χρήματος	Μέσος όρος	Κούβα Κρασίτις	Μέχρι τις 11 π.μ. τοπική ώρα	Το ZIBOR ανακοινώνεται στο web site στις 11 π.μ.	- 1ΤΝ - 1Ν - 1Ε, 2Ε - 1Μ, 3Μ και 6Μ	act/360
PRIBOR	12	Προσδιορίζονται από την Κεντρική Τράπεζα	Μέσος όρος - στρωγυλιμένος στα 2 ψηφία	Κορέναι Τσεχίας	Μέχρι τις 11 π.μ. τοπική ώρα	Η Κεντρική Τράπεζα ανακοινώνει το PRIBOR στο Reuters και στο Bloomberg.	- 1Ε, 2Ε - 1Μ, 2Μ, 3Μ, 4Μ, 5Μ, 6Μ 9Μ και 12Μ	act/360
ΤΟ ΣΤΑΘΜΙΚΟ ΕΠΙΤΟΚΙΟ ΜΙΑΣ ΗΜΕΡΑΣ (OVERNIGHT INDEX AVERAGE)								
EONIA	30	Τα ίδια κριτήρια όπως και για το EURIBOR	Σταθμικός μέσος όρος των ΟΙΝ Ιππ ασφαλισμένων συναλλαγών στην διαπραγματευτική αγορά χρήματος στην ζώνη του ευρώ	Ευρώ	Μέχρι τις 6.30 μ.μ. ώρα Βρυξέλλες	Υπολογίζεται και ανακοινώνεται από την ΕΚΤ από τις 6.45 μ.μ. μέχρι τις 7 μ.μ. ώρα Βρυξέλλες	Ο/Ν	act/360 στο 2 ψηφία
SONIA	12	Τα ίδια κριτήρια όπως και για το LIBOR	Σταθμικός μέσος όρος των ΟΙΝ Ιππ ασφαλισμένων συναλλαγών στην διαπραγματευτική αγορά χρήματος στην ζώνη του ευρώ	Λίρα Αγγλίας	Από τις 00 μέχρι τις 4.15 μ.μ. ώρα Αγγλίας	Ανακοινώνεται από το WMBA στις 5 μ.μ.	Ο/Ν	act/365
CZEONIA	12	Τα ίδια κριτήρια όπως και για το PRIBOR	Σταθμικός μέσος όρος των ΟΙΝ Ιππ ασφαλισμένων συναλλαγών στην διαπραγματευτική αγορά χρήματος στην ζώνη του ευρώ	Κορέναι Τσεχίας	15 λεπτά μετά το διακοπή των συναλλαγών, τοπική ώρα	Υπολογίζεται και ανακοινώνεται από την Κεντρική Τράπεζα	Ο/Ν	act/360 στο 2 ψηφία
EURONIA	12	Τα ίδια κριτήρια όπως και για το Euro LIBOR	Σταθμικός μέσος όρος των ΟΙΝ Ιππ ασφαλισμένων συναλλαγών στην διαπραγματευτική αγορά χρήματος στην ζώνη του ευρώ	Ευρώ	Από τις 00 μέχρι τις 4 μ.μ. ώρα Αγγλίας	Ανακοινώνεται από το WMBA στις 5 μ.μ.	Ο/Ν	act/360 στο 2 ψηφία

Σημείωση: ΟΝ=overnight, ΤΝ = tomorrow next, ΣΝ=spot next, Ε=βδομάδα, Η=μήνας
 Πηγή: www.euribor.org, www.bba.org.uk, www.zenithbank.or.jp/ribor, www.nationalbanken.dk, www.hib.hr, www.czso.cz/eng/edatapl/en.nsf

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΣΥΜΜΕΤΕΧΟΝΤΕΣ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΧΡΗΜΑΤΟΣ

Όπως τονίστηκε στο πρώτο κεφάλαιο οι «πλεονασματικοί» και οι «ελλειμματικοί» συμβαλλόμενοι (συμμετέχοντες) συμμετέχουν ή μπορεί να συμμετέχουν στην αγορά χρήματος η οποία ορίζεται από την απόδοση, τη ρευστοποίηση και το βαθμό κινδύνου των χρηματοπιστωτικών μέσων.

Υπάρχουν διάφοροι συμμετέχοντες στην αγορά χρήματος: οι χρηματοπιστωτικοί και μη χρηματοπιστωτικοί (επιχειρήσεις) οργανισμοί, οι ιδιώτες, το Δημόσιο και βέβαια ο κεντρικός φορέας της νομισματικής πολιτικής η Κεντρική Τράπεζα. Σύμφωνα με τη βασική δομή των χρηματοπιστωτικών μέσων, την οποία εξηγήσαμε, οι εμπορικές τράπεζες, οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί (επενδυτικές τράπεζες, εταιρείες αμοιβαίων κεφαλαίων, χρηματιστηριακές εταιρείες κλπ.), καθώς και η Κεντρική Τράπεζα συμμετέχουν στους περισσότερους τομείς της αγοράς χρήματος ενώ οι μη χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί και ιδιώτες συμμετέχουν στην αγορά χρήματος μέσω των εμπορικών τραπεζών και των χρηματοπιστωτικών οργανισμών (παρακάτω πίνακας 6). Οι συμμετέχοντες, προκειμένου να λάβουν μέρος είτε σε μια εξωχρηματιστηριακή αγορά (OTC, over-the-counter market) είτε σε μια οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά πρέπει να πληρούν ορισμένα κριτήρια καταλληλότητας. Τα κριτήρια αυτά ορίζονται κατά τέτοιο τρόπο ώστε οι συμμετέχοντες να πληρούν ορισμένες προϋποθέσεις σχετικά με τη λειτουργία και την άσκηση εποπτείας.

Πίνακας 6: Συμμετέχοντες στην αγορά χρήματος ανά τομέας της αγοράς

Τομέας της αγοράς χρήματος	ΜΗ ΑΣΦΑΛΙΣΜΕΝΑ (UNSECURED)	ΑΣΦΑΛΙΣΜΕΝΑ (SECURED)	ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΑ ΧΡΕΟΓΡΑΦΑ	ΠΑΡΑΓΩΓΑ (βραχυπρόθεσμες συναλλαγές με παράγωγα)
Χρηματοπιστωτικά μέσα στην αγορά χρήματος	- Καταθέσεις προθεσμίας (<i>borrowing /lending deposits</i>)	- Αντιστρεπτές πράξεις (REPOS)	- Έντοκα γραμμάρια (T-bills) - Εμπορικά γραμμάρια (Commercial papers) - Πιστοποιητικά κατάθεσης (Certificate of deposits) - Χρεόγραφα τραπεζικής αποδοχής (Bankers acceptances) - Άλλα βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα	- Συμφωνίες αμοιβαίας ανταλλαγής πληρωμών (SWAPS): - Συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης ή προθεσμιακά συμβόλαια (FUTURES & FORWARDS) - Δικαιώματα προαίρεσης (OPTIONS)
Συμμετέχοντες στην αγορά χρήματος	- Εμπορικές τράπεζες - Χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί	- Κεντρική Τράπεζα και Δημόσιο (βασικοί συμμετέχοντες) - Διαπραγματευτές αγοράς (dealers) - Εμπορικές τράπεζες - Χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί - Μη χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί	- Κεντρική Τράπεζα και Δημόσιο (βασικοί συμμετέχοντες) - Τοπικές αρχές (local governments) - Εμπορικές τράπεζες - Μη χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί - Χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί	- Κεντρική Τράπεζα - Εμπορικές τράπεζες - Χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί

Πηγή: European Central Bank, Centre for Economic Policy Research, Federal Reserve Bank of Richmond.

3.1. ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΤΡΑΠΕΖΕΣ

Οι εμπορικές τράπεζες έχουν τρεις σημαντικούς ρόλους στην αγορά χρήματος.¹⁷

Πρώτον, οι εμπορικές τράπεζες συμμετέχουν στην αγορά χρήματος είτε για να δανείσουν τα διαθέσιμά τους, είτε για να δανειστούν δηλαδή να αποκτήσουν διαθέσιμα τα οποία θα καλύψουν την ελλειμματική θέση των υποχρεωτικών καταθέσεων τους στην Κεντρική Τράπεζα ή για κάποια άλλη επενδυτική δραστηριότητά τους. Οι εμπορικές τράπεζες είναι από τους κυριότερους συμμετέχοντες στην αγορά χρήματος, ειδικότερα των μη ασφαλισμένων συναλλαγών, οι οποίες συνήθως είναι συναλλαγές μίας ημέρας (*overnight transactions*), που χρησιμοποιούνται για εκμετάλλευση της θετικής ή για κάλυψη της αρνητικής θέσης τους σε ρευστότητα. Επίσης οι εμπορικές τράπεζες είναι από τους κύριους συμμετέχοντες στην ασφαλισμένη αγορά χρήματος καθώς και στην αγορά βραχυπρόθεσμων χρεογράφων και πιο συγκεκριμένα στην αγορά των πιστοποιητικών καταθέσεων. Τέλος οι

¹⁷ Cook T.Q. and R.K. Laroche, ό.π.

εμπορικές τράπεζες διενεργούν διάφορες συναλλαγές στην αγορά χρήματος για λογαριασμό των ιδιωτών-πελατών τους ή των επιχειρήσεων-πελατών τους με τους ίδιους αντικειμενικούς στόχους που έχουν ήδη αναφερθεί, δηλαδή ή για να αποκομίσουν κέρδη από τα «πλεονάζοντα» διαθέσιμά τους ή για να καλύψουν τα «ελλειμματικά» τους διαθέσιμα.

Ο δεύτερος σημαντικός ρόλος που έχουν οι εμπορικές τράπεζες στην αγορά χρήματος είναι ότι στην εξωχρηματιστηριακή αγορά των παραγώγων, ιδιαίτερα στις συναλλαγές SWAPS επιτοκίου που έχουν αναπτυχθεί πολύ τα τελευταία χρόνια, ενεργούν ως διαπραγματευτές αγοράς (dealers). Για παράδειγμα, η τράπεζα διαμεσολαβεί στη συναλλαγή, που σημαίνει ότι οι συμβαλλόμενοι δεν ανταλλάσσουν άμεσα τις πληρωμές των συμφωνημένων επιτοκίων μεταξύ τους. Τις πληρωμές τις κάνει η τράπεζα και για τις δύο πλευρές έναντι ορισμένου ποσοστού προμήθειας. Έτσι οι συμβαλλόμενοι ξέρουν ότι τις συμφωνημένες πληρωμές επιτοκίων πραγματοποιούνται μόνο με την τράπεζα η οποία είναι, κατά κάποιον τρόπο, ο τρίτος συμβαλλόμενος στη συναλλαγή.

Ο τρίτος ρόλος των εμπορικών τραπεζών στην αγορά χρήματος είναι ότι δεσμεύονται για την ανταλλαγή της αμοιβής, δηλαδή οι επενδυτές (οι πελάτες τους) οι οποίοι έχουν επενδύσει στα χρηματοπιστωτικά μέσα της αγοράς χρήματος, θα πληρωθούν εγκαίρως. Συνήθως η υποστήριξη αυτή απευθύνεται στους εκδότες των εμπορικών γραμματίων και στις τοπικές αρχές οι οποίες εκδίδουν τα χρεόγραφα. Η τράπεζα δηλαδή μπορεί να βοηθήσει με δάνειο τον εκδότη να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του προς τους επενδυτές στην ημερομηνία λήξης του χρηματοπιστωτικού μέσου, ή μπορεί να δεσμευτεί (με πιστωτική επιστολή) ότι θα αναλάβει την υποχρέωση της εκπλήρωσης των υποχρεώσεων που προκύπτουν από το χρηματοπιστωτικό μέσο στην ημερομηνία λήξης του σε περίπτωση οικονομικής αδυναμίας του εκδότη.

3.2. ΔΗΜΟΣΙΟ

Το Δημόσιο έχει σημαντικό ρόλο στην ανάπτυξη της αγοράς χρήματος, ιδιαίτερα στις χώρες οι οποίες βρίσκονται σε μεταβατική φάση και μετασχηματίζονται σε οικονομίες της αγοράς.

Το Δημόσιο, καθώς και οι τοπικές αρχές, αντλούν μεγάλα κεφάλαια στην αγορά χρήματος πουλώντας τα έντοκα γραμμάτια στην πρωτογενή αγορά, επειδή είναι ένα από τα πιο ελκυστικά χρηματοπιστωτικά μέσα τα οποία διαπραγματεύονται σε μεγάλα ποσά στην πρωτογενή και δευτερογενή αγορά, από την άποψη ότι δεν έχουν τον πιστωτικό κίνδυνο, δηλαδή είναι «χωρίς κίνδυνο αδυναμίας πληρωμής». Η σημασία της αγοράς αυτής έγκειται και στο γεγονός ότι η αναπτυγμένη αγορά των έντοκων γραμματίων είναι υποστηρικτική για την ανάπτυξη της αγοράς των κρατικών ομολόγων, ιδιαίτερα στις χώρες στις οποίες δεν είναι αναπτυγμένη η αγορά κεφαλαίου. Επίσης, η απόδοση των εντόκων γραμματίων είναι από τους βασικούς παράγοντες που επηρεάζουν τα επιτόκια στην αγορά χρήματος.

Επίσης, σε πολλές χώρες οι Κυβερνήσεις ιδρύουν έναν ξεχωριστό οικονομικό φορέα, όπως είναι το Γενικό Λογιστήριο του Κράτους (*State Debt Management Agency*), το οποίο παίζει σημαντικό ρόλο στην ανάπτυξη των δραστηριοτήτων της αγοράς χρήματος. Το Γενικό Λογιστήριο του Κράτους ασχολείται κυρίως με τη διαχείριση του Δημοσίου χρέους και των διαθεσίμων του Δημοσίου με τρόπο που κρίνεται αποδοτικότερος και προσφορότερος προς το σκοπό της μεγιστοποίησης του οφέλους και της ελαχιστοποίησης του κόστους. Έτσι, σήμερα το Γενικό Λογιστήριο του Κράτους εκτός από την αγορά των εντόκων γραμματίων είναι πολύ δραστήριο και στην αγορά προθεσμιακών καταθέσεων, ιδιαίτερα στην αγορά πίστωσης μίας ημέρας. Επίσης, σύμφωνα με τους βασικούς κανόνες αντιστάθμισης του κινδύνου αλλαγής επιτοκίων (*hedging*), συνάπτει συμφωνίες *SWAP* επιτοκίου και συμφωνίες *SWAP* νομισμάτων με τράπεζες και με Γενικά Λογιστήρια άλλων Κρατών, όπως συμβαίνει στην ευρωπαϊκή αγορά χρήματος.

Σε πολλές χώρες το Γενικό Λογιστήριο του Κράτους είναι σημαντικός συμμετέχων στην αγορά χρήματος όπως συμβαίνει στην Ολλανδία (*Dutch State Treasury Agency*), στη Γερμανία (*Federal Republic of Germany – Finance Agency GmbH*), στη Γαλλία (*Agence France Trésor - AFT*), στο Ηνωμένο Βασίλειο (*Debt Management Office - DMO*), στην Αυστρία (*Austrian Federal Financing Agency*), στην Αυστραλία (*Australian Office of Financial Management*), στην Ελλάδα (Γενικό Λογιστήριο του Κράτους), στην Πορτογαλία (*Portuguese Government Debt Agency*) κλπ. Όμως πρέπει να σημειωθεί ότι, λόγω των αυξημένων δραστηριοτήτων στην αγορά χρήματος, το

Γενικό Λογιστήριο των περισσότερων Κρατών έχουν ιδρυθεί ως ξεχωριστός τομέας του Υπουργείου Οικονομίας, ενώ σε ακραίες περιπτώσεις, ως ανώνυμη εταιρεία, όπως είναι στη Γερμανία όπου ο κύριος μέτοχος είναι η Γερμανική Κυβέρνηση. Στην Αυστρία, για παράδειγμα, το Γενικό Λογιστήριο του Κράτους ιδρύθηκε το 1992, ενώ στην Γαλλία το 2001, στη Γερμανία το 2000, στο Ηνωμένο Βασίλειο το 1998, στην Αυστραλία το 1999, στην Πορτογαλία το 1996 κλπ.

Ένας από τους πιο σημαντικούς λόγους, που εξηγεί τη μεγάλη δραστηριότητα του Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους στη διατραπεζική αγορά χρήματος, είναι ότι σε ορισμένες χώρες, όπως είναι η Ολλανδία, η Γερμανία, η Γαλλία, η Αυστρία, το Βέλγιο, το Λουξεμβούργο, η Φινλανδία και η Πορτογαλία, οι καταθέσεις του Δημοσίου στις Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες είναι πολύ μικρές ή ακόμα και κοντά στο μηδέν. Συνήθως οι καταθέσεις αυτές περιορίζονται από την Κεντρική Τράπεζα και στο τέλος της εργάσιμης μέρας δεν πρέπει να υπερβαίνουν κάποιο όριο. Για παράδειγμα, στην Ολλανδία το όριο αυτό είναι μόλις 50 εκατομμύρια ευρώ, ενώ στη Γαλλία 100 εκατομμύρια ευρώ.¹⁸ Για το λόγο αυτό το Γενικό Λογιστήριο του Κράτους είναι αναγκασμένο να διαχειρίζεται με τον καλύτερο δυνατό τρόπο τα καθημερινά διαθέσιμα του Δημοσίου πραγματοποιώντας χρηματοοικονομικές συναλλαγές ανάλογα με την απόδοση και το βαθμό κινδύνου του χρηματοπιστωτικού μέσου.

3.3. ΜΗ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΙ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΙ

Εκτός από τις μετοχές με οποίες μπορούν να αποκτήσουν στην αγορά κεφαλαίου, οι μη χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί (επιχειρήσεις) εκδίδουν και εμπορικά χρεόγραφα στην αγορά χρήματος τα οποία έχουν συγκεκριμένο πιστωτικό κίνδυνο για τους επενδυτές.

Επίσης, οι διεθνείς βιομηχανικές, εμπορικές και εισαγωγικές επιχειρήσεις εκδίδουν χρεόγραφα τραπεζικής αποδοχής, δηλαδή χρεόγραφα που μία τράπεζα εγγυάται την πληρωμή τους στην λήξη τους. Η τράπεζα μπορεί είτε να κρατήσει τα χρεόγραφα τραπεζικής αποδοχής (η τράπεζα πληρώνει στην εταιρεία μία αξία η οποία είναι μικρότερη από την ονομαστική

¹⁸ Πηγή: Ηλεκτρονικές ιστοσελίδες των Εθνικών Γενικών Λογιστηρίων του Κράτους (www.wadmo.net/links.htm)

αξία του χρεογράφου, δηλαδή προεξοφλεί την ονομαστική αξία του χρεογράφου), είτε να τα πουλήσει σε δευτερογενή αγορά.

Τα τελευταία χρόνια αυτές οι δύο αγορές έχουν αναπτυχθεί πολύ, αφού όλο και περισσότερες επιχειρήσεις έχουν πρόσβαση στις αγορές αυτές.

3.4. ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΙ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΙ

Η ομαλή λειτουργία της αγοράς χρήματος βασίζεται πολύ στους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς, οι οποίοι μπορούν να διενεργούν πράξεις στην αγορά χρήματος και στην αγορά κεφαλαίου ως Διαπραγματευτές Αγοράς (Dealers), και ως Χρηματομεσίτες (Brokers). Η κύρια διαφορά ανάμεσα σ' αυτούς τους δύο είναι ότι οι Διαπραγματευτές Αγοράς συμμετέχουν στην αγορά χρήματος και κάνουν αγοραπωλησίες των χρηματοπιστωτικών μέσων για λογαριασμό τρίτων ή και για δικό τους λογαριασμό, ενώ οι Χρηματομεσίτες δεν διαπραγματεύονται για δικό τους λογαριασμό και δεν παίρνουν «θέση» στην αγορά, διότι μεσολαβούν μεταξύ δύο ενδιαφερομένων για συναλλαγές. Έτσι τα έσοδα του Χρηματομεσίτη είναι αποκλειστικά οι προμήθειες μεσολάβησης.

Υπάρχει ένα ευρύ φάσμα Χρηματοπιστωτικών Μεσολαβητών, όπως είναι:

- Οι εμπορικές τράπεζες, οι επενδυτικές τράπεζες κ.λ.π,
- Οι χρηματιστηριακές εταιρείες και οι εταιρείες παροχής επενδυτικών υπηρεσιών,
- Οι εταιρείες διαχείρισης ακίνητης περιουσίας,
- Οι εταιρείες παροχής κεφαλαίων υψηλού κινδύνου,
- Οι εταιρείες αμοιβαίων κεφαλαίων,
- Οι εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου κλπ.¹⁹

3.4.1. ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΤΕΣ ΑΓΟΡΑΣ (DEALERS)

Οι Διαπραγματευτές Αγοράς (Dealers) έχουν σημαντικό ρόλο στην ανάπτυξη της αγοράς χρήματος ειδικότερα στην εύρυθμη λειτουργία τόσο της

¹⁹ Δημ. Ζαχαριάδη-Σούρα, Χρήμα - Πίστη - Τράπεζες, ό.π., σελ.65.

πρωτογενούς αγοράς (έκδοση βραχυπρόθεσμων χρηματοπιστωτικών μέσων) όσο και της δευτερογενούς αγορά αυτών των χρηματοπιστωτικών μέσων.

Ο ρόλος των Διαπραγματευτών Αγοράς, οι οποίοι συνήθως ονομάζονται Βασικοί Διαπραγματευτές Αγοράς (*Primary Dealers*), είναι ιδιαίτερα σημαντικός στην ανάπτυξη της πρωτογενούς και της δευτερογενούς αγοράς των έντοκων γραμματίων και ομολόγων του Δημοσίου. Οι Βασικοί Διαπραγματευτές είναι «Δημιουργοί Αγοράς» (*Market Makers*) που σημαίνει ότι ανά πάσα στιγμή είναι σε θέση να διαπραγματευθούν την αγοραπωλησία χρεογράφων. Αυτοί αναλαμβάνουν κοινές υποχρεώσεις και παρέχουν εξειδικευμένες υπηρεσίες στην πρωτογενή αγορά χρεογράφων του Δημοσίου και διενεργούν πράξεις στη δευτερογενή αγορά (αγοράς και πώλησης) σε τιμές που υποχρεούνται να ανακοινώνουν εκ των προτέρων. Άλλες υποχρεώσεις τους είναι η προσφορά της ελάχιστης ποσότητας των χρεογράφων, η υποχρέωση επαναλαμβανόμενων προσφορών κατά τη διάρκεια της ημέρας κλπ.

Τα βασικά κριτήρια επιλογής των χρηματοπιστωτικών οργανισμών για τη χορήγηση άδειας Βασικού Διαπραγματευτή, η οποία συνήθως ανανεώνεται κάθε χρόνο, προσδιορίζονται από τις αρμόδιες αρχές του χρηματοοικονομικού και του χρηματοπιστωτικού συστήματος της χώρας (π.χ. το Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών, η Κεντρική Τράπεζα) και είναι:

- το καθαρό ελάχιστο κεφάλαιο του Βασικού Διαπραγματευτή,
- οι οργανωτικές προϋποθέσεις, όπως η χωριστή και οργανωμένη αίθουσα συναλλαγών (*Dealing Room*) και αίθουσα για διαδικασίες εκκαθάρισης και λογιστικής τακτοποίησης των συναλλαγών (*Back Office*),
- η ελάχιστη συμμετοχή καθώς και ο ελάχιστος όγκος συναλλαγών στην πρωτογενή και δευτερογενή αγορά.

Τέλος επισημάνουμε ότι σε πολλές χώρες λειτουργεί το σύστημα Βασικών Διαπραγματευτών, π.χ. στον Καναδά, τη Γαλλία, την Ιταλία, τη Σουηδία, την Ισπανία, το Ηνωμένο Βασίλειο, τις ΗΠΑ, τη Βραζιλία, το Μεξικό κ.λ.π, ενώ σε κάποιες άλλες χώρες, όπως π.χ. στην Αυστραλία, τη Γερμανία, την Ιαπωνία, την Ολλανδία και τη Νέα Ζηλανδία δεν λειτουργεί αυτό το

σύστημα.²⁰ Στην Ελλάδα από το Φεβρουάριο 1998 άρχισε να λειτουργεί ο θεσμός των Βασικών Διαπραγματευτών της Αγοράς ο οποίος αποτελεί ένα τμήμα αναγκαίων προϋποθέσεων για τον εκσυγχρονισμό και την οργάνωση της Ηλεκτρονικής Δευτερογενούς Αγοράς Τίτλων (ΗΔΑΤ), η οποία άρχισε να λειτουργεί από το Μάιο του 1998 στην Τράπεζα της Ελλάδος.²¹

3.4.2. ΧΡΗΜΑΤΟΜΕΣΙΤΕΣ (BROKERS)

Οι χρηματομεσίτες (Brokers) παίζουν σημαντικό ρόλο στην ανάπτυξη της δευτερογενούς αγοράς χρηματοπιστωτικών μέσων της αγοράς χρήματος, επειδή είναι εξειδικευμένοι στη διαμεσολάβηση ανάμεσα στους αγοραστές και τους πωλητές. Η σχέση μεταξύ του διαπραγματευτή της αγοράς και του επενδυτή είναι στενή και διμερής εφόσον η συναλλαγή γίνεται ανάμεσά τους. Εάν η συναλλαγή εκτελείται και με άλλους Διαπραγματευτές Αγοράς ή με Χρηματομεσίτες, τότε ονομάζεται πολυμερής και εκτελείται στην καλύτερη τιμή για το συγκεκριμένο πελάτη, άσχετα από το ποιος είναι ο αντισυμβαλλόμενος (counterparty) στη συναλλαγή αυτή. Διαφορετικά η «συνεργασία» ανάμεσα στο Χρηματομεσίτη και στον επενδυτή βασίζεται στις εξειδικευμένες υπηρεσίες του πρώτου προς το δεύτερο όπως είναι: η πρόσβαση στις συγκεκριμένες χρηματοοικονομικές αγορές, η ασφάλιση των κεφαλαίων του επενδυτή από τον πιθανό πιστωτικό κίνδυνο και τον κίνδυνο επιτοκίων, οι αναλύσεις (οικονομική, θεμελιώδης, τεχνική), η ενημέρωση για την κατάσταση στις χρηματοοικονομικές αγορές, οι υπηρεσίες διακανονισμού και εκκαθάρισης συναλλαγών.²²

Τέλος, πρέπει να τονιστεί ότι οι επενδυτές (οι «πελάτες») των χρηματοπιστωτικών μεσολαβητών μπορεί να είναι τράπεζες, μη χρηματοπιστωτικοί και χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί, ιδιώτες κλπ. οι οποίοι έχουν τα ίδια κίνητρα συμμετοχής στην αγορά χρήματος, δηλαδή την

²⁰ Robin McConnachie, «Primary Dealers in Government Securities Markets», *Handbooks in Central Banking*, Centre for Central Banking Studies, Bank of England 1996, σελ. 7, *The World Bank, International Monetary Fund, Developing Government Bond Markets, First Edition, Washington, International Monetary Fund, 2001*, σελ. 167.

²¹ Τράπεζα της Ελλάδος, «Τράπεζα της Ελλάδος-Έκθεση του Διοικητή για το έτος 1998», Αθήνα 1999, σελ. 173.

²² Committee on the Global Financial System, «The implications of electronic trading in financial markets», *Bank for International Settlements January 2001*, σελ. 5-7

διαχείριση του χαρτοφυλακίου τους και την εξεύρεση βραχυχρόνιων κεφαλαίων.

3.5. ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ

Η Κεντρική Τράπεζα είναι βασικός συμμετέχων στην αγορά χρήματος. Ο βασικός σκοπός και πολλές φορές ο αποκλειστικός σκοπός της Κεντρικής Τράπεζας είναι η διασφάλιση της σταθερότητας του γενικού επιπέδου των τιμών. Αυτός ο σκοπός μπορεί να συνοψισθεί στο δίπτυχο:

- ο έλεγχος της προσφοράς του χρήματος και γενικά της ποσότητας του χρήματος στο τραπεζικό σύστημα και
- ο έλεγχος των επιτοκίων στην αγορά χρήματος.

Ως πρόσθετοι στόχοι της νομισματικής πολιτικής μπορεί να είναι: η οικονομική άνοδος, η ισορροπία στο ισοζύγιο πληρωμών, η ανάπτυξη του τραπεζικού συστήματος και των αγορών χρήματος και κεφαλαίου, η συναλλαγματική ισοτιμία του εθνικού νομίσματος, η αύξηση των αποθεμάτων εξωτερικού συναλλάγματος κλπ. Επίσης η Κεντρική Τράπεζα μπορεί να προσδιορίσει τους ενδιάμεσους στόχους οι οποίοι είναι μεσοπρόθεσμοι χαρακτήρα, όπως είναι: τα νομισματικά και πιστωτικά μεγέθη, η πολιτική της τιμής συναλλάγματος κλπ.

Η Κεντρική Τράπεζα με επιφύλαξη του πρωταρχικού της σκοπού οφείλει να στηρίζει τις γενικές οικονομικές πολιτικές της Κυβέρνησης οι οποίες εκφράζουν τις γενικότερες οικονομικές επιδιώξεις, όπως είναι η οικονομική ανάπτυξη, η σταθερότητα των τιμών, η πλήρης απασχόληση, η μακροχρόνια αύξηση της παραγωγής, η βελτίωση του ισοζυγίου των πληρωμών κλπ.

3.5.1. ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΤΗΣ ΚΕΝΤΡΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ

Είναι γνωστό και έχει γίνει παραδεκτό ότι ο πληθωρισμός σήμερα αποτελεί νομισματικό φαινόμενο. Αυτό σημαίνει ότι δεν είναι δυνατόν να συμβεί μια σταθερή αύξηση ή μείωση του πληθωρισμού χωρίς να έχει προκληθεί ή διευκολυνθεί από τις μεταβολές του ρυθμού αύξησης, αλλά και του κόστους του χρήματος. Για το λόγο αυτό η σημερινή θέση της Κεντρικής Τράπεζας είναι παρά πολύ σημαντική επειδή «ελέγχει» τα βασικά επιτόκια που είναι

καθοριστικά στη διατραπεζική αγορά χρήματος καθώς και την ποσότητα του χρήματος μέσω της νομισματικής βάσης.²³ Και οι δύο κατηγορίες μπορούν να είναι αποτελεσματικές στη «μάχη» κατά του πληθωρισμού.

Οι αποφάσεις της νομισματικής πολιτικής μεταδίδονται στο χρηματοοικονομικό σύστημα και σε ολόκληρη την οικονομία μέσω του λεγόμενου μηχανισμού μετάδοσης νομισματικής πολιτικής (*transmission mechanism of monetary policy*). Τι είναι και πώς λειτουργεί αυτός ο μηχανισμός;

Ο μηχανισμός μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής είναι ο συνδυασμός των διαφόρων «διόδων» μέσω των οποίων η νομισματική πολιτική επηρεάζει το προϊόν και τις τιμές. Όμως η χρονική περίοδος, ύστερα από την οποία θα γίνουν φανερά τα αποτελέσματα των αποφάσεων της νομισματικής πολιτικής, δεν είναι πλήρως προβλέψιμη. Όπως αναφέρθηκε είναι γνωστό ότι οι αποφάσεις της νομισματικής πολιτικής αφορούν τις αλλαγές των βασικών επιτοκίων της Κεντρικής Τράπεζας και της ποσότητας του χρήματος. Αυτές οι αποφάσεις ασκούνται μέσω των μέσων νομισματικής πολιτικής τα οποία θα περιγράψουμε στη συνέχεια. Έτσι, στο πρώτο στάδιο του μηχανισμού μετάδοσης νομισματικής πολιτικής, οι μεταβολές στο επιτόκιο ή στη νομισματική βάση οδηγούν σε μεταβολές στα επιτόκια και τις τιμές των χρηματοοικονομικών αγορών, στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων, στη συναλλαγματική ισοτιμία και στις γενικές συνθήκες ρευστότητας και πιστώσεων στην οικονομία. Στο δεύτερο στάδιο οι μεταβολές των συνθηκών των χρηματοοικονομικών αγορών οδηγούν σε μεταβολές στην ονομαστική δαπάνη των νοικοκυρών και των επιχειρήσεων για αγαθά και υπηρεσίες. Μακροπρόθεσμα, τέτοιου είδους μεταβολές θα επηρεάσουν μόνο το γενικό επίπεδο των τιμών (τον πληθωρισμό), ενώ βραχυπρόθεσμα θα επηρεάσουν την οικονομική δραστηριότητα.²⁴ Η επιτυχία του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από την προσδοκία της σταθερότητας των τιμών. Όταν οι χρηματοοικονομικές αγορές και γενικότερα οι οικονομικοί φορείς αντιλαμβάνονται τους στόχους της νομισματικής πολιτικής

²³ Χαρτονομίσματα και κέρματα στην κυκλοφορία, τοποθετήσεις σε τρεχούμενους λογαριασμούς των τραπεζών και καταθέσεις όψεως Δημόσιων οργανισμών και Δημόσιων επιχειρήσεων.

²⁴ European Central Bank, "Monthly Bulletin", July 2000, σελ. 44-47.

και τον τρόπο με το οποίο καθορίζονται τα επιτόκια, τότε είναι πιθανόν να επιτευχθούν οι στόχοι της Κεντρικής Τράπεζας.

Στη συνέχεια θα περιγράψουμε τα βασικά χαρακτηριστικά των μέσων της νομισματικής πολιτικής, τα οποία αποτελούν τον μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ στο ευρωσύστημα. Η ΕΚΤ, διαθέτει μία σειρά μέσων νομισματικής πολιτικής με τα οποία μπορεί να επηρεάσει τη ρευστότητα και τα επιτόκια στην αγορά χρήματος και να εξομαλύνει τις τυχόν διακυμάνσεις του πληθωρισμού, όπως είναι:

- οι πράξεις ανοικτής αγοράς (Π.Α.Α.),
- οι πάγιες διευκολύνσεις, και
- η τήρηση ελάχιστων αποθεματικών.²⁵

Γενικά όλες οι τράπεζες του ευρωσυστήματος οι οποίες πληρούν τα γενικά κριτήρια καταλληλότητας μπορούν να έχουν πρόσβαση, μέσω των οικείων εθνικών τραπεζών, στις πάγιες διευκολύνσεις και να συμμετέχουν στις πράξεις ανοικτής αγοράς με βάση τις τακτικές δημοπρασίες.²⁶

3.5.1.1. Πράξεις ανοικτής αγοράς

Μπορούμε να πούμε ότι οι πράξεις ανοικτής αγοράς (Π.Α.Α.) είναι το κύριο μέσο της νομισματικής πολιτικής του ευρωσυστήματος, και αποβλέπει στον περιορισμό των επιτοκίων, τη διαχείριση της ρευστότητας στην αγορά χρήματος και τη σηματοδότηση της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής. Υπάρχουν πέντε είδη μέσων για τη διενέργεια των Π.Α.Α:

- οι αντιστρεπτέες πράξεις (REPOS),
- οι οριστικές πράξεις,
- η έκδοση πιστοποιητικών χρέους,
- οι πράξεις ανταλλαγής νομισμάτων (foreign exchange SWAPS), και
- η αποδοχή καταθέσεων καθορισμένης διάρκειας.

Οι Π.Α.Α. μπορούν να εκτελούνται με τακτικές δημοπρασίες σύμφωνα με το ενδεικτικό ημερολογιακό πρόγραμμα που δημοσιεύεται από την ΕΚΤ και με έκτακτες δημοπρασίες ή με διμερείς συναλλαγές. Οι δημοπρασίες μπορεί να

²⁵ European Central Bank, "The implementation of Monetary policy in the Euro Area", February 2005.

²⁶ Τα γενικά κριτήρια καταλληλότητας ορίζονται κατά τέτοιο τρόπο ώστε να παρέχεται σε ευρύ φάσμα τραπεζών πρόσβαση στις πράξεις νομισματικής πολιτικής.

διενεργούνται με τη μορφή σταθερού επιτοκίου²⁷ (δημοπρασίες ποσού) ή με ανταγωνιστικό επιτόκιο²⁸ (δημοπρασίες επιτοκίου) οι οποίες διακρίνονται δημοπρασία ανταγωνιστικού πολλαπλού επιτοκίου («δημοπρασία αμερικανικού τύπου») και σε δημοπρασία ενιαίου επιτοκίου («δημοπρασία ολλανδικού τύπου»). Πρέπει να σημειώσουμε ότι οι Π.Α.Α. της ΕΚΤ ταξινομούνται σε τέσσερις βασικές κατηγορίες ανάλογα με το σκοπό τους, τις οποίες παρουσιάζουμε στο παρακάτω πίνακα 7 με τα κύρια χαρακτηριστικά τους.

Πίνακας 7: Κατηγορίες και χαρακτηριστικά των πράξεων ανοικτής αγοράς της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας

ΠΡΑΞΕΙΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ		Είδη συναλλαγών		Διάρκεια	Συχνότητα	Διαδικασία	
		Παροχή ρευστότητας	Απορρόφηση ρευστότητας				
ΠΡΑΞΕΙΣ ΑΝΟΙΚΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ							
ΣΚΟΠΟΣ ΤΩΝ ΠΡΑΞΕΩΝ	Κύρια αναχρηματοδότηση	Αντιστρεπτές πράξεις	-	Μία εβδομάδα	Εβδομαδιαία	Τακτικές δημοπρασίες	
	Πιο μακροχρόνια αναχρηματοδότηση	Αντιστρεπτές πράξεις	-	Τρεις μήνες	Μηνιαία	Τακτικές δημοπρασίες	
	Ρύθμιση των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας	Αντιστρεπτές πράξεις	Αντιστρεπτές πράξεις	Αντιστρεπτές πράξεις	Μην τυποποιημένη	Μην καθορισμένη	Έκτακτες δημοπρασίες
		Πράξεις ανταλλαγής νομισμάτων	Πράξεις ανταλλαγής νομισμάτων	Πράξεις ανταλλαγής νομισμάτων			Διμερείς διαδικασίες
	Διαρθρωτικές Πράξεις	Οριστικές αγορές	Οριστικές πωλήσεις	Οριστικές πωλήσεις	-	Μην καθορισμένη	Διμερείς δημοπρασίες
		Αντιστρεπτές πράξεις	Έκδοση πιστοποιητικών χρέους	Έκδοση πιστοποιητικών χρέους	Τυποποιημένη/ Μην τυποποιημένη	Καθορισμένη και Μην καθορισμένη	Τακτικές δημοπρασίες
Οριστικές πράξεις	Οριστικές πωλήσεις	Οριστικές πωλήσεις	-	Μην καθορισμένη	Διμερείς διαδικασίες		

Πηγή: Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα

Οι πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης (Main Refinancing Operations – MRO) είναι κύριες πράξεις με βασικό άξονα την επιδίωξη των σκοπών τους που είναι ο επηρεασμός των επιτοκίων και της ρευστότητας στην αγορά χρήματος. Με αυτές τις πράξεις παρέχεται το μεγαλύτερο μέρος της

²⁷ Δημοπρασία (fixed rate tender) κατά την οποία το επιτόκιο προκαθορίζεται από την Κεντρική Τράπεζα και οι τράπεζες αναγράφουν στις προσφορές τους το ποσόν το οποίο επιθυμούν να συνάψουν με το καθορισμένο αυτό επιτόκιο.

²⁸ Δημοπρασία (variable rate tender) κατά την οποία οι τράπεζες αναγράφουν στις προσφορές τους τόσο το χρηματικό ποσόν της συναλλαγής τους με την Κεντρική Τράπεζα όσο και το επιτόκιο με το οποίο επιθυμούν να συμμετέχουν στην συναλλαγή. Σε αυτό το είδος δημοπρασίας διακρίνουμε δημοπρασία αμερικανικού τύπου (multiple rate auction – American auction) κατά την οποία το επιτόκιο κατανομής ισούται με το επιτόκιο που αναγράφεται σε κάθε επιμέρους προσφοράς και δημοπρασία ολλανδικού τύπου (single rate auction – Dutch auction), κατά την οποία το επιτόκιο κατανομής που εφαρμόζεται για όλες τις επιτυχείς προσφορές ισούται με το οριακό επιτόκιο (το επιτόκιο με το οποίο εξαντλείται ολοσχερώς το ποσόν που κατανέμεται σε μία δημοπρασία).

αναχρηματοδότησης του χρηματοπιστωτικού τομέα. Το επιτόκιο για τη διεξαγωγή αυτών των πράξεων είναι το βασικό επιτόκιο της ΕΚΤ²⁹ (το “REPO rate”) το οποίο ορίζεται από το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ και σηματοδοτεί την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής. Σε σχέση με το επιτόκιο αυτό προσδιορίζονται επίσης και τα επιτόκια των υπολοίπων ειδών πράξεων ανοικτής αγοράς, καθώς και τα επιτόκια των πάγιων διευκολύνσεων. Η συχνότητα των πράξεων αυτών είναι μεγαλύτερη σε σχέση με άλλες πράξεις, ενώ η διάρκεια μικρότερη σε σχέση με τις πράξεις πιο μακροχρόνιας αναχρηματοδότησης.

Ο σκοπός των πράξεων μακροχρόνιας αναχρηματοδότησης (Long-Term Refinancing Operations – LRO) είναι να παρέχουν στις τράπεζες του ευρωσυστήματος πρόσθετη μακροπρόθεσμη αναχρηματοδότηση. Αντίθετα με τις πράξεις της κύριας αναχρηματοδότησης, οι πράξεις αυτές δεν στοχεύουν στο να επηρεάσουν τα επιτόκια στην αγορά χρήματος. Για το λόγο αυτό η συχνότητα αυτών των πράξεων είναι μικρότερη, ενώ η διάρκεια μεγαλύτερη σε σχέση με τις πράξεις της κύριας αναχρηματοδότησης. Οι πράξεις αυτές, όπως και οι πράξεις της κύριας αναχρηματοδότησης, διενεργούνται συνήθως με τη μορφή δημοπρασιών ανταγωνιστικού επιτοκίου.

Οι πράξεις για τη ρύθμιση των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας (Fine Tuning Operations) συνήθως διενεργούνται εκτάκτως (έκτακτες δημοπρασίες) με σκοπό να εξομαλυνθούν οι επιπτώσεις στα επιτόκια που οφείλονται σε απροσδόκητες διακυμάνσεις της ρευστότητας στην αγορά χρήματος. Η διάρκεια των πράξεων αυτών δεν είναι τυποποιημένη και αντίθετα από τις προηγούμενες δύο, οι πράξεις αυτές μπορούν να λάβουν τη μορφή πράξεων παροχής ή απορρόφησης της ρευστότητας. Συνολικά από το 2000 μέχρι το 2005, η ΕΚΤ διενήργησε 21 φορές αυτές τις πράξεις, από τις οποίες οι περισσότερες ήταν με διάρκεια 1 ημέρας, ενώ οι υπόλοιπες 3, 6 και 7 ημερών. Επίσης άλλο χαρακτηριστικό είναι ότι από τις 21 πράξεις οι 9 ήταν για απορρόφηση της ρευστότητας μέσω της αποδοχής καταθέσεων, ενώ οι 12 ήταν για παροχή ρευστότητας μέσω των αντιστρεπτέων πράξεων.³⁰ Η ΕΚΤ

²⁹ Σημειωτέον ότι σε αυτό το επιτόκιο πραγματοποιούνται οι δημοπρασίες σταθερού επιτοκίου των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης, ενώ στις δημοπρασίες ανταγωνιστικού επιτοκίου αυτό το επιτόκιο είναι το κατώτατο όριο των επιτοκίων με τα οποία οι τράπεζες μπορούν να υποβάλουν τις προσφορές τους.

³⁰ European Central Bank, “Monthly Bulletin”, August 2003, December 2005.

δεν χρησιμοποίησε πράξεις ανταλλαγής νομισμάτων, παρόλο που είναι ικανή να διενεργήσει αυτό το είδος συναλλαγής σε αυτήν την κατηγορία πράξεων.

Οι διαρθρωτικές πράξεις (Structural Operations) διενεργούνται όταν η ΕΚΤ επιθυμεί να προσαρμόσει τη ρευστότητα της αγοράς χρήματος στις ανάγκες του χρηματοπιστωτικού τομέα για μία μακροχρόνια περίοδο. Η ΕΚΤ ποτέ δεν διενέργησε τις πράξεις αυτές.

Επισημαίνουμε ότι υπάρχουν περιπτώσεις οι οποίες αφορούν ορισμένες «διαδικασίες» της Κεντρικής Τράπεζας και γεγονότα τα οποία είναι σημαντικά για τη διενέργεια των Π.Α.Α. Αυτές οι «διαδικασίες», όπως τις ονομάσαμε, παίζουν σημαντικό ρόλο στον καθορισμό της πολιτικής της Κεντρικής Τράπεζας ως προς την επέμβασή της στην αγορά χρήματος μέσω των Π.Α.Α. Γνωρίζοντας, σε ποιες ημέρες υπάρχουν πιθανές διακυμάνσεις στην αγορά χρήματος είναι πιο εύκολο για τους αρμόδιους της νομισματικής πολιτικής να αποφασίσουν, εάν σε τέτοιες ημέρες χρειάζεται να επέμβει η Κεντρική Τράπεζα στην αγορά χρήματος. Έτσι, σύμφωνα με το Κέντρο για την Έρευνα της Οικονομικής Πολιτικής, στη ευρωπαϊκή αγορά χρήματος παρατηρείται ιδιαίτερα αυξημένη κίνηση στα συστήματα διακανονισμού σε συνεχή χρόνο και διακυμάνσεις των επιτοκίων ή τιμών προσφοράς/ ζήτησης χρήματος στις εξής περιπτώσεις:

- στο τέλος της περιόδου τήρησης ελάχιστων αποθεματικών,
- στις ημέρες συνεδρίασης του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ για θέματα νομισματικής πολιτικής,
- την ημέρα που η ΕΚΤ διενεργεί πράξη κυρίας αναχρηματοδότησης (T) και την ημέρα διακανονισμού (T+1), και
- στις ημέρες που οι «αυτόνομοι συντελεστές» επηρεάζουν σημαντικά τη ρευστότητα του ευρωσυστήματος.³¹

Επίσης η επιτυχία των Π.Α.Α. εξαρτάται κατά πολύ από τη δυνατότητα της Κεντρικής Τράπεζας να προβλέψει τη ρευστότητα στο τραπεζικό σύστημα. Για παράδειγμα η ΕΚΤ καθημερινά δημοσιεύει στην ηλεκτρονική ιστοσελίδα της την πρόβλεψη ορισμένων στοιχείων, τα οποία επηρεάζουν τη ρευστότητα στο ευρωσύστημα την περίοδο τήρησης υποχρεωτικών ελάχιστων

³¹ Philipp Hartmann, Michele Manna and Andreas Manzanares, "The Microstructure of the Euro Money Market", Centre for Economic Policy Research, November 2001, σελ.37,38.

αποθεματικών.³² Έτσι οι συμμετέχοντες μπορούν μόνοι τους να υπολογίσουν το ποσόν το οποίο η ΕΚΤ θα χορηγήσει στην αγορά χρήματος μέσω της πράξης της κύριας αναχρηματοδότησης.

Η επιτυχία του συστήματος πρόβλεψης της ρευστότητας εξαρτάται κατά πολύ από αυτόνομους παράγοντες οι οποίοι αντιπροσωπεύουν τη σημαντικότερη πηγή αβεβαιότητας κατά την αξιολόγηση της ρευστότητας του τραπεζικού συστήματος. Οι αυτόνομοι παράγοντες μπορούν να ταξινομηθούν σε τέσσερις κατηγορίες: τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία, καθαρές καταθέσεις του Δημοσίου, στοιχεία υπό διακανονισμό (καθαρός ετεροχρονισμός των λογιστικών εγγραφών) και μία κατηγορία «διάφορα» η οποία περιλαμβάνει ποικίλα στοιχεία του ισολογισμού, όπως συναλλαγματικά διαθέσιμα, εγχώρια χρεόγραφα, λογαριασμούς αναπροσαρμογής, κεφάλαιο και αποθεματικά.³³ Οι αυτόνομοι παράγοντες επηρεάζουν τα αποθεματικά των τραπεζών, τα οποία η Κεντρική Τράπεζα πρέπει να αντισταθμίσει με τις Π.Α.Α. Αυτά τα στοιχεία είναι εκτός ελέγχου της Κεντρικής Τράπεζας, ενώ τα υπόλοιπα στοιχεία τα οποία επηρεάζουν τη ρευστότητα στο τραπεζικό σύστημα είναι υπό τον έλεγχο της Κεντρικής Τράπεζας, όπως είναι οι Π.Α.Α., οι πάγιες διευκολύνσεις και οι τρεχούμενοι λογαριασμοί των τραπεζών (που καλύπτουν το σύστημα ελάχιστων αποθεματικών). Για την ακριβή πρόβλεψη των αυτόνομων συντελεστών είναι απαραίτητη η στενή συνεργασία μεταξύ της Κεντρικής Τράπεζας και του Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους. Εάν η Κεντρική Τράπεζα έχει σαφή στοιχεία σχετικά με όλες τις ημερήσιες εισροές και εκροές του λογαριασμού του Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους, οι οποίες προέρχονται π.χ. από την είσπραξη φόρων, από την πληρωμή μισθών και συντάξεων των Δημοσίων υπαλλήλων, από τη διαχείριση του Δημοσίου Χρέους (έκδοση και πληρωμή των χρεογράφων), και διαθεσίμων, τότε μπορεί πιο αποτελεσματικά να παρέμβει στην αγορά χρήματος. Αντίθετα, εάν δεν υπάρχει στενή συνεργασία μεταξύ αυτών των δύο οικονομικών φορέων, τότε οι απρόβλεπτες διακυμάνσεις ρευστότητας οι οποίες κατά το μεγαλύτερο ποσοστό οφείλονται στους αυτόνομους παράγοντες, μπορούν να

³² Σημειωτέον ότι παρόμοια πρακτική υπάρχει σε αρκετές κεντρικές τράπεζες όπως είναι στην Κεντρική Τράπεζα της Αγγλίας.

³³ European Central Bank, "Monthly Bulletin", July 2000, σελ. 40.

διακινδυνεύσουν την εκπλήρωση των τελικών και ενδιάμεσων στόχων της νομισματικής πολιτικής.

3.5.1.2. Οι πάγιες διευκολύνσεις

Σκοπός των πάγιων διευκολύνσεων είναι η παροχή και η απορρόφηση της ρευστότητας μέχρι την επόμενη εργάσιμη ημέρα (μία ημέρα). Ο σκοπός των μέσων αυτών είναι η σηματοδότηση της γενικής κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής.

Η διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης είναι ένα «εργαλείο» με το οποίο οι τράπεζες μπορούν να αποκτήσουν ρευστότητα διάρκειας μίας ημέρας έναντι ασφάλειας περιουσιακών στοιχείων (διευκόλυνση χρηματοδότησης έναντι ενεχύρου τίτλων). Το επιτόκιο αυτής της διευκόλυνσης συνήθως οριοθετεί προς τα άνω το επιτόκιο της αγοράς χρήματος για τοποθετήσεις διάρκειας μίας ημέρας. Με το επιτόκιο αυτό η ΕΚΤ δεν θέλει να «παρακινεί» τις τράπεζες να χρησιμοποιούν αυτή την διευκόλυνση, και κατά κάποιον τρόπο είναι το «τελευταίο καταφύγιο» για τις τράπεζες που δεν μπορούν να δανειστούν από τη διατραπεζική αγορά.

Αντίθετα, η διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων παρέχει στις τράπεζες τη δυνατότητα να πραγματοποιούν καταθέσεις μίας ημέρας. Το επιτόκιο αυτής της διευκόλυνσης συνήθως οριοθετεί προς τα κάτω το επιτόκιο της αγοράς χρήματος για τοποθετήσεις διάρκειας μίας ημέρας. Παρόμοια με τη διευκόλυνση της οριακής χρηματοδότησης, η ουσία του επιτοκίου αυτού είναι να μην «παρακινεί» τις τράπεζες να χρησιμοποιούν αυτή τη διευκόλυνση, δηλαδή να πραγματοποιούν περισσότερο τις συναλλαγές τους στη διατραπεζική αγορά.

3.5.1.3. Η τήρηση υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών

Το τελευταίο μέσο της ΕΚΤ είναι το σύστημα ελάχιστων υποχρεωτικών αποθεματικών, που αποσκοπεί κυρίως στη σταθεροποίηση των επιτοκίων της αγοράς χρήματος και στη δημιουργία διαρθρωτικού ελλείμματος ρευστότητας. Η ΕΚΤ απαιτεί από όλες τις τράπεζες του ευρωσυστήματος να τηρούν υποχρεωτικά ελάχιστα αποθεματικά. Αυτό το σύστημα παρέχει στις τράπεζες τη δυνατότητα να εκπληρώσουν τη σχετική υποχρέωση με βάση το μέσο όρο

των ημερήσιων υπολοίπων των λογαριασμών αποθεματικών κατά τη διάρκεια μιας μηνιαίας περιόδου τήρησης, προκειμένου να επιτύχει τη σταθεροποίηση των επιτοκίων. Η βάση υπολογισμού των ελάχιστων υποχρεωτικών αποθεματικών ορίζεται σύμφωνα με ορισμένα στοιχεία του ισολογισμού μίας τράπεζας.

3.5.1.4. Βασικά επιτόκια - Εύρος διακύμανσης των επιτοκίων

Το άλλο χαρακτηριστικό των μέσων νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ είναι ότι τα επιτόκια των πάγιων διευκολύνσεων και των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης δημιουργούν ένα «εύρος διακύμανσης των επιτοκίων» (Interest Rate Corridor).³⁴ Το κύριο ή το «βασικό επιτόκιο» (επιτόκιο του REPO) της ΕΚΤ είναι το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης το οποίο είναι στην μέση του εύρους διακύμανσης των επιτοκίων. Επίσης σχετικά με αυτό το επιτόκιο προσδιορίζονται τα επιτόκια των άλλων κατηγοριών των Π.Α.Α. και τα επιτόκια των πάγιων διευκολύνσεων. Η Κεντρική Τράπεζα με αυτό το εύρος διακύμανσης των επιτοκίων σηματοδοτεί την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής. Ουσιαστικά οι αλλαγές του «βασικού επιτοκίου» της ΕΚΤ εκφράζουν τις προσδοκίες της Κεντρικής Τράπεζας σχετικά με τις πληθωριστικές τάσεις.

Η ερώτηση που τίθεται είναι γιατί το «βασικό επιτόκιο» της ΕΚΤ πρέπει να είναι στην μέση του εύρους διακύμανσης των επιτοκίων, και πόσο είναι «πλατύ» αυτό το εύρος διακύμανσης; Η ΕΚΤ εφαρμόζει ένα σύστημα στενού εύρους διακύμανσης των επιτοκίων που σημαίνει ότι το υψηλό επιτόκιο (διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης) είναι πάντα αυξημένο κατά 1 της εκατοστιαίας μονάδας από το βασικό επιτόκιο, ενώ το χαμηλό επιτόκιο είναι πάντα μειωμένο κατά 1 της εκατοστιαίας μονάδας από το βασικό επιτόκιο. Το στενό εύρος διακύμανσης των επιτοκίων, τοποθετεί όρια στα οποία είναι επιθυμητό να διακυμαίνονται τα επιτόκια στην αγορά χρήματος, ιδιαίτερα το διατραπεζικό επιτόκιο πίστωσης διάρκειας μίας ημέρας (EONIA - European Overnight Interbank Average), το οποίο πρέπει να είναι στη μέση του εύρους διακύμανσης. Έτσι το στενό εύρος διακύμανσης των επιτοκίων μειώνει τις

³⁴ Βλ. το διάγραμμα 1 στο κεφάλαιο 2.3. Επιτόκιο.

οποιοσδήποτε προσπάθειες να αποκλίνει το διατραπεζικό επιτόκιο μίας ημέρας από το μεσαίο σημείο του.³⁵

Εκτός της ΕΚΤ, οι περισσότερες κεντρικές τράπεζες ως βασικό επιτόκιο παρέμβασης στην αγορά χρήματος χρησιμοποιούν το επιτόκιο των αντιστρεπτέων πράξεων (REPO), καθώς και πάγιες διευκολύνσεις ως μέσα νομισματικής πολιτικής. Ακόμη η Κεντρική Τράπεζα της Αγγλίας πολύ πρόσφατα υιοθέτησε καινούργιο σύστημα πάγιων διευκολύνσεων, αλλά και πράξεων ανοικτής αγοράς, το οποίο μοιάζει πολύ με το σύστημα της ΕΚΤ.³⁶ Με το καινούργιο σύστημα η Κεντρική Τράπεζα της Αγγλίας σκοπεύει να σχηματίσει εύρος διακύμανσης των επιτοκίων στο οποίο δεν θα υπάρχουν μεγάλες διακυμάνσεις του διατραπεζικού επιτοκίου πίστωσης διάρκειας μίας ημέρας (SONIA - Sterling Overnight Interbank Average), όπως είναι σήμερα. Όμως, υπάρχουν και κάποιες άλλες κεντρικές τράπεζες οι οποίες ως βασικό επιτόκιο παρέμβασης στην αγορά χρήματος χρησιμοποιούν το αναπροεξοφλητικό επιτόκιο όπως είναι η Κεντρική Τράπεζα της Δανίας και η Κεντρική Τράπεζα της Ιαπωνίας. Το αναπροεξοφλητικό επιτόκιο είναι το επιτόκιο με το οποίο μια τράπεζα μπορεί να δανειστεί από την Κεντρική Τράπεζα ή αντίθετα με το επιτόκιο αυτό η Κεντρική Τράπεζα «προεξοφλεί» την ονομαστική αξία των τίτλων τα οποία η τράπεζα πουλάει στην Κεντρική Τράπεζα. Στις ΗΠΑ το βασικό επιτόκιο του FED (the Federal Reserve System), είναι το “Federal Funds Rate”, στο οποίο διατίθενται οι καταθέσεις των τραπεζών στη διατραπεζική αγορά. Το επιτόκιο αυτό προσδιορίζεται μέσω της αγοραπωλησίας έντοκων γραμματίων του Αμερικανικού Δημοσίου και επηρεάζει τα επιτόκια στις χρηματοοικονομικές αγορές. Παρόμοιο επιτόκιο με το βασικό επιτόκιο βρίσκουμε στις κεντρικές τράπεζες της Αυστραλίας το “Cash Rate”, του Καναδά το „Overnight Rate“ και της Νέα Ζηλανδίας το „Official Cash Rate“.

³⁵ P.M.W. Tucker, “Managing the Central Bank’s Balance Sheet: Where Monetary Policy meets financial Stability”, Bank of England, July 2004, σελ. 16-17.

³⁶ Bank of England, “Reform of the Bank of England’s Operations in the Sterling Money Markets”, April 2005.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΑ ΜΕΣΑ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΧΡΗΜΑΤΟΣ

Η αγορά χρήματος διαθέτει ένα αρκετά μεγάλο φάσμα χρηματοπιστωτικών μέσων για τις ανάγκες των δανειστών και των δανειζομένων. Στην ουσία για κάθε χρηματοπιστωτικό μέσο υπάρχει μία αγορά. Ανάλογα επίσης με το είδος τους, τα χρηματοπιστωτικά μέσα της αγοράς χρήματος παρουσιάζουν μεγαλύτερο ή μικρότερο βαθμό υποκατάστασης μεταξύ τους. Στη συνέχεια θα προβούμε σε ανασκόπηση των χρηματοπιστωτικών μέσων με βάση την ταξινόμηση των τομέων της αγοράς χρήματος και των χρηματοπιστωτικών μέσων τα οποία προσδιορίσαμε παραπάνω.

4.1. ΑΓΟΡΑ ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΚΩΝ ΚΑΤΑΘΕΣΕΩΝ

Η αγορά προθεσμιακών καταθέσεων είναι η «καρδιά» της αγοράς χρήματος επειδή στην ουσία παρέχει ρευστότητα στους «ελλειμματικούς» συμμετέχοντες. Όπως είπαμε παραπάνω η αγορά αυτή θεωρείται ως αγορά των μη ασφαλισμένων συναλλαγών, επειδή δεν υπάρχει καμία εγγύηση στη συναλλαγή. Το «προϊόν», η κατάθεση προθεσμίας είναι η παροχή χρημάτων από ένα πλεονασματικό συμμετέχοντα σε ένα ελλειμματικό για μία μέχρι 365 ημέρες. Στην ημερομηνία λήξης της συμφωνίας τα χρήματα επιστρέφονται στο δανειστή αυξημένα κατά το αρχικά συμφωνημένο τόκο. Σε περίπτωση που ο καταθέτης (δανειστής) απαιτήσει πρόωρη ανάληψη των χρημάτων, είναι πιθανό να γίνει μεγάλη μείωση του αρχικά συμφωνημένου τόκου, αλλά είναι επίσης πιθανό και να μη γίνει αποδεκτή η απαίτηση αυτή. Είναι φανερό ότι για τις προθεσμιακές καταθέσεις υπάρχει μόνο η πρωτογενής αγορά.

Οι καταθέσεις προθεσμίας είναι το κύριο «προϊόν» στη διατραπεζική αγορά, τις οποίες διακρίνουμε σε καταθέσεις του δανειζομένου (*borrowing deposits*) και σε καταθέσεις του δανειστή (*lending deposits*). Επίσης, οι καταθέσεις προθεσμίας διακρίνονται, ανάλογα με την διάρκεια της

συναλλαγής, σε συναλλαγές του “CALL MONEY”, και σε συναλλαγές προθεσμίας - “TIME/ TERM DEPOSITS”.³⁷

Στην αγορά του “CALL MONEY”, οι συμμετέχοντες (κυρίως τράπεζες) πραγματοποιούν δάνεια με άλλους συμμετέχοντες για κάλυψη της ρευστότητας, τα οποία έχουν χρονική διάρκεια από μία ημέρα (δάνεια αυθημερόν - overnight), μέχρι δύο έως τρεις ημέρες (tomorrow next, spot next).

Αντίθετα με την αγορά του “CALL MONEY”, στην αγορά προθεσμίας - “TIME/ TERM DEPOSITS” πραγματοποιούνται δάνεια τα οποία διαρκούν από μία εβδομάδα έως δώδεκα μήνες. Από την άποψη διάρκειας της συναλλαγής, η αγορά αυτή θεωρείται πιο σταθερή από την αγορά του “CALL MONEY”, ιδιαίτερα τα δάνεια που έχουν λήξη προθεσμίας από τρεις έως δώδεκα μήνες. Επίσης, τα χρήματα προθεσμίας έχουν μεγαλύτερη σημασία για το δανειολήπτη από τα χρήματα αυθημερόν, αφού ο δανειολήπτης μπορεί να προγραμματίσει εκ των προτέρων την πληρωμή τους.

Ένα άλλο χαρακτηριστικό είναι ότι οι κύριοι συμμετέχοντες στην αγορά προθεσμιακών καταθέσεων είναι τράπεζες, δηλαδή οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί που είναι υποχρεωμένοι να τηρούν ελάχιστα αποθεματικά σε λογαριασμούς στην Κεντρική Τράπεζα. Η δυνατότητα τήρησης των ελάχιστων αποθεματικών σε μέσα επίπεδα που προβλέπονται από την Κεντρική Τράπεζα, έχει στόχο να συμβάλλει στη σταθεροποίηση των επιτοκίων της αγοράς χρήματος, παρέχοντας στις τράπεζες τη δυνατότητα να εξομαλύνουν τις επιδράσεις των προσωρινών διακυμάνσεων της ρευστότητας. Το μεγαλύτερο ποσοστό των συναλλαγών στη διατραπεζική αγορά, ιδιαίτερα αυτών που έχουν λήξη προθεσμίας από μία, μέχρι δύο έως και τρεις ημέρες είναι για την κάλυψη της αρνητικής θέσης των τραπεζών σε ρευστότητα, ιδιαίτερα στο τέλος της περιόδου τήρησης των ελάχιστων αποθεματικών.

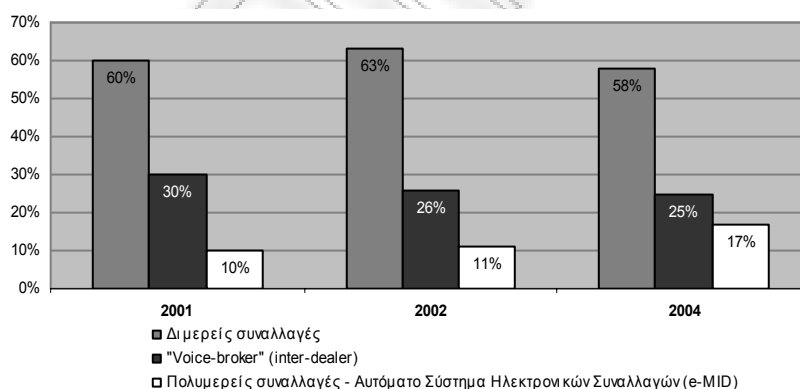
Μπορούμε να πούμε ότι αυτή η αγορά βασίζεται κυρίως σε διμερείς συναλλαγές. Σύμφωνα με έρευνα της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας για το 2001, 2002 και το 2004 (βλ. διάγραμμα 2) το μεγαλύτερο ποσοστό των καταθέσεων προθεσμίας στην Ευρωπαϊκή αγορά χρήματος γίνεται μέσω

³⁷ Dr. Zivota Ristic, Αγορά Χρήματος, Δεύτερη έκδοση, Privredni Pregled, Βελιγράδι 2000, σελ. 35.

διμερών συναλλαγών (από 58% μέχρι 63%).³⁸ Επίσης, μεγάλο ποσοστό συναλλαγών γίνεται μέσω εξειδικευμένων χρηματομεσιτών, οι οποίοι ονομάζονται “Voice Broker”³⁹ (από 25% μέχρι 30%), ενώ ένα μικρό ποσοστό συναλλαγών, το οποίο αυξάνεται τα τελευταία χρόνια, γίνεται μέσω του Ιταλικού Αυτόματου Συστήματος Ηλεκτρονικών Συναλλαγών (ΑΣΗΣ) του e-MID⁴⁰. Ο κύριος λόγος που οι τράπεζες προτιμούν τις διμερείς συναλλαγές είναι επειδή δεν θέλουν να «μαθευτεί» στην αγορά ποιος βρίσκεται «πίσω» από τη συγκεκριμένη προσφορά ή ζήτηση χρήματος, ενώ ο τρόπος με τον οποίο εκτελούνται οι συναλλαγές μέσω των εξειδικευμένων χρηματομεσιτών ή μέσω του e-MID θεωρείται διαφανής αγορά.⁴¹ Αυτό ιδιαίτερα ισχύει για τις μεγαλύτερες τράπεζες, οι οποίες προσφέρουν και ζητούν μεγάλα χρηματικά ποσά σε αυτήν την αγορά.

Τέλος, πρέπει να σημειώσουμε ότι στη διατραπεζική αγορά συνήθως μικρός αριθμός των τραπεζών οι οποίες είναι οι μεγαλύτερες στο τραπεζικό σύστημα έχουν δεσπόζουσα θέση στη διατραπεζική αγορά των προθεσμιακών καταθέσεων, όπως συμβαίνει στην Ευρωπαϊκή αγορά χρήματος.⁴²

Διάγραμμα 2: Μη ασφαλισμένες συναλλαγές στην Ευρωπαϊκή αγορά χρήματος σχετικά με το τρόπο διαπραγμάτευσης



Πηγή: Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα

³⁸ European Central Bank, “Euro Money Market Study”, 2001,2002,2004.

³⁹ Τα πιο γνωστά “Voice Broker” στην Ευρώπη είναι: στην Γερμανία – C. Kliemm GmbH, Geldhandels GmbH (Φρανκφούρτη), στην Γαλλία – Liberty Grel, Tullet France (Παρίσι), στην Ολλανδία – Prebon Yamane (Άμστερνταμ), στην Αγγλία - Prebon Yamane (Λονδίνο), στην Ισπανία – Corretaje e Información Monetaria y de Divisas, CIMD Agencia de Valores (Μαδρίτη), στην Ιταλία – Tradition Italia (Μιλάνο)

⁴⁰ Το μοναδικό αυτόματο ηλεκτρονικό σύστημα διαπραγμάτευσης των καταθέσεων προθεσμίας στην Ευρώπη.

⁴¹ Στις οθόνες του ηλεκτρονικού συστήματος αναφέρονται τα ονόματα των τραπεζών οι οποίες προσφέρουν ή ζητούν τις καταθέσεις προθεσμίας.

⁴² Philipp Hartmann, Michele Manna and Andreas Manzanares, “The Microstructure of the Euro Money Market”, Centre for Economic Policy Research, November 2001, σελ. 13.

4.2. ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΑ ΧΡΕΟΓΡΑΦΑ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΧΡΗΜΑΤΟΣ

Για όλα τα βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα το κοινό χαρακτηριστικό είναι ότι εκδίδονται από οικονομικό φορέα που θεωρούνται ελλειμματικοί. Αυτό, βέβαια, δεν ισχύει για την Κεντρική Τράπεζα η οποία εκδίδει τα δικά της χρεόγραφα, δηλαδή τα έντοκα γραμμάτια, τα οποία είναι ένα από τα μέσα που χρησιμοποιούνται στις πράξεις ανοικτής αγοράς.

Κατά κανόνα, τα βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα είναι προεξοφλητικά, που σημαίνει ότι η αγοραστική τιμή τους είναι μικρότερη από την ονομαστική αξία τους, η οποία πληρώνεται από τον εκδότη ή εγγυητή στην ημερομηνία εξόφλησης που είναι από 1 ημέρα μέχρι 365 ημέρες. Μετά την έκδοση τα βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα πωλούνται στους επενδυτές στην πρωτογενή αγορά, η οποία είναι εξωχρηματιστηριακή. Σε ορισμένες περιπτώσεις, όπως είναι για τα έντοκα γραμμάτια του Δημοσίου ή της Κεντρικής Τράπεζας, υπάρχει «οργανωμένη» εξωχρηματιστηριακή αγορά, η οποία έχει ορισμένους κανόνες λειτουργίας και συμμετοχής. Στη δευτερογενή αγορά οι συναλλαγές είναι διμερείς που σημαίνει ότι οι αγοραπωλησίες των βραχυπρόθεσμων χρεογράφων πραγματοποιούνται μέσω των εξειδικευμένων διαπραγματευτών αγοράς και χρηματομεσιτών.

Στο τέλος πρέπει να τονίσουμε ότι τα περισσότερα βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα μοιάζουν μεταξύ τους, αν εξαιρέσουμε το σκοπό της έκδοσής τους και τον οικονομικό φορέα τους, δηλαδή τον εκδότη.

4.2.1. ΑΓΟΡΑ ΠΙΣΤΟΠΟΙΗΤΙΚΩΝ ΚΑΤΑΘΕΣΕΩΝ

Η αγορά πιστοποιητικών καταθέσεων είναι νέα σε σύγκριση με τις άλλες αγορές χρήματος. Τα πρώτα Πιστοποιητικά Κατάθεσης εκδόθηκαν στις ΗΠΑ στις αρχές της δεκαετίας του '60 από την «First National City Bank of New York» σήμερα γνωστή ως CITIBANK, ενώ τα πρώτα Eurodollar Πιστοποιητικά Κατάθεσης εκδόθηκαν το 1966 στο Λονδίνο από υποκατάστημα της ίδιας τράπεζας.⁴³

⁴³ Cook T.Q. and R.K. Laroche, ό.π.

Τα Πιστοποιητικά Κατάθεσης (CD - Certificates of Deposit), είναι τίτλοι που εκδίδονται από τράπεζες ή χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς. Αυτοί οι τίτλοι μοιάζουν με τις προθεσμιακές καταθέσεις, αφού είναι ένα είδος πιστοποιητικού το οποίο επιβεβαιώνει την κατάθεση ενός χρηματικού ποσού στην τράπεζα ή στο χρηματοπιστωτικό οργανισμό για μία ορισμένη περίοδο και με ένα ορισμένο επιτόκιο. Εκδίδονται με ονομαστική αξία η οποία πληρώνεται από τον εκδότη κατά την ημερομηνία εξόφλησης. Είναι μία μορφή αποταμίευσης που δεν μπορεί να αποσυρθεί πριν από την ημερομηνία λήξης της. Η τυποποιημένη χρονική διάρκεια μπορεί να είναι 1 ημέρα, 7 ημέρες ή 12 μήνες, ενώ υπάρχουν και μακροπρόθεσμα Πιστοποιητικά Κατάθεσης τα οποία έχουν χρονική διάρκεια 18 μήνες, 2, 3 και 5 χρόνια. Για παράδειγμα η ελάχιστη χρονική διάρκεια είναι 1 ημέρα στη Φινλανδία και Γαλλία, 7 ημέρες στην Ισπανία και στις ΗΠΑ, 3 μήνες στην Ιταλία, ενώ η ανώτατη λήξη προθεσμίας είναι 3 χρόνια στην Ισπανία και 5 χρόνια στην Ιταλία και Αγγλία. Σε κάποιες χώρες όμως δεν υπάρχουν περιορισμοί, όπως είναι στο Βέλγιο. Ένα άλλο χαρακτηριστικό είναι ότι σε ορισμένες χώρες τα Πιστοποιητικά Κατάθεσης είναι ασφαλισμένα. Στις ΗΠΑ υπάρχει ομοσπονδιακή ασφάλεια ανά τίτλο αξίας 100.000 δολαρίων, ενώ στη Γαλλία τα Πιστοποιητικά Κατάθεσης είναι ασφαλισμένα από τους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς κατ' ελάχιστο στο 20% της ονομαστικής αξίας τους.⁴⁴

Τα Πιστοποιητικά Κατάθεσης είναι χρεόγραφα τα οποία συνήθως εκδίδουν οι τράπεζες στην πρωτογενή αγορά ως πηγή χρηματοδότησης πελατών τους, αλλά είναι και ένα από τα μέσα τα οποία χρησιμοποιούν οι τράπεζες στη διαχείριση των υποχρεώσεων τους. Τα Πιστοποιητικά Κατάθεσης μπορεί να είναι είτε διαπραγματεύσιμα που σημαίνει ότι ο επενδυτής μπορεί να τα πουλήσει πριν την ημερομηνία λήξης τους στη δευτερογενή αγορά είτε μη διαπραγματεύσιμα πιστοποιητικά κατάθεσης. Οι αγοραστές αυτού του χρηματοπιστωτικού μέσου μπορεί να είναι νομικά πρόσωπα και ιδιώτες.

Επειδή στην πρωτογενή αγορά οι τράπεζες (ιδιαίτερα οι μικρές) δεν μπορούν να πουλήσουν τα Πιστοποιητικά Κατάθεσης απ' ευθείας στους επενδυτές, συνήθως τα πουλάνε στους Διαπραγματευτές Αγοράς (Dealers), οι

⁴⁴ European Central Bank, "The Euro Money Market", July 2001, σελ. 29.

οποίοι τα μεταπωλούν στους επενδυτές.⁴⁵ Όπως για τα περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα, η αγορά των Πιστοποιητικών Κατάθεσης είναι εξωχρηματοπιστηριακή αγορά που σημαίνει ότι οι συναλλαγές γίνονται από τους διαπραγματευτές αγοράς και τους χρηματομεσίτες (Brokers).

Εάν συγκρίνουμε τα Πιστοποιητικά Κατάθεσης με τις καταθέσεις προθεσμίας φαίνεται ότι υπάρχουν αρκετά πλεονεκτήματα τα οποία κάνουν πιο ελκυστική την επένδυση σε Πιστοποιητικά Κατάθεσης:

- εκτός από την πρωτογενή αγορά υπάρχει και η δευτερογενής αγορά στην οποία ο επενδυτής μπορεί να πουλήσει τα Πιστοποιητικά Κατάθεσης, δηλαδή να «πληρωθεί» πριν την ημερομηνία λήξης,
- ο πιστωτικός κίνδυνος είναι μικρότερος από ότι στις καταθέσεις προθεσμίας,
- οι καταθέσεις είναι «μεταβιβάσιμες» σε άλλον επενδυτή, ενώ οι καταθέσεις προθεσμίας δεν είναι,
- προσφέρουν τη δυνατότητα στις τράπεζες να διαχειρίζονται τις υποχρεώσεις τους.⁴⁶

Από την άλλη πλευρά το μειονέκτημα είναι ότι ο εκδότης-τράπεζα μπορεί να έχει αυξημένα έξοδα έκδοσης του Πιστοποιητικού Κατάθεσης επειδή προσφέρουν στους επενδυτές υψηλό επιτόκιο σε σύγκριση με παρόμοια χρηματοπιστωτικά μέσα.

4.2.2. ΑΓΟΡΑ ΕΝΤΟΚΩΝ ΓΡΑΜΜΑΤΙΩΝ

Ένα από τα πιο σημαντικά βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα στην αγορά χρήματος είναι τα έντοκα γραμμάτια (Bills). Στις αναπτυγμένες χώρες εκδίδονται συνήθως από δύο ειδών εκδότες. Το Δημόσιο (το Κράτος) εκδίδει και πουλάει τα έντοκα γραμμάτια. Με αυτά τα χρεόγραφα χρηματοδοτείται βραχυπρόθεσμα το έλλειμμα του προϋπολογισμού. Οι επιχειρήσεις εκδίδουν τα έντοκα γραμμάτια επιχειρήσεων (Corporate Bills) για να χρηματοδοτήσουν το «έλλειμμα της ρευστότητας». Οι τράπεζες μπορούν να εκδίδουν έντοκα γραμμάτια και σε αυτήν την περίπτωση είναι ένα είδος Πιστοποιητικού

⁴⁵ Περισσότερο για την σημασία των Διαπραγματευτών Αγοράς στην ανάπτυξη αγοράς χρήματος στο κεφάλαιο «Συμμετέχοντες στην αγορά χρήματος».

⁴⁶ Ένωση Τραπεζών Γιουγκοσλαβίας, Αγορά Χρήματος και Αγορά Κεφαλαίου στην Γιουγκοσλαβία, Πρώτη έκδοση, Βελιγράδι 1990, σελ. 21.

Κατάθεσης. Πρέπει να σημειωθεί ότι σε κάποιες χώρες η Κεντρική Τράπεζα μπορεί να εκδίδει και να πουλάει τα δικά της έντοκα γραμμάτια μέσω πράξης ανοικτής αγοράς που είναι ένα από τα μέσα νομισματικής πολιτικής. Σε αυτήν την περίπτωση οι τίτλοι αυτοί δεν είναι «αντίπαλοι» στους αντίστοιχους τίτλους οι οποίοι εκδίδονται από το Κράτος. Με τίτλους αυτούς η Κεντρική Τράπεζα ρυθμίζει την ποσότητα του χρήματος και τα επιτόκια στην αγορά χρήματος. Τα έντοκα γραμμάτια έχουν συνηθισμένη χρονική διάρκεια η οποία είναι 3, 6 ή 12 μήνες, ενώ σε κάποιες χώρες εκδίδονται γραμμάτια με μικρότερη διάρκεια π.χ. από 7 μέρες έως 1 μήνα.

Η σπουδαιότητα αυτών των βραχυπρόθεσμων χρεογράφων, ιδιαίτερα των έντοκων γραμματίων Δημοσίου και των έντοκων γραμματίων της Κεντρικής Τράπεζας, είναι ότι έχουν σημαντική επίδραση στις διακυμάνσεις των τιμών άλλων βραχυπρόθεσμων χρεογράφων. Εφόσον οι βραχυπρόθεσμοι τίτλοι που εκδίδονται από το Δημόσιο ή από την Κεντρική Τράπεζα έχουν μηδενικό κίνδυνο αδυναμίας πληρωμής στην ημερομηνία εξόφλησης (default risk), δηλαδή η επένδυση σε τέτοιους τίτλους θεωρείται η πιο ασφαλής, οι επενδυτές σε άλλα βραχυπρόθεσμα χρηματοπιστωτικά μέσα θα ζητήσουν μεγαλύτερα επιτόκια. Για το λόγο αυτό οι επενδυτές χρησιμοποιούν τις αγοραίες τιμές και τα επιτόκια των βραχυπρόθεσμων τίτλων του Δημοσίου και της Κεντρικής Τράπεζας ως ένα δείκτη αναφοράς (Benchmark) στην αξιολόγηση και σύγκριση αντίστοιχων επενδύσεων που έχουν ίδια χρονική διάρκεια. Επίσης οι τίτλοι αυτοί μπορούν να είναι βάση για σύγκριση των επενδύσεων και των κινδύνων με άλλα προϊόντα των χρηματοοικονομικών αγορών.

Επίσης τα έντοκα γραμμάτια έχουν μεγάλη ρευστότητα, που σημαίνει ότι οι επενδυτές έχουν μεγάλη δυνατότητα να ρευστοποιήσουν τους τίτλους στη δευτερογενή αγορά πριν την ημερομηνία λήξη τους. Αντίθετα από άλλα χρηματοπιστωτικά μέσα, σε πολλές χώρες το κέρδος που αποδίδει ο τόκος από την επένδυση σε έντοκα γραμμάτια Δημοσίου και της Κεντρικής Τράπεζας είτε απαλλάσσεται από το φόρο είτε έχει φορολογικές ελαφρύνσεις. Αυτό είναι ένα άλλο χαρακτηριστικό που κάνει την επένδυση σε αυτά τα χρηματοπιστωτικά μέσα ακόμη πιο ευνοϊκή και ελκυστική.

Τα έντοκα γραμμάτια αγοράζονται και πωλούνται στην πρωτογενή και δευτερογενή αγορά. Στις περισσότερες χώρες στην πρωτογενή αγορά των

έντοκων γραμμάτων του Δημοσίου λειτουργεί το σύστημα των Βασικών Διαπραγματευτών Αγοράς. Αυτοί αναλαμβάνουν ορισμένες υποχρεώσεις, όπως είναι η ελάχιστη επένδυση σε τίτλους Δημοσίου στην πρωτογενή αγορά και τη διενέργεια πράξεων (αγορά και πώληση) στη δευτερογενή αγορά. Επειδή τα έντοκα γραμμάτια έχουν μοναδικά χαρακτηριστικά, υπάρχει ένα ευρύ φάσμα επενδυτών οι οποίοι πραγματοποιούν αγοραπωλησίες στην πρωτογενή και δευτερογενή αγορά μέσω των διαπραγματευτών αγοράς και των χρηματομεσιτών. Τα έντοκα γραμμάτια μπορεί να τα διαπραγματεύονται σε οργανωμένη αγορά, όπως είναι η περίπτωση της Ηλεκτρονικής Δευτερογενούς Αγοράς Τίτλων (ΗΔΑΤ) στην Ελλάδα. Η ΗΔΑΤ ξεκίνησε τη λειτουργία της στην Τράπεζα της Ελλάδος το Μάιο του 1998. Η ΗΔΑΤ συνέβαλε ουσιαστικά στη δημιουργία οργανωμένης πρωτογενούς και δευτερογενούς αγοράς, στην οποία διαπραγματεύονται οι τίτλοι του Δημοσίου μέσω των Βασικών Διαπραγματευτών της Αγοράς.⁴⁷

Τέλος, πρέπει να σημειώσουμε ότι τα περισσότερα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα που ήδη αναφέρθηκαν για τα Πιστοποιητικά Κατάθεσης ισχύουν και για τα έντοκα γραμμάτια.

4.2.3. ΑΓΟΡΑ ΕΜΠΟΡΙΚΩΝ ΧΡΕΟΓΡΑΦΩΝ

Η μεγαλύτερη αγορά εμπορικών χρεογράφων είναι στις ΗΠΑ, η οποία αναπτύχθηκε με ταχύ ρυθμό στη δεκαετία του '80. Για παράδειγμα, το μερίδιο της αμερικάνικης αγοράς στην παγκόσμια αγορά των εμπορικών χρεογράφων το 1986 ήταν 90%, ενώ στις αρχές της δεκαετίας του '90 ήταν λιγότερο από 65%. Στις χώρες όπου η αγορά του κεφαλαίου ήταν ήδη αναπτυγμένη, όπως στην Ιαπωνία, τη Γαλλία, τη Σουηδία, την Ισπανία και τη Γερμανία η αγορά των εμπορικών χρεογράφων αναπτύχθηκε στο τέλος της δεκαετίας του '80 και στη δεκαετία του '90 (παρακάτω πίνακας 8).⁴⁸

⁴⁷ Τράπεζα της Ελλάδος, «Τράπεζα της Ελλάδος - Έκθεση του Διοικητή για το έτος 1998», Αθήνα 1999, σελ. 53.

⁴⁸ Cook T.Q. and R.K. Laroche, ό.π.

Πίνακας 8: Ανεξόφλητο υπόλοιπο εμπορικών χρεογράφων στις διεθνείς αγορές στο τέλος της δεκαετίας του '90 (σε δισεκατομμύρια δολάρια)

Χώρα	Το ανεξόφλητο υπόλοιπο	Το ποσοστό
ΗΠΑ	557,8	63,5%
Ιαπωνία	117,3	13,4%
Γαλλία	31,0	3,5%
Καναδάς	26,8	3,1%
Σουηδία	22,3	2,5%
Ισπανία	20,0*	2,3%
Αυστραλία	10,9	1,2%
Ηνωμένο Βασίλειο	9,1	1,0%
Φινλανδία	8,3	0,9%
Νορβηγία	2,6	0,3%
Ολλανδία	2,0	0,2%
Υπόλοιπη Ευρώπη	70,4	8%
Σύνολο	878,5	100%

* Εκτίμηση
Πηγή: Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών

Πρέπει να σημειώσουμε ότι σε αυτή την περίοδο σε πολλές χώρες στην Ευρωπαϊκή Ένωση και στην Ιαπωνία η αγορά κεφαλαίου ήταν στο υψηλότερο επίπεδο από ποτέ, λόγω των ευνοϊκών μακροοικονομικών συνθηκών, που έδωσαν πρόσθετη ώθηση στην ανάπτυξη της αγοράς των εμπορικών χρεογράφων. Αντίθετα, στις μη αναπτυγμένες χώρες και στις χώρες οι οποίες βρίσκονται σε μεταβατική περίοδο και η αγορά των μετοχών είναι αρκετά μικρή, συνήθως αυτή η αγορά δεν είναι αναπτυγμένη.

Τα εμπορικά χρεόγραφα είναι τίτλοι που εκδίδονται από φερέγγυους χρηματοπιστωτικούς και μη χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς με αποκλειστικό σκοπό την άντληση κεφαλαίων που είναι απαραίτητα για την ομαλή λειτουργία των «ελλειμματικών» αυτών οικονομικών φορέων. Αυτά τα χρεόγραφα είναι έντοκα και μοιάζουν πολύ με τα έντοκα γραμμάτια τα οποία συνήθως εκδίδονται μόνο από την Κεντρική Τράπεζα και το Δημόσιο. Τα πλεονεκτήματα των εμπορικών χρεογράφων είναι το σχετικά χαμηλό επιτόκιο, η ευελιξία στον καθορισμό των περιόδων χρηματοδότησης και η ανυπαρξία κόστους και περιορισμών που συνδέονται με τα τραπεζικά δάνεια.⁴⁹

⁴⁹ Γεώργιος Π. Αρτίκης, Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Αποφάσεις χρηματοδοτήσεων, Α. Σταμούλης, Αθήνα-Πειραιώς, 1996, σελ. 287.

Μπορούμε να πούμε ότι τα εμπορικά χρεόγραφα εκδίδονται με διάφορες λήξεις προθεσμίας που δεν είναι τυποποιημένες. Έτσι, στη Γαλλία και τη Φινλανδία η μικρότερη χρονική διάρκεια των εμπορικών χρεογράφων μπορεί να είναι 1 ημέρα, στη Γερμανία 2 ημέρες, στην Ιρλανδία και την Ισπανία 7 ημέρες ενώ στην Ιταλία 3 μήνες.⁵⁰ Το επιτόκιο το οποίο πληρώνεται από τον εκδότη κατά την ημερομηνία λήξης του χρεογράφου μπορεί να είναι σταθερό ή κυμαινόμενο. Σε κάποιες χώρες, όπως είναι η Γαλλία, ένας χρηματοπιστωτικός οργανισμός (π.χ. η εμπορική ή η επενδυτική τράπεζα) μπορεί να εγγυάται ότι θα πληρώσει την ονομαστική αξία του χρεογράφου σε περίπτωση αδυναμίας πληρωμής του εκδότη.

Οι εκδότες πουλούν τα εμπορικά χρεόγραφα στην πρωτογενή αγορά τα στους επενδυτές μέσω εξειδικευμένων διαπραγματευτών αγοράς οι οποίοι μπορεί να είναι και μεγάλες επενδυτικές τράπεζες. Επίσης, οι χρηματοπιστωτικοί αυτοί οργανισμοί μπορούν να αγοράζουν αυτά τα χρεόγραφα τα οποία ή θα τα κρατήσουν μέχρι την ημερομηνία λήξης τους ή θα τα πουλήσουν στη δευτερογενή αγορά. Συνήθως η δευτερογενής αγορά είναι εξωχρηματιστηριακή αγορά και οι αγοραπωλησίες γίνονται μέσω εξειδικευμένων χρηματομεσιτών.

Τα τελευταία είκοσι χρόνια η σημασία των εμπορικών χρεογράφων αυξάνεται. Οι οικονομικοί φορείς όλο και περισσότερο απευθύνονται στην αγορά κεφαλαίου, από την οποία με λιγότερο κόστος μπορούν να αντλήσουν κεφάλαια. Το άλλο χαρακτηριστικό είναι ότι τα τελευταία χρόνια υπάρχουν νέες τάσεις στην αγορά των εμπορικών χρεογράφων, επειδή οι επιχειρήσεις εκδίδουν εμπορικά χρεόγραφα τα οποία καλύπτονται από συγκεκριμένα περιουσιακά στοιχεία (*asset back securities*), τα οποία υπάρχουν στο ενεργητικό τους. Επίσης, οι νέες τεχνολογίες και η ανάπτυξη των καινούργιων εργαλείων στην αντιστάθμιση του κινδύνου τιμής, όπως είναι τα SWAPS επιτοκίου των εμπορικών χρεογράφων, προσφέρουν στους εκδότες και επενδυτές πιο αποτελεσματική διαχείριση του κινδύνου.

⁵⁰ European Central Bank, "The Euro Money Market", July 2001, σελ. 29.

4.2.4. ΑΓΟΡΑ ΧΡΕΟΓΡΑΦΩΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΑΠΟΔΟΧΗΣ

Από τα βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα, τα οποία ήδη έχουμε αναφέρει σε αυτό το κεφάλαιο, τα χρεόγραφα τραπεζικής αποδοχής μοιάζουν πιο πολύ με τα εμπορικά χρεόγραφα. Αυτά τα χρεόγραφα εκδίδονται από επιχειρήσεις εισαγωγών-εξαγωγών καθώς και από βιομηχανικές και εμπορικές επιχειρήσεις με αποκλειστικό σκοπό τη βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση της εμπορικής ή βιομηχανικής δραστηριότητας. Για την έκδοση των χρεογράφων τραπεζικής αποδοχής πρέπει να υπάρχει συγκεκριμένη οικονομική δραστηριότητα, π.χ. η εισαγωγή ή εξαγωγή κάποιων συγκεκριμένων προϊόντων. Αυτά τα χρεόγραφα είναι τίτλοι «δυο ονομάτων» (two name paper) επειδή ο εκδότης και η αποδέκτρια τράπεζα εγγυώνται την πληρωμή τους στην ημερομηνία λήξης.⁵¹ Η αγορά είναι εξωχρηματιστηριακή που σημαίνει, ότι οι συναλλαγές γίνονται μέσω διαπραγματευτών αγοράς και χρηματομεσιτών, οι οποίοι μπορούν οι ίδιοι να επενδύσουν σε αυτά τα χρεόγραφα.

Από τη δεκαετία του '80 τα χρεόγραφα τραπεζικής αποδοχής χάνουν όλο και περισσότερο τη σημασία που είχαν στις χρηματοοικονομικές αγορές. Χάρη στην ανάπτυξη της αγοράς εμπορικών χρεογράφων, ο δανειστής έχει λιγότερο κόστος να αποκτήσει κεφάλαια στην αγορά κεφαλαίου παρά από μία τράπεζα μέσω χρεογράφων τραπεζικής αποδοχής. Αυτό ισχύει ιδιαίτερα για τους δανειστές οι οποίοι αξιολογούνται καλά από τους εξειδικευμένους φορείς αξιολόγησης του πιστωτικού κινδύνου, που σημαίνει ότι τα χρεόγραφά τους έχουν πολύ μικρό κίνδυνο αδυναμίας πληρωμής. Από την άλλη πλευρά, τα τελευταία χρόνια οι επιχειρήσεις με την χαμηλότερη πιστωτική αξιολόγηση εκδίδουν εμπορικά χρεόγραφα τα οποία καλύπτονται από συγκεκριμένα περιουσιακά στοιχεία, τα οποία υπάρχουν στο ενεργητικό τους. Με αυτό το τρόπο οι επιχειρήσεις αυτές εγγυώνται με τα περιουσιακά τους στοιχεία ότι θα εκπληρώσουν τις υποχρεώσεις τους απέναντι στους επενδυτές την ημερομηνία λήξης των εμπορικών χρεογράφων.

Τα χρεόγραφα τραπεζικής αποδοχής είναι ένα ακριβό χρηματοπιστωτικό προϊόν το οποίο είχε μεγάλη επιτυχία στο παρελθόν, όταν οι αγορές κεφαλαίου δεν ήταν αρκετά αναπτυγμένες. Τα χρεόγραφα αυτά

⁵¹ Cook T.Q. and R.K. Laroche, ό.π.

συνδέονται επίσης με κάποια συγκεκριμένη δραστηριότητα, όπως π.χ. με την αγορά ή την πώληση κάποιων προϊόντων, πράγμα που δεν γίνεται με τα εμπορικά χρεόγραφα. Για το λόγο αυτό η σημασία τους μειώνεται όλο και περισσότερο έναντι των άλλων βραχυπρόθεσμων χρηματοπιστωτικών μέσων.

4.3. ΑΓΟΡΑ REPOS

Στα προηγούμενα κεφάλαια είδαμε ότι για κάθε βραχυπρόθεσμο χρηματοπιστωτικό μέσο υπάρχει ουσιαστικά μία επιμέρους αγορά στην αγορά χρήματος. Η αγορά REPOS δεν είναι καινούρια αγορά, διότι τα REPOS είναι ένα είδος χρηματοπιστωτικής συναλλαγής μεταξύ ενός πλεονασματικού και ενός ελλειμματικού οικονομικού φορέα στην αγορά χρήματος. Αντίθετα από την αγορά των προθεσμιακών καταθέσεων, αυτή η αγορά θεωρείται ως αγορά ασφαλισμένων συναλλαγών. Ο δανειζόμενος έχει «αρνητική θέση» είτε στη ρευστότητα είτε στα συγκεκριμένα χρεόγραφα τα οποία αποκτά από το δανειστή με ενέχυρο επί περιουσιακών στοιχείων (π.χ. τα χρεόγραφα, τα διαθέσιμα κλπ.). Συνήθως για τέτοιες συναλλαγές λέμε ότι είναι αντιστρεπτές πράξεις οι περισσότερες των οποίων αποβλέπουν στην απόκτηση ρευστότητας. Έτσι αυτό το χρηματοπιστωτικό προϊόν μπορεί να αναφέρεται σε οποιοδήποτε βραχυπρόθεσμο ή μακροπρόθεσμο χρεόγραφο το οποίο εγγυάται τη χρηματοπιστωτική συναλλαγή μεταξύ του δανειστή και του δανειζομένου. Για το λόγο αυτό, αντίθετα από τις καταθέσεις προθεσμίας, η αγορά REPOS θεωρείται ως αγορά ασφαλισμένων συναλλαγών.

Το **γενικό ενέχυρο REPO (General Collateral REPO)** είναι μία συμφωνία πώλησης με υπόσχεση επαναγοράς, δηλαδή αποτελεί ένα «προϊόν» που συνδυάζει την πώληση και επαναγορά χρεογράφων. Ο κάτοχος των χρεογράφων πουλάει τα χρεόγραφα στον επενδυτή με τη συμφωνία ότι θα τα εξαγοράσει σε μία καθορισμένη ημερομηνία και τιμή. Στην πραγματικότητα ο αγοραστής δανείζει στον πωλητή χρήματα για ένα ορισμένο χρονικό διάστημα και οι όροι της συμφωνίας προβλέπουν την ανταμοιβή του για την προσφερθείσα υπηρεσία. Αυτή η ανταμοιβή είναι το κόστος του χρήματος το οποίο εκφράζεται στο επιτόκιο. Για τον πωλητή η συναλλαγή είναι ένα REPO, αφού αποκτά τα χρεόγραφα, ενώ για τον αγοραστή είναι ένα αντίστροφο REPO (reverse REPO), διότι αποκτά τα χρήματα μέσω της συναλλαγής. Οι

τράπεζες, οι θεσμικοί επενδυτές, οι βασικοί διαπραγματευτές της αγοράς και οι χρηματιστές χρησιμοποιούν συχνά αυτόν τον τρόπο χρηματοδότησης στην άσκηση των δραστηριοτήτων τους.

Ένα άλλο είδος REPO είναι η σύμβαση της **Δανειοδοσίας Τίτλων (Securities lending)** σύμφωνα με την οποία ο δανειστής δανείζει χρεόγραφα και όχι χρήματα στο δανειζόμενο με ενέχυρο τα χρεόγραφα. Για τον πωλητή των τίτλων είναι μία συμφωνία πώλησης με υπόσχεση επαναγοράς των τίτλων - REPO, ενώ για τον αγοραστή είναι μία συμφωνία αγοράς με υπόσχεση επαναπώλησης - το αντίστροφο (reverse) REPO. Ο δανειζόμενος είναι υποχρεωμένος αντί ενός ποσού (του τόκου) να παραδώσει στον δανειστή στο τέλος της σύμβασης τα χρεόγραφα, τα οποία μπορεί να μην είναι ίδια με εκείνα που δανείστηκε (δυνατότητα υποκατάστασης των χρεογράφων) ή ακριβώς τα ίδια χρεόγραφα, τα οποία έχει δανειστεί.

Στη συναλλαγή REPOS οι επενδυτές εφαρμόζουν ένα μέτρο ελέγχου κινδύνων στα χρεόγραφα που χρησιμοποιούνται ως ασφάλεια. Σύμφωνα με αυτό, ο δανειστής υπολογίζει την αξία των χρεογράφων με βάση την αντίστοιχη τρέχουσα τιμή της αγοράς, μείον ένα ορισμένο ποσοστό περικοπή αποτίμησης (valuation hair-cut). Με αυτό τον τρόπο ο δανειστής μπορεί, σε περίπτωση αδυναμίας πληρωμής του δανειζόμενου, να πουλήσει τα χρεόγραφα στη δευτερογενή αγορά και να εισπράξει όχι μόνο το αρχικό δάνειο αλλά και τους υπολογισμένους τόκους. Πρέπει να τονίσουμε ότι, εάν η αγοραία τιμή των περιουσιακών στοιχείων, η οποία υπολογίζεται σε τακτά χρονικά διαστήματα, μειωθεί κάτω από ένα ορισμένο επίπεδο, που σημαίνει ότι το δάνειο δεν καλύπτεται πλήρως με τα χρεόγραφα, τότε ο δανειζόμενος είναι υποχρεωμένος να παράσχει πρόσθετα χρεόγραφα ή μετρητά στο δανειστή. Αντίστοιχα, εάν η αγοραία αξία των χρεογράφων, μετά την νέα αποτίμηση, υπερβαίνει το ποσό που οφείλει ο δανειζόμενος, δηλαδή το δάνειο υπερκαλύπτεται με τα χρεόγραφα, τότε ο δανειστής είναι υποχρεωμένος να επιστρέψει στο δανειζόμενο τα πλεονάζοντα χρεόγραφα (ή τα χρήματα). Αυτό είναι το δεύτερο μέτρο ελέγχου του πιστωτικού κινδύνου που ονομάζεται «περιθώριο διαφορών αποτίμησης ή αποτίμηση με την τρέχουσα τιμή της αγοράς» (variation margin or marking to market).

Σήμερα η αγορά REPOS είναι μία από τις πιο σημαντικές στην αγορά χρήματος στην Ευρώπη μαζί με την αγορά των μη ασφαλισμένων

συναλλαγών. Σε πολλές χώρες τα REPOS χρησιμοποιούνται συχνά ως εργαλείο για τη συνεχή χρηματοδότηση με συνηθισμένη χρονική διάρκεια συναλλαγής η οποία είναι από μία ημέρα έως ένα μήνα. Σύμφωνα με έρευνα της Διεθνούς Ένωσης Φορέων Κεφαλαιαγοράς (International Securities Market Association)⁵² τα τελευταία πέντε χρόνια το ανεξόφλητο υπόλοιπο των συναλλαγών REPO στις ευρωπαϊκές χώρες αυξήθηκε από 2.400 δισεκατομμύρια Ευρώ που ήταν το Δεκέμβριο του 2001 στα 5.319 δισεκατομμύρια Ευρώ τον Ιούνιο του 2005. Επίσης το 80% περίπου του ενεχύρου είναι τίτλοι του Δημοσίου που εκδίδονται από τις ευρωπαϊκές χώρες, ενώ το υπόλοιπο είναι τίτλοι από μη κρατικό τομέα. Τέλος η ίδια έρευνα επισημαίνει πώς το μεγαλύτερο ποσοστό των συναλλαγών REPO είναι με λήξη προθεσμίας από μία εβδομάδα μέχρι ένα μήνα (παρακάτω πίνακας 9).

Πίνακας 9: Χρονική διάρκεια των συναλλαγών REPO στην Ευρωπαϊκή αγορά χρήματος, 2001 - 2005

Χρονική διάρκεια	2001- 2005 (το μικρότερο και το μεγαλύτερο ποσοστό στην πενταετία)	
	1 μέρα	15,5% - 18,0%
2 μέρες - 1 εβδομάδα	17,8% - 22,5%	43% - 51%
1 εβδομάδα - 1 μήνας	24,9% - 28,3%	
1 μήνας - 3 μήνες	12,4% - 17,5%	
3 μήνες - 6 μήνες	5,8% - 9,2%	
6 μήνες και περισσότερο	5,4% - 13,9%	

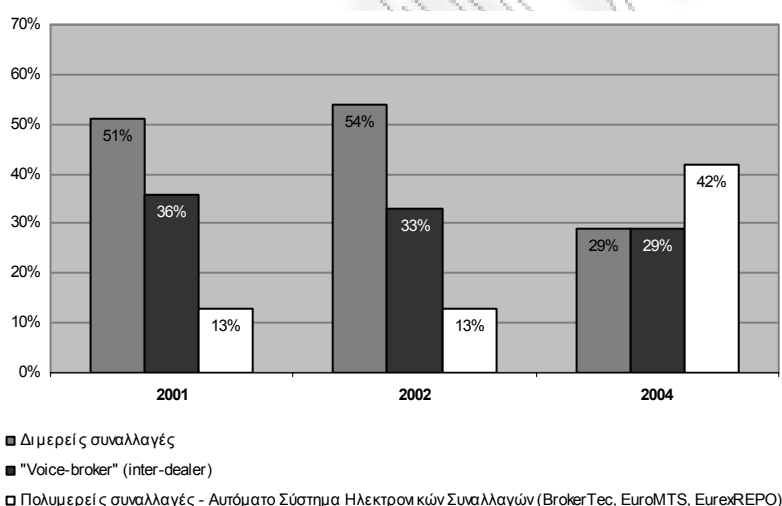
Όπως και οι καταθέσεις προθεσμίας η αγορά αυτή βασίζεται κυρίως σε διμερείς συναλλαγές και σε συναλλαγές με εξειδικευμένους χρηματομεσίτες "Voice Broker". Όμως η τελευταία έρευνα της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας έδειξε ότι το 2004 το ποσοστό συμμετοχής των συναλλαγών μέσω των Αυτόματων Συστημάτων Ηλεκτρονικών Συναλλαγών (ΑΣΗΣ) διαπραγμάτευσης αυξήθηκε σημαντικά, από 13% που ήταν το 2001 και το 2002 στα 42% το 2002. Τα μεγαλύτερα ηλεκτρονικά συστήματα διαπραγμάτευσης συμβάσεων REPOS ξεκίνησαν πριν από μερικά χρόνια. Το BrokerTec το οποίο ξεκίνησε το 2001 ιδρύθηκε από τις δεκατέσσερις

⁵² International Securities Market Association, "European repo market survey", Number 8, March 2005, σελ. 6,7,11,12.

International Capital Market Association, "European repo market survey", Number 9, June 2005, σελ. 11,12.

μεγαλύτερες ευρωπαϊκές και αμερικάνικες χρηματιστηριακές εταιρείες σταθερής απόδοσης. Αντίθετα, το EuroMTS είναι η μοναδική οργανωμένη δευτερογενής ευρωπαϊκή αγορά χρεογράφων του Δημοσίου, η οποία λειτουργεί στις περισσότερες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Το EuroMTS ξεκίνησε το 1999 και από την αρχή της λειτουργίας του προσφέρει στους συμμετέχοντες τη δυνατότητα να διαπραγματεύονται συμβάσεις REPO. Από το 2001 οι συμβάσεις REPOS διαπραγματεύονται στο EurexRepo. Το EurexRepo είναι το οργανωτικό μέρος του Eurex το οποίο είναι ένα από τα μεγαλύτερα χρηματιστήρια παραγώγων στον κόσμο (παρακάτω διάγραμμα 3). Στην Ελλάδα επίσης, στο Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών (Χ.Π.Α.), εκτός από τα παράγωγα προϊόντα, ήδη από το 2000 διαπραγματεύονται συμβάσεις REPOS, και συγκεκριμένα συμβάσεις με δανειοδοσία τίτλων.

Διάγραμμα 3: Ασφαλισμένες συναλλαγές στην Ευρωπαϊκή αγορά χρήματος με βάση τον τρόπο διαπραγμάτευσης



Πηγή: Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα

Η σύμβαση REPO είναι ένα πολύ δημοφιλές χρηματοπιστωτικό προϊόν, επειδή προσφέρει στον επενδυτή τη δυνατότητα να διαχειριστεί αποτελεσματικά τη ρευστότητα και τα χρεόγραφα. Από την άλλη πλευρά, ο ελλειμματικός συμβαλλόμενος στην αγορά χρήματος χρησιμοποιεί REPO για να αποκτήσει χρήματα ή χρεόγραφα. Επίσης, το REPO είναι πολύ σημαντικό στην ανάπτυξη της διατραπεζικής αγοράς χρήματος, ιδιαίτερα της διατραπεζικής αγοράς των μη ασφαλισμένων συναλλαγών, επειδή οι αγορές αυτές είναι πολύ στενά συνδεδεμένες μεταξύ τους, από την άποψη ότι η αγορά του REPO είναι μία από τις κύριες «πηγές» ρευστότητας στην αγορά

χρήματος. Τέλος, η ανάπτυξη της αγοράς REPO επηρεάζει την ανάπτυξη της πρωτογενούς και δευτερογενούς αγοράς βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων χρεογράφων και ιδιαίτερα των χρεογράφων του Δημοσίου, τα οποία χρησιμοποιούνται περισσότερο ως ενέχυρο στη συναλλαγή. Για τον λόγο αυτό η ταυτόχρονη ανάπτυξη των δύο αυτών αγορών είναι σημαντική για την ανάπτυξη της αγοράς χρήματος και κεφαλαίου, καθώς και όλου του χρηματοοικονομικού συστήματος.

4.3.1. ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

Για την ανάπτυξη της αγοράς REPO είναι σημαντικός ο ρόλος της Κεντρικής Τράπεζας καθώς και των άλλων κυρίαρχων χρηματοοικονομικών θεσμών στην καθιέρωση του ρυθμιστικού πλαισίου το οποίο είναι βασικό για την ομαλή λειτουργία αυτής της αγοράς. Αυτό είναι ιδιαίτερα σημαντικό για τις χώρες οι οποίες βρίσκονται σε μεταβατική περίοδο.⁵³

Το ρυθμιστικό πλαίσιο καθορίζει τα βασικά πρότυπα και τους κανόνες της αγοράς REPO. Το REPO είναι μία περίπλοκη συναλλαγή η οποία συνδυάζει πώληση και επαναγορά χρεογράφων, εφαρμογή διάφορων μέτρων ελέγχου των χρεογράφων που χρησιμοποιούνται ως ασφάλεια, είσπραξη των τοκομεριδίων στα χρεόγραφα που χρησιμοποιούνται ως ασφάλεια κλπ. Για το λόγο αυτό στα μέσα της δεκαετίας του '90 η Διεθνής Ένωση Φορέων Κεφαλαιαγοράς (*International Securities Market Association*) και η Ένωση Αγορών Ομολογιών (*The Bond Markets Association*) δημιούργησαν το Γενικό Συμβόλαιο REPO (*Global Master Repo Agreement*) ως τυποποιημένη σύμβαση για τις αντιστρεπτέες πράξεις στις διεθνείς αγορές χρήματος η οποία καθορίζει τη μεταβίβαση της κυριότητας των χρεογράφων κατά τη διάρκεια της σύμβασης, την ημερήσια αποτίμηση του ενεχύρου στην τρέχουσα τιμή της αγοράς, τις διαδικασίες σε περίπτωση αδυναμίας εξόφλησης των

⁵³ Simon Gray, ό.π., σελ. 20.

χρεογράφων⁵⁴ ή του δανείου⁵⁵ κατά την λήξη της σύμβασης, την είσπραξη των κουπονιών των χρεογράφων κατά τη διάρκεια της σύμβασης κλπ.⁵⁶

Εκτός το Γενικό Συμβόλαιο REPO οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί μπορούν να εκδώσουν και τον **Κώδικα της καλύτερης πρακτικής για τις συναλλαγές REPO** (Code of Best Practice). Αυτός ο κώδικας περιέχει τα βασικά πρότυπα και συστάσεις για τις συναλλαγές του Repo όπως είναι οι απαραίτητες προϋποθέσεις πριν τη συναλλαγή, η ανταλλαγή πληροφοριών ανάμεσα στους συμβαλλομένους κατά τη διαπραγμάτευση της συναλλαγής, οι διαδικασίες αποτίμησης του ενεχύρου στην τρέχουσα τιμή της αγοράς, ο συμβατικός τρόπος υπολογισμού των ημερών που εφαρμόζεται στην αξιολόγηση της αξίας της συναλλαγής και του ενεχύρου στη διαδικασία αποτίμησης κλπ. Παράδειγμα τέτοιων κωδίκων είναι Ο καλύτερος πρακτικός οδηγός για την αποτίμηση του ενέχυρου» (Best Practice Guide to Repo Margining), ο οποίος εκδόθηκε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή του REPO⁵⁷ και «Ο καλύτερος πρακτικός οδηγός για τις συναλλαγές του REPO σε τίτλους του δημοσίου στη Μεγάλη Βρετανία» (Gilt Repo Code of Best Practice), ο οποίος εκδόθηκε από την επιτροπή την οποία αποτελούν οι εκπρόσωποι των κυρίαρχων χρηματοπιστωτικών οργανισμών στη Μεγάλη Βρετανία (Τράπεζα της Αγγλίας, Ένωση Βρετανικών Τραπεζών, το Χρηματιστήριο του Λονδίνου, η Ένωση Επενδυτικών Τραπεζών του Λονδίνου, η Διεθνής Ένωση Αγοράς Τίτλων κλπ.).⁵⁸

⁵⁴ Υποχρέωση του αγοραστή (του δανειστή) των χρεογράφων να τα έχει στο τέλος της σύμβασης.

⁵⁵ Υποχρέωση του πωλητή (του δανειζόμενου) των χρεογράφων να επιστρέψει το δάνειο στο τέλος της σύμβασης.

⁵⁶ International Capital Markets Association, www.icma-group.org.

⁵⁷ International Capital Markets Association, www.icma-group.org.

⁵⁸ Bank of England, www.bankofengland.co.uk

4.4. ΑΓΟΡΑ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ

Στην αγορά παραγώγων (*Derivative Market*) ο παράγωγος τίτλος είναι χρηματοπιστωτικό προϊόν που τόσο η ύπαρξή του όσο και η αξία του (άρα και η απόδοσή του) στηρίζονται σε ένα υποκείμενο προϊόν ή τίτλο. Η έννοια «παράγωγο προϊόν» σημαίνει ότι, αυτό το χρηματοοικονομικό εργαλείο, δεν είναι τίποτα άλλο παρά ένα προϊόν που προέρχεται, άρα «παράγεται» από ένα υπάρχον χρηματοπιστωτικό μέσο όπως είναι: κάποιο εμπόρευμα, ομόλογο, έντοκο γραμματίο, μετοχή, δείκτης, καταθέσεις, επιτόκια κλπ. Για το λόγο αυτό η τιμή του παραγώγου εξαρτάται από την τιμή του υποκείμενου τίτλου ο οποίος διαπραγματεύεται στην *SPOT* αγορά, δηλαδή στην αγορά στην οποία γίνονται συναλλαγές τοις μετρητοίς με παράδοση του χρηματοπιστωτικού μέσου σε δύο ημέρες, σε αντίθεση με την αγορά παραγώγων στην οποία η παράδοση του χρηματοπιστωτικού μέσου γίνεται σε κάποια μελλοντική ημερομηνία.

Στην αγορά παραγώγων συμμετέχουν διάφορες οικονομικές μονάδες, όπως είναι ιδιώτες, επιχειρήσεις, επενδυτικές και εμπορικές τράπεζες, εταιρείες αμοιβαίων κεφαλαίων, χρηματιστηριακές εταιρείες κλπ. Αυτοί οι συμμετέχοντες μπορεί να είναι αντισταθμιστές κινδύνου (*hedgers*) – που ο κύριος στόχος της συμμετοχής τους στην αγορά παραγώγων είναι η μείωση του κινδύνου από τη διακύμανση των τιμών στα χρηματοπιστωτικά μέσα, και κερδοσκόποι (*speculators*) – που ο κύριος στόχος της συμμετοχής τους στην αγορά παραγώγων είναι το κέρδος το οποίο προέρχεται από τη διαφορά των τιμών στα χρηματοπιστωτικά μέσα.

Τα παράγωγα προϊόντα διαπραγματεύονται στην εξωχρηματιστηριακή αγορά και στα χρηματιστήρια παραγώγων τα οποία ιδρύθηκαν σε μία φάση όπου η αγορά χρήματος και η αγορά κεφαλαίου ήταν ήδη πολύ αναπτυγμένες. Έτσι, τα μεγαλύτερα χρηματιστήρια παραγώγων (π.χ. το *Eurex* και το *Euronext*) ιδρύθηκαν τη δεκαετία του '90, ενώ την ίδια περίοδο κάποια από αυτά υιοθέτησαν το ηλεκτρονικό σύστημα συναλλαγών. Σε κάθε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά παραγώγων λειτουργεί Οργανισμός Εκκαθάρισης (*Clearing House*), ο οποίος διενεργεί τις πράξεις εκκαθάρισης και διακανονισμού των συναλλαγών μεταξύ των αντισυμβαλλομένων στην αγορά

παραγώγων.⁵⁹ Η λειτουργία τέτοιων οργανισμών ελαττώνει τον πιστωτικό κίνδυνο, εφόσον διασφαλίζει την εκπλήρωση των υποχρεώσεων των συμβαλλομένων σε μία συναλλαγή. Πιο συγκεκριμένα οι συμβαλλόμενοι είναι υποχρεωμένοι να καταβάλουν ένα ορισμένο ποσό χρημάτων ή χρεογράφων στον Οργανισμό Εκκαθάρισης, που κατατίθεται ως εξασφάλιση για την εκπλήρωση της σύμβασης.

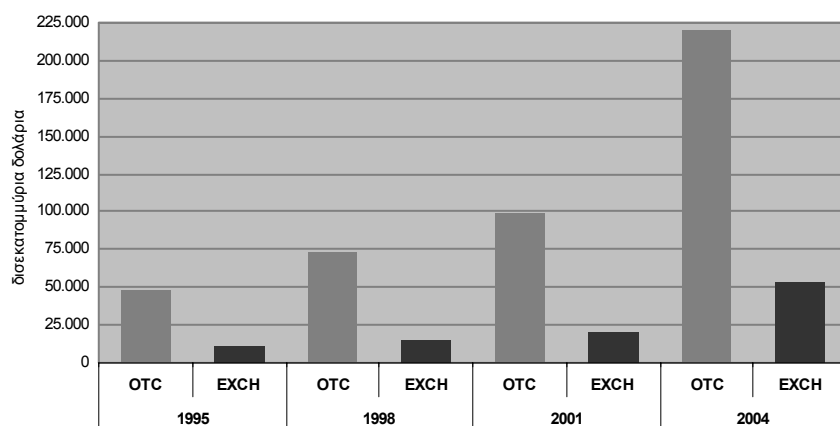
Στα τελευταία είκοσι χρόνια οι συναλλαγές σε παράγωγα χρηματοπιστωτικά προϊόντα είχαν εκρηκτική ανάπτυξη. Σύμφωνα με μελέτες της Διεθνούς Τράπεζας Διακανονισμών (Bank for International Settlements) στο τέλος Μαρτίου του 1995 η ονομαστική αξία του υπόλοιπου των συμβάσεων των παραγώγων τίτλων στο παγκόσμιο τραπεζικό σύστημα ήταν περίπου 47,3 τρισεκατομμύρια δολάρια, ενώ στο τέλος Ιουνίου του 2004 το υπόλοιπο αυτό αυξήθηκε στα 220 τρισεκατομμύρια δολάρια.⁶⁰ Παρόλο που κατά την τελευταία δεκαετία έγιναν σημαντικές εξελίξεις στο εκσυγχρονισμό των ηλεκτρονικών συστημάτων στα χρηματιστήρια παραγώγων, το μεγαλύτερο ποσοστό των συναλλαγών στα παράγωγα διενεργείται στην εξωχρηματιστηριακή αγορά. Η ονομαστική αξία του αναπροεξοφλητικού υπολοίπου των συμβάσεων των παραγώγων τίτλων στην εξωχρηματιστηριακή αγορά από το 1995 έως το 2004 παραμένει πολύ μεγαλύτερη σε σχέση με τα χρηματιστήρια παραγώγων (παρακάτω διάγραμμα 4).⁶¹

⁵⁹ Για παράδειγμα στην ελληνική αγορά, την ευθύνη αυτή για τις συναλλαγές στην αγορά παραγώγων έχει η Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί των Παραγώγων (ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.).

⁶⁰ Βλ. "Foreign exchange and derivatives market activity", Triennial Central Bank Survey (1995, 1998, 2001, 2004), τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών, www.bis.org.

⁶¹ Το 1995 τα στοιχεία είναι για το τέλος Μαρτίου ενώ στα υπόλοιπα χρόνια είναι στο τέλος Ιουνίου.

Διάγραμμα 4: Ονομαστική αξία του υπόλοιπου των συμβάσεων των παραγώγων τίτλων στην εξωχρηματιστηριακή αγορά (OTC) και στα χρηματιστήρια παραγώγων (EXCH), 1995 - 2004



Πηγή: Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών

Ένας από τους κυρίους λόγους που οι επενδυτές, ιδιαίτερα οι μεγαλύτεροι, προτιμούν την εξωχρηματιστηριακή αγορά παραγώγων, είναι ότι το μεγαλύτερο ποσοστό συμβάσεων δεν έχει τυποποιημένη μορφή, που σημαίνει ότι οι επενδυτές μόνοι τους ορίζουν τις προϋποθέσεις των συμβάσεων. Επίσης, οι συναλλαγές στην εξωχρηματιστηριακή αγορά είναι διμερείς ή μέσω των χρηματομεσιτών που σημαίνει ότι τα στοιχεία των συμμετεχόντων και οι δραστηριότητες τους δεν δημοσιεύονται και δεν ελέγχονται με τον τρόπο που γίνεται στα χρηματιστήρια παραγώγων. Κάτι παρόμοιο ισχύει επίσης για τις συναλλαγές των διαθεσίμων στη διατραπεζική αγορά.

Τα παράγωγα προϊόντα τα οποία διαπραγματεύονται στην εξωχρηματιστηριακή αγορά και στα μεγαλύτερα χρηματιστήρια παραγώγων ταξινομούνται σε τέσσερις βασικές κατηγορίες παραγώγων (παρακάτω πίνακας 10).

Πίνακας 10: Ταξινόμηση των παραγώγων προϊόντων ανά υποκείμενο τίτλο και τύπο παραγώγου

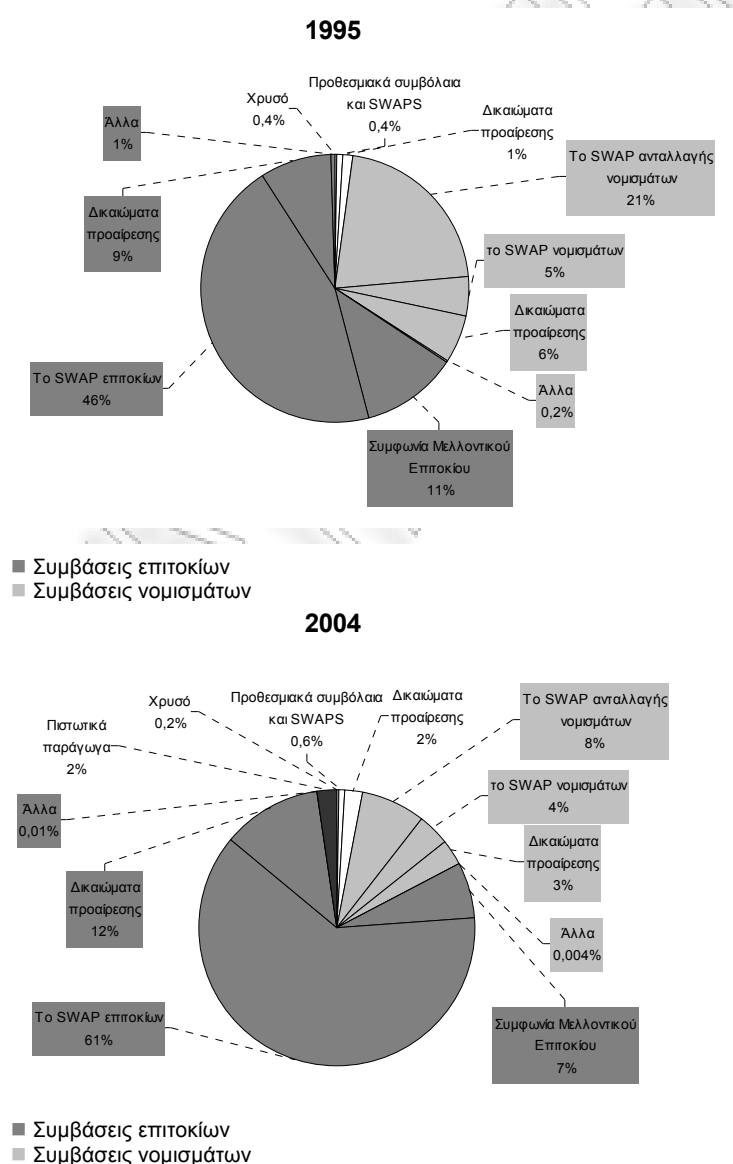
ΥΠΟΚΕΙΜΕΝΟΣ ΤΙΤΛΟΣ		ΤΥΠΟΣ ΠΑΡΑΓΩΓΟΥ
ΕΜΠΟΡΕΥΜΑ και ΔΕΙΚΤΕΣ (χρυσό, πετρέλαιο, μέταλλα, γεωργικά προϊόντα κλπ.)		FUTURES (FORWARDS) OPTIONS
ΧΡΕΟΓΡΑΦΑ και ΔΕΙΚΤΕΣ (ομόλογα, γραμμάτια Δημοσίου, μετοχές κλπ.)		FUTURES (FORWARDS) OPTIONS
ΣΥΜΒΑΣΕΙΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΩΝ	ΑΓΟΡΑΠΩΛΗΣΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΩΝ (Foreign exchange)	FUTURES (FORWARDS) OPTIONS
	ΤΟ SWAP ΑΝΤΑΛΛΑΓΗΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΩΝ (Foreign exchange SWAP)	SWAP
	ΤΟ SWAP ΝΟΜΙΣΜΑΤΩΝ (Cross currency SWAP)	SWAP
ΣΥΜΒΑΣΕΙΣ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ	EURODOLLARS, EONIA, EURIBOR, LIBOR, κλπ.	FUTURES OPTIONS
	ΣΥΜΦΩΝΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΟΥ ΕΠΙΤΟΚΙΟΥ (Forward rate agreement - FRA)	FORWARDS OPTIONS
	ΤΟ SWAP ΕΠΙΤΟΚΙΟΥ (Interest rate SWAP)	SWAP OPTIONS
Πηγή: Bank for International Settlements, Chicago Mercantile Exchange, Chicago Board of Trade, Eurex US, Euronext		

Όπως βλέπουμε στον πίνακα 10 ο ίδιος υποκείμενος τίτλος μπορεί να είναι συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης (**futures**) και προθεσμιακό συμβόλαιο (**forwards**). Το κοινό χαρακτηριστικό και για τις δύο συμβάσεις είναι ότι υπάρχει υποχρέωση παράδοσης και πληρωμής του υποκείμενου τίτλου σε μια μελλοντική ημερομηνία. Στις **συμβάσεις νομισμάτων** ο υποκείμενος τίτλος, δηλαδή το παράγωγο προϊόν είναι το νόμισμα το οποίο μπορεί να έχει τη μορφή του συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης ή του προθεσμιακού συμβολαίου, του δικαιώματος προαίρεσης (OPTIONS) και της συμφωνίας αμοιβαίας ανταλλαγής πληρωμών (SWAP). Στις **συμβάσεις επιτοκίων** το κοινό χαρακτηριστικό είναι ότι το επιτόκιο είναι ο υποκείμενος τίτλος στη συναλλαγή. Για παράδειγμα στις συμβάσεις οι οποίες ονομάζονται EURODOLLARS, EONIA, EURIBOR, LIBOR, το σταθερό επιτόκιο πληρώνεται από την αρχή μέχρι το τέλος της σύμβασης, ενώ στην ημερομηνία λήξης της σύμβασης υπολογίζεται η τιμή διακανονισμού (*final settlement price*) με βάση κάποιο βασικό επιτόκιο το οποίο εξαρτάται από τον τύπο της σύμβασης. Για τις καταθέσεις EURODOLLAR FUTURES⁶² είναι το LIBOR, ενώ για τις καταθέσεις σε Ευρώ όπως είναι τα EONIA FUTURES και EURIBOR FUTURES είναι τα EONIA και το EURIBOR.

⁶² Τα EURODOLLARS είναι βραχυπρόθεσμες καταθέσεις σε δολάρια τα οποία είναι τοποθετημένα σε λογαριασμό εκτός αγοράς των ΗΠΑ και είναι διαπραγματεύσιμα στη διεθνή αγορά. Τα επιτόκια των καταθέσεων αυτών είναι συνήθως υψηλότερα των λοιπών τραπεζικών καταθέσεων που είναι διαθέσιμες στις ΗΠΑ.

Σύμφωνα με στοιχεία της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών, το μεγαλύτερο ποσοστό των συναλλαγών είναι σε παράγωγα προϊόντα, τα οποία ανήκουν στην κατηγορία συμβάσεων νομισμάτων και επιτοκίων. Όπως φαίνεται στο παρακάτω διάγραμμα 5, το 1995 και το 2004 οι συμβάσεις των νομισμάτων και των επιτοκίων έχουν το μεγαλύτερο ποσοστό συμμετοχής στη συνολική ονομαστική αξία του αναπροεξοφλητικού υπόλοιπου των συμβάσεων των παραγώγων τίτλων στην εξωχρηματιστηριακή αγορά.

Διάγραμμα 5: Ποσοστό συμμετοχής των βασικών κατηγοριών παραγώγων προϊόντων στην ονομαστική αξία του αναπροεξοφλητικού υπόλοιπου⁶³ των συμβάσεων των παραγώγων τίτλων στην εξωχρηματιστηριακή αγορά



Πηγή: Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών

⁶³ Το 1995 τα στοιχεία είναι για το τέλος Μαρτίου, ενώ στα υπόλοιπα έτη είναι στο τέλος Ιουνίου.

Οι συμβάσεις επιτοκίων και νομισμάτων είναι πολύ σημαντικές στην ανάπτυξη της αγοράς χρήματος, αφού οι περισσότερες συμβάσεις έχουν χρονική διάρκεια έως ένα χρόνο. Ιδιαίτερα τονίζουμε ότι οι συναλλαγές του SWAP κυριαρχούν και στις δύο προαναφερόμενες κατηγορίες. Το SWAP έχει μεγάλη σημασία στην αγορά χρήματος επειδή είναι σημαντική συναλλαγή στην αντιστάθμιση του κινδύνου τιμής. Συνήθως οι επενδυτές, οι οποίοι δραστηριοποιούνται στην αγορά χρήματος, συνδυάζουν το SWAP με τις άλλες χρηματοπιστωτικές συναλλαγές στην αγορά χρήματος για να ελαττώσουν τον κίνδυνο αλλαγής των βασικών επιτοκίων στην αγορά χρήματος.

Χαρακτηριστικές συμβάσεις των παραγώγων που διαπραγματεύονται στην αγορά χρήματος, είναι:

- τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (futures) και συμφωνία μελλοντικού επιτοκίου (forward rate agreement),
- τα δικαιώματα προαίρεσης (options) και
- οι συμφωνίες αμοιβαίας ανταλλαγής πληρωμών (swaps).

4.4.1. ΣΥΜΒΟΛΑΙΟ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ ΚΑΙ ΣΥΜΦΩΝΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΟΥ ΕΠΙΤΟΚΙΟΥ

Στην αγορά χρήματος ο υποκείμενος τίτλος στα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (futures) είναι είτε κάποιο νόμισμα είτε κάποιο επιτόκιο ενώ στη συμφωνία μελλοντικού επιτοκίου (forward rate agreement) είναι κάποιο επιτόκιο. Το βασικό χαρακτηριστικό για αυτά τα παράγωγα είναι ότι αποτελούν συμφωνίες δύο μερών οι οποίες αφορούν στην αγορά ή στην πώληση του υποκείμενου τίτλου και παράδοσή του σε συγκεκριμένη μελλοντική ημερομηνία και στη συμφωνημένη τιμή.

Τα προθεσμιακά συμβόλαια δεν έχουν τυποποιημένη σύμβαση, είναι χαρακτηριστική περίπτωση για εξωχρηματιστηριακές συναλλαγές. Αυτό το είδος παραγώγου πολύ σπάνια διαπραγματεύεται επειδή δεν υπάρχει δευτερογενής αγορά όπως συμβαίνει με τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης. Επίσης τα προθεσμιακά συμβόλαια έχουν μεγαλύτερο πιστωτικό κίνδυνο σε σύγκριση με τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, εφόσον μεταξύ του αγοραστή και του πωλητή δεν διαμεσολαβεί κάποιος Οργανισμός Εκκαθάρισης που διασφαλίζει την εκπλήρωση των υποχρεώσεων και των δυο

πλευρών στη συμφωνημένη μελλοντική ημέρα παράδοσης. Ένα άλλο χαρακτηριστικό αυτών των συμβολαίων είναι ότι υπάρχει μικρός αριθμός των συμμετεχόντων (κυβερνήσεις, μεγάλες τράπεζες, μεγάλοι θεσμικοί επενδυτές κλπ.)

Αντίθετα, τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης διαπραγματεύονται στα χρηματιστήρια παραγώγων. Τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης είναι τυποποιημένες συμβάσεις που σημαίνει ότι η χρονική διάρκεια τους κυμαίνεται από ένα έως δώδεκα μήνες, αλλά και πάνω από ένα χρόνο. Η αγορά συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης είναι διαφανής και σ' αυτή συμμετέχει μεγάλο φάσμα επενδυτών. Τέλος, τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης έχουν μικρότερο πιστωτικό κίνδυνο σε σύγκριση με τα προθεσμιακά συμβόλαια, εφόσον μεταξύ του αγοραστή και του πωλητή διαμεσολαβεί Οργανισμός Εκκαθάρισης.

4.4.2. ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ

Ένα συμβόλαιο δικαιώματος προαίρεσης (options) δεν δεσμεύει τον αγοραστή, να αγοράσει ή να πουλήσει την υποκείμενη αξία. Απλά ο κάτοχός του είναι ελεύθερος να ασκήσει το δικαίωμα αυτό μέσα σε συγκεκριμένη χρονική περίοδο (π.χ. σε τρεις, έξι, εννέα μήνες κλπ.). Η τιμή ή το τίμημα του δικαιώματος είναι το κόστος που πρέπει να καταβάλει ο αγοραστής του δικαιώματος, δηλαδή το ποσό με το οποίο ο αγοραστής αποκτά το δικαίωμα αγοράς ή πώλησης του υποκείμενου τίτλου στην τιμή άσκησης. Η τιμή άσκησης είναι η τιμή αγοράς ή πώλησης της υποκείμενης αξίας στην ημερομηνία άσκησης.⁶⁴

4.4.3. ΣΥΜΦΩΝΙΕΣ ΑΜΟΙΒΑΙΑΣ ΑΝΤΑΛΛΑΓΗΣ ΠΛΗΡΩΜΩΝ

Οι συμφωνίες αμοιβαίας ανταλλαγής πληρωμών (SWAPS) είναι συναλλαγές οι οποίες μπορούν να έχουν τη μορφή προθεσμιακής συμφωνίας ή τη μορφή προαίρεσης, τα αποκαλούμε SWAPTIONS (SWAP - OPTIONS). Η κύρια διαφορά αυτών των συναλλαγών, σε σχέση με τις συμφωνίες

⁶⁴ Δημ. Ζαχαριάδη-Σούρα, ό.π., σελ. 300,301.

παραγώγων τις οποίες έχουμε αναφέρει, είναι ότι τα SWAPS είναι ένα είδος ανταλλαγής ή ταυτόχρονης αγοράς και πώλησης νομισμάτων ή επιτοκίων.

Αυτό το χρηματοοικονομικό προϊόν είναι ιδιαίτερα δημοφιλές στην αγορά χρήματος, επειδή χρησιμοποιείται πολύ συχνά από τους δανειστές και δανειζόμενους στην αγορά χρήματος οι οποίοι θέλουν να ελαττώσουν τον κίνδυνο αλλαγής επιτοκίων. Όπως δείχνει το προηγούμενο διάγραμμα 5 η συμμετοχή των συναλλαγών SWAP στην εξωχρηματιστηριακή αγορά του παγκόσμιου τραπεζικού συστήματος το 1995 ήταν πάνω από 60%, ενώ το 2004 ήταν πάνω από 70%.⁶⁵ Από τα τρία βασικά SWAP, το SWAP επιτοκίου είναι ο πυλώνας όλων των παραγώγων, αφού αντιπροσωπεύει το μεγαλύτερο ποσοστό σε σχέση με τους άλλους τύπους παραγώγων προϊόντων. Το 1995 αυτό το ποσοστό ήταν 46% ενώ το 2004 αυξήθηκε στα 61%.

Οι βασικές συμφωνίες SWAP στην αγορά χρήματος είναι:

- το SWAP επιτοκίου (Interest Rate Swap),
- το SWAP νομισμάτων (Cross Currency Swap - Xccy Swap),
- το SWAP ανταλλαγής νομισμάτων (Foreign Exchange Swap).

Οι κύριοι συμμετέχοντες στα **SWAPS επιτοκίου (Interest Rate Swap)** είναι εμπορικές και επενδυτικές τράπεζες, χρηματιστηριακές τράπεζες, εταιρείες αμοιβαίων κεφαλαίων κλπ. Για να διαχειρίζονται αποτελεσματικά καθημερινά τη ρευστότητά τους μπορούν να δανείζουν ή να δανείζονται κεφάλαια και χρεόγραφα με τους άλλους συμμετέχοντες στην αγορά χρήματος καθώς και με την Κεντρική Τράπεζα. Συνδυάζοντας τις αγοραπωλησίες στην αγορά χρήματος με τα SWAPS επιτοκίου οι συμμετέχοντες στην αγορά χρήματος επιτυγχάνουν αντιστάθμιση κινδύνου αλλαγής επιτοκίων (hedging).

Το SWAP επιτοκίου (Interest Rate Swap), είναι μία σύμβαση στην οποία οι συμβαλλόμενοι συμφωνούν να ανταλλάξουν ορισμένες πληρωμές οι οποίες πληρώνονται τακτικά σε ορισμένες περιόδους κατά τη διάρκεια της σύμβασης. Αυτές οι πληρωμές υπολογίζονται με βάση τα επιτόκια τα οποία εφαρμόζονται στο ονομαστικό κεφάλαιο της σύμβασης, το οποίο έχει την ίδια λειτουργία όπως στις συμβάσεις των επιτοκίων και στη συμφωνία μελλοντικού επιτοκίου. Άρα, όπως και στη σύμβαση επιτοκίων, το ονομαστικό κεφάλαιο δεν αλλάζει «χέρια», απλά είναι η βάση για τον υπολογισμό των πληρωμών.

⁶⁵ Αθροισμα του SWAP επιτοκίου, του SWAP ανταλλαγής νομισμάτων και του SWAP νομισμάτων.

Οι πληρωμές που ανταλλάσσονται μεταξύ των συμβαλλομένων είναι οι τόκοι που προκύπτουν από το επιτόκιο του SWAP και το ονομαστικό κεφάλαιο. Συνήθως ανταλλάσσεται ένα σταθερό επιτόκιο (*fixed interest rate*) με ένα κυμαινόμενο επιτόκιο (*floating interest rate*) ή ανταλλάσσονται δύο κυμαινόμενα επιτόκια διαφορετικής βάσης (*EURIBOR, LIBOR, EONIA, EURIBOR κλπ.*).

Σε αυτήν την κατηγορία του SWAP περιλαμβάνεται και το **Swap επιτοκίου μίας μέρας (*Overnight Indexed Swap*)** το οποίο έχει την ίδια σημασία όπως και το SWAP επιτοκίου με τη μόνη διαφορά ότι οι συμβαλλόμενοι συμφωνούν ότι θα ανταλλάξουν ορισμένες πληρωμές επιτοκίων όχι τακτικά σε ορισμένες περιόδους, αλλά σε μία συγκεκριμένη ημέρα, δηλαδή στη λήξη της σύμβασης. Επίσης, το κυμαινόμενο επιτόκιο, το οποίο εφαρμόζεται στον υπολογισμό των τόκων την ημέρα διακανονισμού των συναλλαγών, είναι κάποιο βασικό επιτόκιο στην αγορά χρήματος για τις διατραπεζικές συναλλαγές διάρκειας μίας ημέρας. Αυτός ο τύπος σύμβασης του SWAP τα τελευταία χρόνια έχει γίνει πολύ δημοφιλής στην Ευρωπαϊκή αγορά χρήματος όπου ως κυμαινόμενο επιτόκιο χρησιμοποιείται το EONIA. Οι τράπεζες οι οποίες είναι δραστήριες στη διατραπεζική αγορά χρήματος, καθώς και εκείνες που δανείζονται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα μέσω πράξεων ανοικτής αγοράς ή χρησιμοποιώντας τη διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης, μπορούν αποτελεσματικά να μειώσουν το κόστος αλλαγής επιτοκίων αλλά και το συνολικό κόστος δανεισμού, εάν ταυτόχρονα κάνουν και τις συναλλαγές του *Overnight Indexed Swap*.

Το **SWAP νομισμάτων (*Cross currency Swap - Xccy Swap*)**, είναι μία σύμβαση η οποία είναι παρόμοια με το SWAP επιτοκίου. Ουσιαστικά είναι μία ανταλλαγή διαφορετικών νομισμάτων και αναλογούντων επιτοκίων. Αυτό το είδος της σύμβασης του SWAP χρησιμοποιείται από τις επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στη διεθνή αγορά. Το SWAP νομισμάτων αφορά τις δυνατότητες, αλλά και τις επιθυμίες των δυο μερών να δανεισθούν όχι πια μόνο σε διαφορετικούς τύπους επιτοκίων αλλά και σε διαφορετικά νομίσματα. Πιο συγκεκριμένα οι επενδυτές όχι μόνο υπολογίζουν τα επιτόκια αλλά και τη συναλλαγματική ισοτιμία των νομισμάτων τα οποία ανταλλάσσουν. Για το λόγο αυτό, ο τύπος του συγκεκριμένου SWAP είναι περίπλοκος σε σχέση με τους άλλους τύπους, επειδή ταυτόχρονα συνάπτεται μία συμφωνία στην οποία

ανταλλάζονται δύο «προϊόντα», τα νομίσματα και τα επιτόκια. Αυτό μπορεί να είναι ένας από τους κύριους λόγους που αυτό το SWAP έχει το χαμηλότερο ποσοστό συμμετοχής στο σύνολο των συναλλαγών των SWAPS στις αγορές των παραγώγων.

Το **SWAP ανταλλαγής νομισμάτων (Foreign exchange Swap)** είναι ανταλλαγή (πώληση) δύο νομισμάτων με την υποχρέωση της επαναγοράς τους σε κάποια μελλοντική ημερομηνία και στη συμφωνημένη συναλλαγματική ισοτιμία. Μπορούμε να πούμε ότι αυτή η συναλλαγή μπορεί να ταξινομηθεί στην κατηγορία των ασφαλισμένων συναλλαγών στην αγορά χρήματος, όπως και τα REPOS. Το νόμισμα το οποίο ανταλλάχθηκε θεωρείται ως ενέχυρο το οποίο κρατιέται μέχρι το τέλος της σύμβασης και αποτελεί εξασφάλιση ότι ο ιδιοκτήτης (ο πωλητής) του θα το επαναγοράσει από τον αγοραστή στη λήξη της σύμβασης. Κάποιες κεντρικές τράπεζες, όπως είναι η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, έχουν τη δυνατότητα να χρησιμοποιούν αυτό το μέσο στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΠΡΟΘΕΣΜΙΕΣ ΛΗΞΕΙΣ ΤΩΝ ΧΡΗΜ/ΚΩΝ ΜΕΣΩΝ

Τα χρηματοπιστωτικά μέσα έχουν τυποποιημένες προθεσμίες λήξης οι οποίες είναι από μία μέρα έως δώδεκα μήνες για τις χρηματοπιστωτικές συναλλαγές στην αγορά χρήματος:

- **H overnight-O/N συναλλαγή (call money)** διαρκεί μία εργάσιμη ημέρα επειδή ολοκληρώνεται την ημέρα διαπραγμάτευσης της συναλλαγής και τα κεφάλαια επιστρέφονται την επόμενη εργάσιμη ημέρα,
- **H tomorrow next-T/N συναλλαγή (call money)** διαρκεί δύο εργάσιμες ημέρες επειδή ολοκληρώνεται την πρώτη ημέρα μετά τη διαπραγμάτευση της συναλλαγής και τα κεφάλαια επιστρέφονται την επόμενη εργάσιμη ημέρα μετά τη μεταφορά των κεφαλαίων,
- **H spot next-S/N συναλλαγή (call money)** διαρκεί τρεις εργάσιμες ημέρες επειδή ολοκληρώνεται τη δεύτερη ημέρα μετά την διαπραγμάτευση της συναλλαγής και τα κεφάλαια επιστρέφονται την επόμενη εργάσιμη ημέρα μετά τη μεταφορά των κεφαλαίων,
- **H κατάθεση προθεσμίας για μία ορισμένη χρονική περίοδο (time deposit)** είναι η συναλλαγή η οποία ολοκληρώνεται τη δεύτερη ημέρα διαπραγμάτευσης της συναλλαγής και τα κεφάλαια επιστρέφονται τη συγκεκριμένη προκαθορισμένη ημερομηνία λήξης, δηλαδή μετά από μία εβδομάδα και μέχρι δώδεκα μήνες,
- **H κατάθεση προθεσμίας υπό όρους (term deposits)** είναι η συναλλαγή η οποία ολοκληρώνεται την ημέρα διαπραγμάτευσης της συναλλαγής και τα κεφάλαια επιστρέφονται την συμφωνημένη μέρα.

Στον επόμενο πίνακα 11 φαίνεται ότι οι τυποποιημένες χρονικές διάρκειες των βραχυπρόθεσμων χρηματοπιστωτικών μέσων στην Ευρωπαϊκή αγορά χρήματος κυμαίνονται από μία ημέρα (O/N-overnight) μέχρι ένα χρόνο (1X) γεγονός που εξαρτάται από το είδος του χρηματοπιστωτικού μέσου. Σε κάθε είδος χρηματοπιστωτικού μέσου παρουσιάζονται οι χρονικές διάρκειες, από τις οποίες οι πιο μικρές είναι στις συναλλαγές που αφορούν περισσότερο στη διαχείριση της ρευστότητας (π.χ. τα μη ασφαλισμένα και ασφαλισμένα

χρηματοπιστωτικά μέσα), ενώ τα υπόλοιπα αφορούν περισσότερο στην αντιστάθμιση του κινδύνου τιμής (π.χ. τα βραχυπρόθεσμα παράγωγα).

Πίνακας 11: Τυποποιημένες προθεσμίες λήξης των χρηματοπιστωτικών μέσων στην αγορά χρήματος

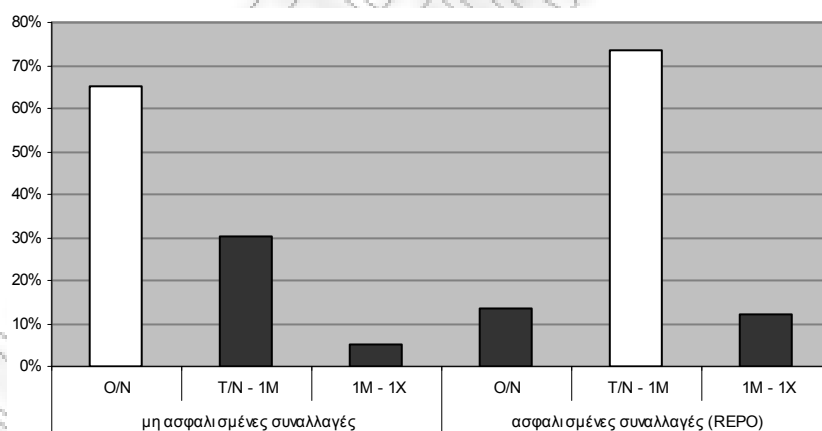
ΤΟΜΕΑΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΧΡΗΜΑΤΟΣ	ΤΑ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΑ ΜΕΣΑ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΧΡΗΜΑΤΟΣ	ΧΡΟΝΙΚΗ ΔΙΑΡΚΕΙΑ ΤΩΝ Χ.Μ.
ΜΗ ΑΣΦΑΛΙΣΜΕΝΑ (UNSECURED)	- οι καταθέσεις προθεσμίας (borrowing / lending deposits)	- O/N, T/N, S/N - από 2 ημέρες έως 1Ε - από 1Ε έως 1Μ - από 1Μ έως 1Χ
ΑΣΦΑΛΙΣΜΕΝΑ (SECURED)	- οι αντιστρεπτές πράξεις (τα REPOS)	- O/N, T/N, S/N - από 2 ημέρες έως 1Ε - από 1Ε έως 1Μ - από 1Ε έως 1Χ
ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΑ ΧΡΕΟΓΡΑΦΑ	- τα έντοκα γραμμάτια (T-bills) - τα εμπορικά γραμμάτια (Commercial papers) - τα πιστοποιητικά κατάθεσης (Certificate of deposits) - τα χρεόγραφα τραπεζικής αποδοχής (Bankers acceptances)	- 1 ημέρα, 2 ημέρες, 1Ε, από 3Μ έως 1Χ
ΠΑΡΑΓΩΓΑ (βραχυπρόθεσμες συναλλαγές με παράγωγα)	οι συμφωνίες αμοιβαίας ανταλλαγής πληρωμών (SWAPS): - τα SWAPS επιτοκίου (IRS-Interest rate Swaps) - τα SWAPS επιτοκίου μίας ημέρας (OIS-Overnight Indexed Swaps)	- έως 1Ε - από 1Ε μέχρι 1Μ - από 1Ε μέχρι 1Χ - πάνω από 1Χ
	- τα SWAPS ανταλλαγής νομισμάτων (FX swaps)	- O/N, - έως 1Ε - από 1Ε έως 1Μ - από 1Μ έως 1Χ - πάνω από 1Χ
	- τα SWAPS νομισμάτων (Xccy-Cross currency swaps)	- έως 1Χ - από 1Χ μέχρι 2Χ - από 2Χ μέχρι 10Χ - πάνω από 10Χ
	- τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης ή προθεσμιακά συμβόλαια (FUTURES & FORWARDS) - τα δικαιώματα προαίρεσης (OPTIONS)	- έως 1Ε - από 1Ε έως 1Μ - από 1Μ έως 1Χ - πάνω από 1Χ
Σημείωση: O/N=overnight, T/N=tomorrow next, S/N=spot next, E=εβδομάδα, M=μήνας, Χ=χρόνος		
Πηγή: European Central Bank, Centre for Economic Policy Research		

Στις οργανωμένες αγορές όπως είναι τα χρηματιστήρια παραγώγων και η αγορά των διατραπεζικών καταθέσεων στο e-MID και το e-MIDER υπάρχουν τυποποιημένες χρονικές διάρκειες, οι οποίες συνήθως είναι «στρογγυλοποιημένες», στη 1 ημέρα (O/N), στις 2 ημέρες (T/N), στις 3 ημέρες (S/N), στη 1 και 2 εβδομάδες, από 1 έως 12 μήνες. Στην εξωχρηματιστηριακή αγορά στην οποία συμπεριλαμβάνονται οι διμερείς συναλλαγές και συναλλαγές μέσω των χρηματομεσιτών (voice brokers), είναι δυνατόν οι δυο πλευρές να συνάψουν σύμβαση σε κάποιο από τα χρηματοπιστωτικά μέσα η οποία δεν έχει τυποποιημένη χρονική διάρκεια. Ορισμένα χρηματοπιστωτικά μέσα δημιουργούνται κάθε μέρα (π.χ. οι καταθέσεις τραπεζών), ενώ άλλα εκδίδονται περιοδικά και πωλούνται συνεχώς με τη χρονική διάρκεια η οποία μπορεί να μειώνεται, όπως γίνεται με τα βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα (τα έντοκα γραμμάτια Δημοσίου, τα Εμπορικά

Έγγραφα κλπ.). Για παράδειγμα, η Κυβέρνηση (το Δημόσιο) ή η Κεντρική Τράπεζα μπορεί να εκδώσει και να πωλήσει τα έντοκα γραμμάτια που από εκείνη την ημέρα μέχρι την ημέρα εξαγοράς έχουν διάρκεια 91 ημέρες. Στην περίπτωση που τα έντοκα γραμμάτια δεν πωλούνται πλήρως, το εναπομένον ποσόν μπορεί να προσφερθεί μετά από αρκετές εβδομάδες, εκτιμώντας ότι τότε η διάρκεια θα είναι μικρότερη από την αρχική που ήταν 91 ημέρες.

Στο παρακάτω κείμενο θα δώσουμε τα βασικά στοιχεία σχετικά με τη χρονική διάρκεια των χρηματοπιστωτικών μέσων τα οποία κατά την έρευνά μας (οι μη ασφαλισμένες και ασφαλισμένες συναλλαγές, οι συναλλαγές του SWAP) έχουν τη μεγαλύτερη σημασία στη διατραπεζική αγορά χρήματος. Από τα στοιχεία για την Ευρωπαϊκή αγορά χρήματος στην περίοδο 2000 - 2004, προκύπτει ότι το μεγαλύτερο ποσοστό του όγκου των μη ασφαλισμένων συναλλαγών έχει διάρκεια μία ημέρα - O/N-overnight (πάνω από 60%), ενώ στις ασφαλισμένες συναλλαγές το μεγαλύτερο ποσοστό είναι μεταξύ δύο ημερών-T/N tomorrow next και ενός μηνός (πάνω από 70%).⁶⁶

Διάγραμμα 6: Προθεσμίες λήξης των μη ασφαλισμένων και των ασφαλισμένων συναλλαγών (REPO) στην Ευρωπαϊκή αγορά χρήματος, 2000 - 2004



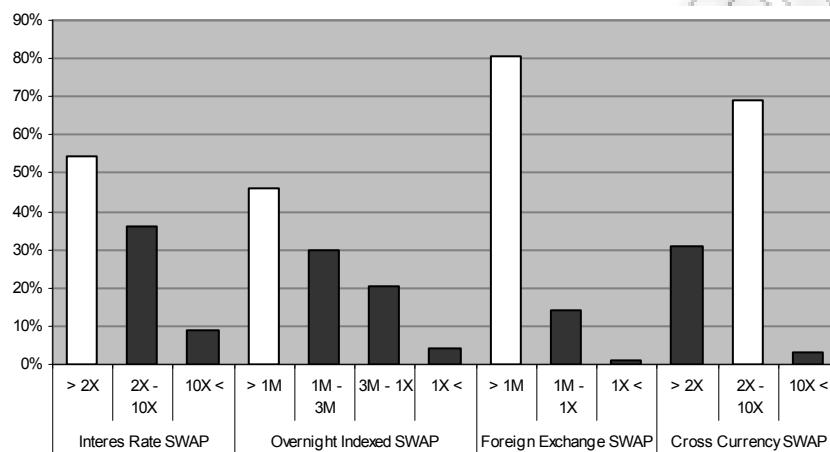
Πηγή: Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα

Στο SWAP επιτοκίου (IRS - Interest rate SWAP), το μεγαλύτερο ποσοστό του όγκου των συναλλαγών (πάνω από 50%) είναι με διάρκεια έως δύο χρόνια, ενώ στο SWAP επιτοκίου μίας μέρας (OIS - Overnight Indexed SWAP) το μεγαλύτερο ποσοστό του όγκου των συναλλαγών είναι με διάρκεια

⁶⁶ European Central Bank, "The Euro Money Market 2000", July 2001.
 European Central Bank, "The Euro Money Market Study 2001 (MOC)", December 2002,
 European Central Bank, "Money Market Study 2002, November 2003.
 European Central Bank, "Money Market Study 2003", 2004.
 European Central Bank, "Euro Money Market Study 2004", May 2005.

έως ένα μήνα. Στα SWAPS ανταλλαγής νομισμάτων (FX - Foreign exchange SWAP) και στα SWAPS νομισμάτων (Xccy - Cross currency SWAP) το μεγαλύτερο ποσοστό του όγκου των συναλλαγών (περίπου 80% και 70% αντίστοιχα) είναι με διάρκεια έως ένα μήνα και μεταξύ δύο και δέκα χρόνων - παρακάτω διάγραμμα 7.

Διάγραμμα 7: Προθεσμίες λήξεις των SWAPS στο συνολικό όγκο συναλλαγών στην Ευρωπαϊκή αγορά χρήματος ανά λήξη προθεσμίας, 2000 – 2004



Πηγή: Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

ΕΚΚΑΘΑΡΙΣΗ ΚΑΙ ΔΙΑΚΑΝΟΝΙΣΜΟΣ ΤΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ

Μετά την αγοραπωλησία των χρηματοπιστωτικών μέσων είτε στην αγορά χρήματος είτε στην αγορά κεφαλαίου εκτελούνται ορισμένες διαδικασίες με τις οποίες πραγματοποιούνται η παράδοση και η πληρωμή των υποχρεώσεων μεταξύ των συμβαλλόμενων στη συναλλαγή, όπως είναι:

- Η επιβεβαίωση (trade confirmation) που είναι μία διαδικασία στην οποία οι συναλλασσόμενοι, μετά από το κλείσιμο μιας χρηματοοικονομικής συμφωνίας μέσω έγγραφου παραστατικού ή ηλεκτρονικής εγγραφής, επιβεβαιώνουν ότι πραγματοποιήθηκε η συναλλαγή,
- Η εκκαθάριση (clearing) είναι μια ολοκληρωμένη διαδικασία μετά την επιβεβαίωση, με την οποία ρυθμίζεται (εκκαθαρίζεται) μια συναλλαγή κεφαλαίων, χρεογράφων ή παραγώγων συμβολαίων. Αυτή η διαδικασία εμπεριέχει την επεξεργασία των εντολών των συμβαλλόμενων μερών, τον αντικρουσμό τους την τυχόν “απόκρουση” λανθασμένων εντολών, την αντίστροφη μετακίνηση των χρηματοοικονομικών προϊόντων που αγοράζονται, πωλούνται ή δανείζονται, εφόσον αυτό απαιτείται, τη διενέργεια λογιστικών εγγραφών, τη μηχανογραφική επεξεργασία, την ενημέρωση των συμβαλλομένων μερών και τη δημιουργία νέων θέσεων σε μηχανογραφικά ή άλλα συστήματα αποθήκευσης χρηματοοικονομικών προϊόντων,
- Η διαδικασία διακανονισμού (settlement) που αφορά το διακανονισμό των απαιτήσεων και υποχρεώσεων οι οποίες προσδιορίστηκαν κατά τη διαδικασία της εκκαθάρισης των συναλλασσομένων και αφορούν κεφαλαία, χρεόγραφα ή παράγωγα συμβόλαια.⁶⁷

Το Κεντρικό Αποθετήριο είναι ο κεντρικός φορέας που αναλαμβάνει την εκκαθάριση και το διακανονισμό των τίτλων και κεφαλαίων μετά τη

⁶⁷ Bank for International Settlements, International Organization of Securities Commissions, “Recommendations for Securities Settlement Systems”, November 2001, σελ. 37,38.

χρηματοοικονομική συναλλαγή. Αυτός ο φορέας τηρεί και διαχειρίζεται τίτλους ή άλλα χρημ/κά στοιχεία σε υλική και άυλη μορφή (*book-entry form*). Σχετικά με τα παράγωγα προϊόντα, τα χρηματιστήρια παραγώγων διασυνδέονται με τους Οργανισμούς Εκκαθάρισης, οι οποίοι φροντίζουν για την εκ μέρους των αγοραστών και των πωλητών πιστή και απαρέγκλιτη τήρηση των υποχρεώσεων τους, όπως αυτές πηγάζουν από τα σχετικά συμβόλαια, δρώντας ουσιαστικά ως εγγυητές αυτών των υποχρεώσεων.⁶⁸ Και οι δύο αυτοί χρηματοοικονομικοί οργανισμοί είναι, ουσιαστικά και τυπικά, εγγυητές κάθε αγοραπωλησίας μεταξύ αγοραστή και πωλητή, και ελαττώνουν το **συστηματικό κίνδυνο**. Ο συστηματικός κίνδυνος αποτελείται από δύο ήδη γνωστούς κινδύνους, που είναι ο πιστωτικός κίνδυνός και ο κίνδυνός ρευστότητας (βλ. 2.3. Επιτόκιο).⁶⁹

Σε κάθε Κεντρικό Αποθετήριο λειτουργεί το Σύστημα Διακανονισμού Τίτλων – ΣΔΤ (*Securities Settlement System - SSS*) το οποίο αυτόματα εκτελεί τις διαδικασίες εκκαθάρισης και διακανονισμού των συναλλαγών. Στις περισσότερες χώρες λειτουργούν ΣΔΤ όπου ο διακανονισμός των χρηματικών ποσών πραγματοποιείται μέσω των χρηματικών λογαριασμών των συμμετεχόντων στην Κεντρική Τράπεζα (το “*Interfaced model*”) ή μέσω των μεμονωμένων λογαριασμών των συμμετεχόντων στην Κεντρική Τράπεζα οι οποίοι ανοίγονται αποκλειστικά για διακανονισμό των συναλλαγών από αγοραπωλησίες χρηματοπιστωτικών μέσων (το “*Integrated model*”).

Σε αυτές τις δύο περιπτώσεις λέμε ότι ο διακανονισμός των χρηματικών ποσών πραγματοποιείται με τα χρήματα της Κεντρικής Τράπεζας. Αυτό είναι ιδιαίτερα σημαντικό στην αξιολόγηση του συστηματικού κινδύνου, επειδή στο τρίτο πρότυπο (το “*Autonomous model*”), αντίθετα από τα προηγούμενα δύο, ο διακανονισμός των χρηματικών ποσών πραγματοποιείται στο ΣΔΤ. Αυτό σημαίνει ότι οι χρηματικές υποχρεώσεις που απορρέουν από τις αγοραπωλησίες μπορούν να κατατίθενται στο Κεντρικό Αποθετήριο το οποίο μπορεί να τηρεί εκτός από τους λογαριασμούς χρεογράφων και χρηματικούς λογαριασμούς. Υπάρχουν δύο ήδη αυτού του προτύπου. Στο πρώτο, οι συμμετέχοντες έχουν χρηματικό λογαριασμό στο ΣΔΤ, ενώ στο δεύτερο το ΣΔΤ έχει δικό του χρηματικό λογαριασμό που σημαίνει ότι, όπως και οι

⁶⁸ Δημ. Ζαχαριάδη-Σούρα, *Χρήμα - Πίστη - Τράπεζες*, ό.π., σελ. 272.

⁶⁹ *Bank for International Settlements*, ό.π., σελ. 39,40.

τράπεζες είναι, άμεσος συμμετέχων στο Σύστημα Διακανονισμού σε Συνεχή Χρόνο (ΣΔΣΧ). Και στις δύο περιπτώσεις η διαδικασία του διακανονισμού δεν μπορεί να ξεκινήσει πριν ο συμμετέχων καταθέσει τα ποσά στο χρηματικό λογαριασμό (παρακάτω πίνακας 12).⁷⁰

Πίνακας 12: Τύποι του Συστήματος Διακανονισμού Τίτλων στα κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης

	ΚΡΑΤΟΣ	ΟΝΟΜΑ ΤΟΥ ΣΔΤ	ΩΡΕΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ
INTERFACED MODEL	Ελλάδα	BOGS	TARGET (7:00-18:00), 15:30 για τις συν. εκτός του ευρωσυστήματος
	Βέλγιο	CIS system	7:00-17:30
	Ισπανία	CADE, SLCV	9:30-14:00
	Ιταλία	Monte Titoli	7:00-18:00
	Ολλανδία	Euroclear NL	TARGET (7:00-18:00)
	Πορτογαλία	INTERBOLSA	7:00-18:30
	Δανία	Vaerdipapircentralen	8:00-15:00
INTEGRATED MODEL	Βέλγιο	Euroclear Bank	6:30-14:30
		NBB SSS	10:00-16:00
	Γερμανία	Clearstream Frankfurt	6:00-18:00
	Γαλλία	Euroclear FR	7:00-17:15
	Σουηδία	Current system	7:00-17:00
	Ηνωμένο Βασίλειο	Crest	7:00-16:40
AUTONOMOUS MODEL	Φινλανδία	-	-

Πηγή: Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα

Στα 25 κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης και στα δυο υπό ένταξη κράτη παρατηρούνται (παρακάτω πίνακας 13), τα εξής:

- στα περισσότερα κράτη το ΣΔΤ είναι εκτός της Κεντρικής Τράπεζας, δηλαδή ανήκει στη ιδιοκτησία εμπορικών τραπεζών, χρηματιστηρίου κλπ.,
- σε όλα τα κράτη οι ημέρες παράδοσης - *Delivery lag* ($T+n$)⁷¹ είναι $T+0, T+1, T+2, T+3, \dots$
- σε πολλά κράτη στην αγορά των τίτλων Δημοσίου και για πράξεις ανοικτής αγοράς της ΕΚΤ, συνήθεις ημερομηνίες διακανονισμού είναι $T+1$,

⁷⁰ European Central Bank, "The Use of Central Bank Money for Settling Securities Transactions" Current Model and Practices, May 2004, σελ. 11,16,17.

⁷¹ Το « T » είναι η ημερομηνία κατά την οποία συμφωνείται μία συναλλαγή, ενώ η ημερομηνία διακανονισμού της συναλλαγής ορίζεται ως « T » συν τις ημέρες (συνήθως εργάσιμες) που μεσολαβούν μέχρι το διακανονισμό.

- στα περισσότερα ΣΔΤ το Σύστημα Ταυτόχρονης Παράδοσης και Πληρωμής (DVP – Delivery Versus Payment) είναι το DVP1,⁷²
- στα περισσότερα κράτη η Τράπεζα του χρηματικού διακανονισμού (Cash Settlement Agent) είναι η Κεντρική Τράπεζα,
- στα περισσότερα κράτη το Κεντρικό Αποθετήριο είναι εκτός της Κεντρικής Τράπεζας.

Πίνακας 13: Σύγκριση των βασικών χαρακτηριστικών των ΣΔΤ στα 15 κράτη μέλη της Ε.Ε. και στα 10 καινούρια και στα δύο υπό ένταξη κράτη

Συστήματα Διακανονισμού Τίτλων - ΣΔΤ	15 κράτη της Ε.Ε. (ΣΔΤ=30)	10+2 καινούρια κράτη στην Ε.Ε. (ΣΔΤ=22)
Ιδιώτης/ διαχειριστής	Κεντρική Τράπεζα= 5 Κεντρική Τράπεζα + άλλος= 2 Άλλος = 23	Κεντρική Τράπεζα = 7 Κεντρική Τράπεζα + άλλος= 2 Άλλος = 13
Ημέρες παράδοσης Delivery lag (T+n)	T+0,T+1,T+2,T+3...	T+0,T+1,T+2,T+3...
Σύστημα Ταυτόχρονης Παράδοσης και Πληρωμής (DVP)	DVP1 = 16 DVP2 = 11 DVP3 = 4	DVP1 = 15 DVP2 = 8 DVP3 = 3
Κεντρικό Αποθετήριο	Κεντρική Τράπεζα = 2 Άλλος = 28	Κεντρική Τράπεζα = 3 Άλλος = 19
Τράπεζα του χρηματικού διακανονισμού (Cash Settlement Agent)	Κεντρική Τράπεζα = 26 Άλλος = 9	Κεντρική Τράπεζα = 15 Άλλος = 8
Πηγή: Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα ⁷³		

Επισημάνουμε ότι το 2001 και το 2004 η Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών και η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, θέσπισαν 19 συστάσεις αλλά και πρότυπα στα οποία πρέπει να συμμορφώνονται τα Συστήματα Διακανονισμού Τίτλων.⁷⁴ Αυτές οι συστάσεις και τα πρότυπα μπορούν

⁷² Σύστημα Ταυτόχρονης Παράδοσης και Πληρωμής (DVP – Delivery Versus Payment) - είναι μηχανισμός στο πλαίσιο συστήματος διακανονισμού που λειτουργεί με βάση την αρχή της πληρωμής του αντιτίμου παράδοσης της αξίας, που εξασφαλίζει η οριστική μεταβίβαση των περιουσιακών στοιχείων (τίτλων ή άλλων χρηματοδοτικών μέσων) να επέρχεται, αποκλειστικά και μόνο, όταν γίνει η οριστική μεταβίβαση ενός ή περισσότερων περιουσιακών στοιχείων.

DVP1 - ακαθάριστη παράδοση τίτλων και χρηματικής αξίας σε συνεχή χρόνο (συνδέεται με κάθε συναλλαγή)

DVP2 - ακαθάριστη παράδοση τίτλων και καθαρή παράδοση χρηματικής αξίας

DVP3 - καθαρή παράδοση τίτλων και καθαρή παράδοση χρηματικής αξίας σε ένα ορισμένο χρονικό σημείο

⁷³ European Central Bank, "Blue Book, Payment and Settlement Systems in the European Union", April 2004. European Central Bank, "Blue Book, Payment and Settlement Systems in the Accession Countries", April 2004.

⁷⁴ Bank for International Settlements, ό.π., σελ. 8-34. European Central Bank, "Standards for Securities Clearing and Settlement in the European Union", September 2004.

σημαντικά να ελαττώνουν το συστηματικό κίνδυνο και να κάνουν το σύστημα πιο ανεξάρτητο και διαφανές. Στον πίνακα 14 παρουσιάζουμε μόνο τους τίτλους αυτών των προτύπων, επειδή η πλήρης περιγραφή κάθε προτύπου είναι πέρα από το σκοπό της εργασίας.

Πίνακας 14: Πρότυπα για τα Συστήματα Διακανονισμού Τίτλων

Πρότυπο 1:	Νομικό πλαίσιο (Legal framework)
Πρότυπο 2:	Επιβεβαίωση της συναλλαγής και συμψηφισμός του διακανονισμού (Trade confirmation and settlement matching)
Πρότυπο 3:	Κύκλοι διακανονισμού και λειτουργούντες χρόνοι (Settlement cycles and operating times)
Πρότυπο 4:	Κεντρικοί αντισυμβαλλόμενοι (Central counterparties - CCPs)
Πρότυπο 5:	Δανεισμός τίτλων (Securities lending)
Πρότυπο 6:	Κεντρικά αποθετήρια (Central securities depositories - CSDs)
Πρότυπο 7:	Ταυτόχρονη παράδοση και πληρωμή (Delivery versus payment - DVP)
Πρότυπο 8:	Συγχρονισμός της τελειότητας του διακανονισμού (Timing of settlement finality)
Πρότυπο 9:	Έλεγχοι πιστωτικού κινδύνου και κινδύνου ρευστότητας (Credit and liquidity risk controls)
Πρότυπο 10:	Χρηματικός διακανονισμός (Cash settlement assets)
Πρότυπο 11:	Λειτουργική αξιοπιστία (Operational reliability)
Πρότυπο 12:	Προστασία των τίτλων των πελατών (Protection of customers securities)
Πρότυπο 13:	Διακυβέρνηση (Governance)
Πρότυπο 14:	Πρόσβαση (Access)
Πρότυπο 15:	Αποτελεσματικότητα (Efficiency)
Πρότυπο 16:	Διαδικασίες επικοινωνίας, πρότυπα μηνύματος και straight-through επεξεργασία (Communication procedures, messaging standards and straight-through processing - STP)
Πρότυπο 17:	Διαφάνεια (Transparency)
Πρότυπο 18:	Κανονισμός, επίβλεψη και παράλειψη (Regulation, supervision and oversight)
Πρότυπο 19:	Κίνδυνοι στα διαγώνια συνδεδεμένα συστήματα (Risks in cross-system links)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

ΑΝΑΚΕΦΑΛΑΙΩΣΗ ΠΡΩΤΟΥ ΜΕΡΟΥΣ

Η αγορά χρήματος είναι ο πυλώνας κάθε χρηματοπιστωτικού συστήματος και οικονομίας, επειδή είναι η κύρια πηγή ρευστότητας και η βάση προσδιορισμού του κόστους του χρήματος. Η αγορά χρήματος είναι συνδεδεμένη με τις άλλες αγορές (αγορά συναλλάγματος, αγορά κεφαλαίου, αγορά ομολόγων, αγορά παραγώγων) και η αλλαγή του κόστους του χρήματος έχει άμεσες επιπτώσεις στις τιμές των χρηματοπιστωτικών μέσων των οποίων η διαπραγμάτευση γίνεται σ' αυτές τις αγορές. Για το λόγο αυτό, την ονομάζουμε συνήθως «θεμελιώδη αγορά», επειδή οι αλλαγές στη ρευστότητα και στα βασικά επιτόκια της αγοράς χρήματος έχουν φανερές επιδράσεις στις άλλες χρηματοοικονομικές αγορές και γενικότερα σε ολόκληρη την οικονομία.

Στην αγορά χρήματος διαπραγματεύονται στενά υποκατάστατα του χρήματος και βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα. Αυτές οι συναλλαγές έχουν χρονική διάρκεια από μία ημέρα έως 365 μέρες. Αντίθετα, στην αγορά κεφαλαίου γίνεται διαπραγμάτευση των χρηματοπιστωτικών μέσων μακροχρόνιας διάρκειας η οποία είναι πάνω από ένα χρόνο. Εκτός από τη διάρκεια των χρηματοπιστωτικών μέσων, οι κύριες διαφορές μεταξύ αυτών των κατηγοριών είναι ότι η αγορά χρήματος ουσιαστικά εξυπηρετεί ανάγκες ρευστότητας ενώ η αγορά κεφαλαίου εξυπηρετεί μακροπρόθεσμες ανάγκες τοποθέτησης ή απόκτησης χρηματικών πόρων. Επίσης τα χρηματοπιστωτικά μέσα της αγοράς χρήματος έχουν μικρότερη απόδοση και χαμηλότερο βαθμό κινδύνου από τα μακροπρόθεσμα χρηματοπιστωτικά μέσα. Ένα άλλο χαρακτηριστικό της αγοράς χρήματος είναι η μέθοδος υπολογισμού των τόκων η οποία βασίζεται στον πραγματικό αριθμό ημερών της πίστωσης με βάση το έτος των 360 ημερών.

Σύμφωνα με στοιχεία της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας και των ευρωπαϊκών χρηματοοικονομικών οργανισμών που αφορούν στις εξελίξεις στην αγορά χρήματος στις αναπτυγμένες χώρες, διακρίνουμε τέσσερις βασικές κατηγορίες χρηματοπιστωτικών μέσων στην αγορά χρήματος.

Μη ασφαλισμένες συναλλαγές θεωρούνται οι συναλλαγές στις οποίες δεν υπάρχει διασφάλιση ότι ο δανειζόμενος θα επιστρέψει το δάνειο κατά ημερομηνία λήξης του. Σε αυτήν την αγορά διαπραγματεύονται οι προθεσμιακές καταθέσεις οι οποίες είναι το κύριο χρηματοπιστωτικό μέσο στην αγορά χρήματος. Οι τράπεζες, οι οποίες είναι από τους κυρίους συμμετέχοντες σε αυτήν την αγορά, χρησιμοποιούν τις προθεσμιακές καταθέσεις στην καθημερινή διαχείριση της ρευστότητας από τις οποίες το μεγαλύτερο ποσοστό έχει χρονική διάρκεια μία ημέρα.

Αυτή η αγορά θεωρείται ως εξωχρηματιστηριακή αγορά, επειδή το μεγαλύτερο ποσοστό των συναλλαγών εκτελείται μέσω διμερών συναλλαγών ή μέσω εξειδικευμένων χρηματομεσιτών οι οποίοι ονομάζονται “Voice Brokers”. Τα τελευταία χρόνια, όμως, όλο και περισσότερο αυξάνεται η σημασία των αυτόματων συστημάτων ηλεκτρονικών συναλλαγών στις συναλλαγές των προθεσμιακών καταθέσεων, όπως είναι το Ιταλικό e-MID στην Ευρωπαϊκή αγορά χρήματος.

Αντίθετα με τις μη ασφαλισμένες, στις ασφαλισμένες συναλλαγές υπάρχει ενέχυρο σε ένα χρεόγραφο το οποίο διασφαλίζει την πληρωμή του δανείου. Αυτές οι συναλλαγές οι οποίες έχουν πολύ αναπτυχθεί τα τελευταία χρόνια, ονομάζονται συμβάσεις πώλησης και επαναγοράς - REPOS.

Τα REPOS θεωρούνται βραχυπρόθεσμη και σίγουρη πηγή ρευστότητας. Για το λόγο αυτό, αντίθετα με τις προθεσμιακές καταθέσεις, το μεγαλύτερο ποσοστό των συναλλαγών REPOS στη διατραπεζική αγορά έχει χρονική διάρκεια από μία ημέρα έως και ένα μήνα. Ο κύριος λόγος μιας τέτοιας τάσης είναι ότι, σε σύγκριση με τις προθεσμιακές καταθέσεις, ο πιστωτικός κίνδυνος είναι πολύ μικρότερος στα REPOS.

Η αγορά REPO είναι κυρίως εξωχρηματιστηριακή, επειδή οι τράπεζες προτιμούν τις διμερείς συναλλαγές και τις συναλλαγές μέσω των εξειδικευμένων χρηματομεσιτών - “Voice Brokers”. Όμως τα τελευταία χρόνια οι επενδυτές όλο και περισσότερο απευθύνονται στα αυτόματα συστήματα ηλεκτρονικών συναλλαγών, όπως είναι το BrokerTec, το EuroMTS, το EurexREPO που υπάρχουν στις οργανωμένες αγορές. Ένας από τους λόγους για μια τέτοια τάση είναι ότι αυτό το είδος της συναλλαγής είναι περίπλοκο σε σύγκριση με τις προθεσμιακές καταθέσεις, επειδή ταυτόχρονα ανταλλάσσονται τα χρεόγραφα που είναι ενέχυρο στη συναλλαγή και χρήματα τα οποία

αποτελούν δάνειο. Οι οργανωμένες αγορές έχουν αναπτυγμένες λειτουργικές διαδικασίες διακανονισμού των συναλλαγών, επειδή είναι συνδεδεμένες με τα κεντρικά αποθετήρια και με τις εταιρείες εκκαθάρισης των συναλλαγών. Έτσι, για τους συμμετέχοντες ένα REPO είναι πιο σίγουρη συναλλαγή και έχει μικρότερο κόστος εάν συντελείται μέσω της οργανωμένης αγοράς.

Η ανάπτυξη της αγοράς REPO είναι σημαντική για την ανάπτυξη της πρωτογενούς και της δευτερογενούς αγοράς χρεογράφων τα οποία χρησιμοποιούνται ως ενέχυρο στη συναλλαγή. Αυτό ιδιαίτερα ισχύει για την αγορά των βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων χρεογράφων του Δημοσίου. Από όλους τους τίτλους οι οποίοι χρησιμοποιούνται ως ενέχυρο, περίπου το 80% είναι τίτλοι του Δημοσίου λόγω μικρού πιστωτικού κινδύνου. Επίσης, η αγορά αυτή είναι συνδεδεμένη με τη διατραπεζική αγορά προθεσμιακών καταθέσεων στην οποία σε μεγάλο ποσοστό διαπραγματεύονται δάνεια μικρότερης διάρκειας.

Για την ανάπτυξη της αγοράς REPO είναι σημαντικός ο ρόλος της Κεντρικής Τράπεζας, καθώς και των άλλων κυρίαρχων οικονομικών φορέων, στην καθιέρωση του ρυθμιστικού πλαισίου της αγοράς αυτής, ιδιαίτερα στις χώρες οι οποίες βρίσκονται σε μεταβατική περίοδο και στις οποίες αυτή η αγορά δεν είναι αναπτυγμένη. Αυτό το ρυθμιστικό πλαίσιο, όπως είναι το Γενικό Συμβόλαιο REPO και ο Κώδικας της καλύτερης πρακτικής για τις συναλλαγές REPO, οι οποίοι υπάρχουν στην Ευρωπαϊκή αγορά χρήματος, καθορίζει τα βασικά πρότυπα και τους κανόνες της αγοράς REPO.

Τα βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα εκδίδονται από διάφορους ελλειμματικούς οικονομικούς φορείς οι οποίοι έχουν έλλειψη ρευστότητας. Αυτό, βέβαια, δεν ισχύει για την Κεντρική Τράπεζα η οποία εκδίδει τα δικά της χρεόγραφα, δηλαδή τα έντοκα γραμμάτια, τα οποία είναι ένα από τα μέσα που χρησιμοποιούνται στις πράξεις ανοικτής αγοράς.

Υπάρχουν διάφορα είδη βραχυπρόθεσμων χρεογράφων ανάλογα με το ποιος είναι ο εκδότης τους. Τα πιστοποιητικά κατάθεσης εκδίδονται από τις τράπεζες ενώ τα εμπορικά χρεόγραφα και τα χρεόγραφα τραπεζικής αποδοχής εκδίδονται από τις επιχειρήσεις. Αντίθετα, τα έντοκα γραμμάτια εκδίδονται από το Δημόσιο και την Κεντρική Τράπεζα. Η αγορά των έντοκων γραμματίων του Δημοσίου έχει σημαντική επίδραση στις διακυμάνσεις των τιμών των χρηματοπιστωτικών μέσων στην αγορά χρήματος. Η αγορά αυτή

είναι ιδιαίτερα σημαντική στην ανάπτυξη της αγοράς χρήματος κυρίως στις χώρες οι οποίες βρίσκονται σε μεταβατική περίοδο και στις οποίες η Κεντρική Τράπεζα και το Δημόσιο πρέπει να δημιουργήσουν μία αγορά η οποία θα ενθαρρύνει την ανάπτυξη άλλων χρηματοπιστωτικών μέσων στην αγορά χρήματος.

Η αγορά των βραχυπρόθεσμων χρεογράφων είναι κυρίως εξωχρηματιστηριακή, που σημαίνει ότι οι συναλλαγές είναι διμερείς και εκτελούνται μέσω διαπραγματευτών αγοράς και χρηματομεσιτών. Όμως, η λειτουργία της πρωτογενούς και δευτερογενούς αγοράς των βραχυπρόθεσμων χρεογράφων μπορεί να είναι οργανωμένη μέσω του αυτόματου συστήματος ηλεκτρονικών συναλλαγών, όπως είναι για παράδειγμα στην Τράπεζα της Ελλάδος, όπου από το 1998 λειτουργεί ηλεκτρονική δευτερογενής αγοράς τίτλων (ΗΔΑΤ) του Δημοσίου.

Τέλος, για την ανάπτυξη της αγοράς των βραχυπρόθεσμων χρεογράφων, είναι σημαντική η αξιολόγηση του πιστωτικού κινδύνου. Οι εξειδικευμένοι φορείς αξιολογούν τη δυνατότητα πληρωμής των τόκων και επιστροφής του κεφαλαίου του οικονομικού φορέα ή της έκδοσης ενός τίτλου. Ανάλογα με την αξιολόγηση του δανειζομένου, οι επενδυτές – οι δανειστές υπολογίζουν τον πιστωτικό κίνδυνο μέσα στο επιτόκιο το οποίο ζητούν από τους δανειζόμενους. Για το λόγο αυτό η μακροπρόθεσμη ανάπτυξη της αγοράς χρήματος και των άλλων χρηματοοικονομικών αγορών στηρίζεται πολύ στη λειτουργία των ανεξαρτήτων και εξειδικευμένων φορέων αξιολόγησης του πιστωτικού κινδύνου.

Τα παράγωγα προϊόντα έχουν βραχυπρόθεσμη χρονική διάρκεια και χρησιμοποιούνται περισσότερο ως μέθοδος αντιστάθμισης του κινδύνου αλλαγής των επιτοκίων. Οι περισσότεροι επενδυτές, οι οποίοι κάνουν συναλλαγές σε βραχυπρόθεσμα χρηματοπιστωτικά μέσα στην αγορά χρήματος συνδυάζουν τις συναλλαγές αυτές με παράγωγα βραχυπρόθεσμα προϊόντα. Η επένδυση σε ορισμένα παράγωγα προϊόντα έχει ως σκοπό την προστασία του δανειζομένου ή του δανειστή από τις αλλαγές των επιτοκίων στην αγορά χρήματος ή την ελάττωση του κόστους του δανείου (του επιτοκίου) στην αγορά χρήματος. Οι επενδυτές αυτοί ονομάζονται αντισταθμιστές κινδύνου, ενώ υπάρχουν και οι κερδοσκόποι οι οποίοι ως μοναδικό σκοπό επενδύσεων στα παράγωγα προϊόντα έχουν το κέρδος.

Την τελευταία δεκαετία ιδρύθηκαν ορισμένα από τα μεγαλύτερα σημερινά χρηματιστήρια παραγώγων, όπως είναι το Eurex και Eurex US, το Euronext κ.λ.π, ενώ την ίδια περίοδο τα περισσότερα χρηματιστήρια των παραγώγων ξεκίνησαν με τον εκσυγχρονισμό των συστημάτων διαπραγμάτευσης και διακανονισμού των συναλλαγών. Στις περισσότερες χώρες τα οργανωμένα χρηματιστήρια παραγώγων ιδρύθηκαν όταν η αγορά χρήματος και κεφαλαίου ήταν ήδη αναπτυγμένες. Στην Ελλάδα, για παράδειγμα, το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών ιδρύθηκε το 1999 όταν η αγορά κεφαλαίου (το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών) ήταν στα ύψη της. Επίσης για το χρηματιστήριο παραγώγων είναι σημαντική η λειτουργία του Οργανισμού Εκκαθάρισης, ο οποίος ελαττώνει σημαντικά τον πιστωτικό κίνδυνο και εγγυάται την εκπλήρωση των υποχρεώσεων των συμβαλλομένων, φροντίζοντας την αποτίμηση στην τρέχουσα τιμή της αγοράς των υποκείμενων τίτλων στη συναλλαγή.

Διακρίνουμε δύο βασικές ομάδες συμβάσεων παραγώγων, οι οποίες χρησιμοποιούνται στην αγορά χρήματος: τις συμβάσεις νομισμάτων και τις συμβάσεις επιτοκίων. Ο υποκείμενος τίτλος στη συναλλαγή είναι το επιτόκιο ή το νόμισμα. Οι πράξεις επί παραγώγων τη μορφή συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης (FUTURES) συμβολαίου προθεσμιακής εκπλήρωσης (FORWARDS), δικαιώματος προαίρεσης (OPTIONS) και συμφωνίας αμοιβαίας ανταλλαγής πληρωμών (SWAPS).

Παρόλο που έχουν γίνει σημαντικές εξελίξεις στην αγορά των παραγώγων, το μεγαλύτερο ποσοστό των συναλλαγών γίνονται στην εξωχρηματιστηριακή αγορά. Επίσης, ότι από όλα τα παράγωγα προϊόντα στην αγορά χρήματος τα SWAPS επιτοκίου και τα SWAPS επιτοκίου μίας ημέρας έχουν τη μεγαλύτερη σημασία για τους συμμετέχοντες στην αγορά χρήματος. Οι τράπεζες, οι οποίες είναι πολύ δραστήριες στην αγορά χρήματος, συνδυάζουν συχνά τις συναλλαγές τους στη διατραπεζική αγορά με τις συναλλαγές των SWAPS, επειδή μπορούν αποτελεσματικά να διαχειρίζονται την ημερήσια ρευστότητά τους και ταυτόχρονα να ελαττώνουν τον κίνδυνο αλλαγής των βασικών επιτοκίων στην αγορά χρήματος. Τα άλλα παράγωγα προϊόντα, τα οποία χρησιμοποιούνται σε αντιστάθμιση του κινδύνου τιμής, είναι τα SWAPS ανταλλαγής νομισμάτων και τα προθεσμιακά SWAPS επιτοκίου.

Πρέπει να τονίσουμε ότι για την αγορά χρήματος είναι βασικό να υπάρχουν επιτόκια, τα οποία αντιπροσωπεύουν το κόστος του χρήματος στις διατραπεζικές συναλλαγές. Για τους συμμετέχοντες στην αγορά χρήματος είναι σημαντικό να ξέρουν πόσο κοστίζει το δάνειο ανάλογα με τη διάρκειά του και πόσο είναι το κόστος της αντιστάθμισης του κινδύνου τιμής. Από την άλλη πλευρά, οι επεμβάσεις της Κεντρικής Τράπεζας στην αγορά χρήματος μπορούν να είναι πιο αποτελεσματικές, εάν είναι γνωστό το κόστος του χρήματος το οποίο εκφράζεται σε καθορισμένα βασικά επιτόκια. Επίσης, η ύπαρξη των βασικών επιτοκίων στην αγορά χρήματος βοηθάει την ανάπτυξη και δημιουργία καινούργιων χρηματοοικονομικών προϊόντων.

Υπάρχουν διάφορα βασικά διατραπεζικά επιτόκια ανάλογα με τον τύπο και τη διάρκεια της συναλλαγής. Για παράδειγμα, μετά την υιοθέτηση του Ευρώ το 1999, στη διατραπεζική αγορά χρήματος εντός της ζώνης του Ευρώ υιοθετήθηκε για τις μη ασφαλισμένες συναλλαγές το EONIA - το σταθμικό επιτόκιο μίας ημέρας σε Ευρώ και το EURIBOR – το μέσο διατραπεζικό επιτόκιο δανεισμού, επίσης σε Ευρώ. Το 2002 εισήχθη το EUREPO ως συγκριτική μέτρηση επιδόσεων για τις ασφαλισμένες συναλλαγές – στα REPOS, ενώ πολύ πρόσφατα το 2005 η Ευρωπαϊκή Ένωση Τραπεζών αποφάσισε να προωθήσει τη δημιουργία καινούργιου δείκτη για τις συναλλαγές στο SWAP επιτοκίου, τον EONIA SWAP δείκτη. Επίσης και στις άλλες αγορές χρήματος υπάρχουν τα βασικά επιτόκια για τις διατραπεζικές συναλλαγές. Το κοινό χαρακτηριστικό τους είναι ότι υπάρχει το ρυθμιστικό πλαίσιο το οποίο καθορίζεται από την Ένωση των Τραπεζών ή από την Κεντρική Τράπεζα, ανάλογα με τη μεθοδολογία του υπολογισμού του διατραπεζικού επιτοκίου και με τις διαδικασίες και τον τρόπο ανακοίνωσής του κλπ. Αυτό το πλαίσιο είναι ιδιαίτερα σημαντικό για τις αγορές χρήματος οι οποίες ακόμα αναπτύσσονται εκεί όπου ο ρόλος των χρηματοοικονομικών θεσμών είναι μεγάλος για την ανάπτυξη της εμπιστοσύνης ανάμεσα στους συμμετέχοντες.

Οι κύριοι συμμετέχοντες στην αγορά χρήματος είναι η Κεντρική Τράπεζα και οι τράπεζες. Τα τελευταία χρόνια, όλο και περισσότερο συμμετέχουν στην αγορά χρήματος το Δημόσιο και άλλοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί, όπως είναι οι Διαπραγματευτές Αγοράς, οι Χρηματομεσίτες, οι Εταιρείες Αμοιβαίων Κεφαλαίων, οι Χρηματιστηριακές Εταιρείες κλπ. Οι μη

χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί - νομικά και φυσικά πρόσωπα, επίσης συμμετέχουν στην αγορά χρήματος, αλλά μέσω των Εμπορικών Τραπεζών, των διαπραγματευτών αγοράς, των χρηματομεσιτών κλπ.

Η Κεντρική Τράπεζα είναι βασικός συμμετέχων στην αγορά χρήματος, αφού επεμβαίνει σ' αυτήν επηρεάζοντας το κόστος και την ποσότητα του χρήματος. Ο βασικός σκοπός και πολλές φορές ο αποκλειστικός σκοπός αυτών των επεμβάσεων είναι η διασφάλιση της σταθερότητας του γενικού επιπέδου των τιμών. Αυτές οι επεμβάσεις πραγματοποιούνται με τα μέσα της νομισματικής πολιτικής τα οποία έχουν αναπτυχθεί πολύ τις τελευταίες δεκαετίες.

Στις σημερινές Κεντρικές Τράπεζες υπάρχουν παρόμοια μέσα νομισματικής πολιτικής. Επίσης οι Κεντρικές Τράπεζες δίνουν περισσότερη έμφαση στα «αγοραία μέσα», τα οποία ονομάζονται «έμμεσα» μέσα νομισματικής πολιτικής, όπως είναι οι πράξεις ανοικτής αγοράς. Επισημαίνουμε ότι η επιτυχία της επέμβασης της Κεντρικής Τράπεζας στην αγορά χρήματος εξαρτάται πολύ από τη συνεργασία με το Γενικό Λογιστήριο του Κράτους και αφορά την ανταλλαγή πληροφοριών σχετικά με τις εισροές και εκροές στο λογαριασμό του Δημοσίου που είναι στην Κεντρική Τράπεζα. Αυτό είναι καθοριστικό στην πρόβλεψη της ρευστότητας στην οποία κατά μεγάλο ποσοστό βασίζονται οι επεμβάσεις της Κεντρικής Τράπεζας στην αγορά χρήματος.

Το Δημόσιο επίσης έχει σημαντικό ρόλο στην ανάπτυξη της αγοράς χρήματος. Η αναπτυγμένη αγορά χρήματος προσφέρει τη δυνατότητα στο Δημόσιο να είναι επιτυχημένο στην έκδοση του πιστωτικού χρέους βραχυχρόνιας και μακροχρόνιας διάρκειας. Εδώ ιδιαίτερα νομίζουμε ότι η ανάπτυξη της αγοράς των έντοκων γραμματίων είναι σημαντική για την ανάπτυξη της αγοράς χρήματος στις χώρες οι οποίες βρίσκονται σε μεταβατική φάση και μετασχηματίζονται σε οικονομίες της αγοράς. Αυτά τα χρεόγραφα είναι χωρίς πιστωτικό κίνδυνο και παίζουν καθοριστικό ρόλο στην ανάκτηση της εμπιστοσύνης των τραπεζών και άλλων συμμετεχόντων.

Εκτός από την αγορά των εντόκων γραμματίων η οποία θεωρείται πλέον «παραδοσιακή» αγορά για τη χρηματοδότηση του Δημοσίου χρέους, σε πολλές χώρες το Δημόσιο αρχίζει να είναι πολύ δραστήριο στη διατραπεζική αγορά χρήματος καταθέσεων προθεσμίας και της αγοράς SWAP κλπ. Αυτές οι

δραστηριότητες στην αγορά χρήματος, συνήθως, εκτελούνται από το Γενικό Λογιστήριο του Κράτους που είναι ένας ξεχωριστός τομέας στο Υπουργείο Οικονομίας. Στη δεκαετία του '90 σε πολλές χώρες ιδρύθηκε Γενικό Λογιστήριο του Κράτους. Η κύρια αρμοδιότητά του είναι η καθημερινή διαχείριση του χρέους και των διαθεσίμων του Δημοσίου με τον τρόπο που κρίνεται αποδοτικότερος και προσφορότερος προς το σκοπό της μεγιστοποίησης του οφέλους και της ελαχιστοποίησης του κόστους.

Οι εμπορικές τράπεζες είναι «παραδοσιακός συμμετέχων» στην αγορά χρήματος στην οποία δανείζουν τα μη δεσμευμένα κεφαλαία τους. Οι εμπορικές τράπεζες είναι από τους κυριότερους συμμετέχοντες στην αγορά χρήματος, ειδικότερα των μη ασφαλισμένων συναλλαγών, οι οποίες συνήθως είναι συναλλαγές μίας ημέρας, που χρησιμοποιούνται για εκμετάλλευση της θετικής ή για κάλυψη της αρνητικής θέσης τους σε ρευστότητα. Επίσης οι εμπορικές τράπεζες είναι από τους κύριους συμμετέχοντες στην ασφαλισμένη αγορά χρήματος καθώς, στην αγορά βραχυπρόθεσμων χρεογράφων (πιο συγκεκριμένα στην αγορά των πιστοποιητικών καταθέσεων), και στην αγορά των βραχυπρόθεσμων παραγώγων, στην οποία διαχειρίζονται τον κίνδυνο επιτοκίου. Τα τελευταία χρόνια οι τράπεζες όλο και περισσότερο αναλαμβάνουν διαμεσολαβητικό ρόλο σε δραστηριότητες στην αγορά χρήματος, οι οποίες αφορούν τις συμφωνίες SWAP, τα REPOS, και ενεργούν ως εγγυητές στην πληρωμή των πελατών τους οι οποίοι έχουν επενδύσει σε ορισμένα χρηματοπιστωτικά μέσα της αγοράς χρήματος, κάτι που συνέβαρε στην ανάπτυξη των δραστηριοτήτων και των χρηματοπιστωτικών μέσων στην αγοράς χρήματος.

Οι διαπραγματευτές αγοράς παίζουν σημαντικό ρόλο στην ανάπτυξη της αγοράς χρήματος επειδή είναι δραστήριοι σε πολλούς τομείς της. Αυτοί οι συμμετέχοντες διαφορετικά ονομάζονται «Δημιουργοί Αγοράς» επειδή ανά πάσα στιγμή είναι σε θέση να διαπραγματευθούν την αγοραπωλησία διάφορων βραχυπρόθεσμων χρηματοπιστωτικών μέσων.

Ο ρόλος των διαπραγματευτών αγοράς είναι ιδιαίτερα σημαντικός στην εύρυθμη λειτουργία της πρωτογενούς και δευτερογενούς αγοράς χρεογράφων του Δημοσίου στην οποία δρουν ως Βασικοί Διαπραγματευτές Αγοράς. Στα τελευταία δεκαπέντε χρόνια σε πολλές χώρες άρχισε να λειτουργεί το σύστημα των βασικών διαπραγματευτών αγοράς. Οι διαπραγματευτές αυτοί παρέχουν

εξειδικευμένες υπηρεσίες και αναλαμβάνουν κοινές υποχρεώσεις όπως είναι η ελάχιστη συμμετοχή καθώς και ο ελάχιστος όγκος συναλλαγών στην πρωτογενή και δευτερογενή αγορά χρεογράφων Δημοσίου.

Οι χρηματομεσίτες συνεισφέρουν στην ανάπτυξη της αγοράς χρήματος επειδή παρέχουν διαμεσολαβητικές υπηρεσίες όπως είναι η πρόσβαση στις συγκεκριμένες χρηματοοικονομικές αγορές από τους πελάτες τους που είναι νομικά και φυσικά πρόσωπα, χρηματοπιστωτικοί και μη χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί κλπ.

Οι διαδικασίες εκκαθάρισης και διακανονισμού των χρημάτων, των χρεογράφων και των παραγώγων προϊόντων συνήθως ονομάζονται “Back Office” διαδικασίες, επειδή εκτελούνται μετά την αγοραπωλησία των χρηματοπιστωτικών μέσων. Το Κεντρικό Αποθετήριο συνήθως διενεργεί αυτές τις διαδικασίες μετά την αγοραπωλησία των χρεογράφων, ενώ ο Οργανισμός Εκκαθάρισης μετά την αγοραπωλησία των παραγώγων. Στην ουσία και οι δύο εταιρείες δρουν ως διαμεσολαβητής (ή αντισυμβαλλόμενος) στην εκάστοτε πράξη, επειδή φροντίζουν για την από μέρους των αγοραστών και των πωλητών πιστή και απαρέγκλιτη τήρηση των υποχρεώσεών τους. Το άλλο χαρακτηριστικό είναι ότι αυτές οι δύο εταιρείες συνήθως λειτουργούν ως ανώνυμες εταιρείες. Σε κάθε κεντρικό αποθετήριο λειτουργεί το Σύστημα Διακανονισμού Τίτλων – ΣΔΤ (Securities Settlement System - SSS) το οποίο εκτελεί αυτόματα τις διαδικασίες διακανονισμού των συναλλαγών. Η λειτουργία αυτού του συστήματος είναι απαραίτητη για την ομαλή λειτουργία των χρηματοοικονομικών αγορών και πρέπει να είναι οργανωμένη σύμφωνα με ορισμένα διεθνή πρότυπα.

Παράλληλα με τις αλλαγές που έχουν συμβεί στην παγκόσμια οικονομία, τεχνολογία και χρηματοοικονομικές αγορές, μπορούμε να πούμε ότι η αγορά χρήματος στο διεθνές πλαίσιο άλλαξε πολύ τις τελευταίες δεκαετίες.

Οι αρμόδιοι της δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής παρακολουθούν τις νέες εξελίξεις και ανάγκες στην αγορά χρήματος, η οποία παίζει σημαντικό ρόλο στην ανάπτυξη της οικονομίας, των χρηματοοικονομικών αγορών και του τραπεζικού συστήματος. Ο ρόλος της Κεντρικής Τράπεζας και του Δημοσίου είναι πιο σημαντικός από ήταν πριν, ιδιαίτερα στον καθορισμό του ρυθμιστικού ακόμη και του τεχνολογικού πλαισίου της λειτουργίας της αγοράς χρήματος. Τονίζουμε ιδιαίτερα ότι η

Κεντρική Τράπεζα είναι πιο ανεξάρτητη από ότι ήταν πριν, γεγονός που σημαίνει ότι αναλαμβάνει κοινωνική ευθύνη σχετικά με την εκπλήρωση του πρωταρχικού σκοπού της ο οποίος είναι η διασφάλιση της σταθερότητας του γενικού επιπέδου των τιμών. Έτσι, η Κεντρική Τράπεζα σήμερα είναι βασικός συμμετέχων στην αγορά χρήματος στην οποία παρεμβαίνει βασιζόμενη περισσότερο στα έμμεσα - αγοραία μέσα της νομισματικής πολιτικής.

Στην αγορά χρήματος υπάρχουν καινούργιοι συμμετέχοντες όπως είναι το Δημόσιο – Γενικό Λογιστήριο του Κράτος, οι διαπραγματευτές αγοράς, οι χρηματομεσίτες οι οποίοι είναι πολύ δραστήριοι στις συναλλαγές στην αγορά χρήματος. Επίσης, οι μη χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί, τα νομικά και φυσικά πρόσωπα συμμετέχουν στους διάφορους τομείς της αγοράς χρήματος μέσω των τραπεζών και των χρηματομεσιτών.

Οι αυξημένες δραστηριότητες στην αγορά χρήματος ιδιαίτερα αυτές που αφορούν τη διαχείριση της ρευστότητας και του κινδύνου τιμής, επηρέασαν επίσης την ανάπτυξη καινούργιων «προϊόντων» ιδιαίτερα στην αγορά REPOS και των παραγώγων, καθώς και στη δημιουργία καινούργιων βασικών επιτοκίων και δεικτών αναφοράς.

Τα τελευταία χρόνια παρατηρούμε ότι έγινε ανάπτυξη και εκσυγχρονισμός των αυτόματων συστημάτων ηλεκτρονικών συναλλαγών τα όποια όλο και περισσότερο χρησιμοποιούνται σε συναλλαγές διάφορων χρηματοπιστωτικών μέσων στην αγορά χρήματος. Αυτά τα συστήματα έχουν ιδιαίτερη σημασία για τους συμμετέχοντες στην αγορά χρήματος όπως είναι οι μη χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί, τα νομικά και φυσικά πρόσωπα, που έχουν εύκολη πρόσβαση στους διάφορους τομείς της αγοράς χρήματος σε σχέση με το παρελθόν.

Τέλος, αξίζει να σημειωθεί ότι η λειτουργία διάφορων οικονομικών φορέων, όπως είναι τα κεντρικά αποθετήρια, οι οργανισμοί εκκαθάρισης των συναλλαγών, και τα συστήματα διακανονισμού σε συνεχή χρόνο, η οποία είναι σημαντική για την εκκαθάριση και διακανονισμό των χρηματοπιστωτικών μέσων μετά την αγοραπωλησία τους στις χρηματοοικονομικές αγορές, βασίζονται σε διεθνή πρότυπα τα οποία έχουν προσδιορισθεί από τους διεθνείς χρηματοοικονομικούς οργανισμούς.

ΜΕΡΟΣ II

ΑΓΟΡΑ ΧΡΗΜΑΤΟΣ ΣΤΗ ΣΕΡΒΙΑ

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΡΑΙΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8

ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1975 - 1999

Για να γίνει καλύτερα αντιληπτή η αγορά χρήματος στη Σερβία, πρώτα πρέπει να προβούμε σε ανασκόπηση της ανάπτυξης της τις τελευταίες δεκαετίες σε σχέση με τα χαρακτηριστικά της αγοράς χρήματος τα οποία αναλύσαμε στο πρώτο μέρος της εργασίας. Για την αγορά χρήματος διακρίνουμε τρεις περιόδους, οι οποίες διαφοροποιούνται σημαντικά μεταξύ τους, ανάλογα με τα βασικά χαρακτηριστικά του πολιτικού και οικονομικού περιβάλλοντος το οποίο επικρατούσε σε κάθε περίοδο. Στην έρευνα θα δώσουμε επίσης και τις βασικές πληροφορίες σχετικά με το οικονομικό περιβάλλον στη Σερβία, με ιδιαίτερη έμφαση στα βασικά μακροοικονομικά χαρακτηριστικά τα οποία επηρέασαν σημαντικά την ανάπτυξη της αγοράς χρήματος. Όπως θα δούμε στη συνέχεια, η ανάπτυξη της αγοράς χρήματος στη Σερβία εξαρτάται σημαντικά από τις αλλαγές στο πολιτικό και νομικό σύστημα, από την πορεία της δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής, από την κατάσταση της βιομηχανίας και του τραπεζικού συστήματος, από την ιδιωτικοποίηση της κρατικής και «κοινωνικής» λεγόμενης ιδιοκτησίας (μορφή ιδιοκτησίας στο αυτοδιαχειριστικό σύστημα της πρώην Γιουγκοσλαβίας όπου οι επιχειρήσεις ήταν ιδιοκτησία των εργαζομένων), από την απελευθέρωση των εισαγωγών και του ελεύθερου σχηματισμού των τιμών στην αγορά κλπ.

Στην ανασκόπηση της αγοράς χρήματος στη Σερβία ξεκινήσαμε από το 1975 το οποίο θεωρούμε ως το πρώτο βήμα στην ανάπτυξη της αγοράς χρήματος, επειδή τότε έγιναν ορισμένες μεταρρυθμίσεις που έδωσαν τη δυνατότητα να αναπτυχθούν τα πρώτα βραχυπρόθεσμα χρηματοπιστωτικά μέσα. Η δεύτερη περίοδος, η οποία εκτείνεται από το τέλος της δεκαετίας του '80 μέχρι το τέλος της δεκαετίας του '90, είναι σημαντική, διότι τότε έγιναν ορισμένες αλλαγές στο πολιτικό και οικονομικό σύστημα της Γιουγκοσλαβίας οι οποίες τελικά δεν ήταν αποτελεσματικές. Στην περίοδο αυτή θα επικεντρωθούμε στα μακροοικονομικά στοιχεία και στα στοιχεία τα οποία αφορούν την κατάσταση στην οικονομία, η οποία είχε σημαντική επίδραση στην αρνητική πορεία της αγοράς χρήματος.

Στο τέλος του 2000 έγιναν ριζικές αλλαγές στο πολιτικό και οικονομικό σύστημα που ήταν βασικές για την ανάπτυξη της οικονομίας και το χρηματοπιστωτικό σύστημα. Πιο συγκεκριμένα, στην περίοδο αυτή έγιναν πραγματικές μεταρρυθμίσεις σε ολόκληρο το πολιτικό και οικονομικό σύστημα, οι οποίες έδωσαν ώθηση στην ανάπτυξη του χρηματοοικονομικού συστήματος. Για το λόγο αυτό θεωρούμε, ότι η πιο σημαντική περίοδος για ανάλυση είναι τα τελευταία πέντε χρόνια, δηλαδή η περίοδος από το 2000 μέχρι το 2005, η οποία είναι βασική για την διαπίστωση ορισμένων προτάσεων που έχουν σχέση με την περαιτέρω ανάπτυξη της αγοράς χρήματος στη Σερβία.

8.1. Η ΠΕΡΙΟΔΟΣ: 1975 - 1988

Πρέπει να τονίσουμε ότι κατά την περίοδο αυτή στην πρώην Σοσιαλιστική Ομοσπονδιακή Δημοκρατία της Γιουγκοσλαβίας το κοινωνικό σύστημα ήταν σοσιαλιστικό. Ένα από τα κύρια χαρακτηριστικά αυτού του συστήματος ήταν η «κοινωνική» σοσιαλιστική ιδιοκτησία. Σε ένα τέτοιο πολιτικό και οικονομικό περιβάλλον δεν υπήρχε η βασική δομή και οι αξίες πάνω στις οποίες βασίζεται το καπιταλιστικό σύστημα. Με απλά λόγια, οι οικονομικές μονάδες δεν λειτουργούσαν με κριτήρια όπως είναι η αύξηση του κέρδους και η μείωση του κόστους της παραγωγής. Η βιομηχανία ήταν προστατευμένη αφού υπήρχε ο έλεγχος των εισαγωγών και εξαγωγών. Επίσης δεν υπήρχε ο ελεύθερος ανταγωνισμός και οι τιμές των υπηρεσιών και των προϊόντων ήταν υπό έλεγχο. Σε ένα τέτοιο οικονομικό περιβάλλον, οι τράπεζες που είχαν «κοινωνικό» χαρακτήρα βρίσκονταν στην «υπηρεσία» των επιχειρήσεων. Για παράδειγμα, οι τράπεζες ήταν αναγκασμένες κάτω από πολιτική πίεση να χορηγούν δάνεια σε επιχειρήσεις οι οποίες δεν ήταν φερέγγυες και αποδοτικές.

Στην περίοδο αυτή η αγορά χρήματος λειτουργούσε ως «Ένωση Τραπεζικών Οργανισμών – Γιουγκοσλαβική Αγορά Χρήματος και Αξιογράφων» η οποία, όπως και οι τράπεζες, ήταν στην «υπηρεσία» της

οικονομίας.⁷⁵ Τα κύρια χρηματοπιστωτικά μέσα στην αγορά χρήματος ήταν προθεσμιακές καταθέσεις, βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα αξιόγραφα. Το μεγαλύτερο ποσοστό των συναλλαγών ήταν δάνεια για την ενδοημερησία διαχείριση ρευστότητας (τα χρήματα αυθημερόν) και πολύ βραχυπρόθεσμα δάνεια καθώς και συναλλαγές με πληρωτέα αξιόγραφα. Οι συμμετέχοντες ήταν τράπεζες και άλλοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί οι οποίοι έπρεπε καταρχάς να υπογράψουν ένα γενικό συμβόλαιο με την Αγορά σχετικά με θέματα που αφορούσαν:

- την τοποθέτηση των πλεοναζόντων αποθεματικών στο λογαριασμό της Αγοράς,
- τη χορήγηση οριακής χρηματοδότησης από την Αγορά στον συμμετέχοντα,
- την προεξόφληση των αξιογράφων του συμμετέχοντα από την Αγορά.

Η Αγορά ήταν κατά κάποιο τρόπο οργανωτής και συμμετέχων στην αγορά χρήματος, επειδή είχε λογαριασμό στον οποίο οι «πλεονασματικοί» συμμετέχοντες έκαναν καταθέσεις τις οποίες η ίδια χρησιμοποιούσε για τη χορήγηση δανείων σε «ελλειμματικούς» συμμετέχοντες. Με τον τρόπο αυτό η Αγορά ισορροπούσε καθημερινά την προσφορά και τη ζήτηση του χρήματος στην αγορά χρήματος. Πρέπει να τονίσουμε ιδιαίτερα ότι όλες οι απώλειες και τα κέρδη από τις συναλλαγές ήταν κοινές γεγονός που σημαίνει ότι ήταν μοιρασμένες ανάμεσα στους συμμετέχοντες στην Αγορά. Η Αγορά απαιτούσε κάποια εγγύηση από τον «ελλειμματικό» συμμετέχοντα που θα εξασφαλίζει ότι θα επιστρέψει το δάνειο, που σημαίνει ότι οι συναλλαγές στις προθεσμιακές καταθέσεις ήταν ασφαλισμένες.

Παρόλο που έγινε η αυτοματοποίηση πολλών λειτουργικών διαδικασιών στην Αγορά, οι συμμετέχοντες πρόσφεραν και ζητούσαν χρήμα μέσω τηλεφώνου ή φαξ. Στις διαπραγματεύσεις των χρεογράφων μεταξύ των συμμετεχόντων η Αγορά έλεγχε μόνο τυπικά εάν τα χρεόγραφα ήταν σωστά ως προς τις προϋποθέσεις που απαιτούσε ο νόμος, χωρίς να ελέγχει τη δυνατότητα του εκδότη του χρεογράφου να εκπληρώσει τις οικονομικές υποχρεώσεις του στην ημερομηνία εξόφλησης.

⁷⁵ Ένωση Τραπεζών Γιουγκοσλαβίας, Αγορά Χρήματος και Αγορά Κεφαλαίου στην Γιουγκοσλαβία, Πρώτη έκδοση, Βελιγράδι 1990, σελ. 9-15.

Επειδή οι συμμετέχοντες έκαναν καταθέσεις (πλεονάζοντα αποθεματικά) στο λογαριασμό της Αγοράς η ίδια η Αγορά προσδιόριζε τα επιτόκια ανάλογα με την αύξηση του δείκτη του καταναλωτή, με το αναπροεξοφλητικό επιτόκιο της Εθνικής Τράπεζας της Γιουγκοσλαβίας, με την προσφορά και ζήτηση του χρήματος, κλπ. Το άλλο χαρακτηριστικό είναι ότι τα επιτόκια προσδιορίζονταν εκ των προτέρων για μία συγκεκριμένη περίοδο, που σημαίνει ότι τα επιτόκια δεν επηρέαζαν την προσφορά και τη ζήτηση του χρήματος.

Η Αγορά αναπτύχθηκε σταδιακά. Μετά την ψήφιση ειδικού νόμου το 1975 που επέτρεψε τη χρήση του πληρωτέου αξιογράφου ανάμεσα στις επιχειρήσεις και τις τράπεζες, η αγορά των πληρωτέων αξιογράφων αναπτύχθηκε την περίοδο από το 1975 μέχρι το 1982 (παρακάτω πίνακας 15).

Πίνακας 15: Όγκος συναλλαγών πληρωτέων αξιογράφων στην Γιουγκοσλαβική Αγορά Χρήματος και Αξιογράφων, 1977-1987

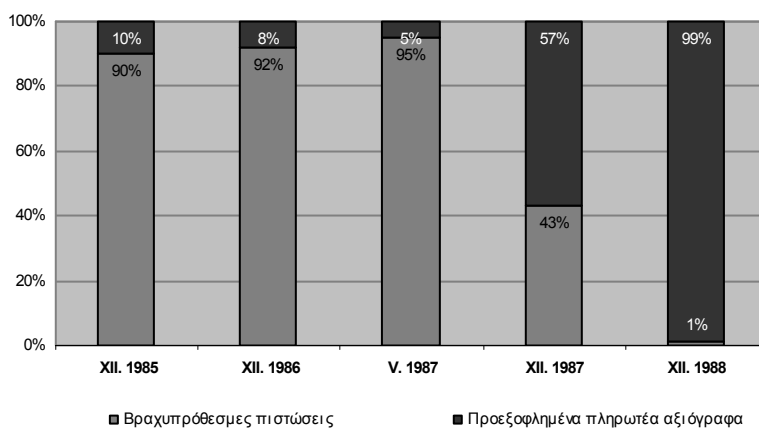
	ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΜΕΝΑ ΠΛΗΡΩΤΕΑ ΑΞΙΟΓΡΑΦΑ	
	(τεμάχια)	(εκατομμύρια δηνάρια)
1977	711	983
1978	951	1.926
1979	978	3.612
1980	1.360	4.543
1981	4.700	10.101
1982	18.293	44.300
1983	49.066	137.950
1984	119.862	332.755
1985	223.384	989.978
1986	435.100	3.390.404
1987	277.500	2.913.776

Πηγή: Ένωση Τραπεζών της Γιουγκοσλαβίας

Στη δεύτερη φάση, η οποία είχε διάρκεια από το 1982 μέχρι το 1985, πραγματοποιήθηκε συγχώνευση της αγοράς χρήματος και της προεξοφλημένης αγοράς των πληρωτέων αξιογράφων. Από το 1986 ξεκίνησαν οι συναλλαγές με μακροπρόθεσμα πληρωτέα αξιόγραφα. Έτσι η Αγορά ξεκίνησε με δραστηριότητα η οποία ουσιαστικά ανήκει στην αγορά κεφαλαίου. Στην περίοδο αυτή οι συμμετέχοντες όλο και περισσότερο διαπραγματεύονταν με πληρωτέα αξιόγραφα τα οποία προεξοφλούν στην Αγορά. Έτσι, στα χρόνια πριν την κατάρρευση της Αγοράς, το κύριο χρηματοπιστωτικό μέσο στην αγορά χρήματος ήταν τα πληρωτέα αξιόγραφα

τα οποία στο συνολικό όγκο συναλλαγών στην αγορά χρήματος συμμετείχαν με το 90% (παρακάτω διάγραμμα 8).

Διάγραμμα 8: Όγκοι συναλλαγών σε ποσοστά των κυρίων χρηματοπιστωτικών μέσων στη Γιουγκοσλαβική αγορά χρήματος και αξιογράφων, 1985-1988



Πηγή: Ένωση Τραπεζών της Γιουγκοσλαβίας

Όπως έχει τονιστεί, η Αγορά δεν εξέταζε τη δυνατότητα εκπλήρωσης των οικονομικών υποχρεώσεων του εκδότη των χρεογράφων αυτών. Επίσης τα χορηγούμενα δάνεια των τραπεζών δεν ήταν ασφαλισμένα. Οι τάσεις αυτές ήταν από τους κυρίους λόγους που οδήγησαν το 1987 και το 1988 στη μείωση των συναλλαγών των χρεογράφων αυτών στο 43% και 1% αντίστοιχα στο σύνολο των συναλλαγών, και στη συνέχεια στην κατάρρευση της Αγοράς.

8.2. Η ΠΕΡΙΟΔΟΣ: 1989 - 1999

Αυτή η περίοδος ήταν ιδιαίτερα δύσκολη για την Σοσιαλιστική Ομοσπονδιακή Δημοκρατία της Γιουγκοσλαβίας και τη Σερβία, επειδή έγιναν ριζικές μεταρρυθμίσεις στο πολιτικό και οικονομικό σύστημα της χώρας. Η διάσπαση της Γιουγκοσλαβίας στις αρχές του '90 ήταν αναπόφευκτη, κάτι που επηρέασε δραματικά την πολιτική και οικονομική κατάσταση στη Σερβία η οποία διήρκεσε μέχρι το τέλος της δεκαετίας του '90. Στη συνέχεια θα γίνει ανασκόπηση των κύριων χαρακτηριστικών της αγοράς χρήματος στη Σερβία καθώς και της οικονομικής κατάστασης στη χώρα σε τρεις περιόδους στις οποίες υπήρξαν σημαντικές διαφορές και οι οποίες επηρέασαν την ανάπτυξη του χρηματοπιστωτικού συστήματος της χώρας.

Στις αρχές της δεκαετίας του '90 (1989 – 1990), έγιναν σημαντικές αλλαγές στο πολιτικό σύστημα, όπως άλλωστε και στις περισσότερες χώρες της Ανατολικής Ευρώπης, οι οποίες επανέφεραν το πολυκομματικό σύστημα, το οποίο είχε ως αποτέλεσμα τον εκδημοκρατισμό στην πολιτική, κοινωνική και οικονομική ζωή. Το 1989 ήταν μια κρίσιμη χρονιά μέσα στην οποία τοποθετήθηκαν οι στόχοι μιας καινούργιας μεταρρυθμιστικής οικονομικής πολιτικής, η οποία βασιζόταν στις θεμελιώδεις αξίες της οικονομίας της αγοράς, στην απελευθέρωση των εισαγωγών και στον ελεύθερο σχηματισμό των τιμών στην αγορά. Οι πιο σημαντικοί θεσμικοί νόμοι με τους οποίους ξεκίνησε το μεταρρυθμιστικό πρόγραμμα του οικονομικού, τραπεζικού και χρηματοπιστωτικού συστήματος στην Γιουγκοσλαβία, ήταν:

- Ο Νόμος για την αγορά χρήματος και την κεφαλαιαγορά;
Ο Νόμος για τα αξιόγραφα,
- Ο Νόμος για την Εθνική Τράπεζα της Γιουγκοσλαβίας και την ενιαία μονεταριστική λειτουργία των Εθνικών Τραπεζών των Δημοκρατιών και των Τραπεζών των Αυτόνομων Επαρχιών,
- Ο Νόμος για τις τράπεζες,
- Ο Νόμος για τις επιχειρήσεις.

Το Δεκέμβριο του 1989 υιοθετήθηκε αντιπληθωριστικό πρόγραμμα το οποίο ήταν μέρος της καινούργιας οικονομικής πολιτικής. Οι κύριοι στόχοι του προγράμματος ήταν η μείωση του μηνιαίου γενικού δείκτη τιμών από 59% (2.600% ετησίως!) που ήταν το Δεκέμβριο του 1989, στο 1%. Επίσης οι άλλοι στόχοι ήταν η πραγματοποίηση της εσωτερικής μετατρεψιμότητας του εθνικού νομίσματος (το Δηνάριο ήταν μετατρέψιμο νόμισμα δεσμευμένο με το μάρκο Γερμανίας), καθώς και ο περιορισμός της προσωπικής κατανάλωσης και των δαπανών του Δημοσίου.

Στο τέλος του 1989 οι γιουγκοσλαβικές τράπεζες και οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί ίδρυσαν καινούργιους χρηματοοικονομικούς φορείς για συναλλαγές σε βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα χρηματοπιστωτικά μέσα, όπως είναι:

- η «Αγορά Χρήματος και η Αγορά των Βραχυπρόθεσμων Αξιογράφων Α.Ε.» (Αγορά Χρήματος), και

-
- το «Χρηματιστήριο του Βελιγραδίου (BELEX) A.E.» (Αγορά Κεφαλαίου), το οποίο επαναλειτούργησε μετά από 48 χρόνια (1894 – 1941, 1989 – σήμερα).

Στην αγορά χρήματος οι συμμετέχοντες ήταν οι τράπεζες και οι άλλοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί, ενώ στην αγορά κεφαλαίου, εκτός των τραπεζών και χρηματοπιστωτικών οργανισμών, μπορούσαν να συμμετάσχουν και άλλα νομικά πρόσωπα. Στην ίδια περίοδο ιδρύθηκαν οι χρηματοοικονομικές αρχές οι οποίες είναι σημαντικές για τη λειτουργία των χρηματοοικονομικών αγορών, όπως είναι: η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και το Κεντρικό Αποθετήριο για βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα.

Η Αγορά Χρήματος και η Αγορά των Βραχυπρόθεσμων Αξιογράφων ήταν οργανωμένες, που σημαίνει ότι υπήρχαν τα απαραίτητα όργανα και το ρυθμιστικό πλαίσιο για τη λειτουργία τους. Αντίθετα, από τη δεκαετία του '80, η Αγορά Χρήματος ήταν οργανωμένη με βάση τις αξίες της οικονομίας της αγοράς. Το τεχνολογικό πλαίσιο της αγοράς χρήματος ήταν το ηλεκτρονικό σύστημα μέσω του οποίου οι συμμετέχοντες μπορούσαν να παρακολουθούν την προσφορά και ζήτηση του χρήματος και τις τιμές των βραχυπρόθεσμων χρεογράφων.

Ο ρόλος της Εθνικής Τράπεζας της Γιουγκοσλαβίας (Κεντρική Τράπεζα) ήταν μεγάλος, επειδή σύμφωνα με το νομοθετικό πλαίσιο συμμετείχε στην αγορά χρήματος, ενέκρινε και επέβλεπε τη λειτουργία της. Επίσης, σύμφωνα με το καινούργιο νομοθετικό πλαίσιο, η Εθνική Τράπεζα της Γιουγκοσλαβίας ήταν πιο ανεξάρτητη από ότι ήταν πριν. Αυτή την περίοδο η Κεντρική Τράπεζα για πρώτη φορά διενήργησε πράξεις ανοικτής αγοράς μέσω της έκδοσης και δημοπρασίας έντοκων γραμματίων τα οποία είχαν χρονική διάρκεια 7 και 30 ημέρες. Οι συμμετέχοντες ήταν εμπορικές τράπεζες. Με αυτές τις πράξεις η Κεντρική Τράπεζα ρύθμιζε τη ρευστότητα και τα επιτόκια στην αγορά χρήματος. Το αναπροεξοφλητικό επιτόκιο της Κεντρικής Τράπεζας, καθώς και τα επιτόκια των εμπορικών τραπεζών, προσδιορίστηκαν ανάλογα με την προσφορά και τη ζήτηση του χρήματος στην αγορά χρήματος. Επίσης ένα από τα καινούργια μέσα μονεταριστικής πολιτικής ήταν η διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης βάσει ενεχύρου των βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων αξιογράφων.

Δυστυχώς η πολιτική αστάθεια, η οποία είχε ως αποτέλεσμα τις ανοιχτές δηλώσεις ορισμένων Δημοκρατιών της χώρας να μην επιθυμούν πλέον να παραμείνουν στην ομοσπονδία της Γιουγκοσλαβίας, εμπόδισε να εφαρμοστούν σημαντικές μεταρρυθμίσεις στο οικονομικό πλαίσιο της χώρας. Έτσι, μετά από έξι μήνες από την εφαρμογή του αντιπληθωριστικού προγράμματος, άρχισαν οι πληθωριστικές τάσεις, η Γιουγκοσλαβική χρηματοοικονομική αγορά διχάστηκε, ενώ στην Αγορά κεφαλαίου (Χρηματιστήριο του Βελιγραδίου - BELEX) δεν υπήρξαν σημαντικές εξελίξεις.

Η περίοδος **1991-1993** ήταν ιδιαίτερα δύσκολη για τη Γιουγκοσλαβία την οποία τότε αποτελούσαν η Σερβία και το Μαυροβούνιο. Η πρώην Γιουγκοσλαβία διασπάστηκε σε ανεξάρτητες Δημοκρατίες όπως και η χρηματοοικονομική αγορά της χώρας. Η νέα Γιουγκοσλαβία (Σερβία και Μαυροβούνιο) αντιμετώπισε μεγάλη μείωση της οικονομικής δραστηριότητας, της παραγωγής και χειροτέρευση του ισοζυγίου πληρωμών λόγω του εμπάργκο το οποίο της επιβλήθηκε από την διεθνή κοινότητα. Κάτω από τέτοιες συνθήκες, η Εθνική Τράπεζα της Γιουγκοσλαβίας ήταν αναγκασμένη να ασκήσει ευρεία νομισματική και πιστωτική πολιτική. Πιο συγκεκριμένα η Κεντρική Τράπεζα δεν είχε πια «μονεταριστική εξουσία» ή με απλά λόγια ήταν ο κύριος «χρηματοδότης» του ελλείμματος του Κρατικού προϋπολογισμού καθώς και των μη φερέγγυων τραπεζών. Το αποτέλεσμα ήταν ότι ξεκίνησαν οι πληθωριστικές τάσεις, οι οποίες το 1993 κατέληξαν σε υπερπληθωρισμό. Για παράδειγμα, στο τέλος του 1992 ο γενικός δείκτης τιμών ήταν 9.236,9% ενώ στο τέλος του 1993 ήταν 116.545.906.563.330% ετησίως.

Σχετικά με τις εξελίξεις στην Αγορά Χρήματος, οι αρνητικές τάσεις του οικονομικού περιβάλλοντος επηρέασαν τα επιτόκια τα οποία προσαρμόζονταν στο γενικό δείκτη τιμών ο οποίος από τις αρχές του '90 ήταν υψηλός. Στην περίοδο αυτή τα επιτόκια στην Αγορά Χρήματος ήταν πολύ μεγαλύτερα από τα βασικά επιτόκια της Εθνικής Τράπεζας της Γιουγκοσλαβίας, ιδιαίτερα από το επιτόκιο της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης το οποίο κατά κανόνα είναι το υψηλότερο επιτόκιο στην αγορά χρήματος των αναπτυσσόμενων χωρών (παρακάτω πίνακας 16). Αυτό σημαίνει ότι οι τράπεζες κατά την περίοδο αυτή ήταν πολύ προσεκτικές, αφού η συναλλαγματική ισοτιμία του δηναρίου άλλαζε συνέχεια, από ώρα σε ώρα καθημερινά. Για το λόγο αυτό οι συναλλαγές στην

Αγορά Χρήματος ήταν πολύ βραχυπρόθεσμοι χαρακτήρα, συνήθως μίας ημέρας.

Πίνακας 16: Επιτόκια της Εθνικής Τράπεζας της Γιουγκοσλαβίας και της Αγοράς Χρήματος και Γενικός Δείκτης Τιμών Καταναλωτή στη Γιουγκοσλαβία, 1989 - 1993

Δεκέμβριος	ΕΠΙΤΟΚΙΑ ΕΘΝΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΤΗΣ ΓΙΟΥΓΚΟΣΛΑΒΙΑΣ			ΕΠΙΤΟΚΙΑ ΑΓΟΡΑΣ ΧΡΗΜΑΤΟΣ	Γενικός ΔΤΚ (ποσοστό % ετησίως)
	Αναπροεξοφλητικό επιτόκιο	Έντοκα Γραμμάτια της ΕΤτΓ	Διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης	(μέσος όρος)	
1989	-	-	-	-	2.662
1990	30,00	15,30	42,00	47,72	121,7
1991	40,00	20,40	115,00	100,90	235,2
1992	508,00	160	9.891	19.172	9.236,9
1993 ⁷⁶	21 ²⁶	313 ³⁰	6 ⁵²	7 ³⁹	116 ¹²

Πηγή: Εθνική Τράπεζα της Γιουγκοσλαβίας

Στην περίοδο αυτή η Εθνική Τράπεζα της Γιουγκοσλαβίας διενεργούσε πράξεις ανοικτής αγοράς με τα έντοκα γραμμάτιά της τα οποία είχαν χρονική διάρκεια: 7 ημέρες, 1, 3, 6, 9 και 12 μήνες. Δεν υπήρξε αναπτυγμένη δευτερογενής αγορά έντοκων γραμματίων. Στην Αγορά κεφαλαίου (BELEX) το 1992 οι μεγαλύτεροι όγκοι συναλλαγών ήταν με τα εμπορικά χρεόγραφα, τα έντοκα γραμμάτια των τραπεζών και τα ομόλογα του Δημοσίου. Το 1993 οι συναλλαγές στο BELEX σχεδόν σταμάτησαν.

Στην περίοδο **1994 – 1999**, δεν έγιναν σημαντικές αλλαγές στο πολιτικό και οικονομικό πλαίσιο της χώρας. Το 1994 οι φορείς της οικονομικής και μονεταριστικής πολιτικής υιοθέτησαν το πρόγραμμα της οικονομικής σταθερότητας. Όπως και το 1989 το αντιπληθωριστικό πρόγραμμα έπρεπε να σταματήσει τον υπερπληθωρισμό του 1993 και να σταθεροποιήσει το εθνικό νόμισμα, το Δηνάριο. Μέσα σε αυτό το πρόγραμμα η νομισματική πολιτική της Εθνικής Τράπεζας της Γιουγκοσλαβίας έπρεπε να είναι περιοριστική. Η αύξηση της ποσότητας του χρήματος έπρεπε να είναι υπό τον αυστηρό έλεγχο της Κεντρικής Τράπεζας, ενώ η ίδια σταμάτησε να χρηματοδοτεί το έλλειμμα του προϋπολογισμού.

⁷⁶ Λόγω του υπερπληθωρισμού τα επιτόκια και ο Γενικός Δείκτης Τιμών το 1993 εμφανίζονται με τριψήφιους μέχρι τρεις αριθμούς. Οι υπόλοιποι αριθμοί παρουσιάζονται σε με βαθμό. Παραδείγματος χάριν ο ΓΔΤΚ το 1993 ήταν 116.545.906.563.330% ετησίως ή 116¹².

Το 1995 η Κεντρική Τράπεζα πρότεινε τη μεταρρύθμιση του οικονομικού και τραπεζικού συστήματος της χώρας. Τα κύρια χαρακτηριστικά αυτού του προγράμματος ήταν παρόμοια με τους στόχους του προγράμματος του 1989, όπως είναι η ιδιωτικοποίηση των επιχειρήσεων και των τραπεζών, η απελευθέρωση των εισαγωγών και ο ελεύθερος σχηματισμός των τιμών στην αγορά, η μεταρρύθμιση του συστήματος πληρωμών κλπ. Αυτές οι προτάσεις ήταν ριζικές αναφορικά με την τρέχουσα οικονομική πολιτική και ήταν απαραίτητες, επειδή είχαν ήδη αρχίσει οι πληθωριστικές τάσεις οι οποίες καταπίεζαν το αντιπληθωριστικό πρόγραμμα.

Το 1994 και το 1995 ψηφίστηκαν καινούριοι θεσμικοί νόμοι: «Ο Νόμος για τα χρηματιστήρια, τη λειτουργία του χρηματιστηρίου και τους μεσολαβητές στο χρηματιστήριο» και «Ο Νόμος για τα αξιόγραφα», με τους οποίους για πρώτη φορά στη χρηματοοικονομική αγορά επιτρέπεται η λειτουργία των διαμεσολαβητικών εταιρειών (Διαπραγματευτές Αγοράς και Χρηματομεσίτες) στην Αγορά Χρήματος και στην Αγορά Κεφαλαίου. Επίσης με τους καινούργιους Νόμους έπαψε η λειτουργία της Αγορά Χρήματος και της Αγοράς των βραχυπρόθεσμων αξιογράφων, η οποία λειτουργούσε από το 1989. Το καινούργιο νομοθετικό πλαίσιο προέβλεπε ώστε τα βραχυπρόθεσμα και τα μακροπρόθεσμα χρηματοπιστωτικά μέσα, τα παράγωγα προϊόντα, το συνάλλαγμα, ο χρυσός και τα μέταλλα να διαπραγματεύονται στην Αγορά Κεφαλαίου (το BELEX).

Η Εθνική Τράπεζα της Γιουγκοσλαβίας διενέργησε πράξεις ανοικτής αγοράς με τα χρεόγραφα της (τα έντοκα γραμμάτια και τα ομόλογά της ΕΤτΓ) με τη μέθοδο δημοπρασίας, οι οποίες είχαν από το 1995 οργανωθεί στο BELEX. Θέλοντας να δώσει ώθηση στην ανάπτυξη της αγοράς χρήματος και κεφαλαίου η Κεντρική Τράπεζα άρχισε να προσδιορίζει το αναπροεξοφλητικό επιτοκίου της με βάση τα επιτόκια πράξεων ανοικτής αγοράς και το γενικό δείκτη τιμών (παρακάτω πίνακας 17).

Πίνακας 17: Επιτόκια Εθνικής Τράπεζας Γιουγκοσλαβίας, αγοράς χρήματος και Γενικός Δείκτης Τιμών Καταναλωτή στη Γιουγκοσλαβία, 1994 - 1999

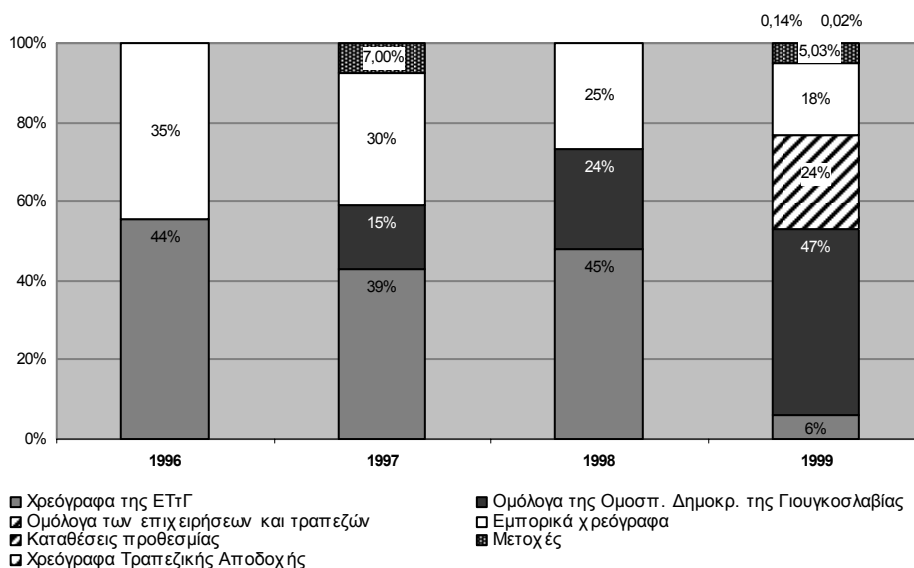
Δεκέμβριος	ΕΠΙΤΟΚΙΑ ΕΘΝΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΤΗΣ ΓΙΟΥΓΚΟΣΛΑΒΙΑΣ			ΕΠΙΤΟΚΙΑ ΑΓΟΡΑΣ ΧΡΗΜΑΤΟΣ	Γενικός ΔTK (ποσοστό % ετησίως)
	Αναπροεξοφλητικό επιτόκιο	Έντοκα Γραμμάτια της ΕΤΓΓ	Διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης	(μέσος όρος)	
1994	9,00	7,00	11,85	13,02	0
1995	90	63	135	827	74,1
1996	68	78	355	432	93,1
1997	34	24	67	72	18,5
1998	34	42	67	60	29,8
1999	26	57	52	45	42,4

Πηγή: Εθνική Τράπεζα της Γιουγκοσλαβίας

Λόγω της μειωμένης ρευστότητας (έλλειψη ρευστότητας) στο τραπεζικό σύστημα η Κεντρική Τράπεζα αγόραζε τα πληρωτέα αξιόγραφα, τα οποία ήταν εγγυημένα από τις τράπεζες, τα εμπορικά χρεόγραφα των επιχειρήσεων του Δημοσίου και τα εμπορεύσιμα εμπορικά χρεόγραφα.

Δυστυχώς στο Χρηματιστήριο Βελιγραδίου (BELEX) τα κύρια χρηματοπιστωτικά μέσα τα οποία διαπραγματεύονταν μετά την υιοθέτηση των καινούργιων θεσμικών νόμων ήταν τα χρεόγραφα της Εθνικής Τράπεζας της Γιουγκοσλαβίας και τα ομόλογα της Ομοσπονδιακής Δημοκρατίας της Γιουγκοσλαβίας. Εκτός από τα εμπορικά χρεόγραφα το ποσοστό των συναλλαγών των άλλων βραχυπρόθεσμων χρηματοπιστωτικών μέσων ήταν πολύ μικρό, όπως οι καταθέσεις προθεσμίας και τα χρεόγραφα τραπεζικής αποδοχής τα οποία διαπραγματεύτηκαν μόνο το 1999 (0,02% και 0,14% αντίστοιχα). Από τα μακροπρόθεσμα χρηματοπιστωτικά μέσα έκτος από τα ομόλογα της Ομοσπονδιακής Δημοκρατίας της Γιουγκοσλαβίας, οι μετοχές και τα ομόλογα των τραπεζών και των επιχειρήσεων είχαν μικρό ποσοστό συμμετοχής στο συνολικό όγκο συναλλαγής που αποδεικνύει ότι το BELEX ήταν περισσότερο αγορά χρήματος παρά αγορά κεφαλαίου (παρακάτω διάγραμμα 9).

Διάγραμμα 9: Όγκοι συναλλαγών βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων χρημ/ικών μέσων στο Χρηματιστήριο Βελιγραδίου (BELEX), 1996 – 1999



Πηγή: Χρηματιστήριο Βελιγραδίου (BELEX), Εθνική Τράπεζα της Σερβίας

Το 1999 υπήρξαν πολύ αρνητικές τάσεις στην οικονομία επειδή η χώρα ήταν σε εμπόλεμη κατάσταση λόγω της κρίσης στο Κοσοβοπαίδιο. Η διεθνής κοινότητα επέβαλε πάλι εμπάργκο. Το ακαθάριστο εθνικό προϊόν μειώθηκε κατά 23,5% και στο τραπεζικό σύστημα ήταν συνεχής η έλλειψη ρευστότητας. Οι περισσότερες κρατικές και δημόσιες επιχειρήσεις και οι κρατικές τράπεζες δεν ήταν φερέγγυες. Κάτω από τέτοιες συνθήκες η Κεντρική Τράπεζα έγινε πάλι ο κύριος χρηματοδότης του ελλείμματος του Κρατικού προϋπολογισμού και των μη φερέγγυων τραπεζών, ιδιαίτερα μετά τη λήξη του πολέμου, στην ανοικοδόμηση της χώρας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9

ΠΕΡΙΟΔΟΣ 2000 – 2005

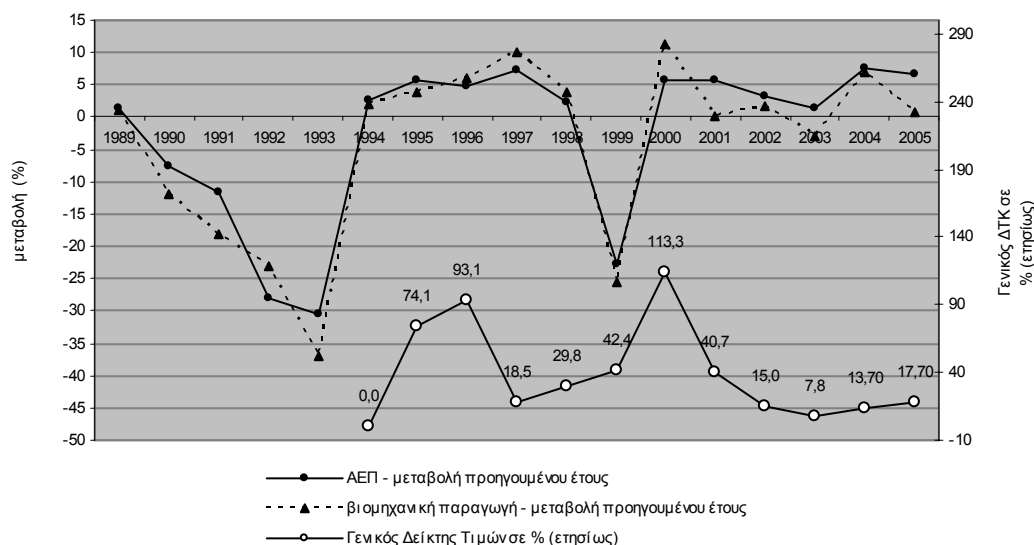
9.1. ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ

Στο τέλος του 2000 έγιναν σημαντικές αλλαγές στο πολιτικό σύστημα της Γιουγκοσλαβίας (Σερβίας), οι οποίες μετά από χρόνια απομόνωση γύρισαν τη χώρα στη Διεθνή Κοινότητα (στην Οργάνωση Ηνωμένων Εθνών, στο Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, στη Διεθνή Τράπεζα κλπ.). Ο πρωταρχικός σκοπός της καινούργιας κυβέρνησης ήταν η επίτευξη της μακροοικονομικής σταθερότητας μέσω της μεταρρύθμισης του οικονομικού συστήματος και του συμβιβασμού της δημοσιονομικής και μονεταριστικής πολιτικής.

Το 2000 η οικονομική κατάσταση ήταν πολύ δύσκολη, ιδιαίτερα στο βιομηχανικό κλάδο, η οποία παρουσίαζε χαμηλή παραγωγή και εκμετάλλευση της παραγωγικής ικανότητας (μόνο 31%) και έλλειψη τεχνολογικής καινοτομίας. Επίσης οι περισσότερες επιχειρήσεις έχασαν τις ξένες αγορές ενώ ο βιομηχανικός κλάδος ήταν υπερχρεωμένος στις τράπεζες. Έτσι στο τραπεζικό σύστημα υπήρξε έλλειψη ρευστότητας η οποία κυρίως προήλθε από την αδυναμία των τραπεζών να εισπράξουν τις απαιτήσεις τους προς τις επιχειρήσεις. Αυτή την περίοδο το τραπεζικό σύστημα είχε μεγάλες ζημιές ενώ οι περισσότερες τράπεζες ήταν χρεοκοπημένες .

Οι κύριοι στόχοι της δημοσιονομικής πολιτικής ήταν η μείωση του ποσοστού των δαπανών του Δημοσίου και του ελλείμματος του προϋπολογισμού σε σχέση με το Ακαθάριστο Εθνικό Προϊόν (ΑΕΠ) και η μεταρρύθμιση του οικονομικού συστήματος μέσω της ιδιωτικοποίησης των τραπεζών, των Κρατικών, των Δημοτικών και των «κοινωνικών» επιχειρήσεων, η οποία άρχισε το 2001. Όπως δείχνουν κάποια μακροοικονομικά στοιχεία σε σχέση με αντίστοιχα της δεκαετίας του '90, η μακροοικονομική κατάσταση της χώρας βελτιώθηκε, οι πληθωριστικές τάσεις μειώθηκαν ενώ αυξήθηκε το ΑΕΠ και η παραγωγή (παρακάτω διάγραμμα 10).

Διάγραμμα 10: Επιλεγμένα μακροοικονομικά στοιχεία για τη Γιουγκοσλαβία και Σερβία, 1989 – 2005



Πηγή: Εθνική Τράπεζα της Σερβίας, Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας

Στα τελευταία πέντε χρόνια παρατηρούμε σημαντική οικονομική πρόοδο στη Σερβία η οποία αποδεικνύεται μέσω της αύξησης του ΑΕΠ κατά 132% (εκφρασμένο σε τρέχουσες τιμές) που σε μεγάλο μέρος οφείλεται στην εγχώρια ζήτηση η οποία στηρίζεται στη μεγάλη πιστωτική επέκταση. Τα αποθέματα ξένου συναλλάγματος τετραπλασιάστηκαν, οι εξαγωγές αυξήθηκαν κατά 172%, ενώ το 2005 για πρώτη φορά στις τελευταίες δεκαετίες σημειώθηκε πλεόνασμα στον Κρατικό προϋπολογισμό (παρακάτω πίνακας 18).

Πίνακας 18: Σύγκριση επιλεγμένων μακροοικονομικών στοιχείων της Σερβίας, 2001 - 2005

	2001	2002	2003	2004	2005	μεταβολή 2001 - 2005
ΑΕΠ εκατομμύρια δολάρια	10.619	14.282	18.919	22.440	24.625	+132%
Αύξηση του ΑΕΠ, ετησίως	5,1%	4,5%	2,4%	9,3%	6,5%	+1,4%
Γενικός Δείκτης Τιμών Καταναλωτή, ετησίως	40,7%	14,8%	6,2%	13,7%	17,7%	-30%
Αποθέματα ξένου συναλλάγματος, εκατομμύρια δολάρια	1.169	2.280	2.550	4.244	5.843	+400%
Εξαγωγές, εκατομμύρια δολάρια	2.435	2.961	3.958	5.181	6.624	+172%
Εισαγωγές, εκατομμύρια δολάρια	-4.499	-6.059	-8.054	-11.637	-11.810	+163%
Εμπορικό Ισοζύγιο	-2.064	-3.098	-4.096	-6.456	-5.186	+151%
Ανεργία	22%	25%	26%	26%	27%	+5%
Έλλειμμα (-)/ Πλεόνασμα (+) του Κρατικού προϋπολογισμού ως % του ΑΕΠ	-0,2%	-4,30%	-1,40%	-0,10%	1,50%	+1,3%

Πηγή: Εθνική Τράπεζα της Σερβίας

Εάν συγκρίνουμε τα μακροοικονομικά στοιχεία της Σερβίας με τα αντίστοιχα της Ελλάδας (παρακάτω πίνακας 19), η οποία θεωρείται κατάλληλη χώρα για σύγκριση από άποψη μεγέθους, πληθυσμού και του γεγονότος ότι και η ίδια τα τελευταία δεκαπέντε χρόνια έκανε σημαντικές μεταρρυθμίσεις στην οικονομία, διαπιστώνουμε ότι οι εξελίξεις στην οικονομία της Σερβίας γίνονται με ταχύτερο ρυθμό. Αυτό εξηγείται από το γεγονός ότι σήμερα η Σερβία είναι σε μεταβατική περίοδο και χαρακτηρίζεται από αυξημένη οικονομική δραστηριότητα. Για παράδειγμα, λόγω της ιδιωτικοποίησης τα τελευταία τρία χρόνια οι καθαρές ξένες επενδύσεις διακυμάνθηκαν από 1.360 και 966 εκατομμύρια δολάρια για το 2003 και 2004 αντίστοιχα, έως 1.481 εκατομμύρια δολάρια για το 2005.⁷⁷

Πίνακας 19: Σύγκριση επιλεγμένων μακροοικονομικών στοιχείων της Ελλάδας, 2001 - 2004

	2001	2002	2003	2004	μεταβολή 2001 - 2004
ΑΕΠ εκατομμύρια ευρώ ⁷⁸	98.317	102.053	106.850	111.337	+13%
Αύξηση του ΑΕΠ, ετησίως	4,3%	3,8%	4,7%	4,2%	-0,1%
Γενικός Δείκτης Τιμών Καταναλωτή, ετησίως	3,4%	3,6%	5,0%	0,5%	-2,9%
Εξαγωγές, εκατομμύρια ευρώ	11.545	10.434	11.114	12.653	+10%
Εισαγωγές, εκατομμύρια ευρώ	-33.156	-33.142	-33.757	-38.089	+15%
Εμπορικό Ισοζύγιο ευρώ	-21.611	-22.709	-22.644	-25.436	+18%
Ανεργία	10,8%	10,3%	9,7%	10,5%	-0,3%
Έλλειμμα (-)/ Πλεόνασμα (+) του Κρατικού προϋπολογισμού ως % του ΑΕΠ	-4,00%	-3,80%	-6,40%	-7,70%	-3,70%
Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος ⁷⁹					

Τα μακροοικονομικά στοιχεία αποδεικνύουν ότι η Σερβία κινείται προς μια καλή κατεύθυνση. Αυτό επιβεβαιώθηκε και με τη διεθνή πιστωτική αξιολόγηση «B-» (θεωρείται ως «υψηλή κερδοσκοπική αξιολόγηση»), την οποία η Σερβία για πρώτη φορά απέκτησε το 2004, από το Standard and Poor's. Όπως φαίνεται από τον παρακάτω πίνακα 20 το 2005 η Σερβία αναβαθμίστηκε μια κατηγορία προς τα επάνω, δηλαδή στο «BB-» η οποία θεωρείται «κερδοσκοπική πιστωτική αξιολόγηση». Σε σύγκριση με τις άλλες

⁷⁷ National Bank of Serbia, "Economic Bulletin", January 2006, σελ. 67.

⁷⁸ Τα ποσά του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος προσδιορίστηκαν με βάση τις ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές (σε σταθερές τιμές έτους 1995).

⁷⁹ Τράπεζα της Ελλάδος, «Στατιστικό Δελτίο Οικονομικής Συγκυρίας», Τεύχος 91, Ιανουάριος 2006.

Τράπεζα της Ελλάδος, «Στατιστικό Δελτίο Οικονομικής Συγκυρίας», Τεύχος 81, Ιανουάριος 2005.

Τράπεζα της Ελλάδος, «Οικονομικό Δελτίο», Τεύχος 25, Αύγουστος 2005.

χώρες της περιοχής η Σερβία είναι, μαζί με την Τουρκία, στην κατηγορία της χαμηλότερης αξιολόγησης.

Πίνακας 20: Πιστωτική αξιολόγηση του Standard and Poor's των Βαλκανικών χώρων στο τέλος του 2005

Χώρα	Πιστωτική αξιολόγηση του Standard and Poor's στο τέλος του 2005
Σλοβενία	AA-
Ελλάδα	A
Ουγγαρία	A-
Κροατία	BBB
Βουλγαρία	BBB-
Ρουμανία	BB+
Σκόπια	BB
Μαυροβούνιο	BB
Σερβία	BB- (το προηγούμενο ήταν το B-)
Τουρκία	BB-

Πηγή: Standard and Poor's

Παρόλο που τα περισσότερα μακροοικονομικά στοιχεία της Σερβίας είναι ικανοποιητικά, παραμένουν πολλά προβλήματα και προκλήσεις τις οποίες οι αρμόδιοι της οικονομικής και νομισματικής πολιτικής πρέπει να αντιμετωπίσουν στα επόμενα χρόνια. Ο Γενικός ΔΤΚ παραμένει πολύ υψηλός ιδιαίτερα σε σύγκριση με τις άλλες χώρες στην περιοχή. Το αρνητικό εμπορικό ισοζύγιο αυξάνεται λόγω μεγάλης εγχώριας ζήτησης, η οποία βασίζεται στην αυξημένη πιστωτική επέκταση των τραπεζών. Δυστυχώς ένα από τα κύρια προβλήματα είναι η ανεργία η οποία κατά τα τελευταία χρόνια αυξήθηκε κατά 5% και είναι χαρακτηριστικό «προϊόν» όλων των χωρών οι οποίες πέρασαν τη μεταβατική περίοδο. Εάν προσέξουμε τα στοιχεία της Ελλάδας, τα οποία είναι σε απόλυτους αριθμούς, παρατηρούμε ότι το ΑΕΠ είναι πολύ μεγαλύτερο από ότι είναι στη Σερβία, ο Γενικός ΔΤΚ είναι χαμηλότερος, οι εξαγωγές είναι περίπου δυο φορές μεγαλύτερες από ότι είναι στη Σερβία, ενώ η ανεργία είναι πολύ μικρότερη (παραπάνω πίνακες 19 και 20). Για το λόγο αυτό διαπιστώνουμε ότι τα μακροοικονομικά αποτελέσματα στην περίοδο του 2001 και 2005, δεν είναι πλήρως ικανοποιητικά, αλλά είναι ενθαρρυντικά επειδή αποδεικνύουν ότι η Σερβία ξεκίνησε πραγματικές μεταρρυθμίσεις και ότι για το άμεσο μέλλον μπορούμε να αναμένουμε καλύτερα αποτελέσματα.

9.2. ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ

Το 2001 η Εθνική Τράπεζα της Σερβίας⁸⁰ αποφάσισε να προβεί σε ριζική μεταρρύθμιση του Τραπεζικού συστήματος, επειδή οι περισσότερες κρατικές και «κοινωνικές» τράπεζες δεν ήταν φερέγγυες και σε κατάσταση πτώχευσης για τους λόγους τους οποίους εξηγήσαμε. Για παράδειγμα, στις 20 κρατικές και «κοινωνικές» τράπεζες οι πιθανές ζημιές ήταν περισσότερες από τα κεφάλαιά τους, δηλαδή από 50% έως 100%. Το αποτέλεσμα ήταν να κλείσουν 23 χρεοκοπημένες και μη φερέγγυες τράπεζες. Τα τελευταία πέντε χρόνια οι περισσότερες τράπεζες, οι οποίες ήταν στην ιδιοκτησία του κράτους και της «κοινωνίας», ιδιωτικοποιήθηκαν από ξένες τράπεζες οι οποίες σήμερα έχουν το μεγαλύτερο μερίδιο στην αγορά που ανέρχεται στο 64% (παρακάτω πίνακας 21). Η είσοδος των καινούργιων ξένων τραπεζών ενίσχυσε τον ανταγωνισμό στον τραπεζικό κλάδο που βελτίωσε τα προϊόντα και υπηρεσίες, την ανάπτυξη επενδυτικών δραστηριοτήτων στην αγορά χρήματος και κεφαλαίου κλπ.

Πίνακας 21: Τραπεζικό σύστημα στη Σερβία πριν και μετά τη μεταρρύθμιση, 2000-2005

		31.12.2000.	31.12.2001.	30.11.2005	μεταβολή 2001 - 2005	
Το σύνολο του ενεργητικού (εκατομμύρια ευρώ)		12.029	4.882	8.625	+ 3.743	
ΑΡΙΘΜΟΣ ΤΩΝ ΞΕΝΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ		1	6	17	+ 11	
ΑΡΙΘΜΟΣ ΤΩΝ ΣΕΡΒΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ		85	43	23	- 20	
Σύνολο		86	49	40	- 9	
ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΤΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	ΞΕΝΕΣ ΤΡΑΠΕΖΕΣ	1%	13%	64%	+ 51%	
	ΣΕΡΒΙΚΕΣ ΤΡΑΠΕΖΕΣ	ΚΡΑΤΙΚΕΣ	2%	4%	26%	+ 22%
		«ΚΟΙΝΩΝΙΚΕΣ»	90%	62%	-	- 62%
		ΙΔΙΩΤΙΚΕΣ	7%	21%	10%	- 11%
	Σύνολο	99%	87%	36%	- 49%	
Πηγή: Εθνική Τράπεζα της Σερβίας						

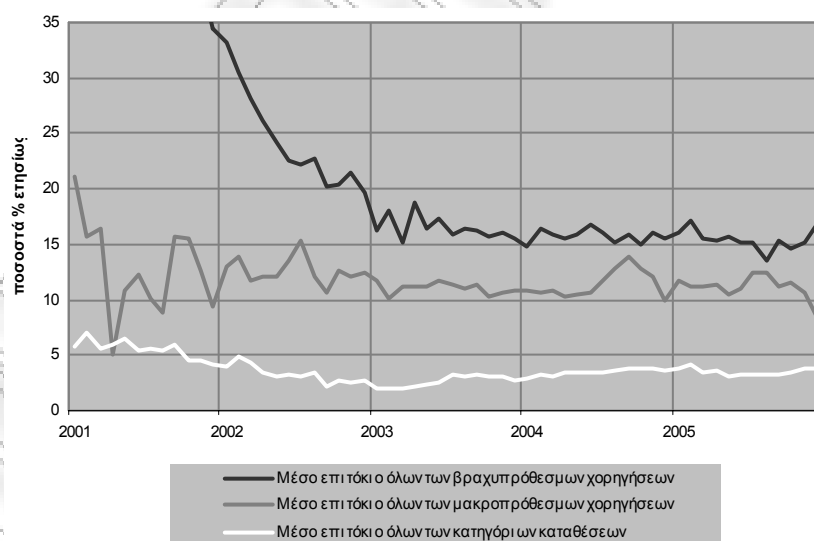
Σήμερα ο τραπεζικός κλάδος θεωρείται ένας από τους πιο ανταγωνιστικούς στην οικονομία της Σερβίας. Κατά τη γνώμη μας οι περισσότερες ξένες τράπεζες στην αγορά έχουν μονοπωλιακή θέση, που σημαίνει ότι εκμεταλλεύονται τη δυνατότητα της εύκολης πρόσβασης στις

⁸⁰ Το 2003, η Εθνική Τράπεζα της Γιουγκοσλαβίας άλλαξε το όνομα στη Εθνική Τράπεζα της Σερβίας.

διεθνείς αγορές κεφαλαίων στις οποίες αντλούν τα κεφάλαια τα οποία χρησιμοποιούν για χορηγήσεις δανείων στη Σερβία. Αυτή η τάση είναι έντονη τα τελευταία δύο χρόνια λόγω της αυξημένης εγχώριας ζήτησης κυρίως για καταναλωτικά δάνεια.

Το άλλο χαρακτηριστικό του σημερινού τραπεζικού κλάδου είναι ότι τα επιτόκια χορηγήσεων, ιδιαίτερα προς τα νοικοκυριά, είναι πολύ υψηλά, παρόλο που είναι συνδεδεμένα με τη συναλλαγματική ισοτιμία δηναρίου έναντι του ευρώ. Όπως φαίνεται στο παρακάτω διάγραμμα 11, τα μέσα επιτόκια χορηγήσεων είναι πολύ υψηλά σε σχέση με τα μέσα επιτόκια καταθέσεων, πράγμα που αποδεικνύει ότι οι τράπεζες, υπολογίζουν υψηλό περιθώριο κέρδους το οποίο μεταβάλλεται πάνω από 10 εκατοστιαίες μονάδες. Η εκτίμησή μας είναι ότι τα επιτόκια αυτά θα μπορούσαν να είναι πιο χαμηλά σε περίπτωση περαιτέρω ενίσχυσης του ανταγωνισμού στο τραπεζικό σύστημα, ο οποίος αναμένεται να γίνει πιο σκληρός στα επόμενα χρόνια, λόγω εξαγορών των τραπεζών, αλλά και ιδιωτικοποίησης των υπολοίπων κρατικών τραπεζών.

Διάγραμμα 11: Μέσα επιτόκια τραπεζικών χορηγήσεων και καταθέσεων στη Σερβία, 2001-2005



Πηγή: Εθνική Τράπεζα της Σερβίας

9.3. ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΤΗΣ ΕΘΝΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΤΗΣ ΣΕΡΒΙΑΣ

Στο μέρος αυτό θα περιγράψουμε τα βασικά χαρακτηριστικά της νομισματικής πολιτικής της Εθνικής Τράπεζας της Σερβίας, τα οποία είναι χρήσιμα για την κατανόηση των μέσων της νομισματικής πολιτικής και έχουν σημαντική επίδραση στην ανάπτυξη της αγοράς χρήματος.

Τα τελευταία χρόνια η νομισματική πολιτική της Εθνικής Τράπεζας της Σερβίας είναι περιοριστική και αντιπληθωριστική. Η Κεντρική Τράπεζα, δεν είναι πια στην «υπηρεσία» των μη αποτελεσματικών και μη φερέγγυων δημόσιων επιχειρήσεων και τραπεζών, από την άποψη ότι η ίδια δεν χρηματοδοτεί τα δάνεια προς το δημόσιο τομέα και στις κρατικές τράπεζες, όπως ήταν στη δεκαετία του '90. Όμως, από την άλλη πλευρά, η δυνατή σχέση μεταξύ ποσότητας χρήματος και πληθωρισμού καταδεικνύει ότι η συνάρτηση της ζήτησης του χρήματος είναι σταθερή. Έτσι την τελευταία πενταετία (τέλος του 2000 και 2005) τα νομισματικά μεγέθη⁸¹ το M1, M2, M3 και η νομισματική βάση (reserve money) αυξήθηκαν κατά 436%, 484%, 603% και 403% ή κατά μέσο όρο 45%, 46%, 49% και 44% ετησίως.⁸²

Πρέπει να τονίσουμε ότι τα τελευταία χρόνια παρατηρείται το φαινόμενο της «δολαριοποίησης» στην οικονομία της Σερβίας, πράγμα που δυσκολεύει ιδιαίτερα την επίτευξη των στόχων της νομισματικής πολιτικής. Με άλλα λόγια οι τιμές, τα επιτόκια, τα δάνεια, ακόμα και οι μισθοί, δεσμεύονται για τη συναλλαγματική ισοτιμία δηναρίου έναντι του ευρώ. Από την άλλη πλευρά, το φαινόμενο αυτό επιβεβαιώνεται με το δείκτη των καταθέσεων σε ξένο συνάλλαγμα έναντι του M3⁸³ (ευρύς ορισμός της προσφοράς χρήματος), ο οποίος χρησιμοποιείται και από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο στον υπολογισμό του «βαθμού» δολαριοποίησης. Σύμφωνα με τις έρευνες του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου, εάν ο συγκεκριμένος δείκτης είναι πάνω από 30%, τότε η χώρα έχει υψηλό βαθμό δολαριοποίησης, ενώ εάν ο δείκτης είναι

⁸¹ Οι ορισμοί της προσφοράς χρήματος (ο M1, ο M2, ο M3) που χρησιμοποιεί η ΕΤΤΣ είναι:

M1 = Χαρτονομίσματα και κέρματα + Καταθέσεις όψεως του ιδιωτικού τομέα,

M2 = M1 + Καταθέσεις Ταμειευτηρίου + Καταθέσεις Προθεσμίας,

M3 = M2 + Καταθέσεις του ιδιωτικού τομέα σε ξένο συνάλλαγμα,

Νομισματική βάση = Χαρτονομίσματα και κέρματα + Τοποθετήσεις σε τρεχούμενους λογαριασμούς των τραπεζών

⁸² National Bank of Serbia, "Statistical Bulletin", December 2005.

⁸³ (Καταθέσεις σε ξένο συνάλλαγμα/ M3) x 100

κάτω από 30%, τότε η χώρα έχει μέτρια δολαριοποίηση. Στην περίοδο 2001-2005, στη Σερβία αυτός ο δείκτης κυμάνθηκε από 42% μέχρι 58% (το 2001, 50%, το 2001, 46%, το 2002, 42%, το 2003, 49%, το 2004, 55%, το 2005, 58%), πράγμα που αποδεικνύει ότι η χώρα έχει πολύ υψηλό βαθμό δολαριοποίησης. Αντίθετα, στις χώρες της ανατολικής Ευρώπης, από τις οποίες οι περισσότερες από το 1990 – 1995 ήταν σε μεταβατική φάση, αυτός ο δείκτης κυμάνθηκε από 12% μέχρι 27% στην Ουγγαρία, από 4% μέχρι 29% στη Ρουμανία, από 12% μέχρι 27% στη Βουλγαρία, από 54% μέχρι 57% στην Κροατία, από 20% μέχρι 31% στην Πολωνία κλπ.⁸⁴

Ο πρωταρχικός σκοπός της Εθνικής Τράπεζας της Σερβίας (ΕΤΤΣ) είναι η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών, όπως ορίζεται στο άρθρο 3 του Νόμου για την Εθνική Τράπεζα της Σερβίας⁸⁵, ο οποίος ψηφίστηκε το 2003. Σχετικά με το ίδιο άρθρο, η ΕΤΤΣ οφείλει να στηρίζει τις γενικές οικονομικές πολιτικές της Κυβέρνησης και να ενεργεί σύμφωνα με την αρχή της οικονομίας της ανοικτής αγοράς και του ελεύθερου ανταγωνισμού. Η νομισματική πολιτική έχει πρόσθετους στόχους πέρα από την αποκλιμάκωση του πληθωρισμού. Ως πρόσθετοι στόχοι της νομισματικής πολιτικής από το 2001 μέχρι 2005 ήταν:

- Το 2001, αύξηση των αποθεμάτων ξένου συναλλάγματος, συναλλαγματική ισοτιμία, κατάργηση της χρηματοδότησης του ελλείμματος του κρατικού προϋπολογισμού και διαρθρωτική μεταρρύθμιση του τραπεζικού συστήματος,⁸⁶
- Το 2002, αύξηση των αποθεμάτων ξένου συναλλάγματος, ανάπτυξη και βελτίωση των μέσων νομισματικής πολιτικής, διαρθρωτική μεταρρύθμιση του τραπεζικού συστήματος και ανάπτυξη του διατραπεζικού συστήματος των πληρωμών (ΣΔΣΧ),⁸⁷
- Το 2003, αύξηση των αποθεμάτων ξένου συναλλάγματος, συναλλαγματική ισοτιμία, ανάπτυξη και βελτίωση των μέσων

⁸⁴ International Monetary Fund, "Monetary Policy in Dollarized Economies", Occasional paper no. 117, Washington, 1999, σελ. 2.

⁸⁵ The Law of the National Bank of Serbia, RS Official Gazette, no. 72/2003, 55/2004.

⁸⁶ National Bank of Serbia, "Decision on the Monetary policy in 2001", FRY Official Gazette, no. 73/2000.

⁸⁷ National Bank of Serbia, "Decision on the Monetary policy in 2002", FRY Official Gazette, no. 72/2001.

νομισματικής πολιτικής και ανάπτυξη της αγοράς χρήματος και κεφαλαίου,⁸⁸

- Το 2004, αύξηση των αποθεμάτων ξένου συναλλάγματος, συναλλαγματική ισοτιμία, σταθερή αύξηση της νομισματικής βάσης και των νομισματικών μεγεθών (M2 και M3), ανάπτυξη και βελτίωση των έμμεσων μέσων νομισματικής πολιτικής και ανάπτυξη της αγοράς χρήματος και κεφαλαίου,⁸⁹
- Το 2005, αύξηση αποθεμάτων ξένου συναλλάγματος, συναλλαγματική ισοτιμία, σταθερή αύξηση της νομισματικής βάσης και των νομισματικών μεγεθών (M2 και M3), ανάπτυξη και καλυτέρευση των έμμεσων μέσων της νομισματικής πολιτικής και ανάπτυξη της αγοράς χρήματος και κεφαλαίου.⁹⁰

Για να επιτύχει τους σκοπούς της η ΕΤΤΣ διαθέτει μία σειρά από μέσα νομισματικής πολιτικής τα οποία είναι παρόμοια με εκείνα της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας.

9.3.1. ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΑ ΕΛΑΧΙΣΤΑ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΑ

Η ΕΤΤΣ απαιτεί από όλα τα πιστωτικά ιδρύματα να τηρούν υποχρεωτικά αποθεματικά. Η περίοδος τήρησης διαρκεί ένα μήνα, από τις 11 κάθε μηνός έως τις 10 του επόμενου. Αυτό είναι καινούργιο σύστημα τήρησης ελάχιστων υποχρεωτικών αποθεματικών που εφαρμόζεται από το πρώτο εξάμηνο του 2002, και το οποίο αντικατέστησε το παλιό σύστημα στο οποίο η περίοδος τήρησης ήταν δέκα ημέρες. Τα πιστωτικά ιδρύματα, δηλαδή οι τράπεζες, έχουν τη δυνατότητα να εκπληρώσουν τη σχετική υποχρέωση με βάση το μέσο όρο των ημερησίων υπολοίπων των λογαριασμών τους κατά τη διάρκεια μίας μηνιαίας περιόδου τήρησης. Το άλλο χαρακτηριστικό είναι ότι στις τράπεζες δεν επιτρέπεται να τηρούν τα αποθεματικά τους εντός ημέρας κάτω από το 80% των υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών. Τα υποχρεωτικά ελάχιστα

⁸⁸ National Bank of Serbia, "Decision on the Monetary policy in 2003", FRY Official Gazette 2002.

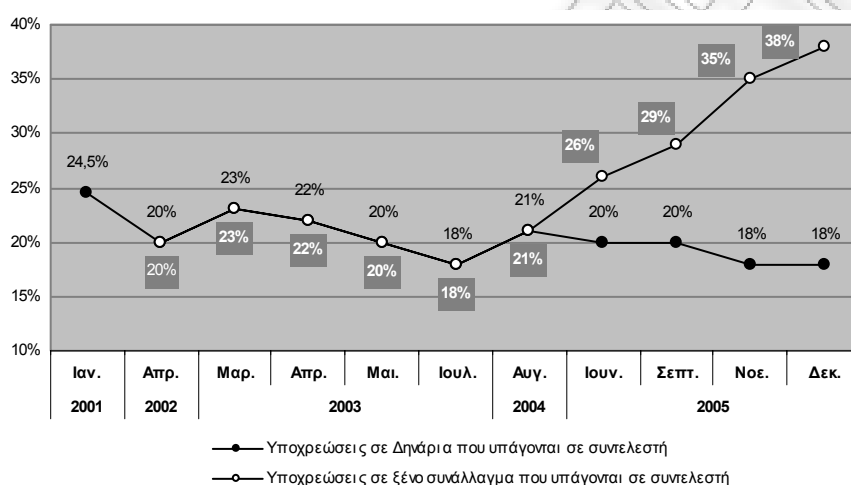
⁸⁹ National Bank of Serbia, "Decision on the Monetary policy in 2004", RS Official Gazette, no. 124/2003.

⁹⁰ National Bank of Serbia, "Decision on the Monetary policy in 2005", RS Official Gazette, 2005.

αποθεματικά τηρούνται εντόκως, με επιτόκιο το οποίο προσδιορίζεται βάσει του αναπροεξοφλητικού επιτοκίου της ΕΤΤΣ.

Τα τελευταία χρόνια η Κεντρική Τράπεζα άλλαξε αρκετές φορές τους συντελεστές υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών (συντελεστές υποχρεωτικών καταθέσεων) και από το 2004 για πρώτη φορά διαφοροποιήθηκε ο συντελεστής υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών σε ξένο συνάλλαγμα από τον αντίστοιχο για αποθεματικά σε δηνάρια (παρακάτω διάγραμμα 12).

Διάγραμμα 12: Συντελεστές υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών των τραπεζών στη Σερβία, 2001-2005



Πηγή: Εθνική Τράπεζα της Σερβίας

Η ΕΤΤΣ είναι αναγκασμένη να διατηρεί υψηλά τους συντελεστές των υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών, επειδή δυστυχώς είναι ο μόνος αποτελεσματικός τρόπος για τη συγκράτηση των νομισματικών και πιστωτικών μεγεθών και των πληθωριστικών πιέσεων. Τα τελευταία χρόνια οι εισροές κεφαλαίων προκάλεσαν σχεδόν μόνιμο πλεόνασμα ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα της Σερβίας. Ο πρώτος λόγος της αυξημένης ρευστότητας είναι η εισροή ξένων κεφαλαίων και επενδύσεων, οι οποίες έχουν αυξηθεί τα τελευταία δύο χρόνια, οπότε η ιδιωτικοποίηση είχε πιο γρήγορο ρυθμό από ότι είχε στην περίοδο 2001-2003. Ο δεύτερος λόγος είναι ότι οι ξένες τράπεζες οι οποίες λειτουργούν στη Σερβία έχουν πολύ εύκολη πρόσβαση στη διεθνή πηγή κεφαλαίων. Πρέπει να τονίσουμε ότι το μεγαλύτερο ποσοστό αυτών των κεφαλαίων χρησιμοποιείται για τη χορήγηση καταναλωτικών, πιστωτικών και στεγαστικών δανείων από τα οποία τα περισσότερα είναι «δεσμευμένα» για τη

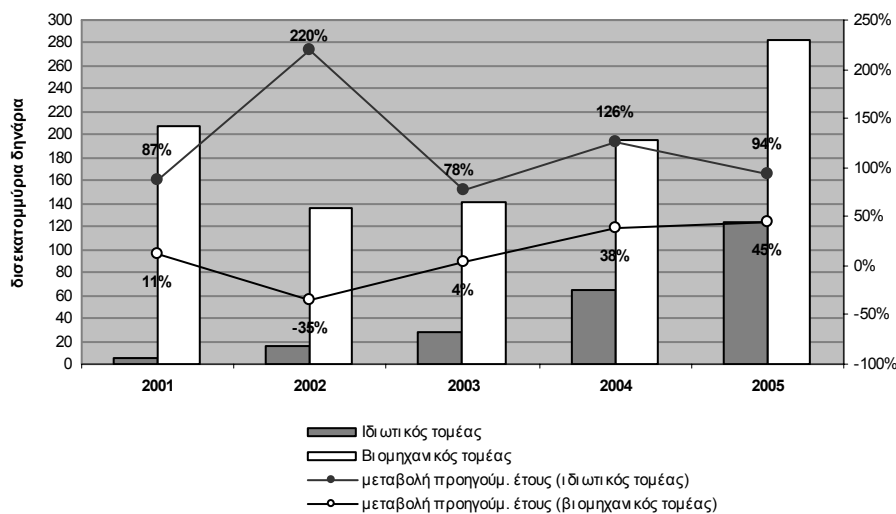
συναλλαγματική ισοτιμία του δηναρίου έναντι του ευρώ. Έτσι τα τελευταία χρόνια παρατηρήθηκε ότι οι εξωτερικές πηγές κεφαλαίων συνεισέφεραν πολύ στην αύξηση της ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα.

Η Κεντρική Τράπεζα εξέφραζε συχνά την ανησυχία ότι η πιστωτική επέκταση, ιδιαίτερα προς τον ιδιωτικό τομέα, η οποία είχε πολύ ταχύ ρυθμό τα τελευταία χρόνια λόγω αυξημένης εγχώριας ζήτησης, θα μπορούσε να θέσει σε κίνδυνο τον πρωταρχικό σκοπό της ο οποίος είναι η αποκλιμάκωση του πληθωρισμού. Για το λόγο αυτό, η ΕΤΤΣ επιχείρησε να συγκρατήσει την πιστωτική επέκταση με προσαρμογές του συστήματος ελάχιστων υποχρεωτικών αποθεματικών.

Όπως μας δείχνει το παρακάτω διάγραμμα 13, σε όλη την πενταετία η πιστωτική επέκταση προς τον ιδιωτικό τομέα συνέχεια αυξάνεται. Τα τελευταία τρία χρόνια όμως αυτή η αύξηση είναι ιδιαίτερα μεγάλη (κατά 78%, 126% και 94% αντίστοιχα) που είναι πολύ περισσότερο σε σχέση με το ρυθμό της επέκτασης των δανείων προς το βιομηχανικό κλάδο. Έτσι, στο τέλος του 2001, η κατάσταση στο λογαριασμό πιστώσεων προς ιδιώτες ήταν 5 δισεκατομμύρια δηνάρια (84 εκατομμύρια ευρώ), ενώ στο τέλος του 2005 αυτό το πόσο αυξήθηκε στα 125 δισεκατομμύρια δηνάρια (1.4 δισεκατομμύρια ευρώ). Οι χορηγήσεις των δανείων είχαν πιο σταθερό ρυθμό προς το βιομηχανικό κλάδο και τα τελευταία τρία χρόνια σημειώνουν σταθερή αύξηση, δηλαδή από 4% έως 45% ή σε απόλυτους αριθμούς από 136 δισεκατομμύρια δηνάρια (2.2 δισεκατομμύρια ευρώ) έως 283 δισεκατομμύρια δηνάρια (3.3 δισεκατομμύρια ευρώ).⁹¹

⁹¹ Στον υπολογισμό των αξιών σε ευρώ χρησιμοποιήθηκαν συναλλαγματικές ισοτιμίες (μέσες τιμές) του δηναρίου έναντι του ευρώ στις 31.12. για κάθε χρόνο, στην περίοδο 2002-2005.

Διάγραμμα 13: Συνολική πιστωτική επέκταση προς το ιδιωτικό και βιομηχανικό τομέα στη Σερβία, 2001-2005⁹²

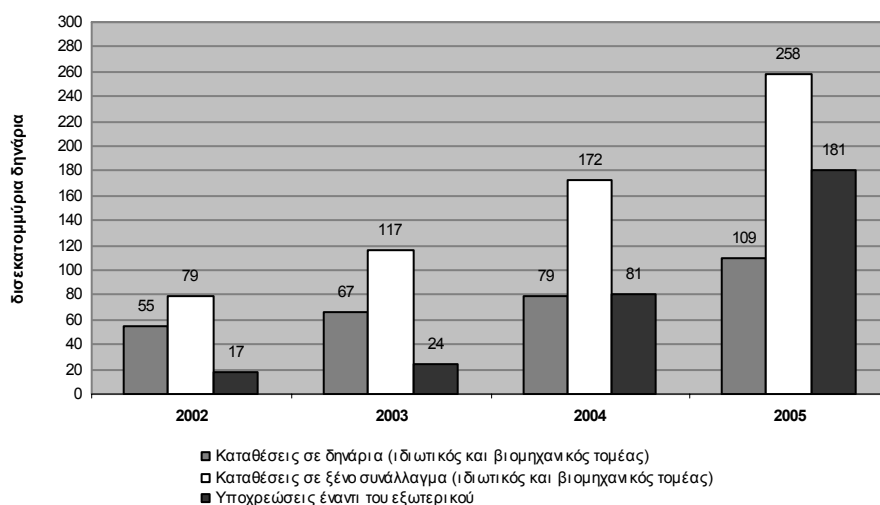


Πηγή: Εθνική Τράπεζα της Σερβίας

Σχετικά με τα στοιχεία που προκύπτουν από τους ενοποιημένους λογαριασμούς του ενεργητικού των εμπορικών τραπεζών στη Σερβία, παρατηρείται αύξηση εγχώριων πηγών κεφαλαίων. Έτσι, τα τελευταία τέσσερα χρόνια οι καταθέσεις σε δηνάρια του ιδιωτικού και βιομηχανικού τομέα αυξήθηκαν από 33 σε 109 δισεκατομμύρια δηνάρια (από 558 εκατομμύρια ευρώ στα 1.2 δισεκατομμύρια ευρώ). Τα αποτελέσματα καταθέσεων σε ξένο συνάλλαγμα είναι ακόμη πιο ικανοποιητικά, αφού δείχνουν ότι οι καταθέσεις αυτές αυξήθηκαν από 53 σε 258 δισεκατομμύρια δηνάρια (από 889 εκατομμύρια ευρώ στα 3 δισεκατομμύρια ευρώ). Όμως θεωρούμε ότι είναι ανησυχητική η αύξηση των δανείων από το εξωτερικό, όπως φαίνεται από τους ισολογισμούς των τραπεζών τα τελευταία δύο χρόνια, τα οποία κατά το μεγαλύτερο ποσοστό χορηγούνται ως καταναλωτικά δάνεια. Αυτή η τάση είναι ιδιαίτερα έντονη σε περίοδο εισόδου ξένων τραπεζών στο τραπεζικό σύστημα της Σερβίας οι οποίες εκμεταλλεύονται τη δυνατότητα να δανείζονται από τις μητρικές τράπεζές τους με ευνοϊκές συνθήκες. Έτσι στο τέλος του 2004 και του 2005 οι συνολικές υποχρεώσεις έναντι του εξωτερικού ήταν 81 και 181 δισεκατομμύρια δηνάρια (1.0 και 2.1 δισεκατομμύρια ευρώ), ενώ στο τέλος του 2002 και 2003, ήταν 17 και 24 δισεκατομμύρια δηνάρια (278 και 345 εκατομμύρια ευρώ) – παρακάτω διάγραμμα 14.

⁹² Τα στοιχεία αφορούν την κατάσταση στο τέλος κάθε χρόνου στον λογαριασμό των πιστώσεων προς ιδιώτες και επιχειρήσεις της ενοποιημένης λογιστικής κατάστασης των εμπορικών τραπεζών.

Διάγραμμα 14: Ανάλυση καταθέσεων ως πηγή κεφαλαίων των εμπορικών τραπεζών στη Σερβία, 2002-2005



Πηγή: Εθνική Τράπεζα της Σερβίας

9.3.2. ΟΙ ΠΑΓΙΕΣ ΔΙΕΥΚΟΛΥΝΣΕΙΣ

Εκτός από το άμεσο μέσο της νομισματικής πολιτικής, το οποίο είναι η τήρηση ελάχιστων υποχρεωτικών αποθεματικών για τα πιστωτικά ιδρύματα, η Κεντρική Τράπεζα υιοθέτησε τον Απρίλιο του 2002 καινούργια μέσα, όπως είναι οι πάγιες διευκολύνσεις, δηλαδή διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης και αποδοχής καταθέσεων.⁹³ Πρόσβαση των τραπεζών στις πάγιες διευκολύνσεις παρέχεται μόνο τις ημέρες κατά τις οποίες λειτουργεί το Σύστημα Διακανονισμού σε Συνεχή Χρόνου (ΣΔΣΧ) και το Κεντρικό Αποθετήριο Βελιγραδίου. Όλες οι πράξεις εκτελούνται αυτομάτως μέσω του δικτύου του ΣΔΣΧ της ΕΤΤΣ ανάμεσα στους αντισυμβαλλομένους (ΕΤΤΣ, τράπεζες και Κεντρικό Αποθετήριο) με τη μορφή των χρηματοοικονομικών και μη χρηματοοικονομικών μηνυμάτων του SWIFT.⁹⁴

⁹³ Από το 2002 μέχρι σήμερα η ΕΤΤΣ άλλαξε αρκετές φορές τους όρους και προϋποθέσεις πρόσβασης των τραπεζών στις πάγιες διευκολύνσεις. Στη συνέχεια θα περιγράψουμε τα βασικά χαρακτηριστικά των τελευταίων αποφάσεων της ΕΤΤΣ οι οποίες ρυθμίζουν τη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων (απόφαση του έτους 2004) και διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης (απόφαση του έτους 2005).

⁹⁴ SWIFT - Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunications είναι μεγαλύτερο διεθνώς ηλεκτρονικό δίκτυο επικοινωνίας μεταξύ των τραπεζών. Δημιουργήθηκε από τον ομώνυμο φορέα ο οποίος είναι μη κερδοσκοπικός οργανισμός και αποτελείται από περισσότερα από 1000, μέλη τράπεζες σε ολόκληρο τον κόσμο. Μέσω του δικτύου αυτού ανταλλάσσονται μηνύματα που αφορούν τραπεζικές συναλλαγές, εντολές πληρωμών, κίνηση κεφαλαίων και χρεογράφων ή απλά πληροφοριακά μηνύματα. Τα χρηματοοικονομικά

Οι τράπεζες μπορούν να χρησιμοποιούν τη **διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων** για να πραγματοποιήσουν καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας στην ΕΤτΣ.⁹⁵ Οι τράπεζες που πληρούν τα γενικά κριτήρια, όπως είναι η πιστωτική ικανότητα, μπορούν να έχουν πρόσβαση στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων. Το ελάχιστο ποσόν που επιτρέπεται να καταθέσει η τράπεζα στον ειδικό λογαριασμό της ΕΤτΣ για τη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων, είναι 30 εκατομμύρια δηνάρια (περίπου 350.000 ευρώ). Η κατάθεση πρέπει να περιέλθει στο πλαίσιο της διευκόλυνσης το αργότερο μέχρι τις 4.45 μ.μ., ενώ η ώρα του κλεισίματος του ΣΔΣΧ της ΕΤτΣ είναι στις 5.30 μ.μ. Η χρηματοδότηση που παρέχεται μέσω της διευκόλυνσης έχει διάρκεια μίας ημέρας. Η πίστωση εξοφλείται την επόμενη ημέρα κατά το άνοιγμα του ΣΔΣΧ, στις 9 π.μ. και το αργότερο μέχρι τις 10 π.μ. Επί των καταθέσεων καταβάλλεται τόκος με προκαθορισμένο επιτόκιο το οποίο ανακοινώνεται από την ΕΤτΣ και υπολογίζεται ως απλό επιτόκιο με βάση τον πραγματικό αριθμό ημερών και έτος 360 ημερών (actual/360).

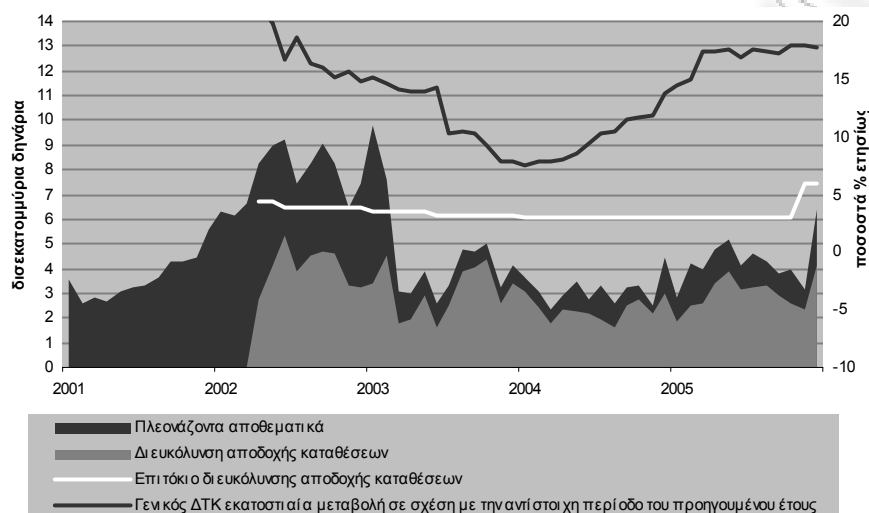
Στο παρακάτω διάγραμμα 15 βλέπουμε ότι οι τράπεζες το μεγαλύτερο ποσοστό των πλεοναζόντων αποθεματικών χρησιμοποιούν για τη διευκόλυνση της αποδοχής καταθέσεων. Τα πλεονάζοντα αποθεματικά θεωρούνται ως διαθέσιμα των τραπεζών και μπορούν να τα χρησιμοποιήσουν για τις επενδυτικές τους δραστηριότητες. Με άλλα λόγια, τα αποθεματικά αυτά είναι οι καταθέσεις των τραπεζών που υπερβαίνουν τα απαιτούμενα αποθεματικά. Αυτά τα κεφάλαια τα υπολογίζουμε ως θετική διαφορά μεταξύ των λογαριασμών καταθέσεων των τραπεζών στην ΕΤτΣ και των υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών στην περίοδο τήρησης. Όπως προκύπτει από τα στοιχεία οι τράπεζες έδειξαν μεγάλο ενδιαφέρον για τη διευκόλυνση αυτή. Τα τελευταία τρία χρόνια οι τράπεζες καταθέσαν από 70% έως 75% των ημερησίων τους πλεοναζόντων αποθεματικών στην ΕΤτΣ. Σε απόλυτους αριθμούς αυτό σημαίνει ότι οι τράπεζες κατά μέσο όρο κατέθεσαν ημερησίως στο λογαριασμό διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων της ΕΤτΣ: το 2005, 3.0 δισεκατομμύρια δηνάρια (36 εκατομμύρια ευρώ), το 2004, 2.3 δισεκατομμύρια

μηνύματα είναι αποκλειστικά για τις διατραπεζικές πληρωμές, ενώ τα μη χρηματοοικονομικά μηνύματα είναι για την κίνηση χρεογράφων.

⁹⁵ National Bank of Serbia, "Decision on Conditions and Manner of Depositing Excess Liquidity of Banks with the National Bank of Serbia", RS Official Gazette, no. 48/2004.

δηνάρια (32 εκατομμύρια ευρώ), το 2003, 3.0 δισεκατομμύρια δηνάρια (47 εκατομμύρια ευρώ) και το 2002, 4.0 δισεκατομμύρια δηνάρια (50 εκατομμύρια ευρώ).⁹⁶

Διάγραμμα 15: Διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων στα πλεονάζοντα αποθεματικά στο τραπεζικό σύστημα στη Σερβία (μέσοι όροι, μηνιαία στοιχεία), 2001-2005



Πηγή: Εθνική Τράπεζα της Σερβίας

Από τον Απρίλιο του 2002 το επιτόκιο το οποίο πληρώνει η ΕΤΤΣ στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων δεν άλλαξε πολύ σε σχέση με το Γενικό ΔTK, ο οποίος πρέπει να είναι ο πυρήνας για την αλλαγή των βασικών επιτοκίων της Κεντρικής Τράπεζας. Το 2002 αυτό το επιτόκιο άλλαξε από 4,40% στα 3,80%, το 2003 από 3,60% στα 3,15%, το 2004 και 2005 ήταν 2,975%, ενώ στο τέλος του 2005 η ΕΤΤΣ το αύξησε στα 6,00%. Όπως βλέπουμε στο παραπάνω διάγραμμα 15 οι τράπεζες δεν αντέδρασαν στις αλλαγές του Γενικού ΔTK και στις αλλαγές του επιτοκίου διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων. Έτσι, παρόλο που ο Γενικός ΔTK το 2004 και το 2005 αυξήθηκε, το επιτόκιο διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων παρέμεινε αμετάβλητο, οι τράπεζες συνέχισαν να επενδύουν το μεγαλύτερο ποσοστό των ημερήσιων πλεοναζόντων αποθεματικών τους στο λογαριασμό της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων της ΕΤΤΣ. Κατά την γνώμη μας για μια τέτοια συμπεριφορά των τραπεζών υπάρχουν μερικές πιθανές εξηγήσεις. Πρώτον, οι τράπεζες είναι τόσο αβέβαιες για τις πληθωριστικές τάσεις που θεωρούν τη διευκόλυνση αυτή ως μία από τις πιο σίγουρες βραχυπρόθεσμες

⁹⁶ Στον υπολογισμό των αξιών σε ευρώ χρησιμοποιήθηκαν συναλλαγματικές ημερήσιες ισοτιμίες (μέσες τιμές) του δηναρίου έναντι του ευρώ, στην περίοδο 2002-2005.

επενδύσεις. Από την άλλη πλευρά, μια τέτοια κατάσταση μπορεί να είναι το αποτέλεσμα του γεγονότος ότι οι τράπεζες δεν έχουν και πολλές επενδυτικές επιλογές στην αγορά, εάν εξαιρέσουμε τα πιστωτικά δάνεια τα οποία τα τελευταία χρόνια αυξήθηκαν σημαντικά.

Οι τράπεζες μπορούν να χρησιμοποιούν τη **διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης** για την απόκτηση ρευστότητας.⁹⁷ Αυτή η χρηματοδότηση είναι με ενέχυρο τίτλων της ΕΤΤΣ (έντοκα γραμμάτια της ΕΤΤΣ), και τίτλων της Δημοκρατίας της Σερβίας (έντοκα γραμμάτια και ομόλογα). Η τράπεζα πρέπει να καταθέσει στην ΕΤΤΣ αίτηση πρόσβασης για διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης το αργότερο μέχρι τις 5 μ.μ., άρα 30 λεπτά πριν κλείσει το ΣΔΣΧ. Στην αίτηση πρέπει να δηλώνεται το ποσόν της χρηματοδότησης το οποίο δεν μπορεί να υπερβαίνει το ποσόν το οποίο έχει υπολογιστεί με βάση τα περιουσιακά στοιχεία τα οποία έχουν δοθεί ως ενέχυρο.

Αυτή η πίστωση προς τις τράπεζες ονομάζεται “LOMBARD”, και μπορεί να είναι ενδοημερησία πίστωση, πίστωση διάρκειας μίας ημέρας, πέντε ημερών και περισσότερο από πέντε ημέρες. Το επιτόκιο δεν είναι προκαθορισμένο, γεγονός που σημαίνει ότι προσδιορίζεται με βάση το (σταθμικό) μέσο επιτόκιο των αντιστρεπτέων πράξεων της ΕΤΤΣ του μήνα όπου χρησιμοποιήθηκε το “LOMBARD”, συν το συγκεκριμένο ποσοστό ανάλογα με τη διάρκεια της πίστωσης:

- ενδοημερησία πίστωση = 0%,
- πίστωση διάρκειας μίας ημέρας = REPO + 3%,
- πίστωση διάρκειας 5 ημερών = REPO + 6%, και
- πίστωση διάρκειας περισσότερο από 5 ημέρες = REPO + 9%.

Το επιτόκιο υπολογίζεται ως απλό επιτόκιο με βάση τον πραγματικό αριθμό ημερών και έτος 360 ημερών (*actual/360*), ο δε τόκος καταβάλλεται από την 1η έως τις 8 του επόμενου μηνός. Η ΕΤΤΣ εφαρμόζει τα μέτρα ελέγχου κινδύνου, ώστε να προστατευτεί από τον κίνδυνο να υποστεί οικονομική ζημία σε περίπτωση κατά την οποία η τράπεζα δεν εκπληρώσει τις υποχρεώσεις της. Τα χρεόγραφα τα οποία χρησιμοποιούνται ως ενέχυρο υπόκεινται σε ειδικές περικοπές αποτίμησης. Ανάλογα με τον τύπο και τη λήξη προθεσμίας του

⁹⁷ National Bank of Serbia, “Decision on Conditions and Manner of Extending Short-Term Liquidity Loans to Banks Against Collateral of Securities”, RS Official Gazette, no. 95/2005.

χρεογράφου, αφαιρείται ένα ορισμένο ποσοστό από την ονομαστική αξία σύμφωνα με την οποία προσδιορίζεται το ύψος της πίστωσης. Δυστυχώς η τρέχουσα αγοραία τιμή δεν μπορεί να εφαρμοστεί στην αξιολόγηση των περισσότερων τίτλων, επειδή στη Σερβία δεν υπάρχει αναπτυγμένη δευτερογενής αγορά για τους περισσότερους τίτλους, οι οποίοι είναι αποδεκτά περιουσιακά στοιχεία στη διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης. Τα επίπεδα περικοπών αποτίμησης που εφαρμόζονται στα αποδεκτά περιουσιακά στοιχεία είναι τα εξής:

- 20% στην ονομαστική αξία των έντοκων γραμματίων της ΕΤτΣ και έντοκων γραμματίων της Δημοκρατίας της Σερβίας, και
- 40% στην ονομαστική αξία των ομολόγων της Δημοκρατίας της Σερβίας με εναπομένουσα διάρκεια έως 2 έτη.

Το άλλο μέτρο ελέγχου κινδύνων είναι ότι οι τράπεζες, οι οποίες θέλουν να έχουν πρόσβαση σε αυτή τη διευκόλυνση, πρέπει να προσκομίσουν στη ΕΤτΣ τα πληρωτέα αξιόγραφα, με τα οποία η ίδια μπορεί να εισπράξει τις απαιτήσεις από την τράπεζα η οποία ή δεν επέστρεψε το δάνειο ή δεν πλήρωσε τους τόκους στην Κεντρική Τράπεζα. Πρέπει να τονιστεί ότι, σύμφωνα με τις λειτουργικές διαδικασίες του Κεντρικού Αποθετηρίου, σε περίπτωση αδυναμίας της τράπεζας να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις της, η ΕΤτΣ θα δώσει εντολή στην τράπεζα να ξεκινήσει τη διαδικασία πώλησης των χρεογράφων από την οποία θα εισπράξει την πίστωση την οποία δεν επέστρεψε η τράπεζα.

Αντίθετα από τη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων, οι τράπεζες πολύ σπάνια χρησιμοποιούν τη διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης. Βέβαια ο κύριος λόγος είναι η μεγάλη ρευστότητα στο τραπεζικό σύστημα και το γεγονός ότι ιδιαίτερα οι ξένες τράπεζες, οι οποίες λειτουργούν στη Σερβία, έχουν εύκολη πρόσβαση στις διεθνείς πηγές κεφαλαίων, που τους παρέχουν τη δυνατότητα να αποκτήσουν πολύ φτηνά τα κεφάλαια.

9.3.3. ΠΡΑΞΕΙΣ ΑΝΟΙΚΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ

Μπορούμε να πούμε ότι από τις πιο σημαντικές αλλαγές στα μέσα της νομισματικής πολιτικής της Εθνικής Τράπεζας της Σερβίας έχουν γίνει στις πράξεις ανοικτής αγοράς. Οι πράξεις ανοικτής αγοράς παίζουν σημαντικό ρόλο στη νομισματική πολιτική της Εθνικής Τράπεζας της Σερβίας, και ο

σκοπός τους είναι κυρίως η απορρόφηση ρευστότητας από το τραπεζικό σύστημα. Σε αντίθεση με τη δεκαετία του '90, οι πράξεις ανοικτής αγοράς είναι περισσότερο αγοραίες, επειδή στο τέλος του 2000 καταργήθηκε η υποχρέωση των εμπορικών τραπεζών να επενδύουν ορισμένο ποσοστό των καταθέσεων τους σε έντοκα γραμμάτια της Εθνικής Τράπεζας της Σερβίας. Σήμερα οι πάγιες διευκολύνσεις και πράξεις ανοικτής αγοράς, όπως και στην περίπτωση άλλων κεντρικών τραπεζών, σχηματίζουν το εύρος διακύμανσης των επιτοκίων, το οποίο αποτελείται από το ελάχιστο και μεγαλύτερο επιτόκιο που είναι επιθυμητό, για την κίνηση των επιτοκίων στην αγορά χρήματος. Όσον αφορά τα μέσα που χρησιμοποιούνται, οι αντιστρεπτέες πράξεις – REPOS αποτελούν σήμερα το βασικό μέσο πράξεων ανοικτής αγοράς με τις οποίες η Εθνική Τράπεζα της Σερβίας ξεκίνησε τον Ιανουάριο του 2005, ενώ οι οριστικές πράξεις βασίζονται στην έκδοση και πώληση των έντοκων γραμματίων της Εθνικής Τράπεζας της Σερβίας, που διενήργησε η Εθνική Τράπεζα της Σερβίας από το Νοέμβριο του 2000 μέχρι τον Ιανουάριο του 2005. Ο κύριος λόγος, ο οποίος κατέστησε δυνατή τη διενέργεια των REPOS, ήταν η μετατροπή, στο τέλος του 2004, των απαιτήσεων της Εθνικής Τράπεζας της Σερβίας προς το Δημόσιο σε ομόλογα ύψους 19.7 δισεκατομμυρίων δηναρίων (250 εκατομμυρίων ευρώ).⁹⁸ Αυτά τα ομόλογα που έγιναν ιδιοκτησία της Εθνικής Τράπεζας της Σερβίας, αποδίδουν εξαμηνιαίο τοκομερίδιο το οποίο είναι 4.5% (ετησίως), και έχουν τις ακόλουθες ημερομηνίες λήξης:

- στις 31.12.2006, 3.0 δισεκατομμύρια δηνάρια,
- στις 31.12.2007, 6.0 δισεκατομμύρια δηνάρια, και
- στις 31.12.2010, 10.7 δισεκατομμύρια δηνάρια.

Ο δεύτερος λόγος είναι ότι, με τα ομόλογα που χρησιμοποιεί στα REPOS, η ΕΤΤΣ ήθελε να ενισχύσει την ανάπτυξη της δευτερογενούς αγοράς χρεογράφων και της διατραπεζικής αγοράς των REPOS και ο τρίτος λόγος ήταν η μείωση των λειτουργικών εξόδων τα οποία υπήρχαν στην έκδοση και πώληση των έντοκων γραμματίων.

Πρέπει να τονιστεί ότι, όπως και στην περίπτωση των πάγιων διευκολύνσεων, όλες οι διαδικασίες ανάμεσα στις τράπεζες και την ΕΤΤΣ εκτελούνται αυτόματα μέσω του δικτύου του ΣΔΣΧ με τη μορφή των μη

⁹⁸ "Law on the Settlement of Obligations of the Republic of Serbia towards the National Bank of Serbia", RS Official Gazette, no. 135/2004.

χρηματοοικονομικών μηνυμάτων του SWIFT (Σύστημα Ηλεκτρονικών Συναλλαγών Τίτλων της Εθνικής Τράπεζας της Σερβίας – ΣΗΣΤ ΕΤτΣ). Αυτό το σύστημα λειτουργεί από τον Οκτώβριο του 2003, αφότου η Κεντρική Τράπεζα ξεκίνησε να οργανώνει τις δημοπρασίες των έντοκων γραμματίων, ενώ από το Νοέμβριο του 2000 μέχρι το Οκτώβριο του 2003 οι δημοπρασίες των έντοκων γραμματίων της Εθνικής Τράπεζας της Σερβίας οργανώθηκαν στο Χρηματιστήριο Βελιγραδίου (BELEX). Μέσω αυτού του συστήματος όλες οι διαδικασίες δημοπρασίας διενεργούνται σε ορισμένες φάσεις και σε ορισμένα χρονικά διαστήματα, όπως είναι:

- η ανακοίνωση της δημοπρασίας,
- η κατάρτιση και υποβολή προσφορών εκ μέρους των τραπεζών,
- η κατανομή των αποτελεσμάτων της δημοπρασίας, και
- ο διακανονισμός των συναλλαγών.

Τα κύρια λειτουργικά χαρακτηριστικά των πράξεων ανοικτής αγοράς συνοψίζονται ως εξής:

- είναι πράξεις απορρόφησης ρευστότητας με την πώληση των χρεογράφων,
- διενεργούνται τακτικά δύο φορές την εβδομάδα (κάθε Τετάρτη και Παρασκευή) και έκτακτα μία φορά την εβδομάδα,
- συνήθως έχουν διάρκεια δύο εβδομάδων και εξήντα ημερών,
- διενεργούνται μέσω δημοπρασιών οι οποίες συνήθως είναι με ανταγωνιστικό πολλαπλό επιτόκιο («δημοπρασία αμερικανικού τύπου») και μπορούν να είναι με σταθερό επιτόκιο ή με ανταγωνιστικό ενιαίο επιτόκιο («δημοπρασία ολλανδικού τύπου»),
- τα περιουσιακά στοιχεία τα οποία είναι δεκτά στις αγοραπωλησίες είναι τα έντοκα γραμμάτια της ΕΤτΣ και οι τίτλοι της Δημοκρατίας της Σερβίας – έντοκα γραμμάτια (βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα) και ομόλογα (μακροπρόθεσμα χρεόγραφα),
- το επιτόκιο που εφαρμόζεται στις αντιστρεπτές και οριστικές πράξεις ανοικτής αγοράς είναι ένα απλό επιτόκιο με βάση τις πραγματικές ημέρες και έτος 360 ημερών (actual/360),
- ως μέτρα ελέγχου κινδύνου η ΕΤτΣ εφαρμόζει στις αντιστρεπτές πράξεις τα αρχικά περιθώρια (στην πώληση των χρεογράφων) και περικοπές αποτίμησης (στην αγορά των χρεογράφων) τα οποία

εφαρμόζονται στην ονομαστική αξία των χρεογράφων, επειδή δεν υπάρχουν οι αγοραίες τιμές λόγω της μη αναπτυγμένης δευτερογενούς αγοράς,

- οι πράξεις ανοικτής αγοράς εκτελούνται σύμφωνα με το ενδεικτικό ημερολογιακό πρόγραμμα που δημοσιεύει κάθε μήνα η ΕΤΤΣ,
- οι διαδικασίες εκκαθάρισης και διακανονισμού των συναλλαγών των πράξεων ανοικτής αγοράς είναι στο Κεντρικό Αποθετήριο, με το σύστημα ταυτόχρονης παράδοσης και πληρωμής (DVP – Delivery Versus Payment), ενώ οι συνήθεις ημερομηνίες διακανονισμού των πράξεων ανοικτής αγοράς είναι T+0, που σημαίνει την ίδια ημέρα της συναλλαγής,
- οι αντιστρεπτές πράξεις μεταξύ της ΕΤΤΣ και των τραπεζών συνάπτονται με βάση το Γενικό Συμβόλαιο του REPO (Global Master Repo Agreement) το οποίο βασίζεται στα βασικά πρότυπα της τυποποιημένης σύμβασης, η οποία δημιουργήθηκε στην δεκαετία του '90 από τους διεθνείς χρηματοοικονομικούς φορείς, από τη Διεθνή Ένωση Φορέων Κεφαλαιαγοράς (International Securities Market Association) και την Ένωση Αγορών Συνεταιρισμών (The Bond Markets Association).⁹⁹

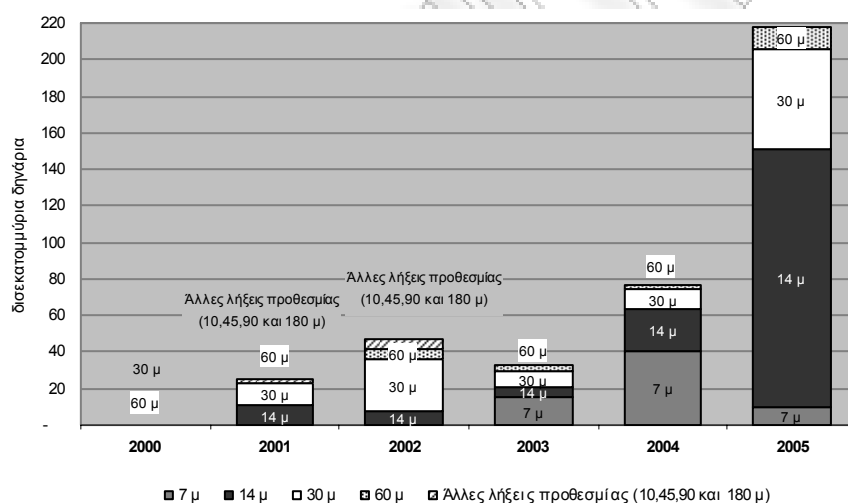
Σχετικά με τη χρονική διάρκεια των πράξεων ανοικτής αγοράς τονίζουμε ότι τα τελευταία πέντε χρόνια η ΕΤΤΣ έχει εφαρμόσει μία ποικιλία διαφορετικών χρονικών διαρκειών, δηλαδή από 7, 10, 14, 30, 45, 90 ημέρες και 180 ημέρες. Πρέπει, όμως, να σημειωθεί ότι σε όλη την πενταετία οι περισσότερες πράξεις ανοικτής αγοράς ήταν με χρονικές διάρκειες 7, 14, 30 και 60 ημερών, ενώ τα τελευταία δύο χρόνια η συναλλαγή διάρκειας δύο εβδομάδων έχει γίνει πλέον μόνιμη. Το 2001 και 2002 η ΕΤΤΣ σταμάτησε να παρεμβαίνει στην αγορά χρήματος με χρονικές διάρκειες 10, 45, 90 και 180 ημερών. Πρώτον οι τράπεζες δεν έδειξαν μεγάλο ενδιαφέρον για την αγορά έντοκων γραμματίων με τέτοιες χρονικές διάρκειες, ιδιαίτερα για τις συναλλαγές οι οποίες είχαν διάρκεια 90 και 180 ημέρες. Ο δεύτερος λόγος είναι ότι από τον Απρίλιο του 2002 η ΕΤΤΣ ξεκίνησε αντί για δεκαήμερη μηνιαία τήρηση υποχρεωτικών

⁹⁹ National Bank of Serbia, "Decision on the Requirements for and Manner of Implementing Open Market Operations by the National Bank of Serbia", RS Official Gazette, 2004, 2005.

ελάχιστων αποθεματικών, που έκανε ελκυστική την επένδυση στις συναλλαγές, με χρονικές διάρκειες δύο και τεσσάρων εβδομάδων.

Από το 2001 μέχρι το 2005, οι τράπεζες έδειξαν μεγαλύτερο ενδιαφέρον να επενδύσουν στις συναλλαγές των Π.Α.Α. με χρονικές διάρκειες 14, 30 και 7 ημερών. Όμως, πρέπει να τονίσουμε ότι η ΕΤτΣ στις δημοπρασίες που οργάνωσε προσέφερε περισσότερο την πώληση χρεογράφων με τις πιο βραχυπρόθεσμες χρονικές διάρκειες. Από το 2004 παρατηρείται αυξημένη ζήτηση των τραπεζών για συμμετοχή στις Π.Α.Α. με την ΕΤτΣ. Έτσι τα τελευταία δύο χρόνια η συνολική αξία των χρεογράφων τα οποία η ΕΤτΣ πούλησε στις τράπεζες έφτασε τα 77 δισεκατομμύρια δηνάρια (1.75 δισεκατομμύρια ευρώ) το 2004, ενώ το 2005 έφτασε στα 217 δισεκατομμύρια δηνάρια (2.6 δισεκατομμύρια) – παρακάτω διάγραμμα 16.

Διάγραμμα 16: Συνολικοί όγκοι και λήξεις προθεσμίας των Π.Α.Α. της ΕΤτΣ, 2000-2005

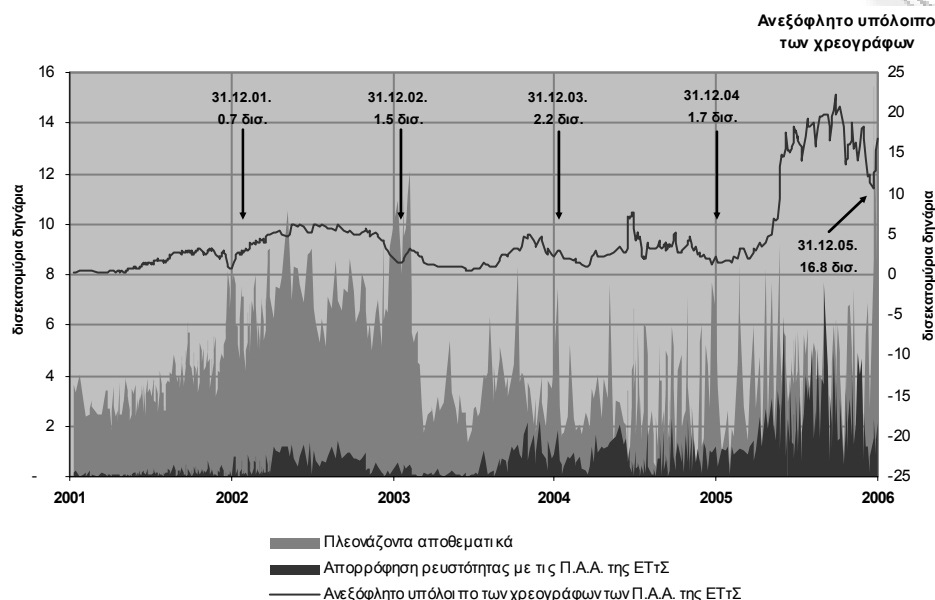


Πηγή: Εθνική Τράπεζα της Σερβίας

Πρέπει να επισημάνουμε ότι αυτή η αξία δεν εκφράζει πόσο αποτελεσματική ήταν η ΕΤτΣ στην απορρόφηση ρευστότητας από το τραπεζικό σύστημα. Επειδή οι πράξεις δεν έχουν μεγάλη εναπομένουσα διάρκεια, μετά από ένα χρονικό διάστημα η ΕΤτΣ πρέπει να επιστρέψει τα ποσά τα οποία απορρόφησε στο τραπεζικό σύστημα, δηλαδή στην ημερομηνία λήξης των συναλλαγών των Π.Α.Α. Για το λόγο αυτό είναι σημαντικό να δώσουμε προσοχή στο ποσόν του ανεξόφλητου υπόλοιπου των χρεογράφων στο τέλος των περιόδων που έχουν ορισθεί (στο τέλος του μήνα ή του χρόνου) που δείχνει το αποτέλεσμα των Π.Α.Α. Στο παρακάτω διάγραμμα 17 έχουμε

συγκρίνει τα ημερήσια στοιχεία των πλεοναζόντων αποθεματικών με τα ποσά τα οποία απορρόφησε η ΕΤτΣ από το τραπεζικό σύστημα μέσω των Π.Α.Α.

Διάγραμμα 17: Αποτελεσματικότητα των Π.Α.Α. της ΕΤτΣ (ημερήσια στοιχεία), 2001-2005



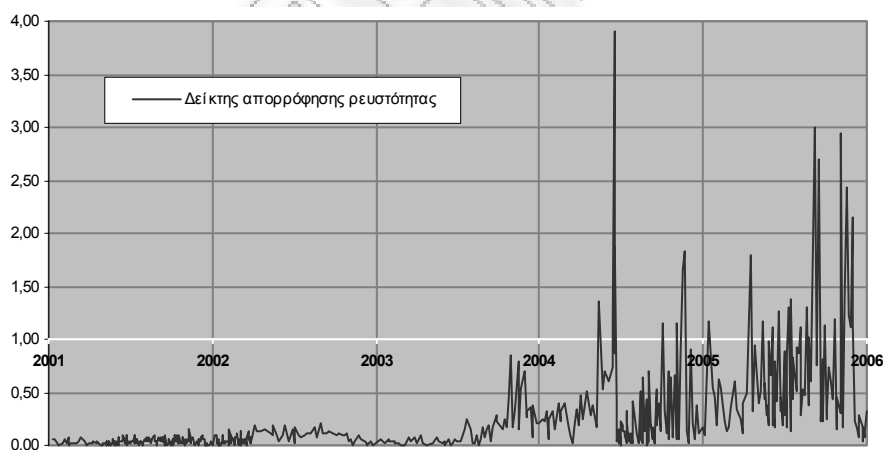
Πηγή: Εθνική Τράπεζα της Σερβίας

Όπως βλέπουμε, από το τέλος του 2003 η ΕΤτΣ κατάφερε να απορροφήσει πιο πολλά πλεονάζοντα αποθεματικά από ότι στα προηγούμενα χρόνια. Έτσι στο τέλος του 2003 το ανεξόφλητο υπόλοιπο των χρεογράφων έφτασε τα 2.2 δισεκατομμύρια δηνάρια (32.5 εκατομμύρια ευρώ), στο τέλος του 2004 τα 1.7 δισεκατομμύρια δηνάρια (22.2 εκατομμύρια ευρώ) και στο τέλος του 2005 τα 16.8 δισεκατομμύρια δηνάρια (196.7 εκατομμύρια ευρώ).¹⁰⁰ Τα αποτελέσματα των δημοπρασιών της ΕΤτΣ είχαν θετική επίδραση στο ανεξόφλητο ποσόν των χρεογράφων, το οποίο στις 25. Ιουνίου του 2004 έφτασε τα 7.7 δισεκατομμύρια δηνάρια (107 εκατομμύρια ευρώ) και ήταν το μεγαλύτερο ποσόν από το 2001. Μόνο μετά το Μάιο του 2005 το ανεξόφλητο υπόλοιπο των χρεογράφων ξεπέρασε τα 5.5 δισεκατομμύρια δηνάρια (62 εκατομμύρια ευρώ) ενώ μέσα στον ίδιο μήνα το ποσόν αυτό ξεπέρασε τα 12 δισεκατομμύρια δηνάρια (150 εκατομμύρια ευρώ) αυξανόμενο μέχρι το τέλος του 2005 σε 16.8 δισεκατομμύρια δηνάρια (196.7 εκατομμύρια ευρώ).

¹⁰⁰ Στον υπολογισμό των αξιών σε ευρώ χρησιμοποιήθηκαν συναλλαγματικές με ημερήσιες ισοτιμίες (μέσες τιμές) του δηναρίου έναντι του ευρώ στο τέλος του μήνα, στην περίοδο 2001-2005.

Η αποτελεσματικότητα των Π.Α.Α. μπορεί να υπολογιστεί με το «Δείκτη απορρόφησης της ρευστότητας» ο οποίος μας δείχνει κατά πόσο οι τράπεζες είναι πρόθυμες να επενδύσουν τα πλεονάζοντα αποθεματικά τους στις συναλλαγές των Π.Α.Α. $\left(\Delta AP = \frac{\text{απορροφημένη ρευστότητα}}{\text{πλεονάζοντα αποθεματικά}} \right)$. Αυτός ο δείκτης υπολογίστηκε με βάση τα ποσά της απορροφημένης ρευστότητας των πλεοναζόντων αποθεματικών τις ημέρες που η ΕΤΣ οργάνωσε τις δημοπρασίες. Εάν ο δείκτης είναι το 1, αυτό σημαίνει ότι οι τράπεζες αποφάσισαν να επενδύσουν σε συναλλαγές των Π.Α.Α. όλα τα πλεονάζοντα αποθεματικά τους στο τέλος της προηγούμενης ημέρας. Εάν αυτός ο δείκτης είναι μεγαλύτερος από 1, τότε σημαίνει ότι οι τράπεζες ήταν πρόθυμες να επενδύσουν πολύ περισσότερο από ότι είχαν στα πλεονάζοντα αποθεματικά τους και αντίθετα, εάν ο δείκτης είναι κάτω από 1, τότε αυτό σημαίνει ότι οι τράπεζες ήταν έτοιμες κατά ένα μόνο ποσοστό των πλεοναζόντων αποθεματικών τους να επενδύσουν στις συναλλαγές των Π.Α.Α. (παρακάτω διάγραμμα 18).¹⁰¹

Διάγραμμα 18: Δείκτης απορρόφησης ρευστότητας (ημερήσια στοιχεία), 2001-2005



Όπως μας δείχνει το παραπάνω διάγραμμα 18, στο τέλος του 2004 και του 2005 ο δείκτης υπερβαίνει το 0,5 και το 1, που σημαίνει ότι οι τράπεζες επένδυσαν πολύ περισσότερα αποθεματικά τους στις συναλλαγές των Π.Α.Α.

¹⁰¹ Τις ημέρες που οργανώνονται οι δημοπρασίες (το πρωί ή το μεσημέρι) χρησιμοποιήθηκαν τα στοιχεία των πλεοναζόντων αποθεματικών των τραπεζών στο τέλος της προηγούμενης εργάσιμης μέρας. Πρέπει να προσέξουμε ότι την μέρα των δημοπρασιών οι τράπεζες έχουν δυνατότητα να επενδύσουν τα κεφάλαιά τους σε συναλλαγές των Π.Α.Α. τα οποία θα αποκτήσουν εκείνη την ημέρα και τα οποία δεν είναι πλήρως γνωστά, π.χ. τα κεφάλαια από τις διατραπεζικές συναλλαγές, από την πρόσβαση στην διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης, από τις εισπράξεις των απαιτήσεων από τους πελάτες τους, κλπ. Για το λόγο αυτό ο δείκτης αυτός μπορεί να υπερβαίνει το 1.

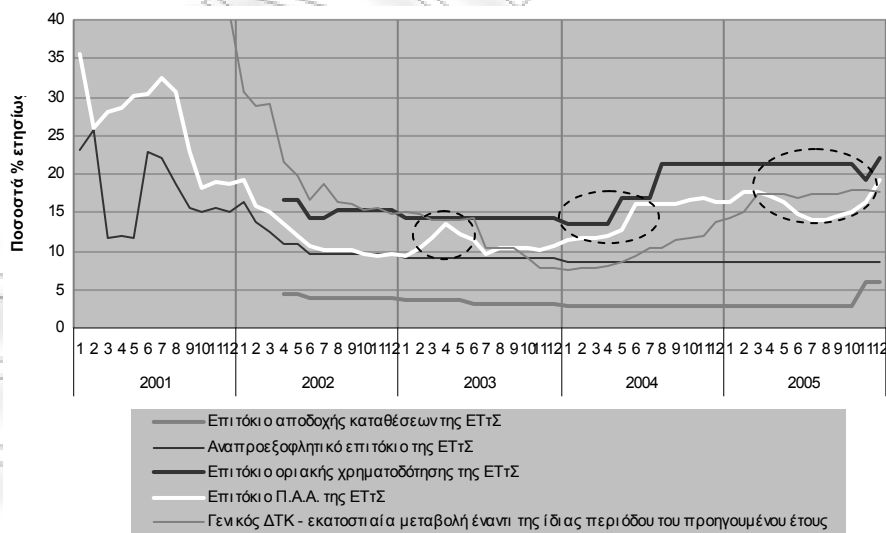
από ότι την περίοδο 2001-2003. Αυτά τα στοιχεία μας δείχνουν πόσο αποτελεσματικές ήταν οι Π.Α.Α. τα τελευταία χρόνια ή αντίθετα ότι οι τράπεζες έδειξαν μεγαλύτερο ενδιαφέρον από ότι είχαν δείξει στο παρελθόν. Κατά την εκτίμησή μας ορισμένοι παράγοντες συντέλεσαν στη βελτίωση των αποτελεσμάτων των Π.Α.Α. της ΕΤΤΣ. Πρώτον, στην αρχή του 2003 άρχισε να λειτουργεί το Σύστημα Διακανονισμού σε Συνεχή Χρόνο της ΕΤΤΣ. Έτσι για πρώτη φορά οι τράπεζες άρχισαν να εκτελούν διατραπεζικές πληρωμές άμεσα και όχι όπως ήταν πριν μέσω της ΕΤΤΣ. Αυτό το σύστημα επιτάχυνε και διευκόλυνε τις διατραπεζικές συναλλαγές. Δεύτερον, από τις 10 Οκτωβρίου του 2003 η ΕΤΤΣ ξεκίνησε να οργανώνει τις δημοπρασίες μέσω του δικού της συστήματος – Σύστημα Ηλεκτρονικών Συναλλαγών Τίτλων (ΣΗΣΤ). Αυτό το σύστημα μείωσε σημαντικά το κόστος που είχαν οι τράπεζες όταν οργανώνονταν οι δημοπρασίες στο BELEX, όπως οι προμήθειες των μεσολαβητών και του χρηματιστηρίου. Επίσης το καινούργιο σύστημα διευκολύνει τις τράπεζες να συμμετέχουν στις δημοπρασίες, να αλλάζουν τις προσφορές τους και να παραιτούνται κατά τη διάρκεια της υποβολής των προσφορών. Τρίτον, όπως μας δείχνουν τα στοιχεία στο παρά κάτω διάγραμμα 19, από το 2003 η πολιτική των επιτοκίων των Π.Α.Α. της ΕΤΤΣ είναι ανοδική. Συγκρίνοντας αυτά τα στοιχεία με το μηνιαίο Γενικό ΔTK αποδεικνύεται ότι τα επιτόκια των Π.Α.Α. σχεδόν σε όλη την περίοδο έφεραν θετική απόδοση με ταυτόχρονη αύξηση πώλησης των χρεογράφων των Π.Α.Α. Αυτό σημαίνει ότι ακόμα και υπό συνθήκες υψηλού πληθωρισμού η επένδυση στις Π.Α.Α. είναι κερδοφόρα για τις τράπεζες, ή ότι οι τόκοι τους οποίους πληρώνει η ΕΤΤΣ στις Π.Α.Α. δεν είναι υποτιμημένοι.¹⁰² Έτσι συμπεραίνουμε ότι η ανοδική τάση των επιτοκίων στις πράξεις 7, 14, 30 και 60 ημέρες ήταν ένας από τους σημαντικότερους παράγοντες που επηρέασε την αποτελεσματικότητα των Π.Α.Α - παρακάτω διάγραμμα 19.

¹⁰² Ας προσέξουμε όμως ότι τον μηνιαίο Γενικό ΔTK έχουμε υπολογίσει σε ετήσια βάση για τους συγκριτικούς λόγους με το σταθμικό επιτόκιο στις Π.Α.Α.. Παραδείγματος χάριν, εάν τον Αύγουστο του 2005 ο Γενικός ΔTK ήταν 0,40% (μεταβολή του προηγούμενου μήνα) με υπολογισμό απλού επιτοκίου, σε ετήσια βάση είναι 4,65% ($0,40 \times 360/31$). Στην ίδια περίοδο το μέσο επιτόκιο στις Π.Α.Α. είναι 14,11% (απλό επιτόκιο με βάση τις πραγματικές ημέρες και έτος 360 ημερών - $actual/360$). Άρα, με απλό υπολογισμό συμπεραίνουμε ότι η καθαρή απόδοση στο συγκεκριμένο μήνα είναι 9,04% ($\frac{(\frac{14,11}{100})+1}{(\frac{4,65}{100})+1} = \frac{1,1411}{1,0465} = 1,0904 = (1,0904 - 1) \times 100 = 9,04\%$).

δανείων υπολογίζονταν βάσει αυτού του επιτοκίου. Επίσης, βάσει του αναπροεξοφλητικού επιτοκίου η Εθνική Τράπεζα της Σερβίας προσδιόρισε τα επιτόκια των πράξεων ανοικτής αγοράς και το επιτόκιο της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης.

Σήμερα όμως, το αναπροεξοφλητικό επιτόκιο δεν θεωρείται το επιτόκιο με το οποίο η Κεντρική Τράπεζα καθορίζει τα επιτόκια των πάγιων διευκολύνσεων και πράξεων ανοικτής αγοράς. Έτσι, για παράδειγμα, σήμερα η Εθνική Τράπεζα της Σερβίας μόνο στα ελάχιστα υποχρεωτικά αποθεματικά υπολογίζει επιτόκιο, το οποίο είναι 35% του αναπροεξοφλητικού επιτοκίου (8,5%), άρα, 2,975%. Τα επιτόκια που εφαρμόζονται στις πράξεις ανοικτής αγοράς αποφασίζονται από τον Διοικητή ή Υποδιοικητή της Κεντρικής Τράπεζας, ενώ το επιτόκιο το οποίο εφαρμόζεται στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων αποφασίζεται από το Συμβούλιο Νομισματικής Πολιτικής. Αντίθετα, τα επιτόκια τα οποία εφαρμόζονται στους διάφορους τύπους διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης – το “LOMBARD”, υπολογίζονται με βάση το (σταθμικό) μέσο επιτόκιο των αντιστρεπτέων πράξεων του μήνα που πραγματοποιήθηκε το δάνειο.

Διάγραμμα 20: Εύρος διακύμανσης επιτοκίων (μέσος όρος, μηνιαία στοιχεία) της ΕΤτΣ, 2001-2005



Πηγή: Εθνική Τράπεζα της Σερβίας

Όπως προκύπτει από το παραπάνω διάγραμμα 20, τα βασικά επιτόκια (τα επιτόκια στις πράξεις ανοικτής αγοράς και στις πάγιες διευκολύνσεις) της ΕΤτΣ δεν είναι συντονισμένα. Ουσιαστικά το αναπροεξοφλητικό επιτόκιο έχει

πολύ λίγο αλλάξει τα τελευταία χρόνια, παρόλο που οι πληθωριστικές πιέσεις, ιδιαίτερα τα τελευταία δύο χρόνια, έχουν αυξηθεί, γεγονός που σημαίνει ότι το βασικό επιτόκιο είναι τα επιτόκια με τα οποία η Κεντρική Τράπεζα παρεμβαίνει στην αγορά χρήματος. Δεύτερον, το μέσο επιτόκιο των Π.Α.Α. αλλάζει συνέχεια ανεξάρτητα από το αναπροεξοφλητικό επιτόκιο. Επίσης, το επιτόκιο αυτό, σύμφωνα με την απόφαση του Συμβουλίου της Νομισματικής Πολιτικής από το Νοέμβριο του 2005, επηρεάζει μόνο το ύψος του επιτοκίου της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης, ενώ το επιτόκιο για διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων αλλάζει ανεξάρτητα από τα επιτόκια των Π.Α.Α. Επίσης πρέπει να τονίσουμε ότι στην τελευταία Έκθεση για τη νομισματική πολιτική για το έτος του 2006, καθορίζεται ότι το επιτόκιο των πράξεων ανοικτής αγοράς οι οποίες έχουν χρονική διάρκεια 14 ημέρες, θα έχει ρόλο βασικού επιτοκίου που θα σηματοδοτεί την τάση της αγοράς.¹⁰³ Τρίτον, δεν υπάρχει ένα περιθώριο ανάμεσα στα επιτόκια των Π.Α.Α. και στα επιτόκια των πάγιων διευκολύνσεων τα οποία είναι το ανώτατο και το κατώτατο επιτόκιο στο εύρος διακύμανσης των επιτοκίων. Για παράδειγμα, σε κάποιες περιόδους του 2003, του 2004 και του 2005 η αύξηση ή μείωση του μέσου επιτοκίου των Π.Α.Α. ήταν μεγαλύτερη σε σχέση με το επιτόκιο διευκόλυνσης της οριακής χρηματοδότησης. Επίσης, την ίδια περίοδο παρατηρείται ότι σε κάποιους μήνες το μέσο επιτόκιο των Π.Α.Α. αυξήθηκε τόσο που πλησίασε το ανώτατο επιτόκιο στο εύρος διακύμανσης των επιτοκίων. Από την άλλη πλευρά, το μικρότερο επιτόκιο – το επιτόκιο αποδοχής καταθέσεων άλλαξε για λίγες εκατοστιαίες μονάδες.

Σχετικά με τα αναφερόμενα, φαίνεται ότι οι αρμόδιοι της νομισματικής πολιτικής δεν είναι τόσο βέβαιοι για τις πληθωριστικές τάσεις, αφού το μέσο επιτόκιο των Π.Α.Α. κυμαίνεται περισσότερο σε σύγκριση με το Γενικό ΔΤΚ. Για το λόγο αυτό δεν υπάρχει «απόσταση» ανάμεσα στα επιτόκια ή, με άλλα λόγια, τα επιτόκια δεν είναι μεταξύ τους προσαρμοσμένα. Κανονικά, σε περίπτωση που το επιτόκιο ορισμένης χρονικής διάρκειας των Π.Α.Α. είναι το βασικό επιτόκιο της Κεντρικής Τράπεζας, τότε πρέπει με αυτό να προσαρμόζονται και τα υπόλοιπα επιτόκια, τα οποία αποτελούν το εύρος διακύμανσης των βασικών επιτοκίων της Κεντρικής Τράπεζας. Σημειωτέον ότι αυτό το επιτόκιο πρέπει να είναι το βασικό επιτόκιο με το οποίο παρεμβαίνει η

¹⁰³ National Bank of Serbia, "Decision on determining the monetary policy programme of the National Bank of Serbia for the year 2006", RS Official Gazette, no. 113/2005.

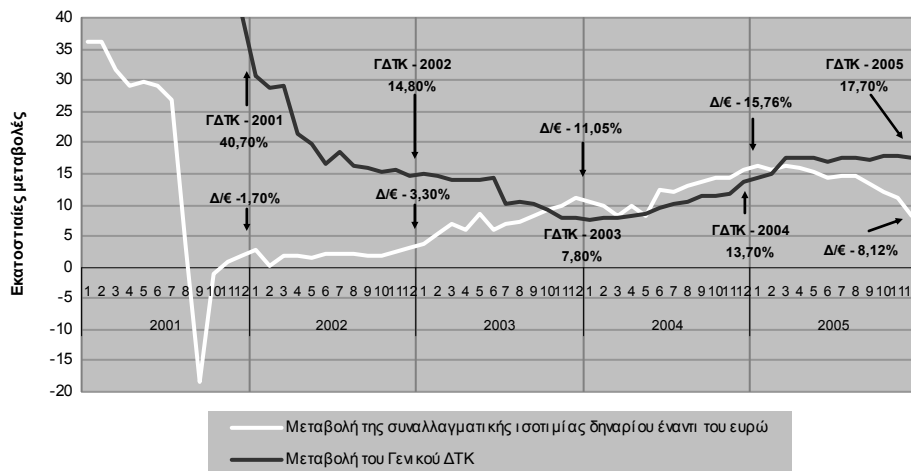
Κεντρική Τράπεζα υπολογίζοντας τις τάσεις του Γενικού ΔΤΚ, και όχι το αναπροεξοφλητικό επιτόκιο το οποίο θεωρούμε ως «περίσσειμα» στην πολιτική επιτοκίων.

9.4. ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΤΗΣ ΕΘΝΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΤΗΣ ΣΕΡΒΙΑΣ

Από τον Οκτώβριο του 2001 η Διοίκηση της Εθνικής Τράπεζας της Σερβίας εγκαινίασε νέο γύρο μεταρρυθμίσεων στη συναλλαγματική πολιτική. Πολλοί συναλλαγματικοί έλεγχοι καταργήθηκαν ή χαλάρωσαν και το συναλλαγματικό καθεστώς ενοποιήθηκε με την ευθυγράμμιση της επίσημης συναλλαγματικής ισοτιμίας με εκείνη της «γκρίζας» αγοράς. Ένας από τους στόχους της νομισματικής πολιτικής σε εκείνη την περίοδο ήταν να υποστηρίξει το καινούργιο συναλλαγματικό καθεστώς το οποίο θεωρούμε περισσότερο ως ελεγχόμενο ευέλικτο καθεστώς της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Αυτά τα μέτρα ήταν σημαντικά για τη στήριξη των γενικών οικονομικών πολιτικών της κυβέρνησης και την περαιτέρω ανάπτυξη των χρηματοοικονομικών αγορών. Επίσης πρέπει να τονίσουμε ότι αυτή η πολιτική όχι μόνο συνεισέφερε στην ενίσχυση της εμπιστοσύνης στο εθνικό νόμισμα και τον τερματισμό της «γκρίζας» αγοράς, η οποία είχε κυριαρχήσει στη δεκαετία το '90, αλλά και στη μείωση των πληθωριστικών προσδοκιών, ιδιαίτερα στην περίοδο 2002 – 2003.

Όπως δείχνει το παρακάτω διάγραμμα 21, μπορούμε να πούμε ότι η πορεία της συναλλαγματικής ισοτιμίας τα περισσότερα χρόνια ήταν προδιαγεγραμμένη, αφού οι εκατοστιαίες μεταβολές του Γενικού ΔΤΚ ήταν μεγαλύτερες από τις μεταβολές της συναλλαγματικής ισοτιμίας του δηναρίου έναντι του ευρώ, εκτός από το τέλος του 2003 και το 2004. Συνολικά από τα έτη 2001, 2002, 2003 και 2005 το δηνάριο ανατιμήθηκε ενώ στους τελευταίους μήνες του 2003 και το 2004 υποτιμήθηκε σε σχέση με το εγχώριο Γενικό ΔΤΚ.

Διάγραμμα 21: Εκατοστιαίες μεταβολές Γενικού ΔTK και συναλλαγματικής ισοτιμίας του δηναρίου έναντι του ευρώ σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του προηγούμενου έτους, 2001-2005

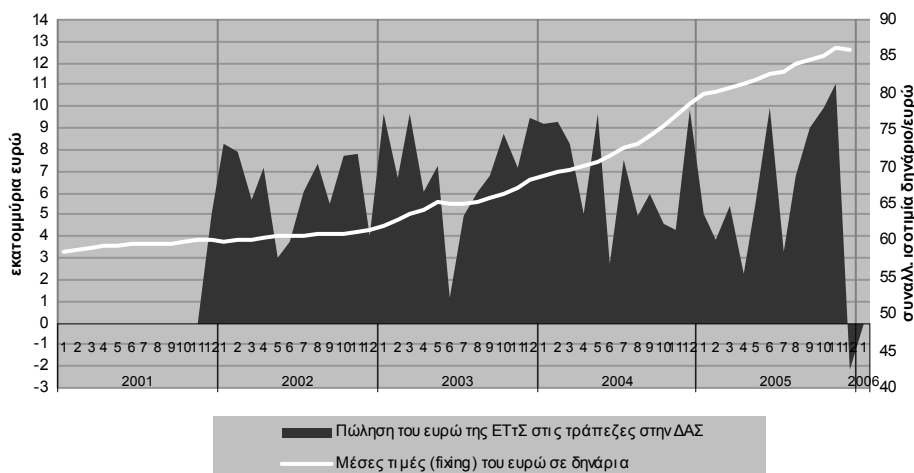


Πηγή: Εθνική Τράπεζα της Σερβίας

Σε όλα τα χρόνια της λειτουργίας της Διατραπεζικής Αγοράς Συναλλάγματος (ΔΑΣ) - στο "fixing", το οποίο οργανώνεται στην Κεντρική Τράπεζα, η ΕΤτΣ παρέμβαινε κυρίως με την πώληση του ξένου συναλλάγματος ικανοποιώντας τη ζήτηση των τραπεζών.¹⁰⁴ Κατά μέσο όρο σε κάθε συνεδρίαση του "fixing" η ΕΤτΣ το 2002 πούλησε στις τράπεζες 6.6 εκατομμύρια ευρώ, το 2003, 6.9 εκατομμύρια ευρώ, το 2004, 6.2 εκατομμύρια ευρώ και το 2005, 5.8 εκατομμύρια ευρώ (παρακάτω διάγραμμα 22).

¹⁰⁴ Η Διατραπεζική Αγορά Συναλλάγματος (ΔΑΣ) ονομάζεται και "fixing". Σε κάθε συνεδρίαση του "fixing" σε ορισμένο χρονικό διάστημα, οι τράπεζες υποβάλλουν μέσω του ηλεκτρονικού συστήματος REUTERS τις προσφορές τους για την αγορά ή πώληση του ξένου συναλλάγματος. Η ΕΤτΣ παρεμβαίνει ως αγοραστής ή πωλητής ισορροπώντας τη ζήτηση ή προσφορά του ξένου συναλλάγματος. Μόνο στη συνεδρίαση του "fixing", με βάση την προσφορά και ζήτηση, προσδιορίζεται η μέση τιμή της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Στις τράπεζες επιτρέπεται να κάνουν αγοραπωλησίες ξένου συναλλάγματος, εκτός τη συνεδρίαση του "fixing".

Διάγραμμα 22: Μεταβολές συναλλαγματικής ισοτιμίας δηνναρίου (μέση τιμή, μηνιαία στοιχεία) έναντι ευρώ και επέμβαση της ΕΤΤΣ στην ΔΑΣ (μέσος όρος, μηνιαία στοιχεία), 2001-2005



Πηγή: Εθνική Τράπεζα της Σερβίας

9.5. ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ

Τα τελευταία χρόνια έχουν ψηφιστεί πολλοί καινούριοι μεταρρυθμιστικοί νόμοι, οι οποίοι είναι σημαντικοί για την ανάπτυξη της οικονομίας και του χρηματοπιστωτικού συστήματος, όπως είναι: ο «Νόμος για την ιδιωτικοποίηση», ο «Νόμος για το φόρο προστιθέμενης αξίας» (Φ.Π.Α.), ο «Νόμος για τις τράπεζες», ο «Νόμος για την Αγορά αξιόγραφων και άλλων χρηματοπιστωτικών μέσων» κλπ. Επίσης εκτός από τον τραπεζικό κλάδο, σημαντικές εξελίξεις έχουν γίνει και στις χρηματοοικονομικές αγορές. Το 2001 ιδρύθηκε το Κεντρικό Αποθετήριο Βελιγραδίου στην Εθνική Τράπεζα της Σερβίας, το οποίο από το 2003 λειτουργεί ως ανώνυμη εταιρεία. Η ίδρυση αυτού του χρηματοοικονομικού φορέα ήταν πολύ σημαντική για την ανάπτυξη των χρηματοοικονομικών αγορών στη Σερβία. Το Κεντρικό Αποθετήριο λειτουργεί με βάση τα διεθνή πρότυπα και τις συστάσεις της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών και της Διεθνούς Ένωσης Φορέων Κεφαλαιαγοράς. Αυτός ο οικονομικός φορέας τηρεί και διαχειρίζεται όλους τους τίτλους σε άυλη μορφή (book-entry form). Το Κεντρικό Αποθετήριο τηρεί τους λογαριασμούς έκδοσης, χρεογράφων και χρημάτων των μελών του. Ο τύπος του Συστήματος Διακανονισμού Τίτλων (ΣΔΤ) είναι το λεγόμενο "Autonomous model - central bank variant", που σημαίνει ότι το Κεντρικό Αποθετήριο έχει δικό του

χρηματικό λογαριασμό και συμμετέχει άμεσα στο ΣΔΣΧ της ΕΤΤΣ. Αυτός ο λογαριασμός χρησιμοποιείται για διακανονισμό των χρηματικών ποσών των μελών του Κεντρικού Αποθετηρίου από τις αγοραπωλησίες των χρεογράφων. Το Κεντρικό Αποθετήριο διενεργεί με δύο τρόπους τη μεταφορά χρεογράφων από τον ένα λογαριασμό στον άλλο ή από τον ένα φορέα στον άλλο με τη μέθοδο “Free of Payment (FOP)” η οποία είναι η μεταφορά χρεογράφων χωρίς να απαιτείται σχετική πληρωμή, και με την μέθοδο 3 ταυτόχρονης παράδοσης και πληρωμής (DVP – Delivery Versus Payment System) η οποία σημαίνει ταυτόχρονη παράδοση της καθαρής αξίας του χρηματικού υπόλοιπου και της καθαρής αξίας των περιουσιακών στοιχείων της συναλλαγής. Οι συνήθεις ημερομηνίες διακανονισμού είναι αναλόγως του τίτλου, το T+0, T+1, T+2 και το T+3.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς της Δημοκρατίας της Σερβίας είναι ανεξάρτητος οικονομικός φορέας ο οποίος ιδρύθηκε το 1990. Οι στόχοι της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, όπως και σε άλλες χώρες, είναι η διασφάλιση της ομαλής και εύρυθμης λειτουργίας της αγοράς κεφαλαίου, η ενίσχυση της εμπιστοσύνης στους θεσμούς της αγοράς και η προστασία του επενδυτικού κοινού με την προώθηση της διαφάνειας και την πρόληψη και καταστολή χρηματιστηριακών παραβάσεων. Για την επίτευξη των στόχων αυτών, η Επιτροπή δύναται να θέτει κανόνες λειτουργίας της αγοράς και να λαμβάνει τα απαραίτητα μέτρα για την εφαρμογή των νόμων και των κανόνων που έχουν θεσπιστεί.

9.5.1. ΑΓΟΡΑ ΧΡΗΜΑΤΟΣ

9.5.1.1. Βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα

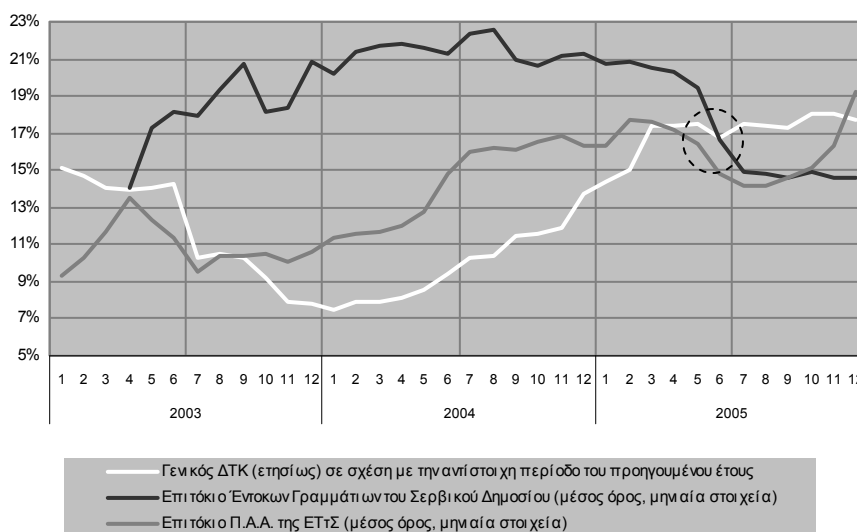
Στο προηγούμενο κείμενο είδαμε ότι τα τελευταία χρόνια έγιναν αρκετές αλλαγές στα μέσα νομισματικής και συναλλαγματικής πολιτικής της ΕΤΤΣ τα όποια έχουν επηρεάσει θετικά την ανάπτυξη της αγοράς χρήματος από την άποψη ότι οι τράπεζες μπορούν πιο αποτελεσματικά να διαχειρίζονται τα διαθέσιμά τους σύμφωνα με τα βασικά κριτήρια της απόδοσης, της ρευστοποίησης και του βαθμού κινδύνου του χρηματοπιστωτικού μέσου.

Εκτός από την ΕΤΤΣ, και το Δημόσιο συνέβαλε στην ανάπτυξη της αγοράς χρήματος. Το 2003, το Υπουργείο Οικονομίας της Κυβέρνησης της

Δημοκρατίας της Σερβίας, ξεκίνησε με την οργάνωση των δημοπρασιών των έντοκων γραμματίων μέσω του ηλεκτρονικού συστήματος του Κεντρικού Αποθετηρίου. Σχετικά για τα λειτουργικά χαρακτηριστικά των δημοπρασιών υπάρχουν πολλές ομοιότητες με τις Π.Α.Α. της ΕΤτΣ, από τις οποίες, τονίζουμε, ότι τα έντοκα γραμμάτια εκδίδονται με εναπομένουσα διάρκεια 91 και 180 ημερών, και ότι εκτός από τις τράπεζες, επιτρέπεται να τα αγοράζουν νομικά και φυσικά πρόσωπα. Το άλλο χαρακτηριστικό είναι ότι η λειτουργία της πρωτογενούς αγοράς των έντοκων γραμματίων δεν βασίζεται στο θεσμό των Βασικών Διαπραγματευτών Αγοράς, όπως γίνεται σε πολλές αναπτυγμένες χώρες.

Σχετικά με την πολιτική επιτοκίων, παρατηρείται ότι μέχρι την αρχή του 2005, το Δημόσιο καθοδηγούσε την πολιτική επιτοκίων η οποία είχε θετική ετήσια απόδοση σε σύγκριση με το Γενικό ΔΤΚ, ενώ από το Μάιο του 2005 τα επιτόκια στα έντοκα γραμμάτια μειώθηκαν σημαντικά. Αυτά τα επιτόκια ήταν τόσο υψηλά, ώστε το 2003 και 2004 τα επιτόκια στα έντοκα γραμμάτια ήταν μεγαλύτερα ακόμη και σε σύγκριση με τα επιτόκια στα δάνεια των εμπορικών τραπεζών. Την ίδια τάση βλέπουμε, εάν συγκρίνουμε την ετήσια απόδοση στα έντοκα γραμμάτια με εκείνη των Π.Α.Α. της ΕΤτΣ, η οποία σε κάποιες περιόδους ήταν μεγαλύτερη κατά 10 εκατοστιαίες μονάδες. Φαίνεται ότι την ίδια περίοδο η πολιτική επιτοκίων των Π.Α.Α. παρακολούθησε μάλλον από κάποια «απόσταση» τα επιτόκια στα έντοκα γραμμάτια του Δημοσίου μέχρι το Σεπτέμβριο του 2005. Πρέπει να δώσουμε προσοχή ότι στην ανάλυση χρησιμοποιήσαμε το μέσο επιτόκιο όλων των έντοκων γραμματίων, το οποίο ουσιαστικά αντιπροσωπεύει το μέσο επιτόκιο των έντοκων γραμματίων με εναπομένουσα διάρκεια 91 ημερών, τα οποία σε όλη την περίοδο στο συνολικό όγκο πωλήσεων συμμετείχαν με το 90%. Στο μέσο επιτόκιο των Π.Α.Α. συμμετείχαν κατά το μεγαλύτερο ποσοστό το 2003 και το 2004 οι πράξεις με διάρκεια 7 ημερών (45% και 53% αντίστοιχα), ενώ το 2005 οι πράξεις με διάρκεια 14 ημερών (65%), πού σημαίνει ότι ο μέσος όρος της διάρκειας των Π.Α.Α. το 2003 ήταν 20 ημέρες, το 2004 ήταν 14 ημέρες, ενώ το 2005 ήταν 25 ημέρες (κατά μέσο όρο για τρία χρόνια, 20 ημέρες). Έτσι, στην περίοδο που αναλύουμε συγκρίναμε τις εναπομένουσες διάρκειες 91 ημερών των έντοκων γραμματίων με 20 ημέρες των Π.Α.Α. της ΕΤτΣ (παρακάτω διάγραμμα 23).

Διάγραμμα 23: Επιτόκια έντοκων γραμματίων Δημοσίου της Σερβίας κατά την έκδοσή τους και επιτόκιο των Π.Α.Α. της ΕΤτΣ (μέσος όρος, μηνιαία στοιχεία), 2003-2005



Πηγή: Εθνική Τράπεζα της Σερβίας

Κατά την γνώμη μας υπάρχουν κάποιες εξηγήσεις για τις διακυμάνσεις αυτών των επιτοκίων. Πρώτον, μετά την εισαγωγή των έντοκων γραμματίων του Σερβικού Δημοσίου τον Απρίλιο του 2003, οι αρμόδιοι της οικονομικής πολιτικής ήθελαν να αναπτύξουν την πρωτογενή αγορά αυτών των χρεογράφων που, κατά την γνώμη μας, επηρέασε τη συνεχόμενη αύξηση αυτών των επιτοκίων από τα μέσα του 2003 μέχρι το τέλος του 2004. Τα τελευταία χρόνια, ιδιαίτερα το 2003 και το 2004, μειώθηκε το έλλειμμα του κρατικού προϋπολογισμού, ενώ το 2005 υπήρξε πλεόνασμα. Κάτω από τέτοιες θετικές εξελίξεις, φαίνεται ότι οι αρμόδιοι της οικονομικής πολιτικής αποφάσισαν να μειώσουν τα επιτόκια στα έντοκα γραμμάτια στην αρχή του 2005, επειδή δεν υπήρχε πλέον ανάγκη να δανειζεται το Δημόσιο από την αγορά με τόσο υψηλό κόστος. Αντίθετα, οι αρμόδιοι της νομισματικής πολιτικής κάτω από υψηλές πληθωριστικές πιέσεις αναγκάστηκαν να αυξήσουν τα επιτόκια των Π.Α.Α. Το αποτέλεσμα ήταν να αυξηθεί σημαντικά ο αριθμός των τραπεζών οι οποίες συμμετείχαν στις δημοπρασίες της ΕΤτΣ το τελευταίο τρίμηνο του 2005, και να μειωθεί ο αριθμός των τραπεζών οι οποίες συμμετείχαν στις δημοπρασίες των έντοκων γραμματίων του Δημοσίου.

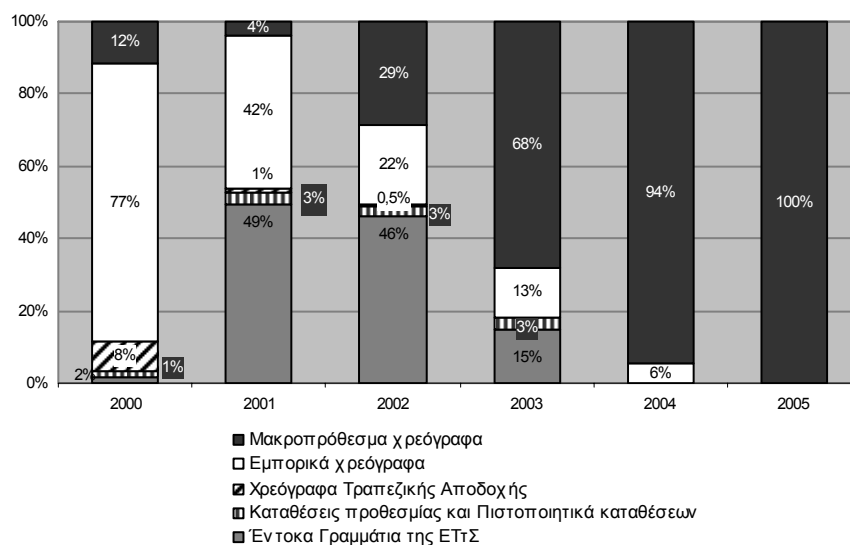
Το άλλο χαρακτηριστικό για τα έντοκα γραμμάτια, αλλά και τα χρεόγραφα τα οποία χρησιμοποιούνται στις Π.Α.Α. της ΕΤτΣ (έντοκα γραμμάτια της ΕΤτΣ και τα ομόλογα της Δημοκρατίας της Σερβίας), είναι ότι δεν

υπάρχει δευτερογενής αγορά. Επίσης στην προηγούμενη παρατήρηση μπορούμε να προσθέσουμε ότι η ΕΤΤΣ θέλοντας να ενθαρρύνει την ανάπτυξη της δευτερογενούς αγοράς χρεογράφων, από τον Αύγουστο του 2005 ξεκίνησε τις οριστικές πράξεις των ομολόγων της Δημοκρατίας της Σερβίας τα οποία είχε στο χαρτοφυλάκιό της. Στις δέκα δημοπρασίες που οργάνωσε από τον Αύγουστο μέχρι το Δεκέμβριο του 2005, πωλήθηκαν ομόλογα συνολικής ονομαστικής αξίας 2.3 δισεκατομμυρίων δηναρίων. Τα μέσα επιτόκια των πωληθέντων ομολόγων κυμάνθηκαν από 16,10% και 16,44%. Οι τράπεζες δεν έδειξαν μεγάλο ενδιαφέρον για την οριστική αγορά αυτών των ομολόγων, εφόσον υπολόγισαν ότι τα προσφερόμενα επιτόκια ήταν λίγο μεγαλύτερα από τα επιτόκια των Π.Α.Α. Για το λόγο αυτό, όπως απέδειξε η έρευνά μας, μόνο οι ξένοι επενδυτές μέσω των τοπικών τραπεζών αγόρασαν αυτούς του τίτλους. Τέλος, πρέπει να τονίσουμε ότι τα τελευταία χρόνια υιοθετήθηκαν φορολογικές ελαφρύνσεις και απαλλαγές στις συναλλαγές των χρεογράφων του Δημοσίου και της ΕΤΤΣ, οι οποίες όμως δεν επηρέασαν σημαντικά την ανάπτυξη της δευτερογενούς αγοράς αυτών των τίτλων.

Σε σχέση με άλλα βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα, εκτός από τα έντοκα γραμμάτια της ΕΤΤΣ τα οποία έτυχαν διαπραγμάτευσης στο BELEX μέχρι τον Οκτώβριο του 2003, από το 2000 μέχρι το 2002 οι καταθέσεις προθεσμίας, τα πιστοποιητικά καταθέσεων, τα χρεόγραφα τραπεζικής αποδοχής έτυχαν διαπραγμάτευσης σε πολύ μικρό όγκο, ενώ τα εμπορικά χρεόγραφα ήταν το κύριο βραχυπρόθεσμο χρηματοπιστωτικό μέσο το οποίο έτυχε διαπραγμάτευσης στο BELEX. Στο συνολικό όγκο συναλλαγών τα βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα συμμετείχαν με 88%, 96% και 71%, από τα οποία μόνο τα εμπορικά χρεόγραφα συμμετείχαν με 77%, 42% και 22%. Στην ίδια περίοδο τα μακροπρόθεσμα χρεόγραφα (ομόλογα της Ομοσπονδιακής Δημοκρατίας της Γιουγκοσλαβίας και της Δημοκρατίας της Σερβίας, και μετοχές) είχαν πολύ μικρό ποσοστό συμμετοχής, δηλαδή 12%, 4% και 29%. (παρακάτω διάγραμμα 24).¹⁰⁵

¹⁰⁵ Τα πιστοποιητικά καταθέσεις είχαν πολύ μικρό όγκο συναλλαγών και έτυχαν διαπραγμάτευσης μόνο το 2000 και το 2001 όποτε η συμμετοχή τους στο συνολικό όγκο συναλλαγών ήταν μόνο 0,4% και 1%. Για αυτό το λόγο στο διάγραμμα 25 παρουσιάζονται μαζί με καταθέσεις προθεσμίας.

Διάγραμμα 24: Ποσοστό συναλλαγών βραχυπρόθεσμων χρηματοπιστωτικών μέσων στο συνολικό όγκο συναλλαγών στο Χρηματιστήριο Βελιγραδίου (BELEX), 2000 - 2005



Πηγή: Χρηματιστήριο Βελιγραδίου (BELEX), Εθνική Τράπεζα της Σερβίας

Κατά την γνώμη μας, αυτή η τάση στην περίοδο 2000-2002 οφείλεται στο γεγονός ότι δεν ξεκίνησε με δυναμικό ρυθμό η ιδιωτικοποίηση των κρατικών και «κοινωνικών» επιχειρήσεων. Διαφορετικά από το 2003 μέχρι σήμερα οι μετοχές έγιναν το κύριο χρηματοπιστωτικό μέσο στην αγορά κεφαλαίου. Δεύτερον, παράλληλα με τη μεταρρύθμιση του τραπεζικού συστήματος, όπως έχουμε αναφέρει, αυξήθηκε η πιστωτική επέκταση προς τον ιδιωτικό και βιομηχανικό τομέα. Τα μέσα επιτόκια στα εμπορικά χρεόγραφα ήταν πολύ υψηλά σε σχέση με τα μέσα τραπεζικά επιτόκια των βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων χορηγήσεων και σε σχέση με τον ετήσιο Γενικό ΔTK (παρακάτω πίνακας 22). Έτσι, συμπεραίνουμε ότι οι επιχειρήσεις πραγματικά δεν είχαν συμφέρον να δανείζονται στην κεφαλαιαγορά, αφού το κόστος δανεισμού ήταν μικρότερο στο τραπεζικό σύστημα.

Πίνακας 22: Μέσα επιτόκια στα εμπορικά χρεόγραφα και τραπεζικές χορηγήσεις (τέλος περιόδου), 2000-2004

Τέλος περιόδου ¹⁰⁶	Εμπορικά χρεόγραφα	Τραπεζικά επιτόκια		Γενικός ΔTK (τέλος περιόδου, μεταβολή του προηγούμενου έτους)
		Βραχυπρόθεσμες χορηγήσεις	Μακροπρόθεσμες χορηγήσεις	
2000	117%	78%	28%	111,90%
2001	55%	34%	9%	40,70%
2002	32%	20%	12%	14,80%
2003	27%	15%	11%	7,80%
2004	31%	16%	11%	13,70%

Πηγή: Εθνική Τράπεζα της Σερβίας

Ένα ερώτημα που τίθεται είναι γιατί υπήρχαν τόσο υψηλά επιτόκια στα εμπορικά χρεόγραφα; Η έρευνά μας έδειξε ότι οι επενδυτές έπρεπε μόνοι τους να αξιολογήσουν τον πιστωτικό κίνδυνο των επιχειρήσεων οι οποίες εξέδωσαν τα εμπορικά χρεόγραφα, επειδή προς το παρόν στη Σερβία δεν υπάρχει εξειδικευμένος φορέας αξιολόγησης. Όπως ορίζεται στο Άρθρο 54 του Νόμου για τις συναλλαγές πληρωμών, η Εθνική Τράπεζα της Σερβίας από το 2004 επεξεργάζεται τα λογιστικά στοιχεία των νομικών προσώπων και τα ανακοινώνει μέχρις ότου τις αρμοδιότητες και τα καθήκοντα αυτά παραλάβει κάποιος άλλος οικονομικός φορέας ή νομικό πρόσωπο.¹⁰⁷ Σχετικά με τις αποφάσεις της Εθνικής Τράπεζας της Σερβίας οι οποίες ρυθμίζουν αυτές τις διαδικασίες, προκύπτει ότι η Εθνική Τράπεζα ασχολείται κυρίως με την επεξεργασία των στοιχείων και δεδομένων νομικών προσώπων όχι με την αξιολόγησή τους.¹⁰⁸ Αυτό σημαίνει ότι η Κεντρική Τράπεζα είναι δημόσια υπηρεσία επειδή εξυπηρετεί φυσικά και νομικά πρόσωπα, τράπεζες, οικονομικούς φορείς αξιολόγησης, Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς κλπ., με τα ζητούμενα στοιχεία των νομικών προσώπων τα οποία έχει στη βάση των δεδομένων της. Ας μη προβούμε σε βαθύτερη ανάλυση των εργασιών των διεθνών φορέων αξιολόγησης, αλλά η εκτίμηση μας είναι ότι πρέπει να

¹⁰⁶ Τα στοιχεία του 2004 αφορούν τα στοιχεία του Ιουλίου, επειδή τα εμπορικά χρεόγραφα τότε διαπραγματεύτηκαν για τελευταία φορά στο χρηματιστήριο.

¹⁰⁷ "Law on payment transactions", FRY Official Gazette, nos. 3/2002 and 5/2003, and RS Official Gazette no. 43/2004.

¹⁰⁸ National Bank of Serbia, "Decision on the Manner the National Bank Of Serbia Receives Financial Statements and Processes Data from these Statements", RS Official Gazette, no. 15/2005 and 83/2005,

National Bank of Serbia, "Decision on the Method and Terms and Conditions of Keeping the Register of Data on the Solvency of Legal Entities and Presenting the Data and Opinions on the Solvency", RS Official Gazette, nos. 83/2004, 51/2005, 83/2005 and 117/2005.

υπάρχει ένα ανεξάρτητο νομικό πρόσωπο το οποίο να παρακολουθεί καθημερινά τις επιχειρήσεις οι οποίες είναι στην αγορά κεφαλαίου και να αξιολογεί τον πιστωτικό τους κίνδυνο.

9.5.1.2. Μη ασφαλισμένες και ασφαλισμένες συναλλαγές

Όπως ορίζεται στο Άρθρο 146. του Νόμου για την Αγορά αξιογράφων και άλλων χρηματοπιστωτικών μέσων (2003 και 2004) στο χρηματιστήριο γίνεται διαπραγμάτευση των βραχυπρόθεσμων και των μακροπρόθεσμων χρεογράφων καθώς και των παράγωγων.¹⁰⁹ Σύμφωνα με τον προηγούμενο Νόμο περί αξιογράφων (1995 και 1998) και του Νόμου περί χρηματιστηρίων, χρηματιστηριακών δραστηριοτήτων και χρηματιστηριακών μεσολαβητών (1994) στο Χρηματιστήριο του Βελιγραδίου μπόρεσαν να διαπραγματευτούν όλα τα χρηματοπιστωτικά μέσα, συμπεριλαμβάνοντας και διατραπεζικές καταθέσεις οι οποίες διαπραγματεύτηκαν μέσω των χρηματομεσιτών ή των τραπεζών που είχαν την απαιτούμενη άδεια για χρηματιστηριακές δραστηριότητες.¹¹⁰

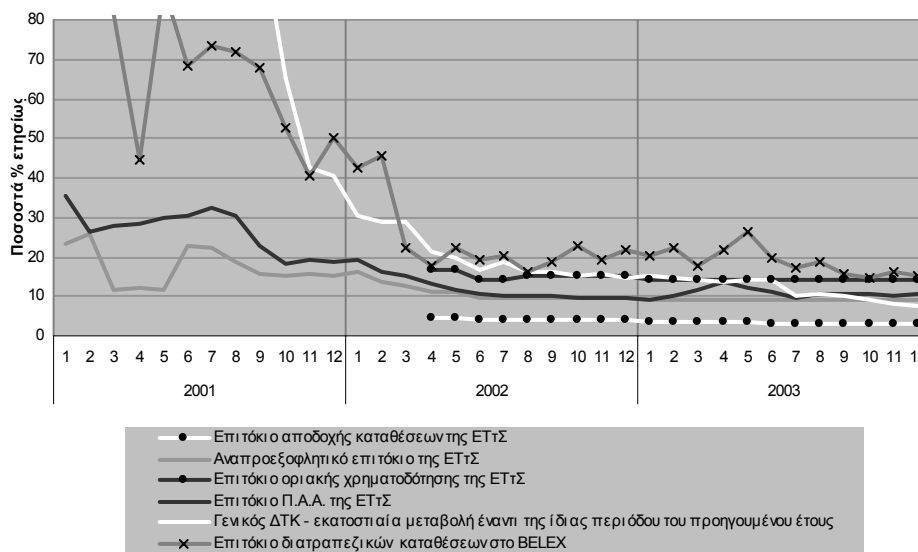
Όπως είδαμε στο προηγούμενο διάγραμμα 24, οι όγκοι συναλλαγών των καταθέσεων προθεσμίας ήταν πολύ μικροί σε σχέση με άλλα βραχυπρόθεσμα χρηματοπιστωτικά μέσα, δηλαδή από 1% έως 3%. Σύμφωνα με στοιχεία του BELEX, ο συνολικός αριθμός των συναλλαγών καταθέσεων προθεσμίας το 2000 ήταν 31, το 2001 369, το 2002 487 και το 2003 450. Η συνολική αξία των καταθέσεων προθεσμίας το 2000 ήταν 83 εκατομμύρια δηνάρια (1.4 εκατομμύρια ευρώ), το 2001 965 εκατομμύρια δηνάρια (16.2 εκατομμύρια ευρώ), το 2002 2.9 δισεκατομμύρια δηνάρια (48.3 εκατομμύρια ευρώ) και το 2003 3.1 δισεκατομμύρια δηνάρια (48 εκατομμύρια ευρώ). Τα επιτόκια των διατραπεζικών καταθέσεων παρέμειναν πολύ υψηλά σε σύγκριση με τα βασικά επιτόκια της ΕΤτΣ και το Γενικό ΔTK (παρακάτω διάγραμμα 25).

¹⁰⁹ "Law on Securities and Other Financial Instruments Market", FRY Official Gazette, no. 65/2002 and RS Official Gazette, nos. 57/2003 and 55/2004.

¹¹⁰ "Law on Securities", FRY Official Gazette, no. 26/1995 and 59/98.

"Law on Stock Exchanges, Stock Exchange Operations and Stock Exchange Intermediaries", FRY Official Gazette, no. 90/1994.

Διάγραμμα 25: Επιτόκια διατραπεζικών καταθέσεων στο BELEX (μέσος όρος, μηνιαία στοιχεία) σε σύγκριση με βασικά επιτόκια της ΕΤτΣ (μέσος όρος, μηνιαία στοιχεία) και του Γενικού ΔΤΚ, 2001-2003



Πηγή: Εθνική Τράπεζα της Σερβίας

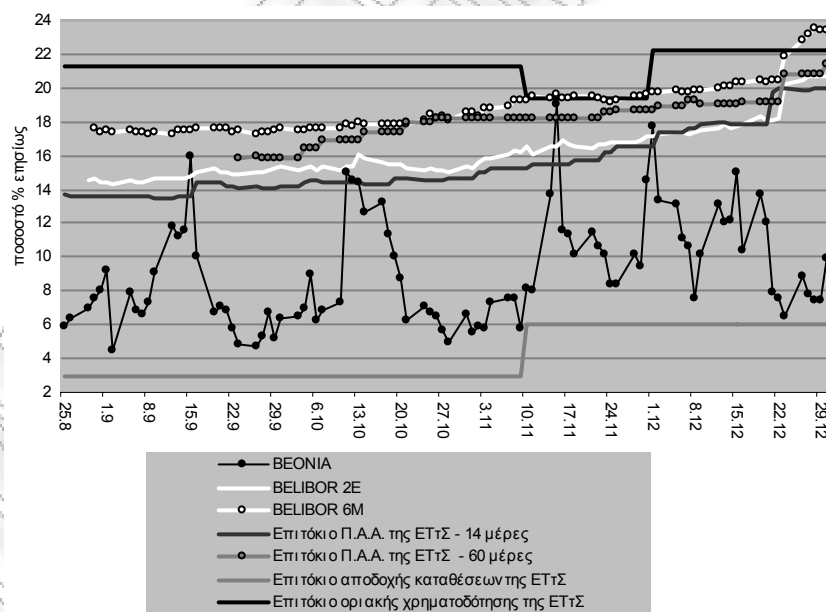
Όπως μας δείχνουν τα στοιχεία, είναι γεγονός ότι κατά την περίοδο 2000-2003, στο BELEX δεν πραγματοποιήθηκαν πολλές συναλλαγές καταθέσεων προθεσμίας. Κατά τη γνώμη μας, η τάση αυτή οφείλεται σε ορισμένους παράγοντες, όπως είναι η έλλειψη εμπιστοσύνης μεταξύ των τραπεζών, οι πολύπλοκες διαδικασίες της αγοραπωλησίας μέσω του χρηματιστηρίου και των μεσολαβητών οι οποίες αυξάνουν το τελικό κόστος για τους συμμετέχοντες, και το γεγονός ότι στην εξεταζόμενη περίοδο υπήρξε αυξημένη ρευστότητα στο τραπεζικό σύστημα (βλέπε τα πλεονάζοντα αποθεματικά στο υποκεφάλαιο 9.3.2. «Οι πάγιες διευκολύνσεις»). Δυστυχώς στην έρευνα δεν ήταν διαθέσιμα τα στοιχεία τα οποία αφορούν τη διάρθρωση των διατραπεζικών επιτοκίων, επειδή στο παρόν διατραπεζικό επιτόκιο συμπεριλαμβάνονται διάφορες λήξεις προθεσμίας των διατραπεζικών καταθέσεων (από 1 ημέρα έως 365 ημέρες). Επίσης το ίδιο πρόβλημα συναντούμε και στα δημοσιευμένα στατιστικά στοιχεία του Στατιστικού Δελτίου της Εθνικής Τράπεζας της Σερβίας στο οποίο παρουσιάζεται το επιτόκιο σε διατραπεζικές καταθέσεις και το οποίο προφανώς περιλαμβάνει διάφορες χρονικές διάρκειες των προθεσμιακών καταθέσεων. Έτσι σε αυτήν την περίοδο ήταν δύσκολο να κάνουμε πιο ακριβή ανάλυση σχετικά με τις μη ασφαλισμένες διατραπεζικές συναλλαγές.

Από το τέλος Αυγούστου του 2005, οι τράπεζες υπολογίζουν τα βασικά επιτόκια των διατραπεζικών συναλλαγών στην αγορά χρήματος, το BEONIA (Belgrade Overnight Index Average) και το BELIBOR (Belgrade Interabank Offered Rate). Αυτά τα επιτόκια ανακοινώνονται συγκεκριμένη ώρα στο ηλεκτρονικό σύστημα του REUTERS και στην ιστοσελίδα της Ένωσης των Τραπεζών της Σερβίας. Το BEONIA είναι το σταθμικό διατραπεζικό επιτόκιο δανεισμού μίας ημέρας στη διατραπεζική αγορά του Βελιγραδίου, και παράγεται από τις τιμές που ανακοινώνουν καθημερινά οι τράπεζες στις 5 μ.μ. Το BELIBOR είναι το μέσο διατραπεζικό επιτόκιο δανεισμού στη διατραπεζική αγορά και παράγεται από τις τιμές που ανακοινώνουν καθημερινά οι τράπεζες μέχρι τις 11 π.μ. Επίσης διαμορφώνεται ανάλογα και με τη χρονική διάρκεια δανεισμού: T/N (tomorrow next), S/N (spot next), 1 εβδομάδα, 2 εβδομάδες, 1 μήνας, 2 μήνες, 3 μήνες και 6 μήνες. Τα επιτόκια BELIBOR και BEONIA καθορίζονται ως ο μέσος όρος των αντίστοιχων διατραπεζικών επιτοκίων δανεισμού και κατάθεσης που δίνουν δέκα τράπεζες. Κατά τη γνώμη μας, αυτά τα επιτόκια θεωρούνται ανεπίσημα, επειδή δεν υπάρχει κανονισμός για τον υπολογισμό και την ανακοίνωση των επιτοκίων, ούτε και όροι συμμετοχής στο «κλαμπ» των τραπεζών οι οποίες δίνουν τα αντίστοιχα επιτόκια, όπως συμβαίνει με άλλα βασικά επιτόκια στις αναπτυγμένες αγορές χρήματος (EONIA, EURIBOR, SONIA κλπ.). Ουσιαστικά οι τράπεζες οργανώθηκαν μόνες τους και όχι μέσω της Ένωσης των Τραπεζών της Σερβίας ή της Εθνικής Τράπεζας της Σερβίας με σκοπό να οριστεί η αξία του χρήματος στη διατραπεζική αγορά χρήματος.

Σχετικά με τα διατραπεζικά επιτόκια, παρατηρείται ότι το επίπεδο του επιτοκίου, όπως υπολογίζεται με βάση το δείκτη BEONIA, είχε πολύ μεγάλες διακυμάνσεις στο εύρος διακύμανσης των επιτοκίων (παρακάτω διάγραμμα 26). Έτσι σε ένα μικρό διάστημα, π.χ. μερικών ημερών, αυτό το επιτόκιο άλλαξε ανάμεσα σε 7 και 10 εκατοστιαίες μονάδες. Το άλλο χαρακτηριστικό είναι ότι τις ημέρες που ήταν μεγάλη η αύξηση του δείκτη BEONIA, ο οποίος ακολουθεί πιστά την πορεία του επιτοκίου των Π.Α.Α. της ΕΤτΣ με διάρκεια 14 ημερών, παρατηρούνται αυξημένοι οι όγκοι των συναλλαγών διάρκειας μίας ημέρας στην αγορά χρήματος. Σε αυτές τις ημέρες υπήρξε μεγάλη ζήτηση για αποθεματικά αφού υπήρξε έλλειψη ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα (βλέπε τα πλεονάζοντα αποθεματικά των τραπεζών στο διάγραμμα 27).

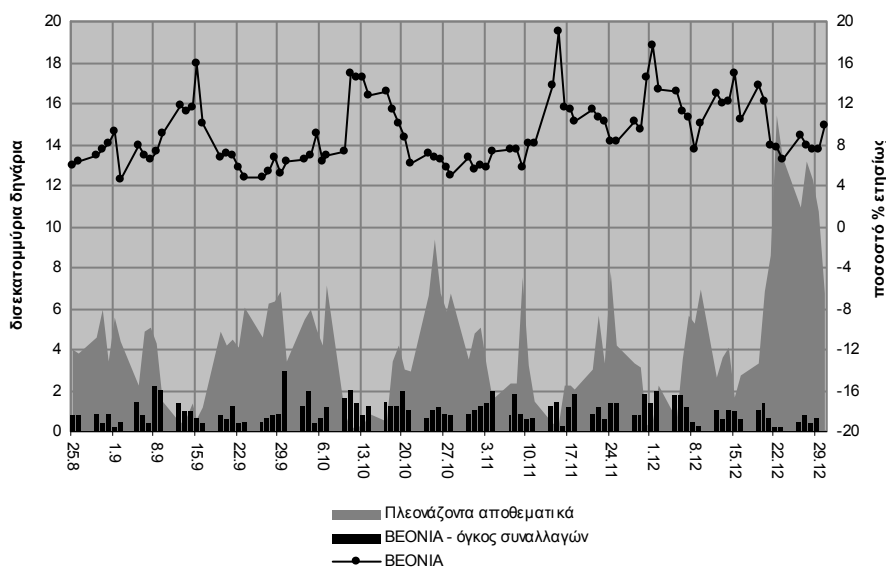
Επίσης πρέπει να τονίσουμε ότι οι ημέρες που η αύξηση του δείκτη ΒΕΟΝΙΑ ήταν γενικά μεγάλη, ανήκουν στην εβδομάδα η οποία αποτελεί την τελευταία εβδομάδα τήρησης υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών (μέχρι τις 10 του μηνός) και την πρώτη εβδομάδα της τήρησης υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών (από τις 11 του μηνός). Σε αυτές τις ημέρες οι διατραπεζικοί δανεισμοί διάρκειας μίας ημέρας πραγματοποιήθηκαν με επιτόκιο το οποίο είναι ίσο ή πολύ κοντά στο επιτόκιο των Π.Α.Α. Αυτή η συμπεριφορά των τραπεζών αποδεικνύει ότι το επιτόκιο 14 ημερών των Π.Α.Α. είναι το βασικό επιτόκιο με το οποίο η ΕΤτΣ παρεμβαίνει στην αγορά χρήματος, παρόλο που το αναπροεξοφλητικό επιτόκιο επισήμως είναι το κύριο επιτόκιο της Εθνικής Τράπεζας της Σερβίας. Γενικά η μεταβλητότητα του δείκτη ΒΕΟΝΙΑ ήταν πολύ μεγάλη και αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων δεν προσαρμόζεται στα επιτόκια παρέμβασης της ΕΤτΣ στην αγορά χρήματος, κάτι που ήδη έχουμε αναφέρει στην πολιτική των επιτοκίων.

Διάγραμμα 26: Επιτόκια διατραπεζικής αγοράς και επιτόκια Π.Α.Α. της ΕΤτΣ (μέσος όρος, ημερήσια στοιχεία), 2005



Πηγή: Ένωση Τραπεζών της Σερβίας, Εθνική Τράπεζα της Σερβίας

Διάγραμμα 27: ΒΕΟΝΙΑ και πλεονάζοντα αποθεματικά στο τραπεζικό σύστημα, 2005



Πηγή: Ένωση Τραπεζών της Σερβίας, Εθνική Τράπεζα της Σερβίας

Όσο για τα άλλα επιτόκια της αγοράς χρήματος, διαπιστώνεται ότι ακολουθούν τα επιτόκια των παρεμβάσεων της ΕΤΤΣ στην αγορά χρήματος, και παραμένουν στο εύρος διακύμανσης των επιτοκίων. Όμως σχεδόν σε όλη την περίοδο 25.8. – 29.12.2005 (παραπάνω διαγράμματα 26 και 27) τα επιτόκια της αγοράς χρήματος είναι πολύ κοντά στο επιτόκιο διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης, ενώ στο τέλος του 2005 το BELIBOR 6 μηνών είναι εκτός του εύρους διακύμανσης των επιτοκίων. Κατά την γνώμη μας, ο κύριος λόγος μιας τέτοιας συμπεριφοράς των συμμετεχόντων στην αγορά χρήματος ήταν οι προσδοκίες για αύξηση των επιτοκίων της αγοράς χρήματος, οι οποίες ενισχύονταν σταδιακά τους τελευταίους μήνες του 2005, καθώς έφθαναν πληροφορίες που έδειχναν όλο και μεγαλύτερη ενίσχυση των πληθωριστικών πιέσεων. Και εδώ μπορούμε να πούμε ότι παραμένει το ίδιο πρόβλημα στην πολιτική επιτοκίων της ΕΤΤΣ, αφού το επιτόκιο οριακής χρηματοδότησης δεν εκφράζει τις προσδοκίες της ΕΤΤΣ σχετικά με την τάση των επιτοκίων στην αγορά χρήματος, παρά το κόστος του χρήματος που υπολογίζεται βάσει των αντιστρεπτέων πράξεων της ΕΤΤΣ του προηγούμενου μήνα (βλέπε 9.3.2. Οι πάγιες διευκολύνσεις).

Πρέπει να τονιστεί ότι η ΕΤΤΣ έκανε ορισμένες προσαρμογές του Κλαδικού Λογιστικού Σχεδίου Τραπεζών για να μπορούν οι τράπεζες να συνάψουν τις συμφωνίες REPOS μεταξύ τους, και με νομικά και φυσικά

πρόσωπα. Επίσης, όπως έχουμε αναφέρει, σύμφωνα με τα διεθνή πρότυπα η ΕΤτΣ δημιούργησε το Γενικό Συμβόλαιο του REPO (Master Repo Agreement) το οποίο είναι προϋπόθεση για να συνάπτουν οι τράπεζες συμφωνίες REPOS με την Κεντρική Τράπεζα. Με το Γενικό Συμβόλαιο του REPO η Κεντρική Τράπεζα ήθελε να ενθαρρύνει τις τράπεζες να δημιουργήσουν μεταξύ τους παρόμοιο τυποποιημένο Γενικό Συμβόλαιο REPO. Παρόλο που η Εθνική Τράπεζα της Σερβίας πριν από ένα χρόνο ξεκίνησε αντιστρεπτές πράξεις με το στόχο να προωθήσει το REPO ως καινούργιο είδος συναλλαγής στην αγορά χρήματος, στη διατραπεζική αγορά τα REPOS δεν διενεργούνται. Έτσι, μπορούμε να διαπιστώσουμε ότι δεν έγινε καμία πρόοδος σχετικά με την ανάπτυξη των διατραπεζικών ασφαλισμένων συναλλαγών στην αγορά χρήματος.

9.5.1.3. Παράγωγα

Στην αγορά χρήματος στη Σερβία δεν είναι αναπτυγμένα τα παράγωγα προϊόντα. Τα χαρακτηριστικά παράγωγα στην αγορά χρήματος, όπως είναι συμβάσεις νομισμάτων και επιτοκίων, δεν χρησιμοποιούνται πολύ στις διατραπεζικές συναλλαγές. Πολύ πρόσφατα, ορισμένες τράπεζες άρχισαν να προσφέρουν στους πελάτες τους ορισμένα παράγωγα προϊόντα από τα οποία κυρίως είναι συμβάσεις νομισμάτων.

Κατά την γνώμη μας, υπάρχουν αρκετοί λόγοι για μια τέτοια κατάσταση. Πρώτον, δεν υπάρχει αρκετή γνώση για τη χρήση των τυπικών παραγώγων στη αγορά χρήματος (έλλειψη τεχνογνωσίας), αφού η αγορά των μη ασφαλισμένων συναλλαγών δεν είναι αρκετά αναπτυγμένη. Για παράδειγμα οι περισσότερες τράπεζες στη Σερβία στην διατραπεζική αγορά των προθεσμιακών καταθέσεων κυρίως συμμετέχουν μόνο όταν έχουν έλλειψη ή πλεονάζουσα ρευστότητας. Έτσι, λίγες τράπεζες συμμετέχουν σε αυτήν την αγορά σαν «Δημιουργοί Αγοράς», που σημαίνει ότι ανά πάσα στιγμή είναι σε θέση να δανείσουν ή να δανειστούν στη διατραπεζική αγορά προθεσμιακών καταθέσεων. Αυτό σημαίνει ότι όσο περισσότερο οι τράπεζες είναι δραστήριες στην αγορά σαν «Δημιουργοί Αγοράς», τόσο θα έχουν μεγαλύτερη ανάγκη για χαρακτηριστικά παράγωγα προϊόντα τα οποία χρησιμοποιούνται στην αντιστάθμιση του κινδύνου επιτοκίου. Δεύτερον, το σημερινό Κλαδικό

Λογιστικό Σχέδιο Τραπεζών δεν περιλαμβάνει τους λογαριασμούς μέσω των οποίων μπορούν να καταγράφονται οι συναλλαγές με βραχυπρόθεσμα παράγωγα προϊόντα. Τρίτον, λόγω του φαινομένου της «δολαριοποίησης» αλλά και του υψηλού πληθωρισμού, οι τράπεζες είναι πολύ δραστήριες στη Διατραπεζική Αγοράς Συναλλάγματος (ΔΑΣ) - το “fixing” και εκτός αυτής της αγοράς. Για το λόγο αυτό μπορούμε να πούμε ότι οι αγοραπωλησίες του ξένου συναλλάγματος περισσότερο είναι για την αντιστάθμιση του κινδύνου αλλαγής των επιτοκίων και της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Αυτό είναι χαρακτηριστικό για μία μη αναπτυγμένη αγορά χρήματος όπου δεν υπάρχουν χρηματοπιστωτικά μέσα τα οποία κανονικά χρησιμοποιούνται στην αντιστάθμιση του κινδύνου τιμής.

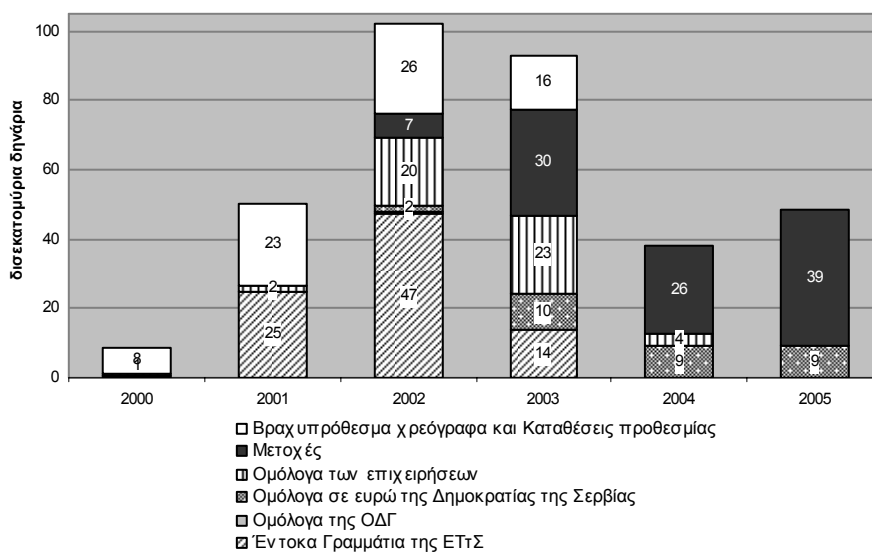
9.5.2. ΑΓΟΡΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Τα τελευταία πέντε χρόνια έγιναν σημαντικές εξελίξεις στο BELEX, το οποίο όλο και περισσότερο αναπτύσσεται ως αγορά κεφαλαίου. Καταρχάς ο αριθμός των μελών του χρηματιστηρίου αυξήθηκε στα 68 σε σχέση με 33 που ήταν το 2000. Επίσης αναπτύχθηκαν διαμεσολαβητικές υπηρεσίες, αλλά και καινούργιες, όπως είναι οι υπηρεσίες θεματοφυλακής που αναλαμβάνουν εξειδικευμένοι χρηματοπιστωτικοί φορείς απέναντι των πελατών τους και τους παρέχουν κυρίως διαχείριση, φύλαξη, συστηματική αποτίμηση, εκκαθάριση και διακανονισμό των συναλλαγών τους επί χρεογράφων καθώς και άλλες πρόσθετες υπηρεσίες. Στο τεχνολογικό πλαίσιο έγινε ο εκσυγχρονισμός του ηλεκτρονικού συστήματος διαπραγμάτευσης με το οποίο οι αγοραπωλησίες γίνονται σε συνεχή χρόνο (από τον Οκτώβριο του 2004). Επίσης το BELEX πρόσφατα εισήγαγε ορισμένους δείκτες, όπως το 2004 το BELEXfm, που αντιπροσωπεύει την αξία και την τάση της αγοράς σχετικά με τις τιμές όλων των μετοχών οι οποίες διαπραγματεύονται στην αγορά, και το 2005 το BELEX15 που αντιπροσωπεύει την τάση και την αξία για τις δεκαπέντε μετοχές οι οποίες διαπραγματεύονται σε συνεχή χρόνο.

Από το 2000 μέχρι 2003, ο συνολικός όγκος συναλλαγών στο BELEX αυξήθηκε από 8.9 δισεκατομμύρια δηνάρια (152 εκατομμύρια ευρώ) σε 102 δισεκατομμύρια δηνάρια (1.7 δισεκατομμύρια ευρώ), ενώ από το 2003 μέχρι 2005 ο όγκος συναλλαγών μειώθηκε από 93 δισεκατομμύρια δηνάρια (1.4

δισεκατομμύρια ευρώ) σε 48 δισεκατομμύρια δηνάρια (580 εκατομμύρια ευρώ).¹¹¹ Ο κύριος λόγος μιας τέτοιας τάσης είναι ότι τα βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα τα οποία αποτελούσαν το 17% μέχρι και το 87% της συνολικής αξίας όλων των συναλλαγών στο BELEX, τα τελευταία δύο χρόνια δεν διαπραγματεύονται τόσο όσο στην περίοδο 2000-2003 για λόγους που ήδη περιγράψαμε. Επίσης, οι δημοπρασίες των έντοκων γραμματίων της Εθνικής Τράπεζας της Σερβίας τα οποία αποτέλεσαν από το 15% μέχρι και το 49% της συνολικής αξίας όλων των συναλλαγών στο BELEX, από το Οκτώβριο του 2003 οργανώνονται από την Εθνική Τράπεζα της Σερβίας. Έτσι, η μείωση της διαπραγμάτευσης των βραχυπρόθεσμων χρεογράφων επηρέασε τη συνολική αξία των συναλλαγών στο BELEX ώστε να μειωθεί κατά 50% (παρακάτω διαγράμματα 28 και 29).

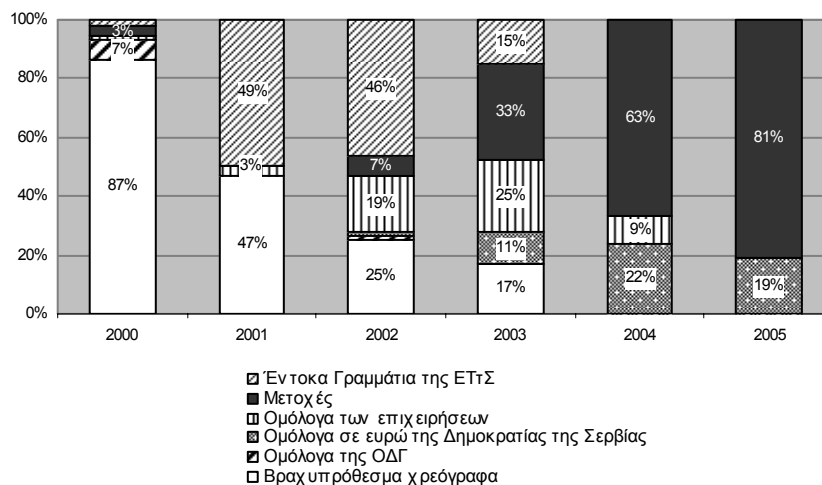
Διάγραμμα 28: Ετήσιες αξίες συναλλαγών στο Χρηματιστήριο Βελιγραδίου (BELEX), 2000-2005



Πηγή: Χρηματιστήριο Βελιγραδίου (BELEX), Εθνική Τράπεζα της Σερβίας

¹¹¹ Στον υπολογισμό των αξιών σε ευρώ χρησιμοποιήθηκαν συναλλαγματικές ισοτιμίες (μέσες τιμές) του δηναρίου έναντι του ευρώ για κάθε χρόνο.

Διάγραμμα 29: Ποσοστό συναλλαγών μακροπρόθεσμων χρηματοπιστωτικών μέσων στο συνολικό όγκο συναλλαγών στο Χρηματιστήριο Βελιγραδίου (BELEX), 2000 - 2005



Πηγή: Χρηματιστήριο Βελιγραδίου (BELEX), Εθνική Τράπεζα της Σερβίας

Παρόλο που παρατηρείται μείωση των συναλλαγών βραχυπρόθεσμων χρεογράφων, η εκτίμησή μας είναι ότι τα τελευταία δύο χρόνια έγιναν σημαντικές και θετικές εξελίξεις στις διαπραγματεύσεις των μετοχών, οι οποίες από το 2003 παραμένουν το κύριο χρηματοπιστωτικό μέσο στην αγορά κεφαλαίου λόγω του δυναμικού ρυθμού ιδιωτικοποίησης των επιχειρήσεων. Έτσι, το 2005 το ποσοστό των συναλλαγών των μετοχών έφτασε στο 81% από 3% που ήταν το 2000. Την ίδια περίπτωση τάση παρατηρούμε και για τα ομόλογα της Δημοκρατίας της Σερβίας σε ευρώ, τα οποία παράλληλα με τις μετοχές αποτελούν το κύριο χρηματοπιστωτικό μέσο στην αγορά κεφαλαίου.

Στο τέλος του 2001 η Δημοκρατία της Σερβίας εξέδωσε Ομόλογα Δημοσίου συνολικής αξίας 4.2 δισεκατομμυρίων ευρώ με διάρκεια από το 2002 μέχρι το 2016. Τα χρεόγραφα αυτά είναι το μετατρέψιμο χρέος του κράτους προς τους ιδιώτες των λογαριασμών καταθέσεων σε ξένο συνάλλαγμα. Στη δεκαετία του '90 οι καταθέσεις αυτές ήταν «παγωμένες», δηλαδή δεν ήταν διαθέσιμες, επειδή για την Κυβέρνηση, κατά το μεγαλύτερο ποσοστό, ήταν η μόνη πηγή ξένου συναλλάγματος για τα χρόνια που η χώρα ήταν απομονωμένη από τη διεθνή κοινότητα. Για το λόγο αυτό, η νέα κυβέρνηση αποφάσισε να εκδώσει τα χρεόγραφα με τα οποία θα εξοφλήσει το συνολικό χρέος. Το άλλο χαρακτηριστικό αυτών των χρεογράφων είναι ότι από το 2001 και εξής αποτελούν ένα από τα πιο σημαντικά χρηματοπιστωτικά μέσα τα οποία διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο του Βελιγραδίου

(BELEX). Αυτά τα χρεόγραφα έπαιξαν σημαντικό ρόλο στην απόκτηση εμπιστοσύνης των πολιτών αλλά και των εγχώριων και ξένων επενδυτών. Μπορούμε επίσης να πούμε ότι αυτά τα χρεόγραφα έδωσαν μια «επιπρόσθετη ώθηση» στην περαιτέρω ανάπτυξη της αγοράς κεφαλαίου στη Σερβία.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΡΑΙΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 10

ΑΝΑΚΕΦΑΛΑΙΩΣΗ ΔΕΥΤΕΡΟΥ ΜΕΡΟΥΣ

Παρόλο που υπήρχαν πολλοί περιορισμοί που προέρχονταν κυρίως από το κοινωνικό σύστημα, η γιουγκοσλαβική αγορά χρήματος και αξιογράφων, η οποία λειτουργούσε στη **δεκαετία του '80**, ήταν πρωτοπόρα σε σύγκριση με τις σοσιαλιστικές χώρες της Ανατολικής Ευρώπης. Μπορούμε να πούμε ότι η αγορά χρήματος ήταν οργανωμένη, αφού υπήρχαν ορισμένοι κανόνες λειτουργίας της. Οι συμμετέχοντες έπρεπε να υπογράψουν με την Αγορά ένα γενικό συμβόλαιο στο οποίο αναφέρονταν οι όροι συμμετοχής. Επίσης η Αγορά είχε τα δικά της όργανα και το δικό της προσωπικό. Οι λειτουργικές διαδικασίες σχετικά με τη διαπραγμάτευση των συναλλαγών ήταν καθορισμένες. Η Αγορά απαιτούσε από τους συμμετέχοντες πληρωτέο αξιόγραφο ως μέτρο ελέγχου του πιστωτικού κινδύνου.

Στην ουσία η Αγορά δεν ήταν διατραπεζική σε σχέση με τις αναπτυγμένες αγορές των χωρών της Δυτικής Ευρώπης, των ΗΠΑ κλπ. Η αγορά χρήματος ήταν οργανωμένη με το σοσιαλιστικό τρόπο, ο οποίος τελικά απέδειξε ότι δεν μπορεί να εφαρμοστεί στην οργάνωση των χρηματοοικονομικών αγορών οι οποίες είναι δημιουργία του καπιταλιστικού συστήματος. Ένα από τα κύρια χαρακτηριστικά είναι ότι η Αγορά δεν ήταν μόνο οργανωτής, αλλά ταυτόχρονα και συμμετέχων στην αγορά χρήματος, που σημαίνει ότι είχε και διαμεσολαβητικό ρόλο. Ένα από τα σοβαρά ελαττώματα της Αγοράς ήταν ότι λειτουργούσε με τέτοιο τρόπο που όλες οι ζημίες και τα κέρδη μοιράζονταν μεταξύ των συμμετεχόντων. Επίσης τα επιτόκια προσδιορίζονταν εκ των προτέρων με «σοσιαλιστικό τρόπο» δηλαδή από την Αγορά και όχι από τους συμμετέχοντες. Για το λόγο αυτό λέμε ότι η αγορά χρήματος όπως και οι τράπεζες ήταν στην «υπηρεσία» των επιχειρήσεων, αφού το κύριο κίνητρο των συμμετεχόντων δεν ήταν το κέρδος ή η αντιστάθμιση του κινδύνου αλλαγής των επιτοκίων, παρά μόνο η παροχή ρευστότητας.

Στην αγορά χρήματος ήταν περιορισμένος ο αριθμός των χρηματοπιστωτικών μέσων και των συμμετεχόντων. Έτσι η αγορά χρήματος ουσιαστικά ήταν η αγορά των πληρωτέων αξιογράφων. Η Κεντρική Τράπεζα

της Γιουγκοσλαβίας δεν είχε κατάλληλα μέσα μονεταριστικής πολιτικής με τα οποία θα μπορούσε να ρυθμίσει προσφορά και ζήτηση του χρήματος στην Αγορά. Δεν υπήρχε έλεγχος της φερεγγυότητας των εκδοτών των πληρωτέων αξιογράφων. Τέλος, η Αγορά δεν είχε κατάλληλη τεχνολογική ικανότητα καθώς και εκπαιδευμένο προσωπικό για να αντιμετωπίσει αυξημένο όγκο συναλλαγών με πληρωτέα αξιόγραφα.

Η κατάρρευση της γιουγκοσλαβικής αγοράς χρήματος και αξιογράφων στο τέλος της δεκαετίας το '80 απέδειξε ότι χωρίς ριζικές αλλαγές του πολιτικού και οικονομικού συστήματος, που σημαίνει την υιοθέτηση των βασικών αξιών της αγοραίας οικονομίας, δεν είναι δυνατόν να αναπτυχθούν οι χρηματοοικονομικές αγορές οι οποίες πρέπει να είναι ένας από τους πυλώνες για την ανάπτυξη μίας οικονομίας.

Η δεκαετία του '90 ήταν ιδιαίτερα δύσκολη για τη Γιουγκοσλαβία και μετά για τη Σερβία λόγω των πολιτικών γεγονότων τα οποία είχαν φανερή επίδραση στην ανάπτυξη της οικονομίας και των χρηματοοικονομικών αγορών. Παρόλο που δύο φορές εφαρμόστηκε πρόγραμμα οικονομικής σταθερότητας και αντιπληθωριστικό πρόγραμμα, μπορούμε να πούμε ότι τα αποτελέσματα δεν ήταν ικανοποιητικά. Η εκτίμησή μας είναι ότι δεν υπήρξε πολιτική βούληση για ριζικές αλλαγές στην οικονομική πολιτική της χώρας, οι οποίες τελικά δεν μπόρεσαν να γίνουν χωρίς αλλαγή του πολιτικού συστήματος. Έτσι, τα αντιπληθωριστικά προγράμματα (του 1990 και του 1994) δεν πέτυχαν, επειδή χρειάζονταν ριζικές μεταρρυθμίσεις στο οικονομικό σύστημα, δηλαδή στο βιομηχανικό, τραπεζικό και χρηματοπιστωτικό σύστημα. Δεν πραγματοποιήθηκε πλήρως η ιδιωτικοποίηση των κρατικών και κοινωνικών (σοσιαλιστικών) εταιρειών και τραπεζών. Επίσης δεν έγινε απελευθέρωση των εισαγωγών και ελεύθερη διαμόρφωση των τιμών στην αγορά. Η οικονομία ήταν κλειστή και δεν υπήρχαν εισροές ξένων κεφαλαίων. Σε ένα τέτοιο περιβάλλον η μακροοικονομική κατάσταση ήταν δύσκολη και χαρακτηρίζεται με συνεχή μείωση του ακαθάριστου εθνικού προϊόντος, πληθωριστικές τάσεις οι οποίες πήραν μορφή υπερπληθωρισμού, υποτίμηση του Εθνικού νομίσματος και μεγάλο έλλειμμα του κρατικού προϋπολογισμού.

Μπορούμε να πούμε ότι σε αυτή την περίοδο δεν υπήρξε χρηματοοικονομική πειθαρχία, αλλά ούτε και η δημοσιονομική και νομισματική πολιτική ήταν συντονισμένες. Οι κρατικές και κοινωνικές (σοσιαλιστικές)

επιχειρήσεις δεν μπόρεσαν να εκπληρώσουν τα χρέη προς τις τράπεζες, από τις οποίες οι περισσότερες δεν ήταν φερέγγυες και είχαν συνεχές πρόβλημα με τη ρευστότητα. Οι κρατικές τράπεζες ήταν αναγκασμένες να χορηγούν δάνεια στις κρατικές και κοινωνικές επιχειρήσεις χωρίς οικονομικά κριτήρια. Υπό αυτές τις συνθήκες η Εθνική Τράπεζα της Γιουγκοσλαβίας δεν μπορούσε να είναι ανεξάρτητη, εφόσον ήταν η κύρια πηγή ρευστότητας και δανείστρια του κράτους, των τραπεζών, των κρατικών και κοινωνικών επιχειρήσεων. Για το λόγο αυτό τον περισσότερο χρόνο η νομισματική πολιτική της Κεντρικής Τράπεζας ήταν ευρεία, ενώ τα πρώτα χρόνια της εφαρμογής του αντιπληθωριστικού προγράμματος ήταν περιορισμένη (το 1990, το 1994 και το 1995).

Η «Αγορά Χρήματος και η Αγορά των Βραχυπρόθεσμων Αξιογράφων Α.Ε.», η οποία λειτούργησε στις αρχές της δεκαετίας του '90 ως οργανωμένη αγορά έπρεπε να ξεπεράσει τα ελαττώματα της Αγοράς Χρήματος της δεκαετίας του '80. Όμως, η αγορά αυτή ήταν υπό τον πλήρη έλεγχο και την επίβλεψη της Εθνικής Τράπεζας της Γιουγκοσλαβίας η οποία ενέκρινε και επέβλεπε τη λειτουργία της. Μετά την υιοθέτηση των καινούργιων θεσμικών χρηματοπιστωτικών νόμων του 1995, όλες οι συναλλαγές με βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα χρηματοπιστωτικά μέσα γινόντουσαν στο Χρηματιστήριο του Βελιγραδίου (BELEX), ενώ για πρώτη φορά επιτράπηκε η λειτουργία διαμεσολαβητικών εταιρειών στην αγορά κεφαλαίου, όπως είναι οι διαπραγματευτές αγοράς και οι χρηματομεσίτες.

Τα κύρια χρηματοπιστωτικά μέσα στην Αγορά Χρήματος ήταν τα χρεόγραφα της Εθνικής Τράπεζας της Γιουγκοσλαβίας για τα οποία δεν υπήρχε αναπτυγμένη δευτερογενής διατραπεζική αγορά. Έτσι, οι περισσότερες συναλλαγές στην Αγορά Χρήματος ήταν μεταξύ της Κεντρικής Τράπεζας και των τραπεζών. Οι πράξεις ανοικτής αγοράς τις οποίες διενεργούσε η Κεντρική Τράπεζα δεν είχαν αγοραίο χαρακτήρα, επειδή ήταν περισσότερο ελεγχόμενες, γεγονός που σημαίνει ότι οι τράπεζες είχαν υποχρέωση να επενδύσουν ένα ορισμένο ποσοστό των καταθέσεων τους σε χρεόγραφα της Εθνικής Τράπεζας της Γιουγκοσλαβίας ή η ίδια (η ΕΤτΓ) έπρεπε να μετατρέψει τις απαιτήσεις της προς τις μη φερέγγυες τράπεζες σε χρεόγραφα. Έτσι, το κύριο μέσο της νομισματικής πολιτικής της Κεντρικής Τράπεζας ήταν τα υποχρεωτικά αποθεματικά.

Από την άλλη πλευρά, ο αριθμός των άλλων βραχυπρόθεσμων χρεογράφων ήταν περιορισμένος, επειδή δεν υπήρχε δυνατότητα αξιολόγησης του πιστωτικού κινδύνου της έκδοσης ή του εκδότη, δηλαδή της επιχείρησης και της τράπεζας. Δεν υπήρχαν οι ασφαλισμένες συναλλαγές, όπως είναι τα REPOS και οι συναλλαγές με βραχυπρόθεσμα παράγωγα προϊόντα για αντιστάθμιση του κινδύνου αλλαγής των επιτοκίων. Το ποσοστό των συναλλαγών προθεσμιακών καταθέσεων ήταν πολύ μικρό στο BELEX. Η Αγορά χρήματος ήταν χωρισμένη, επειδή οι όροι υπό τους οποίους χορηγήθηκαν τα διατραπεζικά δάνεια ήταν διαφορετικοί ανάλογα με το δάνειο και τον δανειζόμενο. Το άλλο χαρακτηριστικό ήταν ότι στην αγορά χρήματος ήταν περιορισμένος ο αριθμός των συμμετεχόντων που ήταν συνήθως οι τράπεζες. Ο υπολογισμός των βασικών επιτοκίων στα διατραπεζικά δάνεια δεν υπήρχε, πράγμα που δυσκόλευε την αξιολόγηση του κόστους του χρήματος στη διατραπεζική αγορά.

Η γενική μας εκτίμηση είναι ότι σε αυτήν την περίοδο η αγορά χρήματος δεν αναπτύχθηκε επειδή έλειπαν οι απαραίτητες ρυθμίσεις στο πολιτικό και οικονομικό σύστημα, οι οποίες είναι βασικές για μακροοικονομική σταθερότητα και ανάπτυξη του τραπεζικού συστήματος και των χρηματοοικονομικών αγορών.

Θα μπορούσαμε να πούμε ότι για πρώτη φορά, από το τέλος της δεκαετίας του '80, πραγματικές μεταρρυθμίσεις στη Σερβία ξεκίνησαν **το τέλος του 2000** σε όλα τα επίπεδα του πολιτικού και οικονομικού συστήματος. Σε σύγκριση με τις τελευταίες δεκαετίες για πρώτη φορά υπάρχουν οι απαραίτητες προϋποθέσεις για ανάπτυξη χρηματοοικονομικών αγορών και οικονομίας αγοράς στη Σερβία. Η δημοσιονομική και νομισματική πολιτική είναι περισσότερο συντονισμένες από ότι ήταν πριν. Η δημοσιονομική πολιτική είναι πιο «νοικοκυρεμένη» επειδή τα τελευταία χρόνια μειώθηκαν οι δημόσιες δαπάνες. Από την άλλη πλευρά, πριν από δύο χρόνια ξεκίνησε με δυναμικό ρυθμό η ιδιωτικοποίηση των κρατικών και «κοινωνικών» επιχειρήσεων και τραπεζών. Η Εθνική Τράπεζα της Σερβίας είναι ανεξάρτητος οικονομικός φορέας ο οποίος δεν μπορεί να χρηματοδοτεί το έλλειμμα του προϋπολογισμού του Δημοσίου, τις κρατικές επιχειρήσεις και τις τράπεζες όπως ήταν συνηθισμένο στη δεκαετία του '90. Η χρηματοοικονομική πειθαρχία στο χρηματοπιστωτικό σύστημα είναι πιο αυστηρή από ότι ήταν στο παρελθόν,

ιδιαίτερα στο τραπεζικό σύστημα που η ΕΤΤΣ ανεξάρτητα και χωρίς πολιτικές και άλλες πιέσεις εγκρίνει, επιβλέπει και ελέγχει τη λειτουργία των χρηματοπιστωτικών οργανισμών.

Παρατηρείται σημαντική πρόοδος στις χρηματοοικονομικές αγορές. Στην ανάπτυξη της αγοράς χρήματος συνετέλεσε πολύ η ΕΤΤΣ η οποία έχει αναπτύξει μεγάλη δράση στις Π.Α.Α. και εισήγαγε για πρώτη φορά συναλλαγές REPOS. Εισήγαγε επίσης και πάγιες διευκολύνσεις και καινούργιο μηνιαίο σύστημα τήρησης υποχρεωτικών ελαχίστων αποθεματικών που προσφέρουν στις τράπεζες ελαστικότητα στην καθημερινή διαχείριση των αποθεματικών τους. Το Δημόσιο άρχισε να εκδίδει έντοκα γραμμάτια του σερβικού δημοσίου με σκοπό να αναπτυχθεί η αγορά αυτών των βραχυπρόθεσμων χρεογράφων. Στην αγορά κεφαλαίου όλο και περισσότερο αναπτύσσονται οι συναλλαγές με μετοχές και ομόλογα. Επίσης αναπτύχθηκαν διαμεσολαβητικές υπηρεσίες αλλά και καινούργιες υπηρεσίες, όπως είναι οι υπηρεσίες θεματοφυλακής.

Όπως μας δείχνουν τα μακροοικονομικά στοιχεία των τελευταίων πέντε ετών κάποια αποτελέσματα είναι ικανοποιητικά όπως είναι, για παράδειγμα, οι αυξήσεις του ΑΕΠ, των αποθεμάτων ξένου συναλλάγματος, των εξαγωγών, και η μείωση του ελλείμματος του κρατικού προϋπολογισμού. Επίσης, ψηφίστηκαν πολλοί μεταρρυθμιστικοί νόμοι, οι οποίοι έχουν συστηματικό χαρακτήρα και είναι χαρακτηριστικοί για την οικονομία της αγοράς. Μια από τις μεγαλύτερες μεταρρυθμίσεις είναι η μεταρρύθμιση του τραπεζικού συστήματος, το οποίο αποτελεί σήμερα έναν από τους πιο ανταγωνιστικούς τομείς της οικονομίας. Μπορούμε να πούμε ότι όλα τα θεσμικά προβλήματα, τα οποία υπήρχαν στη δεκαετία του '90, που είναι κρίσιμα για την ανάπτυξη μίας αγοραίας οικονομίας, ξεπεράστηκαν λόγω της αλλαγής του πολιτικού συστήματος της χώρας. Η απόδειξη, ότι η χώρα βρίσκεται σε καλό δρόμο, υπάρχει και στην πιστωτική αξιολόγηση του Standard and Poor's το οποίο τα τελευταία δύο χρόνια έχει δύο φορές αναβαθμίσει τη Σερβία.

Μολονότι υπάρχουν θετικά μακροοικονομικά αποτελέσματα, μία από τις μεγαλύτερες προκλήσεις για τους αρμόδιους της οικονομικής πολιτικής είναι η αύξηση της παραγωγής και των εξαγωγών και η μείωση της ανεργίας. Η συγκράτηση του πληθωρισμού ο οποίος παραμένει σε πολύ υψηλό επίπεδο, ιδιαίτερα σε σύγκριση με τις άλλες χώρες στην περιοχή, είναι ένα από τα πιο σοβαρά προβλήματα. Ασφαλώς, ένας από τους σημαντικότερους παράγοντες

που επηρέασε τις πληθωριστικές τάσεις είναι η αυξημένη εγχώρια ζήτηση, όπως αποδεικνύεται από το αρνητικό εμπορικό ισοζύγιο το οποίο συνέχεια αυξανόταν τα τελευταία χρόνια. Πρέπει να τονίσουμε, ότι η αύξηση της εγχώριας ζήτησης οφείλεται κυρίως στην αυξημένη πιστωτική επέκταση, η οποία είναι φανερή τα τελευταία χρόνια. Η αύξηση των νομισματικών μεγεθών και της ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα, καθώς και το φαινόμενο της «δολαριοποίησης» παραμένουν ένα από τα κύρια προβλήματα και τις προκλήσεις τα οποία αντιμετωπίζουν οι αρμόδιοι της νομισματικής πολιτικής.

Η γενική μας εκτίμηση είναι ότι η αγορά χρήματος στη Σερβία είναι «ρηχή», υποανάπτυκτη και κατακερματισμένη. Στην παρατήρηση αυτή μπορούμε να προσθέσουμε και την έλλειψη εμπιστοσύνης η οποία υπάρχει ανάμεσα στις τράπεζες που είναι χαρακτηριστικό στις αναπτυσσόμενες χρηματοοικονομικές αγορές. Επίσης, το τραπεζικό σύστημα στη Σερβία χαρακτηρίζεται από πολύ υψηλά επιτόκια τα οποία είναι ήδη συνδεδεμένα με τη συναλλαγματική ισοτιμία του δηναρίου έναντι του ευρώ. Ένας από τους λόγους αυτής της κατάστασης είναι το γεγονός ότι οι ξένες τράπεζες, οι οποίες έχουν το μεγαλύτερο μερίδιο στην τραπεζική αγορά, έχουν εύκολη πρόσβαση στις διεθνείς πηγές κεφαλαίου, που τους δίνει τη δυνατότητα να έχουν μονοπωλιακή θέση στην αγορά. Για το λόγο αυτό θεωρούμε ότι η είσοδος καινούργιων τραπεζών και οι πιθανές εξαγορές των τραπεζών στο μέλλον θα ενισχύσουν τον ανταγωνισμό στο τραπεζικό σύστημα και θα επηρεάσουν θετικά την ανάπτυξη της τραπεζικής αγοράς. Αυτό όμως εξαρτάται και από τον ρυθμό ιδιωτικοποίησης των υπολοίπων κρατικών τραπεζών, η οποία πρέπει να πραγματοποιηθεί μέσα στα επόμενα χρόνια. Από την άλλη πλευρά, η ΕΤΤΣ πληρώνει υψηλά επιτόκια στις Π.Α.Α. θέλοντας να απορροφήσει όσο το δυνατόν μεγαλύτερη ρευστότητα από την αγορά, φοβούμενη ότι τα αυξημένα νομισματικά μεγέθη θα έχουν επίδραση στις πληθωριστικές τάσεις. Έτσι, οι τράπεζες είναι δραστήριες μόνο στον πιστωτικό τομέα, στις Π.Α.Α. με την ΕΤΤΣ και στη Διατραπεζική Αγορά Συναλλάγματος, χωρίς σοβαρό ενδιαφέρον να είναι περισσότερο δραστήριες στην αγορά χρήματος και να αναπτύξουν καινούρια βραχυπρόθεσμα χρηματοπιστωτικά μέσα, όπως είναι τα REPOS και τα παράγωγα.

Στην διατραπεζική αγορά των προθεσμιακών καταθέσεων κυρίως συμμετέχουν οι τράπεζες όταν έχουν έλλειψη ή πλεονάζουσα ρευστότητας.

Αυτό σημαίνει ότι οι περισσότερες τράπεζες δεν συμμετέχουν σε αυτήν την αγορά ως «Δημιουργοί Αγοράς» που είναι σημαντικό για την ανάπτυξη της διατραπεζικής αγοράς των προθεσμιακών καταθέσεων. Ένας από τους λόγους τέτοιας κατάστασης μπορεί να είναι η έλλειψη τεχνογνωσίας στην ανάπτυξη των τραπεζικών δραστηριοτήτων όπως είναι το «Asset – Liability Management» και το «Investment banking». Δεύτερον, δεν υπάρχει κάποιο ρυθμιστικό πλαίσιο μέσω του οποίου καθορίζονται οι κανόνες του υπολογισμού, της ανακοίνωσης των επιτοκίων BEONIA και BELIBOR στα διατραπεζικά δάνεια, και οι όροι συμμετοχής στο «κλαμπ» των τραπεζών οι οποίες δίνουν τα αντίστοιχα επιτόκια. Έτσι αυτά τα επιτόκια έχουν περισσότερο πληροφοριακό χαρακτήρα, επειδή οι τράπεζες δεν τα χρησιμοποιούν στον υπολογισμό τους τόκους στα βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα δάνεια και στα διατραπεζικά δάνεια κλπ. Τρίτον, η αυξημένη ρευστότητα στο τραπεζικό σύστημα καθώς και υψηλά επιτόκια της ΕΤΤΣ παρακινάει οι τράπεζες να είναι δραστήριες στις Π.Α.Α. ΕΤΤΣ, και να μην είναι πολύ δραστήριες στην διατραπεζική αγορά χρήματος.

Η διατραπεζική αγορά των REPOS δεν είναι αναπτυγμένη. Ένας από τους σημαντικούς λόγους τέτοιας κατάστασης είναι το γεγονός που η διατραπεζική αγορά προθεσμιακών καταθέσεων, η οποία είναι βάση για την ανάπτυξη των βραχυπρόθεσμων χρηματοπιστωτικών μέσων, δεν είναι αναπτυγμένη. Δεύτερον, δεν υπάρχει το Γενικό Συμβόλαιο του REPO και ο Κώδικας της καλύτερης πρακτικής για τις συναλλαγές REPO, που αποτελούν το ρυθμιστικό πλαίσιο το οποίο προσδιορίζει λεπτομερώς τα βασικά πρότυπα, τις συστάσεις και τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις των αντισυμβαλλομένων στη μια συναλλαγή REPO. Τρίτων, η συναλλαγή REPO θεωρείται περίπλοκη επειδή συνδυάζει την πώληση και επαναγορά των χρεογράφων, καθώς και εφαρμογή διάφορων μέτρων ελέγχου κινδύνων. Για το λόγο αυτό, οι συμμετέχοντες στην αγορά χρήματος στη Σερβία «αποφεύγουν» αυτό το είδος συναλλαγής στην εξωχρηματιστηριακή αγορά αφού δεν υπάρχει κάποιος μεσολαβητής ο οποίος φροντίζει την εκπλήρωση των υποχρεώσεων των αντισυμβαλλομένων στην συναλλαγή, όπως είναι η περίπτωση στην οργανωμένη αγορά, π.χ. στο χρηματιστήριο. Τέλος, στη χρηματοοικονομική αγορά στη Σερβία δεν υπάρχουν πολλά εκλέξιμα βραχυπρόθεσμα και ιδιαίτερα

μακροπρόθεσμα χρεόγραφα του Σερβικού Δημοσίου τα οποία αποτελούν βάση για την συναλλαγή REPO.

Στην προηγούμενη παρατήρηση θα μπορούσαμε να προσθέσουμε και τη γενική εκτίμηση, ότι η αγορά των βραχυπρόθεσμων χρεογράφων δεν είναι αναπτυγμένη και σχεδόν δεν υπάρχει τα τελευταία χρόνια με ιδιαίτερη έμφαση στα εμπορικά χρεόγραφα. Κατά τη γνώμη μας, ένας από τους λόγους είναι και το γεγονός ότι στη Σερβία δεν υπάρχει ο θεσμός των Βασικών Διαπραγματευτών Αγοράς οι οποίοι παίζουν σημαντικό ρόλο στην ανάπτυξη της πρωτογενούς αγοράς, και ιδιαίτερα της δευτερογενούς αγοράς των χρεογράφων Δημοσίου στην οποία συμμετέχουν ως «Δημιουργοί Αγοράς». Από την άλλη πλευρά, στη χρηματοοικονομική αγορά της Σερβίας δεν υπάρχει ένας ανεξάρτητος φορέας αξιολόγησης ο οποίος να αξιολογεί τον πιστωτικό κίνδυνο του βραχυπρόθεσμου αλλά και του μακροπρόθεσμου τίτλου. Αυτό είναι ιδιαίτερα σημαντικό για την ανάπτυξη της αγοράς των εμπορικών χρεογράφων, αλλά και της αγοράς REPO που τα χρεόγραφα αποτελούν βάση για τη συναλλαγή REPO.

Γεγονός επίσης είναι ότι οι τράπεζες δεν χρησιμοποιούν βραχυπρόθεσμα παράγωγα προϊόντα στην αντιστάθμιση του κινδύνου. Έτσι, η διατραπεζικές συναλλαγές στην αγορά συναλλάγματος αποτελούν το κύριο μέσο με το οποίο οι τράπεζες διαχειρίζονται τον κίνδυνο. Υπάρχουν αρκετοί λόγοι για μια τέτοια κατάσταση από τους οποίους ένας είναι η έλλειψη τεχνογνωσίας. Δεύτερον, όπως τονίσαμε, οι περισσότερες τράπεζες, εκμεταλλεύονται τα υψηλά επιτόκια στην αγορά χρήματος, πράγμα που δεν τις παροτρύνει να είναι πιο δραστήριες στην αγορά χρήματος και να «δημιουργούν» καινούργια χρηματοπιστωτικά μέσα, όπως είναι τα βραχυπρόθεσμα παράγωγα. Τρίτον, τα διατραπεζικά επιτόκια τα BEONIA και τα BELIBOR δεν θεωρούνται «αντιπροσωπευτικά» για τους λόγους που εξηγήσαμε, που δεν βοηθάει την ανάπτυξη των συμβάσεων επιτοκίων ως βασικών βραχυπρόθεσμων παραγώγων που χρησιμοποιούν οι τράπεζες στην αντιστάθμιση κινδύνου επιτοκίου.

Δεν μπορούμε να πούμε ότι η νομισματική πολιτική της ΕΤΤΣ δεν ήταν αποτελεσματική τα τελευταία χρόνια επειδή δεν κατάφερε να συγκρατήσει τις πληθωριστικές τάσεις. Αυτό αποδεικνύει ότι όχι μόνο τα νομισματικά μεγέθη, τα οποία τα τελευταία χρόνια είχαν οριστεί ως ενδιάμεσοι στόχοι, ήταν πάνω από

το στόχο, αλλά και ο ρυθμός του πληθωρισμού ήταν πάνω από τον επιθυμητό. Η εκτίμηση μας είναι ότι ο μηχανισμός μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής στην περίπτωση της ΕΤΤΣ δεν λειτουργεί, παρόλο που ήδη υπάρχουν τα μέσα μέσω των οποίων μπορούν να μεταδίδονται οι αποφάσεις της νομισματικής πολιτικής στο χρηματοοικονομικό σύστημα. Πρώτον, φαίνεται ότι οι επεμβάσεις της ΕΤΤΣ στην αγορά χρήματος έχουν ως μόνιμο σκοπό την απορρόφηση ρευστότητας από το τραπεζικό σύστημα μέσω της πολιτικής υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών και Π.Α.Α. Για το λόγο αυτό πιστεύουμε ότι η ΕΤΤΣ πρέπει να αλλάξει τη σημερινή πολιτική των επιτοκίων έτσι ώστε οι επεμβάσεις της να είναι πιο αποτελεσματικές στη αγορά χρήματος και να στοχεύουν όχι μόνο στην επιθυμητή ρευστότητα στη αγορά χρήματος αλλά και στα διατραπεζικά επιτόκια. Δεύτερον, παρόλο που τα μέσα νομισματικής πολιτικής είναι παρόμοια με τα μέσα της ΕΚΤ και άλλων κεντρικών τραπεζών, νομίζουμε ότι χρειάζονται ορισμένες αλλαγές στις Π.Α.Α. και στις πάγιες διευκολύνσεις. Τρίτον, η επιτυχία του μηχανισμού μετάδοσης νομισματικής πολιτικής βασίζεται πολύ στην ανάπτυξη της διατραπεζικής αγοράς χρήματος. Αυτό σημαίνει ότι χρειάζονται σοβαρές βελτιώσεις των σημερινών βραχυπρόθεσμων χρηματοπιστωτικών μέσων, όπως είναι οι διατραπεζικές καταθέσεις, και η εισαγωγή καινούργιων χρηματοπιστωτικών μέσων στην διατραπεζική αγορά, όπως είναι τα REPOS, και τα βραχυπρόθεσμα παράγωγα προϊόντα. Σύμφωνα με τα αναφερόμενα, πιστεύουμε ότι είναι σημαντική η ταυτόχρονη ανάπτυξη των μέσων νομισματικής πολιτικής και των βραχυπρόθεσμων χρηματοπιστωτικών μέσων στην αγορά χρήματος.

Σχετικά με τη δημοσιονομική πολιτική εκτιμούμε ότι είναι απαραίτητο κατά τα επόμενα χρόνια να μειωθούν οι δημόσιες δαπάνες, να ξεκινήσει η μεταρρύθμιση του δημοσίου τομέα και η ιδιωτικοποίηση των δημοσίων επιχειρήσεων. Επίσης οι αρμόδιοι της δημοσιονομικής πολιτικής πρέπει να βρουν κατάλληλα μέτρα με τα οποία η σερβική οικονομία να γίνει πιο ανταγωνιστική στη διεθνή αγορά. Όσον αφορά τη συμμετοχή του Δημοσίου στην αγορά χρήματος, η εκτίμησή μας είναι ότι αυτή δεν πρέπει να περιορίζεται μόνο στην έκδοση και πώληση των έντοκων γραμματίων. Η έρευνά μας έδειξε ότι το Γενικό Λογιστήριο του Κράτους μπορεί να αναπτύξει μεγάλη δραστηριότητα στη διατραπεζική αγορά των μη ασφαλισμένων και ασφαλισμένων συναλλαγών καθώς και των παράγωγων προϊόντων. Επίσης

ένα μέρος της καθημερινής διαχείρισης του χρέους και των διαθεσίμων του Κράτους, πρέπει να είναι η ανταλλαγή σημαντικών πληροφοριών με την ΕΤΤΣ οι οποίες αφορούν όλες τις εισροές και εκροές που επηρεάζουν τη ρευστότητα στο τραπεζικό σύστημα. Αυτή η συνεργασία μεταξύ του Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους και της ΕΤΤΣ έχει ιδιαίτερη σημασία σε αυτήν την φάση της μεταρρύθμισης του χρηματοοικονομικού συστήματος, επειδή περιλαμβάνει και ανάλυση προτάσεων που αφορούν την ανάπτυξη των χρηματοπιστωτικών μέσων και της αγοράς χρήματος.

Πιστεύουμε ότι οι αρμόδιοι της δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής καθώς και άλλοι χρηματοοικονομικοί φορείς στη Σερβία, όπως είναι η Ένωση των Τραπεζών της Σερβίας και το Κεντρικό Αποθετήριο, μπορούν να έχουν καθοριστικό ρόλο στη θεσμοθέτηση των κινήτρων που θα βελτιώσουν τη σημερινή αγορά χρήματος.

Τέλος, μπορούμε να πούμε ότι συγκρίνοντας τα αποτελέσματα ανάπτυξης της αγοράς χρήματος στη Σερβία μέχρι το 2000 και από το 2000 μέχρι σήμερα, προκύπτει σαφώς ότι χωρίς πραγματικές και ριζικές μεταρρυθμίσεις του πολιτικού και οικονομικού συστήματος που να βασίζονται στη δομή και τις αξίες της οικονομίας της αγοράς δεν μπορεί να αναπτυχθεί αγορά χρήματος και αγορά κεφαλαίου.

Στο επόμενο κεφάλαιο αναλύουμε ορισμένες προτάσεις για την ανάπτυξη της αγοράς χρήματος στη Σερβία, οι οποίες προέκυψαν από την ανάλυση και βασίζονται στα αποτελέσματα της έρευνας για το πρώτο και δεύτερο μέρος της εργασίας.

ΜΕΡΟΣ ΙΙΙ

**ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΧΡΗΜΑΤΟΣ
ΣΤΗ ΣΕΡΒΙΑ**

Στη συνέχεια θα επικεντρωθούμε στους βασικούς χρηματοοικονομικούς τομείς που θεωρούμε ότι χρειάζονται ορισμένες βελτιώσεις και οποίες είναι σημαντικές για την ανάπτυξη της αγοράς χρήματος στη Σερβία. Οι προτάσεις αυτές προέκυψαν από την έρευνα και την ανάλυση των βασικών παραγόντων της αγοράς χρήματος στις αναπτυσσόμενες χώρες και από την ανάλυση της αγοράς χρήματος στη Σερβία την τελευταία πενταετία.

Θεωρούμε ότι στο χρηματοοικονομικό σύστημα της Σερβίας το οποίο βρίσκεται σε μεταβατική περίοδο, είναι ιδιαίτερα σημαντικός ο ρόλος των βασικών χρηματοοικονομικών φορέων αναφορικά με την ανάπτυξη των χρηματοπιστωτικών μέσων και των συναλλαγών στην αγορά χρήματος. Επίσης, όπως τονίζουν οι μελέτες της Παγκόσμιας Τράπεζας και του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου ένας από τους βασικούς παράγοντες για την ανάπτυξη της αγοράς χρήματος είναι τα οικονομικά κίνητρα τα οποία θεσπίζονται από την Κυβέρνηση και την Κεντρική Τράπεζα. Αυτά τα κίνητρα πρέπει, κατ' αρχήν να δώσουν τη δυνατότητα στις τράπεζες και στους άλλους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς, να διαχειρίζονται αποτελεσματικά τον κίνδυνο και τη ρευστότητα. Δεύτερον, η Κεντρική Τράπεζα πρέπει να χρησιμοποιεί αντί των άμεσων τα έμμεσα μέσα στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής. Τρίτον, εάν το Δημόσιο είναι αποτελεσματικό στην καθημερινή διαχείριση του χρέους και των διαθεσίμων του (*debt/ cash management*) τότε η Κεντρική Τράπεζα έχει μεγαλύτερη ελευθερία να προσδιορίσει τα μέσα νομισματικής πολιτικής με τα οποία επεμβαίνει στην αγορά χρήματος. Από το πλαίσιο αυτών των νομισματικών μέσων εξαρτάται το κατά πόσο οι τράπεζες θα είναι δραστήριες και αποτελεσματικές στη διαχείριση ρευστότητας και του κινδύνου.¹¹²

Πολλές προτάσεις αναφέρονται στην Εθνική Τράπεζα της Σερβίας η οποία σε αυτήν τη φάση της μεταρρύθμισης του χρηματοοικονομικού συστήματος στη Σερβία, παίζει σημαντικό ρόλο στην ανάπτυξη της αγοράς χρήματος. Όπως έδειξε η έρευνά μας, ο ρόλος της Κεντρικής Τράπεζας είναι πιο σημαντικός από ότι ήταν πριν. Η Κεντρική Τράπεζα είναι ανεξάρτητος οικονομικός φορέας και αναλαμβάνει κοινωνική ευθύνη σχετικά με την εκπλήρωση του πρωταρχικού σκοπού της ο οποίος είναι η διασφάλιση της

¹¹² The World Bank, International Monetary Fund, *Developing Government Bond Markets, First Edition, Washington, International Monetary Fund, 2001, σελ.63.*

σταθερότητας του γενικού επιπέδου των τιμών. Η επιτυχία της εκπλήρωσης αυτού του σκοπού εξαρτάται από τις αποφάσεις της νομισματικής πολιτικής οι οποίες μεταδίδονται στο χρηματοοικονομικό σύστημα και σε ολόκληρη την οικονομία μέσω του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής. Οι περισσότερες από αυτές τις αποφάσεις πραγματοποιούνται στην αγορά χρήματος. Έτσι, η Κεντρική Τράπεζα θεωρείται ως βασικός συμμετέχων στην αγορά χρήματος στην οποία παρεμβαίνει επηρεάζοντας το κόστος και την ποσότητα του χρήματος. Επίσης, το κατά πόσο θα είναι αποτελεσματική η Κεντρική Τράπεζα στη διασφάλιση της σταθερότητας του γενικού επιπέδου των τιμών εξαρτάται και από το βαθμό ανάπτυξης των χρηματοοικονομικών αγορών με ιδιαίτερη έμφαση στην αγορά χρήματος. Για το λόγο αυτό, πολλές προτάσεις αναφέρονται στη νομισματική πολιτική, αλλά και σε άλλους τομείς που ο ρόλος της ΕΤΤΣ είναι σημαντικός για την ανάπτυξη της αγοράς χρήματος.

Άλλες προτάσεις αναφέρονται στο ρόλο του Δημοσίου και του Κεντρικού Αποθετηρίου στην ανάπτυξη της αγοράς χρήματος. Η λεπτομερής παράθεση των μέτρων που πρέπει να πάρει το Δημόσιο στην οικονομική και δημοσιονομική πολιτική, ώστε να δημιουργήσει τα κίνητρα τα οποία είναι σημαντικά για την ανάπτυξη της αγοράς των βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων χρεογράφων του Δημοσίου, είναι πέρα από τον σκοπό της εργασίας. Επίσης δεν αναλύσαμε λεπτομερώς τον τρόπο λειτουργίας του Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους (όπως κάναμε στην περίπτωση της ΕΤΤΣ), επειδή το Γενικό Λογιστήριο του Κράτους είναι ένας από τους συμμετέχοντες στην αγορά χρήματος και άρα η συμμετοχή του είναι παρόμοια με εκείνη των τραπεζών (η καθημερινή διαχείριση χρέους και διαθεσίμων, διαχείριση του κινδύνου κλπ.).

Τέλος, αναλύσαμε τη δυνατότητα της διατραπεζικής αγοράς χρήματος να παίξει το ρόλο οργανωμένης αγοράς η οποία μπορεί να συνεισφέρει σημαντικά τόσο στην ανάπτυξη των συναλλαγών όσο και καινούριων χρηματοπιστωτικών μέσων.

Σχετικά με τα χρηματοπιστωτικά μέσα στην αγορά χρήματος, περιορίσαμε τις προτάσεις στις καταθέσεις προθεσμίας, τα REPOS και τα βραχυπρόθεσμα παράγωγα προϊόντα που θεωρούμε ότι είναι βασικά για τη διαχείριση της ρευστότητας και του κινδύνου στην αγορά χρήματος, και είναι

σημαντικά για την ανάπτυξη άλλων χρηματοπιστωτικών μέσων και τραπεζικών προϊόντων.

Στις προτάσεις δεν αφιερώσαμε πολύ χώρο στα βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα όπως είναι, τα χρεόγραφα τραπεζικής αποδοχής, τα πιστοποιητικά καταθέσεων, και τα εμπορικά χρεόγραφα. Πρώτον, τα χρεόγραφα τραπεζικής αποδοχής δεν έχουν την ίδια σημασία για τις τράπεζες που είχαν στις χρηματοοικονομικές αγορές, χάρη στην ανάπτυξη άλλων χρηματοπιστωτικών μέσων. Δεύτερον, οι περισσότερες τράπεζες που λειτουργούν στη Σερβία είναι ξένες, και έχουν εύκολη πρόσβαση στις διεθνείς χρηματοοικονομικές αγορές, γεγονός που τους δίνει τη δυνατότητα να αποκτήσουν κεφάλαια πιο «φτηνά». Αυτό σημαίνει ότι οι τράπεζες αυτές δεν χρειάζονται να εκδώσουν βραχυπρόθεσμα ή μακροπρόθεσμα χρεόγραφα στις τοπικές αγορές. Τρίτον, είναι το γεγονός ότι τα τελευταία χρόνια αυξάνεται η σημασία του Χρηματιστηρίου του Βελιγραδίου (BELEX) ως μακροπρόθεσμη πηγή κεφαλαίων, λόγω του υψηλού ρυθμού ιδιωτικοποίησης. Αυτό σημαίνει ότι οι εγχώριες τράπεζες και οι επιχειρήσεις με την πάροδο του χρόνου όλο και περισσότερο καταφεύγουν στο BELEX για να εκδώσουν μετοχές αντί βραχυπρόθεσμων χρεογράφων.

Το κεφάλαιο 11 περιλαμβάνει τις προτάσεις της έρευνας που αναφέρονται στην νομισματική πολιτική της Εθνική Τράπεζα της Σερβίας. Επίσης σε αυτό το κεφάλαιο αναλύεται ο ρόλος της ΕΤΤΣ στην ανάπτυξη της αγοράς χρήματος, ο οποίος δεν ανήκει στο τομέα της νομισματικής πολιτικής, αλλά το θεωρούμε σημαντικό για την ανάπτυξη της αγοράς χρήματος. Το κεφάλαιο 12 και το κεφάλαιο 13 περιλαμβάνουν τις προτάσεις της έρευνας που αναφέρονται στο Δημόσιο και το Κεντρικό Αποθετήριο. Τέλος, το κεφάλαιο 14 περιλαμβάνει τις προτάσεις της έρευνας που αναφέρονται στο βασικό πλαίσιο για τη λειτουργία της οργανωμένης διατραπεζικής αγοράς χρήματος.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 11

ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΣΕΡΒΙΑΣ

Τις προτάσεις, οι οποίες αναφέρονται στο ρόλο της ΕΤΤΣ στην ανάπτυξη της αγοράς χρήματος, τις χωρίσαμε σε αυτές που αφορούν τη νομισματική πολιτική της ΕΤΤΣ και σε εκείνες που αφορούν τον ρόλο της ΕΤΤΣ πέρα από την νομισματική πολιτική, δηλαδή την ανάπτυξη της διατραπεζικής αγοράς και των βραχυπρόθεσμων χρηματοπιστωτικών μέσων.

11.1. ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

11.1.1. ΕΝΔΙΑΜΕΣΟΙ ΣΤΟΧΟΙ ΤΗΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Σύμφωνα με την εμπειρική έρευνα η εκτίμηση μας είναι ότι η Εθνική Τράπεζα της Σερβίας στην παρούσα περίοδο, - η οποία χαρακτηρίζεται από υποανάπτυκτες χρηματοοικονομικές αγορές, υψηλή ρευστότητα στο τραπεζικό σύστημα και υψηλό βαθμό «δολαριοποίησης»¹¹³, πρέπει να ακολουθεί μία στρατηγική στην οποία εκτός από τον πρωταρχικό σκοπό, ως ενδιάμεσο στόχο, καθορίζει το νομισματικό μέγεθος M3, τη νομισματική βάση και τη συναλλαγματική ισοτιμία.¹¹⁴ Επίσης, πρέπει να παρακολουθεί και να προβλέπει την πιστωτική επέκταση προς τον ιδιωτικό τομέα, που σήμερα θεωρείται ως ένα από τα κύρια προβλήματα που ωθεί τις πληθωριστικές τάσεις στη Σερβία.

Αυτό επιβεβαιώνεται και από το γεγονός ότι από την έρευνα του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου προκύπτει ότι στις χώρες με υψηλό βαθμό «δολαριοποίησης», ανάμεσα στις οποίες είναι και η Σερβία, ως ενδιάμεσος στόχος της νομισματικής πολιτικής πρέπει να οριστεί ο M3, επειδή περιέχει τις καταθέσεις σε ξένο συνάλλαγμα και νομισματική βάση που επηρεάζουν

¹¹³ Το «φαινόμενο» αυτό σημαίνει ότι το μεγαλύτερο ποσοστό των καταθέσεων προθεσμίας και ταμιευτηρίου είναι σε ξένο συνάλλαγμα, ενώ οι τιμές, τα επιτόκια, τα δάνεια, ακόμα και οι μισθοί, δεσμεύονται για τη συναλλαγματική ισοτιμία δηνάριου έναντι του ευρώ.

¹¹⁴ Οι ορισμοί της προσφοράς χρήματος (ο M1, ο M2, ο M3) που χρησιμοποιεί η ΕΤΤΣ είναι:

M1 = Χαρτονομίσματα και κέρματα + Καταθέσεις όψεως του ιδιωτικού τομέα,

M2 = M1 + Καταθέσεις Ταμιευτηρίου + Καταθέσεις Προθεσμίας,

M3 = M2 + Καταθέσεις του ιδιωτικού τομέα σε ξένο συνάλλαγμα,

Νομισματική βάση = Χαρτονομίσματα και κέρματα + Τοποθετήσεις σε τρεχούμενους λογαριασμούς των τραπεζών

σημαντικά τη ρευστότητα στο τραπεζικό σύστημα.¹¹⁵ Υπενθυμίζουμε ότι τα τελευταία δύο χρόνια η ΕΤΤΣ ανακοινώνει ως ενδιάμεσους στόχους (την ετήσια αύξηση των ενδιάμεσων στόχων σε εκατοστιαίες μονάδες) τη νομισματική βάση, και τα M1, M2 και M3 τα οποία τελικά στο τέλος του χρόνου ήταν πολύ πιο πάνω από το καθορισμένο στόχο, γεγονός που αποδεικνύει ότι η ΕΤΤΣ δεν επέτυχε στη συγκράτηση της ποσότητας του χρήματος (παρακάτω πίνακας 23).¹¹⁶ Έτσι, θεωρούμε ότι η ΕΤΤΣ πρέπει να είναι επικεντρωμένη στη συγκράτηση της ποσότητας του χρήματος που θεωρείται ως ένας από τους σημαντικότερους παράγοντες που επηρεάζουν τις πληθωριστικές τάσεις.

Πίνακας 23: Τελικός στόχος και ενδιάμεσοι στόχοι της νομισματικής πολιτικής της ΕΤΤΣ το 2004 και 2005

		2004		2005	
		στόχος	αποτέλεσμα	στόχος	αποτέλεσμα
Τελικός στόχος	Γενικός ΔΤΚ	8,5%	13,70%	9,0%-10,0%	17,70%
Ενδιάμεσοι στόχοι	Νομισματική βάση	9%	10%	6,5%	22%
	M1	-	12%	11,0%	30%
	M2	14%	17%	12,0%	31%
	M3	15%	32%	15,0%	42%

Πηγή: Εθνική Τράπεζα της Σερβίας

Επίσης θεωρούμε ότι η συναλλαγματική ισοτιμία είναι πολύ σημαντικός ενδιάμεσος στόχος, ιδιαίτερα για χώρες οι οποίες περνούν μια μεταβατική περίοδο, όπου η σταθερότητα του εθνικού νομίσματος θεωρείται κρίσιμη για την ανάπτυξη της οικονομίας. Για παράδειγμα, στις μεταρρυθμιστικές χώρες της ανατολικής Ευρώπης οι οποίες θεωρούνται από τις πιο επιτυχημένες, όπως είναι η Πολωνία, η Τσεχία και η Ουγγαρία, η συναλλαγματική ισοτιμία στη νομισματική πολιτική είχε σημαντικό ρόλο κατά τη δεκαετία του '90, στη δημιουργία της οικονομικής σταθερότητας. Προκειμένου να ενταχθεί η Ελλάδα στη ζώνη του ευρώ (από 1^η Ιανουαρίου 2001) η Τράπεζα της Ελλάδος μέχρι το 1998 υιοθέτησε συναλλαγματική ισοτιμία της δραχμής ως έναν από τους ενδιάμεσους στόχους, ενώ από το 1998 αυτός ο ενδιάμεσος στόχος έγινε μοναδικός.

¹¹⁵ International Monetary Fund, "Monetary Policy in Dollarized Economies", Occasional paper no. 117, International Monetary Fund, Washington, 1999. σελ. 30.

¹¹⁶ Βλ. 9.3. Νομισματική πολιτική της Εθνικής Τράπεζας της Σερβίας.

Στη Σερβία, η αξία του δηναρίου στην αγορά συναλλάγματος παίζει σημαντικό ρόλο στην επίτευξη οικονομικής σταθερότητας. Όμως, αυτό δεν σημαίνει ότι η συναλλαγματική πολιτική μπορεί να είναι το κύριο μέσο της νομισματικής πολιτικής έναντι του πληθωρισμού. Η ΕΤΤΣ πρέπει να έχει μία πιο «πραγματική» πολιτική συναλλαγματικής ισοτιμίας η οποία θα εκφράζει τρέχουσες και αναμενόμενες πληθωριστικές τάσεις. Από τις μεταβολές του Γενικού ΔTK και της συναλλαγματικής ισοτιμίας του δηναρίου έναντι του ευρώ στην περίοδο 2001 - 2005, προκύπτει ότι οι αρχές της νομισματικής πολιτικής προσπάθησαν να συγκρατήσουν τον πληθωρισμό με συνεχείς επεμβάσεις στη Διατραπεζική Αγορά Συναλλάγματος. Για παράδειγμα, το 2005 οι εκατοστιαίες μεταβολές της συναλλαγματικής ισοτιμίας του δηναρίου έναντι του ευρώ ήταν πολύ μικρότερες σε σχέση με τις μεταβολές του Γενικού ΔTK. Έτσι η ονομαστική αξία του ευρώ έναντι του δηναρίου υποχώρησε κατά 8,12 εκατοστιαίες μονάδες, ενώ ο Γενικός ΔTK στο τέλος του 2005 έφτασε στο 17,70%, που σημαίνει ότι σε σχέση με το εγχώριο Γενικό ΔTK το δηνάριο ανατιμήθηκε.¹¹⁷

Για παράδειγμα, η Τράπεζα της Ελλάδος από το 1990 μέχρι το 1997 ως κύριο ενδιάμεσο στόχο είχε το νομισματικό μέγεθος M3 και τη συναλλαγματική ισοτιμία. Επίσης η Τράπεζα της Ελλάδος παρακολουθούσε τη συνολική εγχώρια πιστωτική επέκταση, ιδιαίτερα προς τον ιδιωτικό τομέα, όπως κάνει και η Εθνική Τράπεζα της Σερβίας τα τελευταία χρόνια, και το συμπληρωματικό δείκτη ρευστότητας, το M4.¹¹⁸ Πρέπει να σημειωθεί ότι από το 2001, που η Ελλάδα συμμετέχει στη Οικονομική και Νομισματική Ευρωπαϊκή Ένωση, η Τράπεζα της Ελλάδος καταρτίζει ένα νέο νομισματικό μέγεθος, το M3 (σύμφωνα με ενιαίο ορισμό για όλες τις χώρες του ευρωσυστήματος), το οποίο από το 1998 έχασε την ιδιότητα του ενδιάμεσου στόχου.¹¹⁹ Αυτό το νομισματικό μέγεθος παρέμεινε απλώς ένας ακόμη δείκτης τον οποίο παρακολουθεί η Τράπεζα της Ελλάδος, επειδή επηρεάζει τις

¹¹⁷ Βλ. διάγραμμα 21 - 9.4. Συναλλαγματική πολιτική της Εθνικής Τράπεζας της Σερβίας.

¹¹⁸ Τράπεζα της Ελλάδος, «Οικονομικό Δελτίο, Τεύχος 20», Ιανουάριος 2003, σελ. 15-17.

M3 = Καταθέσεις Ταμιευτηρίου + Καταθέσεις Προθεσμίας + REPOS + Τραπεζικά Ομόλογα

M4 = M3 + Έντοκα Γραμμάτια Δημοσίου + Ομόλογα Δημοσίου μέχρι 1 χρόνο

¹¹⁹ Τράπεζα της Ελλάδος, «Νομισματική πολιτική, Ενδιάμεση Έκθεση 2001», Αθήνα, Νοέμβριος 2001, σελ. 68.

M3 = M2 (Χαρτονομίσματα και κέρματα + Καταθέσεις όψεως του ιδιωτικού τομέα + Καταθέσεις Ταμιευτηρίου + Καταθέσεις προθεσμίας) + REPOS + Τα Μερίδια Αμοιβαίων Κεφαλαίων Διαχείρισης Διαθεσίμων + Εκδόσεις Χρέους μέχρι 2 χρόνια.

πληθωριστικές προσδοκίες και μπορεί να δώσει προειδοποιητικά σημεία για έναν επερχόμενο πληθωρισμό.

11.1.2. ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΚΑΘΟΡΙΣΜΟΥ ΑΜΕΣΟΥ ΣΤΟΧΟΥ ΓΙΑ ΤΟΝ ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟ

Όταν οι χρηματοοικονομικές αγορές θα είναι πιο αναπτυγμένες από ότι είναι σήμερα, ο πληθωρισμός πιο χαμηλός και η μεταρρύθμιση του βιομηχανικού και τραπεζικού συστήματος θα έχει ολοκληρωθεί, θα μπορεί να εφαρμοστεί η στρατηγική καθορισμού άμεσου στόχου για τον πληθωρισμό. Επίσης, θεωρούμε ότι η στρατηγική αυτή θα είναι πιο αποτελεσματική, εάν η ΕΤΤΣ καταφέρει να συγκρατήσει την αύξηση των νομισματικών μεγεθών. Για το λόγο αυτό είναι σημαντικό να εφαρμοστεί η προηγούμενη πρόταση που αφορά τον προσδιορισμό των ενδιάμεσων στόχων της νομισματικής πολιτικής.

Η στρατηγική καθορισμού άμεσου στόχου για τον πληθωρισμό θα συνεισφέρει ώστε ο μηχανισμός μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής στη Σερβία να είναι πιο αποτελεσματικός. Αυτό σημαίνει ότι οι μεταβολές των βασικών επιτοκίων της ΕΤΤΣ μπορεί να οδηγούν πιο αποτελεσματικά σε μεταβολές στις συνθήκες των χρηματοοικονομικών αγορών. Ο κυρίως ενδιάμεσος στόχος της νομισματικής πολιτικής της ΕΤΤΣ, όπως και σε άλλες αναπτυγμένες χώρες, πρέπει να είναι το βραχυπρόθεσμο διατραπεζικό επιτόκιο πίστωσης διάρκειας μίας ημέρας – ΒΕΟΝΙΑ, στο οποίο γίνεται το μεγαλύτερο ποσοστό των συναλλαγών στη διατραπεζική αγορά στη Σερβία.¹²⁰

Για παράδειγμα, ο κύριος ενδιάμεσος στόχος στη νομισματική πολιτική της ΕΚΤ είναι το διατραπεζικό επιτόκιο πίστωσης διάρκειας μίας ημέρας (ΕΟΝΙΑ). Επίσης και άλλες κεντρικές τράπεζες όπως είναι στην Αυστραλία, τον Καναδά, την Ιαπωνία, τη Νέα Ζηλανδία και τις ΗΠΑ, έχουν ως κύριο ενδιάμεσο στόχο το διατραπεζικό επιτόκιο πίστωσης διάρκειας μίας ημέρας. Αξίζει να τονιστεί ότι σε πολλές κεντρικές τράπεζες πριν από τη δημιουργία του Ευρωπαϊκού Συστήματος των Κεντρικών Τραπεζών, το διατραπεζικό επιτόκιο πίστωσης διάρκειας μίας ημέρας ήταν ο κύριος ενδιάμεσος στόχος (στην Αυστρία, τη Γαλλία, τη Γερμανία, την Ιταλία, την Ισπανία, τη Σουηδία) ή τα

¹²⁰ Ali M. Kutan and Josef C. Brada, "The Evolution of Monetary Policy in Transition Economies", Working paper, Federal Reserve Bank of St. Luis, March/ April 2000, σελ. 38,39.

βραχυπρόθεσμα διατραπεζικά επιτόκια πίστωσης διάρκειας από 30 μέχρι 90 ημέρες (στο Βέλγιο και την Ολλανδία).¹²¹ Όμως, ας μην ξεχνάμε ότι σε αυτές τις χώρες η διατραπεζική αγορά χρήματος ήταν πολύ αναπτυγμένη, πράγμα που διευκόλυνε τις εθνικές κεντρικές τράπεζες να θέτουν ως κύριο ενδιάμεσο στόχο το διατραπεζικό επιτόκιο.

Από το 1997, συναντώνται στην Ελλάδα ορισμένα στοιχεία στρατηγικής καθορισμού του άμεσου στόχου για τον πληθωρισμό (*direct inflation targeting*), που σημαίνει ότι το επιτόκιο, ως μέσο νομισματικής πολιτικής, θα πρέπει να προσαρμόζεται σε άμεση συνάρτηση με τις τρέχουσες μεταβολές του (πυρήνα του) πληθωρισμού ή, ακόμη πιο σημαντικό, με τις μεταβολές του αναμενόμενου πληθωρισμού.¹²² Όμως, ας μη ξεχνάμε ότι η Ελλάδα σε μια τέτοια περίοδο ολοκλήρωσε τις μεταρρυθμίσεις στο χρηματοοικονομικό σύστημα, οι οποίες άρχισαν στη δεκαετία του '80. Στις αρχές της δεκαετίας του '90 σημειώθηκαν σημαντικές βελτιώσεις στο τραπεζικό σύστημα και στις χρηματοοικονομικές αγορές, όπως είναι η ίδρυση του Κεντρικού Αποθετηρίου (1991), η ενίσχυση του εποπτικού ρόλου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, η σημαντική τεχνολογική αναβάθμιση του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (1992), η ανάπτυξη της δραχμικής διατραπεζικής αγοράς και ο θεσμός του διατραπεζικού επιτοκίου ATHIBOR (στις αρχές του 1994).¹²³ Έτσι, στα μέσα της δεκαετίας του '90, το τραπεζικό σύστημα και οι χρηματοοικονομικές αγορές στην Ελλάδα είχαν αναπτυχθεί, ενώ για πρώτη φορά ο πληθωρισμός μειώθηκε σε μονοψήφιο ποσοστό.¹²⁴ Η δεκαετία του '90 ήταν μία περίοδος κατά την οποία η ελληνική οικονομία βελτίωσε εντυπωσιακά τις επιδόσεις της ως προς τα περισσότερα οικονομικά μεγέθη και επέτυχε, κρινόμενη με αυστηρά κριτήρια, την ένταξή της στην Ευρωπαϊκή Νομισματική Ένωση. Για το λόγο αυτό η Τράπεζα της Ελλάδος μπόρεσε να ασκήσει νομισματική πολιτική η οποία βασίστηκε στη στρατηγική του καθορισμού άμεσου στόχου για τον πληθωρισμό όπου το επιτόκιο είναι το κύριο μέσο νομισματικής πολιτικής.

¹²¹ Claudio E. V. Borio, "Monetary Policy Operating Procedures in Industrial Countries", Working paper No.40, Bank for International Settlement, March 1997, σελ. 10.

¹²² Τράπεζα της Ελλάδος, ό.π..

¹²³ George Hondroyiannis, Sarantis Lolos, Evangelia Papapetrou, "Financial Market and Economic Growth in Greece, 1986-1999", Working paper no.17, Bank of Greece, September 2004. σελ.10.

¹²⁴ Τράπεζα της Ελλάδος, «Οικονομικό Δελτίο, Τεύχος 22», Ιανουάριος 2004, σελ. 63.

11.1.3. ΠΡΟΒΛΕΨΗ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

Η εκπλήρωση των ενδιάμεσων στόχων εξαρτάται πάρα πολύ από την ικανότητα της Κεντρικής Τράπεζας να προβλέψει τη γενική τάση των νομισματικών μεγεθών ($M1$, $M2$, $M3$) και της ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα (νομισματική βάση), ούτως ώστε να μπορέσει εγκαίρως να αντιδράσει και να λάβει τα κατάλληλα μέτρα. Ας μην ξεχνάμε το γεγονός ότι δεν είναι δυνατόν να προβλεφθεί το αποτέλεσμα των αντιπληθωριστικών μέτρων της νομισματικής πολιτικής. Για παράδειγμα, στο Ηνωμένο Βασίλειο έχει εκτιμηθεί ότι χρειάζονται περίπου δύο χρόνια μέχρι που η αλλαγή του βασικού επιτοκίου της Τράπεζας της Αγγλίας να φέρει αποτέλεσμα στον πληθωρισμό.¹²⁵ Για το λόγο αυτό η ΕΤΤΣ πρέπει να αναπτύξει την ικανότητα πρόβλεψης της αλλαγής των νομισματικών μεγεθών πριν λάβει οποιαδήποτε μέτρα, επειδή με αυτό το τρόπο θα είναι πιο ικανή να κατευθύνει τους ενδιάμεσους στόχους προς τον τελικό.

Από την πρόβλεψη της ρευστότητας εξαρτώνται σημαντικά οι επεμβάσεις της Κεντρικής Τράπεζας στη αγορά χρήματος οι οποίες πρέπει να είναι συντονισμένες με τους στόχους που αφορούν τη μεσοπρόθεσμη τάση του νομισματικού μεγέθους $M3$ ή του διατραπεζικού επιτοκίου. Η επιτυχία αυτού του συστήματος εξαρτάται πολύ από τη στενή συνεργασία μεταξύ της ΕΤΤΣ και του Υπουργείου Οικονομίας η οποία αφορά την ανταλλαγή πληροφοριών για τις τρέχουσες και μελλοντικές (προβλεπόμενες) εισροές και εκροές στο λογαριασμό των καταθέσεων του Υπουργείου Οικονομίας. Οι πληροφορίες αυτές που λαμβάνει καθημερινά η ΕΤΤΣ, αναφέρονται μόνο σε μία ημέρα. Η εκτίμησή μας είναι ότι αυτές οι πληροφορίες πρέπει να καλύπτουν τις εισροές και εκροές του λογαριασμού του Υπουργείου Οικονομίας για τις επόμενες 7 ημέρες και μέχρι ένα μήνα, ώστε η ΕΤΤΣ να μπορέσει να προγραμματίσει τις επεμβάσεις στη διατραπεζική αγορά και να προβλέψει τη ρευστότητα στο τραπεζικό σύστημα. Όμως η εκτίμησή μας είναι ότι αυτή η συνεργασία θα μπορούσε να είναι πιο στενή, που σημαίνει ότι οι ιθύνοντες των οικονομικών αυτών φορέων θα μπορούσαν να συναντώνται πιο συχνά, και

¹²⁵ Simon Gray, Glenn Hoggarth, Joanna Place, "Introduction to Monetary Operations", Handbooks in Central Banking no.10, Revised second edition, Centre for Central Banking Studies, Bank of England, 2000, σελ. 12.

μάλιστα να συστήσουν μία ειδική επιτροπή που να ασχολείται με τα θέματα που αφορούν τη διακύμανση των αυτόνομων και άλλων παραγόντων που επηρεάζουν τη ρευστότητα στο τραπεζικό σύστημα. Η επιτροπή αυτή θα μπορούσε να ασχοληθεί και με άλλα θέματα τα οποία είναι σημαντικά για την ανάπτυξη της διατραπεζικής αγοράς και των βραχυπρόθεσμων χρηματοπιστωτικών μέσων.

Όταν βελτιωθεί το σύστημα αυτό η ΕΤΤΣ θα μπορεί να ανακοινώνει στην ηλεκτρονική ιστοσελίδα της, την προβλεπόμενη ρευστότητα (π.χ. από μία μέχρι 5 εργάσιμες ημέρες) του τραπεζικού συστήματος όπως το κάνει η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, η Τράπεζα της Αγγλίας και άλλες κεντρικές τράπεζες αναπτυγμένων χωρών. Με αυτό το σύστημα οι τράπεζες μπορούν να υπολογίσουν το ποσόν με το οποίο θα παρέμβει η ΕΤΤΣ στην αγορά χρήματος. Αυτό σημαίνει ότι στην περίοδο πρόβλεψης της ρευστότητας οι τράπεζες μπορεί πιο εύκολα να προσδιορίζουν τις διαδικασίες σχετικά με την καθημερινή διαχείριση των διαθεσίμων τους. Τελικά, και οι επεμβάσεις της ΕΤΤΣ στην αγορά χρήματος μέσω των Π.Α.Α. μπορούν να είναι πιο αποτελεσματικές. Αξίζει να τονιστεί ότι σε πολλές κεντρικές τράπεζες (στην Αυστρία, το Βέλγιο, τη Γαλλία, τη Γερμανία, την Ιταλία, την Ολλανδία, την Ισπανία, τη Σουηδία) πριν από την ύπαρξη του Ευρωπαϊκού Συστήματος των Κεντρικών Τραπεζών, υπήρχε το σύστημα πρόβλεψης της ρευστότητας η οποία κάλυπτε περίοδο από μία ημέρα έως δύο μήνες ανάλογα με την κεντρική τράπεζα.¹²⁶

11.1.4. ΠΛΕΟΝΑΣΜΑ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

Τα τελευταία χρόνια η ΕΤΤΣ αντιμετωπίζει μόνιμο πλεόνασμα ρευστότητας καθώς και μεγάλη πιστωτική επέκταση, για τους λόγους που εξηγήσαμε.¹²⁷ Το μόνιμο πλεόνασμα ρευστότητας ελαττώνει τη δυνατότητα της Κεντρικής Τράπεζα να είναι πιο επιτυχημένη στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής. Όταν το τραπεζικό σύστημα έχει έλλειψη ρευστότητας τότε η Κεντρική Τράπεζα είναι η μόνη που παρέχει ρευστότητα στο τραπεζικό σύστημα γεγονός που σημαίνει ότι οι τράπεζες είναι αναγκασμένες να

¹²⁶ Claudio E. V. Borio, ό.π., σελ. 38.

¹²⁷ Βλ. 9.3. Νομισματική πολιτική της Εθνικής Τράπεζας της Σερβίας και 9.3.1. Υποχρεωτικά ελάχιστα αποθεματικά.

«δανείζονται» από την Κεντρική Τράπεζα μέσω των Π.Α.Α. ή μέσω της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης. Αντίθετα, εάν υπάρχει πλεόνασμα ρευστότητας τότε οι τράπεζες δεν είναι αναγκασμένες να τοποθετήσουν τα πλεονάζοντα αποθεματικά τους στην Κεντρική Τράπεζα, ιδιαίτερα στα επιτόκια τα οποία προσφέρει η Κεντρική Τράπεζα. Στην πρώτη περίπτωση για την Κεντρική Τράπεζα είναι πιο εύκολο να ασκήσει νομισματική πολιτική η οποία ως ενδιάμεσο στόχο έχει το βραχυπρόθεσμο διατραπεζικό επιτόκιο, ενώ στη δεύτερη περίπτωση είναι πιο δύσκολο για την Κεντρική Τράπεζα να μεταδώσει το «επιθυμητό» επιτόκιο στο τραπεζικό σύστημα. Όμως υπάρχουν και περιπτώσεις όπως είναι στην Τσεχία, στη Φινλανδία (πριν από την προσχώρηση στην ευρωζώνη), στη Ουγγαρία και στη Νότια Αφρική, όπου το πλεόνασμα ρευστότητας δεν προκάλεσε δυσκολίες στην άσκηση νομισματικής πολιτικής και στη λειτουργία της μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής.¹²⁸

Σύμφωνα με την πολιτική υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών της ΕΤΤΣ, θεωρητικά ο συντελεστής τους θα μπορούσε να είναι ακόμη πιο υψηλός από ότι είναι σήμερα. Όμως οι πιθανές επιπτώσεις μιας τέτοιας πολιτικής απαιτούν ιδιαίτερη ανάλυση η οποία είναι πέρα από τους στόχους της εργασίας. Τελικά η απορρόφηση της ρευστότητας στηρίζεται στις επεμβάσεις της Κεντρικής Τράπεζας και στα άλλα μέτρα που θα περιγράψουμε στη συνέχεια.

Πρώτον, η ΕΤΤΣ μπορεί καθημερινά να διενεργεί τις Π.Α.Α. ώστε να απορροφήσει την αυξημένη ρευστότητα στο τραπεζικό σύστημα εάν το απαιτούν οι τρέχουσες συνθήκες στην αγορά χρήματος και η εκπλήρωση των ενδιάμεσων στόχων. Για παράδειγμα η Ελλάδα από το δεύτερο εξάμηνο του 1994 μέχρι το δεύτερο εξάμηνο του 2000 είχε σχεδόν μόνιμο πλεόνασμα ρευστότητας στη διατραπεζική αγορά. Οι παρεμβάσεις της Τράπεζας της Ελλάδος στη διατραπεζική αγορά ήταν σχεδόν καθημερινές και αποσκοπούσαν στη συγκράτηση της πτωτικής τάσης των επιτοκίων και στον έλεγχο της συνακόλουθης επιτάχυνσης της νομισματικής και πιστωτικής επέκτασης.¹²⁹

¹²⁸ Joe Ganley, "Surplus Liquidity. Implications for Central Banks", Lecture Series no.3, Centre for Central Banking Studies, Bank of England, σελ. 6.

¹²⁹ Τράπεζα της Ελλάδος, «Οικονομικό Δελτίο, Τεύχος 20», Ιανουάριος 2003, σελ. 41,74.

Δεύτερον, η ΕΤΤΣ μπορεί να μειώσει κατά ένα ποσοστό το συντελεστή υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών με ταυτόχρονη υποχρέωση των τραπεζών να αγοράζουν έντοκα γραμμάτια της ΕΤΤΣ, ή να αγοράζουν χρεόγραφα του Δημοσίου για αντίστοιχο ή μεγαλύτερο ποσοστό. Με αυτό το τρόπο οι τράπεζες θα μπορούσαν να έχουν στο χαρτοφυλάκιό τους μεγαλύτερο ποσοστό εκλέξιμων χρεογράφων από ότι έχουν σήμερα, πράγμα που θα έδινε ώθηση στην ανάπτυξη της δευτερογενούς αγοράς των χρεογράφων αλλά και της διατραπεζικής αγοράς REPOS.

Η εκτίμηση μας είναι ότι το καλύτερο αποτέλεσμα θα ήταν εάν το Δημόσιο εκδώσει ομόλογα με ελάχιστη εναπομένουσα διάρκεια δύο χρονών, επειδή η μικρότερη διάρκεια δεν θα άφηνε αρκετό χρονικό διάστημα για τους αρμόδιους της νομισματικής πολιτικής να συγκρατήσουν τα νομισματικά μεγέθη. Επίσης, υπέρ αυτής της πρότασης είναι το γεγονός ότι η ΕΤΤΣ, όπως ορίζεται στα Άρθρα 34 και 35 του Νόμου για την Εθνική Τράπεζα, δεν μπορεί να εκδώσει μακροπρόθεσμα χρεόγραφα.¹³⁰ Επειδή αυτά τα χρεόγραφα θα ήταν τα πρώτα μακροπρόθεσμα χρεόγραφα σε δηνάρια, προτείνουμε η πληρωμή της ονομαστικής αξίας και των τοκομεριδίων στην ημερομηνία λήξης τους να συνδεθούν ή με το Γενικό ΔΤΚ είτε με ένα βραχυπρόθεσμο συγκεκριμένο διατραπεζικό επιτόκιο. Με αυτό τον τρόπο διασφαλίζεται ότι τα χρεόγραφα αυτά θα έχουν θετική απόδοση στην ημερομηνία λήξης τους. Άλλωστε, από την έρευνα του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου προκύπτει ότι στις χώρες που περνούν μεταβατική περίοδο και έχουν υψηλό βαθμό «δολαριοποίησης», οι αρμόδιοι της οικονομικής πολιτικής μπορούν να προάγουν εναλλακτικά χρηματοπιστωτικά μέσα τα οποία μπορεί να δώσουν επιπρόσθετη ώθηση στην ανάπτυξη της αγοράς των χρεογράφων του Δημοσίου.¹³¹

Τρίτον, αντί για την έκδοση χρεογράφων η ΕΤΤΣ μπορεί να μετατρέψει ένα ποσοστό των υποχρεωτικών αποθεματικών το οποίο είναι αντίστοιχο με το ποσοστό μείωσης του συντελεστή υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών ή είναι μεγαλύτερο από το αντίστοιχο ποσοστό μείωσης του συντελεστή, σε έντοκες (προς το βασικό επιτόκιο παρέμβασης της ΕΤΤΣ στη διατραπεζική αγορά) καταθέσεις προθεσμίας, οι οποίες θα εξοφλούνται κλιμακωτά από τη

¹³⁰ The Law of the National Bank of Serbia, RS Official Gazette, no. 72/2003, 55/2004.

¹³¹ International Monetary Fund, ό.π., σελ. 24.

ΕΤΤΣ, σε διάστημα δύο ετών. Για παράδειγμα και στις δύο τελευταίες προτάσεις η ΕΤΤΣ μπορεί να αποφασίσει να μειώσει το συντελεστή ελάχιστων υποχρεωτικών ελάχιστων κατά 5 εκατοστιαίες μονάδες, με ταυτόχρονη υποχρέωση των τραπεζών να επενδύσουν 5% συν 2% των αποθεματικών τους σε χρεόγραφα ή να μετατρέψουν τα αποθεματικά τους σε έντοκες καταθέσεις προθεσμίας στην ΕΤΤΣ. Κατά την γνώμη μας αυτή η απόφαση θα έχει καλύτερο αποτέλεσμα, εάν πραγματοποιηθεί ταυτόχρονα με τις άλλες προτάσεις που έχουν σχέση με την ανάπτυξη της αγοράς χρήματος στη Σερβία.

Πρέπει να σημειωθεί ότι η Τράπεζα της Ελλάδος, για να αποφευχθεί απότομη αύξηση της διατραπεζικής ρευστότητας, όταν το 2000 ο συντελεστής των υποχρεωτικών καταθέσεων μειώθηκε από το 12% στο 2%, δεν αποδέσμευσε αμέσως τις υποχρεωτικές καταθέσεις που τηρούσαν τα πιστωτικά ιδρύματα. Αυτές οι καταθέσεις, που το μεγαλύτερό τους μέρος θεωρήθηκαν πλεονάζουσες, μετατράπηκαν σε έντοκες προθεσμιακές καταθέσεις, οι οποίες εξοφλήθηκαν κλιμακωτά από την Τράπεζα της Ελλάδος, σε διάστημα ενάμισι έτους (Ιανουάριος 2001-Ιούλιος 2002).¹³²

Η τελευταία πρόταση αφορά την άμεση επέμβαση της ΕΤΤΣ ώστε να συγκρατήσει τα νομισματικά μεγέθη και την πιστωτική επέκταση ορισμένων κατηγοριών δανείων που επηρεάζουν την τελική ζήτηση και συνδέονται με την εξέλιξη του πληθωρισμού, όπως είναι τα καταναλωτικά δάνεια προς το εσωτερικό/ εισαγωγικό εμπόριο τα οποία τα τελευταία χρόνια αυξήθηκαν με γοργούς ρυθμούς. Η ΕΤΤΣ μπορεί να περιορίσει την αύξηση ορισμένων κατηγοριών δανείων ανά τρίμηνο ή εξάμηνο σε ένα ορισμένο ποσοστό. Σε περίπτωση υπέρβασης θα επιβάλλονται δεσμεύσεις στις τράπεζες, οι οποίες υπερέβησαν τον προσδιορισμένο ποσοστό, με τη μορφή άτοκης κατάθεσης στην ΕΤΤΣ διάρκειας έξι μηνών ή ενός έτους. Το ποσοστό αυτών των καταθέσεων μπορεί να είναι ίσο ή διπλάσιο με εκείνο της υπέρβασης.

Κάτι παρόμοιο έκανε η Τράπεζα της Ελλάδος η οποία από το Απρίλιο του 1999 μέχρι το Μάρτιο του 2000 έλαβε μέτρα τα οποία απέβλεπαν στη συγκράτηση του ρυθμού ανόδου των δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα και τις ΔΕΚΟ (Δημόσιες Επιχειρήσεις Και Οργανισμοί) στο 12%, στα καταναλωτικά

¹³² Τράπεζα της Ελλάδος, «Οικονομικό Δελτίο, Τεύχος 20», Ιανουάριος 2003, σελ. 53.

δάνεια, στο άθροισμα των δανείων προς το εσωτερικό/ εισαγωγικό εμπόριο και τους καταναλωτές. Στην περίπτωση που η αύξηση των καταναλωτικών δανείων υπερέβαινε το προσδιορισμένο ποσοστό θα επιβάλλονταν δεσμεύσεις με τη μορφή άτοκης κατάθεσης στην Τράπεζα της Ελλάδος ίσης με – ή διπλάσιας στην περίπτωση των καταναλωτικών δανείων – το ποσοστό της υπέρβασης.¹³³ Επίσης στην Κροατία, το 2003 η Κεντρική Τράπεζα περιόρισε την αύξηση των δανείων στο 16% ετησίως, ή 4% ανά τρίμηνο. Όμως αυτό το σύστημα διήρκεσε μέχρι τις αρχές του 2004 οπότε και εγκαταλείφθηκε.

Το μέτρο αυτό είναι το λιγότερο επιθυμητό λόγω του ότι είναι άμεση η επέμβαση της Κεντρικής Τράπεζας στον περιορισμό ορισμένων νομισματικών μεγεθών. Επίσης το μέτρο αυτό όπως και άλλα «μην αγοραία» - άμεσα μέτρα της Κεντρικής Τράπεζας δεν θα συντελέσει στην ανάπτυξη της αγοράς χρήματος, και πρέπει να εφαρμοστεί όταν όλα τα «αγοραία» - έμμεσα μέτρα δεν αποβούν αποτελεσματικά. Τέλος το μέτρο αυτό έχει συνήθως βραχυπρόθεσμη διάρκεια οπότε και εγκαταλείπεται, επειδή μπορεί να έχει αποτέλεσμα μόνο σε μικρό χρονικό διάστημα.

11.1.5. ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ

Σχετικά για την πολιτική επιτοκίων η γνώμη μας είναι ότι η ΕΤΤΣ πρέπει να εγκαταλείψει το αναπροεξοφλητικό επιτόκιο το οποίο ουσιαστικά εκφράζει το ανώτατο όριο του ετήσιου Γενικού ΔΤΚ, που είναι ο κύριος στόχος της νομισματικής πολιτικής. Αυτό το επιτόκιο δεν χρησιμοποιείται ως βάση στον υπολογισμό των επιτοκίων των Π.Α.Α. και των πάγιων διευκολύνσεων, παρά μόνο για τον υπολογισμό των τόκων (το αναπροεξοφλητικό επιτόκιο μειωμένο κατά ένα ορισμένο ποσοστό) επί των τηρουμένων υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών, για τον υπολογισμό της χρηματικής ποινής (το αναπροεξοφλητικό επιτόκιο αυξημένο κατά ένα ορισμένο ποσοστό) σε περίπτωση μη συμμόρφωσης με τις υποχρεώσεις τήρησης ελάχιστων αποθεματικών κλπ.¹³⁴

¹³³ Τράπεζα της Ελλάδος, «Νομισματική πολιτική, Ενδιάμεση Έκθεση 2000», Αθήνα, Νοέμβριος 2000, σελ. 42.

¹³⁴ Βλ. 9.3.4. Πολιτική επιτοκίων.

Στην ουσία όλα τα επιτόκια της ΕΤΤΣ πρέπει να καθορίζονται σύμφωνα με το βασικό επιτόκιο το οποίο είναι το επιτόκιο παρέμβασης της Κεντρικής Τράπεζας στην αγορά χρήματος, και όχι με το επιτόκιο της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης που προσδιορίζεται βάσει του μέσου επιτοκίου όλων των Π.Α.Α. του προηγούμενου μήνα, ενώ το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων προσδιορίζεται από το Συμβούλιο Νομισματικής Πολιτικής ανεξάρτητα από το βασικό επιτόκιο.¹³⁵

Με το βασικό επιτόκιο η Κεντρική Τράπεζα προσπαθεί να εκπληρώσει τους ενδιάμεσους στόχους και να μεταδώσει τις αποφάσεις της νομισματικής πολιτικής αποτελεσματικά μέσω του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής στις χρηματοοικονομικές αγορές. Τα επιτόκια της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων είναι το υψηλότερο και το χαμηλότερο επιτόκιο που σχηματίζουν το εύρος μέσα στο οποίο είναι επιθυμητό να κυμαίνονται τα διατραπεζικά επιτόκια. Ουσιαστικά αυτά τα επιτόκια μεταδίδουν το «σήμα» στις χρηματοοικονομικές αγορές σχετικά με τη στάση της νομισματικής πολιτικής της Κεντρικής Τράπεζας και τις προσδοκίες της σχετικά με τον πληθωρισμό. Τα επιτόκια αυτά είναι κατά κάποιον τρόπο «συμπληρωτικά» στο βασικό επιτόκιο παρέμβασης της Κεντρικής Τράπεζας και δεν μπορούν να προσδιορίζονται ανεξάρτητα από το βασικό επιτόκιο, εάν η Κεντρική Τράπεζα θέλει να έχει πιο αποτελεσματική πολιτική επιτοκίων. Όπως αναφέραμε στο πρώτο μέρος της εργασίας, σε πολλές κεντρικές τράπεζες, με ιδιαίτερη έμφαση στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, προσδιορίζεται το βασικό επιτόκιο παρέμβασης της Κεντρικής Τράπεζας στη διατραπεζική αγορά όπου προσδιορίζονται και άλλα επιτόκια, όπως είναι τα επιτόκια των πάγιων διευκολύνσεων. Με τη μεταβολή αυτή αρχίζει η αλυσίδα αιτίου και αποτελέσματος στο μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής. Για το λόγο αυτό η πολιτική επιτοκίων της ΕΤΤΣ πρέπει να στηρίζεται αποκλειστικά στο βασικό επιτόκιο της παρέμβασης στη διατραπεζική αγορά το οποίο είναι η βάση για το προσδιορισμό των άλλων επιτοκίων της ΕΤΤΣ.

Στη συνέχεια θα διατυπώσουμε προτάσεις οι οποίες αφορούν την εσωτερική λειτουργία της ΕΤΤΣ που είναι σημαντική για την πολιτική επιτοκίων.

¹³⁵ Βλ. 9.3.2. Οι πάγιες διευκολύνσεις.

Η έρευνά μας έδειξε ότι σε πολλές κεντρικές τράπεζες όπως είναι η ΕΚΤ, το FED, η Τράπεζα της Αγγλίας κλπ, το Διοικητικό Συμβούλιο ή το Συμβούλιο Νομισματικής Πολιτικής σε τακτά χρονικά διαστήματα – μίας και δύο εβδομάδων, ή ενός μηνός, συνεδριάζει για θέματα νομισματικής πολιτικής από τα οποία τα πιο σημαντικά είναι αυτά που αφορούν την εκπλήρωση των ενδιάμεσων στόχων και τις αλλαγές των βασικών επιτοκίων. Αυτό είναι διαφανές σύστημα αφού οι κρίσιμες αποφάσεις για την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής δεν στηρίζονται σε ένα μόνο άτομο - στον διοικητή ή στον υποδιοικητή της Κεντρικής Τράπεζας. Η γνώμη μας είναι ότι το ίδιο σύστημα θα μπορούσε να εφαρμοστεί και στην ΕΤΤΣ και θα έδινε μεγαλύτερη σημασία στις αποφάσεις της Κεντρικής Τράπεζας, ιδιαίτερα σε αυτές που αφορούν τη διατραπεζική αγορά χρήματος.

Το Συμβούλιο Νομισματικής Πολιτικής πρέπει να συνέρχεται πιο συχνά για να δοθεί μεγαλύτερη σημασία στις αποφάσεις που αφορούν στις νομισματικές και τις πιστωτικές εξελίξεις. Επίσης οι αρμόδιοι της νομισματικής πολιτικής πρέπει να ξέρουν ότι είναι επιθυμητό η ημερομηνία της συνεδρίασης του Συμβουλίου της Νομισματικής Πολιτικής να μην συμπίπτει με την αρχή ή το μέσο της χρονικής διάρκειας της κύριας πράξης των Π.Α.Α. της ΕΤΤΣ. Όπως δείχνει η εμπειρία της ΕΚΤ, κάποιες πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης (τακτικές δημοπρασίες – REPOS) δεν ήταν επιτυχημένες¹³⁶ όταν η δημοπρασία γινόταν μερικές ημέρες προ της συνεδρίασης του Διοικητικού Συμβουλίου, δεδομένου ότι οι τράπεζες περίμεναν αλλαγές στα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ. Για το λόγο αυτό η ημερομηνία της συνεδρίασης του Συμβουλίου Νομισματικής Πολιτικής δεν πρέπει να συμπίπτει με ημερομηνία κατά την οποία διαρκεί ακόμα η κύρια πράξη των Π.Α.Α. της ΕΤΤΣ.

Στην πρόταση αυτή προσθέτουμε ακόμη μία, η οποία θα μπορούσε να διευκολύνει τη διαδικασία λήψης αποφάσεων του Συμβουλίου Νομισματικής Πολιτικής της ΕΤΤΣ. Στην ΕΚΤ υπάρχουν διάφορες επιτροπές οι οποίες παρέχουν εξειδικευμένη γνώση στους αντίστοιχους τομείς των αρμοδιοτήτων τους και διευκολύνουν τη διαδικασία λήψεως αποφάσεων.¹³⁷ Το Διοικητικό Συμβούλιο και η Εκτελεστική Επιτροπή της ΕΚΤ έχουν το δικαίωμα να ζητούν

¹³⁶ Όποτε λέμε «μη επιτυχημένες» εννοούμε ότι μικρός αριθμός των τραπεζών συμμετείχε στη δημοπρασία, και ότι η ΕΚΤ παρείχε πολύ μικρότερη ρευστότητα στο τραπεζικό σύστημα από το αρχικά προγραμματισμένο.

¹³⁷ Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, Ετήσια Έκθεση 2001, 2002, σελ. 214.

από τις επιτροπές τη μελέτη συγκεκριμένων θεμάτων. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ προβαίνει στη σύσταση και λύση των επιτροπών, καθορίζει τα καθήκοντά τους και διορίζει τους προέδρους τους. Με τον ίδιο σχεδόν τρόπο θα μπορούσε να συσταθεί Ειδική Επιτροπή Νομισματικής Πολιτικής της ΕΤΤΣ που να μπορεί να παρέχει εξειδικευμένη γνώση σε θέματα νομισματικής πολιτικής, ώστε να διευκολύνει τη διαδικασία λήψης αποφάσεων του Συμβουλίου Νομισματικής Πολιτικής της ΕΤΤΣ. Επίσης, η επιτροπή αυτή θα έδινε μεγαλύτερη δυνατότητα στο «λειτουργικό» επίπεδο της Κεντρικής Τράπεζας για συμμετοχή στον ορισμό των ενδιάμεσων στόχων της νομισματικής πολιτικής με σκοπό τη θετική επίδραση και εκπλήρωση αυτών.

Μία άλλη ερώτηση η οποία αφορά στην πολιτική επιτοκίων είναι πόσο πρέπει να είναι το εύρος διακύμανσης των επιτοκίων της ΕΤΤΣ, δηλαδή πόση πρέπει να είναι η διαφορά μεταξύ του επιτοκίου της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της αποδοχής καταθέσεων. Κατά κάποιον τρόπο αυτή η ερώτηση θα μπορούσε να θεωρηθεί τεχνητή. Όμως, πρέπει να ξέρουμε ότι όσο πιο μικρό είναι το εύρος τόσο η Κεντρική Τράπεζα μπορεί πιο αποτελεσματικά να επηρεάζει τα διατραπεζικά επιτόκια, επειδή δεν αφήνει μεγάλο περιθώριο για τη διακύμανση των βραχυπρόθεσμων διατραπεζικών επιτοκίων, και αντίθετα. Αυτό είναι ιδιαίτερα σημαντικό για τις κεντρικές τράπεζες οι οποίες ως ενδιάμεσο στόχο της νομισματικής πολιτικής έχουν το διατραπεζικό βραχυπρόθεσμο επιτόκιο και εφαρμόζουν τη στρατηγική καθορισμού άμεσου στόχου για τον πληθωρισμό.

Η έρευνά έδειξε ότι σε πολλές κεντρικές τράπεζες των αναπτυγμένων χωρών και στη ΕΚΤ, το εύρος διακύμανσης των επιτοκίων είναι από 0,25 εκατοστιαίες μονάδες (στην Εθνική Τράπεζα της Δανίας) μέχρι 2 εκατοστιαίες μονάδες. Ακόμη σε πολλές χώρες, οι οποίες σήμερα είναι μέλη του Ευρωπαϊκού Συστήματος των Κεντρικών Τραπεζών, το εύρος αυτό ήταν πολύ μικρό, δηλαδή από 1,50 εκατοστιαίες μονάδες (στην Γαλλία, Ιταλία και Σουηδία) μέχρι 2,25 εκατοστιαίες μονάδες (στην Αυστρία και το Βέλγιο).¹³⁸ Στις χώρες της ανατολικής Ευρώπης, οι οποίες πρόσφατα έγιναν μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης, το εύρος αυτό είναι από 1,75 εκατοστιαίες μονάδες (στην Σλοβενία) μέχρι 3 εκατοστιαίες μονάδες (στην Πολωνία), ενώ στην

¹³⁸ Claudio E. V. Borio, ό.π., σελ. 11.

Κροατία είναι 7 εκατοστιαίες μονάδες, και στη Ρουμανία 13 εκατοστιαίες μονάδες.¹³⁹ Σε σύγκριση με άλλες χώρες το εύρος αυτό στη Σερβία είναι πολύ μεγάλο και κυμαίνεται από 16,2 εκατοστιαίες μονάδες που ήταν το Δεκέμβριο του 2005 έως 18,89 εκατοστιαίες μονάδες το Μάρτιο του 2006 (παρακάτω πίνακας 24).¹⁴⁰

Πίνακας 24: Εύρος διακύμανσης των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ, των κεντρικών τραπεζών επιλεγμένων χωρών της ανατολικής Ευρώπης και της ΕΤΣ¹⁴¹

	ΕΚΤ			ΣΛΟΒΕΝΙΑ			ΤΣΕΧΙΑ			ΣΛΟΒΑΚΙΑ		
	Επιτόκιο	«εύρος»		Επιτόκιο	«εύρος»		Επιτόκιο	«εύρος»		Επιτόκιο	«εύρος»	
Διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης	3,50%	+1,0%		4,25%	+0,75%		3,50%	+1,0%		4,50%	+1,00%	
Πράξη κύριας επέμβασης στην αγορά χρήματος	2,50%	-	2,00%	3,25%	-	1,75%	2,50%	-	2,00%	3,50%	-	2,00%
Διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων	1,50%	-1,0%		2,25%	-1,00%		1,50%	-1,0%		2,50%	-1,00%	

Πηγή: Ηλεκτρονικές ιστοσελίδες των κεντρικών τραπεζών

	ΟΥΓΓΑΡΙΑ			ΠΟΛΩΝΙΑ			ΛΕΤΟΝΙΑ			ΡΟΥΜΑΝΙΑ		
	Επιτόκιο	«εύρος»		Επιτόκιο	«εύρος»		Επιτόκιο	«εύρος»		Επιτόκιο	«εύρος»	
Διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης	7,0%	+1,0%		5,50%	+1,50%		5,0%	+1,0%		14,0%	+6,50%	
Πράξη κύριας επέμβασης στην αγορά χρήματος	6,0%	-	2,00%	4,50%	-	3,00%	4,0%	-	3,00%	7,50%	-	13,0%
Διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων	5,0%	-1,0%		2,25%	-1,50%		2,0%	-2,0%		1,0%	-6,50%	

Πηγή: Ηλεκτρονικές ιστοσελίδες των κεντρικών τραπεζών

	ΚΡΟΑΤΙΑ			ΟΥΚΡΑΝΙΑ			ΑΛΒΑΝΙΑ		
	Επιτόκιο	«εύρος»		Επιτόκιο	«εύρος»		Επιτόκιο	«εύρος»	
Διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης	7,50%	+3,0%		11,0%	+1,50%		6,75%	+1,75%	
Πράξη κύριας επέμβασης στην αγορά χρήματος	4,50%	-	7,00%	9,50%	-	1,90%	5,0%	-	3,50%
Διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων	0,50%	-4,0%		9,10%	-0,40%		3,25%	-1,75%	

Πηγή: Ηλεκτρονικές ιστοσελίδες των κεντρικών τραπεζών

¹³⁹ Πηγή: Ηλεκτρονικές ιστοσελίδες των κεντρικών τραπεζών.

¹⁴⁰ Βλ. 9.3.4. Πολιτική επιτοκίων και 9.5.1. Αγορά χρήματος.

¹⁴¹ Τα επιτόκια των κεντρικών τραπεζών είναι τα επιτόκια του πρώτου εξαμήνου του 2006.

	ΣΕΡΒΙΑ (Δεκέμβριος 2005)		ΣΕΡΒΙΑ (Μάρτιος 2006)	
	Επιτόκιο	«εύρος»	Επιτόκιο	«εύρος»
Διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης	22,20%	+3,0%	24,89%	+4,0%
Πράξη κύριας επέμβασης στην αγορά χρήματος	19,20%	-	20,89%	-
Διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων	6,0%	-	6,0%	-
		16,20%		18,89%
Πηγή: Εθνική Τράπεζα της Σερβίας				

Σε σύγκριση με άλλες χώρες, το εύρος διακύμανσης των επιτοκίων στη Σερβία δεν είναι μόνο «ευρύ», αλλά και η διαφορά των επιτοκίων της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και αποδοχής καταθέσεων σε σχέση με το βασικό επιτόκιο δεν είναι συντονισμένη. Η εκτίμησή μας είναι ότι το εύρος διακύμανσης των επιτοκίων πρέπει να έχει περιθώριο 10 έως 12 εκατοστιαίες μονάδες λόγω υψηλού πληθωρισμού ο οποίος από το 2001 μέχρι το 2005 κυμάνθηκε από 7,8% μέχρι 40,7% ετησίως.¹⁴² Όσο πιο γρήγορα η ΕΤΤΣ καταφέρει να θέσει υπό έλεγχο τον πληθωρισμό τόσο και το εύρος αυτό θα στενέψει. Επίσης και η διαφορά του επιτοκίου της διευκόλυνσης της οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης της αποδοχής καταθέσεων μπορεί να είναι από 5 έως 6 εκατοστιαίες μονάδες σε σχέση με το βασικό επιτόκιο παρέμβασης της ΕΤΤΣ. Έτσι, η εκτίμηση μας είναι ότι το ύψος αυτών των επιτοκίων δεν πρέπει να παρακινεί τις τράπεζες να χρησιμοποιήσουν πολύ αυτές τις διευκολύνσεις. Αυτό είναι ιδιαίτερα σημαντικό από την άποψη ότι σε αυτή τη φάση της ανάπτυξης της αγοράς χρήματος, οι τράπεζες πρέπει περισσότερο να πραγματοποιούν τις συναλλαγές μεταξύ τους, αντί να χρησιμοποιήσουν τις πάγιες διευκολύνσεις οι οποίες πρέπει να παραμείνουν ως το «τελευταίο καταφύγιο» για τις τράπεζες στην αγορά χρήματος.

11.1.6. ΠΡΑΞΕΙΣ ΑΝΟΙΚΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ

Όσον αφορά τις Π.Α.Α. διατυπώσαμε μερικές προτάσεις οι οποίες ενδεχομένως να είναι χρήσιμες στη χρησιμοποίηση αυτού του σημαντικού μέσου της νομισματικής πολιτικής. Τα βασικά χαρακτηριστικά των προτάσεων

¹⁴² Βλ. διάγραμμα 10 και πίνακα 18 - 9.1. Μακροοικονομική κατάσταση.

σχετικά με τις Π.Α.Α. της ΕΤΤΣ, τις οποίες θα περιγράψουμε στη συνέχεια, συνολικά παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα 25.

Πίνακας 25: Χαρακτηριστικά των προτάσεων σχετικά για τις Π.Α.Α. της ΕΤΤΣ

ΠΡΑΞΕΙΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ		Είδη συναλλαγών		Διάρκεια	Συχνότητα	Διαδικασία
		Παροχή ρευστότητας	Απορρόφηση ρευστότητας			
ΠΡΑΞΕΙΣ ΑΝΟΙΚΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ						
ΣΚΟΠΟΣ ΤΩΝ ΠΡΑΞΕΩΝ	Κύρια πράξη • ρύθμιση της ρευστότητας και των επιτοκίων	-	Αντιστρεπτές πράξεις	14 μέρες	2 φορές την εβδομάδα	Τακτικές δημοπρασίες
	Πιο μακροχρόνια πράξη • ρύθμιση των μεσοπρόθεσμων διακυμάνσεων της ρευστότητας	-	Αντιστρεπτές πράξεις	60 μέρες	1 φορά την εβδομάδα	Τακτικές δημοπρασίες
	Fine Tuning Operations • ρύθμιση των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας • ρύθμιση των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της συναλλαγματικής ισοτιμίας του δηναρίου	Αντιστρεπτές πράξεις Πράξεις ανταλλαγής νομισμάτων	Αντιστρεπτές πράξεις Πράξεις ανταλλαγής νομισμάτων Αποδοχή καταθέσεων καθορισμένης διάρκειας	1,3 και 7 μέρες	Μην καθορισμένη	Έκτακτες δημοπρασίες

11.1.6.1. Ήδη συναλλαγών στις Π.Α.Α.

Από το Νοέμβριο του 2005 η ΕΤΤΣ διενεργεί Π.Α.Α. οι οποίες περιλαμβάνουν βραχυπρόθεσμη (14 ημερών) και μεσοπρόθεσμη (60 ημερών) απορρόφηση της ρευστότητας. Οι χρονικές διάρκειες αυτών των πράξεων έχουν γίνει πλέον «τυποποιημένες».¹⁴³ Όμως, η ΕΤΤΣ θα μπορούσε να εφαρμόσει και τις πράξεις για τη ρύθμιση των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας (Fine Tuning Operations) οι οποίες μπορούν να διενεργούνται εκτάκτως (έκτακτες δημοπρασίες) και συνήθως έχουν μικρή διάρκεια 1 ή 3 ημερών (εάν η ημέρα της επέμβασης είναι Παρασκευή) και το περισσότερο 7 ημερών.

Αυτές οι πράξεις θα ήταν κατάλληλες μετά την τακτική δημοπρασία, που σημαίνει ότι, εάν η ΕΤΤΣ δεν καταφέρει να απορροφήσει το επιθυμητό ύψος ρευστότητας, τότε μπορεί να οργανώσει μία έκτακτη δημοπρασία στο τέλος της ημέρας. Επειδή η ΕΤΤΣ ανακοινώνει το ποσόν, το οποίο επιθυμεί να απορροφήσει από την αγορά χρήματος μέσω της πώλησης των χρεογράφων (τα έντοκα γραμμάτια της ΕΤΤΣ ή τα ομόλογα του σερβικού Δημοσίου τα οποία έχει στο χαρτοφυλάκιό της), είναι δυνατόν λόγω των υπερβολικών

¹⁴³ Βλ. 9.3.3. Πράξεις ανοικτής αγοράς.

προσφορών των τραπεζών να παραμείνει ένα ποσόν το οποίο η ΕΤΤΣ μπορεί να απορροφήσει με έκτακτη δημοπρασία. Δεύτερον, αυτές οι πράξεις μπορούν να έχουν ιδιαίτερη σημασία στην παροχή ρευστότητας, όπως είναι την τελευταία και πρώτη εβδομάδα τήρησης υποχρεωτικών αποθεματικών, όταν το διατραπεζικό επιτόκιο πίστωσης μίας ημέρας ΒΕΟΝΙΑ αυξάνεται κατά 7 και 10 εκατοστιαίες μονάδες λόγω της έλλειψης ρευστότητας.¹⁴⁴ Έτσι τις ημέρες αυτές η ΕΤΤΣ μπορεί να παρέχει ρευστότητα στην αγορά χρήματος ώστε να αποτρέψει μεγάλες διακυμάνσεις του διατραπεζικού επιτοκίου ΒΕΟΝΙΑ.

Όσον αφορά τα είδη της συναλλαγής, σε περίπτωση απορρόφησης της ρευστότητας, για την ΕΤΤΣ και τις τράπεζες η πιο «απλή» είναι η αποδοχή καταθέσεων, παρόλο που είναι δυνατόν να εκτελεστούν οι αντιστρεπτές πράξεις που είναι πολύ πιο περίπλοκες εφόσον απαιτούν διαδικασίες εκκαθάρισης των συναλλαγών στο Κεντρικό Αποθετήριο. Για το λόγο αυτό η εκτίμησή μας είναι ότι η αποδοχή καταθέσεων με τη μέθοδο της δημοπρασίας θα μπορούσε να εκτελεστεί πολύ γρήγορα. Αντίθετα, σε περίπτωση παροχής ρευστότητας η ΕΤΤΣ θα εκτελούσε την αντιστρεπτέα πράξη – REPOS.

Η ΕΤΤΣ θα μπορούσε να χρησιμοποιήσει και πράξεις ανταλλαγής νομισμάτων – SWAP, για παροχή ή για απορρόφηση ρευστότητας. Αυτές οι πράξεις έχουν μικρή διάρκεια, 1 ή 3 ημέρες και το περισσότερο 7 ημέρες. Το SWAP δεν μπορεί να αντικαταστάσει το REPO που είναι το κύριο είδος συναλλαγής. Όμως με το SWAP η ΕΤΤΣ θα μπορούσε να δώσει το «σήμα» για τη νομισματική πολιτική, ιδιαίτερα όταν υπάρχουν πιέσεις στην αγορά συναλλάγματος. Τότε το νομισματικό αυτό μέσο μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την σταθεροποίηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του δηναρίου, και για την αποκατάσταση της ρευστότητας των τραπεζών με χαμηλό κόστος.¹⁴⁵ Έτσι το SWAP ανταλλαγής νομισμάτων μπορεί να είναι επιπρόσθετο νομισματικό μέσο της ΕΤΤΣ στην εκπλήρωση των ενδιάμεσων στόχων, ένας από τους οποίους πρέπει να είναι και η συναλλαγματική ισοτιμία.

Σε περίπτωση που η ΕΤΤΣ πρέπει να αποτρέψει την ανατίμηση του δηναρίου, μπορεί να πουλήσει στην Διατραπεζική Αγορά Συναλλάγματος δηνάρια και να αγοράσει ευρώ, με την υποχρέωση της επαναγοράς των

¹⁴⁴ Βλ. διάγραμμα 26 - 9.5.1.2. Μη ασφαλισμένες και ασφαλισμένες συναλλαγές.

¹⁴⁵ William A. Allen, "Implementing Monetary Policy", Handbooks in Central Banking, Lecture Series no. 4, Centre for Central Banking Studies, Bank of England, July 2004, σελ. 31.

δηναρίων στη συμφωνημένη συναλλαγματική ισοτιμία. Την ημέρα της πώλησης των δηναρίων θα ενισχύσει τη ρευστότητα στην αγορά χρήματος, ενώ την ημέρα της επαναγοράς των δηναρίων θα απορροφήσει τη ρευστότητα στην αγορά χρήματος. Αντίθετα, σε περίπτωση που η ΕΤΤΣ πρέπει να αποτρέψει την υποτίμηση του δηναρίου, μπορεί να πουλήσει ευρώ και να αγοράσει δηνάρια, με την υποχρέωση της επαναγοράς ευρώ στην συμφωνημένη συναλλαγματική ισοτιμία. Επομένως, και στις δυο περιπτώσεις υπάρχει απορρόφηση και ενίσχυση της ρευστότητας στην αγορά χρήματος, η οποία μπορεί να αντισταθμιστεί με τις Π.Α.Α. Πιο συγκεκριμένα, με τις Π.Α.Α. είναι δυνατόν να απορροφηθεί η ρευστότητα, σε περίπτωση που η πράξη ανταλλαγής νομισμάτων έχει ως αποτέλεσμα ενίσχυση ρευστότητας, και αντίθετα. Από την άλλη πλευρά με το SWAP ανταλλαγής νομισμάτων δεν θα υπάρξουν σημαντικές κυμάνσεις των δηναρίων και των ευρώ στην αγορά χρήματος. Αυτή η πράξη μοιάζει πολύ με τα REPOS επειδή δεν είναι οριστική παρά αντιστρεπτή πράξη, που σημαίνει ότι την μέρα επαναγοράς των ευρώ ή των δηναρίων, η ΕΤΤΣ θα επιστρέψει ένα από αυτά τα δύο συναλλάγματα στη συμφωνημένη συναλλαγματική ισοτιμία.

Πρέπει να τονίσουμε ότι με την πράξη ανταλλαγής νομισμάτων – SWAP, η ΕΤΤΣ όχι μόνο μπορεί να ρυθμίσει ρευστότητα, αλλά να συνεισφέρει στη σταθεροποίηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του δηναρίου στην αγορά χρήματος. Για παράδειγμα, η Τράπεζα της Ελλάδος το 1997, το 1998 και το 2000 διενήργησε πράξεις ανταλλαγής νομισμάτων μέσω των οποίων ενίσχυσε και απορρόφησε ρευστότητα στη διατραπεζική αγορά, προκειμένου να εκπληρώσει τον ενδιάμεσο στόχο της νομισματικής πολιτικής, ο οποίος από το 1998 μέχρι το 2000 ήταν η συναλλαγματική ισοτιμία.¹⁴⁶ Αξίζει να τονιστεί ότι πριν από το Ευρωπαϊκό Σύστημα των Κεντρικών Τραπεζών, το SWAP ανταλλαγής νομισμάτων σε κάποιες κεντρικές τράπεζες ήταν επιπρόσθετο μέσο νομισματικής πολιτικής π.χ. στην Αυστρία, στο Βέλγιο, στη Γερμανία, στην Ιταλία και στην Ολλανδία. Το κοινό χαρακτηριστικό του SWAP ανταλλαγής νομισμάτων σε αυτές τις χώρες ήταν ότι είχε βραχυπρόθεσμη διάρκεια (μέχρι 7 ημέρες) και ότι οι πράξεις του SWAP ανταλλαγής

¹⁴⁶ Τράπεζα της Ελλάδος, «Οικονομικό Δελτίο», Τεύχος 20, Ιανουάριος 2003, σελ. 77.

νομισμάτων ήταν έκτακτες.¹⁴⁷ Τέλος, το SWAP ανταλλαγής νομισμάτων μπορεί να το διενεργεί η ΕΚΤ με τη μέθοδο δημοπρασίας, όμως μέχρι σήμερα δεν διενέργησε καμία πράξη.

11.1.6.2. Χρονική διάρκεια, συχνότητα και τα επιτόκια των Π.Α.Α.

Ένα άλλο πολύ σημαντικό ερώτημα για τους αρμόδιους της νομισματικής πολιτικής είναι εάν οι Π.Α.Α. πρέπει να διενεργούνται με δύο χρονικές διάρκειες των 14 και των 60 ημερών, πόσο συχνά πρέπει και οι δύο να διενεργούνται από την άποψη ότι στην αρχή του 2006 η ΕΤΤΣ ανακοίνωσε πως η χρονική διάρκεια των Π.Α.Α. 14 ημερών θα είναι πράξεις κύριας παρέμβασης στην αγορά χρήματος, και πόση πρέπει να είναι διαφορά ανάμεσα στα επιτόκια των Π.Α.Α. 14 και 60 ημερών.

Κατά τη γνώμη μας υπάρχουν δύο επιλογές. Κατά την πρώτη η ΕΤΤΣ μπορεί σχεδόν καθημερινά να διενεργεί ταυτόχρονα τις Π.Α.Α. με δύο χρονικές διάρκειες προκειμένου να απορροφήσει την αυξημένη ρευστότητα. Όμως πρέπει να ξέρουμε ότι σε μια τέτοια περίπτωση η διαφορά μεταξύ αυτών των επιτοκίων πρέπει να είναι τόσο ώστε να μην πάψει το ενδιαφέρον των τραπεζών να επενδύουν στην κύρια πράξη η οποία έχει διάρκεια 14 ημέρες.

Ένα βοηθητικό εργαλείο μπορεί να είναι ο δείκτης «απόστασης» των επιτοκίων των Π.Α.Α., ο οποίος μετράει την απόδοση που έχει η τράπεζα στην πράξη 60 ημερών σε σχέση με την πράξη η οποία διαρκεί 14 ημέρες. Αυτός ο δείκτης είναι ιδιαίτερα σημαντικός σε περίπτωση που οι Π.Α.Α. των 14 και 60 ημερών διενεργούνται μέσω δημοπρασίας με ανταγωνιστικό πολλαπλό επιτόκιο - «δημοπρασία αμερικάνικου τύπου». Σε περίπτωση που η ΕΤΤΣ θέλει να πουλήσει μεγάλα ποσά χρεογράφων, είναι πιθανόν αναγκαστικά να δεχτεί τα υψηλά επιτόκια που ζητάνε οι τράπεζες. Σε τέτοια περίπτωση το μέγιστο αποδεκτό ύψος επιτοκίου των Π.Α.Α. των 60 ημερών μπορεί να διαφέρει πολύ από το μέγιστο αποδεκτό ύψος επιτοκίου των Π.Α.Α. των 14 ημερών.

Υποθέτουμε, ότι η τράπεζα η οποία επενδύει στην πράξη 14 ημερών μπορεί τέσσερις φορές να επενδύσει στην ίδια πράξη (συνολικά 56 ημέρες) που αντιστοιχεί με μία επένδυση στην πράξη 60 ημερών. Η άλλη υπόθεση είναι ότι τους τόκους που πληρώνει η ΕΤΤΣ στο τέλος της πράξης των 14

¹⁴⁷ Claudio E. V. Borio, ό.π., σελ. 46.

ημερών, η τράπεζα θα επενδύσει πάλι στην ίδια πράξη. Τελικά, διαιρώντας τους τόκους των Π.Α.Α. 60 ημερών με τους τόκους που αποδίδουν οι Π.Α.Α. 14 ημερών, προσδιορίζεται ο δείκτης «απόστασης» των επιτοκίων των Π.Α.Α. ο οποίος ουσιαστικά εξηγεί πόσο κερδίζει η τράπεζα στις Π.Α.Α. των 14 ημερών σε σύγκριση με τις Π.Α.Α. των 60 ημερών.

Αυτός ο δείκτης μπορεί να είναι μεγαλύτερος, μικρότερος και ίσος με 1. Για παράδειγμα στον παρακάτω πίνακα 26 έχουμε συγκρίνει τους τόκους που αποδίδουν οι Π.Α.Α. των 14 ημερών στις οποίες το επιτόκιο είναι 15%, με τους τόκους που αποδίδουν οι Π.Α.Α. των 60 ημερών στις οποίες το επιτόκιο είναι 17%. Ο δείκτης είναι 1,20 που σημαίνει ότι το επιτόκιο των Π.Α.Α. 60 ημερών, είναι πολύ ελκυστικό για την τράπεζα, επειδή στο 1 δηνάριο των τόκων των Π.Α.Α. 14 ημερών, η επένδυση στις Π.Α.Α. 60 ημερών αποδίδει 1,20 δηνάρια τόκους.¹⁴⁸

Πίνακας 26: Δείκτης «απόστασης» των επιτοκίων των Π.Α.Α.

Ημέρες	Επένδυση της τράπεζας στην Π.Α.Α. 14 ημέρες		Ημέρες	Επένδυση της τράπεζας στην Π.Α.Α. 60 ημέρες		Δείκτης «απόστασης» των επιτοκίων των Π.Α.Α.
	Αρχική επένδυση	Επιτόκιο 15% - τόκοι		Αρχική επένδυση	Επιτόκιο 17% - τόκοι	
0	100.000,00	-	60	100.000,00	-	2833,33/ 2353,83 = 1,20
14	100.583,33	583,33				
28	101.170,07	586,74				
42	101.760,23	590,16				
56	102.353,83	593,60				
		2.353,83			2.833,33	

Αυτός ο δείκτης μπορεί να είναι σημαντικό εργαλείο στον προσδιορισμό της διαφοράς μεταξύ των επιτοκίων των Π.Α.Α., οι οποίες έχουν διάρκεια 14 και 60 ημέρες, έτσι ώστε η ΕΤΤΣ να αποφύγει την πιθανότητα οι Π.Α.Α. των 60 ημερών να «αντικαταστήσουν» τις Π.Α.Α. των 14 ημερών. Πιο συγκεκριμένα εάν η διαφορά μεταξύ αυτών των επιτοκίων είναι μεγάλη τότε οι τράπεζες θα ενδιαφέρονται πιο πολύ για τις Π.Α.Α. των 60 ημερών και αυτό μπορεί να μειώσει το ενδιαφέρον των τραπεζών για να συμμετέχουν στις Π.Α.Α. των 14 ημερών που είναι βασικές πράξεις παρέμβασης της ΕΤΤΣ στην αγορά

¹⁴⁸ Το επιτόκιο υπολογίζεται ως εξής:

αρχική επένδυση × (διάρκεια της συναλλαγής × επιτόκιο/100 × 360),

ενώ η συνολική αξία στο τέλος της πράξης:

αρχική επένδυση × {1 + (διάρκεια της συναλλαγής × επιτόκιο/100 × 360)}

(Βλ. 2.3. Επιτόκιο).

χρήματος. Αυτό είναι ιδιαίτερα σημαντικό εάν την ίδια ημέρα οργανώνονται οι δημοπρασίες των πράξεων 14 και 60 ημερών.

Από τον υπολογισμό του ιδίου δείκτη των επιτοκίων των βραχυπρόθεσμων (7 ημέρες) και μακροπρόθεσμων (84, 91, 92, 94 και 98 ημέρες) επεμβάσεων της ΕΚΤ στην αγορά χρήματος το 2005, προέκυψε ότι σε οκτώ περιπτώσεις ο δείκτης αυτός ήταν 1,01 και 1,02 ενώ στις υπόλοιπες 1,00 1,02 και 1,14.¹⁴⁹ Στην περίπτωση της ΕΤΤΣ η ίδια ανάλυση μας δείχνει ότι το 2005 στις 22 πράξεις οι οποίες είχαν διάρκεια 60 ημέρες, αυτός ο δείκτης σε σύγκριση με τις πράξεις οι οποίες είχαν διάρκεια 14 ημέρες, μεταβλήθηκε το πιο πολύ ανάμεσα στο 1,20 – 1,33, που σημαίνει ότι το επιτόκιο των Π.Α.Α. των 60 ημερών ήταν σχετικά υψηλό.¹⁵⁰

Η δεύτερη επιλογή που προτείνουμε για την ΕΤΤΣ, είναι ότι μέσα στην εβδομάδα μπορεί να επεμβαίνει με τις Π.Α.Α. των 14 ημερών δύο φορές λόγω των τρεχουσών συνθηκών στην αγορά χρήματος (αυξημένη ρευστότητα), ενώ με τις Π.Α.Α. των 60 ημερών μία φορά την εβδομάδα. Υπάρχουν δύο λόγοι υπέρ αυτής της πρότασης. Πρώτον, οι καθημερινές επεμβάσεις της ΕΤΤΣ στην αγορά χρήματος μπορεί να επηρεάσουν αρνητικά την ανάπτυξη των συναλλαγών στη διατραπεζική αγορά χρήματος και την ανάπτυξη των βραχυπρόθεσμων χρηματοπιστωτικών μέσων στην αγορά χρήματος. Επειδή τα επιτόκια στις Π.Α.Α. είναι πολύ ελκυστικά, οι τράπεζες μπορεί να προτιμήσουν περισσότερο τις συναλλαγές με την ΕΤΤΣ, αντί να πραγματοποιούν τις συναλλαγές μεταξύ τους. Δεύτερον, εάν τα πλεονάζοντα αποθεματικά στην αγορά χρήματος δεν θέτουν σε κίνδυνό την εκπλήρωση των ενδιάμεσων στόχων της ΕΤΤΣ (αύξηση των νομισματικών μεγεθών, συναλλαγματική ισοτιμία κλπ.), δεν χρειάζεται περισσότερο από δυο φορές την εβδομάδα η ΕΤΤΣ να επέμβει στην αγορά χρήματος.

Οι Π.Α.Α. με χρονική διάρκεια 14 ημερών, πρέπει να παραμείνουν ως κύριες πράξεις, λόγω της μικρής χρονικής διάρκειάς τους. Ο βασικός άξονας αυτών των πράξεων είναι η επιδίωξη των σκοπών τους που είναι ο επηρεασμός των επιτοκίων και της ρευστότητας στην αγορά χρήματος. Από

¹⁴⁹ Το 2005 συνολικά ήταν 11 πράξεις μακροχρόνιας αναχρηματοδότησης. Επειδή η ΕΚΤ την ίδια ημέρα δεν διενεργεί πράξεις βραχυχρόνιας και μακροχρόνιας αναχρηματοδότησης, στον υπολογισμό του δείκτη χρησιμοποιήσαμε το επιτόκιο βραχυχρόνιας χρηματοδότησης της ημέρας η οποία συνήθως είναι μία πριν από την πράξη μακροχρόνιας αναχρηματοδότησης.

¹⁵⁰ Βλ. 9.3.3. Πράξεις ανοικτής αγοράς.

την άλλη πλευρά, ο σκοπός των Π.Α.Α. με χρονική διάρκεια 60 ημερών, πρέπει να είναι μόνο η μεσοπρόθεσμη απορρόφηση της ρευστότητας από την αγορά χρήματος. Ας σημειωθεί όμως ότι όσο πιο μακρά είναι η χρονική περίοδος των πράξεων της Κεντρικής Τράπεζας τόσο οι αποφάσεις της θα έχουν μικρότερο αποτέλεσμα, ιδιαίτερα αυτές οι οποίες αφορούν στις αλλαγές των βασικών επιτοκίων. Για το λόγο αυτό, οι Π.Α.Α. με χρονική διάρκεια 60 ημερών πρέπει να είναι οι «συμπληρωματικές» πράξεις στις κύριες πράξεις, και η συχνότητά τους δεν πρέπει να είναι μεγαλύτερη από μία φορά την εβδομάδα.

Το επιτόκιο των Π.Α.Α. 60 ημερών δεν πρέπει να είναι τόσο υψηλό για να μη χαθεί η ουσία του βασικού επιτοκίου της ΕΤΤΣ. Έτσι το ύψος του επιτοκίου των Π.Α.Α. 60 ημερών μετρημένο με τον «δείκτη απόστασης» δεν πρέπει να υπερβαίνει το 1,20 που σημαίνει ότι το επιτόκιο των Π.Α.Α. των 60 ημερών πρέπει να είναι μεγαλύτερο από το επιτόκιο των κύριων πράξεων το ανώτατο κατά 2 εκατοστιαίες μονάδες. Από την άλλη πλευρά, το ύψος του επιτοκίου των Π.Α.Α. των 60 ημερών πρέπει να είναι τόσο ώστε η ΕΤΤΣ να μπορεί να απορροφήσει τη ρευστότητα σε μια μεγαλύτερη περίοδο που θα «βοηθήσει» στην εκπλήρωση των ενδιάμεσων στόχων, τους οποίους ορίσαμε ως ποσότητα του χρήματος (νομισματική βάση και M3) και ως συναλλαγματική ισοτιμία.¹⁵¹

11.1.6.3. Βασικό επιτόκιο των Π.Α.Α.

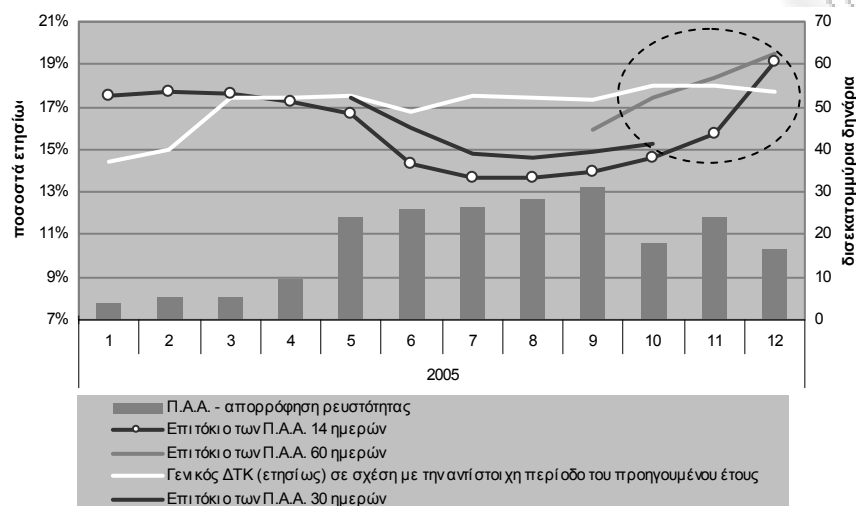
Σχετικά με το ύψος του βασικού επιτοκίου των Π.Α.Α., περιορίσαμε την ανάλυση για το 2005, όταν οι πράξεις με χρονική διάρκεια των 14 ημερών είχαν το μεγαλύτερο όγκο των συναλλαγών, ενώ οι Π.Α.Α. των 60 ημερών στους τελευταίους τέσσερις μήνες του 2005, έγιναν κατά κάποιο τρόπο «τυποποιημένη» μεσοπρόθεσμη πράξη.

Όπως δείχνει το παρακάτω διάγραμμα 30, φαίνεται ότι οι αρμόδιοι για τη νομισματική πολιτική κατάφεραν να μειώσουν αποτελεσματικά το βασικό επιτόκιο παρέμβασης της ΕΤΤΣ (14 ημερών) στα μέσα του χρόνου, γεγονός που αποδεικνύεται και από το ύψος της απορροφημένης ρευστότητας το οποίο κατά τους μήνες αυτούς ξεπέρασε τα 25 δισεκατομμύρια δηνάρια.

¹⁵¹ Βλ. 11.1.1. Ενδιάμεσοι στόχοι και πρόβλεψη ρευστότητας.

Όμως, παραμένει άγνωστο σε τι οφείλεται η πολύ μεγάλη αύξηση των επιτοκίων των Π.Α.Α. 14 και 60 ημερών αφού δεν επηρέασαν σημαντικά το ποσόν της απορροφημένης ρευστότητας.

Διάγραμμα 30: Πράξεις Ανοικτής Αγοράς της Εθνικής Τράπεζας της Σερβίας (μηνιαία στοιχεία), 2005



Πηγή: Εθνική Τράπεζα της Σερβίας

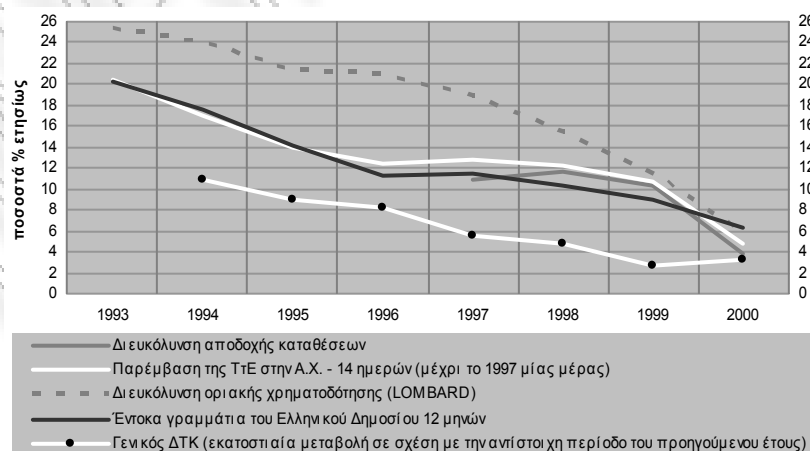
Η εκτίμησή μας είναι ότι οι αρμόδιοι της νομισματικής πολιτικής ήθελαν να μειώσουν τις πληθωριστικές τάσεις με την αύξηση των επιτοκίων στις Π.Α.Α. που τελικά δεν αποδείχτηκε αποτελεσματική. Σε αυτό θα προσθέσουμε επίσης και την εκτίμησή μας κατά την οποία η ΕΤΤΣ θα είχε το ίδιο αποτέλεσμα, εάν τα επιτόκια των Π.Α.Α. παρέμειναν αμετάβλητα ή ακόμη ελαφρά αυξημένα. Τελικά, εάν η Κεντρική Τράπεζα αυξάνει πολύ σε ένα τόσο μικρό χρονικό διάστημα το βασικό επιτόκιο παρέμβασης στην αγορά χρήματος, όπως το έκανε η ΕΤΤΣ από το Σεπτέμβριο μέχρι το Δεκέμβριο του 2005 (από το Σεπτέμβριο μέχρι το Δεκέμβριο το μέσο επιτόκιο των Π.Α.Α. 14 ημερών αυξήθηκε κατά 4,59 εκατοστιαίες μονάδες, ενώ στο Δεκέμβριο κατά 3,39 εκατοστιαίες μονάδες), τότε το μήνυμα αυτό μπορεί να είναι αρνητικό για τις χρηματοοικονομικές αγορές, αφού σημαίνει ότι η Κεντρική Τράπεζα δεν είναι τόσο σίγουρη για του στόχους της και ότι δεν είναι ικανή να προβλέψει τις εξελίξεις σχετικά με τον πληθωρισμό.

Στη συνέχεια θα διατυπώσουμε και μερικές προτάσεις οι οποίες αφορούν στην πολιτική των επιτοκίων των Π.Α.Α. της ΕΤΤΣ σε σχέση με τα επιτόκια των Έντοκων Γραμματίων του Σερβικού Δημοσίου. Η «ξαφνική» αύξηση των επιτοκίων των Π.Α.Α. της ΕΤΤΣ τους τελευταίους μήνες ήταν η

αιτία να δημιουργηθεί ένα «κενό» ανάμεσα στα επιτόκια αυτά.¹⁵² Έτσι, κατά το Νοέμβριο και το Δεκέμβριο του 2005 το μέσο επιτόκιο των Π.Α.Α. ήταν μεγαλύτερο από το μέσο επιτόκιο των έντοκων γραμματίων του Δημοσίου κατά 1,69 και 4,62 εκατοστιαίες μονάδες.

Εκτιμώντας ότι η Κεντρική Τράπεζα είναι και πρέπει να παραμείνει ανεξάρτητος χρηματοοικονομικός φορέας, που σημαίνει ότι δεν πρέπει να δέχεται οδηγίες από την Κυβέρνηση ιδιαίτερα για την πολιτική επιτοκίων, η γνώμη μας είναι ότι τα επιτόκια των Π.Α.Α. έπρεπε να είναι πιο χαμηλά ή να είναι πιο συντονισμένα με τα επιτόκια των έντοκων γραμματίων του σέρβικου Δημοσίου. Αντίθετα, η μεγάλη διαφορά αυτών των επιτοκίων μπορεί αρνητικά να επηρεάσει την ανάπτυξη της αγοράς των έντοκων γραμματίων του Δημοσίου στην οποία δυστυχώς οι κύριοι επενδυτές είναι οι τράπεζες. Η εκτίμησή μας είναι ότι αυτή η διαφορά μπορεί να είναι μέχρι ± 2 εκατοστιαίες μονάδες ώστε να μην υπάρχουν αρνητικές επιπτώσεις των επιτοκίων των Π.Α.Α. στην ανάπτυξη της πρωτογενούς και της δευτερογενούς αγοράς των έντοκων γραμματίων του Δημοσίου. Για παράδειγμα, το επιτόκιο των έντοκων γραμματίων του ελληνικού Δημοσίου 12 μηνών, στην περίοδο 1993 – 2000 σε σχέση με το επιτόκιο κύριας επέμβασης της Τράπεζας της Ελλάδος στη διατραπεζική αγορά (μέχρι το 1997 – πράξη μίας ημέρας, από το 1997 πράξη 14 ημερών) κυμάνθηκε σε ένα εύρος $\pm 1,95$ εκατοστιαίες μονάδες (παρακάτω διάγραμμα 31).

Διάγραμμα 31: Βασικά επιτόκια της Τράπεζας της Ελλάδος και το επιτόκιο των έντοκων γραμματίων του ελληνικού Δημοσίου 12 μηνών (τέλος περιόδου), 1993-2000



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος

¹⁵² Βλ. διάγραμμα 23 - 9.5.1.1. Βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα.

11.1.6.4. «Τεχνικά» χαρακτηριστικά των Π.Α.Α.

Οι τελευταίες προτάσεις αφορούν περισσότερο στον «τεχνικό χαρακτήρα» των Π.Α.Α.

Η πρόταση μας είναι η ΕΤΤΣ να μην ανακοινώνει το ποσόν των χρεογράφων το οποίο θέλει να πωλήσει μέσω των Π.Α.Α. Πρώτον, με τον τρόπο αυτό οι Π.Α.Α. θα έχουν περισσότερο «ανταγωνιστικό» χαρακτήρα, εφόσον οι τράπεζες θα ανταγωνίζονται μεταξύ τους όχι μόνο με το επιτόκιο (σε περίπτωση δημοπρασίας πολλαπλού επιτοκίου), αλλά και με το ποσόν των χρεογράφων το οποίο θέλουν να αγοράσουν από την ΕΤΤΣ μέσω της συναλλαγής REPO. Έτσι, αυτή η «μέθοδος» δημοπρασίας θα αποκλείσει πιθανές συμφωνίες μεταξύ των μεγαλύτερων επενδυτών, οι οποίοι γνωρίζοντας το ποσόν το οποίο θέλει να πουλήσει η ΕΤΤΣ, μπορούν να συμφωνήσουν μεταξύ τους ώστε να υποβάλουν παρόμοιες προσφορές ανάλογα με το ποσόν και το επιτόκιο, ώστε οι προσφορές τους να μην απορροφηθούν. Δεύτερον, αυτό μπορεί να διευκολύνει τις διαδικασίες της δημοπρασίας, επειδή η ΕΤΤΣ μπορεί να απορροφήσει (ή παρέχει) το ποσόν των πλεοναζόντων αποθεματικών που θέλει από τη διαπραγματευτική αγορά. Τρίτον, για τον τύπο αυτόν της δημοπρασίας είναι σημαντικό η ΕΤΤΣ να προβλέπει και να ανακοινώνει τη ρευστότητα στο τραπεζικό σύστημα ώστε οι τράπεζες να γνωρίζουν το ποσόν με το οποίο η ΕΤΤΣ θα παρέμβει στην αγορά χρήματος. Στην πρακτική πολλές κεντρικές τράπεζες δεν ανακοινώνουν το ποσόν με το οποίο παρεμβαίνουν στην αγορά χρήματος, όπως είναι η ΕΚΤ, το FED, η Τράπεζα της Αγγλίας, οι κεντρικές τράπεζες της Ελβετίας, Σουηδίας, Δανίας, Τσεχίας, Σλοβακίας και Τουρκίας.¹⁵³

Η επιτυχία των Π.Α.Α. εξαρτάται και από το Σύστημα Διακανονισμού των Τίτλων του Κεντρικού Αποθετηρίου, το οποίο για όλες τις συναλλαγές βασίζεται στο σύστημα ταυτόχρονης παράδοσης και πληρωμής – DVP3 (καθαρή παράδοση τίτλων και καθαρή παράδοση χρηματικής αξίας σε ένα ορισμένο χρονικό σημείο). Αυτό το σύστημα εκτελείται σε ορισμένα χρονικά σημεία, που σημαίνει ότι ανάλογα με την πράξη, η ΕΤΤΣ ή οι τράπεζες πριν από το καθορισμένο χρονικό σημείο (π.χ. πριν τις 2.30 μ.μ.) την ημέρα του διακανονισμού των συναλλαγών δεν μπορούν να έχουν αποθεματικά τα οποία

¹⁵³ Συνήθως ισχύει για την κύρια πράξη της επέμβασης στην αγορά χρήματος.

έχουν αποκτήσει μέσω της πράξης. Αυτό είναι ιδιαίτερα σημαντικό σε περίπτωση που την ίδια ημέρα οργανώνεται η τακτική δημοπρασία των Π.Α.Α. και λήγει η προθεσμία των προηγούμενων πράξεων. Τονίζουμε ότι στις περισσότερες κεντρικές τράπεζες, όπως το έχουμε ήδη αναφέρει στο πρώτο μέρος της εργασίας, ισχύει το σύστημα ταυτόχρονης παράδοσης και πληρωμής – DVP1, που σημαίνει ότι εκτελείται η ακαθάριστη παράδοση τίτλων και χρηματικής αξίας σε συνεχή χρόνο (συνδέεται με κάθε συναλλαγή).¹⁵⁴ Το σύστημα αυτό εξασφαλίζει στην Κεντρική Τράπεζα και στις τράπεζες τη δυνατότητα να αποκτήσουν πολύ γρήγορα χρεόγραφα ή αποθεματικά μέσω των Π.Α.Α. που είναι σημαντικό για την ομαλή λειτουργία του τραπεζικού συστήματος. Για το λόγο αυτό η γνώμη μας είναι ότι το Κεντρικό Αποθετήριο πρέπει να προσαρμόσει το σύστημα ταυτόχρονης παράδοσης και πληρωμής στις ανάγκες της ΕΤτΣ ούτως ώστε να μειωθεί ο συστηματικός κίνδυνος, και να μην διακινδυνέψει η ομαλή λειτουργία των επεμβάσεων της ΕΤτΣ στην αγορά χρήματος.

Τέλος, στις συναλλαγές REPO, που διενεργεί η ΕΤτΣ, προτείνουμε να εφαρμοστεί το σύστημα «υποκατάστασης των χρεογράφων». Με αυτό το σύστημα, κάθε συναλλαγή REPO μεταξύ της ΕΤτΣ και των τραπεζών, δεν συνδέεται με συγκεκριμένους ταυτοποιήσιμους τίτλους. Αυτό σημαίνει ότι κατά τη λήξη της σύμβασης, ο αγοραστής (είτε η ΕΤτΣ είτε η τράπεζα) των χρεογράφων μπορεί να τα υποκαταστήσει με τα χρεόγραφα παρόμοιας ποιότητας σε σχέση με αυτά που αγοράστηκαν. Αυτό το σύστημα μπορεί να δώσει μία ώθηση στη ανάπτυξη της δευτερογενούς αγοράς των έντοκων γραμματίων της ΕΤτΣ και των χρεογράφων του Σερβικού Δημοσίου, τα οποία χρησιμοποιούνται ως ασφάλιση στις συναλλαγές REPO.

11.1.7. ΟΙ ΠΑΓΙΕΣ ΔΙΕΥΚΟΛΥΝΣΕΙΣ

Η εκτίμησή μας είναι ότι χρειάζεται μόνο ένα είδος διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης (διευκόλυνση τύπου LOMBARD) – ενδοημερησία πίστωση και πίστωση διάρκειας μίας ημέρας. Έτσι, συνιστούμε στην ΕΤτΣ να καταργήσει την πίστωση διάρκειας 5 ημερών και την πίστωση η οποία μπορεί

¹⁵⁴ Βλ. πίνακα 13 – 6. Εκκαθάριση και διακανονισμός των συναλλαγών.

να έχει διάρκεια μεγαλύτερη από 5 ημέρες.¹⁵⁵ Υπάρχουν ορισμένοι λόγοι οι οποίοι, κατά τη γνώμη μας, είναι υπέρ των προτάσεων αυτών.

Πρώτον, όπως έχουμε επανειλημμένως αναφέρει, η διατραπεζική αγορά στη Σερβία χαρακτηρίζεται από συνεχή πλεόνασμα ρευστότητας, που σημαίνει ότι δεν υπάρχει πρόβλημα ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα ώστε η Κεντρική Τράπεζα να προσφέρει διάφορες «διευκολύνσεις» οριακής χρηματοδότησης. Από την άλλη πλευρά, εάν υπάρχει το έλλειμμα ρευστότητας, τότε η ΕΤΤΣ πρέπει με τις κύριες επεμβάσεις της να ενισχύσει τη ρευστότητα στη διατραπεζική αγορά και να επέμβει στα διατραπεζικά επιτόκια. Ο τρόπος αυτός είναι περισσότερο «αγοραίος», και σε τέτοιες περιπτώσεις η πολιτική του βασικού επιτοκίου της Κεντρικής Τράπεζας θα είχε μεγαλύτερη σημασία για τις χρηματοοικονομικές αγορές.

Οι πάγιες διευκολύνσεις (διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης και διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων) πρέπει να παραμένουν ως «τελευταίο καταφύγιο» για τις τράπεζες. Οι τράπεζες πρέπει να χρησιμοποιούν τις διευκολύνσεις αυτές, εάν δεν έχουν άλλες επιλογές στην αγορά χρήματος. Η Κεντρική Τράπεζα δεν πρέπει να προτρέπει τις τράπεζες να χρησιμοποιούν πάγιες διευκολύνσεις, επειδή οι τράπεζες πρέπει να πραγματοποιούν τις συναλλαγές κυρίως μεταξύ τους, ενώ η Κεντρική Τράπεζα παρεμβαίνει στην αγορά χρήματος όταν το θεωρεί απαραίτητο και εξαρτάται από την εκπλήρωση των ενδιάμεσων στόχων της. Για το λόγο αυτό η ΕΤΤΣ πρέπει να καθορίσει τα μέσα της νομισματικής πολιτικής τα οποία δεν θα «εμποδίζουν» την ανάπτυξη της διατραπεζικής αγοράς.

Δεύτερον, τις πάγιες διευκολύνσεις θεωρούμε περισσότερο ως ένα επιπρόσθετο μέσο στις Π.Α.Α. Τα επιτόκιά τους εξαρτώνται από το βασικό επιτόκιο παρέμβασης της Κεντρικής Τράπεζας στην αγορά χρήματος. Τα επιτόκια αυτά σχηματίζουν το εύρος διακύμανσης των επιτοκίων, το οποίο τελικά εκφράζει τη στάση και τις προσδοκίες της Κεντρικής Τράπεζας σχετικά με τις πληθωριστικές τάσεις.

Θεωρούμε ότι πολλά επιτόκια της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης στο εύρος αυτό, και ιδιαίτερα ο τρόπος με τον οποίο

¹⁵⁵ Βλ. 9.3.2. Οι πάγιες διευκολύνσεις.

προσδιορίζονται,¹⁵⁶ θα έχει ως αποτέλεσμα να μην είναι «σαφές» το εύρος διακύμανσης των επιτοκίων σχετικά με τη στάση και τις προσδοκίες της ΕΤΤΣ για τις πληθωριστικές τάσεις και τη διακύμανση των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων. Πιο συγκεκριμένα, οι συμμετέχοντες στην αγορά χρήματος μπορεί να μην είναι βέβαιοι πιο επιτόκιο της ΕΤΤΣ είναι το ανώτατο επιτόκιο στο εύρος διακύμανσης των επιτοκίων. Το επιτόκιο διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης μίας ημέρας, το επιτόκιο διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης των 5 ημερών ή το επιτόκιο διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης η οποία μπορεί να έχει διάρκεια μεγαλύτερη από 5 ημέρες; Επίσης, αναλόγως των διάφορων χρονικών διαρκειών της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης, θα μπορούσε να εφαρμοστούν διάφορες χρονικές διάρκειες στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων.

Ο κύριος λόγος υπέρ της πρότασης που η χρονική διάρκειά των πάγιων διευκολύνσεων πρέπει να έχει μόνο μια ημέρα, είναι το γεγονός ότι το μεγαλύτερο ποσοστό των συναλλαγών στη διατραπεζική αγορά χρήματος έχει χρονική διάρκεια μια ημέρα.¹⁵⁷ Για το λόγο αυτό, με το βασικό επιτόκιο παρέμβασης στην αγορά χρήματος, η Κεντρική Τράπεζα προσπαθεί να «ελέγχει» το βασικό διατραπεζικό επιτόκιο δανεισμού μιας ημέρας, ενώ τα επιτόκια των πάγιων διευκολύνσεων σχηματίζουν το εύρος στο οποίο είναι επιθυμητό να κυμαίνεται το διατραπεζικό επιτόκιο μιας ημέρας.¹⁵⁸ Έτσι οι παρεμβάσεις της Κεντρικής Τράπεζας στο διατραπεζικό επιτόκιο δανεισμού μιας ημέρας, είναι σημαντικές για την αποτελεσματική λειτουργία του μηχανισμού μετάδοσης νομισματικής πολιτικής, που οι μεταβολές στο βασικό επιτόκιο οδηγούν σε μεταβολές στα επιτόκια και τις τιμές των χρηματοοικονομικών αγορών, στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων, στη συναλλαγματική ισοτιμία και στις γενικές συνθήκες ρευστότητας και πιστώσεων στην οικονομία.¹⁵⁹ Τέλος, σύμφωνα με την ανάλυσή μας στις περισσότερες κεντρικές τράπεζες υπάρχει μόνον η διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης διάρκειας μίας ημέρας.

¹⁵⁶ Βλ. 9.3.4. Πολιτική επιτοκίων.

¹⁵⁷ Βλ. 5. Προθεσμίες λήξεις των χρημ/κών μέσων.

¹⁵⁸ Βλ. διάγραμμα 1 – 2.3. Επιτόκιο.

¹⁵⁹ Βλ. 3.5.1. Νομισματική πολιτική της Κεντρικής Τράπεζας.

11.1.7.1. «Τεχνικά» χαρακτηριστικά των πάγιων διευκολύνσεων

Οι άλλες προτάσεις μας που αφορούν τις πάγιες διευκολύνσεις, είναι περισσότερο τεχνικού χαρακτήρα.

Πρώτον, παρόλο που εκτιμούμε ότι το σημερινό σύστημα της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης είναι καλό, πιστεύουμε ότι μπορεί να γίνει πιο απλό απ' ότι είναι σήμερα.¹⁶⁰ Κατά τη σημερινή διαδικασία η τράπεζα πρέπει να υποβάλει στην ΕΤΤΣ αίτηση πρόσβασης στη διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης το αργότερο μέχρι τις 5 μ.μ., άρα 30 λεπτά πριν κλείσει το ΣΔΣΧ. Στην αίτηση πρέπει να δηλώνεται το ποσόν της χρηματοδότησης το οποίο δεν μπορεί να υπερβαίνει το ποσόν το οποίο έχει υπολογιστεί βάσει των περιουσιακών στοιχείων που έχουν δοθεί ως ενέχυρο. Σε περίπτωση που η αίτηση της τράπεζας είναι έγκυρη, η ΕΤΤΣ θα χρεώσει το δικό της λογαριασμό και θα πιστώσει το λογαριασμό της τράπεζας.

Η δική μας πρόταση είναι ότι κάθε τράπεζα πρέπει να έχει ένα μεμονωμένο λογαριασμό διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης στο ΣΔΣΧ (λογαριασμός διακανονισμού). Κατά τη διάρκεια του ωραρίου λειτουργίας των εργασιμων ημερών και μέχρι τριάντα λεπτά της ώρας αφού θα έχει κλείσει το ΣΔΣΧ να μπορούν οι τράπεζες να κάνουν χρήση της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης. Κατά κανόνα, το ΣΔΣΧ της ΕΤΤΣ κλείνει στις 5.30 μ.μ. Το ποσόν που παρέχεται προσδιορίζεται όπως και σήμερα από την αξία των υποκείμενων τίτλων. Τριάντα λεπτά μετά το κλείσιμο του ΣΔΣΧ (6.00 μ.μ.), τυχόν χρεωστικά υπόλοιπα στους λογαριασμούς διακανονισμού της ΕΤΤΣ θεωρούνται αυτομάτως ως αίτημα για τη χρησιμοποίηση και, χωρίς προηγούμενη ειδοποίηση, να διενεργούνται από την ΕΤΤΣ οι εντολές προς το Κεντρικό Αποθετήριο σχετικά με εγγραφές χρεοπίστωσης των αντίστοιχων λογαριασμών τίτλων που παρέχονται ως ασφάλεια.

Όπως και για τη διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης, προτείνουμε να επεκταθεί η προθεσμία για πρόσβαση στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων, από τις 4.45 μ.μ. όπως είναι σήμερα, στις 6.00 μ.μ. (30 λεπτά μετά το κλείσιμο του ΣΔΣΧ).¹⁶¹

¹⁶⁰ Βλ. 9.3.2. Οι πάγιες διευκολύνσεις.

¹⁶¹ Στην περίπτωση της ΕΚΤ η πρόσβαση των πιστωτικών ιδρυμάτων στη διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης και στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων, είναι το αργότερο 30 λεπτά της ώρας μετά το κλείσιμο του TARGET (Διευρωπαϊκό Αυτοματοποιημένο Σύστημα

Η επέκταση της προθεσμίας για αίτηση πρόσβασης στις πάγιες διευκολύνσεις, είναι σημαντική από την άποψη ότι οι τράπεζες έχουν περισσότερο χρόνο για τις διαπραγματευτικές συναλλαγές. Οι τράπεζες οι οποίες μέχρι το κλείσιμο του ΣΔΣΧ δεν καταφέρουν να καταθέσουν τα πλεονάζοντα αποθεματικά τους ή δεν καταφέρουν να αποκτήσουν τα ελλειμματικά αποθεματικά τους στην αγορά χρήματος, θα χρησιμοποιήσουν τις πάγιες διευκολύνσεις της ΕΤΤΣ ως το «τελευταίο καταφύγιο». Έτσι, οι τράπεζες θα έχουν κίνητρα να είναι πιο δραστήριες στην αγορά χρήματος, αφού μετά το κλείσιμο του ΣΔΣΧ μπορεί να χρησιμοποιήσουν τις πάγιες διευκολύνσεις ως το «τελευταίο καταφύγιο» για τη διαχείριση της ρευστότητας.

Δεύτερον, όταν αναπτυχθεί η δευτερογενής αγορά των τίτλων του Δημοσίου και της ΕΤΤΣ, θα μπορέσουν να εφαρμοστούν οι περικοπές αποτίμησης στην αγοραία αξία των περιουσιακών στοιχείων που παρέχονται ως ασφάλεια για την πρόσβαση στη διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης. Στη συνέχεια η ΕΤΤΣ θα κάνει σε τακτά χρονικά διαστήματα αποτίμηση των υποκείμενων τίτλων σε τρέχουσες τιμές προκειμένου να διατηρηθεί το απαιτούμενο ποσό των τίτλων. Εάν η αξία των τίτλων μειωθεί κάτω από ένα ορισμένο επίπεδο, η ΕΤΤΣ θα ζητήσει από την τράπεζα να προσκομίσει πρόσθετα περιουσιακά στοιχεία ή μετρητά (δηλαδή θα ενεργοποιηθεί ο μηχανισμός κάλυψης των διαφορών της αποτίμησης). Αντίστοιχα, εάν η αξία των τίτλων, μετά την εκ νέου αποτίμησή τους, υπερβαίνει ένα ορισμένο ύψος, η ΕΤΤΣ θα επιστρέψει στην τράπεζα τα πλεονάζοντα περιουσιακά στοιχεία ή μετρητά. Πρέπει να σημειωθεί ότι αυτά τα μέτρα ελέγχου πρέπει να εφαρμόζονται μόνο στις πράξεις παροχής ρευστότητας, δηλαδή στη διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης και στις Π.Α.Α. παροχής ρευστότητας (συναλλαγές REPOS).

11.2. ΡΟΛΟΣ ΤΗΣ ΕΤΤΣ ΣΤΗΝ ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΧΡΗΜΑΤΟΣ

Στο προηγούμενο κεφάλαιο αναλύσαμε τις προτάσεις οι οποίες αφορούν στα μέσα νομισματικής πολιτικής, που μπορούν να συνεισφέρουν

στην ανάπτυξη της αγοράς χρήματος στη Σερβία. Σε αυτό το κεφάλαιο θα ασχοληθούμε περισσότερο με τις προτάσεις οι οποίες δεν ανήκουν αποκλειστικά στο τομέα της μονεταριστικής πολιτικής, αλλά τις θεωρούμε σημαντικές για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής, καθώς και για την ανάπτυξη της αγοράς χρήματος.

11.2.1. ΔΙΑΤΡΑΠΕΖΙΚΑ ΕΠΙΤΟΚΙΑ BEONIA ΚΑΙ BELIBOR

Ορισμένες προτάσεις μας οι οποίες αφορούν στη βελτίωση της νομισματικής πολιτικής της ΕΤτΣ (καθορισμός του ενδιάμεσου στόχου της νομισματικής πολιτικής, στρατηγική καθορισμού άμεσου στόχου για τον πληθωρισμό, πολιτική επιτοκίων, βελτίωση των Π.Α.Α. της ΕΤτΣ) και στην ανάπτυξη χρηματοπιστωτικών μέσων στις χρηματοοικονομικές αγορές (έκδοση χρεογράφων του Δημοσίου, ανάπτυξη των παράγωγων προϊόντων για τη διαχείριση του κινδύνου τιμής κλπ.) βασίζονται στα βασικά διατραπεζικά επιτόκια.

Όπως είδαμε στο πρώτο μέρος της εργασίας, το διατραπεζικό επιτόκιο δανεισμού μίας ημέρας (*overnight index average*) και τα μέσα διατραπεζικά επιτόκια δανεισμού (*interbank offered rate*), υπολογίζονται συνήθως από την Κεντρική Τράπεζα και την Ένωση των Τραπεζών.¹⁶² Για παράδειγμα, η ΕΚΤ υπολογίζει και ανακοινώνει το διατραπεζικό επιτόκιο δανεισμού μίας ημέρας, επειδή αυτό το επιτόκιο είναι ο βασικός ενδιάμεσος στόχος της νομισματικής πολιτικής, και κυμαίνεται ανάμεσα στο υψηλότερο και χαμηλότερο όριο του εύρους διακύμανσης των επιτοκίων που αποτελείται από τα επιτόκια των μέσων νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ.

Κατά τη γνώμη μας, η ΕΤτΣ μαζί με άλλους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς, όπως είναι η Ένωση των Τραπεζών της Σερβίας, πρέπει να παίζει κύριο ρόλο στον προσδιορισμό του τεχνικού πλαισίου το οποίο αφορά στον υπολογισμό και την ανακοίνωση των επιτοκίων BEONIA και BELIBOR. Πρώτον, το διατραπεζικό επιτόκιο δανεισμού μίας ημέρας – BEONIA, θα έχει ιδιαίτερη σημασία για την ΕΤτΣ στην εφαρμογή της στρατηγικής καθορισμού άμεσου στόχου για τον πληθωρισμό. Το κύριο χαρακτηριστικό αυτής της

¹⁶² Βλ. 2.3. Επιτόκιο.

πολιτικής είναι ότι στηρίζεται σε αυτό το επιτόκιο το οποίο είναι ο ενδιάμεσος στόχος της νομισματικής πολιτικής. Δεύτερον, εάν ο υπολογισμός και η ανακοίνωση των επιτοκίων BEONIA και BELIBOR είναι στην αρμοδιότητα της ΕΤΤΣ και της Ένωσης των Τραπεζών της Σερβίας, τότε αυτά τα βασικά διατραπεζικά επιτόκια θα είναι πιο «επίσημα» και «αντιπροσωπευτικά» από ότι είναι σήμερα.¹⁶³ Αυτό είναι ιδιαίτερα σημαντικό για την απόκτηση της εμπιστοσύνης των συμμετεχόντων στην αγορά χρήματος, από την άποψη ότι μπορεί να χρησιμοποιούν τα επιτόκια αυτά στην ανάπτυξη των καινούργιων χρηματοπιστωτικών μέσων τα οποία βασίζονται σε αυτά τα επιτόκια.

Επειδή η τραπεζική αγορά στη Σερβία θεωρείται σχετικά μικρή, στον υπολογισμό του BEONIA πρέπει να συμμετέχουν όλες οι τράπεζες, ώστε να αναγνωριστεί καλύτερα η διατραπεζική αγορά. Έτσι, όλες οι τράπεζες πρέπει να προσκομίζουν στην ΕΤΤΣ τις πληροφορίες για διατραπεζικές συναλλαγές οι οποίες αφορούν στα διατραπεζικά δάνεια μίας ημέρας - τα οποία πραγματοποιήθηκαν πριν κλείσει το ΣΔΣΧ της ΕΤΤΣ (5.30 μ.μ.) ώστε να υπολογιστεί το BEONIA (ως σταθμικός μέσος όρος, με βάση τον πραγματικό αριθμό των ημερών κατά τις οποίες παρέχεται η πίστωση με βάση το έτος των 360 ημερών - $actual/360$). Μετά τις 5.30 μ.μ. η ΕΤΤΣ θα ανακοινώνει το BEONIA στην ηλεκτρονική σελίδα της και στην ηλεκτρονική σελίδα της Ένωσης των Τραπεζών της Σερβίας, στα REUTERS και το BLOOMBERG.

Η ΕΤΤΣ μπορεί μαζί με την Ένωση των Τραπεζών της Σερβίας να προσδιορίσουν το πλαίσιο για τον υπολογισμό των διατραπεζικών επιτοκίων BELIBOR, τα οποία θα ανακοινώνονται στις 11 π.μ. με το ίδιο τρόπο όπως και το BEONIA. Τα BELIBOR υπολογίζονται ως μέσος όρος στα διατραπεζικά δάνεια διάρκειας από δύο ημέρες (T/N - tomorrow next) μέχρι 12 μήνες, βάσει του πραγματικού αριθμού των («ημερολογιακών») ημερών κατά τις οποίες παρέχεται η πίστωση με βάση το έτος των 360 ημερών ($actual/360$). Επειδή τα επιτόκια αυτά υπολογίζονται ως μέσος όρος, ένα ορισμένο ποσοστό επιτοκίων πρέπει να είναι εκτός του υπολογισμού. Και στις δύο περιπτώσεις πρέπει να υπάρχει κανονισμός που να αφορά στις διαδικασίες υπολογισμού και ανακοίνωσης των δύο αυτών επιτοκίων.

¹⁶³ Βλ. 9.5.1.2. Μη ασφαλισμένες και ασφαλισμένες συναλλαγές.

11.2.2. ΚΑΙΝΟΥΡΓΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ

Η ανάπτυξη της διατραπεζικής αγοράς υπονοεί και την ανάπτυξη «καινούργιων» ειδών συναλλαγών όπως είναι οι συμφωνίες του SWAP επιτοκίου και του SWAP νομισμάτων. Για το λόγο αυτό προτείνουμε οι πράξεις για τη ρύθμιση των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας της ΕΤΤΣ να διενεργούνται και με το SWAP νομισμάτων.

Όπως έδειξε η εμπειρία, η ΕΤΤΣ πρέπει να έχει και «εκπαιδευτικό ρόλο» στο τραπεζικό σύστημα. Υπενθυμίζουμε ότι το 2005 η ΕΤΤΣ ξεκίνησε για πρώτη φορά με αντιστρεπτές πράξεις οι οποίες δυστυχώς δεν έγιναν μία από τις συνηθισμένες διατραπεζικές συναλλαγές.¹⁶⁴ Εν τούτοις, το θετικό αποτέλεσμα ήταν ότι πολλές τράπεζες «έμαθαν» την ουσία και τα χαρακτηριστικά αυτού του είδους της συναλλαγής. Έτσι, με τις συναλλαγές SWAP νομισμάτων, η ΕΤΤΣ μπορεί να «ενθαρρύνει» τις τράπεζες περισσότερο να χρησιμοποιούν αυτή η πράξη. Κατά την γνώμη μας οι συναλλαγές SWAP μπορεί να είναι ιδιαίτερα σημαντικές για τις τράπεζες στη Σερβία στις οποίες η διαχείριση του κινδύνου κυρίως βασίζεται στις αγοραπωλησίες του ξένου συναλλάγματος.

Με την ταυτόχρονη ανάπτυξη της διατραπεζικής αγοράς και των δεικτών BEONIA και BELIBOR, οι τράπεζες θα μπορούσαν να προσφέρουν και καινούργια προϊόντα προς τον ιδιωτικό και το βιομηχανικό τομέα, όπως είναι τα δάνεια με κυμαινόμενο επιτόκιο του BEONIA και του BELIBOR. Τα δάνεια αυτά θα ήταν συνδεδεμένα με αυτά τα διατραπεζικά επιτόκια παρά με τη συναλλαγματική ισοτιμία. Επίσης, οι εκδότες θα μπορούσαν να εκδίδουν χρεόγραφα με κυμαινόμενο επιτόκιο το οποίο θα είναι συνδεδεμένο με BEONIA και BELIBOR. Για παράδειγμα, για να «ενθαρρύνει» και άλλους χρηματοοικονομικούς φορείς, όπως είναι οι τράπεζες και οι επιχειρήσεις, το Δημόσιο θα μπορούσε να συστήσει την έκδοση των ομολόγων με το κυμαινόμενο επιτόκιο BEONIA ή BELIBOR. Τέλος, τα επιτόκια αυτά είναι βασικά για την ανάπτυξη των διατραπεζικών χρηματοπιστωτικών μέσων που χρησιμοποιούνται για την διαχείριση του κινδύνου, όπως είναι τα SWAPS επιτοκίου σε δηνάρια.

¹⁶⁴ Βλ. 9.3.3. Πράξεις ανοικτής αγοράς.

Το λιγότερο που η ΕΤΤΣ μπορεί να κάνει, και το οποίο είναι απαραίτητο για την ανάπτυξη των συναλλαγών αυτών, είναι να προσθέσει στο σημερινό Κλαδικό Λογιστικό Σχέδιο Τραπεζών και το Κλαδικό Λογιστικό Σχέδιο της Εθνικής Τράπεζας της Σερβίας, τους καινούργιους λογαριασμούς ώστε να μπορέσουν οι συναλλαγές των τυπικών παράγωγων προϊόντων της αγοράς χρήματος (συμβάσεις νομισμάτων και συμβάσεις επιτοκίων – SWAP, FUTURES, OPTIONS) να καταγράφονται λογιστικά. Στη συνέχεια, η ΕΤΤΣ θα μπορούσε να συστήσει καινούργιο συντελεστή υποχρεωτικών αποθεματικών ο οποίος θα είναι μικρότερος στις υποχρεώσεις που προέρχονται από τα δάνεια και χρεόγραφα, τα οποία είναι συνδεδεμένα με διατραπεζικά επιτόκια BEONIA ή BELIBOR, από το αντίστοιχο το οποίο είναι για υποχρεώσεις που είναι συνδεδεμένες με συναλλαγματική ισοτιμία. Αυτό θα μπορούσε να είναι ένα επιπρόσθετο κίνητρο για τις τράπεζες ώστε να αναπτύξουν μεγαλύτερη δραστηριότητα στη διατραπεζική αγορά και έτσι να μειωθεί η δολαριοποίηση.

11.2.3. ΔΙΑΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΑΓΟΡΑ REPOS

Σχετικά με τη διατραπεζική αγορά REPOS, η εκτίμησή μας είναι ότι ένας από τους λόγους που συνετέλεσε να μην αναπτυχθεί η αγορά αυτή στη Σερβία είναι το γεγονός ότι αυτό το είδος συναλλαγής είναι πιο πολύπλοκο σε σχέση με τις διατραπεζικές καταθέσεις προθεσμίας, επειδή περιλαμβάνει τις διαδικασίες εκκαθάρισης και διακανονισμού των τίτλων οι οποίοι παρέχονται ως ασφάλεια και των χρηματικών ποσών. Ο άλλος παράγοντας είναι ότι στη διατραπεζική αγορά δεν υπάρχει το Γενικό Συμβόλαιο REPO, όπως υπάρχει για τις αντιστρεπτές πράξεις ανάμεσα στην ΕΤΤΣ και τις τράπεζες.

Για το λόγο αυτό προτείνουμε όπως η ΕΤΤΣ, μαζί με την Ένωση των Σερβικών Τραπεζών, να δημιουργήσει το Γενικό Συμβόλαιο REPO για τις διατραπεζικές συναλλαγές το οποίο πρέπει να βασίζεται στα διεθνή πρότυπα. Επίσης, η ΕΤΤΣ και η Ένωση των Σερβικών Τραπεζών μπορούν να εκδώσουν Κώδικα της καλύτερης πρακτικής για τις συναλλαγές REPO (Code of Best Practice).¹⁶⁵ Ο κώδικας αυτός να περιέχει τα βασικά πρότυπα και τις συστάσεις για τις συναλλαγές Repo όπως είναι:

¹⁶⁵ Βλ. 4.3. Αγορά REPOS.

-
- οι απαραίτητες προϋποθέσεις πριν τη συναλλαγή,
 - η ανταλλαγή πληροφοριών μεταξύ των αντισυμβαλλομένων στη διαπραγμάτευση της συναλλαγής,
 - οι εφαρμογές των περικοπών αποτίμησης στην ονομαστική αξία των τίτλων ή στην τρέχουσα τιμή της αγοράς¹⁶⁶,
 - τα εκλέξιμα χρεόγραφα για συναλλαγές,
 - οι διαδικασίες αποτίμησης του ενεχύρου με την τρέχουσα τιμή της αγοράς,
 - ο συμβατικός τρόπος υπολογισμού των ημερών που εφαρμόζεται στην αξιολόγηση της αξίας της συναλλαγής καθώς και του ενεχύρου στην διαδικασία αποτίμησης κλπ.

Τελικά, η ΕΤΤΣ θα μπορούσε να ιδρύσει μία ανεπίσημη «λέσχη», που να αποτελείται από τους εκπροσώπους των τραπεζών και της ΕΤΤΣ. Αυτή η «λέσχη» να ασχολείται με θέματα τα οποία αφορούν στην ανάπτυξη των χρηματοοικονομικών αγορών με ιδιαίτερη έμφαση στην αγορά χρήματος, το ρόλο της ΕΤΤΣ στη διατραπεζική αγορά και τα προβλήματα τα οποία υπάρχουν στην αγορά χρήματος. Οι εκπρόσωποι της ΕΤΤΣ και των τραπεζών πρέπει να έχουν τη δυνατότητα μία φορά το μήνα να συζητούν και να ανταλλάσσουν γνώσεις και εμπειρίες σχετικά με τις εξελίξεις των χρηματοοικονομικών αγορών. Σημειώτέον ότι παρόμοιο «κλαμπ» υπάρχει σε κεντρικές τράπεζες, όπως είναι π.χ. στην ΕΚΤ.

¹⁶⁶ Σε περίπτωση που υπάρχει η δευτερογενής αγορά.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 12

ΔΗΜΟΣΙΟ

Όπως αναφέραμε στο προηγούμενο κεφάλαιο, η εκτίμησή μας είναι ότι χρειάζεται πιο στενή συνεργασία μεταξύ της ΕΤΤΣ και του Υπουργείου Οικονομίας – του Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους στα θέματα τα οποία αφορούν στην ανταλλαγή πληροφοριών για τις τρέχουσες και τις προβλεπόμενες εισροές και εκροές στο λογαριασμό του Υπουργείου Οικονομίας στην ΕΤΤΣ, που επηρεάζουν τη ρευστότητα στο τραπεζικό σύστημα. Επίσης η συνεργασία αυτή πρέπει να είναι στενή και σε άλλα θέματα τα οποία αφορούν στην ανάπτυξη των χρηματοπιστωτικών μέσων στην αγορά χρήματος.

Για την ανάπτυξη της αγοράς των χρεογράφων του Δημοσίου είναι σημαντική η μεταρρύθμιση του συνταξιοδοτικού και ασφαλιστικού συστήματος. Το 2004 και 2005 ψηφίστηκαν ο Νόμος για το Ασφαλιστικό και ο Νόμος για τα εθελοντικά συνταξιοδοτικά κεφάλαια και συνταξιοδοτικά καθεστώτα.¹⁶⁷ Επιπρόσθετη ώθηση για την ανάπτυξη της αγοράς των χρεογράφων του σέρβικου Δημοσίου θα μπορούσε να γίνει, εάν υπάρξει υποχρέωση των ασφαλιστικών εταιρειών και των εταιρειών οι οποίες προσφέρουν εθελοντικά συνταξιοδοτικά προγράμματα να επενδύουν ένα ορισμένο ποσοστό των κεφαλαίων τους στα εκλέξιμα χρεόγραφα του σερβικού Δημοσίου και της ΕΤΤΣ. Αξίζει να τονιστεί, ότι το Σεπτέμβριο του 2005, στο σερβικό Κοινοβούλιο άρχισε η διαδικασία ψήφισης του Νόμου για τη λειτουργία των Αμοιβαίων Κεφαλαίων.¹⁶⁸ Αυτός ο Νομός είναι σημαντικός από την άποψη ότι καθορίζει τις προϋποθέσεις για την οργάνωση και διαχείριση των εταιρειών διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων. Η λειτουργία αυτών των εταιρειών θα συντελέσει στην ανάπτυξη των χρηματοοικονομικών αγορών. Επίσης, αυτές οι εταιρείες θα παίζουν σημαντικό ρόλο στην ανάπτυξη της επενδυτικής βάσης για τους τίτλους του σέρβικου Δημοσίου. Ουσιαστικά αυτές οι εταιρείες μπορεί να προσφέρουν υπηρεσίες στις τράπεζες, στους μικρούς επενδυτές και στους θεσμικούς επενδυτές (π.χ. οι ασφαλιστικές εταιρείες).

¹⁶⁷ “Insurance Law”, RS Official Gazette, no. 55/2004, 70/2004, 61/2005

“Law on Voluntary Pension Funds and Pension Schemes”, RS Official Gazette, no. 88/2005.

¹⁶⁸ “Law on Investment Funds”.

Για να αναπτυχθεί η επενδυτική βάση, το Δημόσιο μπορεί να εκδώσει βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα χρεόγραφα τα οποία μπορούν να είναι με κυμαινόμενο επιτόκιο, με επιτόκιο το οποίο μπορεί να είναι συνδεδεμένο με τον Γενικό ΔΤΚ, ή με βραχυπρόθεσμα διαπραπτεζικά επιτόκια (ΒΕΟΝΙΑ και ΒΕΛΙΒΟΡ), ή με το βασικό επιτόκιο της ΕΤΤΣ κλπ. Με αυτό τον τρόπο, επειδή ο πληθωρισμός στη Σερβία είναι υψηλός, διασφαλίζεται η θετική απόδοση των τίτλων αυτών στην ημερομηνία λήξης τους.¹⁶⁹ Επίσης αυτό είναι ιδιαίτερα σημαντικό για την ανάπτυξη των μακροπρόθεσμων χρεογράφων σε δηνάρια, τα οποία μέχρι στιγμής δεν υπάρχουν στη Σερβική χρηματοοικονομική αγορά. Πρέπει να τονίσουμε ότι ο ρυθμός της ανάπτυξης της πρωτογενούς αγοράς των τίτλων του σέρβικου Δημοσίου θα εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από το ύψος του ελλείμματος του κρατικού προϋπολογισμού, ο οποίος τα τελευταία χρόνια μειώθηκε σημαντικά, που σημαίνει ότι το Δημόσιο δεν πρέπει να δανείζεται πολύ στη χρηματοοικονομική αγορά.

Στην ανάπτυξη της επενδυτικής βάσης των τίτλων του σερβικού Δημοσίου μπορεί να συνεισφέρει και η οργάνωση του συστήματος των Βασικών Διαπραγματευτών Αγοράς, οι οποίοι αναλαμβάνουν κοινές υποχρεώσεις και παρέχουν εξειδικευμένες υπηρεσίες στην πρωτογενή αγορά χρεογράφων του Δημοσίου. Επίσης, οι Βασικοί Διαπραγματευτές Αγοράς μπορεί να συμμετέχουν στην αγορά χρεογράφων του Δημοσίου ως «Δημιουργοί Αγοράς». Ο ρόλος των Δημιουργών Αγοράς είναι ιδιαίτερα σημαντικός στην εύρυθμη λειτουργία της δευτερογενούς αγοράς χρεογράφων του Δημοσίου επειδή ανά πάσα στιγμή είναι σε θέση να διαπραγματευθούν την αγοραπωλησία χρεογράφων του Δημοσίου στη δευτερογενή αγορά. Όπως απέδειξε η εμπειρία πολλών χωρών, οι Βασικοί Διαπραγματευτές Αγοράς μπορεί να συνεισφέρουν στην ανάπτυξη της πρωτογενούς και της δευτερογενούς αγοράς τίτλων του Δημοσίου.¹⁷⁰ Για παράδειγμα, στην Ελλάδα ο θεσμός των Βασικών Διαπραγματευτών ο οποίος άρχισε να λειτουργεί το Φεβρουάριο του 1998, έχει συμβάλει στην εύρυθμη λειτουργία της δευτερογενούς όσο και της πρωτογενούς αγοράς τίτλων του Δημοσίου.¹⁷¹

¹⁶⁹ Βλ. 11.1.4. Πλεόνασμα ρευστότητας.

¹⁷⁰ Βλ. 3.4.1. Διαπραγματευτές αγοράς (Dealers).

¹⁷¹ Τράπεζα της Ελλάδος, «Τράπεζα της Ελλάδος-Έκθεση του Διοικητή για το έτος 1998», Αθήνα 1999, σελ. 173.

Το Γενικό Λογιστήριο του Κράτους θα μπορεί σε κάποια φάση, όταν η αγορά χρήματος θα είναι πιο αναπτυγμένη, να διενεργεί μη ασφαλισμένες και ασφαλισμένες συναλλαγές, καθώς και συναλλαγές οι οποίες αφορούν στη διαχείριση του κινδύνου (επενδύσεις σε παράγωγα προϊόντα) όπως είναι η περίπτωση με τα ξένα Γενικά Λογιστήρια, όπως έχουμε αναφέρει στο πρώτο μέρος της εργασίας.¹⁷² Τις συναλλαγές αυτές μπορεί κανονικά να συνάπτει με όλους τους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς.

Τέλος, για την ανάπτυξη της αγοράς εμπορικών χρεογράφων αλλά και της αγοράς REPO που τα χρεόγραφα αποτελούν βάση για τη συναλλαγή, πρέπει να υπάρχει ένας ανεξάρτητος φορέας αξιολόγησης ο οποίος να αξιολογεί τον πιστωτικό κίνδυνο του βραχυπρόθεσμου αλλά και του μακροπρόθεσμου τίτλου. Η λειτουργία του φορέα πιστωτικής αξιολόγησης θα δώσει «πρόσθετη» ώθηση στην ανάπτυξη της αγοράς των εμπορικών χρεογράφων και των ομολόγων στη Σερβία.

Στην ίδρυση αυτού του φορέα μπορεί να συμμετέχουν όλοι οι σημαντικοί χρηματοοικονομικοί φορείς, όπως είναι: το Υπουργείο Οικονομίας, η ΕΤΤΣ, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, το Χρηματιστήριο κλπ. Η λειτουργία του φορέα πιστωτικής αξιολόγησης μπορεί να βασιστεί στη λειτουργία του σημερινού τμήματος της Εθνικής Τράπεζας της Σερβίας το οποίο από το 2004 επεξεργάζεται τα λογιστικά στοιχεία των νομικών προσώπων και τα ανακοινώνει μέχρις ότου τις αρμοδιότητές του και τα καθήκοντα αυτά αναλάβει κάποιος άλλος οικονομικός φορέας ή νομικό πρόσωπο, όπως ορίζεται στο Νόμο για τις συναλλαγές πληρωμών. Επίσης η λειτουργία του ανεξάρτητου φορέα πιστωτικής αξιολόγησης θα ήταν παρόμοια με τη λειτουργία των διεθνών εξειδικευμένων φορέων αξιολόγησης (*international credit agencies*), όπως είναι: το *Fitch*, το *Standard & Poor's* και το *Moody's*, που σημαίνει ότι θα παρέχει κάποια εκτίμηση σχετικά με τη δυνατότητα του οικονομικού φορέα ή της έκδοσης ενός τίτλου να εκπληρώνει τις οικονομικές υποχρεώσεις εγκαίρως, όπως είναι τα κουπόνια, τα μερίσματα και η εξόφληση της ονομαστικής αξίας του τίτλου. Αυτός ο φορέας πιστωτικής αξιολόγησης θα παρέχει απόψεις και όχι συστάσεις σχετικά με την επένδυση. Η άλλη εναλλακτική λύση είναι ότι κάποιος από τους πιο γνωστούς διεθνείς

¹⁷² Βλ. 3.2. Δημόσιο.

εξειδικευμένους φορείς αξιολόγησης μπορεί να ξεκινήσει εργασίες του στη Σερβία, που κατά την γνώμη μας είναι απαραίτητη η υποστήριξη από την κυβέρνηση.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΡΑΙΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 13

ΚΕΝΤΡΙΚΟ ΑΠΟΘΕΤΗΡΙΟ

Η λειτουργία του Κεντρικού Αποθετηρίου και του Συστήματος Διακανονισμού Τίτλων είναι σημαντική για την ανάπτυξη των χρηματοοικονομικών αγορών. Το Σύστημα του Διακανονισμού των Τίτλων του Κεντρικού Αποθετηρίου του Βελιγραδίου το αναλύσαμε σύμφωνα με τα διεθνή πρότυπα, τα οποία έχουμε αναφέρει στο πρώτο μέρος της εργασίας.

Επισημαίνουμε ότι το 2001 και το 2004 η Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών και η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, θέσπισαν 19 συστάσεις αλλά και πρότυπα, σύμφωνα με τα οποία πρέπει να συμμορφώνονται τα Συστήματα Διακανονισμού Τίτλων.¹⁷³ Οι προτάσεις μας, επίσης, βασίστηκαν στη διεθνή πρακτική και αφορούν στη λειτουργία των ΣΔΤ. Στο περαιτέρω κείμενο αναλύονται μερικά πρότυπα τα οποία, κατά τη γνώμη μας, είναι σημαντικά για την ανάπτυξη των χρηματοοικονομικών αγορών στη Σερβία.

Σύμφωνα με το Πρότυπο 5 (Securities lending) το οποίο αφορά στο δανεισμό τίτλων, η εκτίμησή μας είναι ότι σε κάποια φάση, όταν οι χρηματοοικονομικές αγορές θα είναι πιο αναπτυγμένες από ότι είναι σήμερα, που σημαίνει ότι θα υπάρχει μια ορισμένη ποικιλία χρεογράφων του Δημοσίου και των νομικών προσώπων (τραπεζών, επιχειρήσεων, ασφαλιστικών εταιρειών κλπ.), το ΣΔΤ θα μπορεί να εφαρμόσει το αυτόματο σύστημα δανεισμού τίτλων (ΑΣΔΤ), το οποίο ελαττώνει το συστηματικό κίνδυνο στη διαδικασία του διακανονισμού των συναλλαγών.¹⁷⁴ Συνήθως αυτές οι διαδικασίες είναι αυτόματες, που σημαίνει ότι το σύστημα «δανείζει» τα χρεόγραφα στον πωλητή (στην οριστική πράξη) ή στον αγοραστή (στην αντιστρεπτά πράξη - REPOS) τα οποία δεν έχει στο χαρτοφυλάκιό του την ημέρα του διακανονισμού.¹⁷⁵ Για να ολοκληρωθεί η διαδικασία του διακανονισμού της συναλλαγής, τα χρεόγραφα δανείζονται από το άλλο μέλος του ΣΔΤ έναντι έντοκου ποσού κεφαλαίων, το οποίο πληρώνει αυτός που δεν

¹⁷³ Βλ. 6. Εκκαθάριση και διακανονισμός των συναλλαγών.

¹⁷⁴ Για τον καθορισμό της έννοιας του συστηματικού κινδύνου, βλ. 6. Εκκαθάριση και διακανονισμός των συναλλαγών.

¹⁷⁵ Πρέπει να προσέξουμε ότι ανεξάρτητα από το είδος της συναλλαγής (οριστική ή αντιστρεπτά) η ουσία είναι ότι ο συμμετέχων που πρέπει να παραδώσει τα χρεόγραφα κατά την ημερομηνία εκκαθάρισης των συναλλαγών δανείζει τα χρεόγραφα μέσω του Αυτόματου Συστήματος Δανεισμού Τίτλων ώστε να ολοκληρωθεί η συναλλαγή.

κατάφερε να παραδώσει τα χρεόγραφα. Για παράδειγμα, το σύστημα αυτό μπορεί να είναι σημαντικό για συναλλαγές REPO, επειδή προσφέρει τη δυνατότητα στον αγοραστή χρεογράφων (συναλλαγή στην οποία ο πωλητής χρεογράφων αποκτά τα χρήματα, ενώ ο αγοραστής αποκτά τα χρεόγραφα) να παραδώσει τα χρεόγραφα στον πωλητή την ημερομηνία λήξης της συναλλαγής. Κατά τη διάρκεια της συναλλαγής REPO είναι δυνατόν ο αγοραστής των χρεογράφων να τα πουλήσει μέσω της αντιστρεπτέας (REPO) ή οριστικής πράξης, που σημαίνει ότι την ημερομηνία λήξης δεν θα τα έχει για να τα παραδώσει στον πωλητή. Σε μια τέτοια περίπτωση το Σύστημα Δανεισμού Τίτλων την ημερομηνία του διακανονισμού της συναλλαγής, θα δανείσει αυτόματα στον αγοραστή τα χρεόγραφα που λείπουν ώστε να ολοκληρωθεί η συναλλαγή.

Το ΑΣΔΤ είναι πολύ χρήσιμο εργαλείο και μπορεί να προωθήσει τις συναλλαγές σε χρεόγραφα στη χρηματιστηριακή και την εξωχρηματιστηριακή αγορά. Για παράδειγμα, αυτό το σύστημα λειτουργεί στα αποθετήρια των τίτλων του Δημοσίου στην Ελλάδα (ΗΔΑΤ), την Ιταλία (Monte Titoli S.p.A.), την Ουγγαρία (Keler), το Βέλγιο (Κεντρική Τράπεζα του Βελγίου), τη Φινλανδία (SOM) κλπ.

Το Πρότυπο 8 αφορά το συγχρονισμό της τελειότητας του διακανονισμού (Timing of Settlement finality). Το πρότυπο αυτό υπογραμμίζει κυρίως ότι για τις πράξεις νομισματικής πολιτικής της Κεντρικής Τράπεζας (πράξεις ανοικτής αγοράς, πάγιες διευκολύνσεις κλπ.) είναι επιθυμητό ο διακανονισμός των συναλλαγών να πραγματοποιείται εντός της ημέρας και σε συνεχή χρόνο.

Ήδη έχουμε αναφέρει στις προτάσεις μας οι οποίες αφορούν τις Π.Α.Α. της ΕΤΤΣ ότι είναι αναγκαίο να εφαρμοστεί το σύστημα ταυτόχρονης παράδοσης και πληρωμής – DVP1, με το οποίο θα εκτελείται η ακαθάριστη παράδοση τίτλων και χρηματικής αξίας σε συνεχή χρόνο (συνδέεται με κάθε συναλλαγή). Αυτό το σύστημα είναι ιδιαίτερα σημαντικό για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής μέσω των Π.Α.Α. Πιο συγκεκριμένα, οι τράπεζες μπορεί να βελτιώσουν τις διαδικασίες διαχείρισης των αποθεματικών τους, επειδή δεν πρέπει να περιμένουν την καθορισμένη ώρα του διακανονισμού των συναλλαγών, ώστε να αποκτήσουν τα χρεόγραφα ή τα χρήματα αναλόγως του είδους της συναλλαγής με την ΕΤΤΣ. Επίσης, αυτή η πρόταση είναι

σημαντική και στην περίπτωση των διαδικασιών, που αφορούν αποτίμηση των υποκείμενων τίτλων σε τρέχουσες τιμές προκειμένου να διατηρηθεί το απαιτούμενο ποσόν των τίτλων, οπότε οι τίτλοι έχουν δοθεί ως ενέχυρο προκειμένου η τράπεζα να έχει πρόσβαση στη διευκόλυνση της οριακής χρηματοδότησης, οπότε η τράπεζα πουλάει τα χρεόγραφα στην ΕΤΤΣ μέσω της συναλλαγής REPO προκειμένου να αποκτήσει ρευστότητα.

Επισημαίνουμε ότι μετά από άμεση επαφή με τις τράπεζες στη Σερβία για το θέμα αυτό, οι περισσότερες έδειξαν ενδιαφέρον για την εκκαθάριση και το διακανονισμό των Π.Α.Α. σε συνεχή χρόνο. Επίσης, οι περισσότερες τράπεζες υπογράμμισαν ότι το σημερινό ΣΔΤ δημιουργεί πρόβλημα, ιδιαίτερα όταν, την ίδια ημέρα που λήγει η προηγούμενη συναλλαγή των Π.Α.Α., οργανώνονται οι καινούργιες Π.Α.Α. της ΕΤΤΣ. Τέλος, όπως έδειξε η έρευνά μας στις περισσότερες κεντρικές τράπεζες η εκκαθάριση και ο διακανονισμός των Π.Α.Α. πραγματοποιείται σε συνεχή χρόνο, δηλαδή με το σύστημα ταυτόχρονης παράδοσης και πληρωμής – DVP1.¹⁷⁶

Σύμφωνα με το Πρότυπο 10, μετά την αγοραπωλησία των χρεογράφων, συνιστάται ο διακανονισμός των χρηματικών ποσών (Cash settlement assets) να πραγματοποιείται με τα «χρήματα της Κεντρικής Τράπεζας». Αυτό σημαίνει ότι ο διακανονισμός των χρηματικών ποσών πραγματοποιείται μέσω των χρηματικών λογαριασμών των συμμετεχόντων του ΣΔΤ στην Κεντρική Τράπεζα (το “Interfaced model”) ή μέσω των μεμονωμένων λογαριασμών των συμμετεχόντων του ΣΔΤ στην Κεντρική Τράπεζα, οι οποίοι χρησιμεύουν αποκλειστικά για το διακανονισμό των συναλλαγών από τις αγοραπωλησίες των χρηματοπιστωτικών μέσων (το “Integrated model”). Στην τρίτη περίπτωση (το “Autonomous model”), σε αντίθεση με τις δύο προηγούμενες, ο διακανονισμός των χρηματικών ποσών πραγματοποιείται στο ΣΔΤ, πράγμα που αυξάνει το συστηματικό κίνδυνο. Το Κεντρικό Αποθετήριο του Βελιγραδίου εφαρμόζει αυτό το σύστημα, που σημαίνει ότι έχει το δικό του χρηματικό λογαριασμό, και όπως και οι τράπεζες είναι άμεσος συμμετέχον στο Σύστημα Διακανονισμού σε Συνεχή Χρόνο (ΣΔΣΧ).

Δεν κρίνουμε απαραίτητο να αλλάξει το σημερινό ΣΔΤ του Κεντρικού Αποθετηρίου, αλλά θεωρούμε ότι με την ανάπτυξη των χρηματοοικονομικών

¹⁷⁶ Βλ. 6. Εκκαθάριση και διακανονισμός των συναλλαγών.

αγορών και των χρηματοπιστωτικών μέσων, θα αυξάνονται οι χρηματοοικονομικές συναλλαγές οι οποίες θα είναι πιο περίπλοκες από ότι είναι σήμερα. Για το λόγο αυτό, διατηρούμε μία επιφύλαξη, σχετικά με την πιθανή αύξηση του συστηματικού κινδύνου. Επισημαίνουμε ότι, όπως έδειξε η έρευνά μας, τα περισσότερα ΣΔΤ στην Ευρώπη εφαρμόζουν τα αναφερόμενα δύο συστήματα, το “Interfaced model” και το “Integrated model”.¹⁷⁷

Το διεθνές Πρότυπο 17, αφορά στη διαφάνεια (Transparency). Σύμφωνα με αυτό το Κεντρικό Αποθετήριο πρέπει να δημοσιεύσει ένα ερωτηματολόγιο - «Disclosure Framework for Securities Settlement System», που διευκολύνει τους επενδυτές να αξιολογήσουν τον συστηματικό κίνδυνο και το κόστος που αφορά τις υπηρεσίες του ΣΔΤ. Αυτό το ερωτηματολόγιο είναι τυποποιημένο, και όπως έδειξε η έρευνά μας σχεδόν κάθε Κεντρικό Αποθετήριο ή το ΣΔΤ το ανακοινώνει.

Θεωρούμε ότι η πρόταση αυτή είναι πολύ σημαντική και αφορά στην εφαρμογή του Προτύπου 18, σχετικά με τον κανονισμό, την επίβλεψη και την παράλειψη (Regulation, supervision and oversight) του ΣΔΤ. Το πρότυπο αυτό ορίζει ότι η Κεντρική Τράπεζα και οι οργανισμοί οι οποίοι ρυθμίζουν τη λειτουργία των χρηματοοικονομικών αγορών, όπως είναι η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, πρέπει να έχουν τη δυνατότητα να πραγματοποιήσουν τις ρυθμιστικές και λειτουργικές τους επιβλέψεις, όπως είναι η συγκέντρωση πληροφοριών για τα συστήματα διακανονισμών τίτλων και η αξιολόγηση της λειτουργίας αυτών των συστημάτων. Σε αυτό θα προσθέσουμε, ότι σύμφωνα με τις συστάσεις της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών το σχέδιο και η λειτουργία ενός συστήματος διακανονισμού τίτλων πρέπει να είναι σύμφωνα με τους στόχους της Κεντρικής Τράπεζας που είναι η σταθερότητα και η συγκράτηση του συστηματικού κινδύνου καθώς η ανάπτυξη των χρηματοοικονομικών αγορών.¹⁷⁸

Τονίζουμε ότι η ΕΤτΣ δεν έχει τη δυνατότητα να εκτελέσει αυτό το «καθήκον» όπως το συνιστά αυτό το πρότυπο. Έτσι από το 2003, όταν το Κεντρικό Αποθετήριο ιδρύθηκε ως ανώνυμη (κρατική) εταιρεία, η ΕΤτΣ δεν είχε καμία δυνατότητα επίδρασης στη λειτουργία του ΣΔΤ του Κεντρικού

¹⁷⁷ Βλ. 6. Εκκαθάριση και διακανονισμός των συναλλαγών.

¹⁷⁸ Bank for International Settlements, “Delivery Versus Payment in Securities Settlement Systems”, September 1992, σελ. 7.

Αποθετηρίου. Ας σημειωθεί ότι, τα περισσότερα χαρακτηριστικά αυτού του συστήματος από τα οποία κάποια ήδη έχουμε αναφέρει, δεν είναι η καλύτερη «λύση» από την άποψη της άσκησης της νομισματικής πολιτικής αλλά και της ανάπτυξης των χρηματοοικονομικών αγορών. Η πρότασή μας είναι ότι, στο «Νόμο για την Αγορά αξιογράφων και άλλων χρηματοπιστωτικών μέσων», πρέπει να οριστεί για την ΕΤιΣ η δυνατότητα επίβλεψης και παράλειψης του ΣΔΤ.¹⁷⁹ Για παράδειγμα, στον ιταλικό Νόμο σχετικά με την τροποποίηση της νομοθεσίας για τις χρηματοοικονομικές αγορές, ορίζεται ότι η Τράπεζα της Ιταλίας (Κεντρική Τράπεζα) μαζί με την Ιταλική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (CONSOB – Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) επιβλέπει τη λειτουργία των κεντρικών αποθετηρίων.¹⁸⁰

Τέλος, οι ώρες λειτουργίας του Κεντρικού Αποθετηρίου πρέπει να είναι συντονισμένες με τη λειτουργία του ΣΔΣΧ της ΕΤιΣ. Αυτό είναι ιδιαίτερα σημαντικό για την πρόσβαση των τραπεζών στη διευκόλυνση της οριακής χρηματοδότησης της ΕΤιΣ. Κανονικά, όπως έδειξε η έρευνά μας το ωράριο των περισσότερων ΣΔΤ, είναι συντονισμένο με το ωράριο των εθνικών ΣΔΣΧ.

¹⁷⁹ National Bank of Serbia, “Law on Securities and Other Financial Instruments Market”, FRY Official Gazette, no. 65/2002 and RS Official Gazette, nos. 57/2003 and 55/2004, 2003 and 2004.

¹⁸⁰ “Consolidated Law on Finance”, Gazzetta Ufficiale, no. 71, 26.3.1998.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 14

ΟΡΓΑΝΩΣΗ ΤΗΣ ΔΙΑΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΧΡΗΜΑΤΟΣ

Η τελευταία μας πρόταση αφορά στην οργάνωση της διατραπεζικής αγοράς χρήματος ως Σερβία ως οργανωμένης αγοράς.

Η πρόταση αυτή βασίζεται στην ανάλυση της λειτουργίας των οργανωμένων αγορών στις οποίες διαπραγματεύονται βραχυπρόθεσμα χρηματοπιστωτικά μέσα, όπως είναι το e-MID, το e-MIDER, το BrokerTec, το EuroMTS, το Euronext, το Chicago Mercantile Exchange, το Eurex και το EurexRepo. Επίσης, στην ανάλυση χρησιμοποιήσαμε τα αποτελέσματα της έρευνας του πρώτου μέρους της εργασίας που κάναμε σχετικά με τα χρηματοπιστωτικά μέσα και τη σημασία τους στην αγορά χρήματος. Στην ανάλυση είχαμε υπόψη μας και την εμπειρία που είχε σχέση με τη λειτουργία της αγοράς χρήματος στη Γιουγκοσλαβία κατά τη δεκαετία του '80 και του '90. Στη συνέχεια θα ορίσουμε τις κατευθυντήριες γραμμές που είναι κατά τη γνώμη μας απαραίτητες για την οργάνωση της διατραπεζικής αγοράς. Ο στόχος ήταν να ορίσουμε το βασικό πλαίσιο για τη λειτουργία της οργανωμένης διατραπεζικής αγοράς χρήματος, χωρίς να περιγράψουμε αναλυτικά κάθε λεπτομέρεια σχετικά με τη λειτουργία της που θα ήταν πέρα από τον στόχο της εργασίας.

Η εκτίμησή μας είναι ότι η οργανωμένη διατραπεζική αγορά χρήματος (ΟΔΑΧ) θα αποτελέσει σημαντική ώθηση στην ανάπτυξη των διατραπεζικών συναλλαγών και των βραχυπρόθεσμων χρηματοπιστωτικών μέσων. Οι συμμετέχοντες θα έχουν πρόσβαση στα διάφορα χρηματοπιστωτικά μέσα που προσφέρουν τη δυνατότητα πιο αποτελεσματικής διαχείρισης της ρευστότητας και του κινδύνου από ότι είναι σήμερα.

Η πρότασή μας αφορά στη συνεργασία των κυρίαρχων χρηματοοικονομικών φορέων της χώρας, όπως είναι η Εθνική Τράπεζα της Σερβίας, η Ένωση των Τραπεζών της Σερβίας, το Υπουργείο Οικονομικών – το Γενικό Λογιστήριο του Κράτους, οι τράπεζες για τη δημιουργία του νομοθετικού και ρυθμιστικού πλαισίου μιας οργανωμένης διατραπεζικής αγοράς.

14.1. ΒΑΣΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ

Καταρχάς, η πρότασή μας βασίζεται σε ορισμένα σημαντικά δεδομένα. Ήδη ξέρουμε ότι σε κάποια χρονική περίοδο της δεκαετίας του '80 και του '90, η αγορά χρήματος στην πρώην Γιουγκοσλαβία λειτουργούσε ως οργανωμένη αγορά. Παρόλο που υπήρχαν πολλά μειονεκτήματα στη λειτουργία αυτής της αγοράς, θεωρούμε ότι και τα δύο σχέδια είχαν θετική επίδραση στην ανάπτυξη της διατραπεζικής αγοράς. Επίσης, κάποιες από τις σημερινές τράπεζες έχουν θετική εμπειρία σχετικά με τη λειτουργία της αγοράς χρήματος στις περιόδους που λειτουργούσε ως οργανωμένη αγορά, πού σημαίνει ότι το προτεινόμενο σχέδιο οργάνωσης της διατραπεζικής αγοράς δεν είναι εντελώς καινούργιο.

Η εκτίμησή μας είναι ότι τα καινούργια βραχυπρόθεσμα χρηματοπιστωτικά μέσα, όπως είναι οι αντιστρεπτές συναλλαγές (REPOS) και οι συναλλαγές με βραχυπρόθεσμα παράγωγα προϊόντα, θα αναπτυχθούν πιο γρήγορα, εάν οργανωθούν μέσω της οργανωμένης διατραπεζικής αγοράς. Επειδή υπάρχει έλλειψη τεχνογνωσίας σε αρκετές τράπεζες, ιδιαίτερα στα καινούργια χρηματοπιστωτικά μέσα, αυτή η αγορά θα έχει πολύ **εκπαιδευτικό χαρακτήρα**. Για παράδειγμα, παρόλο που η ΕΤΤΣ ξεκίνησε με τις αντιστρεπτές πράξεις στην αρχή του 2005, αυτές οι συναλλαγές δεν αναπτύχθηκαν στη διατραπεζική αγορά. Για το λόγο αυτό, πιστεύουμε ότι οι τράπεζες πρέπει να έχουν «έτοιμο προϊόν», το οποίο σε αυτή την περίπτωση είναι το αυτόματο σύστημα ηλεκτρονικών συναλλαγών (ΑΣΗΣ), μέσω του οποίου θα «μάθουν» τα κύρια χαρακτηριστικά των καινούργιων χρηματοπιστωτικών μέσων.

Καλό παράδειγμα λειτουργίας οργανωμένης διατραπεζικής αγοράς, είναι η Ιταλική e-MID (*Mercato telematico di negoziazione di Depositi monetari multivalute*) και το e-MIDER (*Electronic International Market for Multi-currency Derivative Financial Instruments*).¹⁸¹ Το e-MID ιδρύθηκε το 1990, και είναι οργανωμένη αγορά για διατραπεζικές καταθέσεις. Ένας από τους ιδρυτές ήταν η Τράπεζα της Ιταλίας, η οποία σήμερα επιβλέπει τη λειτουργία αυτής της αγοράς. Το e-MIDER ξεκίνησε το 2000, και είναι η διατραπεζική αγορά του

¹⁸¹ Σημειωτέον ότι στο κείμενο χρησιμοποιήσαμε τον όρο διατραπεζική αγορά παρόλο που στο e-MID μπορεί να συμμετέχουν και μη τραπεζικοί οργανισμοί, επειδή οι κύριοι συμμετέχοντες είναι οι τράπεζες.

SWAP επιτοκίου μίας ημέρας (OIS – Overnight Indexed Swap) το οποίο λειτουργεί μέσα στο e-MID. Το e-MID είναι συνδεδεμένο με το EuroMTS που είναι μία από τις μεγαλύτερες αγορές χρεογράφων του Δημοσίου στην Ευρώπη. Στο EuroMTS οι συμμετέχοντες του e-MID μπορούν να διαπραγματεύονται συμβάσεις REPOS.

Το e-MID προσδιορίζει τους εσωτερικούς κανονισμούς σύμφωνα με τη λειτουργία της αγοράς των διατραπεζικών καταθέσεων και της διατραπεζικής αγοράς του SWAP επιτοκίου μίας ημέρας. Αυτή η αγορά είναι μοναδική στην Ευρώπη, έχει 73 μέλη από 15 χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, 121 μέλη από την Ιταλία, ενώ οι 10 κεντρικές τράπεζες είναι παρατηρητές και δεν διαπραγματεύονται στην αγορά. Ο μέσος όρος της αξίας των ημερήσιων συναλλαγών είναι 22 δισεκατομμύρια ευρώ. Η αγορά αυτή είναι διαφανής, που σημαίνει ότι ισχύουν οι ίδιοι όροι συμμετοχής για όλους τους συμμετέχοντες, όπως είναι οι τράπεζες, οι χρηματιστηριακές εταιρείες, οι επενδυτικές εταιρείες, οι επιχειρήσεις. Οι κεντρικές τράπεζες καθώς και τα γενικά λογιστήρια του κράτους μπορούν να διαπραγματεύονται στην αγορά υπό ορισμένες προϋποθέσεις τις οποίες ορίζει το e-MID. Σήμερα υπάρχουν δύο κατηγορίες αγορών στο e-MID. Η μια είναι για συναλλαγές σε ευρώ και η άλλη για συναλλαγές σε δολάρια.¹⁸² Επίσης, όπως έχουμε αναφέρει στην ανάλυση των χρηματοπιστωτικών μέσων, τα υπόλοιπα γνωστά αυτόματα συστήματα ηλεκτρονικών συναλλαγών (ΑΣΗΣ) τα οποία έχουν μορφή οργανωμένης αγοράς είναι το BrokerTec, το EuroMTS, το Euronext, το Eurex, το EurexREPO, στο οποίο διαπραγματεύονται συναλλαγές REPOS και παράγωγα προϊόντα.¹⁸³ Το άλλο χαρακτηριστικό είναι ότι σε αυτές τις αγορές λειτουργεί το «ανώνυμο» σύστημα διαπραγμάτευσης συναλλαγών, που σημαίνει ότι οι συμμετέχοντες δεν ξέρουν με ποιον συναλλάσσονται.

Η εκτίμησή μας είναι ότι η οργανωμένη διατραπεζική αγορά θα συνεισφέρει πολύ στην **αποτελεσματικότητα** των τραπεζών οι οποίες θα έχουν δυνατότητα πρόσβασης στις διάφορες συναλλαγές οι οποίες είναι σημαντικές για την καθημερινή διαχείριση της ρευστότητας και του κινδύνου. Έτσι, οι τράπεζες θα αναπτύξουν περισσότερες δραστηριότητες στην αγορά

¹⁸² www.e-mid.it

¹⁸³ Βλ. 4. Χρηματοπιστωτικά μέσα στην αγορά χρήματος.

που θα τους δώσει τελικά τη δυνατότητα να αυξήσουν τα κέρδη που προέρχονται από δραστηριότητες στις χρηματοοικονομικές αγορές.

Από την άλλη πλευρά, οι τράπεζες θα επινοήσουν **καινούργιες υπηρεσίες** στους πελάτες τους, επειδή οι επιχειρήσεις, οι επενδυτικές εταιρείες, οι εταιρείες αμοιβαίων κεφαλαίων, οι ασφαλιστικές εταιρείες και τελικά τα φυσικά πρόσωπα μπορούν μέσω των τραπεζών να συμμετέχουν στις διατραπεζικές συναλλαγές στην οργανωμένη αγορά χρήματος. Επίσης, με την ταυτόχρονη ανάπτυξη της διατραπεζικής αγοράς και των βασικών διατραπεζικών επιτοκίων BEONIA και BELIBOR, οι τράπεζες θα μπορούν να προσφέρουν και **καινούργια προϊόντα** προς το ιδιωτικό και βιομηχανικό τομέα, όπως είναι τα δάνεια με κυμαινόμενο επιτόκιο του BEONIA και του BELIBOR. Κατά τον ίδιο τρόπο, οι εκδότες χρεογράφων θα μπορούν να εκδίδουν χρεόγραφα με κυμαινόμενο επιτόκιο το οποίο είναι συνδεδεμένο με BEONIA και BELIBOR. Αυτό θα συντελέσει πολύ στην **ανάπτυξη της βάσης των επενδυτών**, που είναι σημαντικό για την ανάπτυξη αυτής της αγοράς. Για παράδειγμα, οι εταιρίες οι οποίες χρειάζονται συνάλλαγμα για τις λειτουργικές δραστηριότητές τους μπορούν μέσω των τραπεζών να διαπραγματεύονται συναλλαγές στην SPOT αγορά συναλλάγματος, ή να επενδύσουν σε συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης σε συνάλλαγμα. Έτσι, οι τράπεζες θα έχουν και διαμεσολαβητικό ρόλο που θα αυξήσει το εισόδημά τους από αυτές τις δραστηριότητες.

Αυτή η αγορά, θα βελτιώσει σημαντικά τις σημερινές **διαδικασίες διαχείρισης του κινδύνου** οι οποίες στη Σερβία, όπως έχουμε αναφέρει, περιορίζονται μόνο σε συναλλαγές στη διατραπεζική αγορά συναλλάγματος. Οι τράπεζες θα έχουν περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα με τα οποία θα μπορούν να διαχειρίζονται τον κίνδυνο επιτοκίου. Έτσι, η ανάπτυξη αυτών των συναλλαγών θα μπορούσε να συντελέσει στη **μείωση της δολαριοποίησης**, η οποία είναι μία από τις σοβαρές προκλήσεις στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής της ΕΤΣ. Για παράδειγμα, οι διατραπεζικές συναλλαγές και τα τραπεζικά «προϊόντα» μπορούν να είναι συνδεδεμένα με χρηματοοικονομικούς δείκτες και τα διατραπεζικά επιτόκια BEONIA και BELIBOR αντί με την συναλλαγματική ισοτιμία.

Εκτιμούμε, ότι τα **λειτουργικά έξοδα** των τραπεζών θα είναι πιο χαμηλά από ότι είναι σήμερα, επειδή προβλέπουμε ότι τα σημερινά αυτόματα

συστήματα ηλεκτρονικών συναλλαγών θα ενσωματωθούν σε ένα (το ηλεκτρονικό σύστημα της πρωτογενούς αγοράς των χρεογράφων του σέρβικου Δημοσίου, το Σύστημα Ηλεκτρονικών Συναλλαγών Τίτλων της Εθνικής Τράπεζας της Σερβίας, το ηλεκτρονικό σύστημα της Διατραπεζικής Αγοράς Συναλλάγματος - το “fixing”).

Τέλος πρέπει να τονίσουμε ότι η οργανωμένη διατραπεζική αγορά θα συνεισφέρει στην **ανάπτυξη των συναλλαγών REPOS και των βραχυπρόθεσμων παραγώγων**, εάν αυτές θα πραγματοποιούνται μέσω αυτής της αγοράς. Αυτές οι συναλλαγές θεωρούνται πιο περίπλοκες από τις διατραπεζικές καταθέσεις και από την αγοραπωλησία των βραχυπρόθεσμων χρεογράφων στην πρωτογενή και δευτερογενή αγορά.

Οι συναλλαγές REPOS περιλαμβάνουν παράδοση χρημάτων και χρεογράφων και διαδικασίες αποτίμησης των περιουσιακών στοιχείων τα οποία έχουν δοθεί ως ενέχυρο στην συναλλαγή. Από την άλλη πλευρά, τα τυπικά και βασικά παράγωγα προϊόντα, τα οποία χρησιμοποιούνται στην αγορά χρήματος, είναι συμβάσεις επιτοκίων και νομισμάτων, οι οποίες μπορούν να έχουν τη μορφή των FUTURES, OPTIONS και SWAPS. Στην εξωχρηματιστηριακή αγορά και στις δύο περιπτώσεις (REPOS και παράγωγα) υπάρχει πολύ μεγάλος πιστωτικός κίνδυνος, επειδή μεταξύ του αγοραστή και του πωλητή δεν μεσολαβεί τράπεζα ή κάποιος άλλος χρηματοοικονομικός οργανισμός που να εγγυάται ότι οι δυο πλευρές θα εκπληρώσουν τις υποχρεώσεις τους. Για το λόγο αυτό στα χρηματιστήρια παραγώγων υπάρχει ο Οργανισμός Εκκαθάρισης (Clearing House), ο οποίος εγγυάται ότι οι συναλλασσόμενοι θα εκπληρώσουν τις υποχρεώσεις τους. Μέρος των χρημάτων ή των χρεογράφων που κατατίθενται στον Οργανισμό Εκκαθάρισης, είναι εγγύηση για την εκπλήρωση της σύμβασης. Για παράδειγμα, στις συμβάσεις REPOS αυτή η εγγύηση είναι τα χρεόγραφα ή τα χρήματα, τα οποία έχουν δοθεί ως ενέχυρο στη συναλλαγή. Σε συναλλαγές με παράγωγα (FUTURES και OPTIONS) και οι δύο πλευρές, πριν αναλάβουν τις μελλοντικές τους υποχρεώσεις (μετά τη σύναψη της συμφωνίας), είναι υποχρεωμένες να καταβάλουν ένα ορισμένο ποσό χρημάτων ή χρεογράφων στον Οργανισμό Εκκαθάρισης, το οποίο είναι η εξασφάλιση για την εκπλήρωση της σύμβασης. Η εταιρεία αυτή διενεργεί τις διαδικασίες εκκαθάρισης της συναλλαγής, με το σύστημα ταυτόχρονης παράδοσης και πληρωμής - DVP, που διασφαλίζει ότι ο

αγοραστής και ο πωλητής θα λάβουν τα χρεόγραφα ή τα χρήματα ανάλογα με το είδος της συναλλαγής. Άλλωστε, όπως έχουμε αναφέρει στο πρώτο μέρος της εργασίας, αυτός είναι ένας από τους σημαντικούς λόγους που τα τελευταία χρόνια τα REPOS, και τα παράγωγα προϊόντα όλο και περισσότερο διαπραγματεύονται στις οργανωμένες αγορές.

Στην οργανωμένη διαπραγματευτική αγορά χρήματος της Σερβίας πρέπει να λειτουργεί εταιρεία ή τομέας της αγοράς για εκκαθαρίσεις των συναλλαγών που θα ελαττώσει τον πιστωτικό κίνδυνο, ώστε οι τράπεζες να μπορούν να συνάψουν συμφωνίες στις οποίες υπάρχει αυτός ο κίνδυνος. Διαφορετικά, οι τράπεζες στη Σερβία θα αποφάσιζαν πολύ δύσκολα να συνάψουν αυτές τις συμβάσεις στην εξωχρηματιστηριακή αγορά.

14.2. ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΩΝ ΧΡΗΜ/ΚΩΝ ΜΕΣΩΝ

Σύμφωνα με τη μελέτη της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών και μίας ομάδας, η οποία αποτελείται από εκπροσώπους των κεντρικών τραπεζών των αναπτυγμένων χωρών, υπάρχουν ορισμένα κριτήρια τα οποία μπορούν να χρησιμοποιηθούν στην αξιολόγηση της καταλληλότητας των συναλλαγών ή των χρηματοπιστωτικών μέσων, των οποίων η διαπραγμάτευση γίνεται μέσω του ΑΣΗΣ στην οργανωμένη αγορά.¹⁸⁴ Η συναλλαγή ή το χρηματοπιστωτικό μέσο θεωρείται λιγότερο κατάλληλο για το ηλεκτρονικό σύστημα συναλλαγών, στις εξής περιπτώσεις:

- Η συναλλαγή ή το χρηματοπιστωτικό μέσο είναι σχετικά μη τυποποιημένο. Αυτό σημαίνει ότι οι συναλλαγές οι οποίες είναι πιο περίπλοκες, όπως τα REPOS και τα παράγωγα προϊόντα, διαπραγματεύονται συνήθως στις οργανωμένες αγορές.
- Η αγορά είναι σχετικά αδρανής ή έχει μικρή ρευστότητα, που σημαίνει ότι δεν υπάρχει μεγάλος αριθμός εντολών και προσφορών των συμμετεχόντων στην αγορά.
- Υπάρχει υψηλός κίνδυνος αθέτησης ή αδυναμίας εκτέλεσης των υποχρεώσεων του συμβαλλομένου (counterparty risk) και δεν

¹⁸⁴ Bank for International Settlements, Committee on the Global Financial System, "The implications of electronic trading in financial markets", January 2001, σελ. 15.

μπορεί να εφαρμοστεί το σύστημα ταυτόχρονης παράδοσης και πληρωμής - DVP.

- Σε περίπτωση που το συγκεκριμένο είδος της συναλλαγής ή το χρηματοπιστωτικό μέσο διαπραγματεύεται σε μεγάλα ποσά, τότε οι συμμετέχοντες της αγοράς χρήματος μπορούν να προτιμήσουν τους διαπραγματευτές αγοράς (dealers), παρά να συμμετέχουν οι ίδιοι στην οργανωμένη αγορά.

Στον παρακάτω πίνακα 27 έχουμε αξιολογήσει τα χρηματοπιστωτικά μέσα τα οποία μπορούν να διαπραγματεύονται στην ΟΔΑΧ στη Σερβία. Αξιολογήσαμε κάθε κριτήριο με «ναι» ή «όχι» που περιγράφει αν το συγκεκριμένο χρηματοπιστωτικό μέσο είναι κατάλληλο να διαπραγματεύεται μέσω του ΑΣΗΣ.

Πίνακας 27: Αξιολόγηση της καταλληλότητας των χρηματοπιστωτικών μέσων για διαπραγμάτευση μέσω του ΑΣΗΣ

ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΜΕΣΟ	ΟΙ ΔΙΑΤΡΑΠΕΖΙΚΕΣ ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΣ	ΤΟ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑ	ΤΑ REPOS	ΤΑ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΑ ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ		
				ΤΑ FUTURES - ΑΝΤΑΛΛΑΓΗ ΝΟΜΙΣΜΑΤΩΝ (Foreign exchange)	ΤΟ SWAP ΑΝΤΑΛΛΑΓΗΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΩΝ (Foreign exchange SWAP)	ΤΟ SWAP ΕΠΙΤΟΚΙΟΥ (Interest rate SWAP)
ΤΟ ΚΡΙΤΗΡΙΟ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟ ΑΣΗΣ						
ΤΥΠΟΠΟΙΗΜΕΝΟ ΧΡΗΜ/ΙΚΟ ΜΕΣΟ	ΣΧΕΤΙΚΑ ΤΥΠΟΠΟΙΗΜΕΝΟ ΚΑΙ ΣΥΝΑΛΛΑΓΗ ΔΕΝ ΕΙΝΑΙ ΠΕΡΙΠΛΟΚΗ		ΣΧΕΤΙΚΑ ΤΥΠΟΠΟΙΗΜΕΝΟ ΚΑΙ ΣΥΝΑΛΛΑΓΗ ΕΙΝΑΙ ΠΕΡΙΠΛΟΚΗ			
Αξιολόγηση για το ΑΣΗΣ	ΟΧΙ		ΝΑΙ			
ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ	ΜΕΓΑΛΗ	ΜΕΓΑΛΗ	ΜΕΓΑΛΗ			
Αξιολόγηση για το ΑΣΗΣ	ΝΑΙ	ΝΑΙ	ΝΑΙ			
ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΑΘΕΤΗΣΗΣ	ΜΙΚΡΟΣ	ΜΙΚΡΟΣ	ΜΕΓΑΛΗ			
Αξιολόγηση για το ΑΣΗΣ	ΟΧΙ	ΟΧΙ	ΝΑΙ			
ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΟΥ DVP	ΟΧΙ	ΝΑΙ	ΝΑΙ			
Αξιολόγηση για το ΑΣΗΣ	ΟΧΙ	ΝΑΙ	ΝΑΙ			
ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΕΤΑΙ ΣΕ ΜΕΓΑΛΑ ΠΟΣΑ	ΝΑΙ	ΝΑΙ	ΝΑΙ			
Αξιολόγηση για το ΑΣΗΣ	ΝΑΙ	ΝΑΙ	ΝΑΙ			

Από την ανάλυση προκύπτει ότι μόνο οι καταθέσεις προθεσμίας είναι ακατάλληλες για διαπραγμάτευση μέσω του ΑΣΗΣ, ενώ τα άλλα χρηματοπιστωτικά μέσα είναι κατάλληλα. Ο πίνακας αυτός επιβεβαιώνει, κατά κάποιον τρόπο, αυτό που διαπιστώσαμε στο πρώτο μέρος της εργασίας, ότι το μεγαλύτερο ποσοστό των μη ασφαλισμένων συναλλαγών (οι καταθέσεις προθεσμίας) πραγματοποιείται μέσω διμερών συναλλαγών.¹⁸⁵ Αυτό όμως δεν σημαίνει ότι οι καταθέσεις προθεσμίας δεν πρέπει να διαπραγματεύονται μέσω

¹⁸⁵ Βλ. Διάγραμμα 2 – 4.1. Αγορά προθεσμιακών καταθέσεων.

του ΑΣΗΣ στη Σερβία. Αντίθετα, η αγορά των καταθέσεων προθεσμίας πρέπει να είναι η καρδιά της οργανωμένης αγοράς χρήματος. Επίσης, πρέπει να επαναλάβουμε ότι στη Σερβία αυτή η αγορά δεν είναι καθόλου αναπτυγμένη που σημαίνει, ότι το συμπέρασμα που αφορά αυτήν την αγορά, δεν μπορεί να ισχύσει στην περίπτωση της αγοράς χρήματος στη Σερβία. Τέλος, η πρότασή μας δεν θα εμποδίσει την λειτουργία της εξωχρηματοπιστηριακής αγοράς, που σημαίνει ότι οι τράπεζες θα έχουν πάντα την ικανότητα να συνάπτουν συμφωνίες εκτός της οργανωμένης αγοράς χρήματος.

14.3. ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΟ ΚΑΙ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

Η γνώμη μας είναι ότι η **ΟΔΑΧ πρέπει να λειτουργεί ως ανώνυμη εταιρεία** η οποία να ιδρυθεί από την Εθνική Τράπεζα της Σερβίας, την Ένωση των Τραπεζών της Σερβίας, από τις τράπεζες, και από το Δημόσιο. Αργότερα, με βάση την αποτελεσματικότητα της λειτουργίας αυτής της αγοράς, η ΟΔΑΧ μπορεί πλήρως να ιδιωτικοποιηθεί.

Για παράδειγμα, το e-MID, όπως αναφέραμε, ιδρύθηκε το 1990 και ιδιωτικοποιήθηκε το 1999. Επίσης άλλες οργανωμένες αγορές, όπως είναι το BrokerTec, το EuroMTS, το Eurex και το EurexREPO, είναι ιδιωτικές επιχειρήσεις. Κατά τη γνώμη μας, η ΟΔΑΧ θα αποτελείται από διάφορες αγορές στις οποίες θα διαπραγματεύονται διάφορα βραχυπρόθεσμα χρηματοπιστωτικά μέσα. Η ΟΔΑΧ πρέπει συνέχεια να αναπτύσσει τις υπηρεσίες της, το τεχνολογικό πλαίσιο του ΑΣΗΣ, να προσαρμόζεται πολύ γρήγορα στις τρέχουσες εξελίξεις των χρηματοοικονομικών αγορών, να προσαρμόζει το ρυθμιστικό πλαίσιο – τον εσωτερικό κανονισμό λειτουργίας της σύμφωνα με τις νομικές και ρυθμιστικές αλλαγές των άλλων χρηματοοικονομικών θεσμών στη Σερβία (ΕΤΤΣ, Γενικό Λογιστήριο του Κράτους, Κεντρικό Αποθετήριο, BELEX κλπ.), να συμμετέχει στους διεθνείς οργανισμούς. Άλλωστε, κάθε οργανωμένη αγορά έχει τα όργανά της, τα οποία προσδιορίζουν τους όρους συμμετοχής στην αγορά, τους κανονισμούς διαπραγμάτευσης, τις διαδικασίες ελέγχου της τήρησης των κανονισμών κλπ. Σύμφωνα με τους λόγους που εκθέσαμε, δεν νομίζουμε ότι οποιαδήποτε άλλη λύση, εκτός από αυτήν που αφορά στην οργάνωση της ΟΔΑΧ σαν ανώνυμης εταιρείας, μπορεί να είναι καλύτερη.

Έχουμε επανειλημμένως αναφέρει τον ορισμό «οργανωμένη» αγορά χρήματος. Σχετικά με αυτό, συνιστούμε να ψηφιστεί Νόμος για την Αγορά Χρήματος (**νομοθετικό πλαίσιο**) ο οποίος πρέπει να περιέχει τα βασικά χαρακτηριστικά για τη λειτουργία της αγοράς χρήματος, όπως είναι: ο προσδιορισμός των χρηματοπιστωτικών μέσων τα οποία διαπραγματεύονται στην αγορά χρήματος, οι συμμετέχοντες στην αγορά χρήματος, η οργάνωση της αγοράς χρήματος ως ΟΔΑΧ, η συμμετοχή της ΕΤΤΣ και του Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους στην ΟΔΑΧ κλπ. Επίσης, στο νομικό πλαίσιο μπορεί να προσδιοριστεί ο χρηματοοικονομικός θεσμός ο οποίος επιβλέπει τη λειτουργία της αγοράς χρήματος, τη σχέση της αγοράς με το Κεντρικό Αποθετήριο, με το ΣΔΣΧ της Κεντρικής Τράπεζας κλπ.

Κατά τη γνώμη μας, τη λειτουργία της ΟΔΑΧ πρέπει να **επιβλέπει η ΕΤΤΣ**. Όπως η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς είναι το πιο αρμόδιο όργανο για τη λειτουργία της αγοράς κεφαλαίου, έτσι η ΕΤΤΣ πρέπει να έχει το ρόλο του οργάνου το οποίο επιτηρεί την αποτελεσματικότητα της ΟΔΑΧ και παρακολουθεί τις εξελίξεις σε αυτή την αγορά. Άλλωστε, όπως έχουμε αναφέρει στην εργασία, όσο πιο αναπτυγμένη είναι η αγορά χρήματος τόσο η ΕΤΤΣ μπορεί να είναι πιο αποτελεσματική στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής. Για παράδειγμα, στον Ιταλικό Νομό ορίζεται ότι η Τράπεζα της Ιταλίας (Κεντρική Τράπεζα) επιτηρεί τη λειτουργία της οργανωμένης διατραπεζικής αγοράς και μπορεί να ζητήσει από την οργανωμένη αγορά και τους συμμετέχοντες πληροφορίες σχετικά με τις συναλλαγές στην αγορά.¹⁸⁶

Το **ρυθμιστικό πλαίσιο** αφορά τη λειτουργία της ΟΔΑΧ. Αυτό είναι ο εσωτερικός κανονισμός ο οποίος προσδιορίζει τους βασικούς κανόνες που είναι σημαντικοί για τη λειτουργία της ΟΔΑΧ:

- το Γενικό συμβόλαιο το οποίο καθορίζει δικαιώματα και υποχρεώσεις των συμμετεχόντων,
- οι τύποι των αγορών,
- οι όροι συμμετοχής,
- οι τύποι των συμβάσεων οι οποίες διαπραγματεύονται σε κάθε αγορά (σε κάθε χρηματοπιστωτικό μέσο),

¹⁸⁶ "Consolidated Law on Finance", Gazzetta Ufficiale, no. 71, 26.3.1998.

-
- οι κανόνες λειτουργίας του ΑΣΗΣ και του Οργανισμού Εκκαθάρισης των συναλλαγών,
 - τα όργανα και οι επιτροπές,
 - η λειτουργία της Επιτροπής των Κριτών (Board of Arbiters),
 - η επίβλεψη των διαπραγματεύσεων των συναλλαγών,
 - ο προσδιορισμός του πιστωτικού ορίου για κάθε συμμετέχοντα,
 - τα μέτρα ελέγχου κίνδυνου αδυναμίας πληρωμής,
 - οι διαδικασίες ελέγχου της τήρησης του κανονισμού,
 - η ανταλλαγή των πληροφοριών με τους συμμετέχοντες στην αγορά χρήματος και με το χρηματοοικονομικό θεσμό, ο οποίος επιβλέπει τη λειτουργία της αγοράς χρήματος (ΕΤτΣ) κλπ.

Όπως τονίσαμε στο κεφάλαιο που αναφέρεται στο ρόλο της ΕΤτΣ στην ανάπτυξη της αγοράς χρήματος στη Σερβία, θεωρούμε απαραίτητο να δημιουργηθεί το Γενικό Συμβόλαιο του REPO και ο Κώδικας της καλύτερης πρακτικής για τις συναλλαγές REPOS (Code of Best Practice).¹⁸⁷ Αυτός ο κώδικας πρέπει να περιέχει τα βασικά πρότυπα και συστάσεις για τις συναλλαγές REPOS.

Για τη λειτουργία της ΟΔΑΧ είναι απαραίτητο να γίνουν ορισμένες αλλαγές και προσαρμογές στο Νόμο για την Αγορά των αξιογράφων και των άλλων χρηματοπιστωτικών μέσων, καθώς και στο ρυθμιστικό πλαίσιο του Κεντρικού Αποθετηρίου και της ΕΤτΣ.¹⁸⁸

14.4. ΣΥΜΜΕΤΕΧΟΝΤΕΣ

Οι κύριοι **συμμετέχοντες – τα μέλη** στην ΟΔΑΧ θα είναι οι τράπεζες, όμως στο μέλλον δεν πρέπει να αποκλείσουμε τη δυνατότητα να συμμετέχουν άμεσα σε αυτήν τη αγορά και οι ασφαλιστικές εταιρείες, οι εταιρίες αμοιβαίων κεφαλαίων, οι διαπραγματευτές της αγοράς κλπ.

Η ΕΤτΣ θα συμμετέχει μόνο στην αγορά (στο τομέα της αγοράς) στην οποία διενεργούνται οι Π.Α.Α. Επίσης, το Γενικό Λογιστήριο του Κράτους θα συμμετέχει στην πρωτογενή αγορά στην οποία θα οργανώνονται οι

¹⁸⁷ Βλ. 11.2. Ρόλος της Εθνικής Τράπεζας της Σερβίας στην ανάπτυξη της αγοράς χρήματος.

¹⁸⁸ National Bank of Serbia, "Law on Securities and Other Financial Instruments Market", FRY Official Gazette, no. 65/2002 and RS Official Gazette, nos. 57/2003 and 55/2004, 2003 and 2004.

δημοπρασίες των χρεογράφων. Το Γενικό Λογιστήριο του Κράτους, μπορεί να έχει πρόσβαση και σε άλλες αγορές της ΟΔΑΧ. Έτσι, όπως έχουμε αναφέρει στα προηγούμενα κεφάλαια, το Γενικό Λογιστήριο του Κράτους μπορεί σε κάποια φάση, όταν η αγορά χρήματος θα είναι πιο αναπτυγμένη, να διενεργεί μη ασφαλισμένες και ασφαλισμένες συναλλαγές, καθώς και συναλλαγές με παράγωγα προϊόντα στην αγορά χρήματος. Όμως, η συμμετοχή του μπορεί να είναι περιορισμένη ή να γίνεται υπό ορισμένες προϋποθέσεις, ώστε οι δραστηριότητές του να μην έχουν αρνητική επίδραση στις εξελίξεις της αγοράς.

14.5. ΧΡΗΜ/ΚΑ ΜΕΣΑ ΚΑΙ ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΑΓΟΡΩΝ

Η πρότασή μας αφορά στην λειτουργία μερικών αγορών στην ΟΔΑΧ μέσω του ολοκληρωμένου αυτόματου συστήματος ηλεκτρονικών συναλλαγών στο οποίο θα διαπραγματεύονται τα χρηματοπιστωτικά μέσα. Η διάκριση των αγορών βασίζεται στη σημασία που έχουν σήμερα τα χρηματοπιστωτικά μέσα στη διαχείριση ρευστότητας και κινδύνου για τους συμμετέχοντες της ΟΔΑΧ. Για το λόγο αυτό, οι προτάσεις μας αφορούν τα βασικά χρηματοπιστωτικά μέσα της αγοράς χρήματος τα οποία είναι σημαντικά για την ανάπτυξη της αγοράς χρήματος σε δηνάρια, της αγοράς ξένου συναλλάγματος και της αγοράς των βραχυπρόθεσμων χρηματοπιστωτικών μέσων.

Επίσης, μέσω του ολοκληρωμένου αυτόματου συστήματος ηλεκτρονικών συναλλαγών θα διενεργούνται όλες οι διαδικασίες του Οργανισμού Εκκαθάρισης οι οποίες αφορούν διαδικασίες εκκαθάρισης των συναλλαγών και διαδικασίες διαχείρισης κινδύνου. Με το σύστημα αυτό η ΟΔΑΧ πρέπει να είναι συνδεδεμένη, με το ΣΔΣΧ, την ΕΤτΣ, το BELEX και με το Κεντρικό Αποθετήριο. Σε κάθε αγορά πρέπει να υπάρχουν τυποποιημένες συμβάσεις που σημαίνει ότι οι συμμετέχοντες μπορούν να διαπραγματεύονται μόνο αυτές. Στον προσδιορισμό της χρονικής διάρκειας των τυπικών συμβάσεων αναλύσαμε ορισμένες οργανωμένες αγορές, όπως είναι το e-MID, το e-MIDER, το Euronext, το EurexREPO, και το Chicago Mercantile Exchange.

14.5.1. ΑΓΟΡΑ ΚΑΤΑΘΕΣΕΩΝ ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΣ ΚΑΙ ΑΓΟΡΑ REPOS

Η αγορά των διατραπεζικών καταθέσεων προθεσμίας είναι βασική αγορά στην ΟΔΑΧ. Σε αυτή την κατηγορία προτείνουμε τυποποιημένες συμβάσεις, όπως είναι η πίστωση διάρκειας μίας εργάσιμης ημέρας (O/N - overnight), δύο εργάσιμων ημερών (T/N – tomorrow next), τριών εργάσιμων ημερών (S/N – spot next), και συμβάσεις με την εξής διάρκεια: 1E, 2E, 3E, 1M, 2M, 3M, 6M, 9M, 12M (E-εβδομάδα, M-μήνας). Στην αγορά διαπραγματεύεται το επιτόκιο ως τιμή του χρήματος και το ποσόν του δανεισμού.

Στην αγορά REPOS, όπως και στην αγορά καταθέσεων προθεσμίας, οι προτεινόμενες συμβάσεις έχουν ίδια διάρκεια, επειδή η ουσία αυτών των δύο αγορών είναι ο δανεισμός χρημάτων. Επειδή αυτή η αγορά είναι αγορά ασφαλισμένων συναλλαγών, που σημαίνει ότι ο δανεισμός των χρημάτων πραγματοποιείται βάσει του ενέχυρου των υποκείμενων τίτλων, προτείνουμε το σύστημα συγκέντρωσης των ασφαλειών (collateral pooling system). Σύμφωνα με αυτό, οι τράπεζες θα ανοίξουν ένα λογαριασμό στο Κεντρικό Αποθετήριο όπου πρέπει να καταθέσουν περιουσιακά στοιχεία για να τα χρησιμοποιήσουν ως ασφάλεια στις συναλλαγές τους στην ΟΔΑΧ. Σύμφωνα με αυτό το σύστημα η τράπεζα (δανειζόμενη στη συναλλαγή) πρέπει να δημιουργήσει μια «δεξαμενή» επαρκών περιουσιακών στοιχείων τα οποία να θέτει στη διάθεση της άλλης τράπεζας (δανείστρια στη συναλλαγή) μέσω της ΟΔΑΧ για να καλύπτει τις σχετικές πιστώσεις που της παρέχει η τράπεζα δανείστρια, και ως εκ τούτου τα επιμέρους περιουσιακά στοιχεία δεν συνδέονται με συγκεκριμένες πιστωτικές πράξεις. Με αυτό το σύστημα, κάθε πιστωτική πράξη δεν συνδέεται με συγκεκριμένους ταυτοποιήσιμους τίτλους. Ως περιουσιακά στοιχεία, τα οποία μπορούν να χρησιμοποιούνται στο σύστημα συγκέντρωσης των ασφαλειών, προτείνουμε τα πιο εκλέξιμα χρεόγραφα στη Σερβία, όπως είναι τα βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα χρεόγραφα του Δημοσίου και τα βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα της ΕΤΤΣ.

Στα περιουσιακά αυτά στοιχεία πρέπει να εφαρμόζονται μέτρα ελέγχου κινδύνων, ώστε να προστατεύεται η τράπεζα δανείστρια στη συναλλαγή REPOS, από τον κίνδυνο να υποστεί οικονομική ζημία σε περίπτωση κατά την οποία η δανειζόμενη τράπεζα δεν εκπληρώνει τις υποχρεώσεις της. Η ΟΔΑΧ πρέπει να εφαρμόσει τις «περικοπές αποτίμησης» (valuation hair-cut) με τις

οποίες αποτιμώνται τα περιουσιακά στοιχεία που παρέχονται ως ασφάλεια από την τράπεζα (δανειζόμενη στη συναλλαγή). Έτσι, η αξία του τίτλου υπολογίζεται ως η αγοραία αξία του περιουσιακού στοιχείου μείον ένα ορισμένο ποσοστό (περικοπή), που αντιστοιχεί στο ποσόν της παρεχόμενης ρευστότητας. Σε περίπτωση έλλειψης αγοραίας αξίας, οι περικοπές αποτίμησης μπορούν να εφαρμοστούν στην ονομαστική αξία των περιουσιακών στοιχείων.

Το δεύτερο μέτρο ελέγχου των κινδύνων είναι ο μηχανισμός κάλυψης διαφορών αποτίμησης (*margin call*) ή αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων με την τρέχουσα τιμή της αγοράς.¹⁸⁹ Σύμφωνα με αυτό, η ΟΔΑΧ πρέπει σε τακτά χρονικά διαστήματα να υπολογίζει εάν η αγοραία αξία των περιουσιακών στοιχείων τα οποία έχουν δοθεί ως ενέχυρο, είναι κάτω ή άνω από την αξία του δανείου. Εάν αυτή η αξία είναι κάτω από την αξία του δανείου, τότε η ΟΔΑΧ πρέπει να ζητήσει από την τράπεζα (δανειζόμενη στην συναλλαγή) να παράσχει πρόσφατα περιουσιακά στοιχεία. Αντίστοιχα, εάν η αξία των περιουσιακών στοιχείων υπερβαίνει το ποσόν του δανείου, τότε η ΟΔΑΧ θα επιστρέψει στην τράπεζα (δανειζόμενη στην συναλλαγή) τα πλεονάζοντα περιουσιακά στοιχεία.

Για την περαιτέρω ανάπτυξη της ΟΔΑΧ, συνιστούμε την εισαγωγή της συναλλαγής REPOS, που η ουσία της δεν είναι ο δανεισμός χρήματος αλλά ο δανεισμός χρεογράφων (*Special REPOS*). Αντίθετα από το Γενικό ενέχυρο REPOS που περιγράψαμε, το οποίο εγκαινιάζει η τράπεζα η οποία χρειάζεται ρευστότητα, το *Special REPOS* εγκαινιάζει η τράπεζα η οποία χρειάζεται συγκεκριμένο χρεόγραφο. Το ενέχυρο σε αυτή τη συναλλαγή είναι χρήματα ή χρεόγραφα.

14.5.2. ΑΓΟΡΑ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΟΣ

Στην τρίτη κατηγορία της αγοράς, είναι η αγορά συναλλάγματος η οποία περιλαμβάνει τρεις σημαντικές αγορές:

- Το FIXING είναι η διαπραπτική αγορά συναλλάγματος στην οποία η ΕΤΤΣ παρεμβαίνει με την πώληση ή με την αγορά ξένου

¹⁸⁹ Σε περίπτωση που δεν υπάρχουν οι αγοραίες τιμές δηλαδή δεν είναι αναπτυγμένη η δευτερογενής αγορά, δεν μπορεί να εφαρμοστεί ο μηχανισμός αυτός.

συναλλάγματος (του ευρώ), και στην οποία προσδιορίζεται η μέση τιμή της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Έτσι το σημερινό ΑΣΗΣ της ΕΤΤΣ μπορεί να είναι στην ΟΔΑΧ, ώστε οι τράπεζες μέσω ενός ηλεκτρονικού συστήματος να έχουν πρόσβαση σε διάφορες συναλλαγές με ξένο συνάλλαγμα.

- Η αγορά SPOT είναι η διαπραπτική αγορά συναλλάγματος στην οποία οι τράπεζες διαπραγματεύονται ξένο συνάλλαγμα (το ευρώ). Αυτή η αγορά μπορεί να λειτουργεί αφού κλείσει η αγορά FIXING. Στην SPOT αγορά προτείνουμε να διαπραγματεύεται μόνο το ευρώ, αλλά σε κάποια φάση πιο αναπτυγμένης αγοράς μπορεί να προταθεί και το δολάριο.
- Προκειμένου να βελτιωθούν οι διαδικασίες της διαχείρισης του κινδύνου των τραπεζών, αλλά και οι καινούργιες υπηρεσίες των τραπεζών, έχουμε προτείνει δύο αγορές οι οποίες κατά τη γνώμη μας είναι από τις πιο βασικές στην αγορά συναλλάγματος. Οι συμβάσεις πρέπει να είναι τυποποιημένες και προτείνουμε να έχουν χρονικές διάρκειες οι οποίες είναι «στάνταρ» στις ξένες αγορές: 1M, 2M, 3M, 6M, 9M, 12M (M-μήνας).
 - ο Η αγορά των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης (FUTURES), αφορά στη αγοραπωλησία του ευρώ και του δηναρίου. Δεν προτείνουμε τη διοργάνωση της αγοράς των συμβολαίων δικαιωμάτων προαίρεσης (OPTIONS), επειδή τη θεωρούμε πολύ κερδοσκοπική αγορά που απαιτεί αρκετή ειδικότητα και τεχνογνωσία.
 - ο Η αγορά SWAP ανταλλαγής ξένων νομισμάτων (F/X SWAP). Στην κατηγορία των συναλλαγών SWAP, δεν προτείνουμε τη διοργάνωση αγοράς SWAP νομισμάτων (Cross currency SWAP), επειδή είναι περίπλοκη συναλλαγή αφού περιέχει ανταλλαγή δύο «προϊόντων», του επιτοκίου και της συναλλαγματικής ισοτιμίας.

14.5.3. ΑΓΟΡΑ SWAP

Στην τρίτη κατηγορία, προτείνουμε διοργάνωση της αγοράς SWAP επιτοκίου (*Interest rate SWAP*) και SWAP επιτοκίου μίας ημέρας (*Overnight indexed SWAP*).

Η πρώτη κατηγορία του SWAP συνδέεται με το κυμαινόμενο βασικό διατραπεζικό επιτόκιο BELIBOR. Αυτή η αγορά είναι παρά πολύ σημαντική στην αντιστάθμιση του κινδύνου τιμής (ο κίνδυνος επιτοκίου), και συνήθως αυτές οι συναλλαγές συνδέονται με τις μη ασφαλισμένες (καταθέσεις προθεσμίας) και ασφαλισμένες συναλλαγές (REPOS). Το SWAP επιτοκίου μίας ημέρας (*Overnight Indexed SWAP*) πρέπει να συνδέεται με το διατραπεζικό επιτόκιο BEONIA. Αυτό το SWAP μπορεί να είναι πολύ χρήσιμο εργαλείο στην αντιστάθμιση του κινδύνου αλλαγής του βασικού επιτοκίου της ΕΤΤΣ, ιδιαίτερα στις συναλλαγές στις οποίες οι τράπεζες δανείζονται αποθεματικά από την ΕΤΤΣ μέσω των Π.Α.Α.

Οι συμβάσεις SWAPS πρέπει να είναι τυποποιημένες, και προτείνουμε να έχουν χρονικές διάρκειες οι οποίες είναι «στάνταρ» στις ξένες αγορές: 1M, 2M, 3M, 6M, 9M, 12M (M-μήνας).

14.5.4. ΑΛΛΕΣ ΑΓΟΡΕΣ

Στην τέταρτη κατηγορία των αγορών στην ΟΔΑΧ, προτείνουμε τη διοργάνωση Π.Α.Α. της ΕΤΤΣ. Πιο συγκεκριμένα όλες οι Π.Α.Α. της ΕΤΤΣ που διενεργούνται σήμερα και αυτές που προτείνουμε μπορούν να οργανώνονται στη ΟΔΑΧ.

Τέλος η τελευταία αγορά, η οποία αφορά την αγορά χρεογράφων του σέρβικου Δημοσίου, ανήκει στην πρωτογενή και τη δευτερογενή αγορά των έντοκων γραμματίων και ομολόγων. Το Γενικό Λογιστήριο του Κράτους, όπως και στην περίπτωση της ΕΤΤΣ, μπορεί να οργανώνει δημοπρασίες χρεογράφων του σέρβικου Δημοσίου στην ΟΔΑΧ.¹⁹⁰ Όσον αφορά τη δευτερογενή αγορά, προτείνουμε να οργανώνεται στο BELEX, επειδή ο Νόμος

¹⁹⁰ Σ' αυτή την αγορά της ΟΔΑΧ, στο ΑΣΗΣ θα έχουν πρόσβαση και χρηματιστηριακές εταιρείες, οι οποίες σήμερα συμμετέχουν στην πρωτογενή αγορά χρεογράφων του σέρβικου Δημοσίου.

για την Αγορά αξιογράφων και άλλων χρηματοπιστωτικών μέσων προσδιορίζει ότι οι συναλλαγές με βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα χρεόγραφα διαπραγματεύονται στο BELEX. Έτσι, στην αγορά αυτή πρέπει να έχουν πρόσβαση όλοι οι επενδυτές και όχι μόνο οι τράπεζες οι οποίες κατά την πρότασή μας είναι αποκλειστικοί συμμετέχοντες στην ΟΔΑΧ.

Οι τράπεζες οι οποίες διαπραγματεύονται στην ΟΔΑΧ θα έχουν πρόσβαση στη δευτερογενή αγορά μέσω του συστήματος ηλεκτρονικών συναλλαγών της ΟΔΑΧ. Η ηλεκτρονική σύνδεση μεταξύ των διαφόρων οργανωμένων αγορών, η οποία προσφέρει τη δυνατότητα στους συμμετέχοντες μίας αγοράς να έχουν πρόσβαση στις υπηρεσίες άλλης, είναι συνηθισμένη, όπως έχουμε αναφέρει στην περίπτωση του e-MID το οποίο είναι συνδεδεμένο με το EuroMTS. Η εκτίμησή μας είναι ότι η οργανωμένη δευτερογενής αγορά χρεογράφων του σέρβικου Δημοσίου στο BELEX θα συνεισφέρει πολύ στην ανάπτυξη της βάσης των επενδυτών, πράγμα σημαντικό για την ανάπτυξη αυτής της αγοράς. Για παράδειγμα, στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών διαπραγματεύονται έντοκα γραμμάτια και ομόλογα του ελληνικού Δημοσίου με τη μέθοδο συνεχούς διαπραγμάτευσης.

14.5.5. ΦΑΣΕΙΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΤΩΝ ΑΓΟΡΩΝ

Τέλος, πρέπει να τονίσουμε ότι προσδιορίσαμε ορισμένες φάσεις σχετικά με την ανάπτυξη των αγορών στην ΟΔΑΧ. Αυτός ο προσδιορισμός βασίζεται στη σημασία που έχουν σήμερα τα χρηματοπιστωτικά μέσα στην καθημερινή διαχείριση ρευστότητας και του κινδύνου για τους συμμετέχοντες στην ΟΔΑΧ.

Στην πρώτη φάση της ανάπτυξης της ΟΔΑΧ είναι σημαντικό να αρχίσει να λειτουργεί η αγορά των διατραπεζικών καταθέσεων καθώς και ο μηχανισμός του υπολογισμού των βασικών διατραπεζικών επιτοκίων. Στη φάση αυτή, επίσης, θα μπορέσει να γίνει η «συγχώνευση» του ΑΣΗΣ της ΟΔΑΧ με διάφορα ηλεκτρονικά συστήματα όπως είναι το ΣΗΣΤ της ΕΤΤΣ για τις Π.Α.Α., το ΑΣΗΣ για τη διατραπεζική αγορά συναλλάγματος της ΕΤΤΣ (“fixing”), και το ΑΣΗΣ για την πρωτογενή αγορά έντοκων γραμματίων του σέρβικου Δημοσίου, επειδή τα χρηματοπιστωτικά μέσα τα οποία διαπραγματεύονται μέσω των σημερινών ΑΣΗΣ είναι γνωστά στους χρήστες.

Στην δεύτερη φάση, θα εισαχθούν η αγορά REPOS και η αγορά SPOT για διατραπεζικές συναλλαγές σε ευρώ, ενώ στην τρίτη φάση η αγορά FUTURES σε ευρώ και δηνάρια, και η αγορά SWAP που είναι κατά τη γνώμη μας οι πιο περίπλοκες συναλλαγές στην αγορά. Στην τελευταία φάση, στο BELEX μπορεί να οργανωθεί η δευτερογενής αγορά χρεογράφων του Δημοσίου και της ΕΤτΣ, η οποία θα συνδεθεί με το ΑΣΗΣ της ΟΔΑΧ.

14.5.6. ΩΡΕΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ ΤΩΝ ΑΓΟΡΩΝ

Σύμφωνα με τις ώρες λειτουργίας της ΟΔΑΧ, αυτές πρέπει να είναι συντονισμένες με τη λειτουργία του ΣΔΣΧ της ΕΤτΣ, πού είναι από τις 9 π.μ. μέχρι τις 5.30 μ.μ., ώστε οι τράπεζες να εκμεταλλεύονται όσο το δυνατόν πιο πολύ τη λειτουργία του ΣΔΣΧ για τις διατραπεζικές συναλλαγές. Δεν είναι απαραίτητο να λειτουργεί όλο το ωράριο για όλες τις κατηγορίες αγορών. Αυτό εξαρτάται κυρίως από το βαθμό ανάπτυξης των αγορών στην ΟΔΑΧ. Έτσι, προβλέπουμε ότι στην αρχή της λειτουργίας της ΟΔΑΧ, το μεγαλύτερο ενδιαφέρον θα υπάρξει για την αγορά των διατραπεζικών καταθέσεων, η οποία μπορεί να είναι ανοιχτή σχεδόν όλο το ωράριο της λειτουργίας της ΟΔΑΧ, ενώ το μικρότερο ενδιαφέρον θα υπάρξει για τις αγορές στις οποίες διαπραγματεύονται τα FUTURES και τα SWAPS και μπορούν να λειτουργούν μόνο μερικές ώρες. Το ωράριο της λειτουργίας των αγορών, στις οποίες διενεργούνται οι Π.Α.Α. της ΕΤτΣ και δημοπρασίες χρεογράφων του σέρβικου Δημοσίου, θα εξαρτάται από τις ανάγκες της ΕΤτΣ και του Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους.

Το ωράριο της λειτουργίας των αγορών μπορεί να αλλάξει, ανάλογα με τις τρέχουσες εξελίξεις και ανάγκες των συμμετεχόντων, πράγμα που αποφασίζεται από το αρμόδιο όργανο της ΟΔΑΧ.

14.6. ΒΑΣΙΚΑ ΕΠΙΤΟΚΙΑ

Στα προηγούμενα κεφάλαια έχουμε αναφέρει τη σημασία πού έχουν τα διατραπεζικά επιτόκια BEONIA και BELIBOR για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής της ΕΤτΣ, την ανάπτυξη των χρηματοπιστωτικών μέσων, τη

διαχείριση του κινδύνου, την ανάπτυξη των καινούργιων τραπεζικών υπηρεσιών και προϊόντων.

Σε περίπτωση που ιδρυθεί η ΟΔΑΧ, θα μπορεί η ίδια να αναλάβει τον ρόλο σχετικά με τον υπολογισμό και την ανακοίνωση αυτών των διατραπεζικών επιτοκίων, με τον ίδιο τρόπο που περιγράψαμε στο κεφάλαιο που αφορά στο ρόλο της ΕΤτΣ και της Ένωσης των Τραπεζών της Σερβίας στον προσδιορισμό του τεχνικού πλαισίου το οποίο αφορά στον υπολογισμό και την ανακοίνωση των διατραπεζικών επιτοκίων δανεισμού.¹⁹¹ Εκτός από τα διατραπεζικά επιτόκια στις καταθέσεις προθεσμίας, όπως είναι η περίπτωση στην ευρωπαϊκή αγορά χρήματος, στην περαιτέρω ανάπτυξη της διατραπεζικής αγοράς πρέπει να αναπτυχθούν οι δείκτες αναφοράς στις διατραπεζικές ασφαλισμένες συναλλαγές (REPOS) και στις συναλλαγές SWAPS που θα δώσει τη δυνατότητα καλύτερης αξιολόγησης της πορείας και των χαρακτηριστικών των αγορών αυτών.¹⁹²

Τέλος, στην ΟΔΑΧ οι τόκοι πρέπει να λογίζονται για τον πραγματικό αριθμό των «ημερολογιακών» ημερών κατά τις οποίες παρέχεται πίστωση με βάση το έτος των 360 ημερών (act/360) με τη μέθοδο του απλού επιτοκίου.

14.7. ΑΥΤΟΜΑΤΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ

Σχετικά με τις βασικές αρχές του μοντέλου διαπραγμάτευσης της ΟΔΑΧ, προτείνουμε την αγορά "Order Driven" της οποίας χαρακτηριστικό είναι η ανωνυμία των συναλλαγών και η πλήρης ηλεκτρονική διαπραγμάτευση. Ανάλογα με το είδος της συναλλαγής είναι δυνατόν να ορισθούν το κατώτατο και το ανώτατο όριο του ποσού που διαπραγματεύεται. Η λειτουργία και οι ρυθμίσεις του ΑΣΗΣ καθορίζονται μέσω του κανονισμού της αγοράς.

Οι βασικοί στόχοι του ΑΣΗΣ είναι η αύξηση της ρευστότητας, η βελτίωση της διαφάνειας, η απλοποίηση των διαδικασιών, η προσέλκυση κεφαλαίων και η προστασία των επενδυτών. Από την άλλη πλευρά, η ΟΔΑΧ απολαμβάνει τα ακόλουθα οφέλη από τη λειτουργία του ΑΣΗΣ:

- παροχή υψηλού επιπέδου υπηρεσιών στα μέλη του και στους επενδυτές,

¹⁹¹ Βλ. 11.2.1. Διατραπεζικά επιτόκια BEONIA και BELIBOR.

¹⁹² Βλ. 2.3. Επιτόκιο.

-
- καλύτερη παρακολούθηση και εποπτεία των αγορών,
 - μείωση του κόστους συναλλαγών,
 - ακεραιότητα και διαφάνεια των συναλλαγών,
 - αυτοματοποίηση του κύκλου συναλλαγών,
 - μεταφορά τεχνογνωσίας.

Για κάθε μέλος (συμμετέχοντα) της ΟΔΑΧ πρέπει να προσδιοριστεί το πιστωτικό όριο που μπορεί να υπολογίζεται βάσει των ιδίων κεφαλαίων και των εγγυητικών επιστολών. Όταν έχει καλυφθεί το πιστωτικό όριο του μέλους δεν επιτρέπεται εισαγωγή των εντολών.

Οι εντολές πώλησης ή αγοράς των χρηματοπιστωτικών μέσων πραγματοποιούνται μέσω του «βιβλίου εντολών» (Order Book) κατά χρονολογική σειρά με προτεραιότητα την τιμή και το χρόνο. Αυτό σημαίνει ότι οι «καλύτερες» εντολές από την άποψη της τιμής (επιτοκίου) παρουσιάζονται στο βιβλίο εντολών κατά χρονολογική σειρά. Οι εντολές που δεν πληρούν τα γενικά κριτήρια, όπως είναι για παράδειγμα το ποσόν του χρηματοπιστωτικού μέσου το οποίο διαπραγματεύεται και πρέπει να είναι ανάμεσα στο κατώτατο και ανώτατο και το οποίο προσδιορίζεται με τους εσωτερικούς κανονισμούς της ΟΔΑΧ, απορρίπτονται από το σύστημα.

Μετά την εισαγωγή της εντολής ο συμμετέχων για ένα χρονικό διάστημα μερικών δευτερόλεπτων (π.χ. 5 δευτερόλεπτων), μπορεί να ακυρώσει ή να τροποποιήσει την εντολή. Η αποδοχή ή η άρνηση της εντολής μπορεί να γίνει αυτόματα ή χειρωνακτικά (το χρονικό διάστημα για τη χειρωνακτική αποδοχή μπορεί να είναι 90 δευτερόλεπτα). Στο τελευταίο στάδιο είναι η διαδικασία της σύναψης και εκκαθάρισης της συναλλαγής.

Σχετικά με τη διάχυση πληροφόρησης της αγοράς, αυτή περιλαμβάνει πληροφορίες και στατιστικά στοιχεία για αγορές όπως είναι τα χαμηλότερα και τα υψηλότερα επιτόκια, τα σταθμικά μέσα επιτόκια, οι όγκοι των συναλλαγών, η τεχνική ανάλυση των αγορών, οι γραφικές παραστάσεις, οι ειδοποιήσεις, τα μηνύματα προς τα μέλη της αγοράς κλπ. Η διάχυση πληροφόρησης είναι για εσωτερικούς χρήστες και μέλη και για την ΕΤΤΣ η οποία επιβλέπει τη λειτουργία της ΟΔΑΧ και έχει πρόσβαση σε όλες τις πληροφορίες της αγοράς.

Τέλος, πρέπει να τονίσουμε ότι το **τεχνικό πλαίσιο** της λειτουργίας της ΟΔΑΧ, το οποίο αποτελείται από το ΑΣΗΣ και από το σύστημα για εκκαθάριση των συναλλαγών, θεωρείται πολύ περίπλοκο. Μολονότι στην έρευνα μας δεν

ήταν δυνατόν να εξετάσουμε λεπτομερώς τα διάφορα ΑΣΗΣ και να τα συγκρίνουμε, για να εκτιμήσουμε όλα τα πλεονεκτήματα, μειονεκτήματα και περιορισμούς που υπάρχουν μεταξύ αυτών, η εκτίμησή μας είναι ότι η ΟΔΑΧ πρέπει να αγοράσει ένα έτοιμο ΑΣΗΣ παρά να το αναπτύξει μόνη της. Το λογισμικό (software) αλλά και ηλεκτρομηχανολογικό μέρος (hardware) του ΑΣΗΣ πρέπει να έχει τη δυνατότητα εύκολης προσαρμογής στα λογισμικά του ΣΔΣΧ της ΕΤτΣ, του Κεντρικού Αποθετηρίου και του BELEX και να επιτρέπει την ανάπτυξη καινούργιων χρηματοπιστωτικών μέσων. Επίσης αυτό το ΑΣΗΣ πρέπει να είναι εύκολο για τη χρήση των συμμετεχόντων της ΟΔΑΧ. Στο τέλος το ΑΣΗΣ της ΟΔΑΧ πρέπει να λειτουργεί με τέτοιο τρόπο ώστε να υπάρχει μεγάλη ασφάλεια για τους συμμετέχοντες και να μην υπάρχουν λειτουργικοί κίνδυνοι.

14.8. ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΕΚΚΑΘΑΡΙΣΗΣ

Σχετικά με τις διαδικασίες εκκαθάρισης των συναλλαγών στην ΟΔΑΧ, η γνώμη μας είναι ότι πρέπει να ιδρυθεί Οργανισμός Εκκαθάρισης. Η βασική αποστολή του Οργανισμού Εκκαθάρισης, είναι η εκκαθάριση των συναλλαγών μετά την αγοραπωλησία των χρηματοπιστωτικών μέσων στην ΟΔΑΧ, και η ανάληψη του πιστωτικού κινδύνου.

Από τη στιγμή που πραγματοποιηθεί μία συναλλαγή στην ΟΔΑΧ, ο Οργανισμός Εκκαθάρισης έχει να διεκπεραιώσει τέσσερις λειτουργίες:

- να καταγράψει τη συναλλαγή,
- να εκκαθαρίσει τη συναλλαγή,
- να υπολογίσει το περιθώριο ασφάλισης που θα πρέπει να δεσμεύσει από τους συμμετέχοντες της ΟΔΑΧ (σε περίπτωση αγοραπωλησίας των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης του ευρώ και δηναρίου - FUTURES),
- να διακανονίσει τις υποχρεώσεις των συμμετεχόντων της ΟΔΑΧ.

Αυτές οι διαδικασίες πρέπει να διακρίνονται στο Τμήμα εκκαθάρισης συναλλαγών και Τμήμα διαχείρισης κινδύνου.

Σκοπός του Τμήματος εκκαθάρισης των συναλλαγών είναι να θέτει τους κανόνες της εκκαθάρισης όλων των συναλλαγών που γίνονται στην ΟΔΑΧ, να φροντίζει για τη διεξαγωγή τους και να παρακολουθεί την τήρηση των

υποχρεώσεων των συμμετεχόντων της ΟΔΑΧ. Σε περίπτωση αθέτησης υποχρέωσης εκ μέρους συμμετεχόντων ενεργοποιεί τις σχετικές διαδικασίες, προκειμένου να διαφυλάξει την οικονομική ακεραιότητα των συμμετεχόντων, ενώ όταν χρειάζεται, παρέχει πληροφορίες για την εκκαθάριση (π.χ. στο Κεντρικό Αποθετήριο).

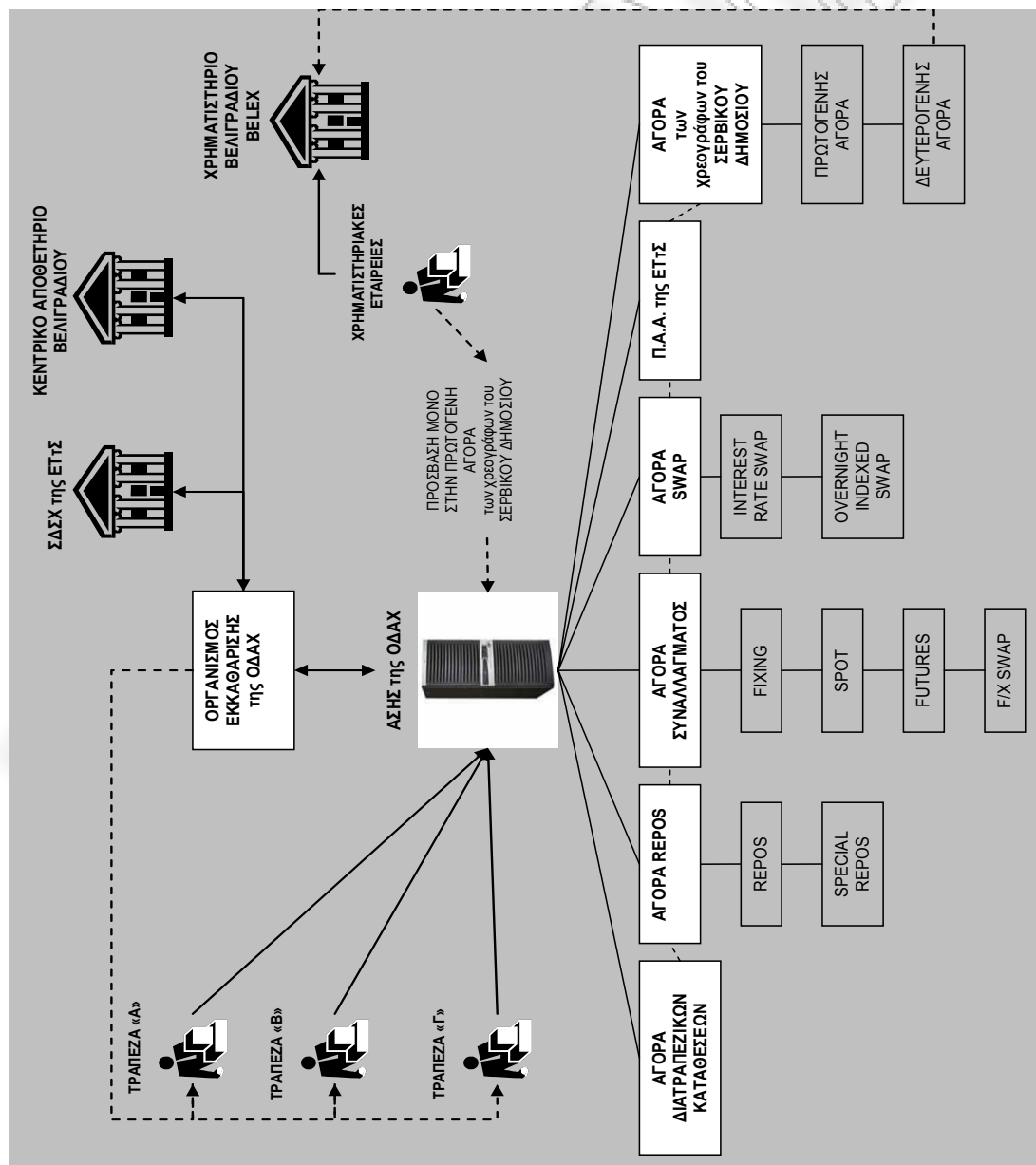
Σκοπός του Τμήματος διαχείρισης του κινδύνου είναι να παρακολουθεί, να αναλύει και να μετράει όλους τους πιθανούς κινδύνους. Επίσης, να δημιουργεί τις απαραίτητες διαδικασίες για τον έλεγχο των κινδύνων αυτών ανά πάσα στιγμή. Πιο συγκεκριμένα το τμήμα αυτό πρέπει να εκτελεί τις διαδικασίες οι οποίες αφορούν στην εφαρμογή των «περικοπών αποτίμησης» και στο μηχανισμό κάλυψης των διαφορών της αποτίμησης (αποτίμηση με την τρέχουσα τιμή της αγοράς - *marking to market*) που ήδη έχουμε περιγράψει στη λειτουργία της αγοράς REPOS. Επίσης, μετά την αγοραπωλησία των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης του ευρώ και του δηναρίου (FUTURES) στην αγορά συναλλάγματος, το τμήμα αυτό πρέπει να υπολογίσει το περιθώριο ασφάλισης που θα πρέπει να δεσμευτεί από τους επενδυτές. Το περιθώριο ασφάλισης εφαρμόζεται σε χρήματα ή χρεόγραφα, ως εγγύηση για την εκπλήρωση της σύμβασης. Όπως αναφέραμε στις συμβάσεις REPOS, αυτή η «εγγύηση» δεν είναι διαθέσιμη και μπορεί να αποτιμείται με την τρέχουσα τιμή της αγοράς (*marking to market*).

Από την άποψη της ελάττωσης του συστηματικού κινδύνου η γνώμη μας είναι ότι ο διακανονισμός των χρηματικών ποσών, πρέπει να πραγματοποιείται στο «περιβάλλον» της ΕΤτΣ που διαφέρει από το σημερινό σύστημα του Κεντρικού Αποθετηρίου, που αναλύσαμε στα προηγούμενα κεφάλαια. Σύμφωνα με αυτό, προτείνουμε το “*Integrated model*”, που σημαίνει ότι ο διακανονισμός των χρηματικών ποσών γίνεται μέσω των μεμονωμένων λογαριασμών των συμμετεχόντων της ΟΔΑΧ που έχουν λογαριασμό στο ΣΔΤ στην ΕΤτΣ. Οι χρηματικοί αυτοί λογαριασμοί είναι αποκλειστικά για τον διακανονισμό των συναλλαγών από τις αγοραπωλησίες των χρηματοπιστωτικών μέσων στην ΟΔΑΧ. Ο Οργανισμός Εκκαθάρισης της ΟΔΑΧ για λογαριασμό της ΕΤτΣ θα διαχειρίζεται αυτούς τους χρηματικούς λογαριασμούς. Όσον αφορά τον διακανονισμό των χρηματικών ποσών σε ξένο συνάλλαγμα μετά την αγοραπωλησία στην αγορά συναλλάγματος, θα πραγματοποιείται μέσω χρηματικού λογαριασμού της ΕΤτΣ που έχει στο

εξωτερικό. Ο διακανονισμός πρέπει να εκτελείται σύμφωνα με το σύστημα ταυτόχρονης παράδοσης και πληρωμής – DVP.

Επειδή έχουμε προτείνει τη διοργάνωση τομέων της ΟΔΑΧ στους οποίους θα διαπραγματεύονται και τα χρεόγραφα, όπως είναι η αγορά REPOS, οι Π.Α.Α. της ΕΤτΣ και η πρωτογενής αγορά χρεογράφων του Δημοσίου, για την ολοκλήρωση των διαδικασιών εκκαθάρισης των συναλλαγών, ο Οργανισμός Εκκαθάρισης πρέπει να είναι συνδεδεμένος με το Κεντρικό Αποθετήριο με το οποίο θα ανταλλάσσει πληροφορίες σχετικά με τη μεταφορά των χρεογράφων από τους λογαριασμούς αξιών των πωλητών στους λογαριασμούς αξιών των αγοραστών.

Πλαίσιο 3: Σχέδιο της λειτουργίας της ΟΔΑΧ στη Σερβία και διασύνδεση με τους άλλους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 15

ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ – ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

15.1. ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ

Οι προτάσεις, οι οποίες αναφέρονται στα προηγούμενα κεφάλαια, προέκυψαν από την ανάλυση του ρόλου των κυρίων χρηματοοικονομικών θεσμών στην ανάπτυξη της αγοράς χρήματος. Έτσι αναλύσαμε το ρόλο της ΕΤΤΣ, του Δημόσιου, του Κεντρικού Αποθετηρίου και της Οργανωμένης Διατραπεζικής Αγοράς Χρήματος στην ανάπτυξη των χρηματοπιστωτικών μέσων και των συναλλαγών στην αγορά χρήματος της Σερβίας.

Είναι γεγονός ότι οι περισσότερες προτάσεις σχετικά με το ρόλο της ΕΤΤΣ στην ανάπτυξη της αγοράς χρήματος στη Σερβία (προσδιορισμός των βασικών ενδιάμεσων στόχων της νομισματικής πολιτικής, στρατηγική καθορισμού άμεσου στόχου για τον πληθωρισμό, συγκράτηση της πιστωτικής επέκτασης και των πλεοναζόντων αποθεματικών, πολιτική επιτοκίων, πράξεις ανοικτής αγοράς, και πάγιες διευκολύνσεις) βασίζονται άμεσα ή έμμεσα στα χρηματοπιστωτικά μέσα και τα διατραπεζικά επιτόκια της αγοράς χρήματος. Για το λόγο αυτό, η ΕΤΤΣ πρέπει μαζί με τους άλλους χρηματοοικονομικούς θεσμούς να πάρει την πρωτοβουλία για μια στρατηγική ανάπτυξης της αγοράς χρήματος στη Σερβία μέσα στα επόμενα χρόνια. Αυτή η στρατηγική μπορεί να χωριστεί σε μερικές φάσεις. Κάθε φάση στην ανάπτυξη της αγοράς χρήματος συνοψίζει τις προτάσεις που αναλύσαμε στα προηγούμενα κεφάλαια. Στον προσδιορισμό των φάσεων αυτών είχαμε υπόψη μας τη σημασία, που κατά τη γνώμη μας, έχουν οι χρηματοοικονομικοί θεσμοί και τα χρηματοπιστωτικά μέσα στην εκάστοτε φάση της ανάπτυξης της αγοράς χρήματος στη Σερβία.

15.1.1. ΠΡΩΤΗ ΦΑΣΗ

15.1.1.1. Εθνική Τράπεζα της Σερβίας

Κατά τη γνώμη μας στην πρώτη φάση η ΕΤΤΣ πρέπει πιο «αυστηρά» να παρακολουθεί τη νομισματική βάση και την ποσότητα του χρήματος M3, οι οποίες με τη συναλλαγματική ισοτιμία πρέπει να είναι οι βασικοί ενδιάμεσοι

στόχοι, και να παρακολουθεί και προβλέπει την πιστωτική επέκταση ιδιαίτερα προς τον ιδιωτικό τομέα, η οποία σήμερα θεωρείται ένα από τα κύρια προβλήματα που προκαλεί τις πληθωριστικές τάσεις στη Σερβία.

Στις χώρες με υψηλό βαθμό «δολαριοποίησης», ανάμεσα στις οποίες είναι και Σερβία, ως ενδιάμεσος στόχος της νομισματικής πολιτικής πρέπει να οριστεί ο M3, επειδή περιέχει τις καταθέσεις σε ξένο συνάλλαγμα και τη νομισματική βάση που επηρεάζουν σημαντικά τη ρευστότητα στο τραπεζικό σύστημα. Έτσι, θεωρούμε ότι στην πρώτη φάση η ΕΤΤΣ πρέπει να είναι επικεντρωμένη στη συγκράτηση της ποσότητας του χρήματος που θεωρείται ως ένας από τους σημαντικότερους παράγοντες που επηρεάζουν τις πληθωριστικές τάσεις. Η πολιτική της συναλλαγματικής ισοτιμίας ιδιαίτερα είναι ευαίσθητη σε αυτήν τη φάση της μεταρρύθμισης του χρηματοοικονομικού συστήματος. Παρόλα αυτά, η πολιτική αυτή δεν μπορεί να είναι το κύριο μέσο της νομισματικής πολιτικής έναντι του πληθωρισμού, παρά μόνο ο ενδιάμεσος στόχος που πρέπει να εκφράζει τις τρέχουσες και αναμενόμενες πληθωριστικές τάσεις.

Αυτές οι προτάσεις όπως και άλλες που αναφέρονται σε αυτήν τη φάση, πρέπει να εξασφαλίσουν τις προϋποθέσεις για την εφαρμογή της στρατηγικής καθορισμού άμεσου στόχου για τον πληθωρισμό. Η στρατηγική καθορισμού άμεσου στόχου για τον πληθωρισμό θα συντελέσει ώστε ο μηχανισμός μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής στη Σερβία να είναι πιο αποτελεσματικός. Αυτό σημαίνει ότι οι μεταβολές των βασικών επιτοκίων της ΕΤΤΣ μπορεί να οδηγούν πιο αποτελεσματικά σε μεταβολές στις συνθήκες των χρηματοοικονομικών αγορών.

Ιδιαίτερα τονίζουμε ότι η επιτυχία της προηγούμενης πρότασης στηρίζεται πολύ στην ικανότητα της ΕΤΤΣ να προβλέπει τη γενική τάση των νομισματικών μεγεθών (M1, M2, M3) και της ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα (νομισματική βάση) - πρόβλεψη της ρευστότητας. Το σύστημα πρόβλεψης της ρευστότητας έχει γίνει πλέον το «στάνταρ» σε πολλές κεντρικές τράπεζες. Με την «τεχνική» αυτή, η ΕΤΤΣ θα είναι πιο ικανή να καθοδηγήσει τους ενδιάμεσους στόχους προς τον τελικό, επειδή θα μπορεί εγκαίρως να αντιδράσει και να λάβει τα κατάλληλα μέτρα. Ο κύριος λόγος υπέρ της πρότασης αυτή είναι το γεγονός ότι δεν είναι δυνατόν να προβλεφθεί με ακρίβεια η χρονική διάρκεια των αντιπληθωριστικών μέτρων της νομισματικής

πολιτικής. Η ΕΤΤΣ πρέπει εκ των προτέρων να λάβει τα αντιπληθωριστικά μέτρα της νομισματικής πολιτικής τα οποία θα συγκρατήσουν τις μελλοντικές πληθωριστικές εξελίξεις. Έτσι πριν λάβει οποιαδήποτε μέτρα, η ΕΤΤΣ πρέπει να προβλέπει την εξέλιξη παραγόντων όπως είναι τα νομισματικά μεγέθη, η συναλλαγματική ισοτιμία, τα επιτόκια κλπ. ώστε να έχει αρκετό χρόνο να επηρεάσει εκείνο τον παράγοντα που έχουν σημαντική επίδραση στον πυρήνα του πληθωρισμού.

Επίσης, ο μηχανισμός πρόβλεψης ρευστότητας του τραπεζικού συστήματος (νομισματική βάση) συντελεί ώστε οι επεμβάσεις της ΕΤΤΣ στη διατραπεζική αγορά να είναι πιο αποτελεσματικές. Αυτό είναι διαφανές σύστημα, διότι οι τράπεζες μπορούν πιο εύκολα να προσδιορίζουν τις διαδικασίες σχετικά με την καθημερινή διαχείριση των διαθεσίμων στην περίοδο πρόβλεψης της ρευστότητας, που τους δίνει τη δυνατότητα να είναι πιο δραστήριες στις Π.Α.Α. που διενεργεί η ΕΤΤΣ, και στη διατραπεζική αγορά. Τα στοιχεία που αφορούν τη ρευστότητα του τραπεζικού συστήματος (χαρτονομίσματα, κέρματα, τοποθετήσεις σε τρεχούμενους λογαριασμούς των τραπεζών, καταθέσεις όψεως Δημόσιων οργανισμών και Δημόσιων επιχειρήσεων κλπ.) πρέπει να ανακοινώνονται στην ηλεκτρονική ιστοσελίδα της ΕΤΤΣ και να καλύπτουν ελάχιστη περίοδο από μία μέχρι 5 εργάσιμες ημέρες. Δεν αποκλείεται να μπορεί η ΕΤΤΣ να διορθώνει καθημερινά αυτά τα στοιχεία που είναι ακόμη καλύτερο από το να μην ανακοινώνει καμία πρόβλεψη.

Η επιτυχία της πρόβλεψης της ρευστότητας εξαρτάται πολύ από τη στενή συνεργασία μεταξύ της ΕΤΤΣ και του Υπουργείου Οικονομίας, η οποία αφορά στην ανταλλαγή πληροφοριών για τις τρέχουσες και μελλοντικές (προβλεπόμενες) εισροές και εκροές στο λογαριασμό του Υπουργείου Οικονομίας στην ΕΤΤΣ. Τα στοιχεία αυτά είναι σημαντικό μέρος των αυτόνομων παραγόντων ρευστότητας που είναι εκτός ελέγχου της Κεντρικής Τράπεζας. Εδώ και μερικούς μήνες η ΕΤΤΣ λαμβάνει καθημερινά αυτά τα στοιχεία. Όμως η εκτίμησή μας είναι ότι αυτή η συνεργασία θα μπορούσε να είναι πιο στενή, που σημαίνει ότι οι εκπρόσωποι των οικονομικών αυτών οργανισμών θα μπορούσαν πιο συχνά να συναντώνται, και μάλιστα να δημιουργήσουν μία ειδική επιτροπή που θα ασχολείται με τα θέματα που αφορούν στη διακύμανση των αυτόνομων και άλλων παραγόντων που επηρεάζουν τη ρευστότητα στο

τραπεζικό σύστημα. Η επιτροπή αυτή θα μπορούσε να ασχοληθεί και με άλλα θέματα τα οποία είναι σημαντικά για την ανάπτυξη της διατραπεζικής αγοράς και των βραχυπρόθεσμων χρηματοπιστωτικών μέσων.

Ένα από τα πιο σοβαρά προβλήματα που αντιμετωπίζουν οι αρμόδιοι της νομισματικής πολιτικής, είναι το πλεόνασμα ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα, το οποίο κυρίως προέρχεται από τη εισροή ξένων κεφαλαίων. Το μόνιμο πλεόνασμα ρευστότητας ελαττώνει τη δυνατότητα της ΕΤΤΣ να είναι πιο επιτυχημένη στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής, αφού αυξάνει την προσφορά χρήματος (τα νομισματικά μεγέθη) η οποία αυξάνει την εγχώρια ζήτηση και την πιστωτική επέκταση που συνεισφέρουν στην αύξηση του πληθωρισμού. Η ΕΤΤΣ μπορεί να λάβει διάφορα μέτρα που μπορεί να είναι αποτελεσματικά στη συγκράτηση των εγχώριων νομισματικών και πιστωτικών μεγεθών.

Η ΕΤΤΣ μπορεί καθημερινά να διενεργεί τις Π.Α.Α. ώστε να απορροφήσει την αυξημένη ρευστότητα στο τραπεζικό σύστημα εάν το απαιτούν οι τρέχουσες συνθήκες στην αγορά χρήματος και η εκπλήρωση των ενδιάμεσων στόχων. Όμως, οι καθημερινές επεμβάσεις της ΕΤΤΣ στην αγορά χρήματος μπορεί αρνητικά να επηρεάσουν την ανάπτυξη των συναλλαγών στη διατραπεζική αγορά χρήματος και στην ανάπτυξη των βραχυπρόθεσμων χρηματοπιστωτικών μέσων στην αγορά χρήματος. Επειδή τα επιτόκια στις Π.Α.Α. είναι πολύ ελκυστικά, οι τράπεζες μπορεί να προτιμήσουν περισσότερο τις συναλλαγές με την ΕΤΤΣ, αντί να πραγματοποιούν τις συναλλαγές μεταξύ τους. Επίσης, τέτοιες παρεμβάσεις ενέχουν σοβαρό κόστος για την ΕΤΤΣ.

Οι άλλες δύο προτάσεις αφορούν στη μείωση κατά ένας ποσοστό του συντελεστή υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών το οποίο σήμερα θεωρείται πολύ υψηλό, με ταυτόχρονη υποχρέωση των τραπεζών να αγοράζουν έντοκα γραμμάτια της ΕΤΤΣ ή να αγοράζουν ομόλογα του Δημοσίου για αντίστοιχο ή μεγαλύτερο ποσοστό. Επίσης, αντί για την έκδοση χρεογράφων η ΕΤΤΣ μπορεί να μετατρέψει ένα ποσοστό των υποχρεωτικών αποθεματικών, το οποίο είναι αντίστοιχο με το ποσοστό μείωσης του συντελεστή υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών ή είναι μεγαλύτερο από το αντίστοιχο ποσοστό μείωσης του συντελεστή, σε έντοκες καταθέσεις προθεσμίας (προς το βασικό επιτόκιο παρέμβασης της ΕΤΤΣ στη διατραπεζική αγορά), οι οποίες θα εξοφλούνται κλιμακωτά από τη ΕΤΤΣ, σε διάστημα δύο

ετών. Κατά τη γνώμη μας, η επένδυση σε χρεόγραφα θα είχε μεγαλύτερο αποτέλεσμα εφόσον με αυτό το τρόπο οι τράπεζες θα είχαν στο χαρτοφυλάκιό τους μεγαλύτερο ποσοστό επιλέξιμων χρεογράφων από ότι έχουν σήμερα, πράγμα που θα έδινε ώθηση στην ανάπτυξη της δευτερογενούς αγοράς των χρεογράφων αλλά και της διατραπεζικής αγοράς REPOS. Επίσης, η απόφαση αυτή θα είχε μεγαλύτερο αποτέλεσμα εάν πραγματοποιούνταν ταυτόχρονα με άλλες προτάσεις που αφορούν την ανάπτυξη της αγοράς χρήματος.

Το τελευταίο «καταφύγιο» για την ΕΤΤΣ είναι να περιορίσει την αύξηση ορισμένων κατηγοριών δανείων σε ένα χρονικό διάστημα. Το μέτρο αυτό είναι το λιγότερο επιθυμητό λόγω του ότι είναι άμεση η επέμβαση της Κεντρικής Τράπεζας στον περιορισμό ορισμένων νομισματικών μεγεθών. Επίσης σε σχέση με τις προηγούμενες προτάσεις δεν θα συντελέσει στην ανάπτυξη της αγοράς χρήματος, και πρέπει να εφαρμοστεί όταν όλα τα «αγοραία» - έμμεσα μέτρα δεν αποβούν αποτελεσματικά. Τέλος, το μέτρο αυτό έχει συνήθως βραχυπρόθεσμη διάρκεια οπότε και εγκαταλείπεται, επειδή μπορεί να έχει αποτέλεσμα μόνο για μικρό χρονικό διάστημα.

Τα επιτόκια της ΕΤΤΣ πρέπει να καθορίζονται σύμφωνα με το βασικό επιτόκιο το οποίο είναι το επιτόκιο παρέμβασης της Κεντρικής Τράπεζας στην αγορά χρήματος, και όχι με το επιτόκιο της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης που προσδιορίζεται βάσει του μέσου επιτοκίου όλων των Π.Α.Α. του προηγούμενου μήνα, ενώ το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων προσδιορίζεται από το Συμβούλιο Νομισματικής Πολιτικής ανεξάρτητα από το βασικό επιτόκιο. Με το βασικό επιτόκιο η ΕΤΤΣ θα μεταδίδει πιο αποτελεσματικά τις αποφάσεις της νομισματικής πολιτικής μέσω του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής στις χρηματοοικονομικές αγορές. Το επιτόκιο της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και το επιτόκιο διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων είναι το υψηλότερο και χαμηλότερο επιτόκιο αντίστοιχα που σχηματίζουν το εύρος μέσα στο οποίο είναι επιθυμητό να κυμαίνονται τα διατραπεζικά επιτόκια. Ουσιαστικά, τα επιτόκια αυτά πρέπει μεταδίδουν το «σήμα» στις χρηματοοικονομικές αγορές σχετικά με τη στάση της νομισματικής πολιτικής της ΕΤΤΣ και τις προσδοκίες της σχετικά με τον πληθωρισμό. Τα επιτόκια αυτά, κατά κάποιον τρόπο, είναι «συμπληρωτικά» στο βασικό επιτόκιο παρέμβασης της ΕΤΤΣ και δεν μπορούν να προσδιορίζονται ανεξάρτητα από το βασικό επιτόκιο.

Το Συμβούλιο Νομισματικής Πολιτικής της ΕΤΤΣ σε τακτά χρονικά διαστήματα – μίας και δύο εβδομάδων ή ενός μηνός - πρέπει να συνεδριάζει για θέματα νομισματικής πολιτικής από τα οποία τα πιο σημαντικά είναι αυτά που αφορούν την εκπλήρωση των ενδιάμεσων στόχων και τις αλλαγές των βασικών επιτοκίων. Με αυτό το τρόπο οι αποφάσεις της ΕΤΤΣ θα έχουν μεγαλύτερη σημασία, ιδιαίτερα για τη λειτουργία της αγοράς χρήματος, αφού οι κρίσιμες αποφάσεις για την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής δεν στηρίζονται σε ένα μόνο άτομο - στον διοικητή ή στον υποδιοικητή της Κεντρικής Τράπεζας. Εδώ, ιδιαίτερα τονίζουμε ότι η επιτυχία των αποφάσεων του Συμβουλίου Νομισματικής Πολιτικής στηρίζεται στην εμπιστοσύνη του κοινού. Όσο γρήγορα οι χρηματοοικονομικές αγορές και το τραπεζικό σύστημα δεχτούν τις αποφάσεις της νομισματικής πολιτικής, τόσο ο μηχανισμός μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής θα είναι αποτελεσματικός. Για το λόγο αυτό η ΕΤΤΣ πρέπει να είναι προσεκτική στην πολιτική των βασικών επιτοκίων. Σε περίπτωση που οι αλλαγές των βασικών επιτοκίων είναι μεγάλες και συχνές, η ΕΤΤΣ μπορεί να χάσει αυτήν την εμπιστοσύνη, αφού στέλνει το «αρνητικό σήμα» που σημαίνει ότι η Κεντρική Τράπεζα δεν είναι ικανή να προβλέψει τις πληθωριστικές τάσεις και ότι δεν είναι ικανή να λάβει τα κατάλληλα μονεταριστικά μέτρα.

Επίσης οι αρμόδιοι της νομισματικής πολιτικής πρέπει να ξέρουν ότι είναι επιθυμητό η ημερομηνία της συνεδρίασης του Συμβουλίου της Νομισματικής Πολιτικής να μη συμπίπτει με την αρχή ή το μέσο της κύριας πράξης των Π.Α.Α. της ΕΤΤΣ. Όπως προκύπτει από την εμπειρία, κάποιες πράξεις κυρίας αναχρηματοδότησης (τακτικές δημοπρασίες – REPOS) δεν ήταν επιτυχημένες όταν η δημοπρασία γινόταν μερικές ημέρες προ της συνεδρίασης του Διοικητικού Συμβουλίου, δεδομένου ότι οι τράπεζες περίμεναν αλλαγές στα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ. Για το λόγο αυτό, η ημερομηνία της συνεδρίασης του Συμβουλίου Νομισματικής Πολιτικής δεν πρέπει να συμπίπτει με την ημερομηνία κατά την οποία διαρκεί ακόμα η κύρια πράξη των Π.Α.Α. της ΕΤΤΣ.

Για την καλύτερη λειτουργία του Συμβουλίου, συνιστάται η ίδρυση Ειδικής Επιτροπής Νομισματικής Πολιτικής η οποία μπορεί να παρέχει εξειδικευμένη γνώση στα θέματα της νομισματικής πολιτικής, ώστε να διευκολύνει τη διαδικασία λήψεως αποφάσεων του Συμβουλίου Νομισματικής

Πολιτικής της ΕΤΤΣ. Επίσης, η επιτροπή αυτή θα έδινε μεγαλύτερη δυνατότητα στο «λειτουργικό» επίπεδο της Κεντρικής Τράπεζας για συμμετοχή στη δημιουργία των ενδιάμεσων στόχων της νομισματικής πολιτικής με σκοπό τη θετική επίδραση και εκπλήρωση αυτών.

Επίσης, σε σύγκριση με άλλες χώρες, το εύρος διακύμανσης των επιτοκίων της ΕΤΤΣ δεν είναι μόνο «ευρύ», αλλά και η διαφορά των επιτοκίων της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και αποδοχής καταθέσεων σε σχέση με το βασικό επιτόκιο δεν είναι συντονισμένη. Η εκτίμησή μας είναι ότι το εύρος διακύμανσης των επιτοκίων πρέπει να έχει περιθώριο από 10 έως 12 εκατοστιαίες μονάδες. Όσο πιο γρήγορα η ΕΤΤΣ καταφέρει να πθασεύσει τον πληθωρισμό τόσο και το εύρος αυτό θα στενέψει. Επίσης, η διαφορά του επιτοκίου διευκόλυνσης της οριακής χρηματοδότησης και διευκόλυνσης της αποδοχής καταθέσεων μπορεί να είναι από 5 έως 6 εκατοστιαίες μονάδες σε σχέση με το βασικό επιτόκιο παρέμβασης της ΕΤΤΣ. Έτσι, η εκτίμηση μας είναι ότι το ύψος αυτών των επιτοκίων δεν πρέπει να παρακινεί τις τράπεζες να χρησιμοποιήσουν πολύ αυτές τις διευκολύνσεις. Αυτό είναι ιδιαίτερα σημαντικό από την άποψη ότι σε αυτή τη φάση της ανάπτυξης της αγοράς χρήματος, οι τράπεζες πρέπει περισσότερο να πραγματοποιούν τις συναλλαγές μεταξύ τους, αντί να χρησιμοποιήσουν τις πάγιες διευκολύνσεις οι οποίες πρέπει να παραμείνουν ως το «τελευταίο καταφύγιο» για τις τράπεζες στην αγορά χρήματος. Τέλος, με την ανάπτυξη της διατραπεζικής αγοράς το εύρος αυτό θα έχει μεγαλύτερη σημασία, εφόσον η ΕΤΤΣ θα μπορεί πιο αποτελεσματικά να παρεμβαίνει στην αγορά χρήματος επηρεάζοντας τα βασικά βραχυπρόθεσμα διατραπεζικά επιτόκια. Αυτό είναι ιδιαίτερα σημαντικό στη φάση στην οποία η ΕΤΤΣ θα καθορίσει το βραχυπρόθεσμο διατραπεζικό επιτόκιο ως ενδιάμεσο στόχο της νομισματικής πολιτικής και θα εφαρμόσει τη στρατηγική καθορισμού άμεσου στόχου για τον πληθωρισμό.

Λόγω της σημασίας που έχουν σήμερα οι Π.Α.Α. στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής της ΕΤΤΣ, στην ανάλυση αφιερώσαμε ιδιαίτερη προσοχή σε αυτό το μέσο της νομισματικής πολιτικής.

Κατά τη γνώμη μας, οι πράξεις διάρκειας 14 ημερών πρέπει να παραμείνουν κύριες πράξεις με βασικό άξονα την επιδίωξη των σκοπών τους που είναι ο επηρεασμός των επιτοκίων και της ρευστότητας στην αγορά χρήματος. Οι πράξεις των 60 ημερών πρέπει να είναι συμπληρωματικές στην

κύρια πράξη, που σημαίνει ότι η συχνότητά τους πρέπει να είναι μία φορά την εβδομάδα. Αντίθετα με τις κύριες πράξεις, οι πράξεις αυτές δεν στοχεύουν στο να επηρεάσουν τα επιτόκια στην αγορά χρήματος, παρά μόνο μεσοπρόθεσμα να ρυθμίσουν διακυμάνσεις της ρευστότητας. Για το λόγο αυτό η συχνότητα αυτών των πράξεων είναι μικρότερη, ενώ η διάρκεια μεγαλύτερη σε σχέση με τις πράξεις διάρκειας 14 ημερών.

Ας σημειωθεί όμως ότι όσο πιο μακρά είναι η χρονική περίοδος των πράξεων της Κεντρικής Τράπεζας τόσο οι αποφάσεις της θα έχουν μικρότερο αποτέλεσμα, ιδιαίτερα αυτές οι οποίες αφορούν στις αλλαγές των βασικών επιτοκίων. Για το λόγο αυτό η εκτίμησή μας είναι ότι η διάρκεια της κύριας πράξης της ΕΤΤΣ δεν πρέπει να είναι μικρή ή μεγάλη, από την άποψη ότι κατά τη διάρκεια αυτή μπορεί να επηρεάζει τα βραχυπρόθεσμα διατραπεζικά επιτόκια και τα νομισματικά μεγέθη. Επίσης, η διάρκεια αυτής της πράξης είναι μικρότερη από την περίοδο τήρησης των υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών, που σημαίνει ότι θεωρητικά οι τράπεζες σε αυτήν την περίοδο μπορούν να επενδύσουν δύο φορές στην κύρια πράξη της ΕΤΤΣ, που τις διευκολύνει να «προγραμματίσουν» τις διαδικασίες διαχείρισης της ρευστότητας και του κινδύνου.

Όσο αφορά τη συχνότητα των Π.Α.Α., προτείνουμε ότι μέσα σε μία εβδομάδα η ΕΤΤΣ να επεμβαίνει με την πράξη των 14 ημερών δύο φορές λόγω των τρεχουσών συνθηκών στην αγορά χρήματος (αυξημένη ρευστότητα), ενώ με τις Π.Α.Α. των 60 ημερών μία φορά την εβδομάδα. Υπάρχουν δύο λόγοι υπέρ αυτής της πρότασης. Πρώτον, οι καθημερινές επεμβάσεις της ΕΤΤΣ στην αγορά χρήματος μπορεί να επηρεάσουν αρνητικά την ανάπτυξη των συναλλαγών στη διατραπεζική αγορά χρήματος και την ανάπτυξη των βραχυπρόθεσμων χρηματοπιστωτικών μέσων στην αγορά χρήματος. Επειδή τα επιτόκια στις Π.Α.Α. είναι πολύ ελκυστικά, οι τράπεζες μπορεί να προτιμήσουν περισσότερο τις συναλλαγές με την ΕΤΤΣ, αντί να πραγματοποιούν τις συναλλαγές μεταξύ τους. Δεύτερον, εάν τα πλεονάζοντα αποθεματικά στην αγορά χρήματος δεν θέτουν σε κίνδυνο την εκπλήρωση των ενδιάμεσων στόχων της ΕΤΤΣ (αύξηση των νομισματικών μεγεθών, συναλλαγματική ισοτιμία κλπ.), δεν χρειάζεται περισσότερο από δυο φορές την εβδομάδα η ΕΤΤΣ να επεμβαίνει στην αγορά χρήματος.

Επίσης προτείνουμε να εφαρμοστεί ο «δείκτης απόστασης», με τον οποίο μπορεί να προσδιοριστεί η διαφορά ανάμεσα στα επιτόκια των πράξεων 14 και 60 ημερών, για να μην πάψει το ενδιαφέρον των τραπεζών να επενδύουν στις πράξεις 14 ημερών, οι οποίες δεν πρέπει να «χάσουν» την ιδιότητα των κυρίων πράξεων. Αυτός ο δείκτης είναι ιδιαίτερα σημαντικός σε περίπτωση που οι Π.Α.Α. των 14 και 60 ημερών διενεργούνται μέσω δημοπρασίας με ανταγωνιστικό πολλαπλό επιτόκιο - «δημοπρασία αμερικάνικου τύπου». Σε περίπτωση η ΕΤΤΣ θέλει να πουλήσει μεγάλα ποσά των χρεογράφων, είναι πιθανόν αναγκαστικά τα υψηλά επιτόκια που ζητάνε οι τράπεζες. Σε τέτοια περίπτωση το μέγιστο αποδεκτό ύψος επιτοκίου των Π.Α.Α. των 60 ημερών μπορεί να διαφέρει πολύ από το μέγιστο αποδεκτό ύψος επιτοκίου των Π.Α.Α. των 14 ημερών.

Έτσι, σύμφωνα με την έρευνά μας, το ύψος του επιτοκίου των Π.Α.Α. 60 ημερών μετρημένο με το «δείκτη απόστασης» δεν πρέπει να υπερβαίνει το 1,20 που σημαίνει ότι το επιτόκιο των Π.Α.Α. των 60 ημερών πρέπει να είναι μεγαλύτερο από το επιτόκιο των κύριων πράξεων το ανώτατο κατά 2 εκατοστιαίες μονάδες. Από την άλλη πλευρά, το ύψος του επιτοκίου των Π.Α.Α. των 60 ημερών πρέπει να είναι τόσο ώστε η ΕΤΤΣ να μπορεί να απορροφήσει τη ρευστότητα σε μια μεγαλύτερη περίοδο που θα «βοηθήσει» στην εκπλήρωση των ενδιαμέσων.

Σε περίπτωση που υπάρχει ανάγκη για επεμβάσεις στην αγορά χρήματος για περιόδους μικρότερες από 14 ημέρες, η ΕΤΤΣ μπορεί να επέμβει με τις πράξεις για την ρύθμιση των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας, οι οποίες μπορούν να διενεργούνται εκτάκτως (έκτακτες δημοπρασίες) και συνήθως έχουν μικρή διάρκεια 1, 3 ημερών (εάν η ημέρα της επέμβασης είναι Παρασκευή) και το ανώτερο 7 ημερών. Αυτές οι πράξεις θα ήταν κατάλληλες μετά την τακτική δημοπρασία, που σημαίνει ότι, εάν η ΕΤΤΣ δεν καταφέρει να απορροφήσει το επιθυμητό ύψος ρευστότητας, τότε μπορεί να οργανώσει μία έκτακτη δημοπρασία στο τέλος της ημέρας. Επίσης, αυτές οι πράξεις μπορούν να έχουν ιδιαίτερη σημασία στην παροχή ρευστότητας όπως είναι την τελευταία και πρώτη εβδομάδα τήρησης υποχρεωτικών αποθεματικών, όταν το διατραπεζικό επιτόκιο πίστωσης μίας ημέρας ΒΕΟΝΙΑ αυξάνεται κατά 7 και 10 εκατοστιαίες μονάδες λόγω έλλειψης ρευστότητας. Έτσι τις ημέρες αυτές η ΕΤΤΣ μπορεί να παρέχει ρευστότητα

στην αγορά χρήματος για να αποτρέψει τις μεγάλες διακυμάνσεις του διατραπεζικού επιτοκίου ΒΕΟΝΙΑ.

Όσο αφορά τα είδη της συναλλαγής, σε περίπτωση απορρόφησης της ρευστότητας, για την ΕΤτΣ και τις τράπεζες η πιο «απλή» είναι η αποδοχή καταθέσεων, παρόλο που είναι δυνατόν να εκτελεστούν οι αντιστρεπτές πράξεις που είναι πολύ πιο περίπλοκες, εφόσον απαιτούν διαδικασίες εκκαθάρισης των συναλλαγών στο Κεντρικό Αποθετήριο. Για το λόγο αυτό η εκτίμησή μας είναι ότι η αποδοχή καταθέσεων με τη μέθοδο της δημοπρασίας θα μπορούσε να εκτελεστεί πολύ γρήγορα. Αντίθετα, σε περίπτωση παροχής ρευστότητας η ΕΤτΣ θα εκτελούσε την αντιστρεπτέα πράξη – REPOS.

Η ΕΤτΣ θα μπορούσε να χρησιμοποιήσει και πράξεις ανταλλαγής νομισμάτων – SWAP, για παροχή ή για απορρόφηση ρευστότητας. Το SWAP δεν μπορεί να αντικαταστάσει το REPO που είναι το κύριο είδος συναλλαγής. Όμως με το SWAP η ΕΤτΣ θα μπορούσε να δώσει το «σήμα» για τη νομισματική πολιτική, ιδιαίτερα όταν υπάρχουν πιέσεις στην αγορά συναλλάγματος. Τότε το νομισματικό αυτό μέσο μπορεί να χρησιμοποιηθεί για τη σταθεροποίηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του δηναρίου, και για την αποκατάσταση της ρευστότητας των τραπεζών με χαμηλό κόστος. Έτσι το SWAP ανταλλαγής νομισμάτων μπορεί να είναι επιπρόσθετο νομισματικό μέσο της ΕΤτΣ στην εκπλήρωση των ενδιαμέσων στόχων, ένας από τους οποίους πρέπει να είναι και η συναλλαγματική ισοτιμία.

Στη συνέχεια θα παραθέσουμε μερικές προτάσεις οι οποίες αφορούν στην πολιτική των επιτοκίων των Π.Α.Α. της ΕΤτΣ σε σχέση με τα επιτόκια των Έντοκων Γραμματίων του Σερβικού Δημοσίου. Εκτιμώντας ότι η Κεντρική Τράπεζα είναι και πρέπει να παραμείνει ανεξάρτητος χρηματοοικονομικός φορέας, που σημαίνει ότι δεν πρέπει να δέχεται οδηγίες από την Κυβέρνηση, ιδιαίτερα για την πολιτική επιτοκίων, η γνώμη μας είναι ότι τα επιτόκια των Π.Α.Α. τα τελευταία χρόνια έπρεπε να είναι πιο χαμηλά ή να είναι πιο συντονισμένα με τα επιτόκια των έντοκων γραμματίων του σέρβικου Δημοσίου. Αντίθετα, η μεγάλη διάφορα αυτών των επιτοκίων μπορεί να επηρεάσει αρνητικά την ανάπτυξη της αγοράς των έντοκων γραμματίων του Δημοσίου στην οποία δυστυχώς οι κύριοι επενδυτές είναι οι τράπεζες. Σύμφωνα με την έρευνά μας αυτή η διαφορά μπορεί να είναι μέχρι ± 2 εκατοστιαίες μονάδες ώστε να μην υπάρχουν αρνητικές επιπτώσεις των επιτοκίων των Π.Α.Α. στην

ανάπτυξη της πρωτογενούς και δευτερογενούς αγοράς των έντοκων γραμματίων του Δημοσίου.

Όσον αφορά το τεχνικό χαρακτήρα των Π.Α.Α., δεν είναι αναγκαίο η ΕΤτΣ να ανακοινώνει το ποσό των χρεογράφων το οποίο θέλει να πωλήσει μέσω των πράξεων Π.Α.Α. Με αυτό το τρόπο οι Π.Α.Α. θα έχουν περισσότερο «ανταγωνιστικό» χαρακτήρα, εφόσον οι τράπεζες θα ανταγωνίζονται μεταξύ τους όχι μόνο με το επιτόκιο (σε περίπτωση δημοπρασίας πολλαπλού επιτοκίου) αλλά και με το ποσόν των χρεογράφων το οποίο θέλουν να αγοράσουν από την ΕΤτΣ μέσω της συναλλαγής REPO. Έτσι, αυτή η «μέθοδος» δημοπρασίας θα αποκλείσει πιθανές συμφωνίες μεταξύ των μεγαλύτερων επενδυτών, οι οποίοι γνωρίζοντας το ποσόν το οποίο θέλει να πουλήσει η ΕΤτΣ, μπορούν να συμφωνήσουν μεταξύ τους ώστε να υποβάλουν παρόμοιες προσφορές ανάλογα με το ποσόν και το επιτόκιο, ώστε οι προσφορές τους να μην απορροφηθούν. Επίσης, αυτό μπορεί να διευκολύνει τις διαδικασίες της δημοπρασίας, επειδή η ΕΤτΣ μπορεί να απορροφήσει (ή παρέχει) το ποσόν που θέλει από τη διατραπεζική αγορά. Ακόμη, για τον τύπο αυτό της δημοπρασίας είναι σημαντικό η ΕΤτΣ να προβλέπει και ανακοινώνει τη ρευστότητα στο τραπεζικό σύστημα ώστε οι τράπεζες να ξέρουν το ποσόν με το οποίο η ΕΤτΣ θα παρέμβει στην αγορά χρήματος.

Για την ΕΤτΣ, αλλά και για τις άλλες τράπεζες θα ήταν πολύ σημαντικό να εφαρμοστεί το σύστημα ταυτόχρονης παράδοσης και πληρωμής – DVP1, που θα ελαττώσει το συστηματικό κίνδυνο, ώστε να υπάρχει ομαλή λειτουργία του τραπεζικού συστήματος. Αυτό είναι ιδιαίτερα σημαντικό σε περίπτωση που την ίδια ημέρα οργανώνεται η τακτική δημοπρασία των Π.Α.Α. και λήγει η προθεσμία των προηγούμενων πράξεων. Το σύστημα αυτό εξασφαλίζει στην Κεντρική Τράπεζα και στις τράπεζες να αποκτήσουν πολύ γρήγορα χρεόγραφα ή αποθεματικά μέσω των Π.Α.Α. Για το λόγο αυτό, η γνώμη μας είναι ότι το Κεντρικό Αποθετήριο πρέπει να προσαρμόσει το σύστημα ταυτόχρονης παράδοσης και πληρωμής στις ανάγκες της ΕΤτΣ ώστε να μειωθεί ο συστηματικός κίνδυνος, και να μη διακινδυνεύσει η ομαλή λειτουργία των επεμβάσεων της ΕΤτΣ στην αγορά χρήματος.

Τέλος, στις συναλλαγές REPO, που διενεργεί η ΕΤτΣ ως είδος συναλλαγής των Π.Α.Α., προτείνουμε να εφαρμοστεί το σύστημα «υποκατάστασης των χρεογράφων». Με αυτό το σύστημα, κάθε συναλλαγή

REPO μεταξύ της ΕΤΤΣ και των τραπεζών, δεν συνδέεται με συγκεκριμένους ταυτοποιήσιμους τίτλους. Αυτό σημαίνει ότι κατά τη λήξη της σύμβασης, ο αγοραστής (είτε η ΕΤΤΣ είτε η τράπεζα) των χρεογράφων μπορεί να τα υποκαταστήσει με χρεόγραφα παρόμοιας ποιότητας σε σχέση με αυτά που αγοράστηκαν. Αυτό το σύστημα μπορεί να δώσει μία ώθηση στη ανάπτυξη της δευτερογενούς αγοράς των έντοκων γραμματίων της ΕΤΤΣ και των χρεογράφων του Σερβικού Δημοσίου, τα οποία χρησιμοποιούνται ως ασφάλιση στις συναλλαγές REPO.

Η εκτίμησή μας είναι ότι χρειάζεται μόνο ένα είδος διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης των τραπεζών έναντι ενεχύρου των τίτλων του Σερβικού Δημοσίου και της ΕΤΤΣ (διευκόλυνση τύπου LOMBARD) – η ενδοημερησία πίστωση και η πίστωση διάρκειας μίας ημέρας. Αυτό επιβεβαιώνεται από το γεγονός ότι στη διατραπεζική αγορά στη Σερβία τα τελευταία χρόνια παρατηρείται συνεχές πλεόνασμα ρευστότητας. Οι πάγιες διευκολύνσεις πρέπει να είναι το «τελευταίο καταφύγιο» για τις τράπεζες οι οποίες δεν μπόρεσαν κατά τη διάρκεια της εργάσιμης ημέρας να καταθέσουν ή να αποκτήσουν τα αποθεματικά στη διατραπεζικά αγορά. Συνήθως αυτά τα επιτόκια έχουν χαρακτήρα «ποινής», δηλαδή είναι τα χαμηλότερα (επιτόκιο διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων) και υψηλότερα επιτόκια (επιτόκιο διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης) στην αγορά χρήματος, ώστε οι τράπεζες περισσότερο να κάνουν διατραπεζικές συναλλαγές μεταξύ τους παρά με την Κεντρική Τράπεζα. Για την Κεντρική Τράπεζα η ουσία τους είναι να σχηματίσουν το εύρος διακύμανσης των επιτοκίων το οποίο κατά κάποιον τρόπο αντιπροσωπεύει ένα όριο πιθανών διακυμάνσεων των διατραπεζικών επιτοκίων. Για το λόγο αυτό, η γενική μας εκτίμηση είναι ότι η ΕΤΤΣ πρέπει περισσότερο να βασίζεται στις αγοραίες επεμβάσεις στην αγορά χρήματος, δηλαδή στις Π.Α.Α. σε περίπτωση πλεονάζουσας ρευστότητας ή σε περίπτωση έλλειψης ρευστότητας, ενώ οι πάγιες διευκολύνσεις είναι απλά ένα επιπρόσθετο και όχι κύριο μέσο νομισματικής πολιτικής. Θεωρούμε ότι πολλά επιτόκια στο εύρος αυτό και ιδιαίτερα ο τρόπος με τον οποίο προσδιορίζονται, θα έχει ως αποτέλεσμα να μην είναι «σαφές» το εύρος αυτό σχετικά με τη στάση και τις προσδοκίες της ΕΤΤΣ για τις πληθωριστικές τάσεις και τη διακύμανση των διατραπεζικών επιτοκίων.

Ως προς τον τεχνικό χαρακτήρα της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης, η γνώμη μας είναι ότι οι σημερινές διαδικασίες πρόσβασης σε αυτήν τη διευκόλυνση μπορεί να είναι ακόμη πιο απλές. Εδώ εννοούμε ότι κάθε τράπεζα πρέπει να έχει ένα μεμονωμένο λογαριασμό διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης στο ΣΔΣΧ (λογαριασμός διακανονισμού). Με αυτό σύστημα η τράπεζα δεν χρειάζεται να κάνει αίτηση στην ΕΤτΣ για τη χρήση της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης, επειδή τυχόντα χρεωστικά υπόλοιπα στο τέλος της εργάσιμης ημέρας θεωρούνται αυτομάτως ως αίτημα για τη χρησιμοποίηση αυτής της διευκόλυνσης. Επίσης, όταν αναπτυχθεί η δευτερογενής αγορά των τίτλων του Δημοσίου και της ΕΤτΣ, η ΕΤτΣ μπορεί να εφαρμόσει τις περικοπές αποτίμησης στην αγοραία αξία των περιουσιακών στοιχείων που παρέχονται ως ασφάλεια, και σε τακτά χρονικά διαστήματα να κάνει αποτίμηση των υποκείμενων τίτλων σε τρέχουσες τιμές προκειμένου να διατηρηθεί το απαιτούμενο ποσό των τίτλων οι οποίοι παρέχονται από τις τράπεζες για την απόκτηση της ρευστότητας μέσω της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και των Π.Α.Α. (οι REPO συναλλαγές).

Τέλος, η επέκταση της προθεσμίας για αίτηση πρόσβασης στις πάγιες διευκολύνσεις στις 6.00 μ.μ. (30 λεπτά μετά το κλείσιμο του ΣΔΣΧ), είναι σημαντική από την άποψη ότι οι τράπεζες έχουν περισσότερο χρόνο για τις διατραπεζικές συναλλαγές. Έτσι, οι τράπεζες θα έχουν κίνητρα να είναι πιο δραστήριες στην αγορά χρήματος, αφού μετά το κλείσιμο του ΣΔΣΧ μπορεί να χρησιμοποιήσουν τις πάγιες διευκολύνσεις ως το «τελευταίο καταφύγιο» για τη διαχείριση της ρευστότητας, δηλαδή για την κάλυψη της θετικής θέσης στην ρευστότητα (διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων) ή για την κάλυψη της αρνητικής θέσης στη ρευστότητα (διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης).

Όσον αφορά το ρόλο της ΕΤτΣ στην ανάπτυξη της αγοράς χρήματος στη Σερβία, οι άλλες προτάσεις δεν ανήκουν αποκλειστικά στο τομέα της μονεταριστικής πολιτικής, αλλά τις θεωρούμε σημαντικές για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής.

Η εκτίμησή μας είναι ότι η ΕΤτΣ μαζί με άλλους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς, όπως είναι η Ένωση των Τραπεζών της Σερβίας, πρέπει να έχει κύριο ρόλο στον προσδιορισμό του τεχνικού πλαισίου το οποίο αφορά στον υπολογισμό και ανακοίνωση των βασικών διατραπεζικών επιτοκίων BEONIA και BELIBOR. Κατ' αρχήν, το διατραπεζικό επιτόκιο δανεισμού μίας ημέρας –

ΒΕΟΝΙΑ, θα έχει ιδιαίτερη σημασία για την ΕΤτΣ στην εφαρμογή της στρατηγικής καθορισμού άμεσου στόχου για τον πληθωρισμό, σε περίπτωση που το επιτόκιο αυτό είναι ο ενδιάμεσος στόχος της νομισματικής πολιτικής. Δεύτερον, εάν ο υπολογισμός και η ανακοίνωση των επιτοκίων ΒΕΟΝΙΑ και ΒΕΛΙΒΟΡ είναι στην αρμοδιότητα της ΕΤτΣ και της Ένωσης των Τραπεζών της Σερβίας, τότε αυτά τα βασικά διατραπεζικά επιτόκια θα είναι πιο «επίσημα» και «αντιπροσωπευτικά» από ό,τι είναι σήμερα. Αυτό είναι ιδιαίτερα σημαντικό για την απόκτηση της εμπιστοσύνης των συμμετεχόντων στην αγορά χρήματος, από την άποψη ότι μπορεί να χρησιμοποιούν τα επιτόκια αυτά στην ανάπτυξη των καινούργιων χρηματοπιστωτικών μέσων τα οποία βασίζονται σε αυτά τα επιτόκια. Επίσης η σημασία αυτής της πρότασης έγκειται στο γεγονός ότι ορισμένες προτάσεις μας, οι οποίες αφορούν στη βελτίωση της νομισματικής πολιτικής της ΕΤτΣ (καθορισμός του ενδιάμεσου στόχου της νομισματικής πολιτικής, στρατηγική καθορισμού άμεσου στόχου για τον πληθωρισμό, πολιτική επιτοκίων, βελτίωση των Π.Α.Α. της ΕΤτΣ) και στην ανάπτυξη των χρηματοπιστωτικών μέσων στις χρηματοοικονομικές αγορές (έκδοση χρεογράφων του Δημοσίου, ανάπτυξη των παράγωγων προϊόντων για τη διαχείριση του κινδύνου τιμής κλπ.) βασίζονται στα βασικά διατραπεζικά επιτόκια.

Σύμφωνα με την ανάπτυξη της διατραπεζικής αγοράς REPOS, η εκτίμησή μας είναι ότι η ΕΤτΣ, μαζί με την Ένωση των Σερβικών Τραπεζών, πρέπει να δημιουργήσουν το Γενικό Συμβόλαιο REPO για τις διατραπεζικές συναλλαγές το οποίο πρέπει να βασίζεται στα διεθνή πρότυπα. Επίσης, η ΕΤτΣ και η Ένωση των Σερβικών Τραπεζών μπορούν να εκδώσουν Κώδικα καλύτερης πρακτικής για τις συναλλαγές REPO (Code of Best Practice). Με αυτό το τρόπο οι συναλλαγές REPO θα είναι τυποποιημένες γεγονός που θα δώσει επιπρόσθετη ώθηση στην ανάπτυξη αυτής της αγοράς.

Τελικά, η ΕΤτΣ θα μπορούσε να ιδρύσει μία ανεπίσημη «λέσχη», που θα αποτελείται από τους εκπροσώπους των τραπεζών και της ΕΤτΣ. Αυτή η «λέσχη» θα ασχολείται με θέματα τα οποία αφορούν στην ανάπτυξη των χρηματοοικονομικών αγορών με ιδιαίτερη έμφαση στην αγορά χρήματος, το ρόλο της ΕΤτΣ στη διατραπεζική αγορά και τα προβλήματα τα οποία υπάρχουν στην αγορά χρήματος. Οι εκπρόσωποι της ΕΤτΣ και των τραπεζών πρέπει να έχουν τη δυνατότητα μία φορά το μήνα να συζητούν και να

ανταλλάσσουν γνώσεις και εμπειρίες σχετικά με τις εξελίξεις των χρηματοοικονομικών αγορών. Σημειωτέον ότι παρόμοιο «κλαμπ» υπάρχει σε κεντρικές τράπεζες, όπως είναι π.χ. στην ΕΚΤ.

15.1.1.2. Δημόσιο

Για να αναπτυχθεί η επενδυτική βάση, σε αυτήν τη φάση το Δημόσιο μπορεί να εκδώσει βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα χρεόγραφα με κυμαινόμενο επιτόκιο, ή με το επιτόκιο το οποίο είναι συνδεδεμένο με το Γενικό ΔΤΚ, ή με βραχυπρόθεσμα διατραπεζικά επιτόκια (BEONIA και BELIBOR), ή με το βασικό επιτόκιο της ΕΤτΣ, ώστε να απορροφηθεί η ρευστότητα από το τραπεζικό σύστημα και να υπάρξουν περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα στην αγορά. Με αυτό το τρόπο, επειδή ο πληθωρισμός στη Σερβία είναι υψηλός, διασφαλίζεται η θετική απόδοση των τίτλων αυτών στην ημερομηνία λήξης τους. Επίσης αυτό είναι ιδιαίτερα σημαντικό για την ανάπτυξη των μακροπρόθεσμων χρεογράφων σε δηνάρια, τα οποία μέχρι στιγμής δεν υπάρχουν στη Σερβική χρηματοοικονομική αγορά. Πρέπει να τονίσουμε ότι ο ρυθμός της ανάπτυξης της πρωτογενούς αγοράς των τίτλων του σέρβικου Δημοσίου θα εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από το ύψος του ελλείμματος του κρατικού προϋπολογισμού, ο οποίος τα τελευταία χρόνια μειώθηκε σημαντικά, που σημαίνει ότι το Δημόσιο δεν πρέπει να δανείζεται πολύ στη χρηματοοικονομική αγορά.

Για την ανάπτυξη της αγοράς των χρεογράφων του Δημοσίου είναι σημαντική η μεταρρύθμιση του συνταξιοδοτικού και ασφαλιστικού συστήματος. Το 2004 και 2005 ψηφίστηκαν ο Νόμος για το Ασφαλιστικό και ο Νόμος για τα εθελοντικά συνταξιοδοτικά κεφάλαια και συνταξιοδοτικά καθεστώτα. Επιπρόσθετη ώθηση για την ανάπτυξη της αγοράς των χρεογράφων του σέρβικου Δημοσίου θα μπορούσε να γίνει, εάν υπάρξει η υποχρέωση των ασφαλιστικών εταιρειών και των εταιρειών οι οποίες προσφέρουν εθελοντικά συνταξιοδοτικά προγράμματα να επενδύσουν ένα ορισμένο ποσοστό των κεφαλαίων τους στα επιλέξιμα χρεόγραφα του σερβικού Δημοσίου και της ΕΤτΣ.

Τέλος, στην ανάπτυξη της επενδυτικής βάσης των τίτλων του σερβικού Δημοσίου μπορεί να συνεισφέρει και η οργάνωση του συστήματος των Βασικών Διαπραγματευτών Αγοράς και των Δημιουργών Αγοράς. Όπως

απέδειξε η εμπειρία πολλών χωρών, αυτοί οι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί μπορεί να συνεισφέρουν στην ανάπτυξη της πρωτογενούς και της δευτερογενούς αγοράς τίτλων του Δημοσίου.

15.1.1.3. Κεντρικό Αποθετήριο

Όσον αφορά τις προτάσεις για το ρόλο του Κεντρικού Αποθετηρίου, οι οποίες βασίστηκαν στα διεθνείς πρότυπα, η πιο σημαντική είναι αυτή κατά την οποία η ΕΤΤΣ πρέπει να αναλάβει το ρόλο του χρηματοοικονομικού οργάνου που επιβλέπει, κανονίζει και εγκρίνει την λειτουργία του ΣΔΤ. Με αυτό το τρόπο η ΕΤΤΣ δεν θα διασφαλίζει μόνο την ομαλή λειτουργία για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής (οι Π.Α.Α. και η διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης) αλλά γενικότερα θα συνεισφέρει στην ανάπτυξη των χρηματοοικονομικών αγορών. Επίσης, με το ρόλο αυτό, η ΕΤΤΣ μπορεί να συνεισφέρει στην συγκράτηση του συστηματικού κινδύνου ο οποίος κατά την εκτίμησή μας υπάρχει, κυρίως λόγω του γεγονότος ότι η εκκαθάριση των χρηματικών ποσών δεν πραγματοποιείται με τα «χρήματα της Κεντρικής Τράπεζας». Για το λόγο αυτό κρατήσαμε μία επιφύλαξη κατά την οποία το σημερινό ΣΔΤ μπορεί να είναι επιτυχημένο στο άμεσο μέλλον, στο οποίο θα αυξηθεί ο αριθμός των συναλλαγών στις χρηματοοικονομικές αγορές, και τα χρηματοπιστωτικά μέσα θα είναι πιο αναπτυγμένα από ότι είναι σήμερα. Μια «μεσαία» λύση μπορεί να είναι το Κεντρικό Αποθετήριο να κρατήσει το σημερινό τρόπο της λειτουργίας του ΣΔΤ (το “Autonomous model”), αλλά η ΕΤΤΣ να αναλάβει τον ρόλο του χρηματοοικονομικού οργάνου που ελέγχει τη λειτουργία του. Τέλος, η γνώμη μας είναι ότι στο Νόμο της Αγοράς των αξιογράφων και άλλων χρηματοπιστωτικών μέσων πρέπει να οριστεί ο ρόλος της ΕΤΤΣ έναντι του ΣΔΤ του Κεντρικού Αποθετηρίου, ώστε η ΕΤΤΣ να μπορέσει να το επιβλέπει, να ρυθμίζει και εγκρίνει τη λειτουργία του. Θεωρούμε το ότι με τον καινούργιο ρόλο της, η ΕΤΤΣ μπορεί να βοηθήσει στην καλύτερευση της λειτουργίας του ΣΔΤ, και να προτείνει λύσεις οι οποίες θα ελαττώσουν το συστηματικό κίνδυνο.

Η γνώμη μας είναι ότι το Κεντρικό Αποθετήριο πρέπει να εφαρμόσει το σύστημα ταυτόχρονης παράδοσης και πληρωμής – DVP1, με το οποίο θα εκτελείται η ακαθάριστη παράδοση τίτλων και χρηματικής αξίας σε συνεχή

χρόνο (συνδέεται για κάθε συναλλαγή). Αυτό το σύστημα είναι ιδιαίτερα σημαντικό για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής μέσω των Π.Α.Α. και μπορεί να διευκολύνει τις τράπεζες στη διαχείριση των αποθεματικών τους.

Τέλος, επισημαίνουμε ότι το Κεντρικό Αποθετήριο πρέπει να δημοσιεύσει ένα ερωτηματολόγιο - «Disclosure Framework for Securities Settlement System», που θα διευκολύνει τους επενδυτές να αξιολογήσουν το συστηματικό κίνδυνο και το κόστος που αφορά τις υπηρεσίες του ΣΔΤ. Αυτό το ερωτηματολόγιο είναι τυποποιημένο, και όπως έδειξε η έρευνά μας το ανακοινώνει σχεδόν κάθε Κεντρικό Αποθετήριο ή το ΣΔΤ.

15.1.2. ΔΕΥΤΕΡΗ ΦΑΣΗ

15.1.2.1. Οργανωμένη Διαπραπειακή Αγορά Χρήματος

Στην δεύτερη φάση, προτείνουμε να οριστεί το νομοθετικό, ρυθμιστικό και τεχνικό πλαίσιο της λειτουργίας της Οργανωμένης Διαπραπειακής Αγοράς Χρήματος (ΟΔΑΧ). Θεωρούμε ότι η οργανωμένη διαπραπειακή αγορά θα συντελέσει πολύ στην ανάπτυξη των χρηματοπιστωτικών μέσων και γενικότερα στην ανάπτυξη της αγοράς χρήματος. Η πρόταση αυτή βασίζεται στην ανάλυση της λειτουργίας των οργανωμένων αγορών στις οποίες διαπραγματεύονται βραχυπρόθεσμα χρηματοπιστωτικά μέσα, όπως είναι το e-MID, το e-MIDER, το BrokerTec, το EuroMTS, το Euronext, το Chicago Mercantile Exchange, το Eurex και το EurexRepo. Επίσης, στην ανάλυση χρησιμοποιήσαμε τα αποτελέσματα της έρευνας που κάναμε σχετικά με τα χρηματοπιστωτικά μέσα και τη σημασία τους στην αγορά χρήματος στη Σερβία. Στην ανάλυση είχαμε υπόψη μας και την εμπειρία που είχε σχέση με τη λειτουργία της αγοράς χρήματος στην Γιουγκοσλαβία στη δεκαετία του '80 και του '90.

Η εκτίμησή μας είναι ότι η ΟΔΑΧ θα αποτελέσει σημαντική ώθηση στην ανάπτυξη των διαπραπειακών συναλλαγών και των βραχυπρόθεσμων χρηματοπιστωτικών μέσων. Πρώτον, επειδή υπάρχει έλλειψη τεχνογνωσίας σε αρκετές τράπεζες, ιδιαίτερα στα καινούργια χρηματοπιστωτικά μέσα, αυτή η αγορά θα έχει πολύ εκπαιδευτικό χαρακτήρα. Δεύτερον, η οργανωμένη διαπραπειακή αγορά θα συνεισφέρει στην ανάπτυξη των συναλλαγών οι οποίες

θεωρούνται περίπλοκες και αποτελούν μεγάλο πιστωτικό κίνδυνο - τα REPOS και τα βραχυπρόθεσμα παράγωγα. Τρίτον, οι συμμετέχοντες θα έχουν πρόσβαση στα διάφορα χρηματοπιστωτικά μέσα που προσφέρουν τη δυνατότητα πιο αποτελεσματικής διαχείρισης της ρευστότητας και του κινδύνου από ότι είναι σήμερα. Από την άλλη πλευρά, οι τράπεζες θα επινοήσουν καινούργιες υπηρεσίες και προϊόντα στους πελάτες τους, επειδή οι επιχειρήσεις, οι επενδυτικές εταιρείες, οι εταιρείες αμοιβαίων κεφαλαίων, οι ασφαλιστικές εταιρείες και τελικά τα φυσικά πρόσωπα μπορούν μέσω των τραπεζών να συμμετέχουν στις διατραπεζικές συναλλαγές στην οργανωμένη αγορά χρήματος. Αυτό θα συντελέσει πολύ στην ανάπτυξη της βάσης των επενδυτών, που είναι σημαντικό για την ανάπτυξη της αγοράς χρήματος. Επίσης η ΟΔΑΧ θα συνεισφέρει η ΕΤτΣ να είναι πιο αποτελεσματική στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής, ιδιαίτερα στην εφαρμογή της στρατηγικής καθορισμού στόχου για τον πληθωρισμό. Τέλος, η αναπτυσσόμενη αγορά χρήματος είναι βασική για την περαιτέρω ανάπτυξη της αγοράς κεφαλαίου.

Η γνώμη μας είναι ότι η ΟΔΑΧ πρέπει να λειτουργεί ως ανώνυμη εταιρεία η οποία θα ιδρυθεί από την Εθνική Τράπεζα της Σερβίας, την Ένωση των Τραπεζών της Σερβίας, από τις τράπεζες, και από το κράτος. Αργότερα, που θα εξαρτάται πολύ από την αποτελεσματικότητα της λειτουργίας αυτής της αγοράς, η ΟΔΑΧ μπορεί πλήρως να ιδιωτικοποιηθεί. Οι κύριοι συμμετέχοντες – τα μέλη στην ΟΔΑΧ θα είναι οι τράπεζες, όμως στο μέλλον δεν πρέπει να αποκλείσουμε τη δυνατότητα να συμμετέχουν άμεσα σε αυτήν τη αγορά και οι ασφαλιστικές εταιρείες, οι εταιρίες αμοιβαίων κεφαλαίων, οι διαπραγματευτές της αγοράς κλπ. Σχετικά με τη συμμετοχή της ΕΤτΣ, αυτή θα συμμετέχει μόνο στη αγορά (στο τομέα της αγοράς) στην οποία διενεργούνται οι Π.Α.Α. Επίσης, το Γενικό Λογιστήριο του Κράτους θα συμμετέχει στη πρωτογενή αγορά στην οποία θα οργανώνονται οι δημοπρασίες των χρεογράφων. Το Γενικό Λογιστήριο του Κράτους, μπορεί να έχει πρόσβαση και σε άλλες αγορές της ΟΔΑΧ. Έτσι, το Γενικό Λογιστήριο του Κράτους μπορεί σε κάποια φάση, όταν η αγορά χρήματος θα είναι πιο αναπτυσσόμενη, να διενεργεί μη ασφαλισμένες και ασφαλισμένες συναλλαγές, καθώς και συναλλαγές με παράγωγα προϊόντα στην αγορά χρήματος.

Η πρότασή μας αφορά στη συνεργασία των κυρίαρχων χρηματοοικονομικών φορέων της χώρας, όπως είναι η Εθνική Τράπεζα της

Σερβίας, η Ένωση των Τραπεζών της Σερβίας, το Υπουργείο Οικονομικών – το Γενικό Λογιστήριο του Κράτους, οι τράπεζες για τη δημιουργία του νομοθετικού και ρυθμιστικού πλαισίου της ΟΔΑΧ. Σχετικά με το νομοθετικό πλαίσιο, συνιστούμε να ψηφιστεί Νόμος για την Αγορά Χρήματος ο οποίος πρέπει να περιέχει τα βασικά χαρακτηριστικά για τη λειτουργία της αγοράς χρήματος όπως είναι: ο προσδιορισμός των χρηματοπιστωτικών μέσων τα οποία διαπραγματεύονται στην αγορά χρήματος, διοργάνωση της αγοράς χρήματος σαν ΟΔΑΧ, επίβλεψη της ΟΔΑΧ, συμμετοχή της ΕΤΤΣ και του Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους στην ΟΔΑΧ, ενώ το ρυθμιστικό πλαίσιο αφορά τη λειτουργία της ΟΔΑΧ όπως είναι: το Γενικό συμβόλαιο το οποίο καθορίζει δικαιώματα και υποχρεώσεις των συμμετεχόντων, το Γενικό Συμβόλαιο του REPO και ο Κώδικας της καλύτερης πρακτικής για τις συναλλαγές REPOS (Code of Best Practice), οι τύποι των αγορών, οι όροι συμμετοχής, οι τύποι των συμβάσεων οι οποίες διαπραγματεύονται σε κάθε αγορά (σε κάθε χρηματοπιστωτικό μέσο), οι κανόνες λειτουργίας του ΑΣΗΣ και του Οργανισμού Εκκαθάρισης των συναλλαγών, τα όργανα και επιτροπές, η λειτουργία της Επιτροπής των κριτών (Board of Arbiters), η επίβλεψη των διαπραγματεύσεων των συναλλαγών, ο προσδιορισμός του πιστωτικού ορίου για κάθε συμμετέχοντα, τα μέτρα ελέγχου κίνδυνου αδυναμίας πληρωμής, οι διαδικασίες ελέγχου της τήρησης του κανονισμού, η ανταλλαγή των πληροφοριών με τους συμμετέχοντες στην αγορά χρήματος και με το χρηματοοικονομικό θεσμό, ο οποίος επιβλέπει τη λειτουργία της αγοράς χρήματος (ΕΤΤΣ) κλπ.

Οι κύριοι συμμετέχοντες – τα μέλη στην ΟΔΑΧ θα είναι οι τράπεζες, όμως στο μέλλον δεν πρέπει να αποκλείσουμε τη δυνατότητα να συμμετέχουν άμεσα σε αυτήν τη αγορά και οι ασφαλιστικές εταιρείες, οι εταιρίες αμοιβαίων κεφαλαίων, οι διαπραγματευτές της αγοράς κλπ.

Σχετικά με τη συμμετοχή της ΕΤΤΣ, αυτή θα συμμετέχει μόνο στην αγορά (στο τομέα της αγοράς) στην οποία διενεργούνται οι Π.Α.Α. Επίσης, το Γενικό Λογιστήριο του Κράτους θα συμμετέχει στην πρωτογενή αγορά στην οποία θα οργανώνονται οι δημοπρασίες των χρεογράφων. Το Γενικό Λογιστήριο του Κράτους μπορεί σε κάποια φάση, όταν η αγορά χρήματος θα είναι πιο αναπτυγμένη, να διενεργεί μη ασφαλισμένες και ασφαλισμένες συναλλαγές, καθώς και συναλλαγές με παράγωγα προϊόντα στην αγορά

χρήματος. Όμως, η συμμετοχή του μπορεί να είναι περιορισμένη ή να γίνεται υπό ορισμένες προϋποθέσεις, ώστε οι δραστηριότητές του να μην έχουν αρνητική επίδραση στις εξελίξεις της αγοράς.

Η πρότασή μας αφορά τη λειτουργία μερικών αγορών στην ΟΔΑΧ μέσω του ολοκληρωμένου αυτόματου συστήματος ηλεκτρονικών συναλλαγών στο οποίο θα διαπραγματεύονται τα χρηματοπιστωτικά μέσα, όπως είναι:

- Η αγορά των διατραπεζικών καταθέσεων προθεσμίας,
- Η αγορά REPOS, στην οποία θα υπάρχει και αγορά για τα Special REPOS (δανειοδοσία τίτλων),
- Η αγορά συναλλάγματος η οποία θα αποτελείται από τις αγορές: FIXING¹⁹³, SPOT¹⁹⁴, FUTURES και OPTIONS, FX SWAP.
- Η αγορά SWAP επιτοκίου (Interest rate SWAP) και SWAP επιτοκίου μίας ημέρας (Overnight indexed SWAP),
- Οι Π.Α.Α. της ΕΤτΣ,
- Η πρωτογενής και δευτερογενής αγορά των έντοκων γραμματίων και ομολόγων του σερβικού Δημοσίου.

Ο προσδιορισμός των κατηγοριών αγορών βασίζεται στη σημασία που έχουν σήμερα τα χρηματοπιστωτικά μέσα στη διαχείριση ρευστότητας και κινδύνου για τους συμμετέχοντες της ΟΔΑΧ. Για το λόγο αυτό, οι προτάσεις μας αφορούν τα βασικά χρηματοπιστωτικά μέσα της αγοράς χρήματος τα οποία είναι σημαντικά για την ανάπτυξη της αγοράς χρήματος σε δηνάρια, της αγοράς ξένου συναλλάγματος και της αγοράς των βραχυπρόθεσμων χρηματοπιστωτικών μέσων.

Επίσης, μέσω του ολοκληρωμένου αυτόματου συστήματος ηλεκτρονικών συναλλαγών θα διενεργούνται όλες οι διαδικασίες του Οργανισμού Εκκαθάρισης οι οποίες αφορούν διαδικασίες εκκαθάρισης των συναλλαγών και διαδικασίες διαχείρισης κινδύνου. Με το σύστημα αυτό η ΟΔΑΧ πρέπει να είναι συνδεδεμένη, με το ΣΔΣΧ την ΕΤτΣ, με το BELEX και με το Κεντρικό Αποθετήριο. Σε κάθε αγορά πρέπει να υπάρχουν τυποποιημένες συμβάσεις που σημαίνει ότι οι συμμετέχοντες μπορούν να διαπραγματεύονται

¹⁹³ Η διατραπεζική αγορά συναλλάγματος στην οποία η ΕΤτΣ παρεμβαίνει με την πώληση ή με την αγορά ξένου συναλλάγματος (του ευρώ), και στην οποία προσδιορίζεται η μέση τιμή της συναλλαγματικής ισοτιμίας

¹⁹⁴ Η διατραπεζική αγορά συναλλάγματος στην οποία οι τράπεζες διαπραγματεύονται ξένο συνάλλαγμα (το ευρώ).

μόνο αυτές. Στον προσδιορισμό της χρονικής διάρκειας των τυπικών συμβάσεων αναλύσαμε ορισμένες οργανωμένες αγορές, όπως είναι το e-MID, το e-MIDER, το Euronext, το EurexREPO, και το Chicago Mercantile Exchange.

Στην ΟΔΑΧ οι τόκοι πρέπει να λογίζονται για τον πραγματικό αριθμό των συναπτων («ημερολογιακών») ημερών κατά τις οποίες παρέχεται πίστωση με βάση το έτος των 360 ημερών (act/360) με τη μέθοδο του απλού επιτοκίου. Εκτός από τα διαπραπειαζικά επιτόκια στις καταθέσεις προθεσμίας - το BEONIA και το BELIBOR, στην περαιτέρω ανάπτυξη της διαπραπειαζικής αγοράς πρέπει να αναπτυχθούν οι δείκτες αναφοράς στις διαπραπειαζικές ασφαλισμένες συναλλαγές (REPOS) και στις συναλλαγές SWAPS που θα δώσει τη δυνατότητα καλύτερης αξιολόγησης της πορείας και των χαρακτηριστικών των αγορών αυτών. Η ΟΔΑΧ θα μπορεί η ίδια να αναλάβει τον ρόλο σχετικά με τον υπολογισμό και την ανακοίνωση αυτών των διαπραπειαζικών επιτοκίων.

Σύμφωνα με τις ώρες λειτουργίας της ΟΔΑΧ, αυτές πρέπει να είναι συντονισμένες με τη λειτουργία του ΣΔΣΧ της ΕΤΤΣ, πού είναι από τις 9 π.μ. μέχρι τις 5.30 μ.μ., ώστε οι τράπεζες να εκμεταλλεύονται όσο το δυνατόν πιο πολύ τη λειτουργία του ΣΔΣΧ για τις διαπραπειαζικές συναλλαγές. Δεν είναι απαραίτητο να λειτουργεί όλο το ωράριο για όλες τις κατηγορίες αγορών. Αυτό εξαρτάται κυρίως από τον βαθμό ανάπτυξης των αγορών στην ΟΔΑΧ. Έτσι, προβλέπουμε ότι στην αρχή της λειτουργίας της ΟΔΑΧ, το μεγαλύτερο ενδιαφέρον θα υπάρξει για την αγορά των διαπραπειαζικών καταθέσεων, η οποία μπορεί να είναι ανοιχτή σχεδόν όλο το ωράριο της λειτουργίας της ΟΔΑΧ, ενώ το μικρότερο ενδιαφέρον θα υπάρξει για τις αγορές στις οποίες διαπραγματεύονται τα FUTURES και τα SWAPS και μπορούν να λειτουργούν μόνο μερικές ώρες. Το ωράριο της λειτουργίας των αγορών, στις οποίες διενεργούνται οι Π.Α.Α. της ΕΤΤΣ και δημοπρασίες χρεογράφων του σέρβικου Δημοσίου, θα εξαρτάται από τις ανάγκες της ΕΤΤΣ και του Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους. Το ωράριο της λειτουργίας των αγορών μπορεί να αλλάζει, ανάλογα με τις τρέχουσες εξελίξεις και ανάγκες των συμμετεχόντων, πράγμα που αποφασίζεται από το αρμόδιο όργανο της ΟΔΑΧ.

15.1.2.2. Δημόσιο

Η εκτίμησή μας είναι ότι σε αυτήν τη φάση ότι ο καινούριος Νόμος ο οποίος αφορά τη λειτουργία των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, ο οποίος από το Σεπτέμβριο του 2005 είναι στη διαδικασία ψήφισης, μπορεί να συνεισφέρει στην ανάπτυξη της βάσης των επενδυτών για τους τίτλους του Σερβικού Δημοσίου, όπως είναι η συμμετοχή των μικρών και θεσμικών επενδυτών. Το Γενικό Λογιστήριο του Κράτους θα μπορούσε σε αυτήν τη φάση να κάνει όλες τις απαραίτητες νομοθετικές, οργανωτικές και τεχνικές προετοιμασίες για τη διενέργεια των μη ασφαλισμένων και ασφαλισμένων συναλλαγών, καθώς και συναλλαγών οι οποίες αφορούν στη διαχείριση του κινδύνου (επενδύσεις σε παράγωγα προϊόντα) στην ΟΔΑΧ.

Τέλος, στη δεύτερη φάση συστήνουμε να προετοιμαστεί το νομοθετικό και ρυθμιστικό πλαίσιο ώστε να ιδρυθεί ένας ανεξάρτητος φορέας πιστωτικής αξιολόγησης, ο οποίος θα αξιολογεί τον πιστωτικό κίνδυνό του βραχυπρόθεσμου και μακροπρόθεσμου τίτλου. Η λειτουργία του φορέα πιστωτικής αξιολόγησης θα δώσει «πρόσθετη» ώθηση στην ανάπτυξη της αγοράς των εμπορικών χρεογράφων και των ομολόγων στη Σερβία.

Στην ίδρυση αυτού του φορέα μπορεί να συμμετέχουν όλοι οι σημαντικοί χρηματοοικονομικοί φορείς, όπως είναι: το Υπουργείο Οικονομίας, η ΕΤΤΣ, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, το Χρηματιστήριο κλπ. Η λειτουργία του φορέα πιστωτικής αξιολόγησης μπορεί να βασιστεί στη λειτουργία του σημερινού τμήματος της Εθνικής Τράπεζας της Σερβίας το οποίο από το 2004 επεξεργάζεται τα λογιστικά στοιχεία των νομικών προσώπων και τα ανακοινώνει μέχρις ότου τις αρμοδιότητές του και τα καθήκοντα αυτά αναλάβει κάποιος άλλος οικονομικός φορέας ή νομικό πρόσωπο, όπως ορίζεται στο Νόμο για τις συναλλαγές πληρωμών. Επίσης η λειτουργία του ανεξάρτητου φορέα πιστωτικής αξιολόγησης θα ήταν παρόμοια με τη λειτουργία των διεθνών εξειδικευμένων φορέων αξιολόγησης (*international credit agencies*), όπως είναι: το *Fitch*, το *Standard & Poor's* και το *Moody's*, που σημαίνει ότι θα παρέχει κάποια εκτίμηση σχετικά με τη δυνατότητα του οικονομικού φορέα ή της έκδοσης ενός τίτλου να εκπληρώνει τις οικονομικές υποχρεώσεις εγκαίρως, όπως είναι τα κουπόνια, τα μερίσματα και η εξόφληση της ονομαστικής αξίας του τίτλου. Αυτός ο φορέας πιστωτικής αξιολόγησης θα

παρέχει απόψεις και όχι συστάσεις σχετικά με την επένδυση. Η άλλη εναλλακτική λύση είναι ότι κάποιος από τους πιο γνωστούς διεθνείς εξειδικευμένους φορείς αξιολόγησης μπορεί να ξεκινήσει εργασίες του στη Σερβία, που κατά την γνώμη μας είναι απαραίτητη η υποστήριξη από την κυβέρνηση.

15.1.2.3. Εθνική Τράπεζα της Σερβίας

Σε αυτήν την φάση η ΕΤτΣ μπορεί να προσθέσει, πράγμα που είναι απαραίτητο για την ανάπτυξη των συναλλαγών των παράγωγων, στο σημερινό Κλαδικό Λογιστικό Σχέδιο Τραπεζών και Κλαδικό Λογιστικό Σχέδιο της Εθνικής Τράπεζας της Σερβίας τους καινούργιους λογαριασμούς ώστε να μπορέσουν οι συναλλαγές των τυπικών παράγωγων προϊόντων της αγοράς χρήματος (συμβάσεις νομισμάτων και συμβάσεις επιτοκίων – SWAP, FUTURES, OPTIONS) να καταγράφονται λογιστικά.

15.1.3. ΤΡΙΤΗ ΦΑΣΗ

15.1.3.1. Οργανωμένη Διατραπεζική Αγορά Χρήματος

Η τρίτη φάση, είναι για την έναρξη της λειτουργίας της Οργανωμένης Διατραπεζικής Αγοράς Χρήματος στην οποία θα διενεργηθούν πρώτα συναλλαγές με τα χρηματοπιστωτικά μέσα που έχουν τη μεγαλύτερη σημασία στην καθημερινή διαχείριση της ρευστότητας και του κινδύνου για τους συμμετέχοντες στην ΟΔΑΧ. Έτσι, στην ΟΔΑΧ είναι σημαντικό να αρχίσει να λειτουργεί η αγορά των διατραπεζικών καταθέσεων καθώς και ο μηχανισμός του υπολογισμού των βασικών διατραπεζικών επιτοκίων. Στη φάση αυτή, επίσης, θα μπορέσει να γίνει η «συγχώνευση» του ΑΣΗΣ της ΟΔΑΧ με διάφορα ηλεκτρονικά συστήματα όπως είναι το ΣΗΣΤ της ΕΤτΣ για τις Π.Α.Α., το ΑΣΗΣ για τη διατραπεζική αγορά συναλλάγματος της ΕΤτΣ (“fixing”), και το ΑΣΗΣ για την πρωτογενή αγορά έντοκων γραμματίων του σέρβικου Δημοσίου, επειδή τα χρηματοπιστωτικά μέσα τα οποία διαπραγματεύονται μέσω των σημερινών ΑΣΗΣ είναι γνωστά στους χρήστες. Αργότερα θα εισαχθούν η αγορά REPOS και η αγορά SPOT για διατραπεζικές συναλλαγές σε ευρώ.

15.1.3.2. Δημόσιο

Το Γενικό Λογιστήριο του Κράτους μπορεί στη φάση αυτή, στην οποία υποτίθεται ότι θα είναι πιο αναπτυγμένη η πρωτογενής αγορά των τίτλων του Δημοσίου από ότι είναι σήμερα, να εγκαταστήσει το σύστημα των Βασικών Διαπραγματευτών Αγοράς οι οποίοι αναλαμβάνουν κοινές υποχρεώσεις και παρέχουν εξειδικευμένες υπηρεσίες στην πρωτογενή και δευτερογενή αγορά χρεογράφων του Δημοσίου. Έτσι ο θεσμός των Βασικών Διαπραγματευτών Αγοράς θα έχει σημαντικό ρόλο στην ανάπτυξη της επενδυτικής βάσης των τίτλων του Σερβικού Δημοσίου και στην ανάπτυξη της δευτερογενούς αγοράς. Το σύστημα αυτό θα μπορέσει να εφαρμοστεί όταν επιτραπεί στους ξένους επενδυτές να επενδύσουν και στα βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα του σέρβικου Δημοσίου.

Στην ανάπτυξη της επενδυτικής βάσης των τίτλων του σερβικού Δημοσίου μπορεί να συνεισφέρει και η οργάνωση του συστήματος των Βασικών Διαπραγματευτών Αγοράς, οι οποίοι αναλαμβάνουν κοινές υποχρεώσεις και παρέχουν εξειδικευμένες υπηρεσίες στην πρωτογενή αγορά χρεογράφων του Δημοσίου. Επίσης, οι Βασικοί Διαπραγματευτές Αγοράς μπορεί να συμμετέχουν στην αγορά χρεογράφων του Δημοσίου ως «Δημιουργοί Αγοράς». Ο ρόλος των Δημιουργών Αγοράς είναι ιδιαίτερα σημαντικός στην εύρυθμη λειτουργία της δευτερογενούς αγοράς χρεογράφων του Δημοσίου επειδή ανά πάσα στιγμή είναι σε θέση να διαπραγματευθούν την αγοραπωλησία χρεογράφων του Δημοσίου στη δευτερογενή αγορά. Όπως απέδειξε η εμπειρία πολλών χωρών, οι Βασικοί Διαπραγματευτές Αγοράς μπορεί να συνεισφέρουν στην ανάπτυξη της πρωτογενής και της δευτερογενής αγοράς τίτλων του Δημοσίου.

15.1.3.3. Εθνική Τράπεζα της Σερβίας

Για να «ενθαρρύνει» τις συναλλαγές στην αγορά χρήματος, η ΕΤΤΣ θα μπορούσε να συστήσει καινούργιο συντελεστή υποχρεωτικών αποθεματικών ο οποίος θα είναι μικρότερος στις υποχρεώσεις που προέρχονται από τα δάνεια και χρεόγραφα, τα οποία είναι συνδεδεμένα με τα διατραπεζικά επιτόκια BEONIA ή BELIBOR, από το αντίστοιχο το οποίο είναι για υποχρεώσεις που

είναι συνδεδεμένες με συναλλαγματική ισοτιμία. Αυτό θα μπορούσε να είναι ένα επιπρόσθετο κίνητρο για τις τράπεζες για να αναπτύξουν μεγαλύτερη δραστηριότητα στη διατραπεζική αγορά και έτσι να μειωθεί η δολαριοποίηση.

15.1.4. ΤΕΤΑΡΤΗ ΦΑΣΗ

15.1.4.1. Οργανωμένη Διατραπεζική Αγορά Χρήματος

Στην τέταρτη φάση, θα ξεκινήσουν οι συναλλαγές στην αγορά FUTURES σε ευρώ και δηνάρια, και στην αγορά SWAP τις οποίες θεωρούμε ως οι πιο περίπλοκες στην ΟΔΑΧ. Με τις συναλλαγές αυτές θα υπάρξουν τα βασικότερα χρηματοπιστωτικά μέσα στην ΟΔΑΧ τα οποία είναι σημαντικά για την καθημερινή διαχείριση της ρευστότητας και του κινδύνου.

15.1.4.2. Δημόσιο

Στη συνέχεια, το Γενικό Λογιστήριο του Κράτους μπορεί να προετοιμάσει, μαζί με το BELEX, το Κεντρικό Αποθετήριο και την ΕΤΤΣ, όλες τις απαραίτητες νομοθετικές, ρυθμιστικές και τεχνολογικές προϋποθέσεις για την έναρξη της λειτουργίας της δευτερογενούς αγοράς τίτλων του σέρβικου Δημοσίου η οποία μπορεί να οργανωθεί στο BELEX και θα συνδεθεί με το ΑΣΗΣ της ΟΔΑΧ. Σχετικά με τις προηγούμενες προτάσεις η εκτίμησή μας είναι ότι στη φάση αυτή οι χρηματοοικονομικές αγορές θα είναι πιο αναπτυγμένες από ότι είναι σήμερα, που σημαίνει ότι θα υπάρχει μια ορισμένη ποικιλία χρεογράφων του Δημοσίου και χρεογράφων των νομικών προσώπων (τραπεζών, επιχειρήσεων, ασφαλιστικών εταιρειών κλπ.). Έτσι το Κεντρικό Αποθετήριο μπορεί να εφαρμόσει το αυτόματο σύστημα δανειοδοσίας τίτλων (ΑΣΔΤ), το οποίο ελαττώνει το συστηματικό κίνδυνο στη διαδικασία του διακανονισμού των συναλλαγών. Το ΑΣΔΤ είναι πολύ χρήσιμο εργαλείο που μπορεί να προωθήσει τις συναλλαγές με τα χρεόγραφα στη χρηματιστηριακή και την εξωχρηματιστηριακή αγορά.

15.1.4.3. Εθνική Τράπεζα της Σερβίας

Στο τέλος, η εκτίμησή μας είναι ότι, όταν οι χρηματοοικονομικές αγορές και ιδιαίτερα η διατραπεζική αγορά χρήματος θα είναι πιο αναπτυγμένες από ότι είναι σήμερα, ο πληθωρισμός πιο χαμηλός και η μεταρρύθμιση του βιομηχανικού και τραπεζικού συστήματος θα έχει ολοκληρωθεί, θα μπορεί να εφαρμοστεί η στρατηγική καθορισμού άμεσου στόχου για τον πληθωρισμό. Επίσης, θεωρούμε ότι η στρατηγική αυτή θα είναι πιο αποτελεσματική, εάν η ΕΤΤΣ καταφέρει να συγκρατήσει αύξηση των νομισματικών μεγεθών. Για το λόγο αυτό θεωρούμε ότι είναι σημαντικό να εφαρμοστούν οι προτάσεις που αφορούν τον προσδιορισμό των ενδιάμεσων στόχων της νομισματικής πολιτικής. Το κύριο χαρακτηριστικό της στρατηγικής αυτής είναι ότι το επιτόκιο, ως μέσο νομισματικής πολιτικής, θα πρέπει να προσαρμόζεται σε άμεση συνάρτηση με τις τρέχουσες μεταβολές του (πυρήνα του) πληθωρισμού ή, ακόμη πιο σημαντικό, με τις μεταβολές του αναμενόμενου πληθωρισμού. Έτσι, ως κυρίως ενδιάμεσος στόχος της νομισματικής πολιτικής της ΕΤΤΣ, όπως και σε άλλες αναπτυγμένες χώρες, πρέπει να είναι το βραχυπρόθεσμο διατραπεζικό επιτόκιο πίστωσης διάρκειας μίας ημέρας – ΒΕΟΝΙΑ, στο οποίο είναι το μεγαλύτερο ποσοστό των συναλλαγών στη διατραπεζική αγορά στη Σερβία.

15.2. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Από το τέλος του 2000 μέχρι το 2005, στη Σερβία έχουν γίνει βασικές μεταρρυθμίσεις στο χρηματοοικονομικό σύστημα, με ιδιαίτερη έμφαση στο τραπεζικό σύστημα. Συγκρίνοντας τα αποτελέσματα ανάπτυξης της αγοράς χρήματος στη Σερβία μέχρι το 2000 και από το 2000 μέχρι 2005, προκύπτει σαφώς ότι χωρίς πραγματικές και ριζικές μεταρρυθμίσεις του πολιτικού και οικονομικού συστήματος που να βασίζονται στη δομή και τις αξίες της αγοραίας οικονομίας, δεν μπορεί να αναπτυχθούν οι χρηματοοικονομικές αγορές. Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι η αγορά χρήματος στη Σερβία δεν είναι αρκετά αναπτυγμένη, είναι «ρηχή» και κατακερματισμένη. Επίσης, αυτά τα αποτελέσματα απέδειξαν ότι χρειάζεται στρατηγική προσέγγιση σχετικά με την ανάπτυξη της αγοράς χρήματος μέσα στα επόμενα χρόνια. Η στρατηγική αυτή πρέπει να βασίζεται στη στενή συνεργασία ανάμεσα στους κυρίαρχους χρηματοοικονομικούς θεσμούς της χώρας, όπως είναι η ΕΤΤΣ, το Δημόσιο - το Γενικό Λογιστήριο του Κράτους, η Ένωση των Τραπεζών της Σερβίας, το Κεντρικό Αποθετήριο.

Οι έρευνες που κάναμε τελικά απέδειξαν ότι η ΕΤΤΣ πρέπει να πάρει πρωτοβουλία σε αυτήν τη στρατηγική λόγω της σημασίας που έχει η αγορά χρήματος για το μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής μέσω του οποίου οι πράξεις της νομισματικής πολιτικής επηρεάζουν την οικονομία και ειδικότερα το επίπεδο των τιμών. Έτσι, όσο πιο αναπτυγμένη είναι η αγορά χρήματος τόσο οι αποφάσεις της νομισματικής πολιτικής - ιδιαίτερα αυτές που αφορούν μεταβολές στο επιτόκιο πολιτικής ή στη νομισματική βάση, οδηγούν πιο αποτελεσματικά σε μεταβολές στις συνθήκες των χρηματοοικονομικών αγορών και σε μεταβολές στην ονομαστική δαπάνη των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων για αγαθά και υπηρεσίες. Επίσης, για να γίνει πιο αποτελεσματικός ο μηχανισμός μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής, η ΕΤΤΣ πρέπει να εφαρμόσει τη στρατηγική καθορισμού άμεσου στόχου για τον πληθωρισμό, η οποία θα συνεισφέρει οι χρηματοοικονομικές αγορές και γενικότερα οι οικονομικοί φορείς στη Σερβία να αντιλαμβάνονται τους στόχους της νομισματικής πολιτικής. Όμως η στρατηγική αυτή βασίζεται πολύ στον βαθμό ανάπτυξης των χρηματοοικονομικών αγορών με ιδιαίτερη έμφαση στην

αγορά χρήματος. Για το λόγο αυτό η ΕΤΤΣ δεν πρέπει να επικεντρώνεται μόνο στην ανάπτυξη των μέσων της νομισματικής πολιτικής, αλλά να αναπτύσσει μεγαλύτερη δραστηριότητα σε διάφορους χρηματοοικονομικούς τομείς που αφορούν στην ανάπτυξη της αγοράς χρήματος. Έτσι, προσδιορίσαμε τις προτάσεις οι οποίες πρέπει να εφαρμοστούν σταδιακά σε μερικές φάσεις και δεν αφορούν μόνο τα μέσα νομισματικής πολιτικής, αλλά και την ανάπτυξη των χρηματοπιστωτικών μέσων στην αγορά χρήματος, τα διατραπεζικά επιτόκια, την ανάπτυξη της βάσης των επενδυτών, την ανάπτυξη των τραπεζικών προϊόντων κλπ.

Τα αποτελέσματα της έρευνας περισσότερο προσδιορίζουν ένα πλαίσιο μέσω του οποίου η αγορά χρήματος μπορεί να ανάπτυξει στα επόμενα χρόνια. Επίσης τα αποτελέσματα αποδεικνύουν το ρόλο των κυρίαρχων χρηματοοικονομικών φορέων που έχουν σε κάθε φάση στην ανάπτυξη της αγοράς χρήματος. Για το λόγο αυτό θεωρούμε ότι χρειάζονται περαιτέρω έρευνες και αναλύσεις.

Πιο συγκεκριμένα στις προτάσεις οι οποίες αφορούν την νομισματική πολιτική, η εκτίμησή μας είναι ότι η ΕΤΤΣ πρέπει να κάνει μία ανάλυση ώστε να «μετρήσει» πως οι μεταβολές των δόδων του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής, όπως είναι το επιτόκιο της πολιτικής, η νομισματική βάση και η συναλλαγματική ισοτιμία, επηρεάζουν και οδηγούν σε μεταβολές στα επιτόκια της αγοράς, στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων, στην ονομαστική δαπάνη των νοικοκυρών και των επιχειρήσεων για αγαθά και υπηρεσίες. Τέτοια είδη ονομαστικών μεταβολών ασκούν επίδραση στην πραγματική οικονομική δραστηριότητα και το γενικό επίπεδο τιμών. Για το λόγο αυτό μια καλύτερη κατανόηση των διαφορετικών δόδων μετάδοσης διευκολύνει μια σωστή αξιολόγηση για το ποιοι δείκτες είναι οι πιο χρήσιμοι για την εξέταση της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής - η δίοδος του επιτοκίου πολιτικής, η δίοδος των νομισματικών μεγεθών (ποσότητα του χρήματος), ή η δίοδος της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Επίσης, η ανάλυση αυτή πρέπει να δώσει την απάντηση σχετικά με την διάρθρωση των χρονικών υστερήσεων και της ισχύος του μηχανισμού μετάδοσης. Το αποτέλεσμα αυτό είναι σημαντικό επειδή επιτρέπει τη διαμόρφωση κρίσης σχετικά με το χρονικό σημείο λήψεως και την έκταση των αποφάσεων της νομισματικής πολιτικής, ιδιαίτερα αυτών που αφορούν αλλαγές των επιτοκίων της ΕΤΤΣ. Έτσι θα

μπορέσει να εκτιμηθεί σε ποια έκταση απομένει να ασκήσουν πλήρως την επίδραση επίδρασή τους οι προηγούμενες αποφάσεις της νομισματικής πολιτικής της ΕΤΤΣ.

Μια καλύτερη κατανόηση των ποικίλων διαδικασιών μετάδοσης μπορεί να συμβάλει στο να βελτιωθεί η άσκηση της νομισματικής πολιτικής. Πρώτον, η ανάλυση αυτή θα βοηθήσει τις αρχές της νομισματικής πολιτικής στη λήψη των αποφάσεων οι οποίες αφορούν τον «συνδυασμό» των διάφορων μέσων της νομισματικής πολιτικής ώστε ο μηχανισμός μετάδοσης να είναι πιο αποτελεσματικός. Δεύτερον, η ανάλυση αυτή είναι σημαντική για την εφαρμογή της στρατηγικής καθορισμού άμεσου στόχου για τον πληθωρισμό, αφού το επιτόκιο ως μέσο νομισματικής πολιτικής προσαρμόζεται με τις τρέχουσες και αναμενόμενες μεταβολές του πληθωρισμού.

Σχετικά με τις προτάσεις οι οποίες αναφέρονται στο ρόλο του Δημοσίου στην ανάπτυξη της αγοράς χρήματος, προτείνουμε περαιτέρω έρευνες σχετικά με τη διοργάνωση, λειτουργία και συμμετοχή του Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους στην αγορά χρήματος. Επίσης χρειάζονται περισσότερες αναλύσεις όπως είναι: η οργάνωση του συστήματος των Βασικών Διαπραγματευτών Αγοράς και Δημιουργών Αγοράς στην αγορά χρεογράφων Δημοσίου, ανάπτυξη της επενδυτικής βάσης στην αγορά χρεογράφων του Δημόσιου, ανάπτυξη των βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων χρεογράφων, ανάπτυξη του ανεξάρτητου φορέα πιστωτικής αξιολόγησης, ανάπτυξη του συστήματος που αφορά παρακολούθηση και πρόβλεψη των εισροών και εκροών στο λογαριασμό του Υπουργείου Οικονομίας στην ΕΤΤΣ και του συστήματος ανταλλαγής των πληροφοριών με την ΕΤΤΣ που αναφέρονται τη ρευστότητα στο τραπεζικό σύστημα κλπ.

Σχετικά με την οργάνωση της διατραπεζικής αγοράς χρήματος η εκτίμησή μας είναι ότι χρειάζονται περαιτέρω έρευνες οι οποίες αφορούν το ρυθμιστικό πλαίσιο, όπως είναι ο εσωτερικός κανονισμός της αγοράς. Επίσης χρειάζονται μελέτες σχετικά με το τεχνολογικό πλαίσιο της οργανωμένης διατραπεζικής αγοράς χρήματος, όπως είναι: η λειτουργία του αυτόματου συστήματος ηλεκτρονικών συναλλαγών, οι διαδικασίες εκκαθάρισης και διακανονισμού των συναλλαγών, και διαδικασίες διαχειρίσεις του κινδύνου.

Τέλος, προτείνουμε μια έρευνα για τις τράπεζες στη Σερβία. Η έρευνα αυτή πρέπει να δώσει απαντήσεις σχετικά με τη στάση των τραπεζών έναντι

των μέσων της νομισματικής πολιτικής της ΕΤΤΣ, τις προτιμήσεις των τραπεζών που αφορούν τη χρήση διάφορων χρηματοπιστωτικών μέσων για την διαχείριση της ρευστότητας και του κινδύνου στην αγορά χρήματος, τα μειονεκτήματα του νομοθετικού και ρυθμιστικού πλαισίου τα οποία δυσκολεύουν τις διατραπεζικές συναλλαγές κλπ. Η έρευνα αυτή μπορεί να έχει μορφή ερωτηματολογίου, και θα είναι χρήσιμη στη λήψη των αποφάσεων της νομισματικής πολιτικής, καθώς και στο προσδιορισμό του ρυθμιστικού πλαισίου της οργανωμένης διατραπεζικής αγοράς χρήματος (οι τύποι των αγορών, οι τυποποιημένες χρονικές διάρκειες των συναλλαγών κλπ.).

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. ΓΕΩΡΓΙΟΣ Π. ΑΡΤΙΚΗΣ, Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Αποφάσεις επενδύσεων, Α. Σταμούλης, Αθήνα-Πειραιάς, 1996.
2. ΓΕΩΡΓΙΟΣ Π. ΑΡΤΙΚΗΣ, Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Αποφάσεις χρηματοδοτήσεων, Α. Σταμούλης, Αθήνα-Πειραιάς, 1996.
3. ΔΗΜ. ΖΑΧΑΡΙΑΔΗ-ΣΟΥΡΑ, Χρήμα - Πίστη - Τράπεζες, Δεύτερη έκδοση, Α. Σταμούλης, Αθήνα 2002.
4. ΕΝΩΣΗ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΓΙΟΥΓΚΟΣΛΑΒΙΑΣ, Αγορά Χρήματος και Αγορά Κεφαλαίου στην Γιουγκοσλαβία, Πρώτη έκδοση, Βελιγράδι 1990.
5. ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, Ετήσια Έκθεση 2001, 2002.
6. Π.Α. ΚΙΟΧΟΣ - Γ.Δ. ΠΑΠΑΝΙΚΟΛΑΟΥ – Α.Π. ΚΙΟΧΟΣ, Χρηματιστήριο Αξιών και Παραγώγων Αθηνών Διεθνή Χρηματιστήρια, Α. Σταμούλης, Αθήνα 2001.
7. ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ, «Νομισματική πολιτική, Ενδιάμεση Έκθεση 2000», Αθήνα, Νοέμβριος 2000.
8. ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ, «Νομισματική πολιτική, Ενδιάμεση Έκθεση 2001», Αθήνα, Νοέμβριος 2001.
9. ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ, «Οικονομικό Δελτίο, Τεύχος 22», Ιανουάριος 2004.
10. ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ, «Οικονομικό Δελτίο», Τεύχος 20, Ιανουάριος 2003.
11. ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ, «Οικονομικό Δελτίο», Τεύχος 25, Αύγουστος 2005.
12. ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ, «Στατιστικό Δελτίο Οικονομικής Συγκυρίας», Τεύχος 91, Ιανουάριος 2006.
13. ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ, «Στατιστικό Δελτίο Οικονομικής Συγκυρίας», Τεύχος 81, Ιανουάριος 2005.
14. ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ, «Τράπεζα της Ελλάδος-Έκθεση του Διοικητή για το έτος 1997», Αθήνα 1998.
15. ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ, «Τράπεζα της Ελλάδος-Έκθεση του Διοικητή για το έτος 1998», Αθήνα 1999.
16. ALI M. KUTAN AND JOSEF C. BRADA, "The Evolution of Monetary Policy in Transition Economies", Working paper, Federal Reserve Bank of St. Luis, March/ April 2000.
17. BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, "Delivery Versus Payment in Securities Settlement Systems", September 1992.
18. BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, "Implications of repo markets for central banks", March 1999.
19. BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, Committee on the Global Financial System, "The implications of electronic trading in financial markets", January 2001.

-
20. BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS, "Recommendations for Securities Settlement Systems", November 2001.
 21. BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, Triennial Central Bank Survey "Foreign exchange and derivatives market activity in 2004", March 2005.
 22. BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, Triennial Central Bank Survey "Foreign exchange and derivatives market activity in 2001", March 2002.
 23. BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, Triennial Central Bank Survey "Foreign exchange and derivatives market activity in 1998", May 1999.
 24. BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, Triennial Central Bank Survey "Foreign exchange and derivatives market activity in 1995", May 1996.
 25. BANK OF ENGLAND, "Gilt Repo Code of Best Practice", August 2005.
 26. BANK OF ENGLAND, "Reform of the Bank of England's Operations in the Sterling Money Markets", April 2005.
 27. BEARING POINT, "The Electronic REPO Market 2006", 3rd edition, 2006.
 28. BELGRADE STOCK EXCHANGE, "Bulletin", Number 108, November 2004.
 29. CLAUDIO E. V. BORIO, "Monetary Policy Operating Procedures in Industrial Countries", Working paper No. 40, Bank for International Settlement, March 1997.
 30. COMMISSIONE NAZIONALE PER LA SOCIETÀ E LA BORSA, "Consolidated Law on Finance", Gazzetta Ufficiale, no. 71, 1998.
 31. COOK T.Q. AND R.K. LAROCHE, Instruments of the Money Market, Federal Reserve Bank of Richmond, Richmond, Virginia, 1998.
 32. DR. D.J.C. SMANT, "Bond market", Working paper, Rotterdam School of Economics, January 2004.
 33. DR. D.J.C. SMANT, "Interest rate calculations: Market conventions with respect price and yield in bond and money markets", Working paper, Rotterdam School of Economics, January 2004.
 34. DR. D.J.C. SMANT, "Money market", Working paper, Rotterdam School of Economics, February 2004.
 35. DR. ZIVOTA RISTIC, Αγορά Χρήματος, Δεύτερη έκδοση, Privredni Pregled, Βελιγράδι 2000.
 36. EUROPEAN CENTRAL BANK, "Blue Book, Payment and Settlement Systems in the European Union", April 2004.
 37. EUROPEAN CENTRAL BANK, "Blue Book, Payment and Settlement Systems in the Accession Countries", April 2004.
 38. EUROPEAN CENTRAL BANK, "Euro Money Market Study 2003", 2004.

-
39. EUROPEAN CENTRAL BANK, "Euro Money Market Study 2004", May 2005.
 40. EUROPEAN CENTRAL BANK, "Money Market Study 2001 (MOC)", December 2002.
 41. EUROPEAN CENTRAL BANK, "Money Market Study 2002", November 2003.
 42. EUROPEAN CENTRAL BANK, "Monthly Bulletin", August 2003.
 43. EUROPEAN CENTRAL BANK, "Monthly Bulletin", December 2005.
 44. EUROPEAN CENTRAL BANK, "Monthly Bulletin", July 2000.
 45. EUROPEAN CENTRAL BANK, "Monthly Bulletin", May 2002.
 46. EUROPEAN CENTRAL BANK, "Standards for Securities Clearing and Settlement in the European Union", September 2004.
 47. EUROPEAN CENTRAL BANK, "The Euro Money Market 2000", July 2001.
 48. EUROPEAN CENTRAL BANK, "The implementation of Monetary policy in the Euro Area", February 2005.
 49. EUROPEAN CENTRAL BANK, "The Use of Central Bank Money for Settling Securities Transactions" Current Model and Practices, May 2004.
 50. GEORGE HONDROYIANNIS, SARANTIS LOLOS, EVANGELIA PAPAPETROU, "Financial Market and Economic Growth in Greece, 1986-1999", Working paper no.17, Bank of Greece, September 2004.
 51. INTERNATIONAL CAPITAL MARKET ASSOCIATION, "European repo market survey", Number 9, June 2005.
 52. INTERNATIONAL CAPITAL MARKET ASSOCIATION, "Recommendations for a Best Practice Guide to Repo Margining", September 2005.
 53. INTERNATIONAL MONETARY FUND, "Monetary Policy in Dollarized Economies", Occasional paper no. 117, International Monetary Fund, Washington, 1999.
 54. INTERNATIONAL SECURITIES MARKET ASSOCIATION, "European repo market survey", Number 8, March 2005.
 55. INTERNATIONAL SECURITIES MARKET ASSOCIATION, "Repo Trading Practice Guidelines", August 2003.
 56. JAMES C. VAN HORNE, Financial Management and Policy, Tenth edition Prentice Hall, 1995.
 57. JOANNA PLACE, "Basic Bond Analysis", Handbooks in Central Banking, Bank of England, 2000.
 58. JOE GANLEY, "Surplus Liquidity Implications for Central Banks", Lecture Series no.3, Centre for Central Banking Studies, Bank of England.
 59. M. SPIEGEL AND R. STANTON, "Overview of Lecture 5", Working paper, U.C. Berkeley, 2000.

-
60. NATIONAL BANK OF SERBIA, "Decision on Conditions and Manner of Depositing Excess Liquidity of Banks with the National Bank of Serbia", RS Official Gazette, no. 48/2004, 2004.
 61. NATIONAL BANK OF SERBIA, "Decision on Conditions and Manner of Extending Short-Term Liquidity Loans to Banks Against Collateral of Securities", RS Official Gazette, no. 95/2005, 2005.
 62. NATIONAL BANK OF SERBIA, "Decision on determining the monetary policy programme of the National Bank of Serbia for the year 2006", RS Official Gazette, no. 113/2005, 2005.
 63. NATIONAL BANK OF SERBIA, "Decision on the Manner the National Bank Of Serbia Receives Financial Statements and Processes Data from these Statements", RS Official Gazette, no. 15/2005 and 83/2005, 2005.
 64. NATIONAL BANK OF SERBIA, "Decision on the Method and Terms and Conditions of Keeping the Register of Data on the Solvency of Legal Entities and Presenting the Data and Opinions on Solvency", 2005.
 65. NATIONAL BANK OF SERBIA, "Decision on the Monetary policy in 2001", FRY Official Gazette, no. 73/2000, 2000.
 66. NATIONAL BANK OF SERBIA, "Decision on the Monetary policy in 2002", FRY Official Gazette, no. 72/2001, 2001.
 67. NATIONAL BANK OF SERBIA, "Decision on the Monetary policy in 2003", FRY Official Gazette 2002.
 68. NATIONAL BANK OF SERBIA, "Decision on the Monetary policy in 2004", RS Official Gazette, no. 124/2003, 2003.
 69. NATIONAL BANK OF SERBIA, "Decision on the Monetary policy in 2005", RS Official Gazette, 2005.
 70. NATIONAL BANK OF SERBIA, "Decision on the Requirements for and Manner of Implementing Open Market Operations by the National Bank of Serbia", RS Official Gazette, 2004 and 2005.
 71. NATIONAL BANK OF SERBIA, "Economic Bulletin", January 2006.
 72. NATIONAL BANK OF SERBIA, "Law on payment transactions", FRY Official Gazette, nos. 3/2002 and 5/2003, and RS Official Gazette no. 43/2004, 2002 and 2004.
 73. NATIONAL BANK OF SERBIA, "Law on Securities and Other Financial Instruments Market", FRY Official Gazette, no. 65/2002 and RS Official Gazette, nos. 57/2003 and 55/2004, 2003 and 2004.
 74. NATIONAL BANK OF SERBIA, "Law on Securities", FRY Official Gazette, no. 26/1995 and 59/98, 1995 and 1998.
 75. NATIONAL BANK OF SERBIA, "Law on Stock Exchanges, Stock Exchange Operations and Stock Exchange Intermediaries", FRY Official Gazette, no. 90/1994, 1994.
 76. NATIONAL BANK OF SERBIA, "Law on the Settlement of Obligations of the Republic of Serbia towards the National Bank of Serbia", RS Official Gazette, no. 135/2004, 2004.
 77. NATIONAL BANK OF SERBIA, "Statistical Bulletin", December 2005.

-
78. NATIONAL BANK OF SERBIA, "The Law of the National Bank of Serbia", RS Official Gazette, no. 72/2003, 55/2004, 2003 and 2004.
 79. NATIONAL BANK OF SERBIA, Annual report 2002, 2003.
 80. NATIONAL BANK OF SERBIA, Annual report 2003, 2004.
 81. NATIONAL BANK OF SERBIA, Annual report 2004, 2005.
 82. NATIONAL BANK OF SERBIA, Banking Sector – Annual Report 2002, 2003.
 83. NATIONAL BANK OF SERBIA, Banking Sector – Annual Report 2003, 2004.
 84. NATIONAL BANK OF SERBIA, Banking Sector – Fourth Quarter Report 2004, February 2005.
 85. NATIONAL BANK OF SERBIA, Banking Sector – Third Quarter Report 2005, November 2005.
 86. NATIONAL BANK OF SERBIA, Banking Sector in FRY, December 31 2001.
 87. NATIONAL BANK OF SERBIA, The Banking Sector of Serbia Engine of Transition 2001-2004, 2005.
 88. NATIONAL BANK OF YUGOSLAVIA, Annual report 1988, 1989.
 89. NATIONAL BANK OF YUGOSLAVIA, Annual report 1989, 1990.
 90. NATIONAL BANK OF YUGOSLAVIA, Annual report 1990, 1991.
 91. NATIONAL BANK OF YUGOSLAVIA, Annual report 1991, 1992.
 92. NATIONAL BANK OF YUGOSLAVIA, Annual report 1992, 1993.
 93. NATIONAL BANK OF YUGOSLAVIA, Annual report 1993, 1994.
 94. NATIONAL BANK OF YUGOSLAVIA, Annual report 1994, 1995.
 95. NATIONAL BANK OF YUGOSLAVIA, Annual report 1995, 1996.
 96. NATIONAL BANK OF YUGOSLAVIA, Annual report 1996, 1997.
 97. NATIONAL BANK OF YUGOSLAVIA, Annual report 1997, 1998.
 98. NATIONAL BANK OF YUGOSLAVIA, Annual report 1998, 1999.
 99. NATIONAL BANK OF YUGOSLAVIA, Annual report 1999, 2000.
 100. NATIONAL BANK OF YUGOSLAVIA, Annual report 2000, 2001.
 101. NATIONAL BANK OF YUGOSLAVIA, Annual report 2001, 2002.
 102. P.M.W. Tucker, "Managing the Central Bank's Balance Sheet: Where Monetary Policy meets financial Stability", Bank of England, July 2004.
 103. PHILIPP HARTMANN, MICHELE MANNA AND ANDREAS MANZANARES, "The Microstructure of the Euro Money Market", Centre for Economic Policy Research, November 2001.
 104. RICHILD MOESSNER, "Over the counter interest rate options", Centre for Central Banking Studies, Bank of England, February 2001.
 105. ROBIN McCONNACHIE, "Primary Dealers in Government Securities Markets", Handbooks in Central Banking, Centre for Central Banking Studies, Bank of England, 1996.

-
106. SIMON GRAY, "Repo of Government Securities", Centre for Central Banking Studies, Bank of England, November 1998.
 107. SIMON GRAY, GLENN HOGGARTH, JOANNA PLACE, "Introduction to Monetary Operations", Handbooks in Central Banking no.10, Revised second edition, Centre for Central Banking Studies, Bank of England, 2000.
 108. THE WORLD BANK, INTERNATIONAL MONETARY FUND, Developing Government Bond Markets, First Edition, Washington, International Monetary Fund, 2001.
 109. WILLIAM A. ALLEN, "Implementing Monetary Policy", Handbooks in Central Banking, Lecture Series no. 4, Centre for Central Banking Studies, Bank of England, July 2004.

Σελίδες στο Internet

1. Association of Serbian Banks, www.finnet.co.yu
2. Athens Derivative Exchange, www.adex.gr
3. Bank for International Settlement, www.bis.org
4. Bank of England, www.bankofengland.co.uk
5. Bank of Greece, www.bankofgreece.gr
6. Bankers Almanac, www.bankersalmanac.com
7. Belgrade Stock Exchange, www.belex.co.yu
8. Bond Market Association, www.bondmarkets.com
9. British Banker's Association, www.bba.org.uk
10. Central Securities Depository (Athens), www.csd.gr
11. Central Securities Depository (Belgrade), www.crhov.co.yu
12. Centre for Economic Policy Research, www.cepr.org
13. Chicago Board of Trade, www.cbot.com
14. Chicago Mercantile Exchange, www.cme.com
15. Commissione Nazionale per la Società e la Borsa, www.consob.it
16. Croatian Banking Association, www.hub.hr
17. Czech Statistical Office Bank, www.czso.cz
18. e-MID, www.e-mid.it
19. Eonia Swap, www.eoniaswap.org
20. Eurepo, www.eurepo.org
21. Eurex US, www.eurexus.com
22. Eurex, www.eurexchange.com
23. Euribor, www.euribor.org
24. Euronext, www.euronext.com
25. European Central Bank, www.ecb.int
26. Federal Reserve Bank of Richmond, www.rich.frb.org
27. International Capital Market Associations, www.icma-group.org
28. Japanese Banker's Association, www.zenginkyo.or.jp
29. Ministry of Finance of Republic of Serbia, www.mfin.sr.gov.yu
30. National Bank of Denmark, www.nationalbanken.dk
31. National Bank of Serbia, www.nbs.yu
32. Rotterdam School of Economic, www.few.eur.nl
33. World Association of Debt Management Offices, www.wadmo.net