

**ΑΝΩΤΑΤΟ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ
ΙΔΡΥΜΑ ΔΥΤΙΚΗΣ ΕΛΛΑΔΑΣ ΜΕΣΟΛΟΓΓΙ**

ΣΧΟΛΗ: ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ & ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

ΤΜΗΜΑ: ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**«ΣΥΓΧΡΟΝΑ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΚΑΙ Ο ΡΟΛΟΣ
ΤΟΥΣ ΣΤΗΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ»**

ΓΡΗΓΟΡΙΑ ΠΑΠΑΧΡΙΣΤΟΔΟΥΛΟΥ

ΜΑΡΙΑ ΠΑΠΠΑ

ΕΙΣΗΓΗΤΗΣ

Κος ΒΕΛΤΣΙΣΤΑΣ ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ

ΜΕΣΟΛΟΓΓΙ, ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ 2013

**ΑΝΩΤΑΤΟ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ
ΙΔΡΥΜΑ ΜΕΣΟΛΟΓΓΙΟΥ**

**ΣΧΟΛΗ: ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ & ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ
ΤΜΗΜΑ: ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ**

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**«ΣΥΓΧΡΟΝΑ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΚΑΙ Ο ΡΟΛΟΣ
ΤΟΥΣ ΣΤΗΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ»**

ΓΡΗΓΟΡΙΑ ΠΑΠΑΧΡΙΣΤΟΔΟΥΛΟΥ (Α.Μ. 14732)

grigpapa1@logistiki.teimes.gr

ΜΑΡΙΑ ΠΑΠΠΑ (Α.Μ. 13944)

maripapp@logistiki.teimes.gr

ΕΙΣΗΓΗΤΗΣ

Κος ΒΕΛΤΣΙΣΤΑΣ ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ

ΜΕΣΟΛΟΓΓΙ, ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ 2013



**Τ.Ε.Ι.
ΜΕΣΟΛΟΓΓΙΟΥ
ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ &
ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ**

ΕΙΣΗΓΗΤΙΚΗ ΕΚΘΕΣΗ ΠΤΥΧΙΑΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ
υποβάλλεται ενσωματωμένη σε κάθε αντίτυπο της Πτυχιακής Εργασίας

ΤΙΤΛΟΣ ΠΤΥΧΙΑΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

*Ακριβής καταχώρηση του τίτλου του θέματος της
Πτυχιακής*

Σύγχρονα χρηματοπιστωτικά προϊόντα και ο ρόλος τους στην χρηματοοικονομική κρίση

ΦΟΙΤΗΤΡΙΕΣ

ΕΠΩΝΥΜΟ	ΟΝΟΜΑ	ΑΡ. ΜΗΤΡ
ΠΑΠΑΧΡΙΣΤΟΔΟΥΛΟΥ	ΓΡΗΓΟΡΙΑ	14732
ΠΑΠΠΑ	ΜΑΡΙΑ	13944

**ΕΚΘΕΣΗ ΕΓΚΡΙΣΗΣ ΕΙΣΗΓΗΤΗ
ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟΥ**

καταχώρηση από τον εισηγητή

ΕΓΚΡΙΝΕΤΑΙ Η ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ ΩΣ ΠΛΗΡΗΣ ΚΑΙ ΕΠΑΡΚΗΣ ΠΡΟΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ

ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ

28/8/2013

ΕΠΙΣΗΜΑΝΣΗ

Οι διαπιστώσεις, τα αποτελέσματα, τα συμπεράσματα και οι πιθανές προτάσεις της παρούσας πτυχιακής εργασίας - εκτός των αναφορών που σημαίνονται ως λήμματα - αποτελούν προσωπικές θεωρητικές ή εμπειρικές διαπιστώσεις των σπουδαστών που την επιμελήθηκαν και δεν απηχούν κατ' ανάγκη τη γνώμη του εισηγητή εκπαιδευτικού, του Εκπαιδευτικού Προσωπικού του Τμήματος Λογιστικής ή του Α.Τ.Ε.Ι. Μεσολογίου.

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Κατά τη διάρκεια και με την ολοκλήρωση της παρούσης πτυχιακής εργασίας, εκτιμήσαμε τη συμβολή πολλών τόσο σε επιστημονικό, όσο και σε προσωπικό επίπεδο και αισθανόμαστε ότι οφείλουμε να τους ευχαριστήσουμε για την υποστήριξή τους.

Πρώτα από όλους τον επιβλέπων καθηγητή Κο Βελτισίτα Κωνσταντίνο. Τον ευχαριστούμε για την καθοδήγησή του, τις πολύτιμες συμβουλές και υποδείξεις του, τις ευκαιρίες, τη συμπαράσταση και την υπομονή του όλο το χρονικό διάστημα που χρειάστηκε για την εκπόνηση της εργασίας.

Υπήρξαμε τυχερές που συνεργαστήκαμε μαζί του, καθώς το δημιουργικό του πνεύμα και η εμπειρία του στην συγγραφή εργασιών συνέβαλαν σημαντικά στην έμπνευση της ιδέας και στην πραγματοποίηση της πτυχιακής εργασίας.

Τα μέλη του Τμήματος Λογιστής του ΑΤΕΙ Μεσολογγίου, για την πολύπλευρη υποστήριξή τους.

Τέλος, δεν υπάρχουν λόγια να εκφράσουμε την αγάπη και την ευγνωμοσύνη μας στους γονείς μας. Ό, τι έχουμε καταφέρει στη ζωή μας αισθανόμαστε ότι το οφείλουμε στην αγάπη, την υποστήριξη, την εμπιστοσύνη και τη γενναιοδωρία τους.

ΓΡΗΓΟΡΙΑ ΠΑΠΑΧΡΙΣΤΟΔΟΥΛΟΥ

ΜΑΡΙΑ ΠΑΠΠΑ

Μεσολόγγι 2013

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΠΙΣΗΜΑΝΣΗ.....	4
ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ	5
ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ	6
ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΠΙΝΑΚΩΝ - ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ - ΕΙΚΟΝΩΝ	10
ΠΙΝΑΚΕΣ	10
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΑ	10
ΕΙΚΟΝΕΣ.....	10
ΠΡΟΛΟΓΟΣ.....	11
ΠΕΡΙΛΗΨΗ	13
ABSTRACT.....	15
ΕΙΣΑΓΩΓΗ	17
ΣΚΟΠΟΣ.....	18
ΔΟΜΗ.....	18
ΜΕΘΟΔΟΣ	19
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 ^ο	20
1. ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ	20
1.1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	20
1.2. ΣΤΟΧΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ	22
1.3. ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΙ ΘΕΣΜΟΙ.....	23
1.3.1. Χρηματοπιστωτικές αγορές.....	24
1.3.2. Χρηματοοικονομικοί διαμεσολαβητές.....	27
1.4. ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ	34
1.4.1. Τραπεζικό σύστημα.....	34
1.4.2. Θεσμικοί επενδυτές.....	35
1.5. Η ΔΙΕΘΝΗΣ ΑΡΧΙΤΕΚΤΟΝΙΚΗ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ.....	36
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 ^ο	39
2. ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ	39
2.1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	39
2.2. ΙΣΤΟΡΙΑ ΤΗΣ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗΣ ΑΡΧΙΤΕΚΤΟΝΙΚΗΣ.....	40
2.2.1. Η εμφάνιση της οικονομικής παγκοσμιοποίησης: 1870-1914	40

2.2.2.	Περίοδος Μεσοπολέμου: 1915-1944	40
2.2.3.	Η απελευθέρωση του εμπορίου.....	41
2.2.4.	1980 έως σήμερα.....	41
2.3.	ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΑ ΜΕΣΑ.....	42
2.4.	ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ.....	43
2.5.	ΔΟΜΗΣΗ ΣΥΝΘΕΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΜΕΣΩΝ.....	43
2.5.1.	Αλλαγή του χρόνου πραγματοποίησης και των χαρακτηριστικών των χρηματικών ροών	44
2.5.2.	Προσάρτηση άλλου αξιογράφου η οικονομικού χαρακτηριστικού	45
2.5.3.	Προσάρτηση ενός παραγώγου χρηματοπιστωτικού μέσου.....	45
2.6.	ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΩΝ ΣΥΝΘΕΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΜΕΣΩΝ.....	47
2.7.	ΕΝ ΚΑΤΑΚΛΕΙΔΙ.....	48
	ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 ^ο	49
3.	Η ΦΥΣΗ ΚΑΙ ΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΜΕΣΩΝ.....	49
3.1.	ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	49
3.2.	ΦΥΣΗ ΚΑΙ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΩΝ ΚΙΝΔΥΝΩΝ ΠΟΥ ΣΥΝΔΕΟΝΤΑΙ ΜΕ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΑ ΜΕΣΑ.....	49
3.2.1.	Μετοχές.....	49
3.2.2.	Χρεωστικοί τίτλοι και σύνθετοι χρεωστικοί τίτλοι.....	51
3.2.3.	Μερίδια ή μετοχές σε Εταιρείες ή Οργανισμούς Συλλογικών Επενδύσεων	53
3.2.4.	Παράγωγα.....	54
3.3.	ΓΕΝΙΚΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ	65
3.3.1.	Κίνδυνοι αγοράς.....	65
3.3.2.	Κίνδυνος ρευστότητας.....	68
3.3.3.	Κίνδυνος αστάθειας/μεταβλητότητας.....	69
3.3.4.	Κίνδυνος αντισυμβαλλομένου.....	69
3.3.5.	Κίνδυνος αποτίμησης.....	69
3.3.6.	Κίνδυνος του τόπου εκτέλεσης	69
3.3.7.	Επιχειρησιακοί κίνδυνοι.....	70
3.3.8.	Κίνδυνος διακανονισμού.....	70
3.3.9.	Κίνδυνος θεματοφυλακής.....	71
3.3.10.	Πολιτικός ή νομικός κίνδυνος.....	71
3.3.11.	Λοιποί κίνδυνοι	72
3.3.12.	Αξιολόγηση-βαθμολόγηση.....	72

3.3.13. Ανωτέρα βία.....	72
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 ^ο	73
4. ΔΙΕΘΝΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ.....	73
4.1. ΔΙΕΘΝΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΑΝΑΤΑΡΑΧΗ.....	73
4.1.1. Λύσεις της κοινοτικής πολιτικής για την κρίση.....	75
4.1.2. Ενιαίος Χώρος Πληρωμών.....	76
4.1.3. Χρηματοοικονομική εκπαίδευση.....	77
4.1.4. Καταναλωτική πίστη.....	78
4.1.5. Οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων.....	79
4.2. ΟΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ.....	81
4.3. Η ΔΙΕΘΝΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΚΑΙ Η ΕΛΛΑΔΑ.....	84
4.3.1. Η επιρροή στην Ευρώπη.....	84
4.3.2. Η επιρροή στην Ελλάδα.....	85
4.3.3. Η μετάβαση στην παρεμβατική κεφαλαιαγορά.....	89
4.3.4. Ρυθμιστικές προτάσεις.....	90
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 ^ο	91
5. ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ.....	91
5.1. ΔΙΚΑΙΩΜΑ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ - OPTIONS.....	91
5.1.1. Πως λειτουργεί.....	91
5.1.2. Ποιος είναι ο σκοπός.....	93
5.1.3. Έξοδα και διακανονισμός της εμπορικής συναλλαγής.....	94
5.1.4. Εισαγωγή στη στρατηγική.....	94
5.2. ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ (FUTURES).....	98
5.2.1. Περιθώριο ασφάλειας.....	99
5.2.2. Κερδοσκοπία και αντιστάθμιση κινδύνου.....	100
5.3. ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΚΑ ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ (FORWARD CONTRACTS).....	103
5.3.1. Διαφορές forwards – futures.....	104
5.3.2. Αναχαιτιστές ρίσκου (hedgers) και κερδοσκόποι (speculators).....	105
5.4. ΑΝΤΑΛΛΑΓΕΣ (SWAPS).....	106
5.4.1. Χαρακτηριστικά.....	107
5.4.2. Χρηματοοικονομικός Κίνδυνος των Ανταλλαγών.....	108
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 ^ο	110
6. ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ.....	110
6.1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	110

6.2.	ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΜΕΓΕΘΥΝΣΗ.....	110
6.3.	ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΕΙΣ....	113
6.4.	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ ΚΑΙ ΕΓΧΩΡΙΟ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ.....	116
	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	124
	ΑΡΚΤΙΚΟΛΕΞΑ.....	128
	ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	131

ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΠΙΝΑΚΩΝ - ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ - ΕΙΚΟΝΩΝ

ΠΙΝΑΚΕΣ

Πίνακας 5.1: Παράδειγμα – Θέση Πώλησης με ΣΜΕ.	100
Πίνακας 5.2: Παράδειγμα διάρθρωσης του χαρτοφυλακίου.	101
Πίνακας 5.3: Αριθμός Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης για να προστασία χαρτοφυλακίου.	102
Πίνακας 5.4: Διακύμανση χαρτοφυλακίου τείνει να είναι σχεδόν η ίδια με την αυξομείωση που παρουσιάζει ο δείκτης FTSE 20.	102
Πίνακας 6.1: Δάνεια προς τον ιδιωτικό τομέα στην Ελλάδα (ποσοστό % ΑΕΠ).	117
Πίνακας 6.2: Δάνεια προς τον ιδιωτικό τομέα στην Ελλάδα και την ευρωζώνη (ποσοστό % ΑΕΠ).	119

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΑ

Διάγραμμα 4.1: TED spread, ένας δείκτης του πιστωτικού κινδύνου, από 07/01/2006 έως 08/24/2009.	73
Διάγραμμα 6.1: Τραπεζικά δάνεια προς τον ιδιωτικό τομέα (ποσοστό % ΑΕΠ).	118
Διάγραμμα 6.2: Δάνεια προς τον ιδιωτικό τομέα στην Ελλάδα και την ευρωζώνη (ποσοστό % ΑΕΠ).	119

ΕΙΚΟΝΕΣ

Εικόνα 1.1: Η Nationwide Building Society είναι η μεγαλύτερη οικοδομική εταιρεία στο Ηνωμένο Βασίλειο και στον κόσμο.	21
Εικόνα 1.2: Μετοχή της Εθνικής Τράπεζα της Ελλάδος, έκδοση του 1925.	26
Εικόνα 1.3: Η Τράπεζα της Ελλάδος,	27
Εικόνα 1.4: Ο Σόλων (639 - 559 π.Χ.) ήταν σημαντικός Αθηναίος νομοθέτης, φιλόσοφος, ποιητής και ένας από τους επτά σοφούς της αρχαίας Ελλάδας.	33
Εικόνα 3.1: Μετοχή που χρονολογείται από τις 7 Νοεμβρίου 1622 για το ποσό των 2.400 φιορινιών και υπεγράφη στο Άμστερνταμ.	50

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Η παγκόσμια οικονομική κρίση κοινώς πιστεύεται ότι άρχισε τον Ιούλιο του 2007 με την πιστωτική κρίση, όταν η απώλεια εμπιστοσύνης Αμερικανών επενδυτών στην αξία των subprime¹ στεγαστικών δανείων προκάλεσε την αναμενόμενη κρίση ρευστότητας. Αυτή, με την σειρά της, οδήγησε την τράπεζα Federal των ΗΠΑ να χορηγήσει ένα μεγάλο ποσό του κεφαλαίου της στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Μέχρι τον Σεπτέμβριο του 2008, η κρίση είχε επιδεινωθεί σε όλα τα χρηματιστήρια όλου του κόσμου και η οικονομική συντριβή έγινε εξαιρετικά ευμετάβλητη σε διάφορες εγχώριες μικροοικονομίες (όπως και της Ελλάδας). Η εμπιστοσύνη των καταναλωτών προς το χρηματοπιστωτικό σύστημα και κατ' επέκταση προς τα χρηματοπιστωτικά προϊόντα χάθηκε, με το φόβο του τι θα μπορούσε να ακολουθήσει.

Το 2008 η οικονομική κρίση είχε τις ρίζες της κυρίως στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής. Αυτό πυροδοτήθηκε από την κατάρρευση παγκόσμιας εταιρείας χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, της Lehman Brothers², η μεγαλύτερη πτώχευση στην Ιστορία των ΗΠΑ. Μεταξύ του 2006 και του 2007, οι ιδιοκτήτες κατοικιών στις ΗΠΑ άρχισαν να έχουν πρόβλημα να πληρώνουν τα στεγαστικά τους δάνεια. Τα μεγαλύτερα προβλήματα τα είχαν οι ιδιοκτήτες με «subprime» υποθήκες, και αυτό διότι δίνονταν σε άτομα με χαμηλά εισοδήματα.

Τα χρηματικά ποσά αρχικά ήταν μικρά, αλλά αυτά πολλαπλασιάζονταν και μεταδίδονταν σε όλο το τραπεζικό σύστημα από «Τιτλοποίηση³», δηλαδή την μεταπώληση των υποθηκών επί του κεφαλαίου αγορών. Όταν οι κάτοχοι υποθηκών

¹ Στη χρηματοδότηση, subprime δάνεια (που αναφέρονται επίσης ως δανεισμός δεύτερης ευκαιρίας) σημαίνουν τα δάνεια που δίνονται στους ανθρώπους που μπορεί να έχουν δυσκολία στην διατήρηση του χρονοδιαγράμματος αποπληρωμής άλλων δανείων, και μερικές φορές αντανακλούν οικονομικές αποτυχίες, όπως η ανεργία, διαζύγιο, επείγοντα ιατρικά περιστατικά, κλπ. Αυτά τα δάνεια χαρακτηρίζονται από υψηλότερα επιτόκια, κακής ποιότητας εξασφαλίσεις, και λιγότερο ευνοϊκούς όρους, προκειμένου να αντισταθμίσουν την αύξηση του πιστωτικού κινδύνου.

² Η Lehman Brothers Holdings Inc, ήταν μια παγκόσμια εταιρεία χρηματοοικονομικών υπηρεσιών. Πριν από την κήρυξη πτώχευσής της, το 2008, η Lehman ήταν η τέταρτη μεγαλύτερη επενδυτική τράπεζα στις ΗΠΑ (πίσω από την Goldman Sachs, την Morgan Stanley και την Merrill Lynch)..

³ Τιτλοποίηση (Securitization) ονομάζεται η έκδοση τίτλων (π.χ. ομολογιών) που βασίζονται στις ταμειακές ροές που απορρέουν από στοιχεία του Ενεργητικού μιας οντότητας (π.χ. δάνεια μιας τράπεζας), των οποίων τίτλων η αποπληρωμή καλύπτεται από την ταμειακή ροή που δημιουργούν τα ίδια τα δάνεια με την αποπληρωμή τους. Η πρακτική αυτή εξυπηρετεί τις πληρωμές μεταξύ πιστωτών και δανειζομένων, ενώ η οντότητα δεν κρατά τα ίδια τα στοιχεία του Ενεργητικού για αποκόμιση τόκων.

αθετήσαν τους όρους των δάνειων τους, αυτά τα τιτλοποιημένα προϊόντα κατακερματίστηκαν σε οικονομική αξία, παρά το γεγονός που έλαβαν υψηλές βαθμολογίες από οικονομικούς οργανισμούς αξιολόγησης.

Πολλά ευρωπαϊκά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα αγόρασαν αυτά τα τιτλοποιημένα προϊόντα, και σε ορισμένα κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης δημιουργήθηκε επίσης «φούσκα⁴» στην αγορά κατοικίας. Δεδομένου ότι οι εγχώριες τράπεζες διαφόρων κρατών (όπως η Ελλάδα, η Ισλανδία κ.α.) είχαν περαιτέρω προβλήματα, οι κυβερνήσεις τους χρησιμοποίησαν διάφορες προβλεπόμενες λειτουργίες διάσωσης. Ορισμένες τράπεζες σώθηκαν, άλλες κατέρρευσαν. Αυτό εντείνει την αβεβαιότητα σχετικά με τις οικονομικές αγορές και την γενικότερη οικονομική κρίση. Η πιστωτική κρίση ήταν ένα γεγονός και κατ' επέκταση τα χρηματοπιστωτικά προϊόντα, δηλαδή οι λειτουργίες και τα εργαλεία του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

⁴ Ως «φούσκα» γενικά ορίζεται η περίπτωση κατά την οποία οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων υπερβαίνουν τη θεμελιώδη τους αξία κατά ένα προφανώς μεγάλο περιθώριο. Ειδικότερα, μία «φούσκα» στις τιμές των κατοικιών μπορεί να οριστεί ως μία αύξηση των τιμών τους που βασίζεται αποκλειστικά στις προσδοκίες ότι η αύξηση αυτή των τιμών θα συνεχίσει στο μέλλον, αλλά το ενδεχόμενο αυτό δεν δικαιολογείται από τη μεταβολή στα θεμελιώδη μεγέθη, όπως η αξία των υπηρεσιών στέγασης και το κόστος χρηματοδότησης.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Για την ομαλή εξέλιξη της παρούσης πτυχιακής εργασίας η δομή της αποτελείται από την εισαγωγή, την θεωρητικά διερευνητική προσέγγιση του θέματος (6 κεφάλαια), και τέλος τα συμπεράσματα.

Στην εισαγωγή, παρατίθενται εισαγωγικές έννοιες, ο σκοπός, η δομή και η μέθοδος που χρησιμοποιήθηκε για την συγγραφή του παρόντος πονήματος.

Στο 1^ο κεφάλαιο κρίθηκε σκόπιμο να αναφερθεί η λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Ακόμη αποσαφηνίστηκαν οι στόχοι του χρηματοπιστωτικού συστήματος, οι χρηματοπιστωτικοί θεσμοί (χρηματοπιστωτικές αγορές, χρηματοοικονομικοί διαμεσολαβητές), τα χαρακτηριστικά του χρηματοπιστωτικού συστήματος (τραπεζικό σύστημα, θεσμικοί επενδυτές), και η διεθνής αρχιτεκτονική του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Στο 2^ο κεφάλαιο διερευνώνται και αναλύονται τα χρηματοπιστωτικά προϊόντα και το χρηματοπιστωτικό σύστημα. Αυτό επιτυγχάνεται με τα χρηματοπιστωτικά μέσα, την ιστορική ανάδρομη, την δόμηση συνθετών χρηματοπιστωτικών μέσων (αλλαγή του χρόνου πραγματοποίησης και των χαρακτηριστικών των χρηματικών ροών, προσάρτηση άλλου αξιογράφου ή οικονομικού χαρακτηριστικού, προσάρτηση ενός παραγώγου χρηματοπιστωτικού μέσου), και τέλος με την παράθεση των πλεονεκτημάτων και μειονεκτημάτων των σύνθετων χρηματοπιστωτικών μέσων.

Στο 3^ο κεφάλαιο παρουσιάζεται η φύση και οι κίνδυνοι χρηματοπιστωτικών μέσων. Δηλαδή η φύση και χαρακτηριστικά των κινδύνων που συνδέονται με χρηματοπιστωτικά μέσα (μετοχές, χρεωστικοί τίτλοι και σύνθετοι χρεωστικοί τίτλοι, μερίδια ή μετοχές σε εταιρείες ή οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων, παράγωγα), και οι γενικοί κίνδυνοι (κίνδυνοι αγοράς, ρευστότητας, αστάθειας/μεταβλητότητας, αντισυμβαλλομένου, αποτίμησης, του τόπου εκτέλεσης, επιχειρησιακοί κίνδυνοι, διακανονισμού, θεματοφυλακής, πολιτικός ή νομικός κίνδυνος, λοιποί κίνδυνοι, αξιολόγηση-βαθμολόγηση, ανωτέρα βία).

Στο 4^ο κεφάλαιο αναπτύσσεται η διεθνής χρηματοοικονομική κρίση. Ακόμη αναλύονται η διεθνής χρηματοπιστωτική αναταραχή (λύσεις της κοινοτικής πολιτικής για την κρίση, ενιαίος χώρος πληρωμών, χρηματοοικονομική εκπαίδευση, καταναλωτική πίστη, οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων), οι προοπτικές της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης, και τέλος η σχέση της διεθνής χρηματοπιστωτικής κρίσης με την Ελλάδα.

Το θέμα του 5^{ου} κεφαλαίου είναι τα χρηματοπιστωτικά προϊόντα και η χρηματοοικονομική κρίση. Αναλύονται προϊόντα όπως τα δικαιώματα προαίρεσης – options (πως λειτουργούν, ποιος είναι ο σκοπός τους, τα έξοδα και ο διακανονισμός της εμπορικής συναλλαγής τους, στρατηγική), τα συμβολαία μελλοντικής εκπλήρωσης [futures] (περιθώριο ασφάλειας, κερδοσκοπία και αντιστάθμιση κινδύνου), τα προθεσμιακά συμβολαία [forward contracts] (διαφορές forwards – futures, αναχαιτιστές ρίσκου [hedgers] και κερδοσκόποι [speculators]), και τέλος οι ανταλλαγές [swaps] (χαρακτηριστικά, χρηματοοικονομικός κίνδυνος των ανταλλαγών).

Το 6^ο κεφάλαιο πραγματεύεται την σχέση του χρηματοπιστωτικού συστήματος και της χρηματοοικονομικής κρίσης. Πραγματοποιείται καθορισμός του χρηματοπιστωτικού συστήματος και της οικονομικής μεγέθυνσης, του χρηματοπιστωτικού συστήματος και των οικονομικών διακυμάνσεων, και τέλος δύνονται στοιχεία της Ελληνικής οικονομίας και του εγχώριου τραπεζικού συστήματος.

Στο τελευταίο κεφάλαιο προκύπτουν προβληματισμοί και εξάγονται συμπεράσματα για τα σύγχρονα χρηματοπιστωτικά προϊόντα και τον ρόλο που διαδραματίζουν στην σημερινή χρηματοοικονομική κρίση.

ABSTRACT

For the smooth development of this thesis the structure consists of the introduction, theoretical exploratory approach (6 chapters), and finally the conclusions.

The introduction listed introductory concepts, purpose, structure and methodology used for the writing of this essay.

In the first chapter appropriate to refer to the functions of the financial system. Yet clarified the objectives of the financial system, financial institutions (financial markets, financial intermediaries), the characteristics of the financial system (banking, institutional investors), and the international financial architecture system.

The 2nd chapter investigated and analyzed financial products and the financial system. This is achieved with the financial instruments, the historical background, the structuring of complex financial instruments (change the timing and characteristics of treasury, annexing other security or economic characteristic attaching a derivative financial instrument), and finally by citing the advantages and disadvantages of complex financial instruments.

In the third chapter the nature and risks of financial instruments. Ie the nature and characteristics of the risks associated with financial instruments (shares, bonds and complex debt securities, units or shares in companies or collective investment, derivatives), and the general risks (market risk, liquidity risk, instability / volatility, counterparty , valuation, execution venue operational risks, settlement, custody, political or legal risk, other risks, evaluation-scoring force majeure).

In the fourth chapter develops the international financial crisis. Yet analyzed the international financial turmoil (solutions of Community policy on the crisis, single payment area, financial education, consumer credit, collective investment schemes), the prospects of the global financial crisis, and finally the relationship between the international financial crisis in Greece.

The theme of the fifth chapter is the financial products and the financial crisis. Analyzed products such as options - options (how they work, what is their purpose, costs and settlement of commercial transactions, strategy), futures contracts [futures] (safety margin, speculation and hedging), the forward CONTRACTS [forward contracts] (differences forwards - futures, interceptors risk [hedgers] and speculators [speculators]), and finally the exchanges [swaps] (features, financial risk exchanges).

The sixth chapter deals with the relationship between the financial system and the financial crisis. A determination of the financial system and economic growth, the financial system and economic fluctuations, and carriers may end elements of Greek economy and the domestic banking system.

In the last chapter showed reflections and lessons learned for the modern financial products and the role they play in the current financial crisis.

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Το 2008, η Ευρώπη επλήγη από την χειρότερη οικονομική κρίση των τελευταίων δεκαετιών. Η κρίση απειλεί τις επενδύσεις, τους καταναλωτές, τους πιστωτές αλλά και την απασχόληση. Η ΕΕ έπρεπε να ενεργήσει γρήγορα για να αποτρέψει την περαιτέρω οικονομική κατάρρευση. Σε βραχυπρόθεσμο επίπεδο, αυτό σήμαινε τεράστιες οικονομικές βοήθειες⁵ από τις κυβερνήσεις στις τράπεζες, προκειμένου για να κρατηθεί η οικονομία της Ευρώπης σε επίπεδα προ κρίσης.

Αλλά, μακροπρόθεσμα, για να ολοκληρωθεί η διάσωση της οικονομίας, πρέπει να «ξαναγράφουν» οι κανόνες της ΕΕ για τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες. Και αυτό απαιτείται για να αποφευχθούν μελλοντικές κρίσεις. Οι προτεραιότητες της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για το επόμενο χρόνια θα είναι να καταστούν οι χρηματοπιστωτικές αγορές πιο διαφανείς και το χρηματοπιστωτικό σύστημα πιο εύρωστο και να διασφαλιστεί να μην γίνεται κατάχρηση του συστήματος. Ωστόσο, οι χρηματοπιστωτικές αγορές δεν γνωρίζουν σύνορα και η ΕΕ δεν είναι αυτόνομη οικονομική οντότητα ποτ δεν επηρεάζεται από άλλα οικονομικά συστήματα όπως της Αμερικής και της Ασίας. Αυτός είναι ο λόγος που πρέπει να τεθούν τα θεμέλια για ισχυρό διεθνή συντονισμό, χρησιμοποιώντας ένα πλήρες οικονομικό διεθνή φάσμα.

Η χρηματοπιστωτική κρίση έδειξε ότι ακόμη και αν υπάρχει μια ενιαία αγορά τραπεζών, επενδυτών και ασφαλιστικών εταιρειών, η εποπτεία παραμένει άنيση και συχνά ασυντόνιστη. Αυτό δεν θα πρέπει πλέον να είναι ο κανόνας αλλά μια μεμονωμένη περίπτωση. Η ΕΕ συμφώνησε στην δημιουργία νέων Ευρωπαϊκών Εποπτικών Αρχών για καλύτερο συντονισμό μεταξύ των εθνικών εποπτικών αρχών. Το νέο Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου⁶ θα διαδραματίσει κεντρικό ρόλο στην παρακολούθηση των κινδύνων σε όλη την χρηματοπιστωτικό σύστημα της Ευρώπης.

⁵ Το 2008, τα μέτρα ενίσχυσης των τραπεζών και άλλων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων ανήλθαν σε περισσότερα από 900 δισεκατομμύρια € στην ΕΕ μόνο. Ενώ αυτή η οικονομική ένεση φυλάσσει τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα από την κατάρρευση, πρόκειται σε σύντομο χρονικό διάστημα, η ΕΕ να προτείνει νέα νομοθεσία για τις τράπεζες ώστε να βάλουν περισσότερα αποθεματικά κεφάλαια σε ευνοϊκούς καιρούς, προκειμένου να προετοιμαστούν για ενδεχόμενη επιδείνωση των συνθηκών της αγοράς.
⁶http://europa.eu/legislation_summaries/internal_market/single_market_services/financial_services_general_framework/mi0068_en.htm

Ακόμη θα θεσπιστούν μέτρα για την ενίσχυση της διαφάνειας και της ασφάλειας των αγορών παραγώγων και των σύνθετων χρηματοπιστωτικών προϊόντων που επιδείνωσαν την κρίση.

Η πιστωτική κρίση έχει ήδη κάνει τη ζωή δύσκολη για τις ευρωπαϊκές τράπεζες, αλλά χειροτερεύει τα πράγματα όταν οι καταθέτες άρχισαν να ανησυχούν για τις αποταμιεύσεις τους (ποιος θα περίμενε αυτό που συνέβη στην Κύπρο), ενώ η ΕΕ αποφάσισε να αυξηθεί σε € 100.000 τις επιμέρους καταθέσεις που θα εγγυάται το υφιστάμενο ευρωπαϊκό σύστημα.

Βέβαια πολλά έχουν επιτευχθεί από το 2008, αλλά οι προκλήσεις παραμένουν. Ένας μεγάλος αριθμός με προβλήματα⁷ εξακολουθεί να υπάρχει και πρέπει να αντιμετωπιστούν εάν η Ευρώπη θέλει να αποτρέψει μια μελλοντική κρίση. Πρέπει να δημιουργηθούν εργαλεία για έγκαιρη παρέμβαση, χωρίς να χρησιμοποιηθούν τα χρήματα των φορολογουμένων για την υποστήριξη μιας προβληματικής τράπεζας να μην καταρρεύσει. Η βελτίωση της εταιρικής διακυβέρνησης βρίσκεται στο επίκεντρο των εργασιών της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για την πρόληψη των κρίσεων και αποτελεί θεμελιώδες στοιχείο της κανονιστικής μεταρρύθμισης δέσμη μέτρων που αποσκοπούν στη δημιουργία ενός ασφαλέστερου δημοσιονομικό πλαισίου.

ΣΚΟΠΟΣ

Ο σκοπός της παρούσης πτυχιακής εργασίας είναι να παρουσιαστούν οι θεωρητικές βάσεις των σύγχρονων χρηματοπιστωτικών προϊόντων και του ρόλου τους στην χρηματοοικονομική κρίση. Αυτό εντείνει την αβεβαιότητα σχετικά με τις οικονομικές αγορές και την γενικότερη οικονομική κρίση. Η πιστωτική κρίση ήταν ένα γεγονός και κατ' επέκταση τα χρηματοπιστωτικά προϊόντα, δηλαδή οι λειτουργίες και τα εργαλεία του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

ΔΟΜΗ

⁷ Αν και δεν είναι η αιτία της κρίσης, η κερδοσκοπική συμπεριφορά αρκετών αμοιβαίων κεφαλαίων υψηλού κινδύνου και ιδιωτικών επενδυτικών κεφαλαίων επιχειρήσεων, συνέβαλαν στην αύξηση της αναταραχής της αγοράς.

Για την ομαλή εξέλιξη της παρούσης πτυχιακής εργασίας η δομή της αποτελείται από την εισαγωγή, την θεωρητικά διερευνητική προσέγγιση του θέματος (6 κεφάλαια), και τέλος τα συμπεράσματα.

Στο 1^ο κεφάλαιο κρίθηκε σκόπιμο να αναφερθεί η λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Στο 2^ο κεφάλαιο διερευνώνται και αναλύονται τα χρηματοπιστωτικά προϊόντα και το χρηματοπιστωτικό σύστημα. Στο 3^ο κεφάλαιο παρουσιάζεται η φύση και οι κίνδυνοι χρηματοπιστωτικών μέσων. Στο 4^ο κεφάλαιο αναπτύσσεται η διεθνής χρηματοοικονομική κρίση. Το θέμα του 5^{ου} κεφαλαίου είναι τα χρηματοπιστωτικά προϊόντα και η χρηματοοικονομική κρίση. Το 6^ο κεφάλαιο πραγματεύεται την σχέση του χρηματοπιστωτικού συστήματος και της χρηματοοικονομικής κρίσης.

Στο τελευταίο κεφάλαιο προκύπτουν προβληματισμοί και εξάγονται συμπεράσματα για τα σύγχρονα χρηματοπιστωτικά προϊόντα και τον ρόλο που διαδραματίζουν στην σημερινή χρηματοοικονομική κρίση.

ΜΕΘΟΔΟΣ

Η μέθοδος βασίζεται στην τεχνική της έρευνας με βιβλιογραφικά στοιχεία - πηγές. Ο λειτουργικός ρόλος της ερευνητικής διεργασίας είναι να δημιουργηθούν και να επεξεργαστούν τα δεδομένα, έτσι ώστε να εξαχθούν ασφαλή συμπεράσματα που αφορούν τα σύγχρονα χρηματοπιστωτικά προϊόντα και τον ρόλο που διαδραματίζουν στην σημερινή χρηματοοικονομική κρίση.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο

ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ

1.1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Στην οικονομία της χρηματοδότησης, το χρηματοπιστωτικό σύστημα⁸ είναι το σύστημα που επιτρέπει τη μεταφορά χρημάτων μεταξύ των αποταμιευτών (και επενδυτών) και των οφειλετών. Ένα οικονομικό σύστημα μπορεί να λειτουργήσει σε παγκόσμιο, περιφερειακό ή σταθερό συγκεκριμένο επίπεδο. Άρα το χρηματοπιστωτικό σύστημα είναι ένα οικονομικό⁹ σύστημα, στηριγμένο στο χρηματικό¹⁰ αντίκρισμα και την βαθμολόγηση της εμπιστοσύνης¹¹ της διαθεσιμότητας φυσικών και άυλων πόρων, και χρησιμοποιεί τη διαμεσολάβηση στην ανταλλαγή αγαθών και υπηρεσιών στις αγορές, με σκοπό την ελάττωση του κόστους των ατελειών που εμφανίζονται κατά τις συναλλαγές. Κύριο ρόλο στο σύστημα αυτό παίζουν οι διαμεσολαβητές οι οποίοι,

- 1ο. συγκεντρώνουν την πληροφορία εμπιστοσύνης των συναλλασσομένων και,
- 2ο. διεκπεραιώνουν τις συμφωνίες των συναλλαγών.

Σε γενικές γραμμές, υπάρχουν τρεις βασικοί τύποι χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων:

⁸ Αγγελόπουλος Π., «Τράπεζες και Χρηματοπιστωτικό Σύστημα Γ' έκδοση (Αγορές-Προϊόντα-Κίνδυνοι)», σελ. 39-41.

⁹ Η οικονομία (η λέξη προέρχεται από την αρχαία ελληνική «οικονομία», διαχείριση της οικίας, δηλαδή του νοικοκυριού) μπορεί να οριστεί επίσημα και γενικά ως το σύνολο των συνειδητών και συστηματικών ενεργειών των ανθρώπων, που διαβιούν σε κοινωνία, και περιλαμβάνει την παραγωγή, διανομή, ανταλλαγή και την κατανάλωση αγαθών και υπηρεσιών.

¹⁰ Με το όρο χρήμα εννοούμε τα περιουσιακά στοιχεία που χρησιμοποιούνται και γίνονται ευρέως αποδεκτά για πληρωμές. Αν και ο ορισμός αυτός είναι κατά κάποιο τρόπο ταυτολογία (αντίστροφα: πληρωμή είναι η χρήση χρημάτων) δηλώνει ακριβώς ότι χρήμα μπορεί να είναι οτιδήποτε χρησιμοποιείται ως τέτοιο.

¹¹ Ο όρος πίστη στην οικονομία είναι μία μορφή συναλλαγής, κατά την οποία μεταβιβάζονται δικαιώματα ιδιοκτησίας αντικειμένου, ή χρηματικού ποσού, από ορισμένα φυσικά ή νομικά πρόσωπα σε άλλα, με αντάλλαγμα την απόκτηση απαίτησης που καθίσταται ληξιπρόθεσμη και απαιτητή σε συγκεκριμένο χρόνο. Δηλαδή εν ολίγοις πρόκειται για διαχρονική ανταλλαγή.

Α. Ιδρύματα Θεματοφυλάκων: είναι ιδρύματα που δέχονται καταθέσεις και διαχειρίζονται και δίνουν δάνεια, συμπεριλαμβανομένων των τραπεζών, οικοδομικών εταιρειών¹², πιστωτικών ενώσεων¹³, εταιρειών διαχείρισης¹⁴ (Trust Company), και εταιρειών στεγαστικών δανείων¹⁵.



Εικόνα 1.1: Η Nationwide Building Society είναι η μεγαλύτερη οικοδομική εταιρεία στο Ηνωμένο Βασίλειο και στον κόσμο.

Β. Συμβατικά Ιδρύματα: είναι οι ασφαλιστικές εταιρείες¹⁶ και τα συνταξιοδοτικά ταμεία¹⁷.

¹² Οικοδομική εταιρεία, είναι ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα που ανήκει σε μέλη ως αμοιβαία οργάνωση. Προσφέρει τραπεζικές και συναφείς χρηματοοικονομικές υπηρεσίες, ιδιαίτερα ενυπόθηκων δανείων. Αυτά τα ιδρύματα βρίσκονται κατά το πλείστον στο Ηνωμένο Βασίλειο και διάφορες άλλες χώρες με οικοδομική άνθιση. Στο Ηνωμένο Βασίλειο σήμερα, οι οικοδομικές εταιρείες ανταγωνίζονται ενεργά τις τράπεζες για τις περισσότερες τραπεζικές υπηρεσίες των καταναλωτών, ιδίως των ενυπόθηκων δανείων και των λογαριασμών ταμειωτηρίου.

¹³ Πιστωτική ένωση, είναι μέλος οικονομικού συνεταιρισμού. Είναι δημοκρατικά διοικούμενη από τα μέλη της, και λειτουργεί με σκοπό την προώθηση της λιτότητας, την παροχή πιστώσεων σε ανταγωνιστικές τιμές, καθώς και την παροχή άλλων χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών προς τα μέλη της.

¹⁴ Εταιρεία διαχείρισης είναι μια εταιρεία, ειδικά μια εμπορική τράπεζα, που διοργανώθηκε για την εκτέλεση της εμπιστευτικότητας των τραπεζών και των οργανισμών. Συνήθως ανήκει σε έναν από τους τρεις τύπους κατασκευών: ανεξάρτητη εταιρική σχέση, τράπεζα ή δικηγορικό γραφείο, καθένα από τα οποία ειδικεύεται στο να είναι ένας διαχειριστής των διαφόρων ειδών των τραπεζών και στη διαχείριση ακινήτων.

¹⁵ Στεγαστικό δάνειο είναι ένα δάνειο που εξασφαλίζεται με ακίνητη περιουσία μέσω της χρήσης σημείωσης υποθηκών που αποδεικνύει την ύπαρξη του δανείου και την επιβάρυνση του εν λόγω ακινήτου μέσω της χορήγησης μιας υποθήκης που εξασφαλίζει το δάνειο. Ωστόσο, η λέξη υποθήκη και μόνο, στην καθημερινή χρήση, χρησιμοποιείται για να σημαίνει στεγαστικό δάνειο.

¹⁶ Οι ασφαλιστικές εταιρείες μπορούν να ταξινομηθούν σε δύο ομάδες:

A. Ασφαλιστικές εταιρείες Ζωής, που πωλούν ασφάλειες ζωής, προϊόντα επιδομάτων και συντάξεων.

B. Ασφαλιστικές εταιρείες ιδιοκτησίας / ατυχημάτων, οι οποίες πωλούν και άλλα είδη ασφάλισης.

¹⁷ Συνταξιοδοτικό ταμείο είναι κάθε ταμείο ή σύστημα που παρέχει εισόδημα από τη σύνταξη. Τα συνταξιοδοτικά ταμεία είναι σημαντικά για τους μετόχους των εισηγμένων και ιδιωτικών εταιρειών. Είναι ιδιαίτερα σημαντικό για τη χρηματιστηριακή αγορά όπου κυριαρχούν οι μεγάλοι θεσμικοί επενδυτές.

Κ. Επενδυτικά Ινστιτούτα: είναι οι επενδυτικές τράπεζες¹⁸, οι ασφαλιστές¹⁹ και χρηματιστηριακές²⁰ εταιρείες.

Ορισμένοι οικονομικοί και θεσμικοί εμπειρογνώμονες βλέπουν τάση παγκόσμιας ομογενοποίησης των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, πράγμα που σημαίνει ότι τα θεσμικά όργανα έχουν την τάση να επενδύουν σε παρόμοιες περιοχές και με παρόμοιες επενδυτικές στρατηγικές. Οι συνέπειες-αποτελέσματα της τάσης αυτής μπορεί να είναι, ότι δεν θα υπάρχουν τράπεζες που να εξυπηρετούν συγκεκριμένες ομάδες-στόχους και οι μικροί καταθέτες-επενδυτές να μην εξυπηρετούνται όπως θα πρέπει.

Βέβαια σκοπός του χρηματοπιστωτικού συστήματος παραμένει η βελτίωση της κατανομής των πόρων στο χώρο και το χρόνο μέσα σε ένα αβέβαιο περιβάλλον συναλλαγών.

1.2. ΣΤΟΧΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ

Υπάρχουν πολλά συστατικά που συνθέτουν το χρηματοπιστωτικό σύστημα αλλά και διαφορετικά επίπεδα²¹:

1. Χρηματοπιστωτικό σύστημα της επιχείρησης είναι το σύνολο των εφαρμοζόμενων διαδικασιών που παρακολουθούν τις οικονομικές δραστηριότητες της εταιρείας. Στο εσωτερικό της επιχείρησης, το χρηματοπιστωτικό σύστημα καλύπτει όλες τις πτυχές των οικονομικών. Για παράδειγμα, θα περιλαμβάνει μέτρα λογιστικής, χρονοδιαγράμματα εσόδων και εξόδων, τους μισθούς και άλλες οικονομικές καταστάσεις.
2. Σε περιφερειακό επίπεδο, το χρηματοπιστωτικό σύστημα είναι το σύστημα που επιτρέπει σε δανειστές και σε οφειλέτες να ανακεφαλαιώνουν συνάλλαγμα. Τα Περιφερειακά χρηματοπιστωτικά συστήματα, περιλαμβάνουν τράπεζες και άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, αλλά και διάφορες ανεξάρτητες χρηματοπιστωτικές αγορές.

¹⁸ Επενδυτική τράπεζα είναι ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα που βοηθά τα άτομα, εταιρείες και κυβερνήσεις στην άντληση κεφαλαίων από αναδοχή ή και ενεργεί ως αντιπρόσωπος του πελάτη κατά την έκδοση τίτλων.

¹⁹ Αναδοχή (ασφάλιση) αναφέρεται στη διαδικασία μεγάλου οικονομικού φορέα παροχής υπηρεσιών (τράπεζα, ασφαλιστική εταιρεία, επενδυτικό οίκο) και χρησιμοποιεί την αξιολόγηση της καταλληλότητας ενός πελάτη για να λάβει τα προϊόντα της (ίδια κεφάλαια, ασφάλεια, υποθήκη ή πίστωση).

²⁰ Χρηματιστηριακή εταιρεία, ή απλά μεσιτεία, είναι ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα που διευκολύνει την αγορά και την πώληση των χρηματοπιστωτικών τίτλων μεταξύ ενός αγοραστή και ενός πωλητή.

²¹ Μελάς Κ., «Εισαγωγή στην τραπεζική χρηματοοικονομική διοικητική», σελ. 103-105.

3. Το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα είναι ουσιαστικά ένα ευρύτερο περιφερειακό σύστημα που περιλαμβάνει όλα τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, τους δανειζόμενους και τους δανειστές στο πλαίσιο της παγκόσμιας οικονομίας. Οι χρηματοοικονομικές υπηρεσίες σε παγκόσμια άποψη χρηματοπιστωτικών συστημάτων περιλαμβάνει το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, τις κεντρικές τράπεζες, την Παγκόσμια Τράπεζα και τις μεγάλες τράπεζες με πάγια πρακτική στον εξωτερικό δανεισμό.

Οι στόχοι του χρηματοπιστωτικού συστήματος είναι:

- Η αντιμετώπιση, η αποφυγή και η διάχυση του κινδύνου.
- Η άριστη κατανομή των πόρων
- Η παρακολούθηση της διοίκησης των εταιρειών και ο έλεγχος των επιχειρήσεων
- Η κινητοποίηση των αποταμιεύσεων
- Η διευκόλυνση της ανταλλαγής αγαθών και υπηρεσιών

1.3. ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΙ ΘΕΣΜΟΙ

Μολονότι η πρόσφατη διεθνής κρίση είχε σοβαρότατες επιπτώσεις τόσο στο χρηματοπιστωτικό σύστημα πολλών κρατών ανά την υφήλιο όσο και στον πραγματικό τομέα της οικονομίας τους και έθεσαν σε αμφισβήτηση, μεταξύ άλλων, και την επάρκεια των θεσμών του διεθνούς χρηματοπιστωτικού δικαίου, οι συναφείς θεσμικές εξελίξεις υπήρξαν εξαιρετικά περιορισμένες. Η έμφαση δόθηκε κυρίως στην ενίσχυση του διεθνούς κανονιστικού πλαισίου.

Σε ό, τι αφορά τις θεσμικές εξελίξεις επισημαίνονται τρία (3) σημεία²²:

- A. Το G-20²³ άρχισε να συνεδριάζει από το Νοέμβριο του 2008 σε επίπεδο αρχηγών κρατών ή κυβερνήσεων στο πλαίσιο Συνόδων Κορυφής.
- B. Στη Σύνοδο Κορυφής του G-20 του Λονδίνου αποφασίστηκε ο μετασχηματισμός του Forum Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας σε Συμβούλιο Χρηματοπιστωτικής

²² <http://www.g20.org/events/>

²³ Η Ομάδα των Είκοσι Υπουργών Οικονομικών και Διοικητών Κεντρικών Τραπεζών (επίσης γνωστό ως G20, και η Ομάδα των Είκοσι) είναι ομάδα των υπουργών οικονομικών και των κεντρικών τραπεζών των διοικητών από τις 20 μεγαλύτερες οικονομίες: 19 χώρες και η Ευρωπαϊκή Ένωση, η οποία εκπροσωπείται από τον Πρόεδρο του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου και της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας.

Σταθερότητας (Financial Stability Board), με διευρυμένη σύνθεση και ενισχυμένη αποστολή.

- C. Στην ίδια Σύνοδο Κορυφής αποφασίστηκε η διεύρυνση της σύνθεσης πολλών από τα διεθνή fora που παράγουν διεθνή χρηματοπιστωτικά πρότυπα, με τη συμμετοχή εκπροσώπων από όλα τα κράτη μέλη του G-20 και στόχο την ενίσχυση της αντιπροσωπευτικότητάς τους.

Κατά τη διάρκεια της περιόδου μετά το 2008 έχουν υιοθετηθεί και δρομολογούνται εκτενείς ρυθμιστικές εξελίξεις σε διεθνές επίπεδο υπό την καθοδήγηση του Financial Stability Board. «Ναυαρχίδα» αποτελεί η καλούμενη «Βασιλεία III». Σκοπός του εν λόγω νέου ρυθμιστικού πλαισίου είναι η ενδυνάμωση της σταθερότητας του τραπεζικού συστήματος διεθνώς, μέσω:

- ✓ αφενός μεν της ενίσχυσης της μικρο-προληπτικής ρυθμιστικής παρέμβασης στη λειτουργία των τραπεζών, με στόχο την ενίσχυση της ανθεκτικότητας (resilience) των τραπεζών σε περιόδους έντασης (periods of stress), και
- ✓ αφετέρου της αντιμετώπισης, μέσω μακρο-προληπτικής ρυθμιστικής παρέμβασης, του συστημικού κινδύνου που μπορεί να εκδηλωθεί στο σύνολο του τραπεζικού (και εν γένει του χρηματοπιστωτικού) συστήματος, και, κυρίως, της «προκυκλικής» μεγέθυνσης του εν λόγω κινδύνου σε βάθος χρόνου

Οι χρηματοπιστωτικοί θεσμοί απαρτίζονται από δύο κατηγορίες²⁴:

1.3.1. Χρηματοπιστωτικές αγορές

Μέσω των θεσμών αυτών οι αποταμιευτές μπορούν και προσφέρουν άμεσα κεφάλαια σε όσους επιθυμούν να δανειστούν.

1.3.1.1. Αγορά ομολόγων

Ένα ομόλογο είναι ένα χρεόγραφο²⁵, για το οποίο ο εκδότης έχει την υποχρέωση να καταβάλει, στη λήξη της σύμβασης, την ονομαστική αξία αυτού και στην

²⁴ Τριαντόπουλος Χ., «Εποπτεία Τραπεζικού Συστήματος, η Ευρωπαϊκή Εμπειρία και το Νέο Κανονιστικό Πλαίσιο», σελ. 78-81.

²⁵ Χρεόγραφο, στα χρηματοοικονομικά είναι ένα επενδυτικό διαπραγματεύσιμο προϊόν που εκδίδεται από μια κυβέρνηση, μια εταιρεία ή κάποιο άλλο οργανισμό και αποτελεί αποδεικτικό χρέους ή δικαίωμα σε διανεμόμενα κέρδη.

περίπτωση των ομολόγων με κουπόνι, σε τακτά προκαθορισμένα διαστήματα ποσό χρημάτων (το κουπόνι²⁶). Άλλοι όροι μπορούν επίσης να συνδεθούν με την έκδοση ομολόγου, όπως η υποχρέωση για τον εκδότη να παρέχει ορισμένες πληροφορίες στον κάτοχο ομολόγων ή άλλοι περιορισμοί στη συμπεριφορά του εκδότη. Τα ομόλογα εκδίδονται γενικώς για ένα καθορισμένης διάρκειας χρονικό διάστημα (η λεγόμενη ωριμότητα), μεγαλύτερο του ενός έτους. Ένα ομόλογο είναι απλώς ένα δάνειο, το οποίο αντλείται από τον εκδότη του δανείου όχι μέσω της τραπεζικής διαμεσολάβησης αλλά μέσω των κεφαλαιαγορών. Ο εκδότης είναι ο οφειλέτης, ο κάτοχος ομολόγων ο δανειστής και το κουπόνι (αν υπάρχει) είναι ο τόκος. Τα ομόλογα επιτρέπουν στον εκδότη να χρηματοδοτήσει μακροπρόθεσμες επενδύσεις με εξωτερικά κεφάλαια. Μπορεί κανείς λοιπόν να διακρίνει ότι τα στοιχεία που προσδίδουν σε ένα ομόλογο την ταυτότητά του είναι πρώτον ο εκδότης, δεύτερον το κουπόνι (αν υπάρχει) με βάση το οποίο θα γίνονται οι τακτικές πληρωμές και τρίτον η χρονική διάρκεια της σύμβασης. Χρεόγραφα με ωριμότητα μικρότερη του ενός έτους είναι είτε γραμματία²⁷ ή συναλλαγματικές²⁸, και θεωρούνται εργαλεία της αγοράς χρήματος.

1.3.1.2. Αγορά μετοχών

Μετοχή είναι ένα από τα ίσα μερίδια, στα οποία διαιρείται το κεφάλαιο μιας ανώνυμης εταιρίας. Η μετοχή, ως αξιόγραφο, ενσωματώνει τα δικαιώματα του μετόχου που πηγάζουν από τη συμμετοχή του στην ανώνυμη εταιρία. Τα δικαιώματα αυτά, είναι ανάλογα του αριθμού μετοχών που κατέχει ο μέτοχος. Ενδεικτικά δικαιώματα που προκύπτουν από την κατοχή μετοχών είναι το ποσοστό ίσο με τον αριθμό των μετοχών που κατέχει ο μέτοχος προς το σύνολο των μετοχών της εταιρείας, του μερίσματος από τα διανεμόμενα κέρδη της εταιρίας, καθώς και αντίστοιχο ποσοστό από την περιουσία της εταιρίας, σε περίπτωση που αυτή διαλυθεί. Αντίστοιχα έχει και τον αναλογούντα

²⁶ Το κουπόνι ομολόγου είναι το τμήμα του ομολόγου, το οποίο αποκόβεται και προσκομίζεται στον εκδότη, σε συγκεκριμένη ημερομηνία, προκειμένου να εισπραχθεί το μέρος ή ο τόκος που αναγράφεται πάνω σε αυτό. Γενικότερα, το κουπόνι εκφράζει το ποσό ή το επιτόκιο επί της ονομαστικής αξίας που αποφέρει σε τακτά χρονικά διαστήματα ένας ομολογιακός τίτλος, έστω και αν αυτός είναι άυλος.

²⁷ Το γραμματίο είναι χρεόγραφο ή πιστωτικός τίτλος. Εκδίδεται από τον αγοραστή και περιέχει υπόσχεση του, να πληρώσει στον πωλητή ένα συγκεκριμένο ποσό (ονομαστική αξία του γραμματίου) στο τέλος προκαθορισμένης χρονικής περιόδου (ημερομηνία λήξης του γραμματίου). Στην όψη του γραμματίου αναγράφονται επίσης η ημερομηνία έκδοσης και το όνομα του πωλητή και τίθεται η υπογραφή του αγοραστή (εκδότη).

²⁸ Οι συναλλαγματικές (κοινώς γραμματία), είναι νόμιμο έγγραφο και δίνει εντολή πληρωμής ορισμένου χρηματικού ποσού, σε ορισμένο τόπο και χρόνο και σε ορισμένο δικαιούχο. Μπορεί δηλαδή ο δικαιούχος να αξιώσει σε καθορισμένη ημερομηνία, την πληρωμή του συγκεκριμένου ποσού, το οποίο αναγράφεται επάνω σ' αυτήν από τον πληρωτή.

αριθμό ψήφων στην Γενική Συνέλευση των μετόχων, εκτός εάν κατέχει μετοχές άνευ ψήφου.

Οι μετοχές μπορεί να διακρίνονται σε κοινές, προνομιούχες και επικαρπίας, ονομαστικές και ανώνυμες, μετά ψήφου ή χωρίς ψήφο, σε διαπραγματεύσιμες σε Χρηματιστήριο ή σε μη διαπραγματεύσιμες.

Η κοινή μετοχή είναι ο πιο συνηθισμένος τύπος μετοχής και περιλαμβάνει όλα τα βασικά δικαιώματα ενός μετόχου, όπως δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη, στην έκδοση νέων μετοχών, στο προϊόν της εκκαθάρισης, καθώς και δικαίωμα ψήφου στη Γενική Συνέλευση της εταιρείας και συμμετοχής στη διαχείρισή της.



Εικόνα 1.2: Μετοχή της Εθνικής Τράπεζα της Ελλάδος, έκδοση του 1925.

Πηγή: Εθνικής Τράπεζα της Ελλάδος.

Η προνομιούχος μετοχή προσφέρει απλά ένα προβάδισμα έναντι των κατόχων κοινών μετοχών, στη λήψη μερίσματος και στη λήψη του προϊόντος της εκκαθάρισης σε περίπτωση διάλυσης της επιχείρησης, αλλά συνήθως στερείται του δικαιώματος ψήφου και συμμετοχής στη διαχείριση της επιχείρησης.

Όταν μια επιχείρηση που έχει εκδώσει μετοχές έχει κέρδη, μπορεί να μοιράσει μέρος των κερδών αυτών στους μετόχους της με την μορφή μερίσματος, που αντιστοιχεί σε κάποιο ποσό ανά μετοχή.

1.3.2. Χρηματοοικονομικοί διαμεσολαβητές

Μέσω των θεσμών αυτών οι αποταμιευτές μπορούν και προσφέρουν έμμεσα κεφάλαια σε όσους επιθυμούν να δανειστούν²⁹.

1.3.2.1. Τράπεζες

Τράπεζα ονομάζεται μια επιχείρηση³⁰, η οποία ασχολείται με χρηματικές και πιστωτικές συναλλαγές. Ανάλογα με το είδος της μπορεί να δέχεται καταθέσεις, να χορηγεί δάνεια, να φυλάσσει και να διαχειρίζεται αξιόγραφα³¹, να αναλαμβάνει την πληρωμή για λογαριασμό του πελάτη.



Εικόνα 1.3: Η Τράπεζα της Ελλάδος,

είναι η κεντρική τράπεζα της χώρας. Ιδρύθηκε το 1927 βάσει ενός Παραρτήματος του Πρωτοκόλλου της Γενεύης και άρχισε να λειτουργεί τον Μάιο του 1928.

²⁹ Μελάς Κ., «Εισαγωγή στην τραπεζική χρηματοοικονομική διοικητική», σελ. 152-156.

³⁰ Γενικά για τον ακριβή καθορισμό της οικονομικής έννοιας της "επιχείρησης" οι απόψεις των οικονομολόγων μάλλον συγκρούονται. Σαν κύριο χαρακτηριστικό γνώρισμα μιας επιχείρησης άλλοι προτείνουν τη συγκέντρωση των παραγωγικών μέσων και την τεχνο-παραγωγική διαρρύθμιση αυτών, άλλοι την αναδοχή του κινδύνου. Άλλοι το μέγεθος και την έκταση των εργασιών, άλλοι το οικονομικό κίνητρο, ενώ κάποιοι άλλοι ακόμη, προσθέτουν ως απαραίτητους όρους την παραγωγή για άγνωστους καταναλωτές και την αυτοτέλειά της

³¹ Με τον όρο αξιόγραφο χαρακτηρίζεται συγκεκριμένο έγγραφο στο οποίο ενσωματώνεται κάποιο δικαίωμα, του οποίου η ενάσκηση και η μεταβίβασή του είναι αδύνατη χωρίς τη κατοχή αυτού τούτου του εγγράφου.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Η κερδοφορία της τράπεζας βασίζεται στην λεγόμενη «ψαλίδα», δηλαδή τη διαφορά ανάμεσα στο επιτόκιο δανεισμού και στο επιτόκιο καταθέσεων. Έτσι αν για παράδειγμα μία τράπεζα χορηγεί ένα δάνειο με επιτόκιο³² 9% και δέχεται κατάθεση με ετήσιο επιτόκιο 2% η διαφορά αυτή (7%) αποτελεί την ψαλίδα που οδηγεί στα κέρδη της τράπεζας. Βέβαια οι τράπεζες αποκομίζουν και από άλλου χρήματα όπως από προμήθειες ή από συμμετοχές και επενδύσεις³³. Ωστόσο η κύρια λειτουργία της έγκειται στον δανεισμό (χορηγήσεις και καταθέσεις).

Υπάρχουν διάφορα είδη τραπεζών:

- ⇒ **Κεντρική Τράπεζα:** Είναι υπεύθυνη για τη νομισματική πολιτική και μπορεί να είναι ο δανειστής της τελευταίας λύσης σε περίπτωση κρίσης. Χρεώνεται συχνά με τον έλεγχο του διαθέσιμου χρήματος, συμπεριλαμβανομένης της έκδοσης νομίσματος. Παραδείγματα κεντρικών τραπεζών είναι η Τράπεζα της Ελλάδος και η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα.
- ⇒ **Εμπορική τράπεζα:** Είναι ο όρος που χρησιμοποιείται για μια κανονική τράπεζα για να τη διακρίνει από μια τράπεζα επενδύσεων. Μιας και αυτές οι δύο δεν είναι πλέον υποχρεωτικό να λειτουργούν κάτω από χωριστή ιδιοκτησία, ορισμένοι χρησιμοποιούν τον όρο "εμπορική τράπεζα" για να αναφερθούν σε μια τράπεζα ή ένα τμήμα τράπεζας που ασχολείται κυρίως με εταιρίες ή μεγάλες επιχειρήσεις.
- ⇒ **Επενδυτική τράπεζα:** Δίνει εγγυητικές επιστολές για πώληση μετοχών και χρεογράφων και συμβουλεύουν για συγχωνεύσεις και εξαγορές εταιρειών.
- ⇒ **Τράπεζα Κοινωνικής Ανάπτυξης:** Είναι οι τράπεζες που παρέχουν οικονομικές υπηρεσίες και πίστωση σε μη ανεπτυγμένες αγορές ή πληθυσμούς.

³² Επιτόκιο είναι το κόστος του χρήματος, δηλαδή η τιμή για τη χρήση συγκεκριμένου χρηματικού κεφαλαίου για συγκεκριμένη χρονική περίοδο. Υπάρχουν πολλά είδη επιτοκίων μέσα σε μια καπιταλιστική οικονομία. Επιτόκιο δανεισμού, καταθέσεως, πιστωτικών καρτών, διατραπεζικό, διακρατικό και πολλά άλλα. Συνήθως όταν αναφερόμαστε στο επιτόκιο ως τιμή εννοούμε μια συνισταμένη που αντιπροσωπεύει όλα τα είδη των επιτοκίων. Όλα τα είδη των επιτοκίων έχουν την ίδια κατεύθυνση. Δηλαδή είτε όλα αυξάνονται, είτε όλα μειώνονται

³³ Επένδυση (αγγλικά: investment) ονομάζεται η δέσμευση κεφαλαίων για ένα χρονικό διάστημα, η οποία αναμένεται να αποφέρει πρόσθετα κεφάλαια στον επενδυτή. Με τεχνικούς όρους, η επένδυση είναι μια ακολουθία Καθαρών Ταμειακών Ροών.

Για την πραγματοποίηση μιας επένδυσης γίνεται αρχικά μια ανάλυση των αξιογράφων και ακολουθούν έπειτα τεχνικές διαχείρισης χαρτοφυλακίου.

- ⇒ **Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο:** Είναι ταμιευτήρια που συνδέονται με τα εθνικά ταχυδρομικά συστήματα. Η Ιαπωνία και η Γερμανία είναι παραδείγματα των χωρών με τα προεξέχοντα ταχυδρομικά ταμιευτήρια.
- ⇒ **Ιδιωτική Τράπεζα:** Ασχολείται με λογαριασμούς μεγάλων πελατών με μεγάλη οικονομική επιφάνεια.
- ⇒ **Corporate Banking:** Το Corporate Banking έχει ως αντικείμενο τα τραπεζικά προϊόντα που αφορούν κυρίως επιχειρήσεις και εταιρίες.
- ⇒ **Συνεταιριστικές:** Οι συνεταιριστικές τράπεζες αποτελούν πρωτοβουλίες τοπικού κυρίως χαρακτήρα με σκοπό την ενίσχυση π.χ. των τοπικών παραγωγών γεωργικών προϊόντων.

1.3.2.2. Αμοιβαία Κεφάλαια

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια (ΑΚ) αποτελούν ένα θεσμό συγκέντρωσης κεφαλαίων από μεγάλο αριθμό αποταμιευτών που τοποθετούνται ενιαία από εταιρείες διαχείρισης (ΑΕΔΑΚ) σε συγκεκριμένα χαρτοφυλάκια ανοικτού τύπου (open end), σε ανταπόκριση στους στόχους και τις προτιμήσεις των επενδυτών. Στην Αγγλία είναι γνωστά ως unit trusts.

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια δεν δίνουν τόκο ούτε έχουν προκαθορισμένες αποδόσεις. Η απόδοση για τον μεριδιούχο είναι η διαφορά που μπορεί να δημιουργηθεί ανάμεσα στο κεφάλαιο επένδυσης και στην αποτίμηση αυτής σε χρονική διάρκεια.

Φύση και περιεχόμενο

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια (Mutual funds) παρέχουν στους αποταμιευτές / επενδυτές μια εναλλακτική δυνατότητα αγοράς έτοιμων χαρτοφυλακίων, αντί οι ίδιοι να προβαίνουν στη διαμόρφωση των ατομικών τους χαρτοφυλακίων. Τα ΑΚ σημείωσαν ραγδαία επέκταση στη διάρκεια της μεταπολεμικής περιόδου σε διεθνές επίπεδο, ώστε να αποτελέσουν βασικό άξονα των εξελίξεων στις αναπτυγμένες χρηματιστηριακά χώρες του κόσμου. Ειδικότερα, τα ΑΚ προσφέρουν μια σειρά πλεονεκτημάτων στους ατομικούς επενδυτές, λόγω οργάνωσης, τεχνικοοικονομικής συγκρότησης και εμπειρίας, ώστε να επιτυγχάνονται σχετικά αποδεκτές αποδόσεις για τους επενδυτές.

1.3.2.3. Πιστωτικές συνεταιριστικές ενώσεις

Σύμφωνα με τον ορισμό που δόθηκε στο παγκόσμιο συνέδριο συνεταιριστικών οργανώσεων στο Μάντσεστερ της Αγγλίας το 1995 :«Συνεταιρισμός είναι μια αυτόνομη ένωση προσώπων που συγκροτείται εθελοντικά για την αντιμετώπιση των κοινών οικονομικών, κοινωνικών και πολιτιστικών αναγκών και επιδιώξεων τους, διαμέσου μιας συνιδιόκτητης και δημοκρατικά διοικούμενης επιχείρησης». Ο όρος αυτός αναπτύχθηκε ιδιαίτερα κατά τον 19^ο αιώνα όπου και εξελίχθηκε ως ιδεολογία και ως κίνημα με κοινωνικό και οικονομικό περιεχόμενο αποβλέποντας κυρίως τις ασθενέστερες τάξεις των εργαζομένων για την ικανοποιητικότερη αντιμετώπιση των διαφόρων συχνά αναφυομένων αυθαιρεσιών του άκρατου κεφαλαιοκρατισμού. Η ελευθερία της συγκρότησης συνεταιρισμού για την επιδίωξη νόμιμων σκοπών θεμελιώνεται στα συντάγματα όλων των φιλελεύθερων και δημοκρατικών πολιτειών (δικαίωμα του «συνεταιρίζεσθαι»).

Ο θεσμός των Συνεταιριστικών Τραπεζών, ο οποίος εισήχθη στην Ελλάδα το 1994 με βάση το νομοθετικό πλαίσιο που δημιουργήθηκε το 1992 και στηρίχθηκε στο Νόμο περί Αστικών Συνεταιρισμών, έχει πλέον τη δική του θέση στην ελληνική τραπεζική αγορά και, κατ' επέκταση, στα γενικότερα οικονομικά δρώμενα της χώρας. Τα πιστωτικά ιδρύματα ειδικού τύπου ανήκουν σε κλάδο δυναμικό και κερδοφόρο, ο οποίος, ενώ υπάρχει σε ένα περιβάλλον ιδιαίτερα ανταγωνιστικό, βασίζεται στις σύγχρονες αρχές του συνεργατισμού που έχουν ένα πολύ βασικό χαρακτηριστικό γνώρισμα: Απευθύνονται κυρίως σε μικρομεσαίες επιχειρήσεις και φυσικά πρόσωπα με προϊόντα προσαρμοσμένα στις εκάστοτε τοπικές συνθήκες και ανάγκες.

Συνδυάζοντας τη στρατηγική για αύξηση του μεγέθους τους, για εξεύρεση κεφαλαίων, για διεύρυνση του δικτύου τους και για αύξηση του μεριδίου αγοράς τους με τον πελατοκεντρικό χαρακτήρα, την ευελιξία και την αποκεντρωμένη λειτουργία, καταφέρνουν να προωθούν σημαντικά τόσο τη δική τους, όσο και την τοπική ανάπτυξη.

Από την ίδρυσή της έως και σήμερα η κάθε μια, αλλά και στο σύνολό τους, οι ελληνικές Συνεταιριστικές Τράπεζες -σύμφωνα με τις αναλύσεις των οικονομικών τους μεγεθών- είναι φανερό ότι σημειώνουν πορεία με αξιόλογη άνοδο, παρόλο το εντεινόμενο ανταγωνιστικό κλίμα που επικρατεί.

1.3.2.4. Συνταξιοδοτικά αμοιβαία κεφάλαια

Στην Σύνταξη (ασφάλεια), περιοδική οικονομική αποζημίωση την οποία λαμβάνει κάποιο πρόσωπο συνήθως από κάποιο ασφαλιστικό ταμείο ή ασφαλιστική εταιρεία.

1.3.2.5. Ασφαλιστικές εταιρείες

Η Ασφάλεια, στα νομικά και τα οικονομικά, είναι μια μορφή διαχείρισης κινδύνου, που χρησιμοποιείται πρώτιστα για να προστατεύσει ενάντια στον κίνδυνο πιθανών οικονομικών απωλειών. Ιδανικά, η ασφάλεια ορίζεται ως η δίκαιη μεταφορά του κινδύνου πιθανής απώλειας από μια οντότητα σε άλλη, σε αντάλλαγμα μιας λογικής αμοιβής. Στην πράξη, εντούτοις, η επιχείρηση της παροχής της ασφαλιστικής προστασίας καταλήγει συχνά στην προσφυγή στο δικαστήριο μεταξύ των ενδιαφερομένων. Γενικά, είναι μία σύμβαση, στην οποία ένα συμβαλλόμενο μέρος συμφωνεί να πληρώσει για τις οικονομικές απώλειες ενός άλλου συμβαλλόμενου μέρους, ως αποτέλεσμα ενός διευκρινισμένου γεγονότος.

Η απάτη γύρω από τις ασφαλίσεις τιμωρείται αυστηρά με φυλάκιση τουλάχιστον 6 μηνών. Όποιος δηλαδή μόνος του επιφέρει τη ζημιά για την οποία έχει γίνει η ασφάλιση στο αντικείμενο ή στον εαυτό του, με σκοπό να εισπράξει την ασφάλεια, τιμωρείται με φυλάκιση. Η ιδιωτική ασφάλιση δεν είναι υποχρεωτική. Μπορεί όποιος θέλει να ασφαλιστεί, καταβάλλοντας κάποιο συγκεκριμένο χρηματικό ποσό. Οι έμποροι, οι νομικοί, οι εργάτες κ.ά. ασφαλίζονται στα Ταμεία τους πληρώνοντας ένα ορισμένο ποσό κάθε μήνα.

Τα είδη των ασφαλίσεων είναι τα εξής:

1. Ιδιωτική ασφάλιση

Στην περίπτωση ιδιωτικών ασφαλίσεων, εκείνος που θέλει ν' ασφαλιστεί, απευθύνεται σ' ένα ασφαλιστικό γραφείο, που αναλαμβάνει την υποχρέωση να τον αποζημιώσει για μια ορισμένη ζημιά που έχει από πριν συμφωνηθεί. Γι' αυτήν την εξασφάλιση πληρώνει κάθε μήνα στο γραφείο εκείνο, ασφάλιστρο ένα ορισμένο ποσό. Η σύμβαση γίνεται με συμβόλαιο, όπου ορίζεται το αντικείμενο που ασφαλιζεται (κατοικία, ζώο, εμπόρευμα, καράβι, αυτοκίνητο, κατάσταση, μέλος του σώματος, η υγεία του ασφαλιζόμενου κλπ., το ποσό της αποζημίωσης και το ασφάλιστρο (ποσό χρημάτων που θα πληρώνει κάθε μήνα ο ασφαλιζόμενος).

2. Αντασφάλεια

Ειδική κατηγορία ασφάλισης είναι η αντασφάλεια, στην οποία ο ασφαλιστής ασφαρίζεται σε άλλο μεγαλύτερο ασφαλιστή για τις αποζημιώσεις που ανέλαβε. Παραδείγματος χάρη, ένα μικρό ασφαλιστικό γραφείο ασφαρίζεται σε μια μεγάλη επιχείρηση βιομηχανίας για όλες τις αποζημιώσεις που έχει αναλάβει κι έτσι, σε περίπτωση που συμβεί κάποιο ατύχημα στο γραφείο, θα αποζημιωθεί από την επιχείρηση.

3. Αλληλασφάλεια

Άλλη κατηγορία είναι η αλληλασφάλεια. Σ' αυτή, δυο και περισσότεροι ασφαρίζονται μεταξύ τους για τις ζημιές που θα συμβούν στον καθέναν απ' αυτούς. Η ασφάλιση έχει αναπτυχθεί πολύ τα τελευταία χρόνια. Έχει αναπτυχθεί και ιδιαίτερος κλάδος νομικής επιστήμης που ασχολείται με τις ασφαλίσεις και λέγεται ασφαλιστικό δίκαιο.

4. Κοινωνική ασφάλιση

Τις κοινωνικές ασφαλίσεις τις έχει αναλάβει το Κράτος και τα διάφορα Ταμεία ή Ιδρύματα. Το κράτος ασφαρίζει τους δημόσιους υπαλλήλους και τους δίνει σύνταξη, όταν γεράσουν ή όταν πάθουν κάποια αναπηρία. Το ίδιο κάνουν και τα Ταμεία (Μετοχικό Ταμείο Στρατού, Ταμεία Συντάξεων Νομικών, Εμπόρων κλπ.) για καθέναν που εργάζεται στον αντίστοιχο ειδικό κλάδο.

1.3.2.6. Τοκογλύφοι

Είναι κάποιοι που κατ' επάγγελμα δανείζουν παρανόμως χρήματα με πολύ υψηλό τόκο.

Η Τοκογλυφία³⁴ είναι έγκλημα που διαπράττει αυτός που λαμβάνει δυσανάλογα ωφελήματα για την παροχή που έκανε. Τιμωρείται από το νόμο με φυλάκιση και χρηματική ποινή. Τοκογλύφος είναι αυτός που ασκεί την τοκογλυφία.

³⁴ Το λήμμα τοκογλύφος προέρχεται από τις λέξεις τόκος και γλύφος (= χαράσσω, σκαλίζω). Αναφέρεται περιγραφικά στη συνήθεια των τοκογλύφων να χαράσσουν με τη γλυφίδα πάνω στο ξύλινο τραπέζι τους τόκους με τους οποίους επιβάρυναν τους πελάτες τους.

Οι πρώτοι βλαστοί της ξεπρόβαλαν λίγο μετά την εμφάνιση του χρήματος. Τον 7^ο π.Χ. αιώνα, στην Αθήνα, η νομοθέτηση της «σεισάχθειας» από τον Σόλωνα είχε στόχο την απαλλαγή των υπερχρεωμένων νοικοκυριών από τα τοκογλυφικά χρέη. Κάτι ανάλογο έκανε και ο Ιούλιος Καίσαρ στη Ρώμη τον 1^ο π.Χ. αιώνα.



Εικόνα 1.4: Ο Σόλων (639 - 559 π.Χ.) ήταν σημαντικός Αθηναίος νομοθέτης, φιλόσοφος, ποιητής και ένας από τους επτά σοφούς της αρχαίας Ελλάδας.

Στην αρχαία Αθήνα, με την ονομασία σεισάχθεια έμεινε γνωστή η νομοθετική ρύθμιση των χρεών από το Σόλωνα.

Παρά τους απαγορευτικούς κανόνες, η τοκογλυφία γιγαντώθηκε στα χρόνια της Ρωμαϊκής Αυτοκρατορίας. Ακόμα και μετά την επικράτηση του Χριστιανισμού χιλιάδες δανειολήπτες, κυρίως αγρότες, σύρονταν στη δουλοπαροικία, επειδή αδυνατούσαν να εξοφλήσουν τα χρέη τους. Χρειάστηκε να παρέμβει η Α' Οικουμενική Σύνοδος, που πραγματοποιήθηκε στη Νίκαια της Βιθυνίας το 325, για να διακόψει την πρακτική της χορήγησης δανείων με δυσβάστακτα επιτόκια.

Ο τόκος κατά τον Μεσαίωνα θεωρούνταν από τη Χριστιανική Εκκλησία ως κάτι γενικά ανήθικο, ανεπίτρεπτο, αμαρτωλό. Ο εβραϊκός νόμος επίσης απαγόρευε τη χορήγηση δανείων με τόκο. Όμως με την πάροδο του χρόνου η απαγόρευση αυτή θεωρήθηκε ότι αφορούσε τους ομοεθνείς και ότι δεν απέκλειε τα δάνεια με τόκο προς χριστιανούς.

Με το πέρασμα του χρόνου οι πεποιθήσεις αυτές ατόνησαν. Σήμερα ο έντοκος δανεισμός, ακόμα και η τοκογλυφία, αποτελούν πρακτικές περισσότερο ή λιγότερο συνήθειες στον χριστιανικό και τον ιουδαϊκό κόσμο.

Αντίθετα, στα ισλαμικά κράτη η τοκοφορία αντίκειται στους νόμους και στη θρησκεία. Οι τράπεζες λειτουργούν με ειδικό καθεστώς. Από αυτόν τον κανόνα τείνει να ξεφύγει σήμερα η Τουρκία λόγω του πληθωρισμού. Τα επιτόκια των εμπορικών τραπεζών εκτινάσσονται στο 12%.

1.4. ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ

Το χρηματοπιστωτικό σύστημα είναι ένα οικονομικό σύστημα βασισμένο στο χρήμα και αποτελεί τον διαμεσολαβητή στην ανταλλαγή αγαθών και υπηρεσιών. Φέρνει σε επαφή τους αποταμιευτές με τους επενδυτές, δηλαδή μεταφέρει την αγοραστική δύναμη από τις οικονομικές μονάδες που παρουσιάζουν πιστωτικό υπόλοιπο προς αυτές με χρεωστικό υπόλοιπο. Περιλαμβάνει δύο βασικά υποσυστήματα, τις χρηματοπιστωτικές αγορές και τους ενδιάμεσους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς τα οποία και θα αναλυθούν παρακάτω³⁵.

1.4.1. Τραπεζικό σύστημα

Το τραπεζικό σύστημα αποτελεί την καρδιά του χρηματοπιστωτικού συστήματος μιας χώρας. Σε αυτό εντάσσονται οργανισμοί που κατέχουν τον ρόλο του διαμεσολαβητή ανάμεσα σε αποταμιευτές και πιστούχους, εξασφαλίζοντας τον μετασχηματισμό της ρευστότητας. Το τραπεζικό σύστημα συμβάλλει στην ανάπτυξη της εθνικής οικονομίας με την τόνωση της εγχώριας ζήτησης, την χρηματοδότηση δυναμικών κλάδων της οικονομίας και καινοτόμων επενδυτικών πρωτοβουλιών. Η αποτελεσματικότητα της συμβολής του εξαρτάται από την ύπαρξη αξιόπιστου θεσμικού πλαισίου το οποίο ρυθμίζει την λειτουργία της κοινωνίας σε οικονομικό επίπεδο και στηρίζει τις αναπτυξιακές διαδικασίες. Το σύστημα αυτό αποτελείται από δύο είδη τραπεζών, την κεντρική τράπεζα και τις εμπορικές τράπεζες. Η Κεντρική τράπεζα

³⁵ Ζοπουνίδης Κ., «Σύγχρονα Θέματα Τραπεζικού Μάνατζμεντ», σελ. 79-83.

αποτελεί τον συντονιστή των εγχώριων τραπεζών όσον αφορά την γενική πολιτική τους και έχει την δυνατότητα να ελέγχει τις εμπορικές τράπεζες.

Αναλυτικότερα η κεντρική τράπεζα:

- ✓ Οριοθετεί τα επιτόκια των τραπεζών μέσω του καθορισμού του επιτοκίου δανεισμού της, θέτοντας έτσι κατευθυντήριες γραμμές για τις υπόλοιπες τράπεζες.
- ✓ Ελέγχει και μεταβάλλει την προσφορά εγχώριου χρήματος , με την έκδοση και την ρευστοποίηση ομολόγων ή με την εκτύπωση χρήματος σε επιθυμητά επίπεδα, σε αντιστοιχία με την εξέλιξη μακροοικονομικών μεγεθών της οικονομίας. Αυτό σημαίνει ότι η κεντρική τράπεζα είναι ένα από τα βασικά όργανα δημοσιονομικής πολιτικής.
- ✓ Διεξάγει έρευνες και μελέτες σχετικά με τον ιδιωτικό και επιχειρηματικό δανεισμό, με την στατιστική επεξεργασία των ευρημάτων και την διεξαγωγή πορισμάτων για την πορεία της οικονομίας του κράτους.
- ✓ Έχει την αρμοδιότητα του τραπεζίτη της κυβέρνησης, δηλαδή εγγυάται ότι η κυβέρνηση θα μπορεί να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις της όταν αντιμετωπίσει δημοσιονομικό έλλειμμα.

Οι εμπορικές τράπεζες συμμετέχουν στο χρηματοπιστωτικό σύστημα με σκοπό την ικανοποίηση των συναλλαγματικών αναγκών των καταναλωτών. Διαχειρίζονται με ορθολογικό τρόπο τα επίπεδα συναλλαγματικών διαθέσιμων κεφαλαίων, είτε επειδή επιδιώκουν το άριστο, είτε επειδή τους το επέβαλλε η κεντρική τράπεζα.

Αναλυτικότερα οι εμπορικές τράπεζες:

- ⇒ Λειτουργούν ως μεσολαβητές μεταξύ των αποταμιευτών και των επενδυτών
- ⇒ Επηρεάζουν την προσφορά του χρήματος.
- ⇒ Είναι υποχρεωμένοι να κρατούν ένα ποσοστό, που καθορίζεται από την κεντρική τράπεζα, των καταθέσεων σε ρευστά διαθέσιμα και δανείζουν το υπόλοιπο τους.

1.4.2. Θεσμικοί επενδυτές

Οι θεσμικοί επενδυτές είναι οργανισμοί που έχουν μαζεμένα τεράστια ποσά χρημάτων και τα επενδύουν σε επιχειρήσεις είτε αγοράζοντας μετοχές στο χρηματιστήριο

είτε με άλλα επενδυτικά προϊόντα. Θεσμικοί επενδυτές μπορεί να είναι τράπεζες, εταιρίες ασφαλειών, ταμεία συντάξεων, εταιρίες αμοιβαίων κεφαλαίων (mutual funds) και ταμεία εξασφάλισης (hedge funds). Οι θεσμικοί επενδυτές αποκτούν ουσιαστικά κεφάλαιο από τις αποταμιεύσεις και από τις πιστώσεις των πελατών της. Οι εταιρίες επενδύσεων κρατούν ένα μεγάλο χαρτοφυλάκιο επενδύσεων σε πολλές επιχειρήσεις με σκοπό εάν μια επιχείρηση στην οποία έχουν επενδύσει πτωχεύσει να αποτελεί μικρό μερίδιο του χαρτοφυλακίου της. Επιπλέον οι θεσμικοί επενδυτές έχουν μεγάλη επιρροή στην διοίκηση των επιχειρήσεων στις οποίες έχουν επενδύσει επειδή συχνά λόγω του μεγάλου αριθμού μετοχών που αγοράζουν έχουν δικαίωμα ψήφου στο διοικητικό συμβούλιο. Έτσι μπορούν να ελέγξουν πολλές επιχειρήσεις. Επίσης επειδή έχουν την ελευθερία να αγοράζουν και να πουλάνε μαζικές ποσότητες μετοχών μπορούν να επηρεάσουν το ποια επιχείρηση θα συνεχίσει να λειτουργεί κερδοφόρα και ποια θα αναγκαστεί να κλείσει ή να αναζητήσει αγοραστή.

Αναλυτικότερα οι εταιρίες αμοιβαίων κεφαλαίων και τα ταμεία εξασφάλισης:

- ❖ Συγκεντρώνουν κεφάλαια από διάφορους επενδυτές και δημιουργούν μια ενιαία επένδυση υπό κοινή διαχείριση.
- ❖ Οι επενδυτές έχουν το δικαίωμα να ρευστοποιήσουν ανά πάσα στιγμή και να συμμετέχουν στα κέρδη/ζημίες ανάλογα με το ποσοστό που έχουν τοποθετήσει.

Η διαφορά τους είναι ότι στα ταμεία εξασφάλισης υπάρχουν δύο τύποι επενδύσεων, η ανοικτού και η κλειστού τύπου. Στις ανοικτού τύπου υπάρχει ένα κατώτατο όριο επένδυσης, το οποίο είναι και πολύ υψηλό, ενώ στις κλειστού τύπου οι συμμετέχοντες επιλέγονται από τον διαχειριστή.

1.5. Η ΔΙΕΘΝΗΣ ΑΡΧΙΤΕΚΤΟΝΙΚΗ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ

Το χρηματοπιστωτικό σύστημα χρήζει νέα διεθνής αρχιτεκτονικής³⁶. Αυτό μπορεί να πραγματοποιηθεί με την διεθνή συνεργασία, η οποία για πολλούς πρέπει να αναπτυχθεί κατά την διάρκεια των επομένων μηνών, ετών και με αντίστοιχη περιφερειακή συνεργασία που πρέπει να διαμορφωθεί, σε ευρωπαϊκό επίπεδο, μεταξύ

³⁶ Τριαντόπουλος Χ., «Εποπτεία Τραπεζικού Συστήματος, η Ευρωπαϊκή Εμπειρία και το Νέο Κανονιστικό Πλαίσιο», σελ. 174-177.

των άλλων και με τον ρόλο, που πρέπει να διαδραματίσει η ευρωπαϊκή κεντρική τράπεζα, λόγω της άσχημης παγκόσμιας οικονομικής συγκυρίας.

Σε ότι αφορά το θέμα της διεθνούς συνεργασίας και της νέας διεθνούς αρχιτεκτονικής του χρηματοπιστωτικού συστήματος, υπάρχει η εντύπωση ότι πηγαίνουμε σε ένα νέο σύστημα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών³⁷. Αυτό βέβαια δεν ανταποκρίνεται στην πραγματικότητα. Διότι πρόκειται για την δημιουργία ενός ενισχυμένου διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος σε ότι αφορά την λειτουργία και την εποπτεία των τραπεζών, των κεφαλαιαγορών και των αγορών οι οποίες μέχρι σήμερα δεν αποτελούσαν αντικείμενο ρύθμισης.

Επομένως, κάποιοι πιστεύουν ότι πρέπει να επανέλθουμε σε ένα σύστημα πιο ελεγχόμενων συνεχόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών. Δεν αφορά την δημιουργία ενός νέου συστήματος σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών. Ίσως και διότι υπάρχει τα τελευταία χρόνια, η τάση είναι για την δημιουργία περιφερειακών νομισματικών ενώσεων, όπως η ευρωπαϊκή, ανά τον κόσμο.

Για το λόγο αυτό υπάρχει ρυθμιστικό πλαίσιο για τις τράπεζες. Δηλαδή δεν υφίσταται ένα αρρυθμιστο τραπεζικό σύστημα. Το τραπεζικό σύστημα υπόκειται σε εποπτεία. Υπόκειται σε προληπτική εποπτεία από τις εποπτικές αρχές. Υπάρχουν αυστηρότατοι κανόνες σε ότι αφορά την προληπτική τους εποπτεία, οι οποίοι μάλιστα, δεν είναι εθνικής προελεύσεως. Είναι σίγουρα, σε ότι αφορά την Ελλάδα, ευρωπαϊκής προελεύσεως. Και σε κάθε περίπτωση, ένα μεγάλο υποσύνολο τους προέρχεται από διεθνή συνεργασία.

Το ίδιο ισχύει και για τις κεφαλαιαγορές. Υπάρχουν ορισμένα τμήματα των κεφαλαιαγορών τα οποία δεν υπόκεινται σε εποπτεία. Υπάρχουν προβλήματα στην αποτίμηση ορισμένων χρηματοοικονομικών προϊόντων. Υπάρχουν προβλήματα και έχουν εντοπιστεί, σε εκείνους οι οποίοι αξιολογούν την πιστοληπτική ικανότητα των εκδοτών τίτλων.

Η νέα διεθνής αρχιτεκτονική απαιτεί την δημιουργία ενός welfare financial organization, δηλαδή, ενός διεθνούς οργανισμού που αντίστοιχα με το WTO³⁸ στον χώρο

³⁷Το προϋπάρχον Σύστημα σταθερών ισοτιμιών του Μπρέττον Γουντς ήταν ένα σύστημα το οποίο προσδιόριζε σταθερές ισοτιμίες μεταξύ των νομισμάτων των χωρών που συμμετείχαν σε αυτό.

³⁸ http://www.wto.org/english/thewto_e/whatis_e/who_we_are_e.htm

του εμπορίου, θα δημιουργεί το ρυθμιστικό πλαίσιο και θα εποπτεύει, αν είναι αυτό εύκολο, τις διεθνείς χρηματαγορές και τους διεθνείς φορείς.

Δηλαδή την δημιουργία ενός διεθνούς φορέα που θα εποπτεύει τις διεθνείς τράπεζες. Άρα, η διεθνής συνεργασία θα επιλύσει όλα τα προβλήματα. Μπορεί να βοηθήσει προς αυτή την κατεύθυνση και ήδη κατά την διάρκεια της τελευταίας 35ετίας έχουν δημιουργηθεί οι βάσεις για μια διεθνή αρχιτεκτονική.

Η ευρωπαϊκή κεντρική τράπεζα είναι μια κεντρική τράπεζα η οποία διαμορφώθηκε στο πλαίσιο των ιστορικών της καταβολών. Είναι μια κεντρική τράπεζα η οποία διαμορφώθηκε στο πλαίσιο των προτύπων της Bundesbank³⁹, η οποία δημιουργήθηκε στο πρότυπο της Irish Bank, η οποία τελικά ήταν τράπεζες, κεντρικές τράπεζες, οι οποίες είχαν ένα και μοναδικό στόχο. Την καταπολέμηση του πληθωρισμού, λαμβάνοντας υπ' όψιν της αρνητικές εμπειρίες τις οποίες είχε η Γερμανία από την περίοδο της Δημοκρατίας της Βαϊμάρης⁴⁰. Αυτό σημαίνει ότι η ευρωπαϊκή κεντρική τράπεζα φτιάχτηκε με συγκεκριμένες προδιαγραφές.

³⁹ Τράπεζα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, η οποία ρυθμίζει σωστά, μια κοινή ευρωπαϊκή τραπεζική ένωση για την αντιμετώπιση απειλών της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, που τίθενται από ανισορροπίες στα εθνικά χρηματοπιστωτικά συστήματα.

⁴⁰ Ο όρος Δημοκρατία της Βαϊμάρης επεκράτησε, ως ιστορικός και πολιτικός όρος στη σύγχρονη διεθνή βιβλιογραφία να εννοείται η (συμβατική) ονομασία του πολιτεύματος της Γερμανίας από το 1919 έως την άνοδο του Χίτλερ στην εξουσία το 1933. Κατά τη διάρκεια της Δημοκρατίας της Βαϊμάρης το γερμανικό Ράιχ (εθνικό κράτος) απαρτίζεται από 17 ομόσπονδα κρατίδια, το καθένα με δική του κυβέρνηση και κοινοβούλιο, τα οποία εκπροσωπούσαν στο κεντρικό συμβούλιο. Το σύνταγμα καθορίζει ένα πολιτικό σύστημα με στοιχεία της κοινοβουλευτικής και της προεδρευόμενης δημοκρατίας. Το κοινοβούλιο είναι το λεγόμενο Ράιχσταγκ και η πρωτεύουσα το Βερολίνο.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο

ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ

2.1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα είναι το παγκόσμιο πλαίσιο των νομικών συμφωνιών οικονομικών ιδρυμάτων, καθώς και επίσημων και ανεπίσημων οικονομικών παραγόντων που διευκολύνουν μαζί τις διεθνείς ροές των χρηματοδοτικών κεφαλαίων για τους σκοπούς της επένδυσης και της χρηματοδότησης του εμπορίου⁴¹.

Το σύστημα αυτό έχει εξελιχθεί σημαντικά από την εμφάνιση του στα τέλη του 19^{ου} αιώνα, κατά τη διάρκεια του πρώτου σύγχρονου κύματος της οικονομικής παγκοσμιοποίησης, που χαρακτηρίζεται από τη δημιουργία κεντρικών τραπεζών, πολυμερών συνθηκών, και διακυβερνητικών οργανισμών με στόχο τη βελτίωση της διαφάνειας, της εύρυθμης ρύθμισης και της αποτελεσματικότητας των διεθνών αγορών.

Βέβαια δεν ήταν δυνατόν το χρηματοπιστωτικό σύστημα να παραμείνει σταθερό κατά τις τελευταίες δεκαετίες, τόσο διεθνώς όσο και στην Ελλάδα. Έχει διαφοροποιηθεί το χρηματοοικονομικό σύστημα στο σύνολο του και αυτό ούτε έχει αναλυθεί επαρκώς, ούτε οι συνέπειές του έχουν συνειδητοποιηθεί⁴². Στο σύγχρονο χρηματοπιστωτικό και ευρύτερα χρηματοοικονομικό σύστημα αναπτύσσονται διαρκώς νέα χρηματοπιστωτικά μέσα. Η δομή των μέσων αυτών από τη μια πλευρά διευκολύνει τις επιδιώξεις των επενδυτών για διαφοροποίηση της σχέσης κινδύνου/απόδοσης των επενδύσεών τους, από την άλλη όμως δημιουργεί νέα προβλήματα και κινδύνους που θα πρέπει αποτελεσματικά να αντιμετωπιστούν. Στο χρηματοοικονομικό σύστημα λειτουργούν ως επενδυτές όχι μόνο οι παραδοσιακοί «παίκτες», δηλαδή οι τράπεζες,

⁴¹ Γλύκας Μ., Ξηρογιάννης Γ., Σταϊκούρας Χ., «Οργάνωση και Διοίκηση Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων», σελ. 101-105.

⁴² Ως χρηματοπιστωτικό σύστημα εδώ εννοούμε κυρίως τους «παραγωγούς» των χρηματοοικονομικών μέσων (δηλαδή κυρίως τις χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις), ενώ στο χρηματοοικονομικό σύστημα περιλαμβάνουμε και τους χρήστες αυτών των μέσων (που μπορεί να μην ανήκουν στις χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις).

αλλά και οι λεγόμενοι θεσμικοί επενδυτές, μεταξύ των οποίων και τα ασφαλιστικά ταμεία καθώς και ιδιώτες. Πολλές φορές μάλιστα τα υπό διαχείριση κεφάλαια αυτών των επενδυτών είναι μεγαλύτερα από τα κεφάλαια των μικρών και μεσαίων τραπεζών. Η αντίφαση που παρατηρείται όμως στο σύγχρονο χρηματοοικονομικό σύστημα είναι ότι οι φορείς που έχουν τη μεγαλύτερη τεχνογνωσία, δηλαδή οι τράπεζες, υπόκεινται σε πολύ αυστηρούς εποπτικούς κανόνες και υποχρεώνονται να έχουν πολύ περισσότερες ασφαλιστικές δικλείδες σε σχέση με τους νεοεισελθόντες στην αγορά.

2.2. ΙΣΤΟΡΙΑ ΤΗΣ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗΣ ΑΡΧΙΤΕΚΤΟΝΙΚΗΣ⁴³

2.2.1. Η εμφάνιση της οικονομικής παγκοσμιοποίησης: 1870-1914

Ο κόσμος γνώρισε σημαντικές αλλαγές πριν από το 1914, οι οποίες δημιούργησαν ένα ευνοϊκό περιβάλλον για την αύξηση και την ανάπτυξη των διεθνών οικονομικών κέντρων. Μεταξύ αυτών των αλλαγών ήταν η άνευ προηγουμένου αύξηση των κεφαλαιακών ροών, δηλαδή η ταχεία κεντρική οικονομική ολοκλήρωση που προκύπτει από αυτές τις ροές κεφαλαίων, καθώς υπήρχε και ταχύτερη επικοινωνία, και αύξηση του αριθμού των κέντρων αυτών. Πριν από το 1870, το Λονδίνο και το Παρίσι υπήρχαν τα μόνο εμφανή οικονομικά κέντρα του κόσμου. Στο Βερολίνο και στη Νέα Υόρκη σύντομα αυξήθηκε η υπεροχή τους στο ίδιο οικονομικό επίπεδο με τις άλλες πρωτεύουσες. Μια σειρά από μικρότερα οικονομικά κέντρα έγιναν σημαντικά, καθώς βρήκαν τμήματα της αγοράς, όπως το Άμστερνταμ, η Βρυξέλλες, η Ζυρίχη και η Γενεύη. Το Λονδίνο παρέμεινε το κορυφαίο διεθνές οικονομικό κέντρο των τεσσάρων δεκαετιών που οδηγούν μέχρι τον Πρώτο Παγκόσμιο Πόλεμο.

2.2.2. Περίοδος Μεσοπολέμου: 1915-1944

Οι οικονομολόγοι αναφέρονται στην έναρξη του Β' Παγκοσμίου Πολέμου ως το τέλος μιας εποχής «αθωότητας» για τις ξένες αγορές συναλλάγματος, καθώς ήταν η πρώτη γεωπολιτική σύγκρουση και είχε αποσταθεροποιητικές επιπτώσεις. Το Ηνωμένο Βασίλειο κήρυξε τον πόλεμο στη Γερμανία στις 4 Αυγούστου 1914 μετά την εισβολή της Γερμανίας στην Γαλλία. Στις εβδομάδες που ακολούθησαν, η αγορά συναλλάγματος του

⁴³ Μπαλωμένου Χ., «Το Ελληνικό Τραπεζικό Σύστημα και οι Διαδικασίες Αξιολόγησης και Έγκρισης Επενδυτικών Σχεδίων», σελ. 78-80.

Λονδίνου ήταν η πρώτη που παρουσίασε συμπτώματα οικονομικής δυσφορίας. Οι Ευρωπαϊκές εντάσεις και η αυξανόμενη πολιτική αβεβαιότητα αποτέλεσαν τα κίνητρα για τους επενδυτές να κυνηγήσουν την ρευστότητα, με αποτέλεσμα οι εμπορικές τράπεζες να αρχίσουν δανείζονται σε μεγάλο βαθμό από τα αποθεματικά της Τράπεζας της Αγγλίας, λόγω της έλλειψης ρευστότητας.

2.2.3. Η απελευθέρωση του εμπορίου

Οι καταστροφικές συνέπειες του πολέμου ώθησαν τις κυβερνήσεις των χωρών να εργαστούν για την αναστροφή του προστατευτισμού του εμπορίου υπέρ της απελευθέρωσης του εμπορίου. Ως λύση δόθηκε η μείωση των δασμών σε όλες τις εισαγωγές. Έτσι δημιουργήθηκε άνθηση στις αμοιβαίες εμπορικές συμφωνίες, με στόχο την αποκατάσταση του παγκόσμιου εμπορίου και της μείωσης της ανεργίας.

2.2.4. 1980 έως σήμερα

Δεδομένου της Μεγάλης Ύφεσης, οι ρυθμιστικές αρχές και οι οικονομικοί σύμβουλοι τους, έχουν επίγνωση ότι η οικονομική και χρηματοπιστωτική κρίση μπορεί να εξαπλωθεί ταχύτατα από χώρα σε χώρα με σοβαρές οικονομικές συνέπειες. Για πολλές δεκαετίες, η συνειδητοποίηση αυτή οδήγησε τις κυβερνήσεις να επιβάλουν αυστηρούς ελέγχους για τις δραστηριότητες και τη συμπεριφορά των τραπεζών και άλλων πιστωτικών οργανισμών. Μετά το Β΄ Παγκόσμιο Πόλεμο, η διεθνής διασύνδεση των χρηματοπιστωτικών αγορών οδήγησε στη δημιουργία ενός διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος με το γνωστό χαρακτηριστικό την θεωρία ελέγχου. Στη δεκαετία του 1980, πολλές κυβερνήσεις ακολούθησαν μια πολιτική της απορρύθμισης στην πεποίθηση ότι η προκύπτουσα βελτίωση της αποτελεσματικότητας θα αντισταθμίσει τυχόν συστημικούς κινδύνους. Οι διεθνείς συστημικές κρίσεις που επακολούθησαν περιελάμβαναν την συντριβή του μετοχικού κεφαλαίου τον Οκτώβριο του 1987, την ιαπωνική κατάρρευση τιμών των περιουσιακών στοιχείων της δεκαετίας του 1990, την ασιατική οικονομική κρίση του 1997, την ρωσική αδυναμία της Κυβέρνησης του 1998, και την Μεγάλη Ύφεση του 2007 έως σήμερα.

Μέτρα για τη μείωση της τρωτότητας του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος έχουν προταθεί από διάφορους διεθνείς οργανισμούς. Η Τράπεζα Διεθνών

Διακανονισμών έκανε δύο διαδοχικές συστάσεις⁴⁴, και μια ομάδα συντονισμού των ρυθμιστικών αρχών, το Φόρουμ Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας που δημιουργήθηκε το 1999 για να προσδιορίσει και να αντιμετωπίσει τις αδυναμίες του συστήματος, έχει θέσει ορισμένες προτάσεις σε μια ενδιάμεση έκθεση.

2.3. ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΑ ΜΕΣΑ

Αρχικά τα βασικά κύρια χρηματοπιστωτικά μέσα είναι τα διαφόρων μορφών μέσα πληρωμής και τα δάνεια⁴⁵. Στον τραπεζικό οικονομικό τομέα τα μέσα αυτά αντιπροσωπεύονται από τις επιταγές, τις πιστωτικές κάρτες, τις καταθέσεις και τα δάνεια των τραπεζών προς τους πελάτες τους. Βέβαια τα τελευταία χρόνια αναπτύχθηκαν κάποια νέα χρηματοπιστωτικά μέσα, τα οποία αποτελούν προθεσμιακές συναλλαγές ή σειρά προθεσμιακών συναλλαγών επί των πρωτογενών. Η ονομασία των μέσων αυτών είναι παράγωγα και διακρίνονται σε προθεσμιακές συμβάσεις ή συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, εάν δεσμεύονται και οι δύο αντισυμβαλλόμενοι στη συναλλαγή, ή δικαιώματα, εάν δεσμεύεται μόνο ο ένας. Στην περίπτωση της συνομολόγησης σειράς προθεσμιακών πράξεων το χρηματοπιστωτικό μέσο ονομάζεται ανταλλαγή (swap). Θα πρέπει να τονιστεί ότι, ενώ τα παράγωγα προϊόντα δημιουργήθηκαν με σκοπό την παροχή στους επενδυτές της δυνατότητας να αντισταθμίσουν τους κινδύνους των επενδύσεών τους, τα ίδια αυτά προϊόντα, εάν δεν χρησιμοποιηθούν σωστά, είναι πηγή δυνητικών κινδύνων και μάλιστα μεγαλύτερων σε σχέση με τους κινδύνους των πρωτογενών προϊόντων.

Πολλές φορές τα χρηματοπιστωτικά μέσα παίρνουν τη μορφή των αξιόγραφων. Τα αξιόγραφα δεν διαφέρουν από άποψη ουσίας από τα χρηματοπιστωτικά μέσα που αναφέρθηκαν προηγουμένως, αλλά έχουν το χαρακτηριστικό ότι διαπραγματεύονται σε δευτερογενή αγορά, με συνέπεια να έχουν μεγαλύτερο βαθμό ρευστότητας και να είναι άμεσα εμφανής η τιμή στην οποία είναι διατεθειμένοι οι συμμετέχοντες στην αγορά να πραγματοποιήσουν συναλλαγές. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι κατά τις τελευταίες δεκαετίες στις αναπτυγμένες χρηματοπιστωτικές αγορές και πρόσφατα και στη χώρα μας έχει παρατηρηθεί η τάση μετατροπής των κλασικών (τραπεζικών) χρηματοπιστωτικών μέσων σε αξιόγραφα. Η τάση αυτή που κυριολεκτικά

⁴⁴ Συμφωνίες της Βασιλείας σχετικά με τη ρύθμιση των τραπεζών.

⁴⁵ Αγγελόπουλος Π., «Εισαγωγή στα Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα (Financial Derivatives)», σελ. 48-51.

έχει επιφέρει επανάσταση στον τρόπο λειτουργίας και στη δομή του χρηματοπιστωτικού συστήματος ονομάστηκε τιτλοποίηση (securitization).

2.4. ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ

Ιστορικά τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα⁴⁶ (Derivatives) δεν αποτελούν καινοτομία των σύγχρονων αγορών κεφαλαίου και χρήματος. Η εκμετάλλευση και η χρήση τους μετατίθεται πριν από πολλούς αιώνες, όταν οι Αρχαίοι Φοίνικες αλλά και οι Αρχαίοι Έλληνες πωλούσαν ολόκληρα φορτία πλοίων προθεσμιακά, δηλαδή με προκαθορισμένη τιμή, αλλά και παράδοση στο μέλλον. Η αναγέννηση των γραμμάτων και των τεχνών στην Ευρώπη, έφερε μεταξύ των άλλων και νεωτερισμούς στις αγορές κυρίως των Κάτω Χωρών (του Βελγίου και της Ολλανδίας) που αποτελούσαν το κέντρο του Ευρωπαϊκού εμπορίου. Στο Άμστερνταμ της Ολλανδίας, οι συναλλαγές σε προθεσμιακά συμβόλαια (Futures) χρονολογούνται από την εποχή της τουλιπομανίας – τη δεκαετία του 1630 – όταν η αλαζονεία της αγοράς βολβών τουλίπας οδήγησε τις τιμές τους σε σύντομο χρονικό διάστημα στα ύψη. Η «φούσκα» των τιμών τελικά «έσκασε», οδηγώντας σε οικονομικό μαρασμό ολόκληρη την Ολλανδική οικονομία. Κατά τις δεκαετίες του 1970 και του 1980, η απελευθέρωση των αγορών συναλλάγματος, αλλά και η συμβολή των ακαδημαϊκών στην τιμολόγηση των παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων και κυρίως των δικαιωμάτων προτίμησης (Options), κατόρθωσαν να αλλάξουν ριζικά το τοπίο και να διευρύνουν σημαντικά τη χρήση τους.

2.5. ΔΟΜΗΣΗ ΣΥΝΘΕΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΜΕΣΩΝ

Οι κατηγορίες, δηλαδή οι βασικές μορφές αξιογράφων είναι δύο⁴⁷:

- 1ο.** Οι χρεωστικοί τίτλοι. Η πρώτη κατηγορία περιλαμβάνει τις ομολογίες, τα ομόλογα, τα έντοκα γραμμάτια κ.λπ.
- 2ο.** Οι τίτλοι ιδιοκτησίας. Η δεύτερη κατηγορία περιλαμβάνει τις μετοχές όλων των μορφών.

⁴⁶ Ο.π., σελ. 55-57.

⁴⁷ Αγγελόπουλος Π., «Τράπεζες και Χρηματοπιστωτικό Σύστημα Γ' έκδοση (Αγορές-Προϊόντα-Κίνδυνοι)», σελ. 122-129.

Παλαιότερα αυτές οι βασικές μορφές αξιόγραφων εμφανίζονταν στη χρηματοοικονομική αγορά στην απλή τους μορφή. Τα πράγματα σήμερα είναι εντελώς διαφορετικά. Στις απλές μορφές προσαρτώνται άλλα αξιόγραφα ή χρηματοοικονομικές συμβάσεις, με αποτέλεσμα να αλλάζει η αρχική οικονομική τους ουσία, δηλαδή η σχέση κινδύνου/απόδοσης την οποία παρουσιάζουν. Στην περίπτωση αυτή ο επενδυτής είναι υποχρεωμένος να καταλαβαίνει τη νέα σχέση κινδύνου/απόδοσης για να απαντήσει στο ερώτημα εάν αυτό το επενδυτικό προϊόν είναι κατάλληλο για το χαρτοφυλάκιο του ή όχι. Είναι προφανές ότι η άριστη γνώση των χαρακτηριστικών κινδύνου/απόδοσης αποτελεί επίσης απαραίτητη προϋπόθεση για την κατανόηση της ορθής τιμολόγησης του δομημένου αξιόγραφου, δηλαδή της εύλογης αξίας (fair value) στην οποία πρέπει να αγοραστεί.

2.5.1. Αλλαγή του χρόνου πραγματοποίησης και των χαρακτηριστικών των χρηματικών ροών

Η μία από τις βασικές κατηγορίες προσαρτώμενων χαρακτηριστικών επί των ομολόγων είναι η αλλαγή του χρόνου πραγματοποίησης και των χαρακτηριστικών των χρηματικών ροών.

Παράδειγμα κατηγορίας προσαρτώμενων χαρακτηριστικών επί των ομολόγων αποτελούν οι αποκοπές (stripping) του σώματος ή των τοκομεριδίων των ομολόγων και η ξεχωριστή διαπραγμάτευσή τους. Στην πρώτη περίπτωση τα νέα αξιόγραφα ονομάζονται πληρωμής μόνο κεφαλαίου (principal only - PO), ενώ στη δεύτερη πληρωμής μόνο τόκων (interest only - IO). Και στις δύο αυτές περιπτώσεις διαμορφώνονται ουσιαστικά ομόλογα μηδενικού τοκομεριδίου, των οποίων ο δείκτης διάρκειας είναι ίσος με το χρόνο που απομένει μέχρι τη λήξη τους⁴⁸. Το χαρακτηριστικό αυτό διευκολύνει τη διαχείριση του κινδύνου επιτοκίου και για το λόγο αυτό πολλές φορές οι επενδυτές περιλαμβάνουν αξιόγραφα με αυτά τα χαρακτηριστικά στα χαρτοφυλάκιά τους. Εάν όμως οι αρχικοί τίτλοι από τους οποίους έγιναν οι αποκοπές ήταν τιτλοποιημένα στεγαστικά δάνεια, τότε ούτε ο δείκτης διάρκειας είναι ίσος με το χρόνο που απομένει μέχρι τη λήξη του ομολόγου, ούτε η σχέση μεταξύ της μεταβολής

⁴⁸ Ο δείκτης διάρκειας εκφράζει το μέσο χρόνο που απαιτείται για να πραγματοποιήσει τις πληρωμές το ομόλογο, σε όρους παρούσας αξίας. Από μαθηματική άποψη ο δείκτης διάρκειας είναι η πρώτη παράγωγος της συνάρτησης της τιμής του ομολόγου ως προς το επιτόκιο. Ο δείκτης διάρκειας χρησιμοποιείται από τους διαχειριστές χαρτοφυλακίων ομολόγων για την εκτίμηση και την αντιμετώπιση του επιτοκιακού κινδύνου.

των επιτοκίων και της τιμής του ομολόγου είναι αντίστροφη όπως είναι στα κλασικά ομόλογα, αλλά ανάλογη⁴⁹. Γίνεται έτσι κατανοητό ότι ακόμα και στις πιο απλές μορφές «δόμησης» (ή για την ακρίβεια «επαναδόμησης») των χαρακτηριστικών των ομολόγων η ύπαρξη εξειδικευμένων γνώσεων είναι επιβεβλημένη για την πραγματοποίηση ορθής επενδυτικής επιλογής.

2.5.2. Προσάρτηση άλλου αξιογράφου η οικονομικού χαρακτηριστικού

Άλλη βασική κατηγορία προσαρτώμενων χαρακτηριστικών επί των ομολόγων είναι και η προσάρτηση άλλου αξιογράφου η οικονομικού χαρακτηριστικού.

Στην εν λόγω περίπτωση γίνεται σύνδεση της απόδοσης του ομολόγου με τη μεταβολή της τιμής κάποιου άλλου (πρωτογενούς) χρηματοοικονομικού προϊόντος, δείκτη ή οικονομικής παραμέτρου (επιτοκίου ή συναλλαγματικής ισοτιμίας). Κατά τον τρόπο αυτό αλλάζουν τα χαρακτηριστικά του κινδύνου και της απόδοσης του νέου αξιογράφου, γιατί η τιμή του δεν εξαρτάται πλέον από τη βασική οικονομική παράμετρο που συνδέεται με αυτό, αλλά και από τις οικονομικές παραμέτρους του νέου αξιογράφου. Για παράδειγμα, εάν σε ένα ομόλογο προστεθεί η σύνδεσή του με τη μεταβολή της συναλλαγματικής ισοτιμίας ευρώ/δολαρίου, η μεταβολή της τιμής του δεν εξαρτάται πλέον μόνο από το επιτόκιο σε ευρώ, αλλά και από τη μεταβολή της συναλλαγματικής ισοτιμίας.

Αυτό το νέο αξιόγραφο που δημιουργήθηκε μπορεί να είναι ελκυστικό για ένα διαχειριστή κεφαλαίων, εάν επιθυμεί την αντιστάθμιση του κινδύνου μιας αντίθετης θέσης που έχει σε ένα ξένο νόμισμα ή εάν έχει την προσδοκία ευνοϊκής μεταβολής της ισοτιμίας και με αυτόν τον τρόπο αύξησης της συνολικής απόδοσης (τόκοι και κεφαλαιακά κέρδη από συνάλλαγμα) της επένδυσης.

2.5.3. Προσάρτηση ενός παραγώγου χρηματοπιστωτικού μέσου

⁴⁹ Τεχνικά αυτό εκφράζεται με τον αρνητικό δείκτη κυρτότητας που παρουσιάζουν αυτά τα ομόλογα σε σχέση με τα κλασικά. Ο δείκτης κυρτότητας είναι η δεύτερη παράγωγος της συνάρτησης της τιμής του ομολόγου ως προς το επιτόκιο.

Η τρίτη μέθοδος δόμησης ομολόγων είναι με την προσάρτηση σε αυτά ενός παραγώγου προϊόντος. Ανάλογα με το συγκεκριμένο τύπο παραγώγου που προσαρτάται, διακρίνονται οι εξής επιμέρους περιπτώσεις:

2.5.3.1. Προσάρτηση μιας προθεσμιακής σύμβασης

Κάποιες φορές για να αλλάξει η σχέση κινδύνου/απόδοσης ενός ομολόγου προσαρτάται μια προθεσμιακή σύμβαση. Για παράδειγμα, εάν σε ένα ομόλογο κυμαινόμενου επιτοκίου προστεθεί μια προθεσμιακή σύμβαση επιτοκίου (forward rate agreement - FRA), το ομόλογο μπορεί στην πράξη να μεταβληθεί σε σταθερού επιτοκίου.

2.5.3.2. Προσάρτηση μιας σειράς προθεσμιακών συμβάσεων

Σε άλλες περιπτώσεις δεν αρκεί μία μόνο, αλλά απαιτείται η προσάρτηση μιας ολόκληρης σειράς προθεσμιακών συμβάσεων, οι οποίες αναφέρονται σε διάφορα χρονικά σημεία στο μέλλον. Η ανάγκη αυτή προκύπτει στην περίπτωση που οι χρηματικές ροές του ομολόγου δεν είναι μία, αλλά πολλές. Οι σειρές των προθεσμιακών συμβάσεων ονομάζονται ανταλλαγές (swaps) και διακρίνονται σε επιτοκίων και συναλλάγματος, η κάθε μία από τις οποίες χρησιμοποιείται σε σχέση με τα χαρακτηριστικά της οικονομικής παραμέτρου (επιτόκιο ή συναλλαγματική ισοτιμία) που θέλει να αλλάξει ο επενδυτής.

2.5.3.3. Προσάρτηση ενός δικαιώματος προαίρεσης

Βέβαια, κλασικές μορφές προσάρτησης δικαιωμάτων είναι οι περιπτώσεις παροχής στον εκδότη ή στον επενδυτή κάποιας μορφής δικαιώματος (option). Παράδειγμα παραχώρησης δικαιώματος στον εκδότη χρεωστικού τίτλου είναι το δικαίωμα ανάκλησης (callability), ή το δικαίωμα προπληρωμής (prepayment option). Όπως και σε όλες τις προηγούμενες περιπτώσεις, είναι προφανές ότι η προσάρτηση ενός δικαιώματος όχι μόνο αλλάζει τα χαρακτηριστικά κινδύνου/απόδοσης των ομολόγων, αλλά αλλάζει και την αξία τους και κατά συνέπεια και την τιμή τους. Για παράδειγμα η προσάρτηση ενός δικαιώματος ανάκλησης αυξάνει τον κίνδυνο επιτοκίων για τον επενδυτή, γιατί είναι προφανές ότι σε περίπτωση μείωσης των επιτοκίων ο εκδότης θα ανακαλέσει το ομόλογο κι έτσι ο αγοραστής του ομολόγου θα αναγκαστεί να

επανεπενδύσει τα χρήματα που θα εισπράξει με τα νέα μειωμένα επιτόκια. Κατά συνέπεια η τιμή αυτού του ομολόγου πρέπει να διαμορφωθεί σε χαμηλότερο επίπεδο σε σχέση με κάποιο άλλο που δεν έχει προσαρτημένα δικαιώματα. Το αντίθετο φυσικά ισχύει για το ομολόγο που έχει προσαρτημένο δικαίωμα προπληρωμής.

2.5.3.4. Προσάρτηση ενός δικαιώματος σειράς προθεσμιακών συμβάσεων

Και η τελευταία μορφή προσάρτησης παραγώγων προϊόντων σε ομόλογα είναι αυτή που δίνει το δικαίωμα στον εκδότη ή στον επενδυτή να ενεργοποιήσει στο μέλλον όχι μία αλλά ολόκληρη σειρά προθεσμιακών συναλλαγών, σε διάφορα χρονικά διαστήματα. Τα προσαρτώμενα παράγωγα προϊόντα ονομάζονται δικαιώματα επί ανταλλαγών (options on swaps - swaptions). Στην περίπτωση αυτή είναι προφανές ότι θα πρέπει να τιμολογηθεί όχι ένα απλό δικαίωμα για τη διενέργεια μιας απλής χρηματοοικονομικής συναλλαγής στο μέλλον, αλλά το δικαίωμα πραγματοποίησης σειράς συναλλαγών, ανάλογα με τους κινδύνους και την απόδοση που συνεπάγονται για τον εκδότη και τον αγοραστή του ομολόγου.

2.6. ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΩΝ ΣΥΝΘΕΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΜΕΣΩΝ

Ο κύριος λόγος δημιουργίας των σύνθετων χρηματοπιστωτικών μέσων είναι γιατί καλύπτουν μια σημαντική ανάγκη στο σύνθετο σημερινό χρηματοοικονομικό περιβάλλον. Παράλληλα όμως η χρησιμοποίησή τους μπορεί να δημιουργήσει σημαντικά προβλήματα, γιατί απαιτεί καλή κατανόηση και ξεκάθαρη στρατηγική από τον επενδυτή. Για το λόγο αυτό οι τράπεζες, οι οποίες αποτελούν τόσο εκδότες ή αγοραστές στην πρωτογενή όσο και συναλλασσόμενους στη δευτερογενή αγορά, παίρνουν διάφορα μέτρα και υπόκεινται σε διάφορους ελέγχους σε σχέση με τη συνολική τους λειτουργία αλλά και ειδικότερα σε σχέση με τη χρήση των χρηματοπιστωτικών μέσων.

Από τα παραπάνω απορρέουν οι συγκεκριμένοι θεσμοί και τα συστήματα που εμπλέκονται σε αυτή τη διαδικασία, και είναι⁵⁰:

⇒ Οι εποπτικές αρχές (κεντρικές τράπεζες, επιτροπές κεφαλαιαγοράς)

⁵⁰ Ξανθάκης Ε., Θωμαδάκης Σ., «Αγορές Χρήματος & Κεφαλαίου (Β' έκδοση)», σελ. 246-249.

- ⇒ Τα διοικητικά συμβούλια των τραπεζών
- ⇒ Οι μέτοχοι
- ⇒ Οι επενδυτικές επιτροπές
- ⇒ Οι εσωτερικοί ελεγκτές
- ⇒ Οι εξωτερικοί ελεγκτές
- ⇒ Οι διευθύνσεις κανονιστικής συμμόρφωσης
- ⇒ Οι διευθύνσεις διαχείρισης κινδύνων
- ⇒ Οι διευθύνσεις διαχείρισης διαθεσίμων
- ⇒ Τα συστήματα λογιστικής/χρηματοοικονομικής πληροφόρησης (ΔΛΠ, ΔΠΧΠ).

Ανεξάρτητα από όλες τις προηγούμενες διασφαλιστικές δικλείδες, απαραίτητη προϋπόθεση για την αποτροπή προβλημάτων και την καλύτερη διαχείριση ενδεχομένων κινδύνων είναι η ισχυρή επαγγελματική επάρκεια των εμπλεκομένων σε όλη τη διαδικασία των συναλλαγών σε επενδυτικά προϊόντα. Δεν είναι τυχαίο από αυτήν την άποψη ότι οι εργαζόμενοι στον τομέα της επενδυτικής τραπεζικής πρέπει να έχουν πιστοποιημένες γνώσεις για την επιτέλεση του δύσκολου έργου τους. Η διαδικασία αυτή ξεκίνησε και στην Ελλάδα πριν από 5 χρόνια, με την παροχή διαφόρων επιπέδων πιστοποιητικών επαγγελματικής επάρκειας που αφορούσε τα στελέχη των επιχειρήσεων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών. Κατά τον τελευταίο χρόνο έχει ξεκινήσει η διαδικασία ανανέωσης και εμπλουτισμού αυτών των πιστοποιητικών που θα απευθύνονται στα στελέχη των τραπεζών. Η ολοκλήρωση αυτής της διαδικασίας μάλιστα αναμένεται να πραγματοποιηθεί κατά το επόμενο δίμηνο.

2.7. ΕΝ ΚΑΤΑΚΛΕΙΔΙ

Άρα τα σύγχρονα χρηματοπιστωτικά μέσα δημιουργούνται για να καλύψουν μια ανάγκη του χρηματοοικονομικού συστήματος. Η δημιουργία των μέσων αυτών, όχι μόνο δεν πρόκειται να σταματήσει, αλλά αναμένεται να πολλαπλασιαστεί και να πάρει και άλλες μορφές στο μέλλον. Από την άλλη πλευρά η ίδια η αποτελεσματικότητα, η ασφάλεια και η ακεραιότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος εξαρτάται από την επάρκεια των γνώσεων των συναλλασσομένων και των ασφαλιστικών δικλείδων που δημιουργούνται, τόσο σε επίπεδο θεσμών όσο και σε επίπεδο ξεχωριστών επενδυτικών οντοτήτων και μεμονωμένων επενδυτών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο

Η ΦΥΣΗ ΚΑΙ ΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ **ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΜΕΣΩΝ**

3.1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα μπορεί να χωριστεί σε ρυθμιζόμενες οντότητες, ρυθμιστικές - εποπτικές αρχές και θεσμούς. Δεδομένου ότι, από τη φύση του, είναι δικτυωμένες πολυεθνικές οντότητες με πολλαπλές λειτουργίες, συχνά επικαλύπτονται σε πολλές οργανώσεις. Έτσι δεν μπορούν να διαφέρουν τα χρηματοπιστωτικά μέσα που απορρέουν από το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα και εμπεριέχουν κινδύνους διαφορετικής οντότητας, αλλά ακόμη και οι επενδυτικές στρατηγικές «χαμηλού κινδύνου» ενδέχεται να εμπεριέχουν κάποια στοιχεία αβεβαιότητας. Οι σχετικοί, επομένως, κίνδυνοι εξαρτώνται από διάφορους παράγοντες μεταξύ των οποίων περιλαμβάνεται και ο τρόπος έκδοσης ή δόμησής τους.

3.2. ΦΥΣΗ ΚΑΙ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΩΝ ΚΙΝΔΥΝΩΝ ΠΟΥ ΣΥΝΔΕΟΝΤΑΙ ΜΕ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΑ ΜΕΣΑ

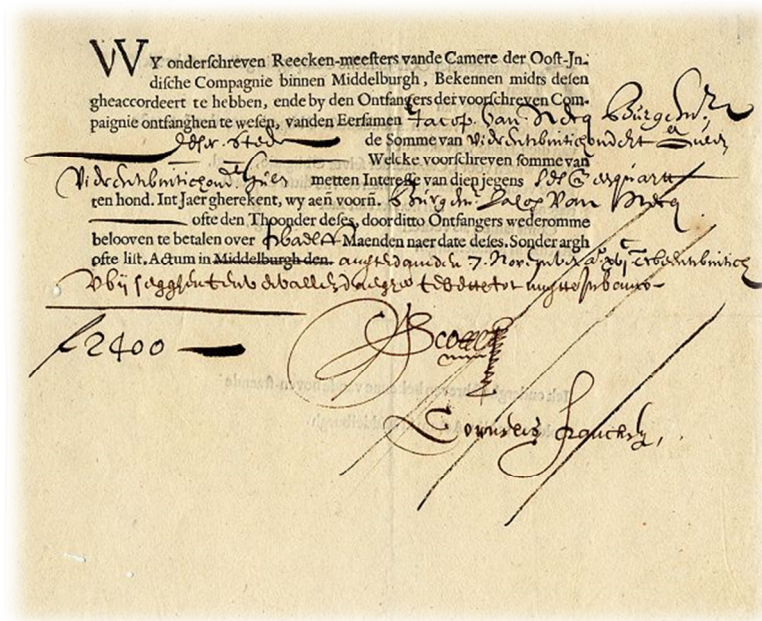
3.2.1. Μετοχές

Στις χρηματοπιστωτικές αγορές, μετοχή⁵¹ (εικόνα 3.1.) είναι μια λογιστική μονάδα για διάφορα χρηματοοικονομικά μέσα, συμπεριλαμβανομένων των αποθεμάτων και των επενδύσεων ετερόρρυθμων εταιρειών και εταιρειών επενδύσεων ακινήτων. Δηλαδή η μετοχή⁵² είναι ένα αξιόγραφο το οποίο αντιπροσωπεύει μέρος του κεφαλαίου του εκδότη του. Ο κάθε κάτοχος μετοχών καλείται «μέτοχος». Ο μέτοχος δικαιούται να

⁵¹ [http://en.wikipedia.org/wiki/Share_\(finance\)](http://en.wikipedia.org/wiki/Share_(finance))

⁵² Οι μετοχές αποτιμώνται σύμφωνα με τις διάφορες αρχές σε διαφορετικές αγορές, αλλά μια βασική παραδοχή είναι ότι η μετοχή αξίζει την τιμή στην οποία η συναλλαγή θα είναι πιθανό να συμβεί όταν οι μετοχές πωληθούν. Η ρευστότητα των αγορών είναι μια σημαντική εκτίμηση για το αν μια μετοχή είναι σε θέση να πωληθεί σε κάθε δεδομένη στιγμή. Μια πραγματική συναλλαγή πώλησης μετοχών μεταξύ πωλητή και αγοραστή συνήθως θεωρείται ότι παρέχει την καλύτερη εκ πρώτης όψεως δείκτη της αγοράς ως προς την «πραγματική αξία» των μετοχών εκείνη τη συγκεκριμένη στιγμή.

λάβει μερίδιο από τα κέρδη της εταιρείας με τη μορφή ετήσιου μερίσματος, το ποσό του οποίου υπολογίζεται αναλογικά με τον αριθμό των μετοχών της εταιρείας που βρίσκονται στην κατοχή του μετόχου. Μέρισμα λαμβάνει ο μέτοχος μόνον εφόσον τα έσοδα της εταιρείας το επιτρέψουν. Τα μερίσματα δεν είναι εγγυημένα και μια εταιρεία δύναται ν' αποφασίσει να μην καταβάλει μέρισμα ή να διανεμίει μικρότερα ποσά.



Εικόνα 3.1: Μετοχή που χρονολογείται από τις 7 Νοεμβρίου 1622 για το ποσό των 2.400 φιορινιών και υπεργράφη στο Άμστερνταμ.

Πηγή: <http://www.tschoepe.de/auktion51/auktion51.htm>

Με την αγορά μετοχών, ο επενδυτής προσβλέπει επίσης σε κέρδος από ενδεχόμενη μεταπώληση των μετοχών του. Η απόδοση, όμως της επένδυσης, δεν είναι εγγυημένη διότι η τιμή της μετοχής εξαρτάται από τις επιδόσεις της εταιρείας, από την εκτίμηση των επιδόσεων που κάνει η αγορά, από την οικονομική κατάσταση, από τον σχετικό κίνδυνο ανά κλάδο και/ή από τον ειδικό κίνδυνο ανά εταιρεία.

Κατόπιν τούτου, μια επένδυση σε μετοχές ενέχει ένα κίνδυνο σχετικά με την καταβολή του μερίσματος αλλά και με την ενδεχόμενη απώλεια κεφαλαίων. Η είσοδος μετοχών προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενες αγορές δεν παρέχει εγγυήσεις σχετικά με τη δυνατότητα ρευστοποίησης των μετοχών.

3.2.2. Χρεωστικοί τίτλοι και σύνθετοι χρεωστικοί τίτλοι

3.2.2.1. Ομόλογα

Στις χρηματοπιστωτικές αγορές, ομόλογο⁵³ είναι ένα χρέος ασφαλείας, σύμφωνα με το οποίο ο εκδότης οφείλει στους κατόχους του ένα χρέος και, ανάλογα με τους όρους του ομολογιακού δανείου, είναι υποχρεωμένος να πληρώσει τους τόκους (το κουπόνι) ή να επιστρέψει το κεφάλαιο σε μεταγενέστερη ημερομηνία, η οποία καλείται ωριμότητα. Άρα τα ομόλογα είναι χρεωστικοί τίτλοι οι οποίοι αντιπροσωπεύουν το χρέος του εκδότη προς τον επενδυτή. Όταν ένας επενδυτής αγοράζει ένα ομόλογο, δανείζει ένα χρηματικό ποσό στον εκδότη του ομολόγου το οποίο, με τη σειρά του, συνιστά οφειλή η οποία πρέπει να εξοφληθεί στην καθορισμένη ημερομηνία σύμφωνα με τη σχετική τεκμηρίωση της έκδοσης.

Έτσι απλά προβλέπεται από την περιγραφή του ομολόγου, και ο δανειολήπτης οφείλει να καταβάλει και τόκους (κουπόνι) στον κάτοχο του ομολόγου. Το επιτόκιο, η συχνότητα και το ποσό των τόκων ορίζονται στη σχετική περιγραφή του ομολόγου⁵⁴.

Τα χαρακτηριστικά ειδικών ομολόγων δύνανται να ποικίλουν. Για παράδειγμα, τα ομόλογα μειωμένης εξασφάλισης (subordinated bonds) είναι πολύ μακράς αν όχι αόριστης διάρκειας, περιέχουν περιορισμό των δικαιωμάτων του επενδυτή να μη ζητήσει πρόωρη εξόφληση και περιορισμένη δυνατότητα για τον εκδότη να ζητήσει πρόωρη εξόφληση. Η αποπληρωμή των τίτλων αυτών υπόκειται στην εξόφληση των άλλων πιστωτών. Ποικίλει επίσης και η κατάταξη των ομολόγων μειωμένης εξασφάλισης: μπορεί η μειωμένη εξασφάλιση να είναι μικρή έως πολύ μεγάλη. Στην τελευταία περίπτωση, δεν υπάρχουν οφειλές με χαμηλότερη αποτίμηση της αξίας τους.

Τα Ομόλογα Υψηλής Απόδοσης έχουν κερδοσκοπικό χαρακτήρα, με μειωμένη πιστοληπτική ικανότητα της εκδότριας εταιρίας όπως ορίζεται από την διαβάθμιση διεθνών οίκων, π.χ. διαβάθμιση Baa του Moody ή Μέσης ή χαμηλής

⁵³ [https://en.wikipedia.org/wiki/Bond_\(finance\)](https://en.wikipedia.org/wiki/Bond_(finance))

⁵⁴ Ο εκδότης ομολόγων δεσμεύεται να καταβάλει το κεφάλαιο και τους τόκους. Εντούτοις, για ορισμένα ομόλογα, τα οποία είναι γνωστά ως «ομόλογα με μηδέν κουπόνι», δεν προβλέπεται καταβολή τόκων κατά τη διάρκεια ζωής του χρεωστικού τίτλου. Η απόδοση καθορίζεται από τη διαφορά μεταξύ του πραγματικά καταβληθέντος κεφαλαίου κατά την ημερομηνία έκδοσης του ομολόγου και του οφειλόμενου ποσού κατά τη λήξη.

απόδοσης BBB. Αυτά διαθέτουν ένα κουπόνι αρκετά υψηλό ώστε να αντικατοπτρίζει και το υψηλότερο επίπεδο κινδύνου για τον επενδυτή.

Οι βασικοί κίνδυνοι τους οποίους συνάντησαν κάτοχοι ομολόγων ήταν ο κίνδυνος ανοίγματος πίστωσης καθώς και κίνδυνοι λόγω επιτοκίων λόγω του ότι η τιμή ενός ομολόγου κινείται αντιστρόφως ανάλογα από την κίνηση των επιτοκίων και/ή της διαφοράς των πιστώσεων. Οι κάτοχοι ομολόγων αντιμετωπίζουν επίσης τον κίνδυνο αφερεγγυότητας του εκδότη και τον κίνδυνο ρευστότητας.

3.2.2.2. Σύνθετα ομόλογα

Τα περισσότερα ομόλογα, εκδίδονται όχι για να περιπλέξουν τα πράγματα, αλλά με πολλούς διαφορετικούς τύπους ομολόγων καλύπτεται η κλίμακα από την άποψη του κινδύνου και της ανταμοιβής. Τα σύνθετα ομόλογα δίνουν τη δυνατότητα στον επενδυτή να έχει πρόσβαση και σε άλλα χρηματοπιστωτικά προϊόντα, ειδικότερα σε μετοχές μέσω μιας αρχικής επένδυσης σε ομόλογα. Τα τρία συνηθέστερα είδη ομολόγων τα οποία δίνουν πρόσβαση σε εταιρικό κεφάλαιο είναι τα εξής⁵⁵:

a. Μετατρέψιμα ομόλογα

Τα ομόλογα αυτά μετατρέπονται κατόπιν αιτήσεως του κατόχου. Οι ημερομηνίες λήξεως και μετατροπής ορίζονται στη συνοδευτική τεκμηρίωση κατά την έκδοση. Η τεκμηρίωση η οποία ορίζει τα χαρακτηριστικά των τίτλων, καθορίζει και την σχέση μετατροπής και δίδει τη δυνατότητα στον εκδότη να ζητήσει πρόωρη

εξόφληση. Στη σχετική περιγραφή έκδοσης καθορίζονται επίσης αναλυτικά και οι ρήτρες προστασίας του κατόχου. Κατά τη μετατροπή των ομολόγων σε μερίδια εταιρικού κεφαλαίου, ο κάτοχος ομολόγου μετατρέπεται σε μέτοχο χάνοντας την ιδιότητα του ομολογιούχου. Στην περίπτωση που οι ομολογιούχοι δε μετατρέψουν τα ομόλογά τους σε μετοχές, διατηρούν την ιδιότητα του πιστωτή του εκδότη.

b. Ανταλλάξιμα ομόλογα

Τα ομόλογα αυτά δίδουν τη δυνατότητα στον κάτοχό τους να τα ανταλλάξει με υπάρχουσες μετοχές τρίτης εταιρείας. Οι εκδότες αυτών των ομολόγων είναι εταιρείες οι οποίες έχουν μετοχές σε άλλες εταιρείες.

⁵⁵ Ξανθάκης Ε., Θωμαδάκης Σ., «Αγορές Χρήματος & Κεφαλαίου (Β' έκδοση)», σελ. 171-175.

c. Ομόλογα εξοφλητέα σε μετοχές

Αυτά τα ομόλογα εξοφλούνται μόνο σε μετοχές κατά την προαίρεση του εκδότη. Ο κάτοχος του εκτίθεται στους ίδιους κινδύνους που υπάρχουν για τις μετοχές.

Οι κίνδυνοι οι οποίοι ενυπάρχουν σε όλα τα προαναφερθέντα προϊόντα συνδέονται με το γεγονός ότι είναι σύνθετα. Για όσο διάστημα βρίσκονται στην κατοχή του επενδυτή, ο επενδυτής εκτίθεται στους εγγενείς για τα ομόλογα κινδύνους καθώς και σε πιθανές δυσμενείς διακυμάνσεις της αξίας των κυρίων μετοχών και/ή στην αστάθεια. Μετά τη μετατροπή, ανταλλαγή ή εξόφλησή τους, οι επενδυτές εκτίθενται στους ίδιους κινδύνους που συνδέονται με τις μετοχές.

3.2.2.3. Προϊόντα χρηματαγοράς

Τα προϊόντα χρηματαγοράς ή διαπραγματεύσιμοι χρεωστικοί τίτλοι είναι χρεωστικοί τίτλοι με προθεσμία συνήθως μικρότερη του έτους. Μπορεί να έχουν τη μορφή καταθετήριων πιστοποιητικών, εμπορεύσιμων αξιογράφων, εντόκων γραμματίων ή εμπορικών γραμματίων. Αντίθετα από τα ομόλογα, αυτά τα αξιόγραφα διακινούνται στις εσωτερικές χρηματαγορές (υπό την επίβλεψη των τοπικών Κεντρικών Τραπεζών) ή σε διεθνείς αγορές.

Όπως και στην περίπτωση των χρεωστικών τίτλων, οι κάτοχοι αυτών των αξιογράφων στους περισσότερους από τους γενικούς κινδύνους που περιγράφονται στο δεύτερο μέρος του εγγράφου αυτού, ειδικότερα δε σε κινδύνους λόγω επιτοκίων, κινδύνους ρευστότητας και σε κινδύνους διαφοράς πιστώσεων.

3.2.3. Μεριδία ή μετοχές σε Εταιρείες ή Οργανισμούς Συλλογικών Επενδύσεων

Οι Εταιρείες ή Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων είναι επενδυτικοί φορείς οι οποίοι λαμβάνουν κεφάλαια από επενδυτές τα οποία διαχειρίζεται επαγγελματίας διαχειριστής εξ ονόματος και για λογαριασμό των επενδυτών. Υπάρχουν διάφορα είδη τέτοιων οργανισμών. Διάκριση μεταξύ τους μπορεί να γίνει κυρίως σε συνάρτηση με τη δομή και την ταξινόμησή τους. Ορισμένοι Οργανισμοί ταξινομούνται με βάση τις διαχειριστικές στρατηγικές που αναπτύσσουν. Η πλήρης ονομασία τους είναι

«Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων σε κινητές αξίες (ΟΣΕΚΑ)⁵⁶». Οι ΟΣΕΚΑ έχουν θεσπίσει κανόνες για τον περιορισμό των κινδύνων των επενδυτών. Οι επενδυτικοί αυτοί φορείς υποχρεούνται να επενδύουν σε ρευστό ενεργητικό σύμφωνα με τους κανόνες περί διαφοροποίησης. Αυτές οι επενδύσεις διατίθενται εύκολα στην αγορά των Κρατών Μελών και του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου.

Ανεξάρτητα από το συγκεκριμένο είδος των Οργανισμών Συλλογικών Επενδύσεων, ο διαχειριστής των κεφαλαίων επενδύει σε διάφορα χρηματοπιστωτικά μέσα. Οι επενδυτικοί κίνδυνοι στους Οργανισμούς Συλλογικών Επενδύσεων εξαρτώνται επομένως από τη φύση των στοιχείων που αποτελούν το επενδυτικό χαρτοφυλάκιο. Η σύνθεση του χαρτοφυλακίου ποικίλλει ανάλογα με τη στρατηγική απόδοσης/κινδύνου την οποία επιλέγει ο επενδυτής (δυναμική, ισορροπημένη ή συντηρητική). Ο Οργανισμός Συλλογικών Επενδύσεων μπορεί να παρέχει πλήρως ή εν μέρει εγγυημένο κεφάλαιο ή και προστατευμένο κεφάλαιο. Στην περίπτωση αυτή, ο βασικός κίνδυνος είναι ο αντισταθμιστικός κίνδυνος του ίδιου του εγγυητή. Επομένως, είναι σημαντικό να έχει κατανοήσει ο επενδυτής το προφίλ κινδύνου του Οργανισμού Συλλογικών Επενδύσεων στον οποίο επενδύει και να δοθεί ιδιαίτερη προσοχή στις διατάξεις περί εγγυήσεων, αν υπάρχουν, στο ενημερωτικό φυλλάδιο του Οργανισμού Συλλογικών Επενδύσεων.

3.2.4. Παράγωγα

3.2.4.1. Γενική επισκόπηση

Για να δοθεί μια ιδέα για το μέγεθος της αγοράς παραγώγων⁵⁷, από τον Ιούνιο του 2010, η over-the-counter (OTC) αγορά παραγώγων ανήλθε σε περίπου 700.000.000 εκατομμύρια δολάρια, και το διαπραγματευόμενο μέγεθος της αγοράς στα χρηματιστήρια ανήλθε σε επιπλέον 83 τρισεκατομμύρια δολάρια. Ωστόσο, αυτά είναι «πλασματική» αξία, και κάποιοι οικονομολόγοι λένε ότι η τιμή αυτή διογκώνει σημαντικά την αξία της αγοράς και τον πραγματικό πιστωτικό κίνδυνο που αντιμετωπίζουν τα εμπλεκόμενα μέρη. Για παράδειγμα, το 2010, ενώ το σύνολο των εξωχρηματιστηριακών παραγώγων υπερέβη τα 600 τρισεκατομμύρια αμερικανικά δολάρια, η αξία της αγοράς εκτιμάται πολύ χαμηλότερα στα 21 τρισεκατομμύρια δολάρια. Το ισοδύναμο του πιστωτικού κινδύνου των συμβάσεων παραγώγων εκτιμήθηκε σε 3,3 τρισεκατομμύρια δολάρια.

⁵⁶ Όπως ορίζονται στην Οδηγία 85/611/ΕΟΚ της 20^{ης} Δεκεμβρίου 1985 και στις μεταγενέστερες αυτής τροποποιήσεις.

⁵⁷ http://www.isda.org/c_and_a/pdf/Collateral-Market-Review.pdf

Ένα παράγωγο είναι ένα χρηματοοικονομικό μέσο που αντλεί την αξία του από την αξία των υποκείμενων φορέων, όπως ενός περιουσιακού στοιχείου, δείκτη ή επιτοκίου και δεν έχει καμία εγγενή αξία από μόνη του. Άρα τα παράγωγα είναι συμβάσεις οι οποίες δίνουν στο συμβαλλόμενο την προαίρεση ή το δικαίωμα να λάβει από άλλο άτομο κατά τη διάρκεια της επενδυτικής περιόδου ή με τη λήξη του ίδιου του παραγώγου περιουσιακά στοιχεία σε κυμαινόμενη τιμή ή με επιτόκιο έναντι τιμήματος ή υποχρεώσεων τα οποία καθορίζονται κατά τη σύναψη της σύμβασης. Τα μέρη δύνανται να συμμετάσχουν σε διαπραγματεύσεις στη χρηματαγορά ή με αμοιβαία συμφωνία (εξωχρηματιστηριακά- OTC).

Τα προϊόντα αυτά ονομάζονται «παράγωγα» διότι αντιπροσωπεύουν δικαιώματα και χρηματοπιστωτικές δεσμεύσεις είτε με κυμαινόμενη αξία είτε με αξία η οποία απορρέει από το κύριο ενεργητικό ή παθητικό. Υπάρχουν διάφορες μορφές παραγώγων ανάλογα με τη φύση του κυρίου μέσου (μετοχές, ομόλογα, μέσα της χρηματαγοράς, επιτόκια ή συναλλαγματική ισοτιμία, χρηματιστηριακοί δείκτες ή βασικά αγαθά, κλπ.). Ακόμη ορισμένα εμφανίζουν περιορισμένο κίνδυνο και απεριόριστο δυναμικό για το ένα μέρος ενώ το άλλο μέρος βρίσκεται στην αντίθετη θέση διότι εκτίθεται σε πιθανώς απεριόριστη ζημία και περιορισμένα κέρδη⁵⁸.

Εκτός από τη δομή του προϊόντος, πολλοί από τους κινδύνους που συνδέονται με τις συμβάσεις παραγώγων προέρχονται από το γεγονός ότι υπόκεινται σε χρηματοοικονομική μόχλευση. Αυτό σημαίνει ότι το μόνο που χρειάζεται είναι καταβάλει κανείς αντίτιμο μέρους της συνολικής έκθεσης στους κινδύνους της αγοράς (με την καταβολή διαφοράς υπέρ το άρτιο ή μιας αρχικής κατάθεσης) για να αποκτήσει και να διατηρήσει μια θέση. Η πραγματική έκθεση στους κινδύνους της αγοράς με συμβάσεις παραγώγων ενδέχεται να είναι ποσό πολλαπλάσιο της αρχικής κατάθεσης ή της καταβληθείσας διαφοράς.

Στην περίπτωση των παραγώγων, ο κίνδυνος της αγοράς περιλαμβάνει την έκθεση στις αλλαγές της αξίας των παραμέτρων της αγοράς, π.χ. αλλαγές των επιτοκίων, συναλλαγματικών ισοτιμιών, τιμών μετοχών, της κίνηση των δεικτών ή των τιμών των

⁵⁸ Αντιστοίχως, η αγορά ενός προϊόντος μπορεί να έχει σημαντικό αντίκτυπο στο είδος των κινδύνων που συνδέονται με αυτό. Ενώ τα παράγωγα τα οποία πληρώνονται εις χρήμα, υπόκεινται σε κινδύνους για τον αντισυμβαλλόμενο και στους κινδύνους της αγοράς, τα παράγωγα τα οποία πληρώνονται με την παράδοση του φυσικού κυρίου τίτλου υπόκεινται στους ίδιους κινδύνους αλλά και στους κινδύνους που συνδέονται με το κύριο μέσο μετά την παράδοσή του.

βασικών αγαθών. Περιλαμβάνει όμως και την έκθεση σε διακυμάνσεις της τιμής του βασικού μέσου ή άλλους παράγοντες όπως την αστάθεια ή τη χρονική αξία.

Λόγω του ευρέως φάσματος των κινδύνων στον τομέα των παραγώγων, είναι απαραίτητο να κατανοήσει κανείς τους κινδύνους ή την απόδοση της επενδυτικής στρατηγικής για το κάθε επιμέρους προϊόν.

3.2.4.2. Συμβάσεις δικαιωμάτων προαίρεσης (options)

Στις χρηματαγορές, η επιλογή (options)⁵⁹ είναι μια σύμβαση που δίνει στον αγοραστή (ιδιοκτήτη) το δικαίωμα, αλλά όχι την υποχρέωση, να αγοράσει ή να πουλήσει ένα υποκείμενο περιουσιακό στοιχείο ή μέσο σε καθορισμένη τιμή κατά ή πριν από μια καθορισμένη ημερομηνία. Ο αγοραστής μιας επιλογής (options) αποκτά το δικαίωμα να αγοράσει (call) ή να πωλήσει (put) στον πωλητή μια options συγκεκριμένη ποσότητα κυρίου μέσου σε εκ των προτέρων καθορισμένη τιμή (τιμή άσκησης), ή να λάβει ποσά που ισοδυναμούν με τη διαφορά ανάμεσα στην τιμή άσκησης και την τρέχουσα τιμή του βασικού μέσου σε δεδομένη ημερομηνία (Ευρωπαϊκή options) ή ανά πάσα στιγμή μέχρι την ημερομηνία λήξης (Αμερικανική options). Η τιμή η οποία καταβάλλεται για την απόκτηση αυτού του δικαιώματος ονομάζεται τίμημα δικαιώματος (premium). Ο πωλητής μιας options δεσμεύεται έναντι του αγοραστή να πωλήσει (put) ή να αγοράσει το κύριο μέσο (call) ή να λάβει ποσό ίσο με τη διαφορά τιμής του κυρίου μέσου στην τιμή άσκησης ανεξάρτητα από την τρέχουσα τιμή του κυρίου μέσου.

Ο κίνδυνος της αγοράς μπορεί να περιορίζεται για τον αγοραστή μιας options στο ποσό του τιμήματος δικαιώματος (με πιθανή επαναξιολόγησή του, ανάλογα με την περίπτωση) και θα είναι σημαντικά υψηλότερος για τον πωλητή.

Ο αγοραστής αναλαμβάνει τον κίνδυνο του αντισυμβαλλόμενου με τον οποίο έκανε τη διαπραγμάτευση για την options.

3.2.4.3. Συμβάσεις μελλοντικής εκπλήρωσης: προϊόντα μελλοντικής εκπλήρωσης ή προθεσμιακά

⁵⁹ [http://en.wikipedia.org/wiki/Option_\(finance\)](http://en.wikipedia.org/wiki/Option_(finance))

Αυτός που συνάπτει σύμβαση για προϊόντα μελλοντικής εκπλήρωσης ή για προθεσμιακά προϊόντα δεσμεύεται να λάβει ή να δώσει σε καθορισμένη ημερομηνία συγκεκριμένο αριθμό ενός κυρίου μέσου και σε τιμή η οποία καθορίζεται κατά τη σύναψη της σύμβασης. Ο συμβαλλόμενος μπορεί επίσης να εισπράξει ένα ποσό εάν αυξηθεί η αξία του κυρίου μέσου, ενώ ο αντισυμβαλλόμενος δύναται να εισπράξει ένα ποσό αν μειωθεί η αξία του κυρίου μέσου εντός δύο ημερομηνιών.

Τα προϊόντα μελλοντικής εκπλήρωσης είναι τυποποιημένα προϊόντα τα οποία διακινούνται στο χρηματιστήριο (ρυθμιζόμενες ή οργανωμένες αγορές). Πρόκειται για τυποποιημένες συμβάσεις όσον αφορά την ποσότητα του κυρίου μέσου και της ημερομηνίες παράδοσης ή πληρωμής. Γίνεται διάκριση ανάμεσα στις συμβάσεις μελλοντικής εκπλήρωσης σε βασικά αγαθά και τις αμιγώς χρηματοπιστωτικές συμβάσεις, όταν το κύριο μέσο είναι χρηματοπιστωτικό⁶⁰.

Στην περίπτωση πώλησης με προθεσμιακή σύμβαση, θα πρέπει να γίνει παράδοση κυρίων μέσων στην τιμή αλλά και τη χρονική στιγμή που συμφωνήθηκαν κατά τη σύναψη της σύμβασης ακόμη κι αν η τιμή του κυρίου μέσου αυξήθηκε στο μεταξύ. Ο κίνδυνος απώλειας αφορά, επομένως, στη διαφορά μεταξύ των δύο τιμών.

Θεωρητικά, οι τιμές έχουν απεριόριστο κίνδυνο υπερτίμησης. Επομένως, η έκθεση σε κίνδυνο πιθανής απώλειας είναι επίσης απεριόριστος.

Σε μια αγορά προθεσμιακού προϊόντος, η παράδοση των κυρίων μέσων πρέπει να γίνει στη συμφωνημένη τιμή και ημερομηνία που ορίστηκαν κατά τη σύναψη της σύμβασης, ακόμη κι αν η τιμή του κυρίου μέσου έχει μειωθεί στο μεταξύ. Επομένως, ο κίνδυνος απώλειας συνδέεται με τη διαφορά μεταξύ των δύο αξιών. Στη χειρότερη περίπτωση, η απώλεια αντιστοιχεί στην συμφωνηθείσα αρχική τιμή.

Μια προθεσμιακή σύμβαση επιτοκίων (Future Rate Agreement- FRA) είναι ένα προϊόν σταθερού εισοδήματος που χρησιμοποιείται ιδιαίτερα για να ανταλλάξει μια διαφορά επιτοκίων στο ίδιο νόμισμα και σε προκαθορισμένη ημερομηνία. Δεν προϋποθέτει συναλλαγή ονομαστικού ποσού ούτε στην αρχή ούτε στο τέλος της συναλλαγής. Για παράδειγμα, μια προθεσμιακή σύμβαση επιτοκίων μπορεί να «κλειδώσει» ένα επιτόκιο. Αν χρησιμοποιηθεί ως κερδοσκοπικό προϊόν (αν η συναλλαγή

⁶⁰Οι προθεσμιακές συμβάσεις συνάπτονται μέσω αμοιβαίας συμφωνίας (εξωχρηματιστηριακή διαπραγμάτευση). Οι όροι τους μπορεί να είναι τυποποιημένοι ή προϊόν συμφωνίας μεταξύ αγοραστή και πωλητή.

δεν προβλέπει χρηματιστηριακή κάλυψη χρηματοπιστωτικών μέσων), το προϊόν επιτρέπει στον επενδυτή να κερδοσκοπήσει ενόψει αύξησης (αγορά FRA) ή μείωσης (πώληση FRA) του κυμαινόμενου επιτοκίου αναφοράς. Ο βασικός κίνδυνος με τις προθεσμιακές συμβάσεις επιτοκίων σχετίζεται με τη σύνδεσή τους με τις διακυμάνσεις των επιτοκίων.

3.2.4.4. Swap - συμβάσεις ανταλλαγής

Στις Χρηματοπιστωτικές αγορές, Swap - συμβάσεις ανταλλαγής⁶¹ είναι παράγωγα στα οποία οι αντισυμβαλλόμενοι ανταλλάσσουν συναλλαγματικές ροές ή ροές τόκων. Διακρίνονται σε κατηγορίες ανάλογα με το αντικείμενό τους: τα δύο βασικά είδη είναι τα Swap σε συνάλλαγμα και τα Swap επιτοκίων.

- 1ο.** Τα πρώτα συνίστανται σε μια διπλή συναλλαγή επί συναλλάγματος όπου το ένα μέρος πωλεί στο άλλο στην τιμή μετρητοίς ένα ποσό συναλλάγματος και, ως αντισυμβαλλόμενος, αγοράζει ένα ποσό σε άλλο συνάλλαγμα. Δεσμεύεται να εξαγοράσει το πωληθέν ποσό με τη λήξη της σύμβασης σε μια προσυμφωνηθείσα τιμή η οποία αντιστοιχεί στην τιμή μετρητοίς προσ αυξημένη ή απομειωμένη κατά τη διαφορά επιτοκίων μεταξύ των δύο επενδύσεων δεδομένου ότι τα δύο Swap έχουν ισοδύναμους όρους για το κάθε νόμισμα. Ο βασικός κίνδυνος στα Swap αυτού του τύπου συνδέεται με τα επιτόκια και στις δύο συναλλαγματικές ισοτιμίες. Άλλοι κίνδυνοι συνδέονται με τα έμμεσα επιτόκια ξένου συναλλάγματος, με τη ρευστότητα και με τον κίνδυνο αντισυμβαλλομένου.
- 2ο.** Το δεύτερο είδος Swap είναι μια σύμβαση με την οποία τα μέρη «ανταλλάσσουν» ποσοστά συναλλαγματικής ισοτιμίας. Συνάπτουν δηλαδή μια συμφωνία να καταβάλουν σε καθορισμένα χρονικά διαστήματα ποσά που αντιστοιχούν στην εφαρμογή διαφορετικών επιτοκίων επί ενός δεδομένου ονομαστικού ποσού. Ο βασικός κίνδυνος συνδέεται με τα επιτόκια και με τον κίνδυνο αντισυμβαλλομένου.

Υπάρχουν και Swap που επιτρέπουν την ανταλλαγή της απόδοσης ενός κυρίου μέσου.

3.2.4.5. Συμβάσεις διαφοράς

⁶¹ [http://en.wikipedia.org/wiki/Swap_\(finance\)](http://en.wikipedia.org/wiki/Swap_(finance))

Οι συμβάσεις διαφοράς είναι συναλλαγές που συνδέονται με μετοχές στις οποίες όμως δεν είναι απαραίτητη η κατοχή των ίδιων των μετοχών. Πρόκειται για συμβάσεις μικρής διάρκειας, απόρροια συμφωνίας μεταξύ των μερών, και αντικατοπτρίζουν την επίδοση μιας συγκεκριμένης μετοχής ή ενός δείκτη. Όπως και στην περίπτωση των μετοχών, τα πιθανά κέρδη ή οι πιθανές ζημίες καθορίζονται από τη διαφορά μεταξύ της τιμής αγοράς και της τιμής πώλησης του χρηματοπιστωτικού προϊόντος.

3.2.4.6. Ομολογίες με κουπόνι αγοράς τίτλου (*Equity warrants*)

Πρόκειται για τίτλους εισηγμένων αξιογράφων⁶² που δίδουν στον αγοραστή το δικαίωμα (όχι όμως την υποχρέωση) να αγοράσει ή να πωλήσει ένα βασικό μέσο σε τιμή την οποία έχουν συμφωνήσει αρχικά οι συμβαλλόμενοι, την αποκαλούμενη «τιμή άσκησης- strike price», σε μια δεδομένη ημερομηνία που είναι η ημερομηνία λήξης. Με τη λήξη καταβάλλεται ένα πριμ. Το βασικό μέσο είναι είτε μετοχή είτε χρηματιστηριακός δείκτης.

3.2.4.7. Πιστοποιητικά που συνδέονται με δείκτη (*Πιστοποιητικά με ανώτατα και κατώτατα όρια*)

Πρόκειται για χρηματοπιστωτικά μέσα τα οποία εκδίδονται για καθορισμένη διάρκεια και τα οποία επιτρέπουν σύνθετη επένδυση σε δείκτη, μετοχή, καλάθι μετοχών ή σε οποιοδήποτε άλλο βασικό μέσο. Οι όροι της εξόφλησης ορίζονται από τον εκδότη κατά την ημερομηνία έκδοσης. Με τη λήξη, τα συνδεδεμένα πιστοποιητικά εξοφλούνται στην ισχύουσα κατά την ημερομηνία λήξης τιμή του βασικού μέσου.

Κατά την αγορά και καθ' όλη τη διάρκεια ισχύος ενός Πιστοποιητικού ανωτάτων ορίων, όσο υψηλότερα είναι τα όρια όσον αφορά την τιμή του βασικού μέσου, τόσο μεγαλύτερος είναι ο κίνδυνος. Αντίστοιχα, στα Πιστοποιητικά κατωτάτων ορίων, ο κίνδυνος είναι μεγαλύτερος όσο χαμηλότερα είναι τα όρια όσον αφορά την τιμή του βασικού μέσου.

3.2.4.8. Πιστωτικά παράγωγα

⁶² http://en.wikipedia.org/wiki/Equity_markets

Τα πιστωτικά παράγωγα είναι γενικά συμβάσεις εκτός ισολογισμού των οποίων η διαπραγμάτευση γίνεται με αμοιβαία συμφωνία (εξωχρηματοσηριακά). Στόχο έχουν τη μεταβίβαση του πιστωτικού κινδύνου ενός βασικού μέσου.

Γενικά, οι συναλλαγές αυτές συνδέουν δύο αντισυμβαλλόμενους, τον πωλητή του πιστωτικού κινδύνου (ή αγοραστή προστασίας) και τον αγοραστή του κινδύνου (ή πωλητή προστασίας).

Μολονότι ορισμένοι χρεωστικοί τίτλοι οι οποίοι διασφαλίζονται μέσω χαρτοφυλακίου εισπρακτέων οφειλών και δανείων⁶³ επιτρέπουν και αυτοί μεταβίβαση πιστωτικού κινδύνου, υπάρχουν ουσιαστικά τρεις κατηγορίες πιστωτικών παραγώγων που εντάσσονται στην κατηγορία των παραγώγων⁶⁴:

- ❖ **Τα Credit Default Swaps - CDS:** στην περίπτωση αυτών των προϊόντων, ο αγοραστής προστασίας θέλει να θωρακιστεί από οποιαδήποτε γεγονότα είναι δυνατό να επηρεάσουν την πιστωτική ικανότητα του οφειλέτη-κατόχου του βασικού μέσου (αυτό αποκαλείται «πιστωτικό συμβάν» το οποίο είναι ένας ευρύτατος όρος και καλύπτει ειδικότερα και κατόπιν συμφωνίας μεταξύ των μερών την περίπτωση της «πτώχευσης», δηλαδή τη μη εξόφληση ή την υποβάθμιση της ικανότητας του οφειλέτη). Κατ' αυτόν τον τρόπο, ο αγοραστής προστασίας δεσμεύεται να καταβάλει, σε καθορισμένα χρονικά διαστήματα και
 - ❖ μέχρι τη λήξη της οφειλής (ή μέχρις ότου προκύψει «πιστωτικό συμβάν»), ένα σταθερό πριμ. Αυτή η ρύθμιση λαμβάνει υπόψη τη δέσμευση του πωλητή προστασίας να καταβάλει, σε περίπτωση «πιστωτικού συμβάντος», ποσά αντίστοιχα με τη ζημία που συνδέεται με το βασικό μέσο και που αντιστοιχεί στη διαφορά μεταξύ της λογιστικής και της αγοραίας αξίας. Σε άλλη περίπτωση, λαμβάνεται υπόψη η δέσμευση του πωλητή να αγοράσει ξανά το βασικό μέσο στη λογιστική του αξία.
- ❖ **Credit Spread Derivatives (CSD) Παράγωγα πιστωτικού ανοίγματος:** τα προϊόντα αυτά εγγυώνται στον αγοραστή τη μελλοντική διαφορά ανάμεσα στην απόδοση του βασικού μέσου και την απόδοση ενός μέσου συγκριτικής αξιολόγησης (benchmark instrument). Ο αγοραστής προστασία καταβάλλει πριμ στον πωλητή. Γενικά, ο

⁶³ Αντίστοιχα πρόκειται για Εγγυημένες Χρεωστικές Υποχρεώσεις - Collateralised Debt Obligations - CDO και Εγγυημένες Δανειακές Υποχρεώσεις - Collateralised Loan Obligations - CLO.

⁶⁴ Αγγελόπουλος Π., «Εισαγωγή στα Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα (Financial Derivatives)», σελ. 151-157.

αγοραστής επιδιώκει την αυτοπροστασία του έναντι της υποβάθμισης ενός βασικού μέσου λαμβάνοντας ένα άλλο στοιχείο ενεργητικού ή έναν άλλο δείκτη ως σημείο αναφοράς (για παράδειγμα, κρατικό ομόλογο). Το προϊόν αυτό υπάρχει σε δύο εναλλακτικές μορφές:

- **τα credit spread forward:** κατά τη λήξη τους, η διαφορά ανάμεσα στο εγγυημένο ποσό και στο πιστωτικό άνοιγμα υπολογίζεται και καταβάλλεται είτε από τον αγοραστή είτε από τον πωλητή ανάλογα με το αν η διαφορά είναι θετική ή αρνητική.
- **credit spread option:** ο αγοραστής προστασίας λαμβάνει την προαναφερθείσα διαφορά αν ασκήσει το δικαίωμα προαίρεσης και δε λαμβάνει ποσά κατά τη λήξη αν αποφασίσει να μην ασκήσει αυτό το δικαίωμα προαίρεσης.

❖ **Total Return Swaps (TRS) - Συμβάσεις ανταλλαγής συνολικής απόδοσης:** τα προϊόντα αυτά επιτρέπουν στον αγοραστή να καλύψει την απόδοση ενός στοιχείου ενεργητικού που αγόρασε από τον αντισυμβαλλόμενο με τη σύνταξη μιας σύμβασης βάσει της οποίας ανταλλάσσει την απόδοση ενός στοιχείου ενεργητικού με ένα μεταβλητό επιτόκιο αναφοράς όπως το Euribor (European Interbank Offered Rate - Ευρωπαϊκό Διατραπεζικό Επιτόκιο). Ο αγοραστής προστασίας δύναται να μεταβιβάσει στον πωλητή προστασίας ολόκληρο τον πιστωτικό του κίνδυνο και τον κίνδυνο της αγοράς που συνδέεται με το βασικό μέσο. Ο πωλητής καταβάλλει στον αγοραστή ποσό το οποίο αντιστοιχεί στο Euribor (στην περίπτωση του παραδείγματός μας) με ένα περιθώριο προς τα άνω ή προς τα κάτω το οποίο καθορίζουν οι συμβαλλόμενοι. Μπορεί να προβλέπεται τακτική καταβολή ποσών είτε κατά τη λήξη (η οποία επέρχεται υποχρεωτικά πριν από τη λήξη του βασικού μέσου) είτε με περιοδικές καταβολές ανάλογα με τους όρους της αρχικής συμφωνίας. Στην περίπτωση αυτή, ο αγοραστής καταβάλλει την πρόσοδο από τα στοιχεία ενεργητικού προσαρμοσμένη στις επελθούσες μεταβολές οι οποίες προέκυψαν από την επανεκτίμηση του στοιχείου ενεργητικού (θετικά ή αρνητικά). Ο πωλητής πραγματοποιεί τακτικές καταβολές (που αντιστοιχούν στο Euribor) στα πλαίσια του συμπεφωνημένου περιθωρίου.

3.2.4.9. Δομημένα προϊόντα

Δομημένο προϊόν είναι ένα χρηματοπιστωτικό μέσο το οποίο έχει τη μορφή αξιογράφου ή σύμβασης και είναι προσαρμοσμένο στις ανάγκες του πελάτη. Τα προϊόντα αυτά αναγνωρίζονται από ένα ή περισσότερα χαρακτηριστικά:

- a. η απόδοση καθορίζεται σύμφωνα με ένα βασικό μέσο, με βάση συνδυασμό βασικών μέσων (επιτόκια, εταιρικό κεφάλαιο, δείκτες, κλπ.) ή με βάση μαθηματικό τύπο,
- b. από αποτέλεσμα μόχλευσης,
- c. από άλλα χαρακτηριστικά που συμφωνούνται μεταξύ των μερών, όπως π.χ. διατάξεις για την εξόφληση ή καταβολή εγγύησης,
- d. ένα προϊόν που δεν επιτρέπει πρότερο αίτημα επίσημων χρηματιστηριακών τιμών από διάφορα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, ή
- e. ανυπαρξία δευτερογενούς αγοράς ή ύπαρξη δευτερογενούς αγοράς χωρίς ρευστότητα.

Το κάθε δομημένο προϊόν έχει το δικό του προφίλ κινδύνου. Λόγω του μεγάλου αριθμού δυνατών συνδυασμών, δεν είναι δυνατό να περιγράψουμε με λεπτομέρεια κάθε κίνδυνο για κάθε δομημένο προϊόν. Πριν από οποιαδήποτε συναλλαγή με δομημένα προϊόντα, ο πελάτης θα λαμβάνει την απαραίτητη προσυμβατική ενημέρωση από τα αρμόδια στελέχη της Τράπεζας, ως προς τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του προϊόντος και τους κινδύνους που αυτό συνεπάγεται, ώστε ο πελάτης να μπορεί να λαμβάνει εμπεριστατωμένες επενδυτικές αποφάσεις, ιδίως κινδύνω, αποδεχόμενος τους όρους και τα ειδικά χαρακτηριστικά των συγκεκριμένων προϊόντων.

a. Repos/Reverse repos⁶⁵

Ο όρος «REPOS» είναι σύντμηση των αγγλικών λέξεων «*Repurchase Agreements*» και στα ελληνικά έχει αποδοθεί ως «Συμβάσεις πώλησης με σύμφωνο επαναγοράς». Αντιστοίχως, ο όρος *Repurchase Reverse Repos* αποδίδεται ως «Σύμβαση αγοράς με σύμφωνο επαναπώλησης».

Η πράξη Repo αφορά πώληση από την Τράπεζα προς τον πελάτη Τίτλων Ελληνικού Δημοσίου, κυριότητάς της, με ταυτόχρονη συμφωνία/όρο ότι μετά από συγκεκριμένο χρονικό διάστημα ο αρχικός πωλητής, δηλ. η Τράπεζα θα επαναγοράσει τον/τους τίτλο/ους σε προσυμφωνημένη τιμή. Το τίμημα επαναγοράς των τίτλων κάθε σχετικής συναλλαγής Repo περιλαμβάνει και το ποσό της απόδοσης αυτής (τόκους),

⁶⁵ http://en.wikipedia.org/wiki/Repurchase_agreement

υπολογισμένης επί τη βάσει επιτοκίου όπως αυτό συμφωνείται μεταξύ των συμβαλλομένων μερών και για το χρονικό διάστημα που ισχύει η εν λόγω πράξη Repo.

Μία σύμβαση αγοράς με σύμφωνο επαναπώλησης (Reverse Repos) είναι η αντίθετη συναλλαγή μίας σύμβασης πώλησης με σύμφωνο επαναγοράς (Repos).

b. Επενδυτικά προϊόντα εγγυημένου κεφαλαίου

Τα επενδυτικά προϊόντα εγγυημένου κεφαλαίου στη λήξη είναι προθεσμιακές καταθέσεις ειδικού τύπου, οι οποίες εγγυώνται την επιστροφή του αρχικού κεφαλαίου στον πελάτη, εφόσον ρευστοποιηθούν στη λήξη τους. Σε περίπτωση πρόωρης ρευστοποίησης είναι πιθανό να θιγεί το αρχικό κεφάλαιο, καθόσον βασικό χαρακτηριστικό των εν λόγω προϊόντων είναι η εγγύηση του αρχικού κεφαλαίου στη λήξη της διάρκειας του προϊόντος.

Τα προϊόντα αυτά απευθύνονται σε πελάτες οι οποίοι επιθυμούν να επωφεληθούν από την ενδεχόμενη ευνοϊκή εξέλιξη των συνδεδεμένων υποκείμενων αξιών, αλλά δεν είναι διατεθειμένοι να διακινδυνεύσουν το αρχικό τους κεφάλαιο, εφόσον τα προϊόντα ρευστοποιηθούν στη λήξη τους. Η τελική απόδοση των επενδυτικών προϊόντων εξαρτάται από τη διακύμανση της υποκείμενης αξίας τους, δηλαδή από την αξία με την οποία συνδέονται τα εν λόγω προϊόντα (χρηματιστηριακοί δείκτες, διαπραγμάτευση μετοχών, συναλλαγματική ισοτιμία δύο ή περισσότερων νομισμάτων, πορεία των επιτοκίων κλπ). Η τελική απόδοση η οποία απεικονίζει τη συνολική μεταβολή της αξίας της επένδυσης στο διάστημα μεταξύ της ημερομηνίας έναρξης και λήξης, γίνεται γνωστή, στις περισσότερες περιπτώσεις, μόνο στη λήξη του προϊόντος. Η μέθοδος υπολογισμού της απόδοσης προκαθορίζεται από την Τράπεζα και περιγράφεται αναλυτικά στο έντυπο Ειδικών Όρων του κάθε προϊόντος που λαμβάνει ο πελάτης. Με δεδομένο ότι κάθε επενδυτικό προϊόν εγγυημένου κεφαλαίου έχει ειδικούς όρους και συγκεκριμένα χαρακτηριστικά, ο πελάτης ενημερώνεται αναλυτικά τόσο ως προς τα γενικά χαρακτηριστικά αυτών των προϊόντων όσο και ως προς τα ειδικότερα χαρακτηριστικά κάθε προϊόντος (περιγραφή προϊόντος, διάρκεια, απόδοση, δυνατότητα ανάκλησης από τον εκδότη κ.λπ.), προκειμένου να αποφασίσει ιδίω κινδύνω, εάν θα επενδύσει στο συγκεκριμένο προϊόν, το οποίο προϋποθέτει ότι έχει κατανοήσει και αποδεχθεί τους όρους έκδοσης του αντίστοιχου προϊόντος.

c. Αμοιβαία Κεφάλαια

Το αμοιβαίο κεφάλαιο είναι μία περιουσία που σχετίζεται με τις καταθέσεις πολλών αποταμιευτών, οι οποίες επενδύονται για λογαριασμό των επί μέρους αποταμιευτών σε χρηματοπιστωτικά μέσα για τη δημιουργία του χαρτοφυλακίου του αμοιβαίου κεφαλαίου.

Σκοπός του αμοιβαίου κεφαλαίου είναι η επίτευξη της υψηλότερης δυνατής απόδοσης με παράλληλη ελαχιστοποίηση των επενδυτικών κινδύνων λόγω της διασποράς του χαρτοφυλακίου.

Το όφελος του επενδυτή (μεριδιούχου) που αγοράζει μερίδια του Αμοιβαίου Κεφαλαίου προέρχεται ταυτόχρονα από:

- το κέρδος (μέρισμα) που διανέμει ετησίως το αμοιβαίο κεφάλαιο στους μεριδιούχους
- την αύξηση της τιμής του μεριδίου (υπεραξία)

Ο επενδυτικός κίνδυνος που αναλαμβάνει ο μεριδιούχος Αμοιβαίων Κεφαλαίων εξαρτάται από το είδος του αμοιβαίου κεφαλαίου που επενδύει τα χρήματά του.

Η Τράπεζα, ενεργώντας ως αντιπρόσωπος της Proton ΑΕΔΑΚ, διαθέτει τις κάτωθι κατηγορίες αμοιβαίων κεφαλαίων:

- Μετοχικά
- Μεικτά
- Διαχείρισης Διαθεσίμων

Στον πελάτη παραδίδεται για ενημέρωση αναφορικά με τα χαρακτηριστικά του αμοιβαίου κεφαλαίου, πριν αιτηθεί τη συμμετοχή του, το Απλοποιημένο Ενημερωτικό Δελτίο και η τελευταία εξαμηνιαία ή ετήσια έκθεση.

d. Υπηρεσίες Αναδοχής

Η Τράπεζα προσφέρει υπηρεσίες έκδοσης αξιογράφων και διάθεσής τους στο επενδυτικό κοινό στην πρωτογενή αγορά, παρέχοντας τόσο συμβουλευτικές υπηρεσίες (καθορισμός όρων έκδοσης, σύνταξη ενημερωτικού δελτίου, συντονισμός διαδικασιών έγκρισης ενημερωτικού δελτίου από το Χρηματιστήριο και την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς κλπ) όσο και υπηρεσίες κύριας αναδοχής ή απλής συμμετοχής στο σχήμα των αναδόχων.

Ως ανάδοχος η Τράπεζα:

- ✓ εγγυάται την πλήρη κάλυψη της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου μέσω δημόσιας εγγραφής,
- ✓ εξασφαλίζει ότι η προς ένταξη εταιρεία τηρεί όλες τις προϋποθέσεις εισαγωγής στο ΧΑ,
- ✓ αναθέτει την διενέργεια νομικού και οικονομικού - λογιστικού ελέγχου,
- ✓ εξασφαλίζει ότι η τιμή διάθεσης των μετοχών αντανακλάται στην πραγματική αξία της επιχείρησης και ότι όλες οι προβλέψεις και οι εκτιμήσεις που περιέχονται στο ενημερωτικό δελτίο είναι επαληθεύσιμες,
- ✓ φροντίζει ώστε η διαφήμιση της έκδοσης να είναι σύννομη και
- ✓ οργανώνει το σχήμα των Αναδόχων, την διενέργεια της δημόσιας προσφοράς και την κατανομή των μετοχών. Δευτερογενής αγορά

Η Τράπεζα παρέχει συμβουλευτικές υπηρεσίες και υπηρεσίες αναδοχής σε αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών, πωλήσεις μετοχών στη δευτερογενή αγορά μέσω δημόσιας προσφοράς, εγκρίσεις έναρξης επαναδιαπραγμάτευσης μετοχών που έχουν τεθεί σε αναστολή, παράλληλη εισαγωγή στο Χ.Α. εταιρειών που διαπραγματεύονται σε ξένα χρηματιστήρια, μετάταξη σε άλλη αγορά του Χ.Α. με ή χωρίς αύξηση μετοχικού κεφαλαίου κλπ.

3.3. ΓΕΝΙΚΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ

Εκτός από του ειδικούς κινδύνους που εμφανίζει το κάθε συγκεκριμένο προϊόν που παρουσιάσαμε στο προηγούμενο κεφάλαιο, υπάρχουν και κίνδυνοι γενικής φύσεως που ισχύουν για όλα τα είδη χρηματοπιστωτικών μέσων. Οι κάτωθι κίνδυνοι μπορούν να έχουν αντίκτυπο σε κάθε μορφής επένδυση⁶⁶.

3.3.1. Κίνδυνοι αγοράς

Οι κίνδυνοι αυτοί αφορούν την έκθεση στις διακυμάνσεις της αξίας των δεικτών της αγοράς, όπως π.χ. των επιτοκίων, συναλλαγματικών ισοτιμιών, πιστωτικών ανοιγμάτων, τιμών μετοχών, τιμών βασικών προϊόντων ή διακυμάνσεις στη μεταβλητότητα.

⁶⁶ Τζαβαλής Ηλ., «Μελέτες για το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα», σελ. 134-142.

Οι κίνδυνοι της αγοράς δεν περιλαμβάνουν την έκθεση σε α) πιστωτικά συμβάντα που συνδέονται με συμβαλλόμενους σε χρηματιστηριακές συναλλαγές ή β) κινδύνους διευθέτησης ή παράδοσης καθώς και νομικούς ή επιχειρησιακούς κινδύνους.

Οι διάφορες μορφές κινδύνων της αγοράς είναι οι εξής:

3.3.1.1. Κίνδυνος επιτοκίου

Ο κίνδυνος επιτοκίου συνδέεται με δυσμενείς διακυμάνσεις των επιτοκίων. Ο κίνδυνος επιτοκίου εμπεριέχει και τον κίνδυνο του κόστους διατήρησης. Το κόστος διατήρησης είναι θετικό ή αρνητικό αν το κόστος χρηματοδότησης του στοιχείου ενεργητικού είναι αντιστοίχως υψηλότερο ή χαμηλότερο από τον λαμβανόμενο τόκο. Κατ' αυτόν τον τρόπο, το κόστος διατήρησης για δάνειο με κυμαινόμενο επιτόκιο μπορεί να αυξηθεί σε περίπτωση αύξησης των επιτοκίων. Οι διακυμάνσεις των επιτοκίων δύνανται να εκθέσουν τον κάτοχο χρηματοπιστωτικών μέσων σε κίνδυνο απώλειας κεφαλαίου, αλλά το μέγεθος του κινδύνου εξαρτάται από το είδος του χρηματοπιστωτικού μέσου.

3.3.1.2. Κίνδυνος ξένου συναλλάγματος

Υπάρχει κίνδυνος ξένου συναλλάγματος όταν η αξία ενός βασικού μέσου έχει υπολογιστεί ή είναι συνδεδεμένη με το δείκτη νομίσματος διαφορετικού από το νόμισμα του επενδυτή. Μείωση ή αύξηση των συναλλαγματικών ισοτιμιών μπορεί να προκαλέσει, ανάλογα με την περίπτωση, πτώση ή άνοδο της αξίας του χρηματοπιστωτικού μέσου όταν η αξία αυτού εκφράζεται σε ξένο νόμισμα.

3.3.1.3. Κίνδυνος ανοίγματος (spread)

Ο κίνδυνος αυτός μετρά τη ζημία η οποία συνδέεται με δυσμενείς διακυμάνσεις της πιθανότητας έμμεσης ανικανότητας (κατά την εκτίμηση της αγοράς) του οφειλέτη η οποία μετράται (ανάλογα με την περίπτωση) από την αξιολόγηση κινδύνου του εκδότη.

3.3.1.4. Κίνδυνος μόχλευσης

Ο κίνδυνος μόχλευσης χαρακτηρίζεται από την έκθεση ως ένας κίνδυνος της αγοράς ο οποίος στηρίζεται σε ένα υποθετικό ποσό υψηλότερο από το επενδεδυμένο κεφάλαιο (παραδείγματα: συμβάσεις μελλοντικής εκπλήρωσης).

3.3.1.5. Κίνδυνος συσχέτισης

Η συσχέτιση είναι ένα στοιχείο το οποίο μετρά το βαθμό διασύνδεσης μεταξύ των διακυμάνσεων δύο μεταβλητών.

3.3.1.6. Κίνδυνος δικαιώματος προαίρεσης (οψιόν)

Όταν το στοιχείο ενεργητικού περιλαμβάνει ως συστατικό κι ένα δικαίωμα προαίρεσης, η αξία του μπορεί να επηρεαστεί από διακυμάνσεις ορισμένων συγκεκριμένων παραγόντων:

- ⇒ **αστάθεια ή μεταβλητότητα:** μετρά τη μεταβλητότητα της τιμής του βασικού μέσου του δικαιώματος προαίρεσης
- ⇒ **χρονική αξία:** η αξία του δικαιώματος προαίρεσης εξαιρώντας την πραγματική του αξία. Περιλαμβάνει το κόστος διατήρησης και τη δυνατότητα να γίνει άσκηση του δικαιώματος προαίρεσης
- ⇒ **πραγματική αξία:** το ποσό χρηματικής αποτίμησης του δικαιώματος προαίρεσης, δηλαδή η σχετική αξία αυτού σε συνάρτηση με την προθεσμιακή τιμή που θα αποφέρει η αγορά κατά τη στιγμή της αναπροσαρμογής.
- ⇒ **Το επιτόκιο «άνευ κινδύνου»:** το επιτόκιο μιας επένδυσης χωρίς κίνδυνο.

Στην περίπτωση «εξωτικών» δικαιωμάτων προαίρεσης, ο κίνδυνος μπορεί κάτω από συγκεκριμένες περιστάσεις να προκύψει από τη λειτουργία του βασικού μέσου αλλά και από συνθήκες σχετιζόμενες με την εξέλιξή του (διάδρομοι, οψιόν κατ' αποκοπήν, barrier options).

3.3.1.7. Βασικός κίνδυνος

Πρόκειται για τον κίνδυνο που προκύπτει αν το κόστος ενός προϊόντος κάλυψης κινδύνων (hedge product) δεν κινηθεί με το κόστος του στοιχείου ενεργητικού

το οποίο καλείται να καλύψει (παράδειγμα: σύμβαση μελλοντικής εκπλήρωσης σε σχέση με το βασικό μέσο).

3.3.1.8. Κίνδυνος πρόωρης εξόφλησης

Ο κίνδυνος αυτός είναι όμοιος με τον κίνδυνο επανεπένδυσης στην περίπτωση ομολόγου ή σύμβασης ανταλλαγής (swap) που ενδέχεται να λυθεί πριν από την ημερομηνία λήξης. Ο κίνδυνος βρίσκεται στο γεγονός ότι ο επενδυτής ενδέχεται να μην μπορεί να βρει τις επενδυτικές συνθήκες στην αγορά αν ακυρωθεί η υπάρχουσα επένδυση.

3.3.1.9. Κίνδυνος σχετικής επίδοσης

Το στοιχείο ενεργητικού ενδέχεται να μην ακολουθήσει τις επιδόσεις του δείκτη συγκριτικής αξιολόγησης.

3.3.1.10. Ειδικός κίνδυνος

Πρόκειται για κίνδυνο από διακυμάνσεις της τιμής ενός στοιχείου ενεργητικού λόγω παραγόντων που προσιδιάζουν στο συγκεκριμένο στοιχείο ενεργητικού σε αντίθεση με το γενικό κίνδυνο της αγοράς ο οποίος αντικατοπτρίζει μια γενική κίνηση τιμών στην κεφαλαιαγορά.

3.3.2. Κίνδυνος ρευστότητας

Ο κίνδυνος ρευστότητας είναι ο κίνδυνος να μη μπορεί ένα στοιχείο ενεργητικού να αγοραστεί ή να πωληθεί γρήγορα. Η ρευστότητα μιας αγοράς εξαρτάται από τον τρόπο οργάνωσής της (χρηματιστηριακές ή εξωχρηματιστηριακές συναλλαγές) αλλά και από τα βασικά μέσα. Μπορεί να είναι εύκολη η αγορά ή η πώληση ενός κοινού προϊόντος, αλλά ενδέχεται να υπάρχουν μεγαλύτερες δυσκολίες όταν πρόκειται για πολύ ειδικά προϊόντα. Αν δεν έχει ρευστότητα μια αγορά, ενδέχεται να μην καταστεί δυνατό να βρεθεί αγοραστής ή πωλητής σε μια δεδομένη στιγμή. Η ρευστότητα ενός χρηματοπιστωτικού μέσου μπορεί ν' αλλάξει με το πέρασμα του χρόνου.

3.3.3. Κίνδυνος αστάθειας/μεταβλητότητας

Πρόκειται για κίνδυνο που συνδέεται με την κίνηση συγκεκριμένων τιμών ενός αξιογράφου. Η μεταβλητότητα είναι υψηλή όταν το αξιόγραφο επηρεάζεται από ευρείες μεταβολές σε μια σχετική χρονική περίοδο (π.χ. σε ημερήσια βάση για ορισμένα προϊόντα ή μεγαλύτερο διάστημα για ορισμένα άλλα). Ο κίνδυνος αστάθειας/μεταβλητότητας υπολογίζεται με βάση τη μέση διαφορά μεταξύ των χαμηλότερων και των υψηλότερων τιμών ενός χρηματοπιστωτικού μέσου σε μια δεδομένη χρονική περίοδο.

3.3.4. Κίνδυνος αντισυμβαλλομένου

Ο κίνδυνος αντισυμβαλλομένου είναι ο κίνδυνος να μην καταβάλει εγκαίρως ο οφειλέτης τη συγκεκριμένη οφειλή. Συνδέεται με τρεις παράγοντες: το ποσόν της οφειλής, την πιθανότητα αφερεγγυότητας και την αναλογία της οφειλής η οποία θα πρέπει να ανακτηθεί σε περίπτωση αφερεγγυότητας. Μετρά την απώλεια σε συνάρτηση με την πιθανότητα αδυναμίας του οφειλέτη. Για παράδειγμα: ένας επενδυτής θα πρέπει να εξετάσει την ποιότητα ενός εκδότη αξιογράφων, δηλαδή την ικανότητα του εκδότη να πληρώσει ή να εξοφλήσει (ανάλογα με την περίπτωση). Όσον αφορά εξωχρηματοπιστηριακές συμβάσεις παραγώγων, συναλλαγές οι οποίες δε συνεπάγονται οφειλή, ο κίνδυνος αντισυμβαλλομένου αντιστοιχεί ανά πάσα στιγμή στην αξία αντικατάστασης του εν λόγω παραγώγου αν η αξία του είναι θετική.

3.3.5. Κίνδυνος αποτίμησης

Ο κίνδυνος αποτίμησης συνδέεται με δυσμενείς διακυμάνσεις των μεταβλητών οι οποίες λαμβάνονται υπόψη για την αποτίμηση μιας επένδυσης, δηλαδή αστάθεια/μεταβλητότητα, επιτόκια και/ή (ανάλογα με την περίπτωση) την υπολογιζόμενη απόδοση μερίσματος.

3.3.6. Κίνδυνος του τόπου εκτέλεσης

Ο κίνδυνος αυτός συνδέεται με τον τόπο στον οποίο βρίσκεται η αγορά του βασικού μέσου. Όταν η αγορά δεν είναι ίδια με την αγορά του επενδυτή, ο επενδυτής εκτίθεται ενδεχομένως και στον κίνδυνο συναλλαγματικής ισοτιμίας.

3.3.6.1. Υπερατλαντικές αγορές

Οιαδήποτε ξένη επένδυση ή μια επένδυση η οποία εμπεριέχει και αλλοδαπό στοιχείο υπόκειται ενδεχομένως στους κινδύνους της υπερατλαντικής αγοράς. Οι κίνδυνοι αυτοί δύνανται να διαφέρουν από αυτούς της αγοράς στην οποία έχει εκδοθεί το χρηματοπιστωτικό μέσο ή στην οποία βρίσκεται ο επενδυτής.

3.3.6.2. Αναδυόμενες αγορές

Οι επενδύσεις σε αναδυόμενες αγορές ενέχουν κινδύνους οι οποίοι δε συναντώνται σε παραδοσιακές αγορές. Ο κίνδυνος αυτός υπάρχει επίσης όταν ο εκδότης ή ο χρηματοδότης ενός προϊόντος έχει την έδρα του σε μια αναδυόμενη αγορά ή πραγματοποιεί εκεί τον κύριο όγκο των δραστηριοτήτων του.

3.3.7. Επιχειρησιακοί κίνδυνοι

Επιχειρησιακός είναι ο κίνδυνος ζημίας η οποία προκύπτει από ανεπαρκείς ή ελλιπείς εσωτερικές διαδικασίες, από ανεπάρκειες των υπαλλήλων ή των συστημάτων ή από εξωτερικά συμβάντα. Ο κίνδυνος καλύπτει το ανθρώπινο σφάλμα, τη δόλια και συμπεριφορά και εξαπάτηση, ελλείψεις των συστημάτων πληροφορικής, προβλήματα στη διοίκηση προσωπικού, εμπορικές διαφορές καθώς και εξωτερικά γεγονότα όπως π.χ. ατυχήματα, πυρκαγιές, πλημμύρες, κλπ.

3.3.8. Κίνδυνος διακανονισμού

Ο κίνδυνος διακανονισμού είναι ο κίνδυνος να μην πραγματοποιηθούν οι συναλλαγές για ένα χρηματοπιστωτικό μέσο στη συμφωνημένη ημερομηνία παράδοσης. Ο κίνδυνος, τότε, ισοδυναμεί με τη διαφορά ανάμεσα στην τιμή του προϊόντος στη θεωρητική ημερομηνία παράδοσης και στην τιμή αυτού κατά την πραγματική ημερομηνία παράδοσης. Πρόκειται για τη διαφορά ανάμεσα στην τιμή

διακανονισμού η οποία συμφωνήθηκε για το χρηματοπιστωτικό μέσο και στην τρέχουσα αγοραία αξία του κατά την πραγματική ημερομηνία διακανονισμού, όταν η διαφορά μπορεί να καταλήξει σε ζημία.

Οι κεφαλαιαγορές διαθέτουν διαφορετικές διαδικασίες διακανονισμού και παράδοσης και, σε ορισμένες αγορές, οι διαδικασίες ενδέχεται να επηρεάζονται από τον όγκο των συναλλαγών με αποτέλεσμα να τίθεται σε κίνδυνο η εκτέλεσή τους. Η αδυναμία διακανονισμού λόγω τέτοιων προβλημάτων ενδέχεται να μην επιτρέψει σε έναν επενδυτή να επωφεληθεί από τις προσφερόμενες επενδυτικές ευκαιρίες. Η αδυναμία να πωληθούν τίτλοι λόγω προβλημάτων διακανονισμού μπορεί να είναι ζημιογόνος για τον επενδυτή λόγω μεταγενέστερων διακυμάνσεων των τιμών των αξιογράφων ή, αν ο επενδυτής έχει ήδη συνάψει σύμβαση για την πώληση των εν λόγω αξιογράφων, ενδέχεται να φέρει ευθύνη για τη μη ολοκλήρωση της συναλλαγής με τον αγοραστή.

3.3.9. Κίνδυνος θεματοφυλακής

Σε ορισμένες αγορές, ειδικά σε αναδυόμενες αγορές, οι κανόνες και οι ρυθμίσεις σχετικά με θέματα θεματοφυλακής είναι πιθανώς λιγότερο ανεπτυγμένοι όσον αφορά την προστασία του επενδυτή σε σύγκριση με τις αγορές εκείνες στις οποίες ισχύουν αυστηροί κανόνες θεματοφυλακής. Σε τέτοιες αγορές, τα στοιχεία ενεργητικού τα οποία ανατίθενται στη φύλαξη υπο-θεματοφυλάκων, αν απαιτείται υπο-θεματοφύλακας, ενδέχεται να εκτίθενται σε κινδύνους που συνδέονται με την αδυναμία των υπο-θεματοφυλάκων να εκτελέσουν σωστά τα καθήκοντά τους ή σε πτώχευση αυτών. Ο κίνδυνος γίνεται εντονότερος όταν η αγορά δεν προβλέπει ένα σύστημα αποζημίωσης των επενδυτών ή όταν, στην περίπτωση που υπάρχει ένα τέτοιο σύστημα, ο επενδυτής δεν είναι επιλέξιμος για την προσφερόμενη από το σύστημα προστασία.

3.3.10. Πολιτικός ή νομικός κίνδυνος

Ο κίνδυνος επιβολής νέων φόρων από την κυβέρνηση (ή άλλη αρμόδια αρχή), ή επιβολής άλλων νομοθετικών υποχρεώσεων ή περιορισμών στα χρεόγραφα τα οποία έχει ήδη αγοράσει ο επενδυτής. Επί παραδείγματι, μια κυβέρνηση ενδέχεται να απαγορεύσει την έξοδο από τη χώρα χρεογράφων τα οποία βρίσκονται υπό θεματοφυλακή.

3.3.11. Λοιποί κίνδυνοι

3.3.11.1. Αξιολόγηση των επιδόσεων ενός χρηματοπιστωτικού μέσου

Όταν γνωστοποιούνται στους επενδυτές οι επιδόσεις ενός χρηματοπιστωτικού μέσου, η γνωστοποίηση αφορά την επίδοση από την ημερομηνία γνωστοποίησης και μετά. Οι προηγούμενες αποδόσεις δεν παρέχουν ενδείξεις για μελλοντικές αποδόσεις.

3.3.11.2. Τροποποίηση των όρων ενός χρηματοπιστωτικού μέσου

Σε ορισμένες περιπτώσεις, η Γενική Συνέλευση κατόχων αξιογράφων δύναται να τροποποιήσει τους όρους ενός αξιογράφου.

3.3.12. Αξιολόγηση-βαθμολόγηση

Τα χρηματοπιστωτικά μέσα μπορούν να αξιολογούνται από ένα ή περισσότερα γραφεία αξιολόγησης. Η αξιολόγηση των χρηματοπιστωτικών μέσων δεν αντικατοπτρίζει απαραίτητα όλους τους κινδύνους που συνδέονται με τα εν λόγω μέσα ούτε τον αντίκτυπο των κινδύνων αυτών (συμπεριλαμβάνων και των προαναφερθέντων κινδύνων) για την αξία του χρηματοπιστωτικού μέσου. Μια αξιολόγηση-βαθμολόγηση δεν αποτελεί σύσταση για αγορά, πώληση ή κατοχή ενός χρηματοπιστωτικού μέσου και δύναται, ανά πάσα στιγμή, να ανασταλεί, να τροποποιηθεί ή να αποσυρθεί.

3.3.13. Ανωτέρα βία

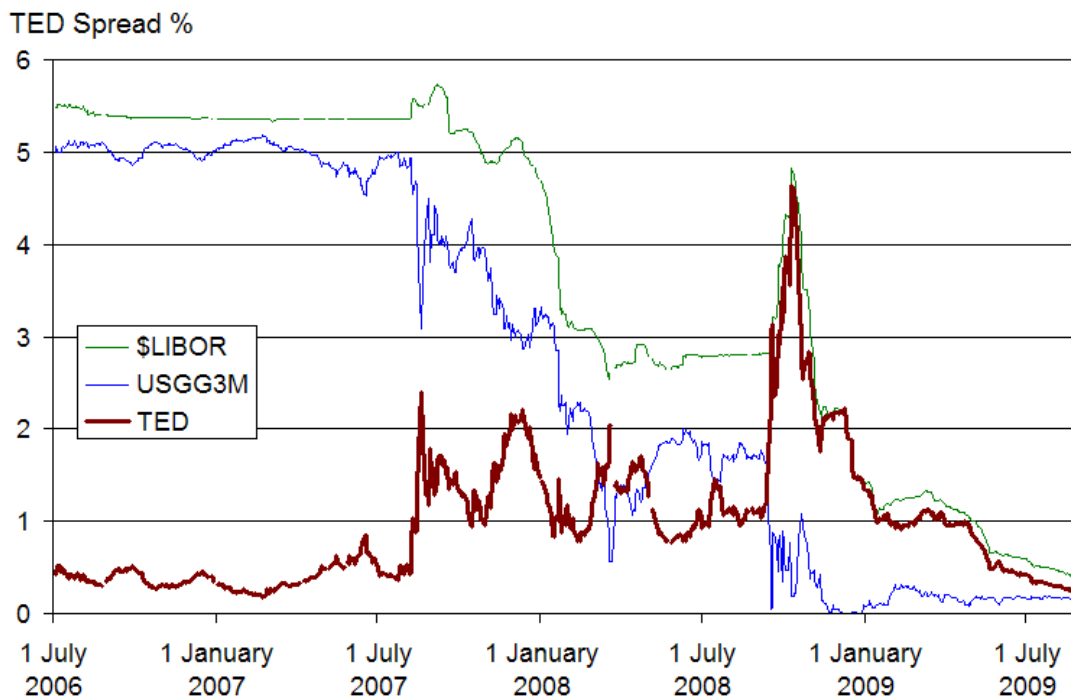
Πέραν των προαναφερθέντων κινδύνων, η περίπτωση της ανωτέρας βίας είναι ένας κίνδυνος ο οποίος σχετίζεται με βιομηχανικές ή φυσικές καταστροφές ή με αποφάσεις τις οποίες λαμβάνουν οι ρυθμιστικές αρχές ή οι φορείς της αγοράς και συνεπάγονται, π.χ. αναστολή της εισαγωγής ενός χρηματοπιστωτικού μέσου στο χρηματιστήριο. Οι περιπτώσεις ανωτέρας βίας δεν είναι υπαιτιότητα ούτε του εκδότη ούτε της αγοράς ούτε της Τράπεζας. Όμως τα γεγονότα αυτά, εφόσον είναι μεγάλης κλίμακας, ενδέχεται να επηρεάσουν την ικανότητα του εκδότη να ικανοποιήσει τις δεσμεύσεις του ή να επηρεάσουν τη λειτουργία της αγοράς.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^ο

ΔΙΕΘΝΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

4.1. ΔΙΕΘΝΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΑΝΑΤΑΡΑΧΗ

Η οικονομική κρίση του 2007-2008⁶⁷, επίσης γνωστή ως η παγκόσμια οικονομική κρίση του 2008, θεωρείται από πολλούς οικονομολόγους η χειρότερη οικονομική κρίση μετά τη Μεγάλη Ύφεση της δεκαετίας του 1930. Ξεκίνησε στην αγορά ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου το 2007 και προκάλεσε σημαντική αστάθεια και αβεβαιότητα σε ολόκληρο το διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα, δηλαδή την απειλή της συνολικής κατάρρευσης μεγάλων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, την διάσωση των τραπεζών από τις εθνικές κυβερνήσεις, και ύφεση στις χρηματιστηριακές αγορές σε όλο τον κόσμο.



Διάγραμμα 4.1: TED spread, ένας δείκτης του πιστωτικού κινδύνου, από 07/01/2006 έως 08/24/2009.

⁶⁷ Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Fin-Focus: «ΓΔ Εσωτερική αγορά & Υπηρεσίες Ενημερωτικό δελτίο για τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες», 2008

Η εξάπλωση του δείκτη πιστωτικού κινδύνου TED (με κόκκινο χρώμα) αυξήθηκε σημαντικά κατά τη διάρκεια της οικονομικής κρίσης, αντανακλώντας την αύξηση του πιστωτικού κινδύνου (διάγραμμα 4.1.), βέβαια η αρχή της οικονομικής αναταραχής εντοπίζεται στην ανάληψη υπερβολικών κινδύνων λόγω της διατήρησης των επιτοκίων σε χαμηλά επίπεδα και της ζήτησης υψηλών αποδόσεων από τους επενδυτές. Από το 2001, το περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων στις ΗΠΑ διευκόλυνε τη χορήγηση ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων και, κατ' επέκταση, την εκτίναξη των τιμών των κατοικιών. Η ζήτηση στην αμερικανική αγορά στέγης ευνοήθηκε περαιτέρω από τη γενικότερη ελαστικότητα στην εφαρμογή των δανειοδοτικών κριτηρίων εκ μέρους των πιστωτικών ιδρυμάτων, όπως για παράδειγμα η χορήγηση δανείων χαμηλής εξασφάλισης σε δανειολήπτες χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας ή με βεβαρημένο πιστοληπτικό ιστορικό. Οι συγκεκριμένες συμβάσεις ενυπόθηκτης πίστης είχαν χαμηλά επιτόκια εκκίνησης -τα οποία σημείωσαν απότομη άνοδο μετά την πρώτη αρχική περίοδο-, γεγονός που τις καθιστούσε ιδιαίτερα ελκυστικές για τους επίδοξους λήπτες ενυπόθηκων δανείων.

Η αγορά ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου ενισχύθηκε σημαντικά, εντατικοποιώντας έτσι την επονομαζόμενη τιτλοποίηση ενυπόθηκων δανείων, δηλαδή τη διαδικασία μετακύλισης του πιστωτικού κινδύνου από τον πιστωτή στους επενδυτές. Όμως, κατά την περίοδο 2006/2007 τα επιτόκια αυξήθηκαν, ενώ μειώθηκαν οι τιμές των κατοικιών στην αμερικανική αγορά στέγης. Κατά συνέπεια, πολλοί δανειολήπτες υψηλού κινδύνου δεν ήταν πλέον σε θέση να εξυπηρετήσουν το ενυπόθηκο δάνειό τους όπως στο παρελθόν, συν το γεγονός ότι επιβαρύνθηκαν με υψηλότερα επιτόκια. Τελικά, αυτό είχε ως αποτέλεσμα πολλές περιπτώσεις αδυναμίας αποπληρωμής των δανείων, ιδίως εκ μέρους δανειοληπτών υψηλού κινδύνου οι οποίοι δεν ήταν σε θέση να αντεπεξέλθουν σε αυτές τις αυξήσεις.

Αυτό που ξεκίνησε στις ΗΠΑ ως μια κρίση στην αγορά ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου, σύντομα έλαβε διαστάσεις κρίσης ρευστότητας σε διεθνές επίπεδο. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι η τιτλοποίηση των κινδύνων ενυπόθηκτης πίστης είχε διασπείρει σε παγκόσμια κλίμακα τους υψηλούς πιστωτικούς κινδύνους. Όταν άρχισαν να αυξάνονται οι κατασχέσεις στην αμερικανική αγορά ακινήτων, κανείς δεν μπορούσε

να εντοπίσει επακριβώς την προέλευση των πιστωτικών κινδύνων. Αυτή η αβεβαιότητα σχετικά με το μέγεθος και την προέλευση των κινδύνων εξάντλησε τη ρευστότητα των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων εντείνοντας την ανασφάλειά τους. Επιπλέον, η απουσία μιας δευτερογενούς αγοράς για ορισμένες κατηγορίες χρεογράφων ανάγκασε πολλά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να προβούν σε επανεκτίμηση των στοιχείων του ενεργητικού τους, με ορισμένες τράπεζες να υποχρεώνονται σε σημαντικές υποτιμήσεις των στοιχείων ενεργητικού στους ισολογισμούς τους. Υπήρχε ο κίνδυνος ότι ο περιορισμός της ρευστότητας, λόγω της αβεβαιότητας στην αγορά, θα οδηγούσε σε πιστωτική στενότητα. Αυτό όντως συνέβη στην αγορά των ΗΠΑ, αλλά μέχρι στιγμής η κοινοτική αγορά πιστώσεων αντεπεξήλθε σχετικά ικανοποιητικά.

4.1.1. Λύσεις της κοινοτικής πολιτικής για την κρίση

Από την αρχή της οικονομικής κρίσης, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) αντέδρασε άμεσα εξασφαλίζοντας επιπρόσθετη ρευστότητα στο κοινοτικό χρηματοπιστωτικό σύστημα. Τον Οκτώβριο του 2007, και σε συνεργασία με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, οι υπουργοί Οικονομικών των κρατών μελών της ΕΕ κατέληξαν ομόφωνα σε μια σειρά κοινών συμπερασμάτων όσον αφορά τις βασικές αδυναμίες που εντοπίστηκαν στο χρηματοπιστωτικό σύστημα με αφορμή τις πρόσφατες αναταραχές. Οι τομείς στους οποίους επικεντρώνεται το ενδιαφέρον έχουν κατηγοριοποιηθεί στον επονομαζόμενο «οδικό χάρτη του ECOFIN». Σε αυτούς περιλαμβάνεται⁶⁸:

- η βελτίωση της διαφάνειας στην αγορά, καλώντας π.χ. τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να αποκαλύψουν τους κινδύνους που έχουν αναλάβει (περιλαμβανομένων των χρηματοπιστωτικών προϊόντων που καλύπτονται από ενυπόθηκα δάνεια), να δημοσιεύσουν τα βασικά στατιστικά δεδομένα σχετικά με αυτές τις αγορές και να βελτιώσουν το επίπεδο και την ποιότητα των πληροφοριών που παρέχονται στους επενδυτές·
- η βελτίωση της χρηματοπιστωτικής πληροφόρησης και της αποτίμησης των χρηματοπιστωτικών προϊόντων ούτως ώστε να παρέχονται στους επενδυτές αναλυτικότερες πληροφορίες σχετικά με τις ατομικές τους συναλλαγές, καθώς και να διασφαλίζεται η ορθή αποτίμηση των περιουσιακών τους στοιχείων·

⁶⁸ <http://www.consilium.europa.eu/policies/council-configurations/economic-and-financial-affairs?lang=el>

- η ενίσχυση των κανόνων προληπτικής εποπτείας στον τραπεζικό τομέα, π.χ. μέσω της πρότασης τροποποιήσεων στην οδηγία περί κεφαλαιακών απαιτήσεων·
- η διερεύνηση των διαρθρωτικών ζητημάτων στις αγορές, όπως ο ρόλος των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας και οι πιθανές αστοχίες τους στο γενικότερο πλαίσιο της χρηματοπιστωτικής αναταραχής.

Ο κοινοτικός οδικός χάρτης συμβαδίζει με τις εισηγήσεις των χωρών G7 βάσει της έκθεσης του Φόρουμ Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας. Η ταχεία εφαρμογή τους δεν πρόκειται μόνο να ενισχύσει τη μακροπρόθεσμη ανθεκτικότητα του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος, αλλά θα αποκαταστήσει επίσης την εμπιστοσύνη των επενδυτών και θα βελτιώσει τη λειτουργία των διεθνών κεφαλαιαγορών.

4.1.2. Ενιαίος Χώρος Πληρωμών

Ο Ενιαίος Χώρος Πληρωμών σε Ευρώ (SEPA)⁶⁹ είναι μια πρωτοβουλία της Ευρωπαϊκής Ένωσης για την απλούστευση των μεταβιβάσεων των τραπεζών που είναι εκφρασμένες σε ευρώ.

Η εισαγωγή του ευρώ έχει φέρει επανάσταση στις πληρωμές με μετρητά στη ζώνη ευρώ. Εντούτοις, η πραγματοποίηση διασυνοριακών ηλεκτρονικών πληρωμών (π.χ. μέσω πιστωτικών καρτών, χρεωστικών καρτών, τραπεζικών εμβασμάτων ή εντολών άμεσης χρέωσης) εξακολουθεί να είναι μια περίπλοκη και, σε ορισμένες περιπτώσεις, ανέφικτη διαδικασία.

Η δημιουργία και η πρόοδος του Ενιαίου Χώρου Πληρωμών σε Ευρώ (SEPA) αναμένεται να βελτιώσει ριζικά την κατάσταση. Στόχος του SEPA είναι να καταστήσει όλες τις ηλεκτρονικές πληρωμές στη ζώνη ευρώ εξίσου απλές με τις πληρωμές εντός της ίδιας χώρας.

Σύμφωνα με μια εις βάθος μελέτη που εκπονήθηκε από σύμβουλο κατ' εντολή της Επιτροπής, τα δυνητικά οφέλη του SEPA, για τον κλάδο των πληρωμών και μόνο, μπορούν να υπερβούν τα 123 δισεκατομμύρια ευρώ μέσα σε διάστημα 6 ετών.

4.1.2.1. Οφέλη

⁶⁹ http://en.wikipedia.org/wiki/Single_Euro_Payments_Area

Ο SEPA προβλέπει ταχείες και ασφαλείς μεταφορές μεταξύ τραπεζικών λογαριασμών οπουδήποτε στη ζώνη ευρώ. Δεν θα χρειάζεται πλέον να έχετε μαζί σας μετρητά όταν πραγματοποιείτε αγορές στο εξωτερικό, καθώς θα μπορείτε, κατά κανόνα,⁷⁰ να χρησιμοποιείτε τη χρεωστική σας κάρτα οπουδήποτε και οποτεδήποτε προκειμένου να πραγματοποιήσετε πληρωμές σε ευρώ. Επιπλέον, ο SEPA συνεπάγεται καλύτερες τραπεζικές υπηρεσίες για όλους. Αναμένεται αύξηση της διαφάνειας των τιμών, ενώ οι τράπεζες θα είναι σε θέση να διασφαλίζουν την ταχεία διεκπεραίωση χρηματικών εμβασμάτων. Συν τοις άλλοις, η τράπεζά σας αναλαμβάνει την ευθύνη σε περίπτωση που κάτι δεν πάει καλά με την πληρωμή σας.

4.1.2.2. Εφαρμογή

Ο SEPA εγκαινιάστηκε επίσημα από τον Επίτροπο McCreevy στις 28 Ιανουαρίου 2008. Από την 1^η Ιανουαρίου 2008 οι τράπεζες ξεκίνησαν την αναβάθμιση των συστημάτων και των λογαριασμών τους. Αναμένεται ότι όλες οι τράπεζες θα έχουν ολοκληρώσει τη διαδικασία αναβάθμισης, με την οποία θα υλοποιηθεί ο SEPA, μέχρι το τέλος του 2010.

4.1.3. Χρηματοοικονομική εκπαίδευση

Η ενδυνάμωση και η κατάλληλη εκπαίδευση των καταναλωτών ώστε να είναι σε θέση να αναζητούν τις πλέον συμφέρουσες γι' αυτούς τιμές και υπηρεσίες σε ολόκληρη την Ευρώπη αποτελεί κρίσιμης σημασίας συνιστώσα για την αποτελεσματική λειτουργία της ενιαίας αγοράς. Η ικανότητα των καταναλωτών να λαμβάνουν τεκμηριωμένες και υπεύθυνες αποφάσεις έχει μακροπρόθεσμα θετικό αντίκτυπο στην οικονομία και στην κοινωνία στο σύνολό της. Αυτοί είναι οι λόγοι για τους οποίους η Επιτροπή προάγει την παροχή χρηματοοικονομικής εκπαίδευσης στους ευρωπαίους πολίτες⁷¹.

4.1.3.1. Ο σκοπός

⁷⁰ Οι έμποροι διατηρούν βεβαίως το συμβατικό δικαίωμα να αποφασίζουν εάν δέχονται ή όχι μια κάρτα

⁷¹ <http://www.consilium.europa.eu/media/1237877/sn02860-re01.e111-pub.pdf>

Όλοι ερχόμαστε αντιμέτωποι με την ανάγκη λήψης σημαντικών αποφάσεων σε διάφορα στάδια της ζωής μας: κατά την αίτηση φοιτητικού δανείου, κατά τη λήψη στεγαστικού δανείου για την αγορά σπιτιού, κατά την πραγματοποίηση επενδύσεων στις χρηματιστηριακές αγορές, κατά τη σύναψη ασφαλιστήριων συμβολαίων ή κατά τις συνταξιοδοτικές μας προβλέψεις. Παρόλα αυτά, η επιτυχής προσωπική οικονομική διαχείριση αποτελεί πρόκληση για την πλειοψηφία των ανθρώπων. Για τους περισσότερους από εμάς είναι δύσκολο να διατηρήσουμε ένα έλεγχο επί του προϋπολογισμού μας και να προνοήσουμε εγκαίρως για το μέλλον. Συν τοις άλλοις, αδυνατούμε συχνά να κατανοήσουμε τους κινδύνους και τις υποχρεώσεις που συνδέονται με πιο σύνθετα χρηματοπιστωτικά προϊόντα. Λόγω των ελλείψεων αυτών στις χρηματοοικονομικές μας γνώσεις δεν επιλέγουμε πάντα, ενδεχομένως, τα προϊόντα που ανταποκρίνονται καλύτερα στις ανάγκες μας.

Ως εκ τούτου, η χρηματοοικονομική εκπαίδευση είναι άκρως σημαντική για όλους μας. Δίνει στους καταναλωτές τη δυνατότητα να εξοικειωθούν με τους χρηματοπιστωτικούς κινδύνους και τις ευκαιρίες, δίνοντάς τους πρόσβαση στην απαιτούμενη ενημέρωση για τη λήψη αποφάσεων σχετικά με τη χρήση χρηματοπιστωτικών προϊόντων.

4.1.4. Καταναλωτική πίστη

Έχει δημιουργηθεί κοινοτική οδηγία για την καταναλωτική πίστη που στοχεύει στην ελευθέρωση της αγοράς καταναλωτικών δανείων στην ΕΕ η οποία είναι, στην πλειοψηφία των περιπτώσεων, κατακερματισμένη στις εθνικές αγορές. Οι νέοι κανόνες αποσκοπούν στην ενίσχυση της διαφάνειας για τους καταναλωτές και τις επιχειρήσεις, στη διεύρυνση του φάσματος των επιλογών των καταναλωτών και στην προώθηση πιο ανταγωνιστικών τιμών. Η οδηγία προβλέπει επίσης την παροχή τυποποιημένων, συγκρίσιμων πληροφοριών στους λήπτες ενυπόθηκων καταναλωτικών δανείων σε ολόκληρη την Ευρώπη.

Η οδηγία αποτελεί το πρώτο βήμα προς τη δημιουργία μιας πραγματικής εσωτερικής αγοράς καταναλωτικής πίστης. Εάν οι καταναλωτές αισθανθούν σίγουροι ότι μπορούν να λάβουν ελεύθερα και με ασφάλεια δάνειο σε ένα άλλο κράτος μέλος, τότε θα αποκτήσουν πρόσβαση σε μια πληθώρα προσφορών οι οποίες δεν είναι διαθέσιμες στη χώρα τους. Ο βελτιωμένος ανταγωνισμός σε κοινοτικό επίπεδο θα έχει ως αποτέλεσμα

πιο ανταγωνιστικές τιμές και πιστωτικά προϊόντα βελτιωμένης ποιότητας. Η Επιτροπή στοχεύει πρωτίστως στη βελτίωση της ποιότητας των προσφερόμενων προϊόντων αναπτύσσοντας τις διασυνοριακές αγορές.

Σύμφωνα με τους νέους κανόνες που προτείνονται στην οδηγία, διασφαλίζεται η πρόσβαση των καταναλωτών σε βασικά δεδομένα και αριθμητικά στοιχεία στις διαφημίσεις. Όσον αφορά τις πιστωτικές προσφορές, οι πληροφορίες που παρέχονται στους καταναλωτές (π.χ. επιτόκια, ποσό, αριθμός και συχνότητα καταβολής δόσεων, υποχρέωση παροχής επιπρόσθετων εξασφαλίσεων ή οι επιβαρύνσεις σε περίπτωση αθέτησης υποχρεώσεων) πρέπει να προσδιορίζονται στο νέο έντυπο για τις τυποποιημένες ευρωπαϊκές πληροφορίες καταναλωτικής πίστης. Η προτεινόμενη οδηγία θεσπίζει επίσης κοινά πρότυπα όσον αφορά το δικαίωμα υπαναχώρησης σε περίπτωση που ο καταναλωτής αλλάζει γνώμη.

Η οδηγία για την καταναλωτική πίστη εντάσσεται στη στρατηγική της πολιτικής της Επιτροπής για τις λιανικές χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες, η οποία στοχεύει στη μείωση των τιμών μέσω της διεύρυνσης των επιλογών, της ενίσχυσης της αυτοπεποίθησης των καταναλωτών και της ενδυνάμωσής τους.

4.1.5. Οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων

Η Ευρωπαϊκή Ένωση προσεγγίζει σε κοινοτικό επίπεδο των συνθηκών όσον αφορά ενός συστήματος συλλογικών επενδύσεων⁷², που αποτελεί έναν τρόπο επένδυσης κεφαλαίων από κοινού μαζί με άλλους επενδυτές. Το σύστημα όχι μόνο διασφαλίζει στους επενδυτές μεγαλύτερη πρόσβαση σε ένα ευρύτερο φάσμα επενδυτικών προϊόντων, κάτι το οποίο δεν θα ήταν εφικτό υπό διαφορετικές συνθήκες, αλλά επιπλέον παρέχει στην ομάδα των επενδυτών τη δυνατότητα επιμερισμού των επενδυτικών εξόδων. Επί του παρόντος, οι οργανισμοί επενδύσεων αντιπροσωπεύουν σημαντικό ποσοστό όλων των χρηματιστηριακών συναλλαγών. Τα συστήματα συλλογικών επενδύσεων μπορούν να είναι στοχευόμενα σε συγκεκριμένες γεωγραφικές περιοχές ή σε συγκεκριμένα προϊόντα, π.χ. βασικά προϊόντα. Οι επενδυτές επιλέγουν οργανισμούς επενδύσεων ανάλογα με τις αποδόσεις κατά τα παρελθόντα έτη, λαμβάνοντας επίσης υπόψη και άλλους παράγοντες όπως τα έξοδα διαχείρισης και την κοινωνική ευθύνη.

⁷² http://europa.eu/legislation_summaries/other/l24036a_el.htm

Ένας οργανισμός συλλογικών επενδύσεων⁷³ μπορεί να υποβάλει αίτηση για καθεστώς ΟΣΕΚΑ προκειμένου να του επιτραπεί η εμπορία σε κοινοτικό επίπεδο βάσει μιας άδειας από ένα κράτος μέλος. Η ελεύθερη κυκλοφορία συστημάτων συλλογικών επενδύσεων συνεπάγεται ότι η αγορά μπορεί να επωφεληθεί από οικονομίες κλίμακας (μείωση του κόστους μέσω εντατικοποίησης της παραγωγής). Συγκεκριμένα, οι διαχειριστές επενδύσεων μπορούν να επιτύχουν μεγαλύτερη εξοικονόμηση κόστους η οποία μπορεί να μεταβιβαστεί στους επενδυτές. Επί του παρόντος, τα κεφάλαια ΟΣΕΚΑ αντιπροσωπεύουν περίπου το 75% όλων των οργανισμών επενδύσεων στην ΕΕ.

Ο κλάδος αμοιβαίων επενδυτικών κεφαλαίων βρίσκεται αυτή τη στιγμή αντιμέτωπος με σημαντικές προκλήσεις, περιλαμβανομένης της αυξανόμενης καινοτομίας και περιπλοκότητας των προϊόντων. Από την έκδοση της οδηγίας ΟΣΕΚΑ πριν 20 χρόνια, η ευρωπαϊκή αγορά επενδυτικών οργανισμών έχει επεκταθεί τόσο σε εύρος όσο και σε βάθος. Επιπλέον, ο αριθμός επενδυτικών οργανισμών έχει αυξηθεί σημαντικά. Προκειμένου να αντιμετωπίσουν αυτές τις προκλήσεις, οι νομοθέτες καλούνται να αναθεωρήσουν τους ισχύοντες κανόνες ούτως ώστε να διασφαλίσουν ότι το πλαίσιο ΟΣΕΚΑ εναρμονίζεται με τις εξελίξεις της αγοράς.

Η Επιτροπή έχει καθορίσει τους στόχους της για τον εκσυγχρονισμό του πλαισίου ΟΣΕΚΑ στη Λευκή Βίβλο⁷⁴ που εξέδωσε για την ενίσχυση του πλαισίου της ενιαίας αγοράς που διέπει τα επενδυτικά κεφάλαια. Η Λευκή Βίβλος υπήρξε αποτέλεσμα διεξοδικών διαβουλεύσεων και συζητήσεων με τους καταναλωτές, επαγγελματίες του κλάδου και υπεύθυνους χάραξης πολιτικής επί διάστημα δύο ετών. Οι προτεινόμενες αλλαγές στοχεύουν στην απλοποίηση της οδηγίας ΟΣΕΚΑ ούτως ώστε να διασφαλιστεί ότι οι επενδυτές λαμβάνουν όλες τις σχετικές πληροφορίες σχετικά με το κόστος και τις αποδόσεις όταν επιλέγουν επενδυτικό αμοιβαίο κεφάλαιο. Περαιτέρω στόχος της Επιτροπής είναι να διευκολύνει τον κλάδο στο να εξοικονομήσει δαπάνες και να επωφεληθεί από την εξειδίκευση στην ενιαία αγορά. Η Επιτροπή εξετάζει επί του παρόντος πιθανές τροποποιήσεις στην οδηγία ΟΣΕΚΑ για να εφαρμόσει αυτές τις αλλαγές. Το φθινόπωρο του 2008 πρόκειται να δημοσιεύσει τις εκθέσεις της σχετικά με

⁷³ Η οδηγία ΟΣΕΚΑ αποτελεί τη βάση μιας ολοκληρωμένης κοινοτικής αγοράς αμοιβαίων επενδυτικών κεφαλαίων.

⁷⁴ Γενικά με το όνομα Βίβλος ακολουθούμενο μετά επιθέτου δηλωτικού χρώματος π.χ. Λευκή, Κυανή, Ερυθρά κ.λπ. έχει καθιερωθεί κατά το Διεθνές Δίκαιο να ονομάζεται η συλλογή κρατικών επίσημων εγγράφων που σχετίζονται με εξωτερικά ή και εσωτερικά θέματα (ζητήματα) την οποία και εκδίδουν οι κυβερνήσεις σε μορφή βιβλίου

τα τμήματα της αγοράς οργανισμών επενδύσεων που δεν εμπίπτουν στο πεδίο εφαρμογής της οδηγίας ΟΣΕΚΑ.

4.2. ΟΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

Υπάρχει μια άμεση σχέση μεταξύ της μείωσης του πλούτου, της μείωσης της κατανάλωσης και των επενδύσεων των επιχειρήσεων, που μαζί με τις δημόσιες δαπάνες αντιπροσωπεύουν την οικονομική μηχανή. Τώρα εν έτη 2013 διανύεται το τέλος μιας περιόδου όπου κυριάρχησαν οι αγορές χρήματος και κεφαλαίου. Χαρακτηριστικά αυτής της εποχής είναι⁷⁵:

- ⇒ η πολύ μεγάλη ρευστότητα,
- ⇒ η δημιουργία πολλών νέων δομημένων επενδυτικών προϊόντων,
- ⇒ η ανάληψη υπερβολικών κινδύνων,
- ⇒ η αποσύνδεση των χρηματιστηριακών αξιών από την αύξηση της παραγωγικότητας,
- ⇒ η ανεπαρκής διαφάνεια και πληροφόρηση των επενδυτών.

Οι αρνητικές συνέπειες της κρίσης, που όλοι συνειδητοποίησαν στα μέσα του τρέχοντος έτους, είναι σημαντικές για την παγκόσμια οικονομία, για όλους τους πολίτες του κόσμου. Ήδη παρατηρούνται έντονα σημάδια επιβράδυνσης των ρυθμών οικονομικής ανάπτυξης στις περισσότερες χώρες του ΟΟΣΑ, μεταξύ των οποίων και η Ελλάδα⁷⁶.

Τα αίτια της κρίσης είναι πολλά και ακόμα υπό αναζήτηση. Μεταξύ αυτών πολλοί συμφωνούν ότι σημαντικό ρόλο έπαιξαν η χαλαρή νομισματική πολιτική στις ΗΠΑ σε συνδυασμό με την αύξηση της 'διαρθρωτικής' ρευστότητας, που σχετίζεται και με τις υψηλές αποταμιεύσεις της Κίνας και των πετρελαιοπαραγωγών χωρών. Η ρευστότητα αυτή διοχετεύονται στις δυτικές αγορές προκειμένου να διατηρηθούν οι υψηλοί ρυθμοί ανάπτυξης κυρίως της Κίνας.

⁷⁵<http://www.oecd.org/employment/unemployment-set-to-remain-high-in-oecd-countries-through-2014youth-and-low-skilled-hit-hardest.htm>

⁷⁶ Οι ελπίδες όλων για τη διάσωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος και την ελαχιστοποίηση των κοινωνικών συνεπειών της κρίσης καθώς και για την, όσο το δυνατόν, συντομότερη έξοδο από αυτή, εναποτίθενται στα κράτη και τις κυβερνήσεις. Αυτό σηματοδοτεί την επιστροφή σε μια εποχή μεγαλύτερου παρεμβατισμού του κράτους εξ ανάγκης αλλά ελπίζω να μην σηματοδοτήσει την επιστροφή σε παρωχημένες και αναποτελεσματικές μορφές κρατισμού.

Στις τράπεζες επικράτησαν πολιτικές κινήτρων και έκτακτων αμοιβών (bonuses), που συνδέθηκαν με αυξημένη δανειοδότηση σε πιστούχους αμφιβόλου ικανότητας αποπληρωμής, δάνεια αμφιβόλου ποιότητας τιτλοποιήθηκαν και πέρασαν σε ισολογισμούς οργανισμών που δεν εποπτεύονται από τις αρχές ή/και διατέθηκαν σε τελικούς πελάτες ως «δομημένα» προϊόντα με αδιαφανή χαρακτηριστικά. Αυτά τα χαρακτηριστικά ήταν ορατά τα τελευταία χρόνια και στην Ελλάδα και στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα.

Το μέγεθος της κρίσης αυτής και οι συνολικές επιπτώσεις της παραμένουν ακόμα αβέβαιες, αν και όλοι πλέον θεωρούν ότι πρόκειται για τη μεγαλύτερη χρηματοπιστωτική κρίση, μετά το «κραχ» του 1929.

Οι επιπτώσεις, πέραν των ζημιών στο τραπεζικό σύστημα, περιλαμβάνουν σημαντική μείωση των ρυθμών οικονομικής ανάπτυξης. Δεν προβλέπεται όμως διεθνής ύφεση λόγω:

- a. των θετικών επιπτώσεων από τη συνεχιζόμενη ταχεία οικονομική ανάπτυξη της Κίνας, της Ινδίας και των άλλων αναπτυσσόμενων χωρών,
- b. της έντονα παρεμβατικής στάσης της Ομοσπονδιακής Κεντρικής Τράπεζας των ΗΠΑ (Fed), των άλλων κεντρικών Τραπεζών, πολλών κυβερνήσεων, με τις πρωτοφανείς σε μέγεθος και ταχύτητα παρεμβάσεις.

Είναι αξιοσημείωτο ότι οι αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες είναι πλέον η «ατμομηχανή της ανάπτυξης» της παγκόσμιας οικονομίας, αφού ο εκτιμώμενος ρυθμός ανάπτυξής τους είναι κοντά στο 7% το 2008 και 6.1% το 2009.

Κατά την γενική άποψη, αν ληφθούν υπόψη οι επιδόσεις του παγκόσμιου οικονομικού συστήματος τα τελευταία είκοσι χρόνια, οι σχετικά μικρές περιόδους των κάμψεων, οι ταχείες ανακάμψεις, οι μεγάλες περιόδους οικονομικής ανόδου, η μεγάλη συμβολή των αναπτυσσόμενων οικονομιών στην οικονομική ανάπτυξη, η υποχώρηση της τιμής του πετρελαίου και των πρώτων υλών, κυρίως όμως η άμεση, συντονισμένη και ρεαλιστική ανταπόκριση των δημοσιονομικών και νομισματικών αρχών στην κρίση, οι πιθανότητες ανάκαμψης από το 2010 και μετά είναι μεγαλύτερες από τις πιθανότητες βύθισης της παγκόσμιας οικονομίας σε ακόμα μεγαλύτερη κρίση.

Σε μεγάλο όμως βαθμό η ανάκαμψη θα εξαρτηθεί από τη «ψυχολογική» διάθεση των επενδυτών και τις επικρατούσες κάθε εποχή προσδοκίες για ανάπτυξη.

Η πρόσφατη κρίση οδηγεί σε αναθεώρηση πολλούς κανόνες σχετικά με το ρόλο του Δημοσίου στην οικονομία, τη δυνατότητα των οικονομιών να αυτορυθμίζονται, το διεθνή συντονισμό, την εποπτεία των τραπεζών, τη διαχείριση κινδύνων, την εταιρική διακυβέρνηση και διαχείριση του τραπεζικού συστήματος, τη σχέση δημοσίου και τραπεζών, και τους τρόπους παρέμβασης των κεντρικών τραπεζών.

Οδηγεί σε ανάδειξη νέων κέντρων χρηματοοικονομικής ισχύος στην Ευρώπη, τη ΝΑ Ασία, τη Μέση Ανατολή και σε άλλες περιοχές όπου έχουν βρεθεί κυρίως ενεργειακές αλλά και άλλες πρώτες ύλες.

Σηματοδοτεί ενδεχομένως και τη σταδιακή υποκατάσταση του δολαρίου από το ευρώ στο διεθνές νομισματικό σύστημα, εξέλιξη θετική για τα κράτη-μέλη της Ευρωζώνης και την Ελλάδα. Ιδιαίτερα για την Ευρωζώνη, η τρέχουσα κρίση παρέχει την ευκαιρία επαναθεώρησης της δυνατότητας αποτελεσματικότερου συντονισμού σε θέματα οικονομικής πολιτικής, δημιουργίας μηχανισμού έγκαιρης διάγνωσης και παρέμβασης σε καταστάσεις οικονομικών κρίσεων, επαναθεώρησης ορισμένων βασικών πυλώνων οικονομικής πολιτικής όπως είναι το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης και ίσως να είναι σκόπιμο να παραχωρηθεί η δυνατότητα της ΕΚΤ να δρα ως «έσχατο καταφύγιο δανεισμού» (lender of last resort), άρα και χάραξης διεθνούς στρατηγικής και ενίσχυσης του ρόλου της Ευρωζώνης στην παγκόσμια οικονομία. Η εκπόνηση μιας νέας αρχιτεκτονικής για το χρηματοπιστωτικό σύστημα προκειμένου να εξαλειφθούν, κατά το δυνατόν, τα αίτια που προκάλεσαν αυτή την κρίση είναι αναγκαία.

Οι ενδείξεις από τις αντιδράσεις των κυβερνήσεων και των κεντρικών τραπεζών στην κρίση είναι θετικές και ο συντονισμός που επιτεύχθηκε ικανοποιητικός, με αποκορύφωμα τις αποφάσεις της Συνόδου Κορυφής⁷⁷ της Ευρωζώνης της 12^{ης} Οκτωβρίου 2008. Για την Ελλάδα, τα μαθήματα από τη διεθνή οικονομική κρίση είναι πολλά. Τα άμεσα σχετίζονται με την ανάγκη επίτευξης δημοσιονομικής επάρκειας στις ευνοϊκές φάσεις του οικονομικού κύκλου, προκειμένου να αντιμετωπίζονται οι δυσκολίες στις πτωτικές φάσεις. Το μεγάλο δημόσιο χρέος και το πολυδάπανο κράτος που διαμορφώθηκε τα τελευταία 30 χρόνια περιορίζει τις δυνατότητες παρέμβασης και ενίσχυσης της οικονομίας και ανακούφισης των κοινωνικών επιπτώσεων, που αναπόφευκτα θα αναδυθούν και στην Ελλάδα. Η κυβέρνηση πρέπει να ενισχύσει και

⁷⁷ Στη Σύνοδο αυτή υιοθετήθηκε ουσιαστικά το σχέδιο του Βρετανού πρωθυπουργού Gordon Brown για την ενίσχυση της ρευστότητας, της φερεγγυότητας, και της κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών με δημόσιους πόρους και εγγυήσεις.

επαναπροσδιορίσει τον ρόλο όλων των εποπτικών αρχών, εφαρμόζοντας τους διεθνείς κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης και γενικά με τη θεσμική συγκρότηση της οικονομίας. Τα έμμεσα μαθήματα σχετίζονται με την ανάγκη ενίσχυσης της ανταγωνιστικότητας και ευελιξίας της οικονομίας, παράλληλα με την ενίσχυση του κοινωνικού κράτους για την προστασία των πλέον αδύναμων πολιτών από τις συνέπειες της κρίσης. Η κρίση καθιστά την εφαρμογή ενός νέου αναπτυξιακού και κοινωνικού προτύπου άμεση προτεραιότητα.

4.3. Η ΔΙΕΘΝΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΚΑΙ Η ΕΛΛΑΔΑ

Μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers, το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα εισήλθε σε μια φάση οξείας αποσταθεροποίησης, κακής λειτουργίας των πιστωτικών αγορών, πρωτοφανούς υποτίμησης της αξίας των περιουσιακών στοιχείων, γενικευμένης αποστροφής στην ανάληψη κινδύνου και απειλής της σταθερότητας του τραπεζικού τομέα⁷⁸.

Χαρακτηριστικά αυτής της γενικευμένης κατάστασης είναι ο κίνδυνος κατάρρευσης τραπεζών από φημολογία, πώληση άλλων σε ιδιαίτερα χαμηλό τίμημα και άσκηση νομισματικής πολιτικής από τις Κεντρικές Τράπεζες με σκοπό τη διάσωση του χρηματοοικονομικού συστήματος και όχι για τη διασφάλιση των τιμών, όπως παραδοσιακά οφείλουν να πράττουν. Ζημιωμένα βγήκαν τα συστήματα που εκτέθηκαν στα «τοξικά», όπως χαρακτηρίστηκαν, ομόλογα, συστήματα που στρέφονται πλέον προς ένα νέο κρατικό παρεμβατισμό, παράλληλα με την κατάρτιση σχεδίων επίλυσης της κρίσης προτού επεκταθεί στην ευρύτερη οικονομία των κρατών που επλήγησαν.

4.3.1. Η επιρροή στην Ευρώπη

Το μεγαλύτερο χτύπημα από την κρίση edέχθη η Ισλανδία, με μεγάλη έκθεση των τραπεζών της στα τοξικά ομόλογα⁷⁹. Παρά τα μεγάλα χρηματικά αποθέματα της η Βρετανία, ακολούθησε το αμερικανικό μοντέλο και ήταν από τις πρώτες χώρες που επλήγησαν από την κρίση. Πολλές τράπεζες κρατικοποιήθηκαν και άλλες συγχωνεύθηκαν. Η Γαλλία ομοίως είχε υιοθετήσει τέτοια προϊόντα, ενώ ανακατατάξις

⁷⁸ Η κρίση πέρασε γρήγορα στην πραγματική οικονομία των Ηνωμένων Πολιτειών και του υπόλοιπου κόσμου. Επηρεάζει παντού το εμπόριο και τις επενδύσεις, την κατανάλωση, τις θέσεις εργασίας και το βιοτικό επίπεδο.

⁷⁹ Συλλογικό Έργο, «Η Διεθνής Χρηματοπιστωτική Κρίση και η Ελλάδα», σελ. 127-129.

παρατηρήθηκαν σε Βέλγιο, Ιταλία, Λουξεμβούργο και Ολλανδία. Οι ελληνικές τράπεζες δηλώνουν πως δεν είχαν προλάβει να επενδύσουν ιδιαίτερα σε CDOs, δε γνωστοποιήθηκε κατοχή Conduits ή SIVs εκ μέρους τους, όμως μετακύλησαν τα υψηλά διατραπεζικά επιτόκια στα παραδοσιακά προϊόντα τους⁸⁰. Παράλληλα, στην Ευρώπη παρατηρείται τεράστια ζήτηση στην αγορά χρηματοκιβωτίων και μετακίνηση των καταθέσεων σε ράβδους ή νομίσματα χρυσού.

Τα οικονομικά ιδρύματα που επηρεάστηκαν περισσότερο από την κρίση αφορούσαν εκμετάλλευση ακινήτων (real estate), χωρίς να απουσιάζουν προβλήματα σε τραπεζικές ή ασφαλιστικές υπηρεσίες. Τα πραγματικά προβλήματα της κρίσης διαφάνηκαν στην ελληνική οικονομία, με την άνοδο των επιτοκίων και το συντηρητισμό του χρηματοπιστωτικού συστήματος να πλήττει δανειολήπτες, μικρομεσαίες επιχειρήσεις, την αγοραστική συμπεριφορά των καταναλωτών και λοιπές πτυχές της αγοράς, με άμεσο αντίκτυπο στην οικονομία.

4.3.2. Η επιρροή στην Ελλάδα

Δεν είναι η πρώτη κρίση στην περίοδο της παγκοσμιοποίησης της οικονομίας⁸¹, αλλά σίγουρα φαίνεται να είναι η πιο οξεία και εκτεταμένη μετά τη Μεγάλη Ύφεση της δεκαετίας του '30. Δεν υπάρχει αμφιβολία⁸², ότι η σημερινή κρίση έφερε στην επιφάνεια τις σοβαρές αδυναμίες που υπήρχαν στη λειτουργία του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού και οικονομικού συστήματος. Σοβαρά λάθη στο ρυθμιστικό πλαίσιο και στις πολιτικές διατηρήθηκαν για πολλά χρόνια και συνέβαλαν στην μεγέθυνση του προβλήματος. Υπήρξε σοβαρή υποβάθμιση των οικονομικών κινδύνων στην αποτίμηση των χρηματοπιστωτικών περιουσιακών στοιχείων και οι σχετικές «φούσκες» διατηρήθηκαν για μεγάλο χρονικό διάστημα, χάρη στην άφθονη ρευστότητα που δημιουργούσε το ίδιο το χρηματοπιστωτικό σύστημα. Μακροοικονομικές ανισοροπίες αναπτύχθηκαν στην παγκόσμια οικονομία, χωρίς καμία σοβαρή προσπάθεια να αντιμετωπισθούν με συντονισμένη δράση. Επιπλέον, αν και οι οικονομίες έγιναν πολύ περισσότερο από το παρελθόν αλληλεξαρτημένες, οι

⁸⁰ Οικονομικοί αναλυτές ερμηνεύουν πάντως κάποιες κινήσεις ως προάγγελο ανακατατάξεων και εκμετάλλευσης ευκαιριών στον τραπεζικό κλάδο της ελληνικής ή και της ευρωπαϊκής αγοράς.

⁸¹ Ο.π., σελ. 142-146.

⁸² Σε καμία περίπτωση δεν συγκρίνεται με τις άλλες περιπτώσεις χρηματοπιστωτικών και χρηματιστηριακών αναταραχών μετά το 1987, οι οποίες ήταν ασφαλώς μικρότερου βεληνεκούς και επομένως πιο εύκολο να αντιμετωπισθούν.

αναδυόμενες οικονομίες - που καλύπτουν όλο και μεγαλύτερο ποσοστό του παγκόσμιου εισοδήματος - δεν εντάχθηκαν επαρκώς στο σύστημα της παγκόσμιας οικονομικής διακυβέρνησης.

Οι αδυναμίες αυτές ήταν εμφανείς και στις μικρότερες κρίσεις που εκδηλώθηκαν στο παρελθόν. Αυτό που κάνει τη σημερινή κρίση μοναδική, είναι ότι έχει επηρεάσει την καρδιά της αμερικανικής οικονομίας και του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος, με τεράστιο αντίκτυπο σε όλο τον κόσμο. Η κρίση δεν αφορά το χρέος ορισμένων αναδυόμενων οικονομιών, όπως στις αρχές της δεκαετίας του '80, αλλά τον πυρήνα της νέας παγκόσμιας οικονομίας. Και είναι αναμενόμενο, όταν σπάει μία τεράστια και παγκόσμια χρηματοπιστωτική «φούσκα», η παγκόσμια οικονομία να έχει μεγάλο πρόβλημα.

Οι υπεύθυνες για τη νομισματική πολιτική αρχές, έχουν δείξει με τη στάση τους ότι πήραν τα κατάλληλα μαθήματα από τα λάθη που έγιναν στον τομέα της νομισματικής πολιτικής κατά τη διάρκεια της Μεγάλης Ύφεσης. Η νομισματική πολιτική αντέδρασε επαρκώς στην κρίση και βρίσκονται τώρα σε εξέλιξη σημαντικές πρωτοβουλίες για να αποκατασταθούν το ρυθμιστικό πλαίσιο, η ρευστότητα και η εμπιστοσύνη στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Η Ευρώπη, έδειξε αξιοσημείωτη ηγετική ικανότητα⁸³. Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα ενεργοποιήθηκε έντονα από το καλοκαίρι του 2007 για να παράσχει ρευστότητα. Σε συνεργασία με την Ομοσπονδιακή Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ, ανταποκρίθηκε επαρκώς τόσο κατά την πρώτη όσο και κατά τη δεύτερη εκδήλωση της χρηματοπιστωτικής κρίσης.

Το σχέδιο ενίσχυσης της ρευστότητας της ελληνικής οικονομίας έχει τρία σκέλη:

- 1ο.** τη συμμετοχή του Δημοσίου στο μετοχικό κεφάλαιο των τραπεζών έως το ύψος των 5 δισεκατομμυρίων ευρώ. Το Δημόσιο συμμετέχει με προνομιούχες μετοχές που έχουν απόδοση 10% και ορίζει εκπροσώπους του στο Διοικητικό Συμβούλιο κάθε τράπεζας που συμμετέχει στο σχέδιο.
- 2ο.** αφορά στην παροχή των εγγυήσεων του Δημοσίου για τη σύναψη μεσομακροπρόθεσμων δανείων από τις συμμετέχουσες τράπεζες, ποσού έως 15 δισεκατομμύρια ευρώ. Στόχος είναι η συνέχιση της παροχής ρευστότητας από το

⁸³ Αλλά και τα κράτη - μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης κινητοποιήθηκαν το καθένα ξεχωριστά. Εκπόνησαν σχέδια περιορισμού των επιπτώσεων της κρίσης και προστασίας των οικονομιών και των πολιτών τους.

πιστωτικό σύστημα στην ελληνική οικονομία για την κάλυψη των αναγκών των επιχειρήσεων, των νοικοκυριών, των δημοσίων έργων που εκτελούνται με Συμβάσεις Παραχώρησης, των επιχειρήσεων που συμμετέχουν στον επενδυτικό νόμο και των έργων που εκτελούνται με Συμπράξεις Δημόσιου και Ιδιωτικού Τομέα (ΣΔΙΤ).

3ο. η έκδοση ειδικών ομολόγων από το Δημόσιο ύψους έως 8 δισεκατομμυρίων ευρώ. Η επιπλέον ρευστότητα που προκύπτει από αυτούς τους τίτλους προορίζεται αποκλειστικά για τη χρηματοδότηση μικρομεσαίων επιχειρήσεων και στεγαστικών δανείων με ανταγωνιστικούς όρους.

Είναι σαφές ότι η δημιουργούμενη ρευστότητα ύψους 28 δισεκατομμυρίων ευρώ δεν συνιστά επιβάρυνση για τον κρατικό προϋπολογισμό. Με την επιτυχή εφαρμογή του σχεδίου, προβλέπεται ωφέλεια για τον Έλληνα φορολογούμενο και τον κρατικό προϋπολογισμό, καθώς το Δημόσιο θα εισπράξει από τις τράπεζες ποσό έως 500 εκατομμύρια ευρώ ετησίως. Αυτό είναι το σχέδιο ενίσχυσης της ρευστότητας της οικονομίας.

Ο συντονισμός των μέτρων στήριξης και μεταρρύθμισης των χρηματοπιστωτικών αγορών δεν επαρκεί για να αντιμετωπιστούν οι επιπτώσεις της κρίσης στην πραγματική οικονομία. Χρειάζονται πολλά περισσότερα. Δεν αρκεί να διορθωθούν οι αδυναμίες που προκάλεσαν αρχικά την κρίση. Χρειάζονται πολιτικές για να αντιμετωπίσουν τις συνέπειες της κρίσης. Κατάλληλες και συντονισμένες δημοσιονομικές και εμπορικές πολιτικές για να αντιμετωπισθεί ο κίνδυνος μίας παρατεταμένης παγκόσμιας ύφεσης. Κατάλληλες κοινωνικές πολιτικές για να απορροφηθούν οι επιπτώσεις της κρίσης στους φτωχούς και τους άνεργους, κατάλληλες πολιτικές για να αποκατασταθεί η εμπιστοσύνη στον χρηματοπιστωτικό τομέα. Ιδίως, τώρα, που προβλέπεται ότι η ευρωπαϊκή οικονομία το 2014 θα παραμείνει στάσιμη, αν δεν εισέλθει σε ύφεση. Η ανεργία αναμένεται να αυξηθεί. Το μόνο θετικό σημείο είναι ότι ο πληθωρισμός μειώνεται, αλλά και πάλι αυτό οφείλεται στην εξασθένηση της ζήτησης.

Καμία χώρα δεν μπορεί να αντιμετωπίσει μεμονωμένα την κρίση. Αυτό που χρειάζεται είναι μία διεθνώς συντονισμένη πολιτική. Χωρίς συντονισμό, ακόμη και οι καλύτερες εθνικές πολιτικές μπορεί να αποδειχθούν ότι είναι εις βάρος των άλλων χωρών και τελικά αναποτελεσματικές. Τα παγκόσμια προβλήματα απαιτούν λύσεις

συντονισμένες σε παγκόσμιο επίπεδο. Οι λύσεις δεν βρίσκονται σε πολιτικές που οχυρώνουν τις Ηνωμένες Πολιτείες ή την Ευρώπη ή την κάθε χώρα ξεχωριστά.

Οι λύσεις πρέπει να αναζητηθούν στο πλαίσιο ενός ελεύθερου παγκόσμιου εμπορικού και χρηματοπιστωτικού συστήματος. Οι νομισματικές πολιτικές πρέπει να συνεχίσουν να συντονίζονται σε παγκόσμιο επίπεδο. Ο συντονισμός της χρηματοπιστωτικής εποπτείας πρέπει να ενισχυθεί. Επίσης, αναγκαία προϋπόθεση είναι ο συντονισμός των δημοσιονομικών πολιτικών⁸⁴.

Η Ευρώπη και η Ευρωζώνη δεν μπορούν να υιοθετήσουν μια δημοσιονομική επέκταση αμερικανικού τύπου, δηλαδή αύξησης των κρατικών δαπανών ή και μείωσης των φόρων, χωρίς να υπονομεύσουν την αξιοπιστία του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης. Αυτός είναι ένας αυστηρός περιορισμός, ο οποίος μπορεί να οδηγήσει την Ευρώπη στην διατήρηση των πραγματικών επιπτώσεων της χρηματοπιστωτικής κρίσης για πολύ περισσότερο από όσο στις Ηνωμένες Πολιτείες ή στο Ηνωμένο Βασίλειο που δεν είναι μέλος της Ευρωζώνης. Ένας ιδανικός συντονισμός της δημοσιονομικής πολιτικής θα έπρεπε πιθανόν να οδηγήσει σε χαμηλότερα ελλείμματα τις Ηνωμένες πολιτείες και το Ηνωμένο Βασίλειο και σε υψηλότερα ελλείμματα στην Ευρωζώνη.

Με τις σημερινές συνθήκες, όπου πολλές χώρες της ευρωζώνης έχουν έλλειμμα κοντά στο 3% - όπως η Γαλλία, η Ιταλία, η Πορτογαλία και η Ελλάδα - ή αυξανόμενο έλλειμμα (όπως η Ισπανία και η Ιρλανδία), τα περιθώρια για σημαντική δημοσιονομική ώθηση στην ευρωζώνη είναι μικρά. Μόνο η Γερμανία θα μπορούσε να υιοθετήσει ένα επαρκώς μεγάλο δημοσιονομικό πακέτο, αλλά αυτό δεν φαίνεται πιθανό στις παρούσες συνθήκες.

Οι συνέπειες της χρηματοπιστωτικής κρίσης επηρέασαν, όπως ήταν φυσικό, και την ελληνική οικονομία. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, με τις πρόσφατες φθινοπωρινές της προβλέψεις, εκτιμά ότι ο ρυθμός ανάπτυξης στην Ελλάδα το 2014 θα είναι 1,5% ενώ στην ευρωζώνη μόλις 0,4%.

Άλλες επιλογές για την τόνωση της Ευρωπαϊκής οικονομίας έχουν επίσης σημαντικές αδυναμίες. Οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις για να αυξηθεί η

⁸⁴ Καμία χώρα μεμονωμένα δεν μπορεί να ξεφύγει από το πρόβλημα. Αν πρέπει να ακολουθήσουμε μία κεϋνσιανή πολιτική αύξησης της ζήτησης, αυτό πρέπει να γίνει με συντονισμένο τρόπο σε παγκόσμιο επίπεδο.

παραγωγικότητα- όπως αυτές που προβλέπονται από τη στρατηγική της Λισσαβόνας⁸⁵- δίνουν αποτελέσματα με μεγάλες χρονικές υστερήσεις.

Η ύπαρξη πρόνοιας και θεσμών που μπορούν να μετριάσουν τις επιπτώσεις της κρίσης στα πιο ευάλωτα τμήματα των κοινωνιών, είναι ένα σημαντικό πλεονέκτημα του Ευρωπαϊκού κοινωνικού μοντέλου. Η σημασία του γίνεται πιο φανερή σε περιόδους κρίσης, όπως αυτή που βιώνεται. Επίσης, είναι εξαιρετικά σημαντικό, να επιδιωχθεί να αναζωογονηθεί το εμπόριο και η ανάπτυξη, ώστε να ενισχυθεί η δυναμική για ένα ελεύθερο παγκόσμιο σύστημα εμπορίου και να αποφευχθεί ο προστατευτισμός⁸⁶. Το μπαράζ προστατευτισμού στη δεκαετία του 1930 ήταν ένας βασικός παράγοντας που συνέβαλε στη Μεγάλη Ύφεση.

Μία οικονομική κρίση δεν είναι μόνο απειλή αλλά και ευκαιρία.

4.3.3. Η μετάβαση στην παρεμβατική κεφαλαιαγορά

Μετά την αποτυχία του μοντέλου παραγωγής και διανομής δανείων, παρατηρήθηκε μια μετακίνηση σε ένα χρηματοοικονομικό σύστημα με επίκεντρο τη κεφαλαιαγορά. Ήταν εμφανείς οι κινήσεις προς μία πιο αυστηρά θεσμοθετημένη και παρεμβατική αγορά, ένα φαινόμενο που συχνά χαρακτηρίζεται «over-shooting»⁸⁷. «Εχθρικές» συνθήκες της κεφαλαιαγοράς απέναντι στην τιτλοποίηση της στεγαστικής πίστης όμως είχαν άμεσες επιπτώσεις στα επιτόκια της διατραπεζικής αγοράς.

Αλλαγές παρατηρήθηκαν και στο ρόλο και τη συμπεριφορά των θεσμικών επενδυτών. Η ζήτηση υψηλών αποδόσεων βάσει της ρευστότητας επηρέασε την προσφορά νέων προϊόντων από το 2003, λόγω των χαμηλών αποδόσεων στα ομόλογα T-bills του δημοσίου και την πιστωτική επέκταση.

⁸⁵ Κατά τη σύνοδο κορυφής της Λισσαβόνας το Μάρτιο του 2000, οι ηγέτες των κυβερνήσεων της Ευρωπαϊκής Ένωσης συμφώνησαν σ' ένα νέο στρατηγικό στόχο για την Ευρωπαϊκή Ένωση: να την αναδείξουν στην ανταγωνιστικότερη οικονομία του κόσμου έως το 2010. Από τότε το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο έχει εγκρίνει ποικίλες νομοθετικές διατάξεις στον οικονομικό τομέα, οι οποίες κυρίως αποβλέπουν στο άνοιγμα των αγορών σε διάφορα αγαθά και υπηρεσίες. Ωστόσο, σε γενικές γραμμές οι βουλευτές επιδίωξαν να μετριάσουν τη φιλελευθεροποίηση με μέτρα για την προστασία των καταναλωτών, των εργαζομένων, του περιβάλλοντος και των στοιχειωδών δημόσιων υπηρεσιών.

⁸⁶ Γενικά ο όρος προστατευτισμός είναι οικονομικός όρος της οικονομικής πολιτικής που ασκεί μία χώρα προκειμένου να παράσχει προστασία της εγχώριας παραγωγής αγαθών έναντι ξένου ανταγωνισμού. Τα μέτρα - μέσα που λαμβάνει μία χώρα με αντικείμενο τον προστατευτισμό χαρακτηρίζονται προστατευτικά μέτρα. Σημειώνεται ότι παρότι η παγκόσμια οικονομία ωφελείται από την ελεύθερη αγορά, εντούτοις πολλές χώρες, οικονομικά φιλελεύθερες (π.χ. Ηνωμένο Βασίλειο, ΗΠΑ κ.ά.), άσκησαν ή ασκούν κατά καιρούς προστατευτικές πολιτικές με ουσιαστικό χαρακτήρα στη πράξη την αντι-παγκοσμιοποίηση.

⁸⁷ http://en.wikipedia.org/wiki/Overshooting_model

Σημαντικός απεδείχθη και ο ρόλος των κεντρικών τραπεζών στη διατήρηση της χρηματοοικονομικής σταθερότητας. Η παρακολούθηση και εκτίμηση της κατάστασης που επικρατεί με στόχο τη διατήρηση της σταθερότητας ανέκαθεν αποτελούσαν πεδία δράσης της νομισματικής τους πολιτικής. Η εξασφάλιση ρευστότητας στις χρηματοοικονομικές αγορές και τους ενδιάμεσους πάντα απαιτούσε την άμεση προσοχή των κεντρικών τραπεζών, ώστε να αποφευχθεί η υπερχείλιση και γενίκευση της ζημιάς, που επεκτείνει τις παρενέργειές της σε τομείς όπως: η ρύθμιση της λειτουργίας του συστήματος, βασικές χρηματοδοτικές δράσεις και μακροπρόθεσμες χρηματοδοτικές στρατηγικές.

Τα πλούσια αποθέματα των περισσότερων ανεπτυγμένων ευρωπαϊκών κρατών καθυστέρησαν την κρίση, ενώ το πλαίσιο λειτουργίας τους προβλέπεται να γίνει ακόμη πιο αυστηρό μετά και την εφαρμογή της κοινοτικής οδηγίας Capital Requirements Directive⁸⁸, το ευρωπαϊκό ισοδύναμο της Βασιλείας ΙΙ⁸⁹.

4.3.4. Ρυθμιστικές προτάσεις

Έπειτα από μία πρώτη αξιολόγηση της κρίσης και των αιτιών της, κατατέθηκαν προτάσεις για τη διαχείριση του προβλήματος στην Ελλάδα. Συγκεκριμένα, επισημάνθηκε η ανάγκη χάραξης κοινής νομισματικής πολιτικής σε διεθνές επίπεδο, με σκοπό την προώθηση της χρηματοοικονομικής σταθερότητας. Η δυσκολία στο εγχείρημα έγκειται στο συντονισμό συγχρονισμένης διεξαγωγής μεσοπρόθεσμης νομισματικής πολιτικής για την προστασία της σταθερότητας των τιμών, καθώς και άλλων μακροοικονομικών⁹⁰ στόχων. Παράλληλα, τονίσθηκε η ανάγκη διεθνούς συντονισμού του χρηματοοικονομικού συστήματος. Η ανταλλαγή πληροφοριών μεταξύ των αρχών που εποπτεύουν το χρηματοοικονομικό τομέα κρίθηκε σκόπιμη για τον έλεγχο των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και ατομικών ενεργειών.

⁸⁸ http://ec.europa.eu/internal_market/bank/regcapital/legislation_in_force_en.htm

⁸⁹ Βασιλεία ΙΙ είναι η δεύτερη συμφωνία της Βασιλείας, (τώρα επεκτείνεται και αποτελεσματικά θα αντικατασταθεί από την Basel ΙΙΙ), οι οποίες είναι προτάσεις για τραπεζικές νομοθεσίες και κανονισμούς που εκδίδονται από την Επιτροπή της Βασιλείας για την Τραπεζική Εποπτεία.

⁹⁰ Με τον όρο μακροοικονομία, ή μακροοικονομική χαρακτηρίζεται ο κλάδος των οικονομικών, που ασχολείται και μελετά μόνο τα οικονομικά προβλήματα ομάδων, ή συνόλων ή ενοτήτων, δηλαδή με τα συνολικά μεγέθη της οικονομίας, αγνοώντας την ατομική οικονομική συμπεριφορά των υποκειμένων της οικονομίας, σε αντιδιαστολή με τα ατομικά που ασχολείται η μικροοικονομία ή μικροοικονομική.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5^ο

ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

5.1. ΔΙΚΑΙΩΜΑ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ - OPTIONS

Οι προαιρέσεις (Options)⁹¹ είναι χρηματοοικονομικά παράγωγα, που επιτρέπουν στον αποκτώντα (αγοραστής) και δεσμεύει τον εκχωρητή (πώληση) για τη διεξαγωγή των εμπορικών συναλλαγών σύμφωνα με τους προκαθορισμένους όρους και το προσυμφωνημένο χρονικό διάστημα. Ο αποκτών έχει την ευκαιρία να πετύχει απεριόριστο κέρδος, ενώ ταυτόχρονα γνωρίζει, ποιο μπορεί να είναι το ύψος των ζημιών. Ο εκχωρητής για τον κίνδυνο, με το οποίο είναι συνδεδεμένη η έκδοση των προαιρέσεων, λαμβάνει το δικαίωμα προαίρεσης, οπότε γνωρίζει τον κίνδυνο. Τα έξοδα του κάθε διακανονισμού της εμπορικής συναλλαγής προς όφελος του αποκτώντα εξαρτώνται από την διαμόρφωση των τιμών στην αγορά.

Διάμεσο των προαιρέσεων μπορούμε να πετύχουμε τα κέρδη σε περίπτωση που καταφέρουμε με ακρίβεια να συλλάβουμε τις συνθήκες της αγοράς στο μέλλον, ανεξάρτητα από το αν στην προκειμένη περίπτωση υπάρχει μια περίοδο ισχυρής ανόδου ή πτώσης των τιμών, ή σταθερότητας της διαμόρφωσης με χαμηλό βαθμό μεταβλητότητας.

5.1.1. Πως λειτουργεί

Αν εξετάσουμε το θέμα από την επίσημη πλευρά, ο αποκτών λαμβάνει προαιρέσεις με χρέωση (δικαίωμα προαίρεσης) δικαίωμα, ουδέποτε υποχρέωση, για την πραγματοποίηση της εμπορικής συναλλαγής - αγορά (σε περίπτωση *option call* - δικαίωμα αγοράς) ή πώληση (*option put* -δικαίωμα πώλησης) του συγκεκριμένου μέσου για μία καθορισμένη τιμή. Η συναλλαγή πραγματοποιείται την ημέρα λήξης (ο

⁹¹ [http://en.wikipedia.org/wiki/Option_\(finance\)](http://en.wikipedia.org/wiki/Option_(finance))

διακανονισμός σε συγκεκριμένο χρονικό διάστημα) της προαίρεσης, αλλά στη πράξη ο κάτοχος της προαίρεσης έχει τη δυνατότητα απόκτησης του εργαλείου να την πουλήσει στην αγορά οποιαδήποτε στιγμή. Για να αποκτήσετε προαίρεση στο σύστημα *Option Trader* που προσφέρει η *X-Trade Brokers* αρκεί να διαθέτετε τα χρηματικά μέσα που σας επιτρέπουν τον υπολογισμό της εμπορικής συναλλαγής – πληρωμή του δικαιώματος προαίρεσης.

Για τον εκχωρητή οι προαιρέσεις παρουσιάζουν το κέρδος της αξίας του δικαιώματος προαίρεσης, που θα έχει τη στιγμή της σύναψης του συμβολαίου. Εφόσον ο αποκτώντας δε χρησιμοποιήσει τα δικαιώματα για την υλοποίηση της προαίρεσης, τότε το συνολικό ποσό που προκύπτει με αυτόν τον τρόπο θα αποτελέσει κέρδος για τον εκχωρητή. Τη στιγμή που λήγει η προαίρεση έχει την υποχρέωση να κρατήσει το περιθώριο (*margin*) ύψους 1% της ονομαστικής ανοικτής θέσης.

Υπάρχουν δύο βασικές μορφές προαιρέσεων:

1. Option call

Επιτρέπει την αγορά του βασικού μέσου για μια συγκεκριμένη τιμή άσκησης. Όσο μεγαλύτερο θα είναι το ύψος κατά τη λήξη της αγοράς, τόσο μεγαλύτερο θα είναι το κέρδος του κατόχου της προαίρεσης, αλλά με την προϋπόθεση πως ο διακανονισμός της ισοτιμίας συναλλάγματος θα υπερβεί την τιμή άσκησης της προαίρεσης. Εφόσον την ημέρα του διακανονισμού θα παραμείνει η τιμή αγοράς κατώτερη από την τιμή άσκησης, είναι το κέρδος για το εκχωρητή προαίρεσης η συνολική αξία του δικαιώματος

2. Option put

Επιτρέπει την πώληση του βασικού μέσου για μια συγκεκριμένη τιμή κατά την καθορισμένη στιγμή, η οποία βρίσκεται στο μέλλον. Όσο μικρότερο θα είναι το ύψος κατά τη λήξη της αγοράς, τόσο μεγαλύτερο θα είναι το κέρδος του κατόχου της προαίρεσης, αλλά με την προϋπόθεση πως ο διακανονισμός της ισοτιμίας συναλλάγματος θα πέσει κάτω από την τιμή άσκησης της προαίρεσης. Εφόσον την ημέρα του διακανονισμού θα παραμείνει η τιμή αγοράς πάνω από την τιμή άσκησης, είναι το κέρδος για το εκχωρητή προαίρεσης η συνολική αξία του δικαιώματος.

Ο επενδυτής σε κάθε περίπτωση μπορεί να λάβει δύο θέσεις:

1. Θετική (long)

Με την αγορά προαίρεσης, ως αποκτών έχει ο επενδυτής τη δυνατότητα να πετύχει απεριόριστο (θεωρητικά τουλάχιστον) κέρδος και γνωρίζει εκ των προτέρων ποιο θα είναι το μέγιστο επίπεδο ζημιών. Η τιμή για αυτή την θέση είναι το δικαίωμα προαίρεσης που καταβάλλεται από τον εκδότη.

2. Σύντομη (short)

Δηλαδή η πώληση προαίρεσης. Εφόσον ο επενδυτής πουλήσει την προαίρεση, λαμβάνει το δικαίωμα, που εξαρτάται από την τιμή της αγοράς του συγκεκριμένου μέσου. Η πηγή κινδύνου είναι λίγο πολύ η δέσμευση, με την οποία γνωρίζει πως θα γίνει συμψηφισμός της προαίρεσης την ημερομηνία λήξης.

Κάθε προαίρεση έχει καθορισμένη ημερομηνία λήξης, δηλαδή την ημέρα που θα γίνει ο διακανονισμός. Ανάλογα με τη στιγμή της λήξης και της συγκεκριμένης αγοράς θα καθοριστεί το δικαίωμα προαίρεσης, δηλαδή η τιμή την οποία στη συγκεκριμένη στιγμή θα πληρώσει ο αποκτών την προαίρεση. Υπάρχει και η ονομαστική – αναλογική στην περίπτωση του συμβολαίου επί της διαφοράς.

5.1.2. Ποιος είναι ο σκοπός⁹²

1. Ατομικός επενδυτής

Με τη χρησιμοποίηση προαιρέσεων μπορείτε να οικοδομήσετε σχεδόν απεριόριστο αριθμό μοναδικών επενδυτικών στρατηγικών. Χάρη σε αυτές μπορείτε να πετύχετε το κέρδος, που δε βασίζεται στις μεταβολές της τιμής του συγκεκριμένου μέσου, αλλά εξαρτάται και από την ακριβή εκτίμηση, για το ποια θα είναι η αστάθεια της αγοράς στο μέλλον. Στην πράξη σημαίνει, πως μπορούμε να πετύχουμε το κέρδος όχι μόνο στις αγορές όπου υπάρχει μια ισχυρή τάση, αλλά επίσης εκεί όπου το συγκεκριμένο διάστημα είναι η κατάσταση ενοποιημένη.

2. Επαγγελματίας επενδυτής

Οι προαιρέσεις επιτρέπουν την αποτελεσματική διασφάλιση του συναλλαγματικού κινδύνου, που δημιουργείται κατά τη λειτουργία της οικονομικής δραστηριοποίησης. Σήμερα μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε τις προαιρέσεις για να διασφαλίσουμε την αξία του μέσου των επόμενων πληρωμών και ταυτόχρονα να διατηρήσουμε τη δυνατότητα επίτευξης του κέρδους σε περίπτωση που στην αγορά

⁹² Αγγελόπουλος Π., «Εισαγωγή στα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα», σελ. 168-169.

εμφανιστούν αλλαγές, που να είναι ευεργετικές για τον πελάτη. Ένα άλλο πλεονέκτημα αυτής της λύσης είναι η δυνατότητα διακανονισμού με τη χρήση φυσικής παράδοσης των νομισμάτων.

5.1.3. Έξοδα και διακανονισμός της εμπορικής συναλλαγής⁹³

Το μοναδικό έξοδο για τον αποκτών προαίρεσης στο σύστημα Option Trader είναι η τιμή της προαίρεσης – δικαίωμα προαίρεσης. Ο εκχωρητής δεν φέρει καμία άμεση δαπανηρού να συνδέεται με τη συναλλαγή – την ημερομηνία λήξης μπορεί να είναι αναγκασμένος να καλύψει τη δέσμευση και να πληρώσει για αυτές την μειονεκτική διαφορά μεταξύ της τιμής άσκησης της προαίρεσης και της συναλλαγματικής ισοτιμίας της αγοράς του συγκεκριμένου μέσου.

Η αξία του δικαιώματος, δηλαδή η τιμή της προαίρεσης, την οποία πληρώνει ο αποκτών του συγκεκριμένου μέσου στον εκχωρητή, εξαρτάται από τους εξής παράγοντες, όπως είναι:

- **Η σχέση της τιμής spot έναντι της τιμής άσκησης**
 - για τις προαιρέσεις call – αύξηση των τιμών spot έναντι της τιμής άσκησης σημαίνει αύξηση της τιμής των προαιρέσεων
 - για τις προαιρέσεις put – μείωση των τιμών spot έναντι της τιμής άσκησης σημαίνει αύξηση της τιμής των προαιρέσεων
- **η αστάθεια της συγκεκριμένης αγοράς** – όσο μεγαλύτερες οι προσδοκίες που συνδέονται με την αστάθεια της αγοράς στο μέλλον, τόσο δαπανηρότερη είναι η προαίρεση
- **τα επιτόκια ή άλλα έξοδα για τη χρηματοδότηση του συγκεκριμένου υποκείμενου μέσου**
- **το διάστημα λήξης της προαίρεσης** – όσο μεγαλύτερη είναι η διάρκεια του δικαιώματος της προαίρεσης, τόσο μεγαλύτερη είναι και η αξία της.

5.1.4. Εισαγωγή στη στρατηγική⁹⁴

⁹³ Ο.π., σελ. 170.

⁹⁴ Ο.π., σελ. 203-205.

Οι προαιρέσεις αποτελεσματικά επιτρέπουν την επένδυση σε σχεδόν οποιαδήποτε συνθήκες της αγοράς. Με βάση τις στρατηγικές επιλογή μπορείτε να κερδίσει τόσο την εποχή που χαρακτηρίζεται από σημαντικές τάσεις, αλλά και όσον αφορά τη σταθεροποίηση ή την υψηλή μεταβλητότητα της αγοράς, ενώ δεν υπάρχει σαφής καθοδική ή ανοδική τάση.

Αριθμός των στρατηγικών επιλογή που μπορεί να δημιουργηθεί είναι σχεδόν απεριόριστες, έτσι αναγκαστήκαμε να την οργανώσουμε από την άποψη της εφαρμογής τους σε μία δεδομένη συνθήκες της αγοράς. Ανάλογα με τις προσδοκίες των επενδυτών σχετικά με την εξέλιξη της κατάστασης της αγοράς μπορεί να χρησιμοποιήσει τις ακόλουθες στρατηγικές:

1. προσδοκία ανόδου
2. προσδοκία πτώσης
3. ουδέτερη προσδοκία - σταθεροποίηση
4. ουδέτερη προσδοκία - η αναμενόμενη μεταβλητότητα της ανάπτυξης και το σπάσιμο ενοποίηση

5.1.4.1. Προσδοκία ανόδου

Ο επενδυτής αναμένει την ενδυνάμωση της ισοτιμίας στη συγκεκριμένη χρηματοοικονομική αγορά.

➤ *buy call* - αγορά δικαιώματος προαίρεσης

θέση: αγορά δικαιώματος *ce call (long call)*.

Αγοράζοντας δικαιώματα προαίρεσης αγοράς επιτρέπει απεριόριστο εισόδημα με τον ρυθμό ανάπτυξης της αγοράς. Δαπάνη για τον αγοραστή είναι το τίμημα του δικαιώματος, το οποίο είναι το τρέχον όριο μέγιστη πιθανή ζημία όσον αφορά αυτό το εμπόριο.

➤ *sell put* - πώληση προαίρεσης *put*

Θέση : Πώληση δικαίωμα *put (short put)*.

Ο επενδυτής αναμένει ότι θα υπάρξει μια περιορισμένη ανατίμηση, ενώ είναι πεπεισμένος ότι η προοπτική μιας βαθύτερης διόρθωσης είναι αρκετά απομακρυσμένη. Στη συνέχεια, πωλεί ένα δικαίωμα πώλησης σε αντάλλαγμα για την προμολογία για

επιλογή, η οποία στην προκειμένη περίπτωση προς τα εισοδήματά του. Ενδεχόμενη απώλεια της χρηματικής συναλλαγής μπορεί να προκύψουν ως αποτέλεσμα της δυνατότητας διακανονισμού, όταν η τιμή πέσει κάτω από το επιτόκιο της αγοράς στην οποία είναι χτισμένο.

5.1.4.2. Προσδοκία πτώσης

Ο επενδυτής αναμένει την αποδυνάμωση τις ισοτιμίας της συγκεκριμένης αγοράς

➤ *buy put* - αγορά δικαιώματος *put*

Θέση : Αγορά δικαιώματος *put* (*long put*).

Η αγορά δικαιώματος *put* δίνει τη δυνατότητα του μη περιορισμένου κέρδους τη στιγμή που υπάρχει πτώση της ισοτιμίας στο συγκεκριμένη αγορά. Το κόστος για τον αγοραστή είναι το δικαίωμα προαίρεσης, που είναι παράλληλα το μέγιστο όριο σε περίπτωση ζημίας αυτής της εμπορικής συναλλαγής.

➤ *sell call* - πώληση δικαιώματος *call*

Θέση : Πώληση δικαιώματος *call* (*short call*).

Επενδυτής προβλέπει περιορισμένη πτώση των τιμών, αλλά την ίδια στιγμή - κατά την άποψή του - όχι σύντομα αναμένονται σημαντικές διόρθωση της ανάπτυξης και ως εκ τούτου πωλεί το δικαίωμα προαίρεσης αγοράς. Εισόδημα για τους επενδυτές είναι κατά συνέπεια ένα μπόνους θα λάβετε ένα εργαλείο, τότε οι δαπάνες θα ήταν εάν η τιμή αγοράς υπερβαίνει τα σύνορα της επιλογής ποσοστό παράδοσης ήταν μια διευθέτηση.

5.1.4.3. Ουδέτερη προσδοκία – σταθεροποίηση

Ο επενδυτής περιμένει πως θα υπάρξει άνοδος στη φάση της ενοποίησης στο στενό διάστημα των τιμών.

➤ *sell straddle* - στρατηγικής πώλησης

➤ *sell strangle* - στρατηγικής πώλησης

Θέση : *Sell straddle*

Πώληση δικαιώματος *put* (*short put*) με τιμή άσκησης A

Πώληση δικαιώματος *put (short call)* με τιμή άσκησης A

Θέση : *Sell strangle*

Πώληση δικαιώματος *put (short put)* τιμή άσκησης A

Πώληση δικαιώματος (*short call*) τιμή άσκησης B

$A < B$

Ο επενδυτής πιστεύει ότι η αγορά στο εγγύς μέλλον κρατά σε μια στενή λωρίδα της ενοποίησης. Για τη σταθεροποίηση αυτού που χρησιμοποιείται για να πραγματοποιήσει κέρδη, μπορεί να πωλήσει τα διασχίζουν ή στρατηγική στραγγαλίσει.

Κατά τη στιγμή της σύναψης της πώλησης των δικαιωμάτων προαίρεσης, ο επενδυτής λαμβάνει την προνομή για κάθε επιλογή, αλλά συμφωνεί να κρατήσει περιθώριο για να εξασφαλιστεί μια ανοικτή θέση.

Προκειμένου να πετύχει το μέγιστο κέρδος θα φτάσει σε μία κατάσταση όπου την ημέρα του διακανονισμού η τιμή του δικαιώματος στην αγορά να διατηρεί στη σειρά υποδεικνύεται από τον επενδυτή. Σε αυτή την περίπτωση και οι δύο διατηρούν την προνομή επιλογής για το θέμα.

Οποιαδήποτε απώλεια των επενδυτών είναι απεριόριστες, και τα αποτελέσματα από το ενδεχόμενο η αγορά διαλείμματα το αναμενόμενο εύρος.

5.1.4.4. Ουδέτερες προσδοκίες – η αναμενόμενη μεταβλητότητα της ανάπτυξης

Ο επενδυτής αναμένει τη διάσπαση της ενοποίησης και παράλληλα τη μεταβλητότητα στην αγορά.

- *buy straddle* - αγορά στρατηγικής
- *buy strangle* - πώληση στρατηγικής

Θέση : *Buy straddle*

Αγορά δικαιώματος *put (long put)* με τιμή άσκησης A

Αγορά δικαιώματος *call (long call)* με τιμή άσκησης A

Θέση : *Buy strangle*

Αγορά δικαιώματος *put (long put)* με τιμή άσκησης A

Αγορά δικαιώματος *call (long call)* με τιμή άσκησης B

$A < B$

Ο επενδυτής πιστεύει ότι η αγορά θα σπάσει σύντομα την ενοποίηση δεν είναι βέβαιος ότι η κατεύθυνση αυτήν την επανάσταση. Αναμένεται να χρησιμοποιούν την εκδήλωση για να δημιουργήσει κέρδος, μπορεί να αγοράσει *straddle* ή στρατηγική στραγγαλίσει.

Όταν αγοράζετε στρατηγική θα δώσει στους επενδυτές μια προμοδότηση για τις δύο επιλογές. Ταυτόχρονα, είναι το μέγιστο όριο των ζημιών, η οποία μπορεί σε σχέση με αυτήν την επιχείρηση μπορεί να υποφέρει.

Μέγιστο κέρδος στην περίπτωση που η ημερομηνία διακανονισμού της τιμής του δικαιώματος στην αγορά βγαίνει από το πεδίο εφαρμογής της ενοποίησης νωρίτερα. Σπάζοντας τα όρια, ένας επενδυτής μπορεί να προσφέρει θεωρητικά απεριόριστο κέρδος.

5.2. ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ (FUTURES)⁹⁵

Τα Συμβόλαια εκδίδονται και διαπραγματεύονται από ένα οργανωμένο χρηματιστήριο. Στην Ελληνική χρηματιστηριακή αγορά αυτό είναι το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών (ΧΠΑ). Δύο αντισυμβαλλόμενοι έρχονται σε επαφή μεταξύ τους μέσω του ΧΠΑ. Το ένα μέλος ενδιαφέρεται να αγοράσει το συμβόλαιο στον δείκτη (αγοραστής) σε μία μελλοντική ημερομηνία (ημερομηνία διακανονισμού) σε μία προκαθορισμένη τιμή (προθεσμιακή τιμή) που προβλέπει ότι θα βρίσκεται ο δείκτης την στιγμή εκείνη. Το άλλο μέλος δέχεται να πουλήσει το συμβόλαιο στον δείκτη στην συμφωνηθείσα μελλοντική ημερομηνία (ημερομηνία διακανονισμού) και στην προκαθορισμένη τιμή (προθεσμιακή τιμή). Και οι δύο τους έχουν την υποχρέωση να εκπληρώσουν την συναλλαγή στο μέλλον μιας και εξαρχής αποδέχτηκαν τους όρους.

⁹⁵ http://en.wikipedia.org/wiki/Futures_contract

Τα συμβόλαια αυτά επικράτησαν στην ελληνική χρηματαγορά με τον όρο Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (ΣΜΕ). Εισήχθησαν για πρώτη φορά στην Ελλάδα στις 27 Αυγούστου 1999 με υποκείμενο εργαλείο (*underlying instrument*) τον FTSE-20.

Αν και δεν υπάρχουν ούτε Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (*Futures*) ούτε παράγωγα (*options*) στον Γενικό Δείκτη 60, υπάρχουν προς στιγμήν ΣΜΕ στον FTSE-20 και στον FTSE-40 που τείνουν να μιμηθούν τον Γενικό Δείκτη. Στην πραγματικότητα, αυτοί οι δείκτες είναι τόσο έγκυροι σαν εργαλεία πληροφόρησης και παρακολούθησης της αγοράς που αναλύουν και καθορίζουν το ρίσκο που υπάρχει στη λήψη επενδυτικών αποφάσεων όσο και ο Γενικός Δείκτης.

5.2.1. Περιθώριο ασφάλειας

Αν τώρα οι ενδιαφερόμενοι είναι περισσότεροι από ένας και θέλουν να συμμετέχουν ενεργά στην αγορά αυτή, χρειάζονται έναν οργανωμένο χώρο όπου θα μπορούν να συναλλάσσουν τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης⁹⁶. Αυτός ο χώρος είναι το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών (ΧΠΑ) που έχει σκοπό να προσφέρει ρευστότητα στην αγορά και τυποποιημένα συμβόλαια έτσι ώστε να συναλλάσσονται μέσα σε νομικά πλαίσια. Αν ο χώρος που συναθροίζονται οι ενδιαφερόμενοι αγοραστές και πωλητές των ΣΜΕ είναι το ΧΠΑ, ποιος θα εγγυάται για την φερεγγυότητα της συναλλαγής;

Προκειμένου να υπάρχει φερεγγυότητα της συναλλαγής μεταξύ των δύο συναλλασσομένων, ιδρύθηκε η Εταιρία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί των Παραγώγων (ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.). Κύριο μέλημά της είναι να παρακολουθεί και να διασφαλίζει την ακεραιότητα των συναλλαγών και να παρακολουθεί όλους τους λογαριασμούς των συμμετεχόντων με χρεωστικά υπόλοιπα. Ο κάθε επενδυτής υποχρεούται από την ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π να ανοίξει λογαριασμό (πριν να ανοίξει οποιαδήποτε θέση) σε μία από τις τράπεζες Θεματοφυλακής όπου θα καταβάλει ένα ελάχιστο ποσό που θα εγγυάται την διασφάλιση της εύρυθμης λειτουργίας της αγοράς. Η κάθε χρηματιστηριακή εταιρία θέτει διαφορετικά κριτήρια για το ελάχιστο ποσό που θα πρέπει να διατηρεί ένας επενδυτής στον λογαριασμό του *margin*. Ένας ειδικός μαθηματικός τύπος αναπροσαρμόζει καθημερινά το χρεωστικό ή πιστωτικό υπόλοιπο της ανοικτής θέσης.

⁹⁶ Ζοπουνίδης Κ., «Βασικές αρχές και σύγχρονα θέματα του Χρηματοοικονομικού μανάτζμεντ», σελ. 174-176.

5.2.2. Κερδοσκοπία και αντιστάθμιση κινδύνου⁹⁷

Τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης μπορούν να χρησιμοποιηθούν για δύο λόγους:

- Ο πρώτος είναι η κερδοσκοπία για την πορεία της αγοράς.
- Ο δεύτερος είναι η προστασία του χαρτοφυλακίου μας από μία απρόβλεπτη αντίθετη πορεία της αγοράς.

Ας εξετάσουμε αναλυτικότερα την κάθε περίπτωση.

5.2.2.1. Χρήση ΣΜΕ για Κερδοσκοπικούς Λόγους

Παράδειγμα – Θέση Πώλησης με ΣΜΕ

Πίνακας 5.1: Παράδειγμα – Θέση Πώλησης με ΣΜΕ.

Τρέχων Μήνας	Σεπτέμβριος
FTSE-20	3.200 μονάδες
ΣΜΕ Δεκεμβρίου	3.290 μονάδες

Ο Δείκτης FTSE-20 βρίσκεται στις 3.200 μονάδες στις αρχές Σεπτεμβρίου. Ο επενδυτής προβλέπει ότι το τρέχων τρίμηνο του έτους η κερδοφορία των περισσότερων εισηγμένων εταιριών θα είναι κάτω του αναμενόμενου των αναλυτών. Αποφασίζει να πάρει θέση πώλησης στο ΣΜΕ Δεκεμβρίου στις 3.290. Αυτό σημαίνει ότι εάν η αγορά πάρει την καθοδική πορεία με άμεσο αντίκτυπο στο ΣΜΕ Δεκεμβρίου τότε η διαφορά του συμβολαίου κάτω από τις 3.290 θα μεταφράζεται σε κέρδος για τον επενδυτή.

Αν ο FTSE-20 κλείσει στις 3.100 την 3^η Παρασκευή του Δεκεμβρίου, τότε το κέρδος - μετά το κλείσιμο της θέσης με πράξη αγοράς - θα είναι $3.290 - 3.100 = 190 \times 5$ ευρώ = 950 ευρώ. Ζημιά θα δημιουργηθεί εάν η αγορά πάρει την ανοδική πορεία και ο Δείκτης κλείσει πάνω από τις 3.290 μονάδες όπως στις 3.400 ($3.290 - 3.400 = 110 \times 5$ ευρώ) με αποτέλεσμα ο επενδυτής να είναι υποχρεωμένος να καταβάλει στον αντισυμβαλλόμενο το οφειλόμενο ποσό των 550 ευρώ.

5.2.2.2. Χρήση ΣΜΕ για Αντιστάθμιση Κινδύνου

⁹⁷ Ο.π., σελ. 178-184.

Παράδειγμα

Πριν συνεχίσετε την ανάλυσή σας, καλό θα είναι πρώτα να μελετήσετε τι είναι ο Συστηματικός και ο Μη Συστηματικός Κίνδυνος⁹⁸ καθώς και την έννοια του Συντελεστή *beta*⁹⁹.

Έστω ότι κατέχουμε στο χαρτοφυλάκιό μας πέντε μετοχές: την Α, Β, Γ, Δ και Ε. Ο παρακάτω συγκεντρωτικός πίνακας δίνει την διάρθρωση του χαρτοφυλακίου μας.

Πίνακας 5.2: Παράδειγμα διάρθρωσης του χαρτοφυλακίου.

Μετοχή	Τεμάχια	Τιμή (ευρώ)	Αξία Χαρτοφυλακίου (ευρώ)	beta
A	1.000	12	12.000	1,30
B	2.000	22	44.000	0,70

⁹⁸ Οι κίνδυνοι που αντιμετωπίζουν οι επενδυτές καθημερινά στην αγορά των κινητών αξιών (μετοχών και άλλων αξιογράφων) είναι οι εξής:

- ♦ Ο κίνδυνος επιλογής της μετοχής (selection-company risk) και
- ♦ Ο κίνδυνος της αγοράς (market risk)

Αναλυτικότερα, ο κίνδυνος επιλογής (selection risk) ή μη-συστηματικός κίνδυνος (unsystematic risk) σχετίζεται με την επιλογή μιας μετοχής η οποία μπορεί να μην αποδώσει το αναμενόμενο αποτέλεσμα. Θα είναι ικανοποιητικά τα κέρδη της εταιρίας για να δικαιολογήσουν τα τρέχοντα ή υψηλότερα επίπεδα της τιμής της μετοχής ή θα είναι απογοητευτικά με αποτέλεσμα να πιέσουν την τιμή της μετοχής προς τα κάτω; Ο κίνδυνος επιλογής αναφέρεται σε άλλα χρηματοοικονομικά εγχειρίδια ως κίνδυνος εταιρίας (company risk). Ο κίνδυνος της αγοράς (market risk) ή συστηματικός κίνδυνος (systematic risk) αντιπροσωπεύει και αντανακλά την γενική κατάσταση της οικονομίας, τις πληθωριστικές τάσεις που υπάρχουν, τις δραστηριότητες των εταιριών γενικά, τα επίπεδα των επιτοκίων και την φορολογία.

Ας δούμε όμως πως ο συστηματικός κίνδυνος μπορεί να επηρεάσει και υγιείς επιχειρήσεις. Έστω ότι τα αποτελέσματα κερδοφορίας για το 30% των εισηγμένων εταιριών είναι περισσότερο από ικανοποιητικά το εξάμηνο που διανύουμε στο τρέχον έτος. Ο πληθωρισμός όμως φαίνεται πως αναζωπυρώνεται και δημιουργεί ανησυχίες στο επενδυτικό κοινό. Από την άλλη μεριά, υπάρχει νευρικότητα σε όλη την αγορά μιας και η κερδοφορία των περισσότερων εισηγμένων δεν έφτασε τα αναμενόμενα επίπεδα και αυτό πιέζει την αγορά καθοδικά. Το αποτέλεσμα είναι ότι η κάθοδος των τιμών των μετοχών του μεγαλύτερου ποσοστού της αγοράς θα συμπαρασύρει και τις υγιείς επιχειρήσεις.

Μία τέτοιου είδους καθοδική πορεία γνώρισε η ελληνική αγορά την περίοδο Σεπτεμβρίου-Δεκεμβρίου 1999 όταν ο Γενικός Δείκτης διόρθωσε από το υψηλότερο σημείο των 6.400 μονάδων κοντά στις 4.700 και συμπάρεσυρε όλη την αγορά ακόμη και αυτές τις εταιρίες που δεν δικαιολογούσαν την πτώση τους (η τότε διόρθωση οφείλεται περισσότερο στη μικρή ρευστότητα και νευρικότητα που υπήρξε στην αγορά παρά στην κερδοφορία των εταιριών η οποία υπήρξε ικανοποιητική για τις περισσότερες εταιρίες).

Τι εννοούμε όμως λέγοντας αντιστάθμιση κινδύνου (hedging); Εννοούμε τεχνικές που χρησιμοποιούμε με την βοήθεια κάποιων χρηματιστηριακών εργαλείων - όπως τα παράγωγα - για να προστατεύσουμε το χαρτοφυλάκιό μας σε περίπτωση που η αγορά κινηθεί εναντίον μας.

⁹⁹ Μία άλλη σημαντική έννοια που πρέπει να συζητηθεί είναι ο συντελεστής beta (beta coefficient). Ο beta μετράει την μεταβλητότητα της τιμής της μετοχής σε σχέση με την μεταβολή των τιμών ολόκληρης της αγοράς. Όταν ο beta είναι μεγαλύτερος της μονάδας αυτό σημαίνει ότι εάν η αγορά (για παράδειγμα ο Δείκτης που αντιπροσωπεύει την αγορά) παρουσιάσει αύξηση 100%, η μετοχή μας θα παρουσιάσει μεγαλύτερη του 100%. Εάν ο beta είναι μικρότερος της μονάδας και η αγορά κινηθεί ανοδικά κατά 100%, η μετοχή μας θα κινηθεί ανοδικά λιγότερο από 100%.

Για παράδειγμα, ο Γενικός Δείκτης παρουσίασε το 1999 μία αύξηση κατά 100% σε σχέση με το 1998. Μία μετοχή με beta 1,3 είχε μία αύξηση της τάξεως του 130%. Μελλοντικά όμως δεν σημαίνει ότι το beta θα είναι της ίδιας αύξησης μιας και βασίζεται στην ιστορική διακύμανση της αγοράς και της μετοχής. Ο συντελεστής beta προσπαθεί να μας δώσει κάποιες ενδείξεις για κάποια μελλοντική συσχέτιση (correlation) που θα μπορούσε να υπάρχει μεταξύ αγοράς και μετοχής και όχι μία σίγουρη απάντηση.

Γ	1.500	19	28.500	1,45
Δ	3.000	35	105.000	1,03
Ε	2.500	76	190.000	0,90
			Σύνολο: 379.500	

Έχουμε επενδύσει στις παραπάνω μετοχές 379.500 ευρώ με στόχο να διατηρήσουμε ανοιχτές τις θέσεις μας για ένα διάστημα περίπου τριών μηνών. Πιστεύουμε στις ανοδικές τάσεις της αγοράς σε σύντομο χρονικό διάστημα.

Έχοντας γνωρίσει όμως και κάποια άσχημα γεγονότα του παρελθόντος, σκεφτόμαστε ότι θα ήταν φρόνιμο να προστατεύσουμε την επένδυσή μας με παράγωγα και συγκεκριμένα με Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης.

Το επόμενο μας μέλημα είναι να βρούμε πόσα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης θα χρειαστούμε για να προστατεύσουμε το χαρτοφυλάκιό μας. Το πρώτο που θα πρέπει να κάνουμε- μιας και ήδη έχουμε το *beta* κάθε μετοχής ξεχωριστά – είναι να υπολογίσουμε το συνολικό *beta* του χαρτοφυλακίου μας το οποίο εξάγεται από τον παρακάτω πίνακα:

Πίνακας 5.3: Αριθμός Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης για να προστασία χαρτοφυλακίου.

Μετοχή	Τεμάχια	Τιμή (ευρώ)	Αξία Χαρτοφυλακίου (ευρώ)	Ποσοστό επί του Συνολικού Χαρτοφυλακίου	Beta ανά Μετοχή	Συνολικό beta
A	1.000	12	12.000	0,0316	1,30	0,041
B	2.000	22	44.000	0,1159	0,70	0,081
Γ	1.500	19	28.500	0,0750	1,45	0,108
Δ	3.000	35	105.000	0,2766	1,03	0,284
Ε	2.500	76	190.000	0,5006	0,90	0,450
			Σύνολο: 379.500			0,964

Το συνολικό *beta* το βρήκαμε πολλαπλασιάζοντας το *beta* της κάθε μετοχής με το ποσοστό της μετοχής που συμμετέχει στην διάρθρωση του χαρτοφυλακίου και προσθέτοντας τα όλα μαζί. Διαπιστώνουμε πως η διακύμανση του χαρτοφυλακίου μας τείνει να είναι σχεδόν η ίδια με την αυξομείωση που παρουσιάζει ο δείκτης FTSE 20.

Πίνακας 5.4: Διακύμανση χαρτοφυλακίου τείνει να είναι σχεδόν η ίδια με την αυξομείωση που παρουσιάζει ο δείκτης FTSE 20.

Αξία Χαρτοφυλακίου	379.500 ευρώ
Beta Χαρτοφυλακίου	0,964

Τρέχουσα Τιμή Δείκτη FTSE-20	3.200 μονάδες
ΣΜΕ Δεκεμβρίου (3η Παρασκευή)	3.274 μονάδες
Τρέχων Μήνας	Σεπτέμβριος
Μέγεθος ή Πολλαπλασιαστής ΣΜΕ	5 ευρώ

Τι θα πρέπει να κάνουμε τώρα έχοντας όλα αυτά τα στοιχεία στην διάθεσή μας; Θα προσπαθήσουμε να αντισταθμίσουμε τον κίνδυνό μας πουλώντας τόσα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης όσα θα μας χρειαστούν να προστατεύσουμε το χαρτοφυλάκιό μας. Με άλλα λόγια θα ανοίξουμε μία θέση πώλησης στο ΣΜΕ Δεκεμβρίου.

Για να υπολογίσουμε τον αριθμό συμβολαίων που θα χρειαστούμε, πρέπει να χρησιμοποιήσουμε την εξής απλή φόρμουλα:

$$\frac{\text{Αξία Χαρτοφυλακίου} * \text{beta Χαρτοφυλακίου}}{\text{Τρέχουσα τιμή FTSE 20} * \text{Πολλαπλασιαστής ΣΜΕ}}$$

στο οποίο αντικαθιστούμε και έχουμε:

$$\frac{379.500 * 0,964}{3.200 * 5}$$

το αποτέλεσμα των 23 ΣΜΕ. Αυτό σημαίνει πως θα πρέπει να πουλήσουμε 23 Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης του μήνα Δεκεμβρίου προκειμένου να προστατευτούμε από μία αρνητική κίνηση της αγοράς.

Το *beta* εκτιμά τον αριθμό των συμβολαίων που χρειαζόμαστε για να προστατεύσουμε το χαρτοφυλάκιό μας με την προϋπόθεση ότι οι μετοχές του χαρτοφυλακίου δεν θα παρουσιάσουν βίαιες και υπερβολικές διακυμάνσεις κατά την περίοδο που θα τις κατέχουμε. Στην περίπτωση αυτή θα πρέπει να προσαρμόσουμε τον αριθμό των ΣΜΕ αναλόγως προσθέτοντας ή αφαιρώντας συμβόλαια.

5.3. ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΚΑ ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ (FORWARD CONTRACTS)

Ένα προθεσμιακό συμβόλαιο είναι μία σημερινή συμφωνία και υποχρέωση για μία αγοραπωλησία σε προκαθορισμένη μελλοντική χρονική στιγμή (*maturity*¹⁰⁰) και σε προκαθορισμένη τιμή (*delivery price*).

Η συμφωνία κλείνεται συνήθως μεταξύ χρηματοπιστωτικών οργανισμών, ή μεταξύ χρηματοπιστωτικών οργανισμών και των πελατών τους.

Παράδειγμα:

Σημερινή συμφωνία αγοράς 2.000.000£ σε ισοτιμία¹⁰¹ 1,4 €/£ σε 9 μήνες από τώρα, ή σημερινή συμφωνία πώλησης 1.000.000 βαρελιών πετρελαίου σε τιμή 23 \$ το βαρέλι σε 12 μήνες από τώρα.

5.3.1. Διαφορές forwards – futures

Τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης¹⁰² (ΣΜΕ) είναι σε πολύ μεγάλο βαθμό τυποποιημένα συμβόλαια (*standardized*) και διαπραγματεύονται σε οργανωμένα χρηματιστήρια και αγορές¹⁰³ ενώ τα προθεσμιακά συμβόλαια (*forwards*) διαπραγματεύονται εκτός χρηματιστηρίου (*over the counter*, OTC).

¹⁰⁰ Ωρίμανση (*maturity*) είναι η ημερομηνία στην οποία θα εξοφληθεί ένα χρεόγραφο (π.χ. ομόλογο), δηλαδή η ημερομηνία στην οποία ο κάτοχος του χρεογράφου θα εισπράξει την ονομαστική αξία. Η διάρκεια μέχρι την ωρίμανση θα είναι ο χρόνος που απομένει μέχρι να εξοφληθεί το χρεόγραφο και είναι δεδομένη.

Παράδειγμα:

Ένα 10ετές ομόλογο που εκδόθηκε πριν 4 χρόνια θα έχει διάρκεια μέχρι την λήξη 6 χρόνια. Υπάρχουν όμως και ομόλογα που δεν έχουν ημερομηνία ωρίμανσης (*perpetual maturity*) ή ομόλογα που δίνουν το δικαίωμα στον εκδότη τους να αναβάλει την ωρίμανση (*extendible maturity*).

¹⁰¹ Συναλλαγματική ισοτιμία είναι η τιμή στην οποία ανταλλάσσονται δύο εθνικά νομίσματα στην διεθνή αγορά συναλλάγματος, δηλαδή η ποσότητα ενός νομίσματος που απαιτείται για την αγορά μίας μονάδος ενός άλλου νομίσματος.

Παράδειγμα:

Μία ισοτιμία €/£ 0,50 σημαίνει ότι χρειάζεται 1\$ για να αγοραστεί 0,5€.

¹⁰² Ένα συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης είναι παρόμοιο με ένα προθεσμιακό συμβόλαιο, δηλαδή είναι μία σημερινή συμφωνία και υποχρέωση για μία αγοραπωλησία σε προκαθορισμένη μελλοντική χρονική στιγμή (*maturity*) και σε προκαθορισμένη τιμή (*delivery price*). Στην Ελλάδα ένα σημαντικό ΣΜΕ που διαπραγματεύεται στην αγορά είναι αυτό στον Δείκτη FTSE/ASE-20.

¹⁰³ Η αγορά χρήματος είναι μία αγορά χρεογράφων που αποτελούν στενά υποκατάστατα του χρήματος και βασικά χαρακτηριστικά τους είναι:

- ο βραχυπρόθεσμος χαρακτήρας τους, (κάτω του 1 έτους)
- ο μεγάλος όγκος συναλλαγών
- η υψηλή ρευστότητα και
- ο εξαιρετικά μικρός κίνδυνος.

Η αγορά χρήματος είναι δηλαδή ένα δίκτυο πιστωτικών οργανισμών μέσω του οποίου συναντώνται οι οικονομικές μονάδες για να συνάψουν συμβόλαια για δάνεια.

Δηλαδή ορίζουν επακριβώς πότε θα γίνει η παράδοση (ακριβής μέρα και ώρα) που θα γίνει η παράδοση (ακριβής τόπος) και τι θα παραδοθεί.

Επίσης, τα ΣΜΕ:

- είναι διαθέσιμα για έναν πολύ μεγάλο αριθμό υποκειμένων προϊόντων¹⁰⁴ (*underlying products*)
- το χρηματιστήριο παρέχει ασφάλεια στις συναλλαγές και
- δεν απαιτούν φυσική παράδοση του προϊόντος γιατί μπορεί να γίνει κλείσιμο της ανοικτής θέσης με άνοιγμα μίας αντίθετης.

Παράδειγμα:

Αν έχει κάποιος ανοικτή μία θέση πώλησης¹⁰⁵ (*short*) στον Δείκτη FTSE/ASE-20¹⁰⁶ με παράδοση τον Μάρτιο, μπορεί να κλείσει τη θέση παίρνοντας μία θέση αγοράς (*long*) στο ίδιο συμβόλαιο.

Αυτή η διαδικασία καθιστά εφικτή την πραγματοποίηση κερδών ή ζημιών, πριν την ημερομηνία λήξης του συμβολαίου.

Τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (ΣΜΕ) υπόκεινται σε ημερήσιο διακανονισμό, δηλαδή καθημερινή χρέωση¹⁰⁷ και πίστωση των κερδών¹⁰⁸ και των ζημιών ώστε να υπολογιστεί το περιθώριο ασφαλείας.

5.3.2. Αναχαιτιστές ρίσκου (*hedgers*) και κερδοσκόποι (*speculators*)¹⁰⁹

Υπάρχουν δύο κύριες κατηγορίες ενδιαφερόμενων που πρωταγωνιστούν στις αγοραπωλησίες συμβολαίων και δικαιωμάτων. Οι αναχαιτιστές ρίσκου και οι

¹⁰⁴ Οικονομικά αγαθά είναι τα αγαθά που προκύπτουν ως αποτέλεσμα της παραγωγικής προσπάθειας του ανθρώπου.

Τα οικονομικά αγαθά ονομάζονται επίσης προϊόντα, επειδή παράγονται με κάποια διαδικασία, ή εμπορεύματα, επειδή γίνονται αντικείμενα αγοραπωλησίας, ενώ αποτελούν αντικείμενο μελέτης της οικονομικής επιστήμης.

¹⁰⁵ Ανοικτή πώληση (*short selling*) είναι μία τεχνική που χρησιμοποιείται από τους επενδυτές με σκοπό να κερδίσουν από την πτώση των τιμών περιουσιακών στοιχείων.

¹⁰⁶ Ο δείκτης αυτός δημιουργήθηκε το 1997 από την FTSE *International* και είναι βασισμένος στις 20 μεγαλύτερες εταιρείες του ΧΑ με την υψηλότερη κεφαλαιοποίηση και εμπορευσιμότητα.

¹⁰⁷ Με τους όρους χρέωση και πίστωση, εκφράζονται οι αυξήσεις και οι μειώσεις που προκαλούν τα λογιστικά γεγονότα στα στοιχεία του Ισολογισμού και των αποτελεσμάτων χρήσης.

¹⁰⁸ Αν από το σύνολο των εσόδων μιας επιχείρησης αφαιρεθεί το οικονομικό κόστος και η διαφορά είναι θετική, αυτό που απομένει είναι το οικονομικό καθαρό κέρδος.

¹⁰⁹ <http://www.oxfordfutures.com/futures-education/futures-fundamentals/players.htm>

κερδοσκόποι. Οι πρώτοι, είναι εκείνοι οι οποίοι αντιμετωπίζουν ένα είδος οικονομικού ρίσκου και επιθυμούν να το μειώσουν (ή να το εξαλείψουν). Στις αγορές εμπορευμάτων είναι οι παραγωγοί γεωργικών ή κτηνοτροφικών προϊόντων, που αντιμετωπίζουν ρίσκο τιμών, δηλαδή το ρίσκο ζημίας λόγω της αβεβαιότητας των τιμών των προϊόντων τους στο μέλλον. Οι δεύτεροι, είναι εκείνοι οι οποίοι αναλαμβάνουν να λάβουν αντίθετο ρίσκο από τους πρώτους, επειδή πιστεύουν ότι η κίνηση των τιμών θα είναι προς την αντίθετη κατεύθυνση (από εκείνη που νομίζουν οι πρώτοι). Η μεγαλύτερη «παρεξήγηση» δημιουργείται όταν οι επενδυτές ταυτίζουν τους κερδοσκόπους με τους «τζογαδόρους». Σε κάθε χρηματιστηριακή αγορά η συμμετοχή των κερδοσκόπων είναι απαραίτητη γιατί είναι αυτοί που αναλαμβάνουν να φέρουν το ρίσκο, ενώ οι «τζογαδόροι» είναι εκείνοι που δημιουργούν το ρίσκο, τόσο για τους αναχαιτιστές ρίσκου, όσο και για τους κερδοσκόπους.

5.4. ΑΝΤΑΛΛΑΓΕΣ (SWAPS)

Swap ή Σύμβαση Ανταλλαγής αποτελεί μια συμφωνία μεταξύ δύο συμβαλλομένων για ανταλλαγή μελλοντικών χρηματοροών (*legs*) με τρόπο που έχουν προκαθορίσει μεταξύ τους. Τα χρηματικά ποσά που ανταλλάσσονται μπορεί να αναφέρονται σε διαφορετικά νομίσματα και σταθερά ποσά. Αλλιώς μπορεί ένα σταθερό ποσό να ανταλλάσσεται με ένα μεταβαλλόμενο, αβέβαιο ποσό ή το ποσό πληρωμής στο ένα νόμισμα να είναι σταθερό ενώ στο άλλο μεταβαλλόμενο. Υπάρχουν 4 διαφορετικές κατηγορίες *swap* οι οποίες είναι οι εξής¹¹⁰:

- Συμβάσεις Ανταλλαγής Επιτοκίων (*interest rates swap*)
- Συμβάσεις Ανταλλαγής Νομισμάτων (*currency swap*)
- Συμβάσεις Ανταλλαγής Εμπορευμάτων (*commodities swap*)
- Συμβάσεις Ανταλλαγής Μετοχών (*equity swap*)

Οι σημαντικότεροι κίνδυνοι τους οποίους αναλαμβάνουν οι επενδυτές σε τέτοιες συμβάσεις είναι ο Κίνδυνος Υποκείμενου Μέσου, δηλαδή ο κίνδυνος που προέρχεται από τις μεταβολές στην αξία του υποκείμενου μέσου, ο Πιστωτικός Κίνδυνος Αντισυμβαλλομένου, δηλαδή ο κίνδυνος που προέρχεται από τη μη εκπλήρωση από τον αντισυμβαλλόμενο των συμβατικών υποχρεώσεών του και ο Κίνδυνος Διακανονισμού, δηλαδή ο κίνδυνος να μην είναι εγκαίρως δυνατή η εκκαθάριση των προγραμματισμένων

¹¹⁰ Ξανθάκης Ε., Θωμαδάκης Σ., «Αγορές Χρήματος & Κεφαλαίου (Β' έκδοση)», σελ. 311-315.

συναλλαγών. Η ανασφάλεια που δημιουργεί ο πιστωτικός κίνδυνος, έγινε προσπάθεια να αντιμετωπιστεί με την διαμεσολάβηση πιστωτικών ιδρυμάτων στις Συμβάσεις Ανταλλαγής. Η πιο απλή Σύμβαση ανταλλαγής είναι το Plain Vanilla Interest Rate Swap, όπου ανταλλάσσονται ποσά που καθορίζονται από ένα σταθερό επιτόκιο (swap coupon), και από ένα κυμαινόμενο επιτόκιο επί κάποιου ονομαστικού κεφαλαίου (notional).

5.4.1. Χαρακτηριστικά

Το πρώτο βασικό χαρακτηριστικό των ανταλλαγών είναι ότι αυτές αποτελούν χρηματοοικονομικά προϊόντα τα οποία ανήκουν στην κατηγορία των παραγώγων (*derivatives*). Αυτό συμβαίνει, επειδή η παροντική αξία μιας τέτοιας ανταλλαγής προσδιορίζεται πλήρως από τις παρούσες αξίες των ανταλλασσόμενων στον χρόνο σκελών, κάθε μία από τις οποίες είναι δυνατόν να ειπωθεί ως η παρούσα αξία της χρηματοροής καταλλήλου ομολόγου (και άρα ως η τιμή αυτού του ομολόγου). Συνεπώς, η αξία των ανταλλαγών βασίζεται στην τιμή υποκείμενων χρηματοοικονομικών προϊόντων και άρα εξ ορισμού αποτελούν παράγωγα.

Το δεύτερο βασικό χαρακτηριστικό των ανταλλαγών, είναι ότι επειδή αυτά επί της ουσίας αποτελούν απευθείας συμφωνίες για ανταλλαγή χρηματοοικονομικών προϊόντων μεταξύ δυο συμβαλλομένων, οι επιμέρους λεπτομέρειες της συμφωνίας καθορίζονται με απ' ευθείας διαπραγμάτευση μεταξύ των δύο μερών, κάτι το οποίο συνεπάγεται ότι δεν είναι δυνατή η πλήρης τυποποίηση των χαρακτηριστικών αυτών των ανταλλαγών και η διαπραγμάτευση τους μέσω συναλλακτηρίων (*exchanges*). Η διαπραγμάτευση των ανταλλαγών γίνεται συνήθως απευθείας μεταξύ των συμβαλλομένων, χωρίς όμως να αποκλείεται ότι κάποιος χρηματοοικονομικός οργανισμός παρακολουθεί την εξέλιξη της συναλλαγής και θέτει το γενικότερο πλαίσιο αυτής. Τα παράγωγα προϊόντα με το παραπάνω χαρακτηριστικό ονομάζονται *OTC - Over The Counter Derivatives* σε αντίθεση με τα χρηματοοικονομικά προϊόντα που ανταλλάσσονται μέσω συναλλακτηρίων (όπως πχ, οι μετοχές, τα ομόλογα κοκ.) και έχουν πλήρως τυποποιημένα χαρακτηριστικά. Μια βασική συνέπεια του παραπάνω χαρακτηριστικού των ανταλλαγών, είναι ότι δεν μπορούν να γίνουν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε δευτερογενή αγορά, χωρίς την συγκατάθεση και των δύο μερών. Έτσι πχ, ο ένας συναλλασσόμενος δεν μπορεί να πουλήσει σε κάποιον τρίτο το μερίδιο του στην ανταλλαγή χωρίς την συμφωνία και του άλλου συναλλασσόμενου.

Αντιπαραβάλλεται αυτό το χαρακτηριστικό με το παράδειγμα της μετοχής, στο οποίο ένας μέτοχος είναι προφανές ότι μπορεί να πουλήσει τις μετοχές του (ή μέρος αυτών) χωρίς την έγκριση της επιχείρησης. Το τρίτο βασικό χαρακτηριστικό των ανταλλαγών αφορά στα επιτόκια ως προς τα οποία γίνεται ο υπολογισμός των ανταλλασσόμενων χρηματοροών επί του νοητού κεφαλαίου. Κάθε μία από τις χρηματοροές υπολογίζεται (ως προς το ίδιο νοητό κεφάλαιο) με βάση διαφορετικό επιτόκιο (αν υπολογίζονταν με βάση το ίδιο η ανταλλαγή θα ήταν τετριμμένη). Οι συνδυασμοί των δύο επιτοκίων είναι κυμαινόμενο ως προς σταθερό, κυμαινόμενο ως προς κυμαινόμενο (*basis swap*), και σταθερό ως προς σταθερό (το οποίο εμφανίζεται συνήθως στις ανταλλαγές νομισμάτων).

5.4.2. Χρηματοοικονομικός Κίνδυνος των Ανταλλαγών

Προκειμένου να διερευνήσουμε ποιός είναι ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος που αναλαμβάνουν ο συμβαλλόμενοι από την εισαγωγή τους σε μια συμφωνία ανταλλαγής, ας υποθέσουμε ένα απλό παράδειγμα. Έστω ότι ο Α επιθυμεί να δανεισθεί σε κυμαινόμενο επιτόκιο και ο Β σε σταθερό. Έστω επίσης ότι ο Α μπορεί στο παρόν να δανεισθεί φθηνότερα σε σταθερό επιτόκιο ενώ ο Β σε κυμαινόμενο. Μπορούν να κατασκευάσουν μια ανταλλαγή χρηματοροών ως εξής. Ο Α δανείζεται σε σταθερό και ο Β σε κυμαινόμενο επιτόκιο το ίδιο αρχικό κεφάλαιο, Ο Α πληρώνει στον Β τα δανειακά τοκοχρεολύσια του Β, και ο Β στον Α τα δανειακά τοκοχρεολύσια του Α. Με αυτό τον τρόπο ο Α έχει καταφέρει να δανεισθεί σε κυμαινόμενο επιτόκιο μέσω του Β, και μάλιστα με ευνοϊκότερους όρους από ότι θα μπορούσε από μόνος του, και ο Β αναλόγως. Ας προσπαθήσουμε να εξακριβώσουμε τον κίνδυνο που αντιμετωπίζει οποιοσδήποτε από τους δυο εξαιτίας της ανταλλαγής,

Ο πρώτος κίνδυνος που αντιμετωπίζει οποιοσδήποτε από τους δύο, είναι αυτός της αθέτησης της συμφωνίας από τον άλλο (κίνδυνος αθέτησης ή πιστωτικός κίνδυνος «*credit risk*»). Αν για παράδειγμα ο Α αθετήσει σε κάποια χρονική στιγμή την συμφωνία, ο Β θα αποκτήσει ως χρηματοοικονομικό βάρος, δάνειο σε κυμαινόμενο επιτόκιο το οποίο ήταν εκτός των επενδυτικών του σχεδιασμών, και έτσι θα έχει αναλάβει τον κίνδυνο εξαιτίας της μεταβολής των επιτοκίων (*interest rate risk*). Έτσι ο πιστωτικός κίνδυνος συνεπάγεται την έκθεση των συμβαλλομένων σε ανεπιθύμητους χρηματοοικονομικούς κινδύνους, θα ήταν δυνατόν να πούμε ότι ο δεύτερος κίνδυνος που προκύπτει από την ανταλλαγή είναι ο κίνδυνος μεταβολής των επιτοκίων που

αντιμετωπίζει ο A εξαιτίας της μετατροπής μέσω της ανταλλαγής του δανείου του σε δάνειο κυμαινόμενου επιτοκίου. Ωστόσο, ο κίνδυνος αυτός ενυπάρχει στις επενδυτικές επιδιώξεις του A ανεξαρτήτως της συμφωνίας ανταλλαγής. Συνεπώς δεν μπορούμε να αποδώσουμε την έκθεση του A σε αυτόν τον κίνδυνο στην ανταλλαγή καθεαυτή.

Τελικά συνοψίζοντας θα λέγαμε ότι: Ο κίνδυνος που αντιμετωπίζει οποιοσδήποτε συμμετέχει σε μια συμφωνία ανταλλαγής είναι αυτός της αθέτησης της συμφωνίας ο οποίος και εκθέτει τους συμβαλλόμενους σε χρηματοοικονομικούς κινδύνους από οποιοσδήποτε επενδυτικές δραστηριότητες.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6^ο

ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

6.1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η Ευρωπαϊκή Ένωση συμφώνησε (27 Ιουνίου του 2013) να αναγκάσει τους επενδυτές και πλούσιους αποταμιευτές να μοιραστούν το κόστος για τυχόν μελλοντικών αποτυχιών μιας τράπεζας, και κατάρτισε γραμμή κάτω από την οποία θα χρηματοδοτούνται από τους φορολογούμενους τυχόν διασώσεις. Οι υπουργοί Οικονομικών από τις 27 χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης δημιούργησαν ένα σχέδιο για να κλείσουν ή να διασώσουν τις προβληματικές τράπεζες. Το σχέδιο προβλέπει ότι οι μέτοχοι, οι ομολογιούχοι και οι καταθέτες με περισσότερα από € 100,000 (\$ 132,000) θα πρέπει να μοιραστούν το βάρος της διάσωσης μιας τράπεζας. Η συμφωνία είναι μια ώθηση για τους ηγέτες της ΕΕ, οι οποίοι μπορούν να αποδείξουν ότι τελικά εξοικειώνονται με την οικονομική κρίση που ξεκίνησε στα μέσα του 2007 με την κατάρρευση της IKB¹¹¹ της Γερμανίας.

6.2. ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΜΕΓΕΘΥΝΣΗ

Η οικονομική ανάπτυξη είναι η αύξηση της ποσότητας των αγαθών και υπηρεσιών που παράγονται από μία οικονομία στην πάροδο του χρόνου. Συνήθως μετριέται ως ποσοστό επί τοις εκατό της αύξησης σε πραγματικό ακαθάριστο εγχώριο προϊόν, ή του πραγματικού ΑΕΠ.

Το ενδιαφέρον των οικονομολόγων για τη σύνθετη φύση της σχέσης μεταξύ της ανάπτυξης του χρηματοπιστωτικού συστήματος και της οικονομικής ανάπτυξης/μεγέθυνσης είναι καταγεγραμμένο εδώ και έναν σχεδόν αιώνα. Οι στρεβλώσεις του τραπεζικού συστήματος, που προέρχονται συνήθως από κρατικές

¹¹¹ http://en.wikipedia.org/wiki/IKB_Deutsche_Industriebank

παρεμβάσεις και περιορισμούς, αποτελούν τροχοπέδη στη διαδικασία της οικονομικής ανάπτυξης. Η ανάλυση της σχέσης που έχει το χρηματοπιστωτικό σύστημα με την οικονομική μεγέθυνση τέθηκε σε νέα βάση, με εμπειρικό κυρίως προσανατολισμό, από τις αρχές της δεκαετίας του 1990. Το επίπεδο χρηματοοικονομικής ανάπτυξης έχει ευεργετικά αποτελέσματα για την οικονομική μεγέθυνση, την τεχνολογική πρόοδο και τη συσσώρευση κεφαλαίου.

Η πρωταρχική λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος συνίσταται στη μεταφορά κεφαλαίων από ετερογενείς πηγές αποταμίευσης προς τους επενδυτές. Ο διαμεσολαβητικός ρόλος των τραπεζών στην οικονομία, εκτός από την κινητοποίηση των αποταμιεύσεων, συνίσταται στη συλλογή και αξιοποίηση της πληροφόρησης για το επιχειρηματικό περιβάλλον και τις οικονομικές προοπτικές, και κατά συνέπεια, τη σε βάθος ανάλυση και καλύτερη διαχείριση του κινδύνου.

Η ανάπτυξη του χρηματοπιστωτικού συστήματος συμβάλλει στην οικονομική μεγέθυνση μέσω της παροχής πληρέστερης πληροφόρησης και της μείωσης του κόστους συναλλαγών. Επιπλέον, συνεισφέρει στη βελτίωση της παραγωγικότητας και της αποτελεσματικότητας του χρηματοπιστωτικού τομέα, ενθαρρύνει την αποταμίευση και διευκολύνει τις επενδύσεις. Γενικότερα, πιο ανεπτυγμένα χρηματοπιστωτικά συστήματα έχουν τη δυνατότητα να διοχετεύουν με αποτελεσματικό τρόπο μεγαλύτερες ποσότητες κεφαλαίων από τους αποταμιευτές στους επενδυτές. Ταυτόχρονα το χρηματοπιστωτικό σύστημα μετριάξει τον κίνδυνο των επενδυτικών αποφάσεων και κυρίως τον κίνδυνο ρευστότητας.

Οι υπηρεσίες που παρέχονται από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα διευκολύνουν την οικονομική δραστηριότητα ποικιλοτρόπως. Η χρηματοπιστωτική διαμεσολάβηση επιτρέπει την αντιμετώπιση προβλημάτων «ηθικού κινδύνου» (moral hazard)¹¹² και «δυσμενούς επιλογής» (adverse selection)¹¹³, ενθαρρύνοντας την

¹¹² Στην οικονομική θεωρία, ηθικός κίνδυνος είναι μια κατάσταση όπου ένα μέρος έχει την τάση να αναλάβει κινδύνους, επειδή οι δαπάνες που θα μπορούσαν να προκύψουν, δεν θα γίνουν αισθητές από το μέρος που παίρνει το ρίσκο. Με άλλα λόγια, είναι μια τάση έτσι ώστε να είναι πιο πρόθυμοι να αναλάβουν τον κίνδυνο, γνωρίζοντας ότι οι πιθανές επιβαρύνσεις ή δαπάνες στη λήψη αυτών των κινδύνων θα πρέπει να βαρύνουν, εν όλω ή εν μέρει, τους άλλους. Ηθικός κίνδυνος μπορεί να συμβεί όταν οι ενέργειες ενός εναγόμενου μέρους μπορεί να αλλάξει εις βάρος του άλλου μετά από την πραγματοποίηση μιας χρηματοπιστωτικής συναλλαγής.

¹¹³ Ανεπιθύμητη επιλογή, αντι-επιλογή, ή αρνητική επιλογή είναι ένας όρος που χρησιμοποιείται στην οικονομία, την ασφάλεια και την διαχείριση κινδύνων. Αναφέρεται σε μια διαδικασία της αγοράς στην οποία ανεπιθύμητα αποτελέσματα προκύπτουν όταν οι αγοραστές και οι πωλητές έχουν ασύμμετρη πληροφόρηση (πρόσβαση σε διάφορες πληροφορίες) για τα «κακά» τα προϊόντα ή οι υπηρεσίες που είναι

προσφορά των αποταμιευτικών κεφαλαίων. Συμβάλλει στη σημαντική μείωση του κόστους συναλλαγών μέσω ενός μηχανισμού συγκέντρωσης των επιμέρους κεφαλαίων από ετερογενείς αποταμιευτές και τη διοχέτευσή τους προς τους επενδυτές. Επιπλέον, διευκολύνει τη διαχείριση του κινδύνου, καθώς επιτρέπει τη διαχρονική εξομάλυνση ροών και την εκμετάλλευση των οικονομιών κλίμακας¹¹⁴.

Εκτός από την ενθάρρυνση της επένδυσης και αποταμίευσης, η ανάπτυξη του χρηματοπιστωτικού τομέα αναμένεται να επηρεάσει την οικονομική μεγέθυνση αυξάνοντας τη συνολική παραγωγικότητα των συντελεστών παραγωγής (total factor productivity). Ο ρόλος του χρηματοπιστωτικού τομέα ως κινητήριος μοχλός της μεγέθυνσης επιτελείται κυρίως μέσω του μηχανισμού αυτού, δηλαδή μέσω της αυξημένης παραγωγικότητας.

Επιπλέον, για τους ίδιους λόγους που επιδρά θετικά στη συνολική παραγωγικότητα, η χρηματοπιστωτική διαμεσολάβηση ενισχύει την παραγωγική αποτελεσματικότητα (μείωση του κόστους πληροφόρησης και συναλλαγών, καλύτερη κατανομή των πόρων, χαλάρωση των δανειστικών περιορισμών, κ.λπ.).

Ο βαθμός της αποτελεσματικότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος μπορεί να σχετίζεται με τον βαθμό ανάπτυξης αυτού. Θα πρέπει στο σημείο αυτό να σημειωθεί ότι η αιτιατή σχέση μεταξύ της χρηματοοικονομικής ανάπτυξης και της οικονομικής μεγέθυνσης μπορεί να είναι αμφίδρομη. Η σχέση μεταξύ χρηματοοικονομικής ανάπτυξης και οικονομικής μεγέθυνσης, εμφανίζεται σε γενικές γραμμές να είναι θετική και εύρωστη. Αν και η έμφαση σε διαφορετικό τύπο δεδομένων και διαφορετικές μεταβλητές που χρησιμοποιούνται ως δείκτες μέτρησης της χρηματοοικονομικής ανάπτυξης.

Υπάρχουν χώρες με τραπεζοκεντρικά συστήματα, καθώς και χώρες με ανεπτυγμένα συστήματα αγορών κεφαλαίου που χαρακτηρίζονται από υψηλούς ρυθμούς μεγέθυνσης. Πάντως, στον βαθμό που τα τραπεζοκεντρικά συστήματα είναι λιγότερο εύαλωτα σε προβλήματα ατελούς και ασύμμετρης πληροφόρησης, μπορεί να

πιο πιθανό να επιλεγούν. Για παράδειγμα, μια τράπεζα που ορίζει μία τιμή για όλες τους chequing λογαριασμούς πελατών της, διατρέχει τον κίνδυνο να επιλέγονται με βάση τα αρνητικά της υψηλής δραστηριότητας (και ως εκ τούτου λιγότερο κερδοφόρα) πελάτες.

¹¹⁴ Επίσης, αφού τα ιδιωτικά δάνεια δεν είναι εμπορεύσιμα, αντιμετωπίζεται το πρόβλημα του «τζαμπατζή» (free-rider) ο οποίος ανέξοδα ακολουθεί τη στρατηγική επενδυτών που αποκτούν πληροφόρηση με κόστος σε ένα σύστημα αγοράς κεφαλαίου.

συνεπάγονται χαμηλότερο κόστος κεφαλαίου και, ως εκ τούτου, υπερτερούν έναντι των συστημάτων αγορών κεφαλαίου.

6.3. ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΕΙΣ

Η οικονομική ανάπτυξη¹¹⁵ παραδοσιακά αποδίδεται στη συσσώρευση φυσικού και ανθρώπινου κεφαλαίου, και στην αύξηση της παραγωγικότητας που απορρέει από την τεχνολογική καινοτομία. Η οικονομική ανάπτυξη είναι επίσης το αποτέλεσμα της ανάπτυξης νέων προϊόντων και υπηρεσιών, οι οποίες έχουν χαρακτηριστεί ως «η ζήτηση δημιουργεί».

Αρχικά αναφέρθηκε εσφαλμένα από πολλούς οικονομικούς αναλυτές ότι η ανισότητα είχε θετική επίδραση στην οικονομική ανάπτυξη. Η οριακή ροπή προς την αποταμίευση θεωρήθηκε ότι θα αυξηθεί με την αύξηση του πλούτου και της ανισότητας εξοικονόμησης και της συσσώρευσης κεφαλαίου. Ωστόσο, καθορίστηκε αργότερα ότι η ανάλυση που βασίζεται στη σύγκριση των ετήσιων στοιχείων για την ισότητα με τα ετήσια ποσοστά αύξησης ήταν εσφαλμένη και παραπλανητική, διότι χρειάζονται αρκετά χρόνια για να εκδηλωθούν οι επιδράσεις των μεταβολών της ισότητας σε οικονομικές αλλαγές ανάπτυξης.

Η προσέγγιση της πολιτικής οικονομίας, υποστηρίζει ότι η ανισότητα είναι επιβλαβής για την οικονομική ανάπτυξη διότι η ανισότητα δημιουργεί μια πίεση για την υιοθέτηση των αναδιανεμητικών πολιτικών που έχουν δυσμενείς συνέπειες για τις επενδύσεις και την οικονομική ανάπτυξη.

Η συμβολή του χρηματοπιστωτικού συστήματος στη μεγέθυνση των κυκλικών οικονομικών διακυμάνσεων και στη δημιουργία αστάθειας στον χρηματοοικονομικό τομέα αναφέρεται ως «προκυκλικότητα». Η προκυκλικότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος δημιουργεί ενδογενείς πιστωτικούς κύκλους, δηλαδή αύξηση των πιστώσεων σε περιόδους οικονομικής άνθησης και μείωση των πιστώσεων σε περιόδους ύφεσης¹¹⁶.

¹¹⁵ Συλλογικό Έργο, «Η Διεθνής Χρηματοπιστωτική Κρίση και η Ελλάδα», σελ. 79-81.

¹¹⁶ Για παράδειγμα, καθώς τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα σε περιόδους ύφεσης υπόκεινται σε ζημίες και τα αποθεματικά τους μειώνονται, επιδεινώνονται οι όροι άντλησης κεφαλαίων από εξωτερικές πηγές.

Η εξέλιξη αυτή επιδρά ανασταλτικά στην πιστωτική επέκταση και, κατά συνέπεια, επιφέρει κάμψη της οικονομικής δραστηριότητας, εξέλιξη που με τη σειρά της αυξάνει τον κίνδυνο της παραπέρα αποδυνάμωσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Δημιουργείται λοιπόν ένας φαύλος κύκλος που όταν συνοδεύεται από μεγάλες μακροοικονομικές ανισοροπίες γίνεται ιδιαίτερα επικίνδυνος, καθώς μπορεί να οδηγήσει σε κρίση. Το βασικό πρόβλημα συνήθως έγκειται στο ότι το χρηματοπιστωτικό σύστημα δεν έχει συσσωρεύσει επαρκή κεφάλαια στην ανοδική φάση του κύκλου (όταν δηλαδή οι συνθήκες είναι ευνοϊκές) και δεν έχει δημιουργήσει μηχανισμούς που διευκολύνουν την απορρόφηση των κραδασμών κατά την περίοδο της ύφεσης. Συνήθως, η προκυκλικότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος αποδίδεται σε δύο πηγές:

1. στην αδυναμία της επαρκούς μέτρησης του κινδύνου και
2. σε κίνητρα που χαρακτηρίζονται από στρεβλώσεις.

Από την άλλη πλευρά, το χρηματοπιστωτικό σύστημα δημιουργεί μηχανισμούς που μπορούν να συμβάλλουν στον μετριασμό των κυκλικών διακυμάνσεων. Πιο συγκεκριμένα, η λειτουργία του τραπεζικού συστήματος επιτρέπει στις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά να αντιμετωπίσουν τις διακυμάνσεις των εσόδων τους κατά τη διάρκεια του οικονομικού κύκλου με σχετικά περιορισμένες αυξομειώσεις των δαπανών τους.

Η περίοδος από τη δεκαετία του 1980 μέχρι το ξέσπασμα της πρόσφατης διεθνούς χρηματοοικονομικής κρίσης χαρακτηρίστηκε από το φαινόμενο της «μεγάλης εξομάλυνσης» (great moderation). Η «μεγάλη εξομάλυνση» συνίσταται στην εμφανή μείωση της διακύμανσης βασικών μακροοικονομικών μεγεθών στις ανεπτυγμένες οικονομίες. Ερευνητές και αναλυτές έχουν προτείνει τρεις βασικές ερμηνείες της «μεγάλης εξομάλυνσης».

- Μια μερίδα αναλυτών αποδίδει τη «μεγάλη εξομάλυνση» στην αποτελεσματικότερη άσκηση νομισματικής πολιτικής, στον βαθμό που η τελευταία επικεντρώνεται στην επίτευξη χαμηλού και πιο σταθερού πληθωρισμού.
- Μια άλλη κατεύθυνση θεωρεί τη «μεγάλη εξομάλυνση» συμπτωματική, δηλαδή την αποδίδει στις σχετικά ήπιες συνθήκες και την απουσία σημαντικών αρνητικών διαταράξεων κατά την περίοδο αυτή.

- Τέλος, άλλες ερμηνείες εστιάζουν σε αλλαγές στη δομή της οικονομίας, όπως η παγκοσμιοποίηση, η ένταση του διεθνούς ανταγωνισμού, η βελτίωση της διαχείρισης αποθεμάτων (inventory management) και οι καινοτομίες στο χρηματοοικονομικό σύστημα (financial innovation).

Πράγματι, ορισμένοι αναλυτές ερμηνεύουν τη «μεγάλη εξομάλυνση», η οποία προηγήθηκε της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης, ως αποτέλεσμα των χρηματοοικονομικών καινοτομιών που ξεκίνησαν τη δεκαετία του 1980. Η επέκταση των χρηματοοικονομικών προϊόντων μέσω των καινοτομιών διέυρνε τις επιλογές των συναλλασσομένων με τις τράπεζες και επέτρεψε την καλύτερη προσαρμογή των προσφερόμενων υπηρεσιών στις ανάγκες των επιχειρήσεων και καταναλωτών. Μια βασική ερμηνεία που προβάλλεται είναι ότι, πριν από αυτές τις καινοτομίες οι επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά αντιμετώπιζαν σημαντικά κόστη συναλλαγής που ενδεχομένως δεν επέτρεπαν την επιθυμητή διάρθρωση των χαρτοφυλακίων τους. Οι χρηματοπιστωτικές καινοτομίες, υποβοηθούμενες από τις βελτιώσεις στην τεχνολογία και την απορρύθμιση, ελαττώνουν αυτά τα κόστη, διευκολύνοντας την αναδιάρθρωση των χαρτοφυλακίων και επιτρέπουν τη μεγαλύτερη συμμετοχή των επιχειρήσεων και νοικοκυριών στις αγορές¹¹⁷.

Ένα συναφές ερώτημα που προκύπτει είναι πώς ο βαθμός χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης συνδέεται με τις κυκλικές διακυμάνσεις της οικονομίας. Η ανάπτυξη του χρηματοπιστωτικού συστήματος μπορεί να συμβάλει στην εξομάλυνση των μακροοικονομικών διακυμάνσεων μέσα από διαύλους ανάλογους με αυτούς που διευκολύνουν τη διαδικασία της μεγέθυνσης. Οι δείκτες χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης σχετίζονται αρνητικά με το εύρος του οικονομικού κύκλου. Οι διακυμάνσεις του ΑΕΠ και των συστατικών του στοιχείων είναι πιο ήπιες σε χώρες με ανεπτυγμένο χρηματοπιστωτικό τομέα και αυξημένη πιστωτική επέκταση προς τον ιδιωτικό τομέα. Συνεπώς, δεν είναι τυχαία η σπουδή την οποία επέδειξαν οι οργανισμοί άσκησης πολιτικής για τη σταθεροποίηση και υποστήριξη των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων μετά την εκδήλωση της πρόσφατης παγκόσμιας κρίσης. Η ομαλή λειτουργία

¹¹⁷ Για παράδειγμα, ένας από τους λόγους για τους οποίους η οικονομία επέδειξε μικρότερες διακυμάνσεις από τα μέσα της δεκαετίας του 1980 είναι ότι οι καινοτομίες στον χρηματοπιστωτικό τομέα βοήθησαν τα νοικοκυριά να εξομαλύνουν τη δαπάνη τους παρά τις όποιες διαταράξεις στο εισόδημά τους.

του χρηματοπιστωτικού συστήματος είναι μια σημαντική προϋπόθεση για την έξοδο από την ύφεση σε εθνικό και παγκόσμιο επίπεδο¹¹⁸.

6.4. ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ ΚΑΙ ΕΓΧΩΡΙΟ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ

Η πορεία της ελληνικής οικονομίας¹¹⁹ από τα μέσα της δεκαετίας του '90 μέχρι το 2009, οπότε και εκδηλώθηκαν τα πρώτα σημάδια της εγχώριας ύφεσης που συνεχίζεται με εντεινόμενους ρυθμούς, χαρακτηρίστηκε από υψηλούς ρυθμούς μεγέθυνσης οι οποίοι υπερέβαιναν σημαντικά τους αντίστοιχους των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ). Το αναπτυξιακό πρότυπο στηρίχτηκε στην τόνωση της εγχώριας κατανάλωσης και την ενίσχυση των επενδύσεων που σε μεγάλο βαθμό χρηματοδοτήθηκαν από εισροές κεφαλαίων από το εξωτερικό. Η επενδυτική δραστηριότητα κατευθύνθηκε κυρίως σε έργα υποδομών στους τομείς των μεταφορών, των τηλεπικοινωνιών, της ενέργειας και των κατασκευών.

Η συμμετοχή του τραπεζικού τομέα στην αναπτυξιακή αυτή διαδικασία ήταν σημαντική. Η πολιτική της σταδιακής και κατά φάσεις απελευθέρωσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος που απέβλεπε στην κατάργηση υφιστάμενων διοικητικών ρυθμίσεων επέδρασε σημαντικά στην αποτελεσματική λειτουργία του τραπεζικού συστήματος. Η πολιτική αυτή ουσιαστικά ξεκίνησε το 1987 και στη μεγαλύτερή της έκταση υλοποιήθηκε μέχρι και το 1994. Κατά συνέπεια, με την απελευθέρωση των τραπεζικών υπηρεσιών και την ένταξη του εγχώριου τραπεζικού τομέα στο χρηματοοικονομικό σύστημα της ζώνης του ευρώ, η διαμεσολαβητική δραστηριότητα των τραπεζών παρουσίασε ταχύτερη ανάπτυξη. Η αποτελεσματικότητα της λειτουργίας των τραπεζών και η παραγωγικότητά τους αυξήθηκε σημαντικά¹²⁰.

Κατά την περίοδο 1994-2012 (Διάγραμμα 6.1.), η συνολική χρηματοδότηση του εγχώριου ιδιωτικού μη τραπεζικού τομέα ως ποσοστό του ΑΕΠ υπερτριπλασιάστηκε (από 27,1% το 1991 σε 97,0% το 2012). Ιδιαίτερα έντονη άνοδο σημείωσε η

¹¹⁸ Γενικότερα λοιπόν, από τη μια πλευρά το χρηματοπιστωτικό σύστημα συνεισφέρει στην εξομάλυνση του οικονομικού κύκλου και στην οικονομική μεγέθυνση, ενώ από την άλλη υπόκειται στους κινδύνους που δημιουργεί η ανεξέλεγκτη δράση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων σε συνθήκες ατελούς πληροφόρησης και στρεβλωμένων κινήτρων.

¹¹⁹ Ξανθάκης Ε., Θωμαδάκης Σ., «Αγορές Χρήματος & Κεφαλαίου (Β' έκδοση)», σελ. 124-128.

¹²⁰ Για παράδειγμα, κατά την περίοδο 1998-2003 η αποτελεσματικότητα κόστους αυξήθηκε κατά 4,3% και η αποτελεσματικότητα σε όρους κερδών κατά 93%. Επιπλέον, η παραγωγικότητά τους, μετρούμενη με έναν δείκτη Malmquist, αυξήθηκε κατά 15%.

χρηματοδότηση των νοικοκυριών. Η στεγαστική πίστη ως ποσοστό του ΑΕΠ από 3,8% το 1994 διαμορφώθηκε στο 33,9% το 2012, ενώ η καταναλωτική πίστη ως ποσοστό του ΑΕΠ από 0,9% το 1994 έφτασε το 16,5% το 2012. Η τραπεζική χρηματοδότηση προς τις επιχειρήσεις ως ποσοστό του ΑΕΠ περίπου διπλασιάστηκε (από 22,5% το 1994 σε 46,7% το 2012).

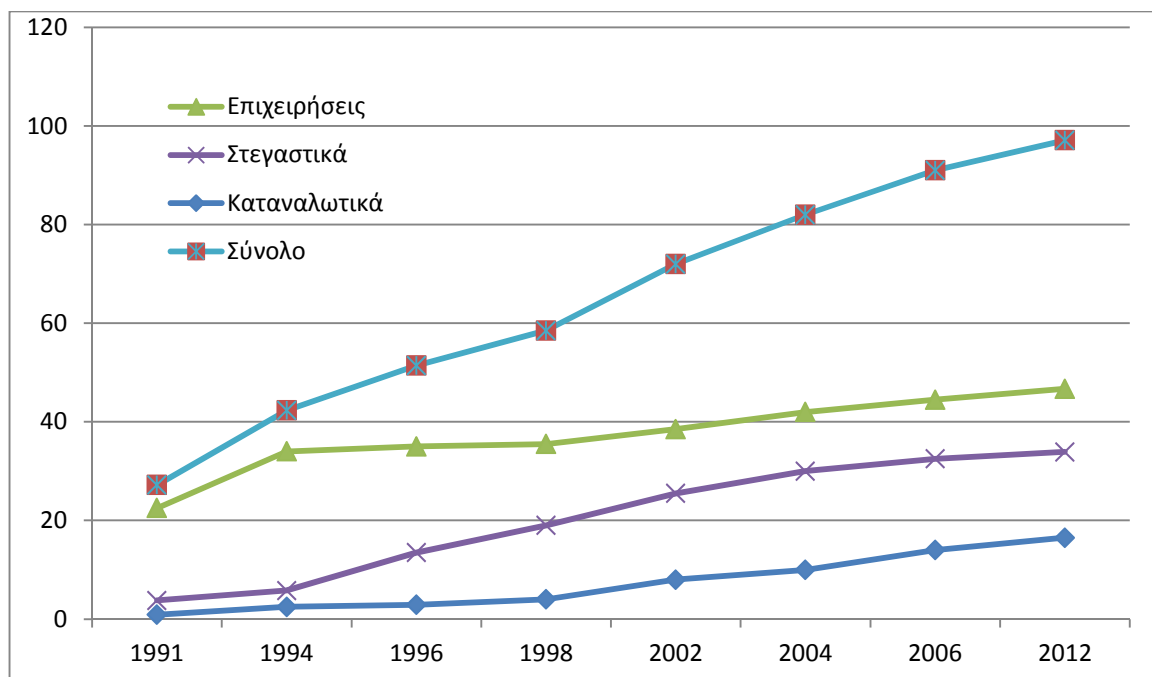
Πίνακας 6.1: Δάνεια προς τον ιδιωτικό τομέα στην Ελλάδα (ποσοστό % ΑΕΠ).

Δάνεια προς τον ιδιωτικό τομέα στην Ελλάδα (ποσοστό % ΑΕΠ)				
Έτος	Επιχειρήσεις	Στεγαστικά	Καταναλωτικά	Σύνολο
1991	22,5	3,8	0,9	27,2
1994	34,0	5,8	2,5	42,3
1996	35,0	13,5	2,9	51,4
1998	35,5	19,0	4,0	58,5
2002	38,5	25,5	8,0	72
2004	42,0	30,0	10,0	82
2006	44,5	32,5	14,0	91
2012	46,7	33,9	16,5	97,1

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΛ.ΣΤΑΤ. και Τράπεζας της Ελλάδος.

Οι εξελίξεις αυτές είχαν ως αποτέλεσμα ο λόγος δανείων προς ΑΕΠ να προσεγγίσει τον αντίστοιχο της ευρωζώνης (βλ. Πίνακα 6.1.). Η σύγκλιση αυτή ήταν ιδιαίτερα έντονη στα καταναλωτικά και στεγαστικά δάνεια λόγω της θεαματικής ανόδου των δανείων στους ιδιώτες.

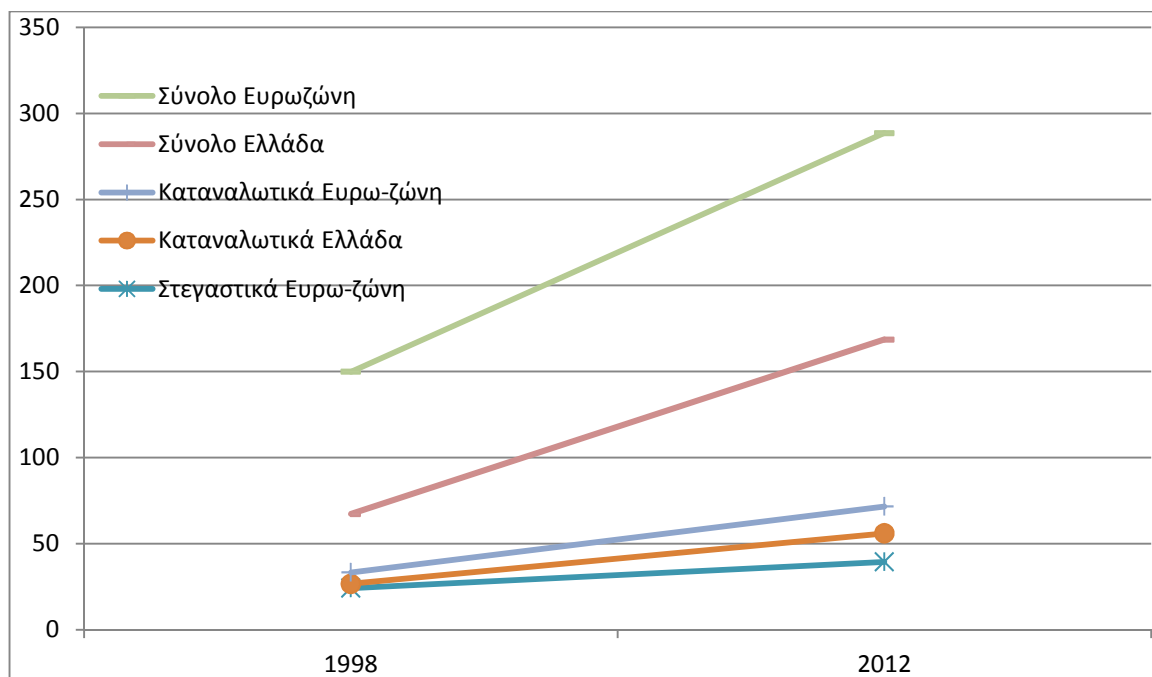
Εκτός από τις παραδοσιακές δραστηριότητες της άντλησης καταθέσεων και της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών, μεγάλη ώθηση δόθηκε στην προσφορά εξειδικευμένων τραπεζικών προϊόντων.



Διάγραμμα 6.1: Τραπεζικά δάνεια προς τον ιδιωτικό τομέα (ποσοστό % ΑΕΠ).

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΛ.ΣΤΑΤ. και Τράπεζας της Ελλάδος.

Η ευελιξία που παρείχαν τα νέα προϊόντα διέυρνε τις επιλογές των επιχειρήσεων και νοικοκυριών ως προς την κάλυψη των αναγκών τους. Η διεύρυνση των τραπεζικών καταθέσεων, που αποτελούσαν σημαντικό μέσο τοποθέτησης των ιδιωτικών αποταμιεύσεων, συνοδεύτηκε από την εξάπλωση νέων επενδυτικών και αποταμιευτικών προϊόντων που προσφέρουν εναλλακτικούς συνδυασμούς αποδόσεων και ανάληψης κινδύνων. Οι καταθέσεις εγγυημένου κεφαλαίου, τα αμοιβαία κεφάλαια και τα τραπεζοασφαλιστικά προϊόντα αποτελούν χαρακτηριστικά παραδείγματα προϊόντων, η προσφορά των οποίων συνδυάστηκε με διεύρυνση της ποικιλίας τους, προκειμένου να καλύψουν τις ανάγκες επιμέρους κατηγοριών επενδυτών.



Διάγραμμα 6.2: Δάνεια προς τον ιδιωτικό τομέα στην Ελλάδα και την ευρωζώνη (ποσοστό % ΑΕΠ).

Πηγή: ΕΛ.ΣΤΑΤ., Τράπεζα της Ελλάδος, AMECO.

Στον τομέα της επιχειρηματικής πίστης δόθηκε έμφαση στη συνολική εξυπηρέτηση των επιχειρήσεων και στη διεύρυνση των δυνατοτήτων για κάλυψη των αναγκών τους. Σημειώθηκε απλοποίηση των διαδικασιών στις συναλλαγές των επιχειρήσεων με τις τράπεζες και ευρύτατη εξάπλωση νέων χρηματοδοτικών εργαλείων που επιτρέπουν την εξυπηρέτηση των αναγκών των επιχειρήσεων χωρίς υπέρμετρη επιβάρυνση της ρευστότητάς τους.

Πίνακας 6.2: Δάνεια προς τον ιδιωτικό τομέα στην Ελλάδα και την ευρωζώνη (ποσοστό % ΑΕΠ).

Δάνεια προς τον ιδιωτικό τομέα στην Ελλάδα και την ευρωζώνη (ποσοστό % ΑΕΠ)								
Έτος	Επιχειρήσεις		Στεγαστικά		Καταναλωτικά		Σύνολο	
	Ελλάδα	Ευρω-ζώνη	Ελλάδα	Ευρω-ζώνη	Ελλάδα	Ευρω-ζώνη	Ελλάδα	Ευρωζώνη
1998	34,0	41,8	5,8	24,2	2,5	6,6	34,0	82,6
2012	46,7	64,9	33,9	39,5	16,5	15,6	97,0	120,0

Πηγή: ΕΛ.ΣΤΑΤ., Τράπεζα της Ελλάδος, AMECO.

Στα πλαίσια αυτά σημαντική εξάπλωση σημείωσαν η χρηματοδοτική μίσθωση (leasing) που επιτρέπει τη χρήση μηχανολογικού εξοπλισμού και διαρκών αγαθών με σταδιακή αποπληρωμή, καθώς και η πρακτόρευση επιχειρηματικών απαιτήσεων (factoring) που ικανοποιεί την ανάγκη για ρευστότητα μέσω της προεξόφλησης εσόδων. Επιπλέον, η διεύρυνση της ποικιλίας των εναλλακτικών προϊόντων στεγαστικής και καταναλωτικής πίστης που έλαβε χώρα, κατέστησε δυνατή τη διαχρονική κατανομή της δαπάνης των νοικοκυριών ανάλογα με τις ροές των προσδοκώμενων μελλοντικών τους εισοδημάτων, χωρίς να απαιτείται προγενέστερη αποταμίευση για την κάλυψη της απαιτούμενης δαπάνης.

Τέλος, πέρα από τη βελτίωση της εξυπηρέτησης των πελατών μέσω της προσφοράς εξειδικευμένων προϊόντων μέσω των καταστημάτων, σημαντική πρόοδος σημειώθηκε και στην προώθηση εναλλακτικών δικτύων διανομής. Η πρόσβαση σε τραπεζικές υπηρεσίες έγινε αποτελεσματικότερη χάρη στη χρήση νέων τεχνολογιών που συνέβαλαν στην προώθηση των Αυτόματων Ταμειολογιστικών Μηχανών (ATM), της τηλεφωνικής τραπεζικής και της τραπεζικής μέσω διαδικτύου. Παράλληλα, η τεχνολογική αναβάθμιση των ελληνικών τραπεζών ενίσχυσε ποικιλοτρόπως την αποτελεσματικότητά τους, καθώς, εκτός από την αναβάθμιση της ποιότητας των προϊόντων και υπηρεσιών που προσφέρουν, συνέβαλε στον εκσυγχρονισμό της εσωτερικής λειτουργίας τους και τη βελτίωση της παραγωγικότητάς τους.

Η κρίση που αντιμετωπίζει η ελληνική οικονομία συνδέεται κυρίως με τα χρόνια προβλήματα και ανισορροπίες που έχουν συσσωρευτεί και, δευτερευόντως μόνο, είναι αποτέλεσμα των επιπτώσεων της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης. Η ένταση της κρίσης, μεταξύ άλλων, είναι άμεση απόρροια της διόγκωσης του δημοσιονομικού ελλείμματος και του δημόσιου χρέους σε επίπεδα που είναι δύσκολο να ελεγχθούν. Η επιδείνωση των δημοσιονομικών επιδόσεων οφείλεται στη μη έγκαιρη και συστηματική λήψη μέτρων που ήταν απαραίτητα για τη συγκράτηση του ήδη υπέρογκου δημόσιου χρέους και τη μη εμπέδωση πολιτικών που θα εξασφάλιζαν συνθήκες συνετούς δημοσιονομικής διαχείρισης¹²¹.

¹²¹ Η επιβάρυνση των δαπανών για κοινωνική ασφάλιση, η χαμηλή αποδοτικότητα των δημοσίων δαπανών και η εκτεταμένη παραοικονομία και φοροδιαφυγή δημιούργησαν μια ιδιαίτερα δυσμενή δημοσιονομική κατάσταση που συνέβαλε στη διαμόρφωση του δημόσιου χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ σε ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα.

Είναι προφανές ότι εξάλειψη των μακροοικονομικών ανισορροπιών απαιτεί, πέρα από την προσήλωση στη δημοσιονομική πειθαρχία, την προσαρμογή προς ένα νέο διατηρήσιμο αναπτυξιακό πρότυπο. Η αναπτυξιακή δυναμική της χώρας πρέπει να γίνει πιο εξωστρεφής, προκειμένου να επιτευχθούν χαμηλά ποσοστά ανεργίας και υψηλό βιοτικό επίπεδο. Η επίτευξη αυτού του στόχου απαιτεί τη μετατόπιση της παραγωγής σε τομείς με δυναμικά συγκριτικά πλεονεκτήματα.

Η αναπτυξιακή πορεία της ελληνικής οικονομίας κατά τα τελευταία χρόνια υπήρξε εσωστρεφής. Η εσωστρέφεια αυτή αντανακλάται στη διαχρονική υποχώρηση των καθαρών εξαγωγών ως ποσοστό του ΑΕΠ, την αντίστοιχη διεύρυνση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και τη σημαντική διόγκωση του εξωτερικού χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ κατά τα τελευταία χρόνια. Η δυσμενής αυτή εξέλιξη αποτυπώνεται στην υποχώρηση της εγχώριας αποταμίευσης ως ποσοστό του ΑΕΠ σε ιδιαίτερα χαμηλά επίπεδα¹²² και, σε μεγάλο βαθμό, οφείλεται στη χαμηλή διεθνή ανταγωνιστικότητα των εγχώριος παραγόμενων προϊόντων και υπηρεσιών. Στον τομέα της μεταποίησης η παραγωγική δομή και οι εξαγωγές της χώρας κυρίως αποτελούνται από προϊόντα χαμηλής και μεσαίας τεχνολογίας που ανταγωνίζονται τις εξαγωγές χωρών με χαμηλό κόστος, ενώ οι χώρες της ΕΕ εξειδικεύονται περισσότερο σε προϊόντα υψηλής και μεσαίας τεχνολογίας τα οποία ευνοούνται από τη διάρθρωση της διεθνούς ζήτησης. Η προσφορά υπηρεσιών στις οποίες εμφανίζει συγκριτικό πλεονέκτημα, όπως ο τουρισμός, υστερεί έναντι των ανταγωνιστών.

Η ύφεση που πλήττει την ελληνική οικονομία, πέρα από τις αρνητικές επιπτώσεις στα μακροοικονομικά μεγέθη, επηρεάζει δυσμενώς και τον τραπεζικό τομέα. Οι τράπεζες είναι αντιμέτωπες με προβλήματα άντλησης ρευστότητας από τις διεθνείς αγορές λόγω της υποβάθμισης της πιστοληπτικής ικανότητας του Ελληνικού Δημοσίου. Παράλληλα, το ποσοστό των μη εξυπηρετούμενων δανείων εμφανίζει ανοδική πορεία, γεγονός που έχει αρνητικές επιπτώσεις στους τραπεζικούς ισολογισμούς. Υπό τις συνθήκες αυτές, η διοχέτευση πόρων στην πραγματική οικονομία καθίσταται δυσχερής.

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι η έντονη ανοδική πορεία των τραπεζικών δανείων κατά τη δεκαετία 1999 - 2010 έλαβε χώρα σε μια περίοδο χαμηλών επιτοκίων, ευνοϊκών προσδοκιών και ευφορίας λόγω της συμμετοχής της χώρας στην ευρωζώνη.

¹²²Η υποχώρηση της εγχώριας αποταμίευσης, και κυρίως της ιδιωτικής, μπορεί να συνδέεται και με υπερχρέωση του ιδιωτικού τομέα ως αποτέλεσμα της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης που προηγήθηκε.

Μπορεί να υποστηριχθεί ότι υπό τις συνθήκες αυτές οι τράπεζες, ανταποκρινόμενες στην υψηλή ζήτηση για δάνεια, υποεκτίμησαν τους κινδύνους μη εξυπηρέτησης των υποχρεώσεων της πελατείας τους, και δεν έδειξαν την απαιτούμενη αυτοσυγκράτηση υπό τον φόβο απώλειας μεριδίων αγοράς σε συνθήκες έντονου ανταγωνισμού¹²³.

Τα προβλήματα που αφορούν το ελληνικό τραπεζικό σύστημα δεν είναι μονοσήμαντα. Αντανακλούν τους μηχανισμούς αλληλεπίδρασης μεταξύ του χρηματοπιστωτικού τομέα και της πραγματικής οικονομίας που λειτουργούν με ιδιαίτερη ένταση υπό τις συνθήκες της παρούσας οικονομικής κρίσης. Η έξοδος από την οικονομική κρίση ευνοεί την αξιοποίηση νέων ευκαιριών. Κατά τη νέα αυτή πορεία, το εγχώριο τραπεζικό σύστημα μπορεί να αποτελέσει τον κινητήριο μοχλό για την ανάδειξη των συγκριτικών πλεονεκτημάτων και να διαδραματίσει πρωτεύοντα ρόλο στην ενεργοποίηση των αναπτυξιακών παραγόντων. Στον τομέα της επιχειρηματικής πίστης θα υπάρξουν προκλήσεις για μια πιο επιλεκτική πολιτική χρηματοδότησης προς κλάδους που ανταποκρίνονται στα συγκριτικά πλεονεκτήματα της ελληνικής οικονομίας. Οι επιχειρήσεις που θα ευνοηθούν μέσα από τη διαδικασία αυτή θα είναι εκείνες που συνδυάζουν τα παραδοσιακά συγκριτικά πλεονεκτήματα με καινοτομία και ποιότητα. Εκτός από τους παραδοσιακούς εξωστρεφείς κλάδους του τουρισμού, της ναυτιλίας, των τροφίμων κ.λπ., η ελληνική οικονομία παρουσιάζει σημαντικές αναπτυξιακές δυνατότητες σε μια σειρά από προϊόντα και υπηρεσίες που ευνοούνται από τη γεωμορφολογία, το κλίμα και τη γεωγραφική της θέση.

Η προσαρμογή σε ένα νέο πιο εξωστρεφές οικονομικό περιβάλλον αποτελεί πρόκληση για τις ελληνικές τράπεζες. Οι ελληνικές τράπεζες έχουν επενδύσει σημαντικά ποσά σε τεχνολογικό εξοπλισμό και ανθρώπινο κεφάλαιο. Διαθέτουν σύγχρονα συστήματα διαχείρισης κινδύνων και την υποδομή για συλλογή και αξιοποίηση πληροφοριών που αφορούν το επιχειρηματικό και οικονομικό περιβάλλον. Αξιοποιώντας τα εφόδια αυτά έχουν τη δυνατότητα να διοχετεύουν τους πόρους που διαχειρίζονται κατά τρόπο αποδοτικό. Η χρηματοδότηση επιχειρήσεων και δραστηριοτήτων που ανταποκρίνονται σε ένα πιο εξωστρεφές αναπτυξιακό πρότυπο εξυπηρετεί τον στόχο για αποτελεσματική κατανομή και υψηλή αποδοτικότητα των κεφαλαίων του εγχώριου

¹²³ Ως αντίλογος στην άποψη αυτή, μεταξύ των άλλων μπορεί να προταθεί το ότι η μέτρηση του κινδύνου υπόκειται σε περιορισμούς, ιδιαίτερα σε περιόδους διαρθρωτικών ανακατατάξεων, όπως αυτή που ακολούθησε την είσοδο της χώρας στη ζώνη του ευρώ. Κατά τη διάρκεια τέτοιων περιόδων είναι εξαιρετικά δυσχερής η διάκριση μεταξύ παροδικών και μονιμότερων εξελίξεων, με αποτέλεσμα να περιορίζονται περαιτέρω οι δυνατότητες ορθής αξιολόγησης των κινδύνων.

τραπεζικού συστήματος. Με την υιοθέτηση αποτελεσματικών συστημάτων πιστοδοτήσεων και διαχείρισης κινδύνων μπορούν να συμβάλλουν αποφασιστικά στην επιθυμητή και αποδοτική κατανομή των πόρων, προκειμένου η ελληνική οικονομία να βγει από την κρίση πιο ισχυρή.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Λόγω της επιρροής τους στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και την οικονομία, οι τράπεζες είναι πολύ καλά ρυθμισμένες¹²⁴ στις περισσότερες χώρες. Οι περισσότερες τράπεζες λειτουργούν κάτω από ένα σύστημα γνωστό ως κλασματικό αποθεματικό των τραπεζών, δηλαδή που έχουν στην κατοχή τους μόνο ένα μικρό απόθεμα των κεφαλαίων που έχουν κατατεθεί και δανείζουν το υπόλοιπο για το κέρδος. Με αυτή την μορφή λειτουργίας υπόκειται σε ελάχιστες κεφαλαιακές απαιτήσεις που βασίζονται σε ένα διεθνές σύνολο προτύπων του κεφαλαίου, που είναι γνωστές ως συμφωνίες της Βασιλείας.

Οι τράπεζες και κατ' επέκταση τα χρηματοπιστωτικά προϊόντα τους είναι ευπαθή σε πολλές μορφές κινδύνου και προκαλούν τα ίδια (κάτω από συγκεκριμένες περιπτώσεις) την περιστασιακή συσχέτιση συστημικών κρίσεων. Αυτοί οι κίνδυνοι περιλαμβάνουν τον κίνδυνο ρευστότητας (όπου πολλοί καταθέτες μπορεί να κάνουν αναλήψεις πέραν των διαθέσιμων πόρων), τον πιστωτικό κίνδυνο (με την πιθανότητα ότι εκείνοι που οφείλουν χρήματα στην τράπεζα δεν θα τα επιστρέψουν), καθώς και τον κίνδυνο επιτοκίου (η πιθανότητα ότι η τράπεζα θα καταστεί ασύμφορη, αν η άνοδος των επιτοκίων την αναγκάσει να πληρώσει σχετικά περισσότερα χρήματα για τις καταθέσεις που έχει από τα χρήματα που λαμβάνει επί των δανείων της).

Ο ρόλος της τράπεζας είναι η κερδοφορία και τα εργαλεία που έχει για να διαχειριστεί το ποσοστό του κέρδους της, εκτός από τα επιτόκια των δανείων που χορηγεί, είναι τα χρηματοπιστωτικά προϊόντα που διαθέτει. Είναι ηλίου φαεινότερων πως δεν μπορεί να συνάδει η κερδοφορία των τραπεζών (χρηματοπιστωτικού συστήματος) και η οικονομική ανάπτυξη και η ευημερία των απλών πολιτών μιας χώρας. Και αυτό διότι και τα δύο μέρη αποτελούν το ίδιο κλάσμα, και για να προκύπτει η ισότητα (ο πλούτος είναι ίδιος και σταθερός) πρέπει να μικραίνει ή να μεγαλώνει ο αριθμητής ή ο παρονομαστής (η τράπεζα ή ο πολίτης).

¹²⁴ Οι τραπεζικοί κανονισμοί είναι μια μορφή κυβερνητικών ρυθμίσεων που υπόκεινται οι τράπεζες σε ορισμένες απαιτήσεις τους, σε περιορισμούς και σε κατευθυντήριες γραμμές. Η ρυθμιστική δομή δημιουργεί διαφάνεια μεταξύ των τραπεζικών ιδρυμάτων, των πελατών αλλά και των επιχειρήσεων με τις οποίες ασκούν τις δραστηριότητές τους, μεταξύ των άλλων.

Διάφοροι οικονομολόγοι για τη σημαντικότητα της σχέσης μεταξύ χρηματοπιστωτικού συστήματος και οικονομικής ανάπτυξης διαφέρουν στα εξής:

- ❖ Ορισμένοι υποστηρίζουν τη σημαντικότητα της σχέσης εκτιμώντας πως οι διαμεσολαβητές επιλέγουν και προωθούν μόνο τις πλέον κερδοφόρες επιχειρήσεις διευκολύνοντας την αναπτυξιακή διαδικασία.
- ❖ Άλλοι υποστηρίζουν πως για να προχωρήσει η οικονομική ανάπτυξη πρέπει πρώτα οι επιχειρήσεις να προχωρούν και η χρηματοδότηση να ακολουθεί, υποστηρίζοντας και πάλι πως ο χρηματοπιστωτικός θεσμός σχετίζεται θετικά με την οικονομική ανάπτυξη.
- ❖ Κάποιοι θεωρούν πως κακώς δίνεται αξία στο ρόλο του νομισματικού παράγοντα στην οικονομική ανάπτυξη.
- ❖ Κάποιοι, τέλος, εκφράζουν συχνά αμφιβολίες ως προς το ρόλο που τελικά προκύπτει να έχει το χρηματοπιστωτικό σύστημα στην οικονομική ανάπτυξη.

Τα τελευταία χρόνια η ανάπτυξη των χρηματοοικονομικών αγορών οδήγησε σε ταυτόχρονη αύξηση της χρήσης χρηματοπιστωτικών προϊόντων, η αγορά των οποίων εξελίσσεται ραγδαία, ενώ ταυτόχρονα η έλευση των πιστωτικών παραγώγων (credit derivatives) προκάλεσε αύξηση της αποτελεσματικότητας της αγοράς, καλύτερη διαχείριση των κινδύνων και τελικά ανάπτυξη εξελιγμένων χρηματοπιστωτικών προϊόντων. Η αναταραχή στις αγορές που προκλήθηκε από την κατάρρευση των στεγαστικών δανείων στις ΗΠΑ, αναβίωσε το ενδιαφέρον γύρω από τα πιστωτικά παράγωγα, δεδομένου ότι πολλές εταιρίες συμμετέχουν στην αγορά μέσω σύνθετων προϊόντων. Αν και τα πιστωτικά παράγωγα αναπτύχθηκαν πρόσφατα, η αντίστοιχη αγορά παρουσιάζει εντυπωσιακή ανάπτυξη σε βάθος και διαφοροποίηση και έχει ξεπεράσει προηγούμενες προβλέψεις, ενώ η αυξημένη αποτελεσματικότητα των πιστωτικών παραγώγων επιβεβαιώνεται από τον αριθμό και το είδος των συμμετεχόντων που δρουν στην αγορά.

Η τιμολόγηση του πιστωτικού κινδύνου μέσω αυτών των προϊόντων έχει λάβει μεγάλη προσοχή τα τελευταία χρόνια στους ακαδημαϊκούς και επαγγελματικούς κύκλους, καθώς και στις οικονομικές ρυθμιστικές αρχές. Δεδομένου ότι ο πιστωτικός κίνδυνος εμπλέκεται σε όλες σχεδόν τις οικονομικές δραστηριότητες, είναι κρίσιμο ότι αυτός ο κίνδυνος πρέπει να μετράται σωστά και αποτελεσματικά στην αγορά.

Η έλευση της χρηματοοικονομικής κρίσης προκάλεσε ιδιαίτερη μόχλευση στην χρηματοπιστωτική αγορά, καθώς οι κίνδυνοι ρευστότητας και αθέτησης έγιναν πιο έντονοι στις διεθνείς αγορές, με αποτέλεσμα τα συμβόλαια CDS να βρίσκονται στο επίκεντρο αγοραπωλησιών μεταξύ των επενδυτών, αφού τους προστατεύουν από ενδεχόμενη ζημιά σε περίπτωση αθέτησης μιας πληρωμής και όταν συμβαίνει γενικότερα ένα πιστωτικό γεγονός. Η εξέταση των spreads των ελληνικών ομολόγων και των ελληνικών CDS λαμβάνει εξαιρετικό ενδιαφέρον, μεσούσης της οικονομικής κρίσης στη χώρα μας, καθώς η παγκόσμια επιστημονική κοινότητα εξετάζει τις χρηματοοικονομικές εξελίξεις μέσω αυτών των μεγεθών.

Από τις περισσότερο πολύπλοκες μορφές επενδύσεων, τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα κατασκευάστηκαν από ειδικούς επιστήμονες που είχαν μικρή σχέση με την επιστήμη της χρηματοοικονομικής, προκειμένου να επιτύχουν τη μείωση του πιστωτικού κινδύνου για τις επιχειρήσεις και τους επενδυτές. Από την άλλη πλευρά, το άκουσμά τους και μόνο τρομάζει αρκετούς από τους ανθρώπους που προσπαθούν δειλά-δειλά να προσεγγίσουν και να κατανοήσουν επαρκώς τη λειτουργία τους. Θα πρέπει να επισημανθεί ότι η χρήση των παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων απαιτεί απόλυτη γνώση των κανόνων λειτουργίας τους και των λόγων για τους οποίους αυτά δημιουργήθηκαν.

Η ραγδαία ανάπτυξη των χρηματοοικονομικών αγορών με την είσοδο νέων χρηματοπιστωτικών προϊόντων, έχει προκαλέσει σημαντική μόχλευση στις διεθνείς αγορές, ενώ η οικονομική κρίση που πλήττει την Ελλάδα και άλλες ευρωπαϊκές χώρες έχει εγείρει σημαντικά ζητήματα στη διαχείριση του πιστωτικού κινδύνου και τη διατήρηση της πιστοληπτικής ικανότητας μιας χώρας. Η οριοθέτηση των χρηματοπιστωτικών αυτών αγορών και η προστασία των εθνικών οικονομιών στην Ευρώπη είναι ζητήματα που θα απασχολήσουν τη διεθνή επιστημονική κοινότητα και τις κρατικές αρχές στο μέλλον, ώστε το οικονομικό σύστημα να γίνει βιωσιμότερο και πιο λειτουργικό τα επόμενα χρόνια.

Η ύπαρξη ανεπτυγμένων και αποτελεσματικών χρηματοοικονομικών και χρηματοπιστωτικών συστημάτων συμβάλλει καθοριστικά στη διαδικασία της οικονομικής μεγέθυνσης. Η άποψη έχει λάβει σημαντική υποστήριξη από πληθώρα εμπειρικών αναλύσεων που έχουν παρουσιαστεί στη διεθνή βιβλιογραφία. Επιπλέον, άλλες αναλυτικές προσεγγίσεις τονίζουν την προκυκλικότητα του χρηματοπιστωτικού

συστήματος η οποία μπορεί να οδηγήσει σε κρίσεις. Από την άλλη πλευρά, μια σειρά από πρόσφατες μελέτες αναδεικνύει τον ρόλο του χρηματοπιστωτικού συστήματος στην εξομάλυνση των οικονομικών διακυμάνσεων και, ειδικότερα, στο εύρος και τη διάρκεια του οικονομικού κύκλου. Η ελληνική οικονομία βρίσκεται σε ένα κρίσιμο σταυροδρόμι. Η επαναφορά σε θετικούς ρυθμούς μεγέθυνσης είναι απαραίτητη για την έξοδο από την κρίση και τη μετρίαση των παράπλευρων απωλειών της προσπάθειας δημοσιονομικής εξυγίανσης. Ένα εύρωστο χρηματοπιστωτικό σύστημα αποτελεί προϋπόθεση για την επίτευξη των στόχων αυτών. Για να επιτελέσει τον ρόλο αυτό το χρηματοπιστωτικό σύστημα θα πρέπει να εντοπιστούν και να ενθαρρυνθούν οι παράγοντες εκείνοι που διευκολύνουν την αναπτυξιακή του πτυχή και, ταυτόχρονα, μετριάζουν τους κινδύνους που δημιουργούνται σε συνθήκες ατελούς πληροφόρησης και στρεβλωμένων κινήτρων.

Αρα τα σύγχρονα χρηματοπιστωτικά μέσα δημιουργούνται για να καλύψουν μια ανάγκη του χρηματοοικονομικού συστήματος. Η δημιουργία των μέσων αυτών, όχι μόνο δεν πρόκειται να σταματήσει, αλλά αναμένεται να πολλαπλασιαστεί και να πάρει και άλλες μορφές στο μέλλον. Από την άλλη πλευρά η ίδια η αποτελεσματικότητα, η ασφάλεια και η ακεραιότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος εξαρτάται από την επάρκεια των γνώσεων των συναλλασσομένων και των ασφαλιστικών δικλίδων που δημιουργούνται, τόσο σε επίπεδο θεσμών όσο και σε επίπεδο ξεχωριστών επενδυτικών οντοτήτων και μεμονωμένων επενδυτών.

ΑΡΚΤΙΚΟΛΕΞΑ

- Α.Ε.: Ανώνυμη Εταιρεία
- Α.Ε.Π.: Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν
- Α.Ν. : Αναγκαστικός Νόμος
- Α.Ν.Ε.: Ανώνυμη ναυτιλιακή εταιρεία
- ΑΤΜ: Αυτόματων Ταμειολογιστικών Μηχανών
- Α.Φ. : Αριθμός Φύλλου
- ΓΟΣ: Γενικοί Όροι Συναλλαγών
- ΔΑΜ: Δικαιώματα Αγοράς Μετοχών
- ΔΛΠ: Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα
- ΔΠΧΠ: Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης
- Δ.Σ. : Διοικητικό Συμβούλιο
- ΕΕ: Ευρωπαϊκή Ένωση
- Ε.Ε.: Ετερόρρυθμη Εταιρεία
- Ε.Ε.Τ. : Ένωση Ελληνικών Τραπεζών
- ΕΚΤ: Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα
- Ε.Π.Ε.: Εταιρεία Περιορισμένης Ευθύνης
- ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.: Εταιρία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί των Παραγώγων
- ΗΠΑ: Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής
- Η/Υ: Ηλεκτρονικός Υπολογιστής
- Κ.ά.: και άλλα
- Κ.λπ.: και λοιπά
- Ν.: Νόμος
- Ν.Π.Δ.: Νομικά πρόσωπα Δημοσίου
- Ν.Π.Δ.Δ.: Νομικά πρόσωπα Δημοσίου Δικαίου
- Ν.Π.Ι.Δ.: Νομικά πρόσωπα Ιδιωτικού Δικαίου
- Ο.Ε.: Ομόρρυθμη Εταιρεία
- ΟΟΣΑ: Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης
- Ο.π.: Όπως παραπάνω
- ΟΣΕΚΑ: Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες

- ΟΤΕ: Οργανισμός Τηλεπικοινωνιών Ελλάδας
- Π.Δ.: Προεδρικό Διάταγμα
- Π.Δ.Τ.Ε : Πράξη Διοικητή Τραπέζης Ελλάδος
- Π.χ. : παραδείγματος χάρη
- π.Χ.: προ Χριστού
- ΣΔΙΤ: Συμπράξεις Δημόσιου και Ιδιωτικού Τομέα
- ΣΕΠΠΕ: Συνολική Ετήσια Πραγματική Ποσοστιαία Επιβάρυνση
- ΣΚΣΕ: Σύστημα Καταγγελθεισών Συμβάσεων Επιχειρήσεων
- ΣΜΕ: Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης
- ΣΟΣ: Σύστημα Οικονομικής Συμπεριφοράς
- ΣΣΚ: Σύστημα Συγκέντρωσης Κινδύνων
- ΣΤΔ: Σύστημα ταυτοτήτων - Διαβατηρίων
- ΣΜΕ: Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης
- ΥΠ: Υπουργική Απόφαση
- ΦΠΑ: Φόρος Προστιθέμενης Αξίας
- Φ.Ε.Κ : Φύλλο Εφημερίδος της Κυβερνήσεως
- Χ.Α.Α. : Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών
- Χ.Π.Α. : Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών
- ΧΠΑ: Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών
- ECOFIN: Economic and Financial Affairs Council (Συμβούλιο Οικονομικών και Δημοσιονομικών Υποθέσεων)
- EMV: Europay, Mastercard and Visa
- EPC: European Payment Council
- PIN: Personal Identification Number
- SEPA: Single Euro Payments Area
- SCF: SEPA Cards Framework
- ATHIBOR : Athens Interbank Offered Rate
- C.B.O.E. : Chicago Board Options Exchange
- C.B.O.T. : Chicago Board of Trade
- C.M.E. : Chicago Mercantile Exchange
- DR's : Depository Receipts
- U.S. : United States
- F.R.A.: Forward Rate Agreement
- D.R.: Depository Receipts

- F.R.A.: Forward Rate Agreements
- BIS: Bank for International Settlements
- OTC : Over The Counter
- MiFID: Markets in Financial Instruments Directive
- VaR: Value at Risk
- NYSE: New York Stock Exchange
- CCIRS: Cross Currency IRS
- SEPA: Single Euro Payments Area (Ενιαίος Χώρος Πληρωμών σε Ευρώ)
- CDO: Collateralized Debt Obligation

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- **Βιβλία**

- Αγγελόπουλος Π., «Τράπεζες και Χρηματοπιστωτικό Σύστημα Γ' έκδοση (Αγορές- Προϊόντα-Κίνδυνοι)», Εκδόσεις: Σταμούλη, Έτος έκδοσης; 2010
- Αγγελόπουλος Π., «Εισαγωγή στα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα (Financial Derivatives)», Εκδόσεις: Σταμούλη Α.Ε., Έτος Έκδοσης; 2011
- Γεωργόπουλος Α., «Σύγχρονες τάσεις διεθνοποίησης των εμπορικών, παραγωγικών και χρηματοπιστωτικών σχέσεων», Εκδόσεις: Σάκκουλας, Έτος έκδοσης; 1998
- Γλύκας Μ., Ξηρογιάννης Γ., Σταϊκούρας Χ., «Οργάνωση και Διοίκηση Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων», Εκδόσεις: Παπαζήση Εκδόσεις ΑΕΒΕ, Έτος έκδοσης; 2006
- Ζοπουνίδης Κ., «Σύγχρονα Θέματα Τραπεζικού Μάνατζμεντ», Εκδόσεις: Κλειδάριθμος ΕΠΕ Εκδόσεις, Έτος έκδοσης; 2009
- Ζοπουνίδης Κ., «Βασικές αρχές και σύγχρονα θέματα του Χρηματοοικονομικού μάνατζμεντ», Εκδόσεις: Κλειδάριθμος, Έτος έκδοσης; 2003
- Λάος Ν., «Χρηματοοικονομική Μηχανική», Εκδόσεις: Δίαυλος, Έτος έκδοσης; 2003
- Μελάς Κ., «Εισαγωγή στην τραπεζική χρηματοοικονομική διοικητική», Εκδόσεις: Εξάντας Εκδοτική Α.Ε., Έτος έκδοσης; 2009
- Μπαλωμένου Χ., «Το Ελληνικό Τραπεζικό Σύστημα και οι Διαδικασίες Αξιολόγησης και Έγκρισης Επενδυτικών Σχεδίων», Εκδόσεις: Παπαζήση Εκδόσεις ΑΕΒΕ, Έτος έκδοσης; 2003
- Ξανθάκης Ε., Θωμαδάκης Σ., «Αγορές Χρήματος & Κεφαλαίου (Β' έκδοση)», Εκδόσεις: Σταμούλη, Έτος έκδοσης; 2011
- Συλλογικό Έργο, «Η Διεθνής Χρηματοπιστωτική Κρίση και η Ελλάδα», Εκδόσεις: Economia Business Tank, Έτος έκδοσης; 2008
- Τριαντόπουλος Χ., «Εποπτεία Τραπεζικού Συστήματος, η Ευρωπαϊκή Εμπειρία και το Νέο Κανονιστικό Πλαίσιο», Εκδόσεις: Παπαζήση Εκδόσεις ΑΕΒΕ, Έτος έκδοσης; 2008

- **Μελέτες – Άρθρα**

- Γεωργιάδης Ν., «Ειδική Μελέτη: Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα», Δημοσιευμένη στον οικονομικό οδηγό «Money Show», Έτος δημοσίευσης: 1997.
- Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Fin-Focus: «ΓΔ Εσωτερική αγορά & Υπηρεσίες Ενημερωτικό δελτίο για τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες», 2008
- Τζαβαλής Ηλ., «Μελέτες για το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα», Εκδόσεις: Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών. Εταιρεία Ο.Π.Α. Α.Ε., Έτος έκδοσης; 2010
- Market Review of OTC Derivative Bilateral Collateralization Practices: http://www.isda.org/c_and_a/pdf/Collateral-Market-Review.pdf

- **Ιστοσελίδες**

- ❖ **EUROPA, Σύνοψη της νομοθεσίας της ΕΕ:**

- http://europa.eu/legislation_summaries/internal_market/single_market_services/financial_services_general_framework/mi0068_en.htm
- http://europa.eu/legislation_summaries/other/l24036a_el.htm
- http://ec.europa.eu/internal_market/bank/regcapital/legislation_in_force_en.htm

- ❖ **Consilium, Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης:**

- <http://www.consilium.europa.eu/policies/council-configurations/economic-and-financial-affairs?lang=el>
- <http://www.consilium.europa.eu/media/1237877/sn02860-re01.e111-pub.pdf>

- ❖ **Organisation for Economic Co-operation and Development:**

- <http://www.oecd.org/employment/unemployment-set-to-remain-high-in-oecd-countries-through-2014youth-and-low-skilled-hit-hardest.htm>

- ❖ **Official website of Russia's G20 Presidency:**

- <http://www.g20.org/events/>

- ❖ **Oxfordfutures:**

- <http://www.oxfordfutures.com/futures-education/futures-fundamentals/players.htm>

- ❖ **World Trade Organization (WTO):**

- http://www.wto.org/english/thewto_e/whatis_e/who_we_are_e.htm

- ❖ **Wikipedia, διεθνής - ελεύθερη εγκυκλοπαίδεια::**

- [http://en.wikipedia.org/wiki/Share_\(finance\)](http://en.wikipedia.org/wiki/Share_(finance))
- [https://en.wikipedia.org/wiki/Bond_\(finance\)](https://en.wikipedia.org/wiki/Bond_(finance))
- [http://en.wikipedia.org/wiki/Option_\(finance\)](http://en.wikipedia.org/wiki/Option_(finance))
- [http://en.wikipedia.org/wiki/Swap_\(finance\)](http://en.wikipedia.org/wiki/Swap_(finance))
- http://en.wikipedia.org/wiki/Equity_markets
- http://en.wikipedia.org/wiki/Repurchase_agreement
- http://en.wikipedia.org/wiki/File:TED_Spread.png
- http://en.wikipedia.org/wiki/Single_Euro_Payments_Area
- http://en.wikipedia.org/wiki/Overshooting_model
- http://en.wikipedia.org/wiki/Futures_contract
- http://en.wikipedia.org/wiki/IKB_Deutsche_Industriebank

❖ **Ευρετήριο οικονομικών όρων:**

- <http://www.euretirio.com/2010/06/forward-prothesmiako-symvolaio.html>
- <http://www.euretirio.com/2010/06/xreografo.html>
- <http://www.euretirio.com/2010/06/forward-prothesmiako-symvolaio.html>

❖ **Auktionshaus Tschöpe:**

- <http://www.tschoepe.de/auktion51/auktion51.htm>