



## ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ – ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ



## ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΑΣ ΣΕ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΕΥΡΩΠΗ



ΕΙΣΗΓΗΤΗΣ : κ. ΑΠΟΣΤΟΛΟΣ ΧΡΙΣΤΟΠΟΥΛΟΣ

ΣΥΝΤΑΚΤΕΣ : ΜΑΚΡΑΚΗ ΕΛΠΙΣ (αρ. μητρώου 13610)

ΠΑΠΠΑ ΣΤΑΥΡΙΑΝΗ (αρ. μητρώου 13673)

## Ευχαριστίες

---

Θα θέλαμε να ευχαριστήσουμε θερμά όλους τους ανθρώπους οι οποίοι συνέβαλλαν στην ολοκλήρωση της παρούσας εργασίας. Ιδιαίτερα όμως ευχαριστούμε τον καθηγητή μας κ. Χριστόπουλο Α. για τις πολύτιμες συμβουλές του αλλά και την καθοδήγησή του στη συγκέντρωση του απαραίτητου υλικού χωρίς το οποίο η πραγματοποίηση της παρούσας εργασίας θα ήταν αδύνατη.

## Περίληψη

---

Η χρησιμότητα της παρούσας εργασίας, έγκειται στην ανάδειξη της σημασίας της αγοράς χρήματος στην πορεία της οικονομίας μιας χώρας. Από την ανάλυση των επιμέρους κεφαλαίων θα προκύψουν χρήσιμα στοιχεία που αφορούν την αγορά χρήματος.

Ειδικότερα, στο πρώτο κεφάλαιο περιγράφεται το πλαίσιο της αγοράς χρήματος. Ερμηνεύεται η έννοιά της, οι βασικές λειτουργίες που τη διέπουν καθώς και οι κίνδυνοι που τη διακατέχουν.

Στο δεύτερο κεφάλαιο, επιχειρείται η παρουσίαση της αγοράς χρήματος στην Ελλάδα. Αναλύονται τα κυριότερα χρηματοπιστωτικά μέσα όπως τα Έντοκα Γραμμάτια του Ελληνικού Δημοσίου, τα ομόλογα (τραπεζικά και επιχειρήσεων), τα Πιστοποιητικά Κατάθεσης, τα Repos, τα Call και Put Options κ.ά. Επίσης, παρουσιάζεται το ελληνικό Χρηματιστήριο Αξιών όπως αυτό δομείται αλλά και η εξέλιξη των ομολόγων του Δημοσίου μέχρι το έτος αναφοράς μας 2010.

Στο τρίτο κεφάλαιο, παρουσιάζεται η ευρωπαϊκή αγορά χρήματος και η δυναμική αλληλεξάρτησης των ευρωπαϊκών χρηματιστηρίων. Περιγράφεται η εμφάνιση των ευρωομολόγων αλλά και το κόστος δανεισμού στην ευρωπαϊκή εταιρική αγορά ομολόγων.

Τέλος, η εργασία ολοκληρώνεται στο τέταρτο κεφάλαιο όπου επιχειρείται μια συγκριτική αξιολόγηση της ελληνικής και της ευρωπαϊκής χρηματαγοράς, της ανάλυσης της ιδιαιτερότητας της Ελλάδας και της ανάγκης απεξάρτησης από τις διεθνείς χρηματαγορές.

## Πίνακας Περιεχομένων

---

<b>Ευχαριστίες</b> .....	2
<b>Περίληψη</b> .....	3
<b>Πίνακας Περιεχομένων</b> .....	4
<b>Πρόλογος</b> .....	6
<b>Κεφάλαιο 1<sup>ο</sup> - Η Αγορά Χρήματος και Κεφαλαίου</b> .....	8
1.1. Η έννοια της Αγοράς Χρήματος και Κεφαλαίου.....	8
1.2. Οι βασικές λειτουργίες της Αγοράς Χρήματος.....	10
1.2.1. Ο προσδιορισμός του επιτοκίου στην χρηματαγορά.....	11
1.2.2. Η ανακατανομή των χρηματοοικονομικών πόρων.....	122
1.2.3. Ο καθορισμός της τιμής αγοράς μελλοντικών χρηματικών απαιτήσεων.....	122
1.3. Οι πρωτογενείς και δευτερογενείς αγορές κεφαλαίου.....	133
1.4. Οι συμμετέχοντες στη χρηματαγορά.....	14
1.5. Ο κίνδυνος στην αγορά χρήματος.....	15
1.5.1. Ο κίνδυνος από τη μεταβολή των τιμών.....	15
1.5.2. Ο κίνδυνος από τη μεταβολή των επιτοκίων.....	166
<b>Κεφάλαιο 2<sup>ο</sup> - Η Χρηματαγορά και η Κεφαλαιαγορά στην Ελλάδα</b> .....	17
2.1. Τα κυριότερα χρηματοπιστωτικά μέσα στην ελληνική χρηματαγορά.....	17
2.2. Τα Έντοκα Γραμμάτια του Ελληνικού Δημοσίου.....	18
2.2.1. Τα χαρακτηριστικά των έντοκων γραμματίων.....	18
2.3. Οι ειδικές ρυθμίσεις της Τράπεζας Ελλάδας για τα Έντοκα Γραμμάτια του Ελληνικού Δημοσίου.....	20
2.4. Τα κυριότερα είδη ομολογίων στην κεφαλαιαγορά.....	211
2.4.1. Τα τραπεζικά ομόλογα (διάρκεια μέχρι ένα έτος) και τα κυριότερα χαρακτηριστικά τους.....	222
2.4.2. Τα Ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου.....	23
2.4.3. Ομόλογα Ιδιωτικών Επιχειρήσεων (Εμπορικά Χρεόγραφα).....	25
2.5. Ομοιότητες και διαφορές ομολόγων και ομολογίων.....	266
2.6. Οι παράγοντες που συμβάλλουν στην προσφορά και στη ζήτηση ομολόγων.....	27
2.7. Τα Πιστοποιητικά Κατάθεσης ως χρηματοπιστωτικό μέσο.....	28
2.8. Η χρήση των Γραμματίων Τραπεζικής Αποδοχής.....	29
2.9. Η αξιοποίηση των Repos.....	30
2.10. Οι επενδύσεις σε Options και Futures.....	311
2.10.1. Τα Call Options και τα Put Options.....	311
2.10.2. Οι επενδύσεις σε Futures.....	322

2.11. Λοιπά χρεόγραφα της αγοράς χρήματος.....	32
2.12. Έννοια, ρόλος και σκοπός των χρηματιστηρίων αξιών στην αγορά κεφαλαίου	33
2.12.1. Η δομή και η οργάνωση του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.).....	355
2.13. Πλαίσιο εποπτείας καλυμμένων ομολόγων που εκδίδονται από πιστωτικά ιδρύματα (covered bonds).....	36
2.14. Εξελίξεις στην αγορά ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου.....	38
<b>Κεφάλαιο 3<sup>ο</sup> - Η Κεφαλαιαγορά στην Ευρώπη</b> .....	<b>40</b>
3.1. Τα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια και η δυναμική αλληλεξάρτησής τους.....	40
3.2. Η λειτουργία των ευρωπαϊκών αγορών χρήματος.....	41
3.3. Η εμφάνιση των Ευρωομολόγων.....	43
3.4. Το κόστος δανεισμού στην ευρωπαϊκή εταιρική αγορά ομολόγων.....	44
3.5. Τα ευρωπαϊκά τραπεζικά ομόλογα στο επίκεντρο το 2010.....	44
<b>Κεφάλαιο 4<sup>ο</sup> - Συγκριτική ανάλυση χρηματοοικονομικού συστήματος Ελλάδας και υπόλοιπης Ευρώπης</b> .....	<b>47</b>
4.1. Τα περιθώρια των ελληνικών ομολόγων σε σχέση με τα αντίστοιχα ευρωπαϊκά	47
4.2. Το spread των ελληνικών ομολόγων σε σύγκριση με ευρωπαϊκά ομόλογα.....	49
4.3. Η ιδιαιτερότητα της Ελλάδας, η ανάγκη απεξάρτησης της από τις διεθνείς χρηματαγορές.....	50
<b>Επίλογος</b> .....	<b>54</b>
<b>Βιβλιογραφία</b> .....	<b>56</b>
<b>Παράρτημα</b> .....	<b>58</b>
Κατάλογος Πινάκων.....	58

## Πρόλογος

---

Το χρηματοοικονομικό σύστημα αποτελεί ένα σύνολο θεσμικών προδιαγραφών που δημιουργούν ένα περιβάλλον που διευκολύνει τη μεταβίβαση κεφαλαίων μεταξύ οικονομικών μονάδων. Πρόκειται λοιπόν για ένα σύστημα που παρέχει τα μέσα και τις υπηρεσίες για την απρόσκοπτη μεταβίβαση οικονομικών πόρων από τις πλεονασματικές στις ελλειμματικές μονάδες. Στην πράξη, μπορούμε να διακρίνουμε μεταξύ δύο συστατικών του χρηματοδοτικού συστήματος με βάση τη χρονική διάρκεια των διακινούμενων τίτλων (χρεογράφων ή αξιόγραφων): αγορά χρήματος (και συναλλάγματος) και αγορά κεφαλαίου.

Η αγορά χρήματος είναι η αγορά όπου οι διάφοροι ενδιαφερόμενοι (δημόσιοι οργανισμοί, τράπεζες, επιχειρηματικές μονάδες και φυσικά πρόσωπα) μπορούν να δανειστούν ή να δανείσουν για σύντομα χρονικά διαστήματα. Ο δανεισμός μπορεί να γίνει απευθείας δια μέσου των πιστωτικών οργανισμών ή μέσω ομολόγων. Παρά το γεγονός ότι στην Ελλάδα η αγορά χρήματος χρησιμοποιείται και για χρηματοδότηση μακροχρόνιων επενδύσεων, διεθνώς η αγορά χρήματος είναι εκείνο το πιστωτικό δίκτυο στο οποίο εκτελούνται βραχυχρόνιες συναλλαγές σε έντοκα γραμμάτια του δημοσίου, εμπορικά χρεόγραφα, διαπραγματεύσιμα ομόλογα καταθέσεων κ.ά.

Η αγορά κεφαλαίου χαρακτηρίζει το θεσμό μέσω του οποίου διακινούνται αξιόγραφα (αποδεικτικά χρέους ή ιδιοκτησίας) με μακροχρόνιο επενδυτικό ορίζοντα (κατά κανόνα άνω του έτους). Η διακίνηση αυτών των τίτλων γίνεται σε οργανωμένες αγορές και τα βασικά χαρακτηριστικά τους είναι ο υψηλότερος κίνδυνος αθέτησης των υποχρεώσεων από πλευράς των εκδοτών, και η σημαντική διακύμανση των τιμών των αξιόγραφων.

Το χρηματοοικονομικό σύστημα δημιουργήθηκε για να ικανοποιήσει τις ανάγκες που προέρχονται από την ύπαρξη ετεροχρονισμού μεταξύ εισπράξεων και πληρωμών και λειτουργεί παράλληλα με την αγορά καταθέσεων και βραχυχρόνιων πιστώσεων. Οι διαφορές διαχρονικά μεταξύ εισπράξεων και πληρωμών δημιουργεί για τις οικονομικές μονάδες άλλοτε χρηματικά πλεονάσματα και άλλοτε ελλείμματα. Οι οικονομικές μονάδες με πλεονάσματα επιθυμούν να τοποθετήσουν τα χρήματά τους σε επενδύσεις με αποδόσεις τουλάχιστον ίσες μ' αυτές που θα μπορούσαν να επιτύχουν κάπου αλλού. Οι έχοντες ελλείμματα στην προσπάθειά τους να

χρηματοδοτήσουν βραχυπρόθεσμες απαιτήσεις είναι διατεθειμένοι να καταβάλουν την τιμή (επιτόκιο) που απαιτούν οι έχοντες πλεονάσματα. Η ζητούμενη και προσφερόμενη ποσότητα για συγκεκριμένα χρεόγραφα διαμορφώνουν το αγοραίο επιτόκιο ή την απαιτούμενη απόδοση για κάθε χρεόγραφο. Η αγορά κεφαλαίου μπορεί να θεωρηθεί ότι αποτελείται από την αγορά καταθέσεων και πιστώσεων και την αγορά χρεογράφων.

Το ομολόγο, είναι ένας επενδυτικός τίτλος χρέους, στον οποίο αναγράφεται ότι ο κάτοχός του έχει δανείσει ένα χρηματικό ποσό (ονομαστική αξία του ομολόγου) στον εκδότη του ομολόγου (κράτος, οργανισμός ή ιδιωτική εταιρία). Ο εκδότης του ομολόγου (ο δανειζόμενος) υποχρεούται, συνήθως, να καταβάλλει στον κάτοχό του (δηλαδή στο δανειστή του) ένα σταθερό ποσό τόκου σε τακτά χρονικά διαστήματα και κατά την ημερομηνία λήξης του ομολόγου να επιστρέψει στον κάτοχό του την ονομαστική του αξία, δηλαδή το αρχικό του κεφάλαιο.

Οι δυνατότητες αποδόσεων και «συγκινήσεων» που προσφέρουν οι διεθνείς αγορές ομολόγων σε ορισμένες περιπτώσεις θα μπορούσαν να υπερβούν ακόμα και τις μέσες ετήσιες αποδόσεις της εγχώριας χρηματιστηριακής αγοράς.

Από τα στοιχεία που θα παρατεθούν στα κεφάλαια της παρούσας εργασίας, με έτος αναφοράς το 2010, θα καταβληθεί προσπάθεια να αναδειχθεί αυτή ακριβώς η σημασία των ομολόγων, των *repos*, των εντόκων γραμματίων του δημοσίου και των υπόλοιπων χρηματοπιστωτικών μέσων στην αγορά χρήματος.

## Κεφάλαιο 1<sup>ο</sup> - Η Αγορά Χρήματος και Κεφαλαίου

---

### 1.1. Η έννοια της Αγοράς Χρήματος και Κεφαλαίου

---

Η αγορά χρήματος (χρηματαγορά) είναι η αγορά στην οποία διακινούνται χρεόγραφα βραχυχρόνιας διάρκειας. Στην Ελλάδα η διάρκειά τους είναι 3, 6 ή 12 μήνες. Στις ΗΠΑ είναι 13, 26 ή 52 εβδομάδες, αντίστοιχα, ενώ στη Γαλλία είναι 4 ή 7 εβδομάδες και στην Αγγλία συνήθως 13 εβδομάδες. Η αγορά χρήματος αντιστοιχεί στο δίκτυο πιστωτικών οργανισμών μέσω του οποίου συναντώνται οι οικονομικές μονάδες για να συνάψουν συμβόλαια για δάνεια. Σε αυτή την αγορά διακινούνται χρεόγραφα (πιστοποιητικά χρέους) βραχυχρόνιας διάρκειας (κατά κανόνα κάτω του ενός έτους). Τα βασικά χαρακτηριστικά αυτών των χρεογράφων είναι<sup>1</sup>:

- 1) Η διάρκεια (συνήθως μέχρι ένα χρόνο).
- 2) Ο χαμηλός κίνδυνος αθέτησης των υποχρεώσεων του εκδότη των χρεογράφων.
- 3) Ο υψηλός βαθμός ρευστοποίησης τους. Τα περισσότερα χρεόγραφα που διακινούνται στην αγορά χρήματος θεωρούνται ότι είναι περίπου ισοδύναμα με το χρήμα.

Η αγορά κεφαλαίου (κεφαλαιαγορά) είναι το σύστημα μέσω του οποίου διοχετεύονται κεφάλαια (αποταμιεύσεις) διαφόρων προσώπων (φυσικών ή νομικών) προς άλλα πρόσωπα (φυσικά ή νομικά) με σκοπό τα τελευταία αυτά πρόσωπα να επενδύσουν τα κεφάλαια εντός της πραγματικής οικονομίας υπό μορφή πάγιων επενδύσεων (π.χ. ακίνητα, εξοπλισμό, μηχανήματα ή αποθέματα). Ως εκ του σκοπού, ο ορίζοντας των ροών αυτών είναι μεσοπρόθεσμος και μακροπρόθεσμος.

Η πρωτογενής αγορά κεφαλαίου αναφέρεται στην έκδοση νέων μετοχών και ομολογιών ή νέων κρατικών ομολόγων. Τα έσοδα των νέων αυτών εκδόσεων πηγαίνουν στις εταιρίες ή το δημόσιο που εκδίδουν τα χρηματοδοτικά προϊόντα. Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα παίζουν σημαντικό ρόλο στην πρωτογενή αγορά. Βρίσκονται μεταξύ των επιχειρήσεων που εκδίδουν τα χρεόγραφα και των υποψηφίων επενδυτών παρέχοντας στις επιχειρήσεις έναν σημαντικό αριθμό

---

<sup>1</sup> Καραθανάσης Γ., (1996), «Βασικές αρχές χρηματοοικονομικής διοίκησης και χρηματιστηριακές αγορές», Εκδόσεις Μπένος, Αθήνα, σελ. 204.



υπηρεσιών. Τα ιδρύματα αυτά γνωρίζουν την κατάσταση που επικρατεί στην αγορά και πληροφορούν τις επιχειρήσεις, μεταξύ των άλλων, τι ποσά μπορούν να αντλήσουν και τι είδους χρεόγραφα πρέπει να εκδοθούν έτσι ώστε η άντληση κεφαλαίων να γίνει με τον αποτελεσματικότερο τρόπο.

Η δευτερογενής αγορά κεφαλαίου είναι η αγορά όπου γίνεται η αγοραπωλησία των υπαρχόντων αξιογράφων. Η σπουδαιότητα της δευτερογενούς αγοράς έγκειται στο ότι προσφέρει ρευστότητα η οποία με τη σειρά της κάνει την πρωτογενή αγορά περισσότερο ελκυστική αφού οι επενδυτές ανά πάσα στιγμή μπορούν να πωλήσουν τα χρεόγραφα στη δευτερογενή αγορά. Οι δευτερογενείς αγορές μπορεί να είναι είτε οργανωμένες είτε μη οργανωμένες.

Οι κύριοι εκδότες τέτοιων χρεογράφων είναι το δημόσιο, οι τράπεζες, οι μεγάλες ασφαλιστικές εταιρείες και οι μεγάλες βιομηχανικές και εμπορικές εταιρείες. Τα πιο σημαντικά χρεόγραφα που διακινούνται στην ελληνική αγορά χρήματος είναι τα Έντοκα Γραμμάτια του Ελληνικού Δημοσίου, τα διάφορα ομόλογα των τραπεζών και τα διαπραγματεύσιμα πιστοποιητικά καταθέσεων.

Θα μπορούσαν επίσης να αναφερθούν και οι συμφωνίες επαναγοράς (repurchase agreement). Τέτοιου είδους βραχυπρόθεσμες συναλλαγές είναι γνωστές ως «repos» και συνίστανται σε πώληση ενός χρεογράφου με τη συμφωνία ότι ο πωλητής θα το επαναγοράσει από τον αγοραστή μετά από ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα σε μια προκαθορισμένη τιμή.

Ο ρόλος των αγορών χρήματος είναι πρωταρχικός για την οικονομία. Για παράδειγμα:

- 1) Συμβάλλουν στην προώθηση της ανάπτυξης των επιχειρήσεων, δημοσίων και ιδιωτικών, και κατ' επέκταση της οικονομικής δραστηριότητας της χώρας.
- 2) Καθιστούν δυνατή την αύξηση της παραγωγικότητας των επιχειρήσεων, δεδομένου ότι δε χρησιμοποιούνται πρόσθετοι επιχειρηματικοί πόροι πέραν των ιδίων πόρων των επιχειρήσεων.
- 3) Βοηθούν την κάλυψη του ελλείμματος στον οικονομικό προϋπολογισμό με την έκδοση νέων κρατικών ομολογίων.
- 4) Εξασφαλίζουν και βελτιώνουν την εμπορευσιμότητα των επενδύσεων σε μετοχικές αξίες και ομόλογα, συντελώντας στην ελκυστικότητα αυτής της κατηγορίας επενδύσεων.

- 5) Διευρύνουν τον αριθμό των ιδιοκτητών των παραγωγικών μονάδων με προφανή κοινωνικό όφελος από την δικαιότερη κατανομή των κερδών που προέρχονται από την παραγωγική επιχειρηματική διαδικασία.
- 6) Απαιτούν την εφαρμογή κανόνων διαφάνειας και ανταγωνισμού, την τήρηση των οποίων επιβλέπουν οι αρμόδιες αρχές.

Σε γενικές γραμμές, τα προϊόντα της χρηματαγοράς θεωρούνται οι ασφαλέστερες επενδύσεις, καθώς προσφέρουν μια σταθερή και συνήθως εκ των προτέρων γνωστή απόδοση, ιδιαίτερα στις περιόδους που η αγορά χρήματος δεν παρουσιάζει σημαντικές μεταπτώσεις.

## 1.2. Οι βασικές λειτουργίες της Αγοράς Χρήματος

---

Σε μια καλά οργανωμένη αγορά οι ελλειμματικές μονάδες δε συναντώνται πρόσωπο με πρόσωπο με τις πλεονασματικές μονάδες. Η αγορά παρέχει τις απαιτούμενες διαμεσολαβητικές υπηρεσίες, για την απρόσκοπτη χρηματοδότηση των διαφόρων καταναλωτικών και επενδυτικών αναγκών. Η πρώτη λειτουργία της αγοράς χρήματος είναι αυτή της διαμεσολάβησης. Ο διαμεσολαβητικός ρόλος της αγοράς χρήματος είναι γνωστός από την αρχαιότητα.

Η δεύτερη βασική λειτουργία συνίσταται στον καθορισμό της τιμής του χρήματος, δηλαδή του επιτοκίου. Όλοι όσοι δανείζουν ή επενδύουν μεταθέτουν στο μέλλον μέρος από την παρούσα κατανάλωση. Το κίνητρο για την αναβολή της κατανάλωσης είναι περισσότερη κατανάλωση στο μέλλον. Αυτό μπορεί να επιτευχθεί αν η αγορά, εκτός από το αρχικό κεφάλαιο, δώσει ένα επιπλέον χρηματικό ποσό, τον τόκο.

Από την άλλη πλευρά, οι δανειζόμενοι χρήματα, είναι προφανώς διατεθειμένοι να καταβάλουν τόκο, επειδή το δάνειο θα τους δώσει τη δυνατότητα να αυξήσουν την παρούσα κατανάλωση, σε βάρος φυσικά της μελλοντικής κατανάλωσης.

Σε κάθε χρονική στιγμή στην αγορά, για κάθε επιτόκιο αντιστοιχεί ένα συγκεκριμένο χρηματικό ποσό το οποίο ζητούν οι ελλειμματικές μονάδες και το οποίο προσφέρουν οι πλεονασματικές μονάδες<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> Ευθύμογλου Π., Μπάλλας Α., (2000), «Χρηματοδοτικοί οργανισμοί και αγορές», Εκδόσεις Μπένος, Αθήνα, σελ. 101.

### 1.2.1. Ο προσδιορισμός του επιτοκίου στην χρηματαγορά

---

Όταν δεν υπάρχει κρατική παρέμβαση στην αγορά, το επιτόκιο προσδιορίζεται από την προσφορά και τη ζήτηση για δανειακά κεφάλαια. Η πιο σημαντική πηγή προσφοράς δανειακών κεφαλαίων είναι η αποταμίευση των οικονομικών μονάδων. Η ζήτηση χρήματος (δάνεια) προέρχεται από τις ελλειμματικές μονάδες που θέλουν να καλύψουν τρέχουσες καταναλωτικές και επενδυτικές ανάγκες.

Αξίζει να σημειωθεί ότι μέρος της αποταμίευσης από τις πλεονασματικές μονάδες δε διατίθεται στην αγορά χρήματος. Το ποσό αυτό παρακρατείται με τη μορφή ρευστών διαθεσίμων για<sup>3</sup>:

- 1) Συναλλακτικούς σκοπούς
- 2) Για την κάλυψη μελλοντικών αβέβαιων γεγονότων
- 3) Για κερδοσκοπικούς λόγους.

Ο πρώτος λόγος παρακράτησης ρευστών διαθεσίμων οφείλεται στο γεγονός ότι δεν υπάρχει συγχρονισμός μεταξύ εισπράξεων και πληρωμών. Ο δεύτερος λόγος προέρχεται από την ανάγκη κάλυψης πιθανών απρόβλεπτων συνεπειών. Ο τρίτος λόγος οφείλεται στην ανάγκη εκμετάλλευσης πιθανών χρηματοοικονομικών ευκαιριών, που ενδεχομένως να υπάρχουν στην αγορά χρήματος και κεφαλαίου.

Η ζήτηση χρήματος απεικονίζει τη σχέση μεταξύ της τιμής του χρήματος (επιτοκίου) και της ποσότητας που ζητείται σε μια δεδομένη χρονική περίοδο. Η σχέση αυτή δείχνει την ποσότητα χρήματος που η αγορά είναι διατεθειμένη να αντλήσει σε κάθε τιμή του επιτοκίου.

Γενικά, υπάρχει αντίστροφη σχέση μεταξύ του επιτοκίου και της ζητούμενης ποσότητας χρήματος. Μερικοί από τους λόγους για την αντίστροφη σχέση μεταξύ ζητούμενης ποσότητας χρήματος και επιτοκίου είναι:

- 1) Όταν το επιτόκιο είναι υψηλό μερικές από τις παραγωγικές επενδύσεις καθίστανται μη αποδοτικές.
- 2) Όταν το επιτόκιο είναι υψηλό ενθαρρύνεται περισσότερο η αποταμίευση.

---

<sup>3</sup> Καραθανάσης Γ., (1996), «Βασικές αρχές χρηματοοικονομικής διοίκησης και χρηματιστηριακές αγορές», Εκδόσεις Μπένος, Αθήνα, σελ. 143.

### 1.2.2. Η ανακατανομή των χρηματοοικονομικών πόρων

---

Η δεύτερη λειτουργία της αγοράς χρήματος αφορά στην ανακατανομή των διαθέσιμων χρηματικών πόρων διαχρονικά. Η ύπαρξη της αγοράς χρήματος παρέχει τη δυνατότητα ανακατανομής των προς κατανάλωση διαθέσιμων χρηματικών ποσών και κατά συνέπεια διευκολύνει στην πραγματοποίηση της μεγιστοποίησης της χρησιμότητας από τη δαπάνη των χρημάτων σε καταναλωτικά αγαθά<sup>4</sup>.

### 1.2.3. Ο καθορισμός της τιμής αγοράς μελλοντικών χρηματικών απαιτήσεων

---

Η τρίτη σημαντική λειτουργία της αγοράς είναι ο καθορισμός της τιμής αγοράς όλων των μελλοντικών χρηματικών απαιτήσεων που διακινούνται σ' αυτή. Το πλαίσιο εντός του οποίου η αγορά τιμολογεί μελλοντικές χρηματικές απαιτήσεις εξηγείται παρακάτω.

Ως παρούσα αξία μιας μελλοντικής χρηματικής απαίτησης νοείται το παρόν χρηματικό ποσό που θα πρέπει να διατεθεί στην αγορά χρήματος σήμερα για την αναπαραγωγή της μελλοντικής απαίτησης. Με τιμή αγοράς νοείται η ανταλλακτική αξία μιας μελλοντικής απαίτησης. Είναι η τιμή στην οποία θα συμφωνήσουν ο αγοραστής και ο πωλητής της μελλοντικής απαίτησης. Αφού η παρούσα αξία αποτελεί το μέγιστο ποσό που θα δώσει ο αγοραστής και το ελάχιστο που θα αποδεχτεί ο πωλητής, τότε η τιμή αγοράς της χρηματικής απαίτησης θα είναι ίση με την παρούσα αξία της.

Όταν η τιμή αγοράς μιας μελλοντικής χρηματικής απαίτησης (χρεόγραφο) είναι ίση με την παρούσα αξία της χρηματικής απαίτησης, τότε το χρεόγραφο είναι σε κατάσταση ισορροπίας. Αν για παράδειγμα σε κάποια δεδομένη χρονική στιγμή, η τιμή είναι διαφορετική από την παρούσα αξία, τότε η τιμή της μελλοντικής χρηματικής απαίτησης του χρεογράφου, δεν είναι σε ισορροπία<sup>5</sup>.

---

<sup>4</sup> Καραθανάσης Γ., (1996), «Βασικές αρχές χρηματοοικονομικής διοίκησης και χρηματιστηριακές αγορές», Εκδόσεις Μπένος, Αθήνα, σελ. 144.

<sup>5</sup> Παπασυριόπουλος Ν., (2000), «Διεθνείς χρηματιστηριακές αγορές και επενδύσεις: Χρηματιστηριακές αγορές - χρεόγραφα - επιχειρήσεις», Εκδόσεις Όμηρος, Θεσσαλονίκη, σελ. 148.

### 1.3. Οι πρωτογενείς και δευτερογενείς αγορές κεφαλαίου

---

Η πρωτογενής αγορά κεφαλαίου είναι η αγορά στην οποία πραγματοποιούνται εκδόσεις νέων αξιόγραφων. Στην αγορά αυτή η τιμή του αξιόγραφου είναι γνωστή και παραμένει αμετάβλητη για ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα, το οποίο καθορίζεται από τους αναδόχους και την εταιρεία τα αξιόγραφα της οποίας διατίθενται στο ευρύ επενδυτικό κοινό για πρώτη φορά. Οι συναλλαγές στην πρωτογενή αγορά έχουν ως αποτέλεσμα τη δημιουργία νέων αξιόγραφων ή την απόσυρση παλαιών αξιόγραφων.

Η δημιουργία νέων αξιόγραφων έχει ως αποτέλεσμα τη μεταβίβαση κεφαλαίων από τους νέους αγοραστές (επενδυτές) στον εκδότη αυτών των αξιόγραφων. Τα αξιόγραφα (ομόλογα, ομολογίες) αποσύρονται όταν ο εκδότης αυτών καταβάλει τον τόκο της τελευταίας περιόδου και ένα χρηματικό ποσό ίσο με την ονομαστική αξία του χρεογράφου (αν αυτά εξοφλούνται στο άρτιο).

Οι κύριοι πρωταγωνιστές στην αγορά αυτή είναι οι εκδότριες εταιρείες (ιδιωτικές ή δημόσιες), οι ανάδοχοι και οι επενδυτές. Οι επενδυτές αξιόγραφων αγοράζουν τα νέα αξιόγραφα από τους αντιπροσώπους των εταιρειών που τα έχουν εκδώσει. Οι αντιπρόσωποι συνήθως είναι οι ανάδοχοι, οι τράπεζες και το Χρηματιστήριο Αξιών. Τα χρήματα από την πώληση των νέων αξιόγραφων εισπράττονται από τον εκδότη των αξιόγραφων.

Η δευτερογενής αγορά κεφαλαίου αξιόγραφων είναι για τα παλαιά αξιόγραφα. Οι αγοραπωλησίες των αξιόγραφων γίνονται μεταξύ των επενδυτών, μέσω των υπηρεσιών των εκπροσώπων των χρηματιστηριακών εταιρειών. Ενώ στην πρωτογενή αγορά οι επενδυτές αγοράζουν τα αξιόγραφα που επιθυμούν από τους εκπροσώπους των εταιρειών που τα έχουν εκδώσει, στη δευτερογενή οι αγοραπωλησίες γίνονται μεταξύ αυτών που τα κατέχουν (επενδυτές ιδιώτες και θεσμικοί) και αυτών που επιθυμούν να τα αγοράσουν (ιδιώτες και θεσμικοί επενδυτές).

Επίσης, πρέπει να τονιστεί ότι στη δευτερογενή αγορά οι συναλλαγές με αξιόγραφα δε δημιουργούν νέα αξιόγραφα, απλά τα υπάρχοντα αλλάζουν ιδιοκτήτες. Οι συναλλαγές δεν επηρεάζουν άμεσα την εταιρεία που τα έχει εκδώσει. Ο εκδότης δεν εισπράττει νέα χρήματα. Τα χρήματα εισπράττονται από τον πωλητή και καταβάλλονται από τον νέο αγοραστή. Η εκδότρια εταιρεία επηρεάζεται έμμεσα, με την έννοια ότι οι μεταβολές στις τιμές των αξιόγραφων στη δευτερογενή αγορά

(κυρίως στο Χρηματιστήριο Αξιών) επηρεάζουν την αγοραία αξία (χρηματιστηριακή) της εταιρείας.

Οι δύο αγορές αξιόγραφων η πρωτογενής και η δευτερογενής δεν είναι ανεξάρτητες η μια από την άλλη. Μια καλά αναπτυγμένη και αποτελεσματικά λειτουργούσα αγορά δημιουργεί τις κατάλληλες προϋποθέσεις για την αποτελεσματική λειτουργία της πρωτογενούς αγοράς. Αν η δευτερογενής αγορά είναι δραστήρια και αποτελεσματική η πρωτογενής επίσης θα είναι δραστήρια και αποτελεσματική. Αν για παράδειγμα ο επενδυτής γνωρίζει ότι μπορεί να πωλήσει οποιαδήποτε στιγμή τα αξιόγραφα που κατέχει σε λογική τιμή, τότε θα είναι πρόθυμος να αγοράσει νέα αξιόγραφα από την πρωτογενή αγορά. Αν όμως γνωρίζει ότι η δευτερογενής αγορά δε λειτουργεί αποτελεσματικά, τότε δε θα είναι πρόθυμος για συναλλαγές στην πρωτογενή αγορά. Αν αυτό ισχύει, σε μεγάλη κλίμακα, η πρωτογενής αγορά θα ατονήσει και θα παρακμάσει. Επιπλέον, η αποτελεσματική λειτουργία της δευτερογενούς αγοράς συμβάλλει στην ορθή αποτίμηση των νέων αξιολογίων στην πρωτογενή αγορά<sup>6</sup>.

#### 1.4. Οι συμμετέχοντες στη χρηματαγορά

---

Στην αγορά χρήματος συμμετέχουν οι κεντρικές τράπεζες, οι εμπορικές τράπεζες και άλλοι πιστωτικοί οργανισμοί, οι επιχειρήσεις και φυσικά πρόσωπα. Οι κεντρικές τράπεζες παρεμβαίνουν στην αγορά χρήματος στις προσπάθειες τους να επιτύχουν ένα επιθυμητό επίπεδο προσφοράς χρήματος και ύψος επιτοκίου. Οι εμπορικές τράπεζες και οι επιχειρήσεις συμμετέχουν με σκοπό<sup>7</sup>:

- 1) Τη διατήρηση της ρευστότητας τους σε επιθυμητά επίπεδα.
- 2) Την επίτευξη θετικών αποδόσεων για πλεονάσματα χρημάτων.
- 3) Την έκδοση και διάθεση ομολόγων.

Τα φυσικά πρόσωπα μετέχουν με σκοπό την καλύτερη τοποθέτηση των αποταμιεύσεων τους.

---

<sup>6</sup> Καραθανάσης Γ., (1996), «Βασικές αρχές χρηματοοικονομικής διοίκησης και χρηματιστηριακές αγορές», Εκδόσεις Μπένος, Αθήνα, σελ. 228.

<sup>7</sup> Σπύρου Σ., (2003), «Αγορές χρήματος και κεφαλαίου», Εκδόσεις Μπένος, Αθήνα, σελ. 98.

## 1.5. Ο κίνδυνος στην αγορά χρήματος

---

Τα χρεόγραφα που διακινούνται στην αγορά χρήματος, διακρίνονται για το χαμηλό κίνδυνο όσον αφορά στην είσπραξη των εσόδων που έχουν υποσχεθεί οι εκδότες τους. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι οι εκδότες των χρεογράφων αυτών έχουν φερεγγυότητα η οποία ελέγχεται από τους μηχανισμούς της αγοράς.

Ένας επιπλέον λόγος είναι η μικρή διάρκεια ζωής τους. Ωστόσο υπάρχουν δύο ειδών κίνδυνοι τους οποίους θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη όταν εξετάζονται επενδύσεις σε χρεόγραφα σταθερού εισοδήματος που διακινούνται στην αγορά χρήματος. Αυτοί είναι<sup>8</sup>:

- 1) Ο κίνδυνος από τη μεταβολή των τιμών.
- 2) Ο κίνδυνος από τη μεταβολή των επιτοκίων.

### 1.5.1. Ο κίνδυνος από τη μεταβολή των τιμών

---

Η μεταβολή των τιμών επηρεάζει την αγοραστική δύναμη των χρημάτων που θα εισπραχθούν στο τέλος της ζωής της επένδυσης. Θα εξηγηθεί το πρόβλημα αυτό με τη βοήθεια ενός απλού αριθμητικού παραδείγματος. Ας υποτεθεί ότι την 01/01/2009 αγοράστηκε ένα έντοκο γραμμάτιο του Δημοσίου, ονομαστικής αξίας 1 εκ. €, διάρκειας ενός έτους. Το ονομαστικό επιτόκιο ήταν 0,21. Την 01/01/2009 οι εκτιμήσεις της αγοράς ήταν ότι ο δείκτης τιμών καταναλωτή θα σημείωνε για το επόμενο έτος, αύξηση της τάξης του 0,10. Οι επενδυτές που αγόρασαν το χρεόγραφο αυτό ανέμεναν πραγματική απόδοση ίση με 0,10. Ο δείκτης τιμών καταναλωτή ωστόσο αυξήθηκε περισσότερο απ' ό,τι αναμενόταν. Συγκεκριμένα αυξήθηκε κατά 0,15.

Το πραγματικό επιτόκιο που πέτυχε ο επενδυτής ήταν 5,2% και όχι το αναμενόμενο πραγματικό που ήταν 0,10. Φυσικά και μ' αυτή τη διαδικασία παρατηρεί κανείς ότι η

---

<sup>8</sup> Καραθανάσης Γ., (1996), «Βασικές αρχές χρηματοοικονομικής διοίκησης και χρηματιστηριακές αγορές», Εκδόσεις Μπένος, Αθήνα, σελ. 492.

αγοραστική δύναμη της επένδυσης θα μειωθεί περισσότερο, αν ο πληθωρισμός αυξηθεί κατά 15%, 5 ποσοστιαίες μονάδες περισσότερο απ' ό,τι αναμενόταν<sup>9</sup>.

### 1.5.2. Ο κίνδυνος από τη μεταβολή των επιτοκίων

---

Όταν το επίπεδο των επιτοκίων στην αγορά χρήματος μεταβληθεί, η τιμή αγοράς των χρεογράφων σταθερής προσόδου μεταβάλλεται. Αυτό οφείλεται στη βασική αρχή της εξίσωσης των αποδόσεων όλων των χρεογράφων που υπάγονται σε μια συγκεκριμένη κατηγορία κινδύνου. Για την κατανόηση αυτού του προβλήματος θα χρησιμοποιηθεί ένα χρεόγραφο σταθερής προσόδου διάρκειας ενός έτους, με δύο τοκοφόρες περιόδους.

Ο τόκος της πρώτης περιόδου θα καταβληθεί στο τέλος του πρώτου εξαμήνου, ενώ ο τόκος της δεύτερης περιόδου θα καταβληθεί στο τέλος του δεύτερου εξαμήνου μαζί με την τιμή εξόφλησης του χρεογράφου. Συγκεκριμένα το χρεόγραφο έχει ονομαστική αξία 3 €, με τιμή έκδοσης 3 €. Το ονομαστικό εξαμηνιαίο επιτόκιο είναι 0,10. Το χρεόγραφο θα εξοφληθεί στο άρτιο, δηλαδή ο εκδότης θα καταβάλει στο τέλος του έτους 3 €. Κατά συνέπεια ο επενδυτής που θα το αγοράσει, θα καταβάλει 3 €, θα εισπράξει 0,3 € στο τέλος του πρώτου εξαμήνου και 3,3 € δρχ. στο τέλος του δεύτερου εξαμήνου<sup>10</sup>.

---

<sup>9</sup> Καραθανάσης Γ., (1996), «Βασικές αρχές χρηματοοικονομικής διοίκησης και χρηματοπιστηριακές αγορές», Εκδόσεις Μπένος, Αθήνα, σελ. 492.

<sup>10</sup> Καραθανάσης Γ., (1996), «Βασικές αρχές χρηματοοικονομικής διοίκησης και χρηματοπιστηριακές αγορές», Εκδόσεις Μπένος, Αθήνα, σελ. 493.



## Κεφάλαιο 2<sup>ο</sup> - Η Χρηματαγορά και η Κεφαλαιαγορά στην Ελλάδα

---

### 2.1. Τα κυριότερα χρηματοπιστωτικά μέσα στην ελληνική χρηματαγορά

---

Η αγορά χρήματος ή χρηματαγορά είναι η αγορά όπου προσφέρονται και ζητούνται χρηματοπιστωτικοί τίτλοι που είναι στενά υποκατάστατα του χρήματος, έχουν μικρή χρονική διάρκεια λήξης και φέρουν μικρό κίνδυνο αποπληρωμής. Στην αγορά αυτή διαπραγματεύονται τίτλοι που σχετίζονται με τη ρευστότητα των οικονομικών μονάδων.

Στην αγορά χρήματος οι επιχειρήσεις και οι χρηματοδοτικοί οργανισμοί (ακόμη και το δημόσιο) μπορούν είτε να αντλήσουν τα απαιτούμενα κεφάλαια κίνησης για να καλύψουν αντίστοιχα ταμειακά ελλείμματα ή να τοποθετήσουν προσωρινά (βραχυπρόθεσμα) τυχόν πλεονάσματα που έχουν κερδίζοντας τόκο. Τα χρηματοπιστωτικά μέσα που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στην αγορά χρήματος έχουν τα ακόλουθα γενικά χαρακτηριστικά<sup>11</sup>:

- 1) Χρονική διάρκεια (ληκτότητα) μικρότερη του έτους (κυμαίνεται συνήθως από 24 ώρες μέχρι και ένα χρόνο).
- 2) Η ρευστοποίηση τους είναι ευχερής - εύκολη.
- 3) Παρουσιάζουν μικρό έως ανύπαρκτο κίνδυνο αθέτησης, κυρίως διότι τα εκδίδουν δημόσιοι φορείς και επιχειρήσεις υψηλής φερεγγυότητας.
- 4) Η ιδιότητα του εκδότη τους και η μικρή χρονική διάρκεια τους εγγυώνται τη βέβαιη αποπληρωμή τους.

Τα βασικότερα χρηματοπιστωτικά μέσα των αγορών χρήματος είναι τα εξής:

- 1) Τα Έντοκα Γραμμάτια του Δημοσίου.
- 2) Τα Ομόλογα του Δημοσίου διάρκειας μέχρι ενός έτους.
- 3) Τα Πιστοποιητικά Καταθέσεως, που εκδίδονται από τις εμπορικές τράπεζες, συνήθως για μεγάλα χρηματικά ποσά και με διαπραγματεύσιμο επιτόκιο
- 4) Εμπορικά Χρεόγραφα (ομόλογα), που εκδίδονται από ιδιωτικές επιχειρήσεις συνήθως, με μόνη εγγύηση την οικονομική επιφάνεια και φερεγγυότητα του εκδότη.

---

<sup>11</sup> Κιόχος Π., Κιόχος Α., Παπανικολάου Γ., (2001), «Χρηματιστήριο Αξιών και παραγώγων Αθηνών, διεθνή χρηματιστήρια», Εκδόσεις Σταμούλης, Αθήνα, σελ. 42

5) Γραμμάτια Τραπεζικής Αποδοχής, που εκδίδονται μεν από επιχειρήσεις, αλλά φέρουν την οπισθογραφημένη εγγύηση κάποιας τράπεζας.

Τέλος, η αγορά χρήματος διακρίνεται σε οργανωμένη και μη οργανωμένη. Στην οργανωμένη χρηματαγορά υπάρχουν οργανωμένες για το σκοπό αυτό επιχειρήσεις, όπως είναι οι τράπεζες, τα ταμειυτήρια κ.λ.π., που συγκεντρώνουν βραχυπρόθεσμες καταθέσεις και τις παραχωρούν σαν βραχυπρόθεσμες πιστώσεις στις διάφορες επιχειρήσεις. Η μη οργανωμένη αγορά, δεν απαιτεί συγκεκριμένη τοποθεσία, αλλά μπορεί να πάρει μέρος οπουδήποτε δεδομένου ότι υπάρχουν ηλεκτρονικοί υπολογιστές και ένα δίκτυο χρηματιστών οι οποίοι παίρνουν θέση σε διάφορες μετοχές και στη συνέχεια αγοράζουν και πωλούν από το συγκεκριμένο χαρτοφυλάκιο των μετοχών.

## **2.2. Τα Έντοκα Γραμμάτια του Ελληνικού Δημοσίου**

---

Τα έντοκα γραμμάτια του Ελληνικού Δημοσίου (ΕΓΕΔ) είναι άυλοι τίτλοι και οι τόκοι τους φορολογούνται σήμερα με 10%. Τα ΕΓΕΔ εκδίδονται επώνυμα, σε ένα ή και περισσότερα ονόματα με αποδεικτικό συναλλαγής τίτλου. Δεν ανανεώνονται και δεν αντικαθίστανται, καθώς επίσης δεν ανανεώνονται σιωπηρώς στην λήξη τους. Οι τίτλοι αυτοί μεταβιβάζονται, αλλά και ενεχυριάζονται.

### **2.2.1. Τα χαρακτηριστικά των έντοκων γραμματίων**

---

Τα Έντοκα Γραμμάτια είναι τίτλοι βραχυπρόθεσμης διάρκειας και εκδίδονται από το Ελληνικό Δημόσιο για να καλύπτει τις άμεσες και βραχυπρόθεσμες χρηματοδοτικές ανάγκες του.

Η διάρκεια τους είναι τρίμηνη, εξάμηνη και δωδεκάμηνη και εκδίδονται μια ή δύο φορές το μήνα (κάθε τέλος ή κάθε 15 του μηνός). Το επιτόκιο διαμορφώνεται ανάλογα με την πορεία του πληθωρισμού και ανάλογα με τη διάρκεια τους.

Διατίθενται από το κεντρικό κατάστημα της Τράπεζας της Ελλάδας, τις εμπορικές τράπεζες (Εθνική Τράπεζα, Αγροτική Τράπεζα, Εμπορική Τράπεζα κ.λπ.), το Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων, το Ταχυδρομικό Ταμειυτήριο και τα μέλη του Χρηματιστηρίου.

Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα για τη μεσολάβηση τους στην πώληση «εντόκων γραμματίων» παίρνουν μια αμοιβή (προμήθεια) μέχρι 0,5% της αξίας τους. Τα Έντοκα Γραμμάτια αγοράζονται από τους αποταμιευτές και από τους θεσμικούς επενδυτές που επιδιώκουν βραχυπρόθεσμη σταθερή απόδοση, που προσφέρεται, μάλιστα, με την εγγύηση του Δημοσίου.

Ορισμένες φορές οι τράπεζες υποχρεώνονται από το κράτος να διατηρούν στο χαρτοφυλάκιο τους ορισμένη ποσότητα Εντόκων Γραμματίων.

Τα έντοκα γραμμάτια εξοφλούνται την ημέρα όπου λήγουν. Αν λήγουν σε μη εργάσιμη ημέρα, η εξόφληση τους γίνεται την αμέσως επόμενη εργάσιμη ημέρα χωρίς να πληρωθεί πρόσθετος τόκος.

Αν πρόκειται για φυσικούς τίτλους και προσκομισθούν για εξόφληση μετά τη λήξη τους, δεν αποφέρουν τόκο για το χρόνο από τη λήξη τους ως την προσκόμιση τους για εξόφληση.

Τα έντοκα γραμμάτια σε φυσική μορφή που έληξαν και προσκομίζονται για ανανέωση αντικαθίστανται με νέα ίσης χρονικής διάρκειας και αποφέρουν τόκο για όλο το χρόνο της ανανέωσης τους.

Τα έντοκα γραμμάτια που έχουν εξοφληθεί ή δεν έχουν ανανεωθεί σε χρονικό διάστημα 30 ημερών από τη λήξη τους θεωρούνται ότι ανανεώθηκαν σιωπηρά για περίοδο ίση με την αρχική τους διάρκεια. Η σιωπηρή ανανέωση γίνεται μόνο μια φορά.

Η αξίωση των κατόχων των τίτλων για το κεφάλαιο και τους τόκους των εντόκων γραμματίων που έχουν στα χέρια τους παραγράφεται αν περάσουν πέντε χρόνια μετά την λήξη της σιωπηρής ανανέωσης των τίτλων.

Το ύψος και οι όροι έκδοσης εντόκων γραμματίων, καθορίζεται με κοινή απόφαση των υπουργών Εθνικής Οικονομίας και Οικονομικών. Τέλος, οι τόκοι τους δεν επιβαρύνονται με φόρο εισοδήματος, ενώ η αγορά, η μεταβίβαση και η εξόφληση τους, δεν υπόκεινται σε τέλη χαρτοσήμου. Τα βασικά πλεονεκτήματα που προσφέρουν τα έντοκα γραμμάτια Δημοσίου στους επενδυτές είναι τα εξής<sup>12</sup>:

- 1) Υπάρχουν χρονικές διάρκειες επενδύσεων που καλύπτουν όλες τις ανάγκες των επενδυτών.

---

<sup>12</sup> Κιόχος Π., Κιόχος Α., Παπανικολάου Γ., (2001), «Χρηματιστήριο Αξιών και παραγώγων Αθηνών, διεθνή χρηματιστήρια», Εκδόσεις Σταμούλης, Αθήνα, σελ. 260.

- 2) Προσφέρουν υψηλή απόδοση των κεφαλαίων του επενδυτή, συγκριτικά με άλλες επενδύσεις που υπόκεινται σε επιβαρύνσεις.
- 3) Υπάρχει μεγάλη ευκολία στην διαχείρισή τους.
- 4) Υπάρχει πάντα η δυνατότητα άμεσης ρευστοποίησης σε περίπτωση έκτακτης ανάγκης.

### **2.3. Οι ειδικές ρυθμίσεις της Τράπεζας Ελλάδας για τα Έντοκα Γραμμάτια του Ελληνικού Δημοσίου**

---

Τα έντοκα γραμμάτια διατίθενται μετά από απόφαση της Τράπεζας Ελλάδας (Τ.Ε.). Με πράξη του διοικητή της Τ.Ε., καθορίζονται οι προμήθειες που δικαιούνται οι τράπεζες, τα πιστωτικά ιδρύματα και οι χρηματιστές για τη διάθεση Έντοκων Γραμματίων του Ελληνικού Δημοσίου (Ε.Γ.Ε.Δ.).

Η Τράπεζα Ελλάδας επιτρέπει την προεξόφληση Ε.Γ.Ε.Δ. από τα πιστωτικά ιδρύματα, με επιτόκιο ίσο με το τρέχον επιτόκιο των Ε.Γ.Ε.Δ. προσαυξημένο με έξι (6) εκατοστιαίες μονάδες σε ανώτατο όριο.

Τον Απρίλιο του 1986, η Τ.Ε., στα πλαίσια της διεύρυνσης της αγοράς χρήματος, επέτρεψε στις τράπεζες να διενεργούν μεταξύ τους πράξεις αγοραπωλησίας Ε.Γ.Ε.Δ. Το Μάρτιο του 1989, με πράξη του διοικητή της Τ.Ε. και στα πλαίσια παρέμβασης της στην αγορά χρήματος, για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας της νομισματικής πολιτικής, επιτράπη η πώληση από τις τράπεζες στην Τ.Ε., εντόκων γραμματίων και υποχρεωτική επαναγορά τους από τις τράπεζες μετά από ορισμένο χρονικό διάστημα.

Επίσης, με άλλη απόφαση της το Μάρτιο του 1990, η Τ.Ε. εγκαινίασε την πώληση Ε.Γ.Ε.Δ. στα πιστωτικά ιδρύματα, με ή χωρίς ταυτόχρονη συμφωνία επαναγοράς τους από την Τ.Ε. Ήδη, από τον Ιούνιο του 1990, η Τ.Ε. εγκαινίασε τις πρώτες δημοπρασίες Ε.Γ.Ε.Δ., με συμφωνία επαναγοράς τους (Repos), μέσα σε συγκεκριμένο χρονικό διάστημα. Στις δημοπρασίες αυτές συμμετείχαν εκτός από τράπεζες, επιχειρήσεις και ιδιώτες<sup>13</sup>.

---

<sup>13</sup> Παπαριστείδης Δ., (1991), «Χρηματιστήριο και υποψήφιος επενδυτής», Εκδόσεις Γαλαίος, Αθήνα, σελ. 60.

## 2.4. Τα κυριότερα είδη ομολογιών στην κεφαλαιαγορά

---

Η κεφαλαιαγορά είναι η αγορά όπου διαπραγματεύονται χρηματοδοτικά προϊόντα (ομόλογα) η χρονική διάρκεια των οποίων είναι μεγαλύτερη του ενός έτους. Ο κίνδυνος των προϊόντων της κεφαλαιαγοράς είναι μεγαλύτερος και η ρευστότητα τους είναι μικρότερη από αυτήν των προϊόντων της χρηματαγοράς. Οι αγορές κεφαλαίου συνήθως διακρίνονται στις αγορές μετοχικών τίτλων ( equity market ), στις αγορές δανειακών κεφαλαίων (bond market), και στις αγορές κτηματικών δανείων (mortgage market ).

Οι ομολογίες της ελληνικής αγοράς, διακρίνονται σε:

- 1) Ομολογίες επιχειρήσεων, οργανισμών ή κρατικές, ανάλογα με την ιδιότητα του εκδότη.
- 2) Κοινές, των οποίων η εξόφληση βασίζεται στην ευρωστία του οφειλέτη, ενυπόθηκες, οι οποίες έχουν σαν εξασφάλιση την περιουσία του οφειλέτη, τις εγγυημένες από το κράτος κ.ά., ανάλογα, δηλαδή, με το βαθμό ασφάλειας που παρέχουν.
- 3) Ομολογίες σε ευρώ ή με ρήτρα συναλλάγματος. Στα ομολογιακά δάνεια με ρήτρα συναλλάγματος, τόσο η εξόφληση όσο και ο τόκος τους είναι εκπεφρασμένα σε συνάλλαγμα.
- 4) Ομολογίες μετατρέψιμες σε μετοχές (Convertible Bonds). Αυτή η κατηγορία ομολογιακών δανείων εκδίδονται από επιχειρήσεις και παρέχουν τη δυνατότητα στον κάτοχο τους να μετατρέψει τις ομολογίες σε μετοχές, κάτω από ορισμένες προϋποθέσεις και σε μια ορισμένη τιμή (conversion price). Είναι λογικό, ότι οι ομολογιούχοι θα ασκήσουν το δικαίωμα αυτό, μόνο όταν η τιμή της μετοχής στο Χρηματιστήριο είναι ανώτερη της τιμής μετατροπής της ομολογίας (conversion price).
- 5) Ομολογιακά δάνεια σταθερού και μεταβλητού εισοδήματος (Fixed και Variable Income Bonds). Αυτά τα ομολογιακά δάνεια μπορεί να αποδίδουν ένα σταθερό τόκο στη διάρκεια της ζωής τους ή να αποφέρουν έναν τόκο (εισόδημα), που κυμαίνεται ανάλογα με την απόδοση μιας άλλης μορφής επένδυσης, που χρησιμοποιείται ως σημείο αναφοράς.
- 6) Ομολογιακά δάνεια χωρίς τοκομερίδια (Zero Coupon Bonds). Τα δάνεια αυτά εκδίδονται «υπό το άρτιο» (κάτω από την ονομαστική τιμή) και εξοφλούνται

στο άρτιο, δεν αποφέρουν, δηλαδή, περιοδικά κάποιο τόκο. Το εισόδημα από αυτά τα ομολογιακά δάνεια προκύπτει από τη διαφορά μεταξύ της τιμής έκδοσης ή αγοράς και της ονομαστικής αξίας, που εισπράττεται όταν λήξει η διάρκεια ζωής της ομολογίας. Το επιτόκιο των ομολογιών αυτών υπολογίζεται με εσωτερική υφαίρεση.

#### **2.4.1. Τα τραπεζικά ομόλογα (διάρκεια μέχρι ένα έτος) και τα κυριότερα χαρακτηριστικά τους**

---

Τα τραπεζικά ομόλογα είναι ανώνυμοι τίτλοι, που εκδίδονται από τράπεζες και πιστωτικά ιδρύματα. Ο θεσμός αυτός εγκαινιάστηκε στην Ελλάδα το 1975 με το Ν. 128/1975. Τα ομόλογα έχουν χαρακτηριστικά όμοια με εκείνα των ομολογιών με τις εξής βασικές διαφορές:

- 1) Τα τραπεζικά ομόλογα, έχουν διάρκεια ζωής από ένα έως πέντε χρόνια (1-5), σε αντίθεση με τις ομολογίες που έχουν συνήθως διάρκεια ζωής πάνω από πέντε.
- 2) Η έκδοση ομολόγων δεν αφορά συγκεκριμένο αριθμό τίτλων, όπως ισχύει στις ομολογίες, αλλά προσφέρονται μέσα σε ορισμένα πλαίσια (που καθορίζει η Τράπεζα της Ελλάδος) μέχρι να καλυφθεί η ζήτηση.
- 3) Τα ομόλογα εκδίδονται με ειδικές διατάξεις του κράτους, για την κάλυψη χρηματοδοτικών αναγκών τραπεζών και ορισμένων ειδικών πιστωτικών ιδρυμάτων. Αυτή η μέθοδος χρηματοδότησης με έκδοση ομολόγων, εξυπηρετεί καλύτερα τις ανάγκες των πιστωτικών ιδρυμάτων, επειδή με τη διαδικασία αυτή υπάρχει η δυνατότητα συγκέντρωσης σημαντικού ύψους κεφαλαίων.
- 4) Τα κεφάλαια που συγκεντρώνονται από τη διάθεση τραπεζικών ομολόγων, χρησιμοποιούνται για τη χρηματοδότηση παραγωγικών επενδύσεων που συμβάλλουν στην ανάπτυξη της χώρας, καθώς και τη χρηματοδότηση προγραμμάτων στεγαστικής πίστης (στεγαστικά δάνεια).

Τραπεζικά ομόλογα μπορεί να διατεθούν τόσο σε ιδιώτες, όσο και σε επιχειρήσεις. Επίσης, μπορεί να αγοραστούν από μόνιμους κατοίκους εξωτερικού, με το βασικό όρο ότι η πληρωμή της αξίας τους θα γίνει με εισαγωγή ελευθέρου συναλλάγματος,

μη υποχρεωτικά εκχωρητέου. Κατά τη λήξη των ομολόγων, επιτρέπεται η χορήγηση συναλλάγματος για τη μεταφορά στο εξωτερικό της ονομαστικής αξίας πλέον τόκων, με βάση την τιμή του ξένου νομίσματος κατά την ημέρα της μεταφοράς. Οι τράπεζες που είναι εξουσιοδοτημένες να εκδίδουν ομόλογα (επιχορηγούμενες ειδικά από την Τράπεζα της Ελλάδος), είναι οι εξής<sup>14</sup>:

- 1) Ελληνική Τράπεζα Βιομηχανικής Αναπτύξεως (Ε.Τ.Β.Α.).
- 2) Εθνική Τράπεζα Επενδύσεων Βιομηχανικής Αναπτύξεως (Ε.Τ.Ε.Β.Α.).
- 3) Τράπεζα Επενδύσεων.
- 4) Εθνική Κτηματική Τράπεζα της Ελλάδος (Ε.Κ.Τ.Ε.).
- 5) Εθνική Στεγαστική Τράπεζα της Ελλάδος (Ε.Σ.Τ.Ε.).

Τα τραπεζικά ομόλογα διατίθενται και εξοφλούνται στο τέλος κάθε μήνα, από τα καταστήματα τραπεζών, καταστήματα ειδικών πιστωτικών ιδρυμάτων και τα μέλη του Χρηματιστηρίου. Με αποφάσεις της Τράπεζας της Ελλάδος ρυθμίζονται, επίσης, και οι προμήθειες διάθεσης και εξόφλησης των ομολόγων, που λαμβάνουν από τον εκδότη οι παραπάνω μεσολαβητές, για τη διευκόλυνση της διακίνησης των χρεογράφων αυτών. Οι όροι έκδοσης κάθε σειράς τραπεζικών ομολόγων αναγράφονται στο πίσω μέρος του τίτλου.

Στα ομόλογα ετήσιας διάρκειας το επιτόκιο που ισχύει για τον πρώτο χρόνο αναγράφεται πάνω στον τίτλο. Αν το ομόλογο, όμως, δεν εμφανιστεί για εξόφληση μέσα σε τρεις (3) μήνες από τη λήξη του, ανανεώνεται αναδρομικά, δηλαδή από την ημερομηνία λήξης του, για ένα ακόμα χρόνο και η ανανέωση αφορά την τιμή εξόφλησης του ομολόγου.

Η διαδικασία αυτή μπορεί να επαναληφθεί τρεις (3) ακόμη φορές, με επιτόκιο κάθε φορά, ίσο με αυτό που ισχύει για τα νέα ομόλογα της ίδιας κατηγορίας που προσφέρει η τράπεζα. Έτσι, η διάρκεια τοκοφορίας των ετήσιων ομολόγων μπορεί να επεκταθεί για τέσσερα (4) ακόμα χρόνια, μετά το διάστημα αυτό, όμως, παύει η τοκοφορία του ομολόγου αυτού. Τα ετήσια ομόλογα αυτά, δεν φέρουν στον τίτλο τοκομερίδια.

#### **2.4.2. Τα Ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου**

---

<sup>14</sup> Παπαριστείδης Δ., (1991), «Χρηματιστήριο και υποψήφιος επενδυτής», Εκδόσεις Γαλαίος, Αθήνα, σελ. 53.

Το ελληνικό Δημόσιο, στα πλαίσια της προσπάθειας εξεύρεσης πόρων για τη χρηματοδότηση των αναγκών του, έχει συνάψει σύμβαση με την Τράπεζα της Ελλάδος, την οποία εξουσιοδότησε να διαχειρίζεται τις εκδόσεις των ομολόγων που εκδίδει το Δημόσιο.

Έτσι, από το 1987, μετά από σχετικές υπουργικές αποφάσεις και σύμφωνα με τις διατάξεις του Ν. 1642/86, άρχισαν οι πρώτες εκδόσεις Ομολόγων Ελληνικού Δημοσίου (Ο.Ε.Δ.), τόσο σε δραχμές όσο και με ρήτρα Ευρωπαϊκής Λογιστικής Μονάδας (ECU).

Τα Ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου (Ο.Ε.Δ.) έχουν σήμερα σημαντικές λειτουργικές διαφορές από τα αντίστοιχα των τραπεζών που συνίστανται κυρίως στη δυνατότητα προεξόφλησης τους (εκτός από το Χρηματιστήριο όπου εισάγονται) και στις εμπορικές τράπεζες, όπως επίσης και στο φορολογικό καθεστώς.

Επίσης, η εμφάνιση τους είναι διαφορετική, καθώς οι τίτλοι των Ο.Ε.Δ. φέρουν τοκομερίδια για την είσπραξη του τόκου, ενώ αντίθετα στην περίπτωση των τραπεζικών ομολόγων, αναγράφεται στον τίτλο το ποσό της εξόφλησης που περιλαμβάνει και τους τόκους<sup>15</sup>.

**Πίνακας 1. Συναλλαγές ομολόγων 2005 - 2009**

Ονομαστική αξία τίτλων (31/12)	Έτος				
	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου</b>	174,61	184,87	200,96	216,25	259,52
<b>Εταιρικά Ομόλογα</b>	-	-	-	0,32	0,32
<b>Συναλλαγές Δευτερογενούς Αγοράς</b>					
<b>Ονομαστική Αξία</b>	6499,11	5592,1	7596,5	8335,5	6407,13
<b>Αριθμός Συναλλαγών</b>	399406	369048	440954	377203	400065
<b>Εκδόσεις Τίτλων *</b>					
<b>Ονομαστική Αξία (Ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου)</b>	37,44	28,48	36,85	37,88	77,99
<b>Ονομαστική Αξία (Εταιρικά Ομόλογα)</b>	-	-	-	0,32	0

<sup>15</sup> Καραθανάσης Γ., (1996), «Βασικές αρχές χρηματοοικονομικής διοίκησης και χρηματιστηριακές αγορές», Εκδόσεις Μπένος, Αθήνα, σελ. 490.



Συμμετέχοντες φορείς (31/12)					
<b>Ελληνικές Τράπεζες</b>	22	21	19	19	23
<b>Ξένες Τράπεζες</b>	13	12	11	9	9
<b>Ειδ. Πιστωτικά Ιδρύματα</b>	1	1	1	1	1
<b>Χρηματιστές</b>	55	48	45	44	44
<b>Διεθνές Κεντρικό Αποθετήριο</b>	0	0	0	0	1
<b>Σύνολο</b>	91	82	76	73	78

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδας, 2010

### 2.4.3. Ομόλογα Ιδιωτικών Επιχειρήσεων (Εμπορικά Χρεόγραφα)

Τα «Εμπορικά Ομόλογα» ή «Εμπορικά Χρεόγραφα» (Commercial Papers) συνήθως εκδίδονται από τις μεγάλες και ασφαλείς εμπορικές και βιομηχανικές επιχειρήσεις με ισχυρή οικονομική επιφάνεια, οι οποίες αναζητούν βραχυπρόθεσμα κεφάλαια από άλλες επιχειρήσεις ή ιδιώτες, χωρίς τη μεσολάβηση κάποιου χρηματοπιστωτικού οργανισμού (τράπεζες κ.λπ.).

Πρόκειται, ουσιαστικά, για μια μορφή εντόκου ομολόγου του ιδιωτικού τομέα. Τα εμπορικά ομόλογα (χρεόγραφα) είναι ανώνυμοι τίτλοι, βραχυπρόθεσμης διάρκειας από 2 έως 365 ημέρες. Η συνήθης διάρκεια τους, όμως, είναι από 1 εβδομάδα έως 3 μήνες.

Οι τίτλοι αυτοί παρουσιάζουν πλεονεκτήματα τόσο για τον εκδότη τους (πωλητή) όσο και για τους επενδυτές (αγοραστές). Για μεν τον εκδότη οι τίτλοι αυτοί αποτελούν πηγή άντλησης φθηνών κεφαλαίων, και η λήξη τους είναι ελαστική. Για δε τον επενδυτή (αγοραστή) η απόδοση των τίτλων αυτών είναι υψηλότερη αυτής των τραπεζικών καταθέσεων και η επένδυση παρουσιάζει μικρό κίνδυνο λόγω της βραχυχρόνιας διάρκειας και της αξιοπιστίας και φερεγγυότητας του εκδότη (δανειστή).

Τα εμπορικά ομόλογα (χρεόγραφα) αποτελούν το σημαντικότερο είδος τίτλων (αξιόγραφων) που εκδίδουν οι επιχειρήσεις για να αντλήσουν κεφάλαια απευθείας από τους επενδυτές χωρίς πρώτα να αποτανθούν στις εμπορικές τράπεζες<sup>16</sup>.

## 2.5. Ομοιότητες και διαφορές ομολόγων και ομολογιών

---

Είναι πολύ λεπτές οι διαφορές ανάμεσα στα ομόλογα και τις ομολογίες, ενώ οι ομοιότητες είναι σημαντικές. Ως προς τις ομοιότητες μπορούν να αναφερθούν τα ακόλουθα<sup>17</sup>:

- 1) Πρόκειται για κινητές αξίες σταθερής απόδοσης, βάσει γνωστού επιτοκίου.
- 2) Εκδίδονται ή από το δημόσιο ή από τράπεζες ή από Ν.Π.Δ.Δ. ή από δημόσιες επιχειρήσεις ισχυρής κεφαλαιακής συγκρότησης και εκφράζουν σύναψη δανείου. Συνήθως έχουν ελκυστικό επιτόκιο σε συνάρτηση με τις οικονομικές συνθήκες που επικρατούν. Σε περίοδο υψηλού πληθωρισμού καταβάλλεται προσπάθεια να βρίσκεται το επιτόκιο σε υψηλότερο επίπεδο από την εξέλιξη του τιμάριθμου, ώστε να είναι έστω και ελαφρά θετικό και όχι αρνητικό.
- 3) Η διαπραγμάτευση τους γίνεται στο Χρηματιστήριο.
- 4) Κατά κανόνα είναι τίτλοι ανώνυμοι («στον κομιστή»).
- 5) Ο τόκος στην ονομαστική τους αξία πληρώνεται σε ορισμένο, σημειούμενο και από πριν γνωστό χρόνο.
- 6) Για να είναι ελκυστικότερες παρέχονται φορολογικές απαλλαγές τόσο στο εισόδημα από τους τόκους όσο και στη μεταβίβαση τους.

Οι διαφορές τους εντοπίζονται στα ακόλουθα:

- 1) Τα ομόλογα συνήθως εκδίδονται από το δημόσιο, ΝΠΔΔ και τράπεζες, ενώ οι ομολογίες και απ' αυτούς τους φορείς, αλλά και από Ανώνυμες Εταιρίες.
- 2) Είναι συνηθισμένη η έκδοση ομολόγων και ομολογιών από δημόσιους φορείς και τράπεζες, ενώ οι ιδιωτικές ανώνυμες εταιρίες σπάνια καταφεύγουν στην έκδοση ομολογιών.

---

<sup>16</sup> Κιόχος Π., Κιόχος Α., Παπανικολάου Γ., (2001), «Χρηματιστήριο Αξιών και παραγώγων Αθηνών, διεθνή χρηματιστήρια», Εκδόσεις Σταμούλης, Αθήνα, σελ. 44.

<sup>17</sup> Χολέβας Ι., (1995), «Τι πρέπει να γνωρίζουμε για το χρηματιστήριο», Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα, σελ. 102.

- 3) Οι ομολογίες είναι προϊόν έκδοσης ομολογιακού δανείου, ενώ τα ομόλογα αποτελούν διαφορετική, αλλά συγγενή μορφή δημόσιου δανεισμού.
- 4) Τα ομόλογα εξοφλούνται σε συγκεκριμένη μελλοντική χρονολογία, οι ομολογίες εξοφλούνται με απόσβεση ή με κλήρωση.
- 5) Οι ομολογίες είναι συνήθως ανώνυμες, αλλά και ονομαστικές ή μικτές (με ονομαστικό τίτλο και τοκομερίδια στον κομιστή), ενώ τα ομόλογα είναι ανώνυμα.
- 6) Οι ομολογίες μπορεί να εκδίδονται ως λαχειοφόρες ή «με βραβείο» ενώ τα ομόλογα όχι.
- 7) Σε περίπτωση εκκαθάρισης της εταιρίας που έκανε την έκδοση των ομολογιών, αυτές εξοφλούνται προνομιακά, πριν γίνει οποιαδήποτε διανομή από το ενεργητικό στους μετόχους.

## **2.6. Οι παράγοντες που συμβάλλουν στην προσφορά και στη ζήτηση ομολόγων**

---

Ομόλογα εκδίδουν όπως αναφέρθηκε το δημόσιο και οι τράπεζες για τη συγκέντρωση κεφαλαίων από το ευρύ αποταμιευτικό κοινό. Όσο μεγαλύτερες ανάγκες υπάρχουν, τόσο συχνότερη είναι η έκδοση. Γενικά, οι παράγοντες που συμβάλλουν στη ζήτηση ομολόγων και ομολογιών είναι<sup>18</sup>:

- 1) Η επιδίωξη ή προτίμηση επένδυσης σε τίτλους με σταθερή απόδοση.
- 2) Η τοποθέτηση χρημάτων με κάποια χρονική διάρκεια, κατά την οποία θα εισπράττεται τόκος με σταθερό επιτόκιο.
- 3) Επειδή η έκδοση ομολόγων και ομολογιών γίνεται από το κράτος ή ισχυρούς οικονομικούς οργανισμούς υπάρχει εμπιστοσύνη και το τεκμήριο της ασφάλειας των χρημάτων που τοποθετούνται.
- 4) Η ύπαρξη μεγάλης ρευστότητας στο κοινό και αναζήτηση τρόπων ασφαλούς και επωφελούς τοποθέτησης χρημάτων που περισσεύουν.

---

<sup>18</sup> Χολέβας Ι., (1995), «Τι πρέπει να γνωρίζουμε για το χρηματιστήριο», Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα, σελ. 108.

- 5) Όταν οι άλλες τοποθετήσεις με σταθερή απόδοση (καταθέσεις ταμειωτηρίου και προθεσμιακές) δεν είναι τόσο ελκυστικές σε σύγκριση με την απόδοση των ομολόγων και ομολογιών.
- 6) Η σχέση μεταξύ επιτοκίου ομολόγων ή ομολογιών με το ποσοστό του πληθωρισμού. Αν υπερέχει το επιτόκιο εξηγείται η στροφή προς τα ομόλογα και τις ομολογίες.

Το κράτος κατέχει τη μερίδα του λέοντος στην προσφορά ομολόγων, κυρίως γιατί αυτά αποτελούν απλό και εύκολο τρόπο εξεύρεσης κεφαλαίων με απορρόφηση τους από το αποταμιευτικό κοινό.

Η προσφορά ομολογιών από δημόσιους οργανισμούς και Α.Ε. εξαρτάται από τις ανάγκες τους σε κεφάλαια και την προτίμηση του τρόπου αυτού για την εξεύρεση τους. Ο βασικός παράγοντας είναι η ελκυστικότητα της κάθε κατηγορίας ομολόγων ή ομολογιών. Αυτή εξαρτάται από το συνδυασμό του ύψους του ετήσιου επιτοκίου, της χρονικής σταθερής απόδοσης του τίτλου, του επιτοκίου μαζί με ρήτρα ξένου νομίσματος, της σχέσης ωφελειών (επιτοκίου + ρήτρας) με τη διαμόρφωση του πληθωρισμού στη διάρκεια του τίτλου και του βαθμού ασφάλειας που παρέχει ο τίτλος.

## **2.7. Τα Πιστοποιητικά Κατάθεσης ως χρηματοπιστωτικό μέσο**

---

Τα «Πιστοποιητικά Κατάθεσης» (Certificates of Deposits) είναι ανώνυμοι τίτλοι που εκδίδονται από τις τράπεζες και χρηματοδοτικούς οργανισμούς. Οι τίτλοι αυτοί, παράλληλα με την πρωτογενή αγορά, επιτρέπουν και την ύπαρξη και λειτουργία δευτερογενών αγορών στις οποίες μπορεί να αποτελέσουν αντικείμενο διαπραγμάτευσης. Η εμπορευσιμότητα αυτή συνιστά και το μεγάλο τους πλεονέκτημα για τους καταθέτες, εφόσον η ρευστοποίηση τους είναι ευκολότερη των «καταθέσεων προθεσμίας».

Στις δευτερογενείς αγορές μπορεί να γίνει ρευστοποίηση των τίτλων αυτών και πριν την ημερομηνία λήξης τους, σε τιμές που διαμορφώνονται στη δευτερογενή αγορά και όχι με την επιβολή ποινής όπως συμβαίνει για την πρόωρη ρευστοποίηση των τίτλων «προθεσμιακής κατάθεσης».

Στην Ελλάδα, παρόλο που ο θεσμός αυτός είναι παλιός, τα τελευταία χρόνια άρχισαν να χρησιμοποιούνται οι τίτλοι αυτοί και παρέχουν τη δυνατότητα

δημιουργίας μιας δευτερογενούς αγοράς. Στις διεθνείς αγορές χρήματος υπάρχουν δύο παραλλαγές των «πιστοποιητικών καταθέσεων»<sup>19</sup>:

- 1) Τα «πιστοποιητικά καταθέσεων μεταβλητού επιτοκίου». Το επιτόκιο είναι συνήθως συνάρτηση του διατραπεζικού επιτοκίου του Λονδίνου «Libor» (London Inter-Bank Offer Rate).
- 2) Τα «μεσοπρόθεσμα πιστοποιητικά καταθέσεων», που έχουν διάρκεια ένα έως πέντε χρόνια.

Αναφορικά με τα «Πιστοποιητικά Προθεσμιακών Καταθέσεων» (Certificates of Time Deposits) εκδίδονται από τις τράπεζες. Είναι τίτλοι (ομόλογα) τα οποία αντιπροσωπεύουν το χρηματικό ποσό που καταθέτει κάποιος με προθεσμία από μία μέχρι και 365 ημέρες, με προκαθορισμένο και διαπραγματεύσιμο επιτόκιο. Στον τίτλο αυτό αναγράφονται το ονοματεπώνυμο του καταθέτη, το ποσό, το επιτόκιο και το χρονικό διάστημα της κατάθεσης και η ημερομηνία λήξης.

Η ανάληψη του χρηματικού ποσού από τον καταθέτη δεν μπορεί να γίνει πριν της ημερομηνίας λήξης. Μπορεί να γίνει όμως με τη σύμφωνη γνώμη του εκδότη (τράπεζας) και με την επιβολή χρηματικής ποινής εκφρασμένης σε μια σημαντική μείωση του αρχικού συμφωνημένου επιτοκίου.

Για τους τίτλους αυτούς δηλαδή για τα «πιστοποιητικά προθεσμιακών καταθέσεων» υπάρχει μόνο πρωτογενής αγορά. Η δευτερογενής αγορά κατ' ουσία δεν υπάρχει αφού σε κανονικές συνθήκες η ρευστοποίηση των τίτλων αυτών γίνεται μόνο με τη λήξη τους.

## **2.8. Η χρήση των Γραμματίων Τραπεζικής Αποδοχής**

---

Τα «Γραμμάτια Τραπεζικής Αποδοχής» (Banker's Acceptances) είναι τίτλοι οι οποίοι μοιάζουν με τα εμπορικά ομόλογα (χρεόγραφα) στο ότι η έκδοσή τους γίνεται στην πρωτογενή αγορά από μια βιομηχανική ή εμπορική ή εισαγωγική επιχείρηση, διαφέρουν όμως από τα εμπορικά χρεόγραφα στο ότι η εξόφλησή τους στην ημερομηνία λήξης τους είναι εγγυημένη από μια τράπεζα.

---

<sup>19</sup> Βασιλείου Δ., (2000), «Διαχείριση χαρτοφυλακίου», Ε.Α.Π., Πάτρα, σελ. 69.

Αυτή η εγγύηση «οπισθογράφιση» της τράπεζας τα καθιστά ασφαλή και γι' αυτό το λόγο οι υποψήφιοι επενδυτές τα προτιμούν περισσότερο έναντι των εμπορικών χρεογράφων (ομολόγων)<sup>20</sup>.

## 2.9. Η αξιοποίηση των Repos

---

Τα Repos ή συμφωνίες επαναγοράς (Repurchase Agreement) αποτελούν βραχυπρόθεσμες συναλλαγές που συνίστανται σε πώληση ενός χρεογράφου (που είναι συνήθως έντοκο γραμμάτιο Δημοσίου), για παράδειγμα από μια τράπεζα, με τη συμφωνία ότι ο πωλητής (η τράπεζα) θα το επαναγοράσει από τον αγοραστή με βάση μια προκαθορισμένη τιμή, μετά την πάροδο συγκεκριμένου χρονικού διαστήματος.

Με άλλα λόγια, το ένα από τα συμβαλλόμενα μέρη δανείζεται χρήματα για να καλύψει τις ανάγκες ρευστότητάς του, χρησιμοποιώντας ως ενέχυρο ένα χρεόγραφο γνωστής αξίας από το χαρτοφυλάκιο του.

Η απόδοση του δανειστή (αγοραστή Repos) δίνεται από τη διαφορά μεταξύ της τιμής επαναγοράς του υποκείμενου χρεογράφου και της τιμής της αρχικής του πώλησης και αναφέρεται με τη μορφή ετησίου επιτοκίου. Η διάρκεια των Repos είναι συνήθως σύντομη (μέχρι ένα χρόνο) και οι τόκοι από μια τέτοια επένδυση με πρόσφατη απόφαση φορολογούνται με 7%.

Ως Reverse repos αναφέρονται οι συμφωνίες για τις οποίες την πρωτοβουλία αναλαμβάνει ο δανειστής και όχι ο δανειζόμενος. Για παράδειγμα, Reverse repos είναι η συμφωνία πώλησης τίτλων σταθερού εισοδήματος από τις επιχειρήσεις σε τράπεζες με την υποχρέωση επαναγοράς τους από αυτές σε συγκεκριμένη τιμή και μετά από την πάροδο συγκεκριμένης χρονικής περιόδου. Τα βασικά πλεονεκτήματα των Repos είναι ότι προσφέρουν<sup>21</sup>:

- 1) Δυνατότητα σχετικά υψηλών αποδόσεων (οι αποδόσεις όμως μειώθηκαν σημαντικά έπειτα από τη φορολόγηση των Repos).
- 2) Δυνατότητα επιλογής της διάρκειας του χρονικού διαστήματος της επένδυσης.
- 3) Υψηλό βαθμό ασφάλειας.

---

<sup>20</sup> Γαλιάτσος Κ., (1994), «Διεθνείς κεφαλαιαγορές και ελληνικό χρηματιστήριο», Εκδόσεις Σάκκουλας, Αθήνα, σελ. 48.

<sup>21</sup> Βασιλείου Δ., (2000), «Διαχείριση χαρτοφυλακίου», Ε.Α.Π., Πάτρα, σελ. 66.

- 4) Ενίσχυση της διακίνησης των εντόκων γραμματίων και ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου, πράγμα που διευκολύνει τη χρηματοδότηση του Δημοσίου.
- 5) Εξασφάλιση σε περίπτωση απώλειας ή κλοπής.

## 2.10. Οι επενδύσεις σε Options και Futures

---

Options είναι τίτλοι οι οποίοι παρέχουν το δικαίωμα στον αγοραστή τους να αγοράσει έναν αριθμό τίτλων σε συγκεκριμένη τιμή, αν ο αγοραστής το επιθυμεί. Υπάρχουν δύο είδη options, τα call options και τα put options.

Τα Futures είναι συμβόλαια τα οποία δεσμεύουν τα ενδιαφερόμενα μέρη για την αγορά ή πώληση ενός χρηματοοικονομικού μέσου κατά τη διάρκεια ενός συγκεκριμένου μήνα στο μέλλον. Για παράδειγμα ένα τέτοιο συμβόλαιο μπορεί να αναφέρεται στην αγορά εντόκων γραμματίων συγκεκριμένης αξίας, παραδοτέας σε προκαθορισμένη ημερομηνία, σε τιμή που είναι γνωστή την ημέρα που συνάπτεται η συναλλαγή.

### 2.10.1. Τα Call Options και τα Put Options

---

Οι κάτοχοι των call options έχουν το δικαίωμα να αγοράσουν μια προκαθορισμένη ποσότητα χρεογράφων σε μια προκαθορισμένη τιμή μέχρι κάποια συγκεκριμένη ημερομηνία (ή στη συγκεκριμένη ημερομηνία). Φυσικά τόσο οι αγοραστές όσο και οι πωλητές των call options αποβλέπουν σε κέρδη. Ο πωλητής θα κερδίσει όταν οι μεταβολές στις τιμές των μετοχών στις οποίες αναφέρεται το δικαίωμα (αλλά όχι η υποχρέωση) είναι τέτοιες που ο αγοραστής δε θα έχει το οικονομικό ενδιαφέρον από την άσκηση των δικαιωμάτων που αγόρασε. Ο αγοραστής θα έχει κερδίσει αν η τιμή αγοράς των μετοχών κατά τη διάρκεια της ζωής των options είναι μεγαλύτερη από την αρχικά συμφωνηθείσα τιμή.

Στην περίπτωση των put options ο εκδότης - πωλητής των options δεσμεύεται να αγοράσει έναν αριθμό μετοχών σε προκαθορισμένη τιμή, ο δε αγοραστής έχει την ευχέρεια να πωλήσει τις αντίστοιχες μετοχές μόνον αν το επιθυμεί. Και στις δύο

περιπτώσεις, οι τιμές call και put options διαμορφώνονται βάσει των προσδοκιών της αγοράς για τις μελλοντικές τάσεις στις τιμές των μετοχών<sup>22</sup>.

### 2.10.2. Οι επενδύσεις σε Futures

---

Οι επενδύσεις σε Futures ενδιαφέρουν τα Αμοιβαία Κεφάλαια, επειδή μπορούν να προστατεύσουν επενδύσεις σε κρατικά ομόλογα ή να απομονώσουν τις αποδόσεις χαρτοφυλακίων από πιθανή γενική πτώση στην αγορά. Τα χαρακτηριστικά που διαφοροποιούν την αγορά των Futures από άλλες παρόμοιες αγορές είναι περιληπτικά τα ακόλουθα<sup>23</sup>:

- 1) Οι συναλλαγές σε Futures γίνονται σε συγκεκριμένο χώρο και υπό την αιγίδα χρηματιστηριακών αρχών. Οι διαπραγματεύσεις σε Futures πραγματοποιούνται μέσω του συστήματος της δημόσιας αναγγελίας.
- 2) Όλα τα συμβόλαια των Futures είναι τυποποιημένα και ως προς τις ποσότητες και τη διάρκεια αυτών.
- 3) Η εκτέλεση των παραγγελιών γίνεται από ειδικούς οργανισμούς (Clearing Houses).

### 2.11. Λοιπά χρεόγραφα της αγοράς χρήματος

---

Άλλα βασικά χρεόγραφα που διακινούνται στην αγορά χρήματος είναι τα commercial papers (CPs), τα Bills of Exchange, τα swaps, αλλά και τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (Σ.Μ.Ε.) πάνω σε επιτόκια. Τα τελευταία αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε αγορές παραγώγων.

Τα commercial papers εκδίδονται συνήθως από εταιρίες, αλλά και από τράπεζες, για την άντληση βραχυχρόνιων κεφαλαίων από τη χρηματαγορά. Η διάρκεια τους κυμαίνεται από δύο ημέρες μέχρι και ένα χρόνο και ανήκουν στην κατηγορία των εκπτώτικων χρεογράφων (η αγοραία τους τιμή είναι χαμηλότερη από την ονομαστική τους αξία).

---

<sup>22</sup> Καραθανάσης Γ., (1996), «Βασικές αρχές χρηματοοικονομικής διοίκησης και χρηματιστηριακές αγορές», Εκδόσεις Μπένος, Αθήνα, σελ. 497.

<sup>23</sup> Καραθανάσης Γ., (1996), «Βασικές αρχές χρηματοοικονομικής διοίκησης και χρηματιστηριακές αγορές», Εκδόσεις Μπένος, Αθήνα, σελ. 498.



Τα Bills of Exchange χρησιμοποιούνται για εμπορικούς σκοπούς. Μια εταιρία που οφείλει χρήματα λόγω αγοράς εμπορευμάτων εκδίδει πιστοποιητικά με το ποσό οφειλής, για το οποίο ενδεχομένως εγγυάται κάποια τράπεζα (Bankers Acceptance).

Τέτοιου είδους χρεόγραφα διαπραγματεύονται στη δευτερογενή αγορά χρήματος και καθιστούν πιο εύκολη τη διεξαγωγή των εμπορικών εθνικών ή διεθνών συναλλαγών.

Τα swaps είναι συμφωνίες ανταλλαγής υποχρεώσεων και μπορούν να χρησιμοποιηθούν σαν μορφή επένδυσης με σκοπό την επίτευξη ελκυστικής απόδοσης. Για παράδειγμα, swap επιτοκίων είναι μια συμφωνία μεταξύ δύο εταιριών Α και Β, όπου η εταιρία Α συμφωνεί να πληρώνει τόκους με σταθερό επιτόκιο επί μιας συγκεκριμένης ονομαστικής αξίας και για ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα

στην εταιρία Β, ενώ η εταιρία Β θα πληρώνει στην Α τόκους με κυμαινόμενο επιτόκιο επί της ίδιας ονομαστικής αξίας. Τέτοιες συμφωνίες συνάπτονται με τη μεσολάβηση κάποιας τράπεζας και χρησιμοποιούνται για παράδειγμα για τη μετατροπή ενός κυμαινόμενου επιτοκίου δανεισμού σε σταθερό ή και αντίστροφα<sup>24</sup>.

## 2.12. Έννοια, ρόλος και σκοπός των χρηματιστηρίων αξιών στην αγορά κεφαλαίου

---

Χρηματιστήριο είναι ο τόπος όπου γίνονται αγοραπωλησίες αξιών ή - κειμένων, των οποίων οι τιμές διαμορφώνονται σύμφωνα με τους κανόνες της προσφοράς και της ζήτησης.

Τα σημερινά χρηματιστήρια έχουν τις ρίζες τους στην αρχαιότητα, όπου οι έμποροι συγκεντρώνονταν για να αγοράσουν και να πουλήσουν εμπορεύματα και στην Ελλάδα ονομάζονταν «Αγοραί ή Εμπορία». Αργότερα στη Ρώμη τέτοιου είδους συναλλαγές γίνονταν στις Collegiae Mercatorum και στο Μεσαίωνα στις εμποροπανηγύρεις (Foires). Με το πέρασμα των χρόνων, καθώς αυξανόταν ο αριθμός

---

<sup>24</sup> Ευθύμογλου Π., Μπάλλας Α., (2000), «Χρηματοδοτικοί οργανισμοί και αγορές», Εκδόσεις Μπένος, Αθήνα, σελ. 77.

των εμπορευμάτων δημιουργήθηκαν μόνιμες εμπορικές εκθέσεις χωρίς τα αντικείμενα συναλλαγής να είναι παρόντα<sup>25</sup>.

Πολύ αργότερα εμφανίστηκαν στο εμπόριο τα διάφορα χαρτιά (γραμμάτια, συναλλαγματικές, μετοχές, ομολογίες) και έγινε μεγαλύτερη η ανάγκη οι τασσόμενοι να συναντώνται σε συγκεκριμένο τόπο και χρόνο καθημερινά. Από την άλλη πλευρά το πλήθος των πραγμάτων, που διαπραγματεύονταν οι ενδιαφερόμενοι, ήταν μεγάλο και έτσι τα χρηματιστήρια χωρίστηκαν σε κατηγορίες ανάλογα με το αντικείμενο τους. Σήμερα υπάρχουν<sup>26</sup>:

- 1) Χρηματιστήρια Αξιών (όπου γίνονται αγοραπωλησίες κινητών αξιών).
- 2) Χρηματιστήρια Εμπορευμάτων.
- 3) Χρηματιστήρια Ναύλων.
- 4) Χρηματιστήρια Λουλουδιών.
- 5) Χρηματιστήρια Έργων Τέχνης, κ.λπ.

Σήμερα για να δημιουργηθεί μια αξιόλογη επιχείρηση χρειάζονται μεγάλα κεφάλαια. Επίσης οι επιχειρήσεις, που ήδη λειτουργούν, χρειάζονται κεφάλαια για να επεκτείνουν τις δραστηριότητες του ή να εκσυγχρονίσουν τον εξοπλισμό και τις εγκαταστάσεις τους. Οι επιχειρηματίες λοιπόν ή καταφεύγουν στον τραπεζικό δανεισμό, που όμως είναι συνήθως βραχυπρόθεσμος και ακριβός (τόκοι, διάφορες εγγυήσεις που ζητούν οι τράπεζες) ή στη χρηματιστηριακή αγορά. Στο Χρηματιστήριο Αξιών (Χ.Α.) με τη διάθεση τίτλων στο ευρύ επενδυτικό κοινό, επιτυγχάνουν όπως λέγεται πρωτογενή χρηματοδότηση. Τα κεφάλαια αντλούνται απ' ευθείας από τους επενδυτές, ώστε το χρήμα που πλεονάζει να εξυπηρετεί παραγωγικούς σκοπούς. Επίσης η εισαγωγή μιας εταιρίας στο Χ.Α. της δίνει κύρος και την κάνει γνωστή στο ευρύ κοινό.

Εκτός από τις επιχειρήσεις μπορούν να αντλούν κεφάλαια από το ευρύ επενδυτικό κοινό, μέσω του Χρηματιστηρίου, το κράτος, οι Δημόσιοι Οργανισμοί και οι τράπεζες εκδίδοντας ομολογιακά δάνεια.

Το Χ.Α. δίνει την εναλλακτική δυνατότητα στους αποταμιευτές να τοποθετήσουν τις οικονομίες τους σε μετοχές και ομολογίες που θα τους αποφέρουν κέρδη ή ένα

---

<sup>25</sup> Βούλγαρη Ε. (1999), «Χρηματιστήριο Αξιών και Χρηματιστήριο Παραγώγων. Οργάνωση - Λειτουργία, αξιολόγηση», 4<sup>η</sup> Έκδοση, Εκδόσεις Σύγχρονη Εκδοτική, Αθήνα σελ. 19.

<sup>26</sup> Χολέβας Ι. (1995), «Τι πρέπει να γνωρίζουμε για το Χρηματιστήριο», Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα, σελ. 20-21.

σταθερό εισόδημα. Είναι μια επενδυτική επιλογή με τεράστια πλεονεκτήματα και συντριπτική υπεροχή στις αποδόσεις, έναντι των καταθέσεων σε τράπεζες, επενδύσεων σε γη, ακίνητα ή συναλλάγμα.

Στο Χ.Α. η προσφορά και η ζήτηση τίτλων γίνεται καθημερινά και με συνθήκες πλήρους δημοσιότητας. Αν δεν υπήρχε το Χ.Α. θα ήταν δύσκολο να συναντηθούν οι αγοραστές και οι πωλητές τίτλων και να οριστούν οι τιμές στις οποίες θα γίνονταν οι συναλλαγές. Στο Χ.Α. οι τιμές των συναλλαγών διαμορφώνονται από την προσφορά και τη ζήτηση τίτλων και δημοσιεύονται για να γίνονται σε όλους γνωστές. Έμπειροι επαγγελματίες, που είναι τα μέλη του Χ.Α., διενεργούν τις συναλλαγές για λογαριασμό των πελατών τους, γεγονός που συμβάλλει στην ταχύτητα της διεκπεραίωσης τους. Συμπερασματικά θα λέγαμε ότι αν δεν υπήρχαν τα Χρηματιστήρια Αξιών θα έπρεπε να εφευρεθούν<sup>27</sup>.

### **2.12.1. Η δομή και η οργάνωση του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.)**

---

Το Χ.Α.Α. είναι μια μεγάλη οργανωμένη αγορά όπου διενεργούνται αγοραπωλησίες αξιών σύμφωνα με τους κανόνες της προσφοράς και της ζήτησης. Οι οργανωμένες αγορές του Χ.Α.Α. είναι η κύρια και η παράλληλη, η νέα χρηματιστηριακή αγορά (NEXA) και η Ελληνική Αγορά Αναδυομένων Κεφαλαιαγορών (ΑΕΓΑΚ). Σκοπός του «Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών Α.Ε.» είναι η οργάνωση των χρηματιστηριακών συναλλαγών οι οποίες καταρτίζονται σε χρηματιστήρια αξιών, καθώς και κάθε άλλη δραστηριότητα του Χ.Α.Α. υπό τη σημερινή νομική του μορφή καθώς και κάθε άλλη συναφή με τις παραπάνω δραστηριότητες.

Γενικά το Χ.Α.Α. αποτελεί ένα σημαντικό τμήμα των αγορών χρήματος και κεφαλαίου (ιδιαίτερα της αγοράς κεφαλαίου), είναι δε η επίσημη δευτερογενής αγορά για τα αξιόγραφα των εταιριών που είναι ήδη εισηγμένες σ' αυτό. Μέλη του Χ.Α.Α. είναι<sup>28</sup>:

---

<sup>27</sup> Βούλγαρη Ε. (1999), «Χρηματιστήριο Αξιών και Χρηματιστήριο Παραγώγων. Οργάνωση - Λειτουργία, αξιολόγηση», 4<sup>η</sup> Έκδοση, Εκδόσεις Σύγχρονη Εκδοτική, Αθήνα σελ. 21.

<sup>28</sup> Ντελμπεντέρης Ν. (2002), «Χρηματιστηριακή διοίκηση – λειτουργία», Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα, σελ. 21-22.

- 1) Τα τακτικά μέλη.
  - i. Οι χρηματιστηριακές εταιρίες. Η χρηματιστηριακή εταιρεία είναι ανώνυμη επενδυτική εταιρεία με κύριο σκοπό τη διεξαγωγή χρηματιστηριακών συναλλαγών. Επίσης μπορεί να παρέχει επενδυτικές συμβουλές για επενδύσεις σε χρηματιστηριακά πράγματα, να διαχειρίζεται το χαρτοφυλάκιο πελατών της αποτελούμενο από μετρητά, χρηματιστηριακά πράγματα και μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων και να παρέχει οποιαδήποτε κύρια ή παρεπόμενη επενδυτική υπηρεσία
- 2) Έκτακτα μέλη.
  - i. Αντικριστές. Οι αντικριστές δηλαδή τα μέλη του Χ.Α.Α., είναι υπάλληλοι που εξυπηρετούν έναν μόνο χρηματιστή ή Α.Χ.Ε.
  - ii. Ο χρηματιστηριακός εκπρόσωπος. Χρηματιστηριακός εκπρόσωπος διορίζεται με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς αυτός που συγκεντρώνει τα προσόντα που προβλέπονται από το νόμο και εφόσον επιτύχει σε ειδικές εξετάσεις.

### **2.13. Πλαίσιο εποπτείας καλυμμένων ομολόγων που εκδίδονται από πιστωτικά ιδρύματα (covered bonds)**

---

Στο σχέδιο νόμου «Ανάληψη και άσκηση δραστηριοτήτων από τα πιστωτικά ιδρύματα, επάρκεια ιδίων κεφαλαίων των πιστωτικών ιδρυμάτων και των επιχειρήσεων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών και λοιπές διατάξεις» προτάθηκε από την Ένωση Ελληνικών Τραπεζών (Ε.Ε.Τ.) και έγινε δεκτή η προσθήκη άρθρου με το οποίο εισήχθη στο ελληνικό δίκαιο ο θεσμός των καλυμμένων ομολογιών. Ο θεσμός αυτός αναπτύχθηκε αρχικά στη Γερμανία πριν από 200 χρόνια, έχει δε επεκταθεί σε ολόκληρη την Ευρώπη, αλλά και στις Ηνωμένες Πολιτείες με αποτέλεσμα να έχουν εισαγάγει ειδική νομοθεσία για τις καλυμμένες ομολογίες περισσότερα από 20 ευρωπαϊκά κράτη. Μορφή καλυμμένων ομολογιών αποτελούσαν οι κτηματικές ομολογίες που είχαν εισαχθεί νομοθετικά στην Ελλάδα ήδη από τη δεκαετία του 1920 με το νόμο 3221/1924 που κωδικοποιήθηκε με το Π.Δ. της 22-30.9.1931.

Οι καλυμμένες ομολογίες είναι ομολογίες που εκδίδονται από πιστωτικό ίδρυμα, το οποίο ευθύνεται έναντι των ομολογιούχων με το σύνολο της περιουσίας του, όμως οι

ομολογιούχοι ικανοποιούνται προνομιακά από ορισμένα περιουσιακά στοιχεία του πιστωτικού ιδρύματος που συνίστανται κατά κύριο λόγο σε δάνεια, συνήθως στην πράξη δάνεια εξασφαλισμένα με εμπράγματα ασφάλεια επί ακινήτων καθώς και δάνεια προς φορείς του δημοσίου τομέα. Οι καλυμμένες ομολογίες είναι μεγαλύτερης διάρκειας από τις τιτλοποιημένες ομολογίες (mortgage backed securities) και προσφέρουν διπλή προστασία: πρώτον, της εκδότριας τράπεζας που έχει υψηλό βαθμό πιστοληπτικής ικανότητας και δεύτερον της παρεχόμενης εξασφάλισης απ τα υψηλής ποιότητας περιουσιακά στοιχεία που περιλαμβάνονται στο διασφαλιστικό χαρτοφυλάκιο ή «κάλυμμα».

Οι καλυμμένες ομολογίες θεωρούνται διεθνώς εξαιρετικά ασφαλής μορφή επένδυσης με αποτέλεσμα να επενδύουν σε αυτές φορείς που κατά τα λοιπά επενδύουν μόνο σε κρατικούς τίτλους. Το γεγονός αυτό έχει ως αποτέλεσμα το κόστος δανεισμού των πιστωτικών ιδρυμάτων σε περίπτωση έκδοσης καλυμμένων ομολογιών να μειώνεται δραστικά.

Ήδη σήμερα (2010) είναι δυνατή η έμμεση έκδοση καλυμμένων ομολογιών με τη χρήση των διατάξεων περί τιτλοποίησης (άρθρο 10 Ν. 3156/2003) σε συνδυασμό με την παροχή πλήρους εγγύησης από το πιστωτικό ίδρυμα προς τους ομολογιούχους δανειστές. Με τις προταθείσες διατάξεις η δυνατότητα έμμεσης έκδοσης διατηρείται, παρέχεται όμως και η δυνατότητα άμεσης έκδοσης από το πιστωτικό ίδρυμα. Παράλληλα καθιερώνεται και στις δύο περιπτώσεις ο έλεγχος της εφαρμογής των σχετικών διατάξεων από την Τράπεζα της Ελλάδας με σκοπό την προστασία των ομολογιούχων.

Με την καθιέρωση της εποπτείας αυτής καλύπτονται οι προϋποθέσεις του άρθρου 22, παρ. 4 της Οδηγίας 85/611/EΚ για τους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες, που περιέχει ορισμό των καλυμμένων ομολογιών. Με τον τρόπο αυτό διευκολύνεται η αγορά των καλυμμένων ομολογιών εκδόσεως άμεσα ή έμμεσα ελληνικών πιστωτικών ιδρυμάτων από τους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων άλλων κρατών - μελών.

Η Τράπεζα της Ελλάδας λαμβάνοντας υπόψη την ανάγκη δημιουργίας ειδικού νομοθετικού πλαισίου για την εποπτική αναγνώριση εκδόσεων ομολόγων που καλύπτονται με εξασφαλίσεις, δημοσίευσε σχέδιο με θέμα «Πλαίσιο εποπτείας καλυμμένων ομολόγων που εκδίδονται από πιστωτικά ιδρύματα (covered bonds)».

Στο κείμενο παρατηρήσεων της η Ε.Ε.Τ. σημείωσε, μεταξύ άλλων, το ζήτημα του ελάχιστου ύψους ιδίων κεφαλαίων (ευρώ 1 δις.) που πρέπει να διαθέτουν τα

πιστωτικά ιδρύματα, τα οποία προτίθεται να προχωρήσουν στην έκδοση καλυμμένων ομολογιών, καθώς επίσης και το θέμα του ελέγχου που πρέπει να πραγματοποιείται κατά τη διάρκεια της έκδοσης σχετικά με την καθαρή παρούσα αξία των υποχρεώσεων που προκύπτουν έναντι των επενδυτών και των εξασφαλιζομένων έναντι του καλύμματος δανειστών, η οποία δεν πρέπει να υπερβαίνει την καθαρή παρούσα αξία του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων του καλύμματος συμπεριλαμβανομένων των παραγώνων χρηματοπιστωτικών μέσων που χρησιμοποιούνται για σκοπούς αντιστάθμισης των κινδύνων των στοιχείων αυτών<sup>29</sup>.

#### 2.14. Εξελίξεις στην αγορά ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου

---

Οι τιμές των κρατικών ομολόγων στις διεθνείς αγορές, το Φεβρουάριο του 2010, κατέγραψαν κέρδη πλην των μακροπρόθεσμων τίτλων στις Ηνωμένες Πολιτείες που σημείωσαν μικρές απώλειες. Μεταξύ των βασικών παραγόντων που συνέβαλαν στην εξέλιξη αυτή ήταν η μειωμένη διάθεση των επενδυτών προς ανάληψη κινδύνων καθώς η δημοσίευση ασθενέστερων των αναμενομένων μακροοικονομικών στοιχείων, στις Ηνωμένες Πολιτείες και στην Ευρωζώνη, ενίσχυσε τις ανησυχίες σχετικά με τη δυναμική της μελλοντικής παγκόσμιας οικονομικής ανάπτυξης. Παράλληλα, υποχώρησαν εν μέρει οι φόβοι των επενδυτών αναφορικά με τις δημοσιονομικές προοπτικές ορισμένων χωρών.

Στην Ηλεκτρονική Δευτερογενή Αγορά Τίτλων (Η.Δ.Α.Τ.), οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών τίτλων μειώθηκαν σημαντικά, ιδιαίτερα στους τίτλους βραχυπρόθεσμης διάρκειας, πλην της απόδοσης του τριακονταετούς τίτλου που αυξήθηκε ελαφρά κατά 5 μονάδες βάσης σε 6,67% στα τέλη Φεβρουαρίου. Τη μεγαλύτερη πτώση, κατά 65 μονάδες βάσης, σημείωσε η απόδοση του τριετούς ομολόγου αναφοράς σε 6,32% στα τέλη Φεβρουαρίου, ενώ η απόδοση του δεκαετούς ομολόγου αναφοράς μειώθηκε κατά 34 μονάδες βάσης σε 6,64%.

Ως εκ τούτου, η κλίση της καμπύλης των αποδόσεων αυξήθηκε αισθητά καθώς η διαφορά απόδοσης μεταξύ του τριακονταετούς και του τριετούς τίτλου αναφοράς

---

<sup>29</sup> Λιβαδά Χ., Παλασάκης Γ., Παναγιωτίδης Β., Παξινού Ν., Τασάκος Κ., (2007), «Τραπεζικά θέματα από τη δραστηριότητα της Ε.Ε.Τ.», Δελτίο Ελληνικής Ένωσης Τραπεζών, 09/2007, Αθήνα. Σελ. 4-5.

αυξήθηκε σε 35 μονάδες βάσης στα τέλη Φεβρουαρίου από. Επιπλέον, η μέση μηνιαία διαφορά απόδοσης μεταξύ του ελληνικού δεκαετούς ομολόγου αναφοράς και του αντίστοιχου γερμανικού αυξήθηκε περαιτέρω το Φεβρουάριο σε 327 από 273 μονάδες βάσης τον Ιανουάριο.

Όσον αφορά τις τιμές των τίτλων αναφοράς, η τιμή του τριετούς ομολόγου αυξήθηκε στα τέλη Φεβρουαρίου σε 96,20 από 94,85 στις 29 Ιανουαρίου, η τιμή του δεκαετούς ομολόγου αυξήθηκε σε 95,56 από 93,27 ενώ του τριακονταετούς ομολόγου μειώθηκε οριακά σε 73,29 από 73,73.

Η αξία των συναλλαγών στην Η.Δ.Α.Τ. το Φεβρουάριο του 2010, διαμορφώθηκε σε 18,86 δισ. ευρώ από 21,09 δισ. ευρώ τον Ιανουάριο και 13,88 δισ. ευρώ το Φεβρουάριο του 2009. Η μέση ημερήσια αξία συναλλαγών διαμορφώθηκε σε 992 εκατ. ευρώ από 1,11 δισεκ. ευρώ τον προηγούμενο μήνα. Το ενδιαφέρον των επενδυτών επικεντρώθηκε σε τίτλους με εναπομένουσα διάρκεια μεταξύ 5 και 10 ετών οι οποίοι απορρόφησαν 11,9 δισ. ευρώ, δηλαδή το 63% της συνολικής αξίας των συναλλαγών. Το μεγαλύτερο ποσοστό συναλλαγών συγκέντρωσε το 10ετές ομόλογο αναφοράς καταγράφοντας συναλλαγές αξίας 5,6 δισ. ευρώ, ακολουθούμενο από το 5ετές ομόλογο αναφοράς με 5,5 δισεκ. ευρώ συναλλαγές. Τέλος, από τις 3.727 εντολές που εκτελέστηκαν στην Η.Δ.Α.Τ. το 43,9% αφορούσε σε εντολές αγοράς και το 56,1% σε εντολές πώλησης<sup>30</sup>.

---

<sup>30</sup> Τράπεζα της Ελλάδας (Τ.Τ.Ε.), (2010), «Εξελίξεις στην αγορά ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου», διαθέσιμο στο [http://www.bankofgreece.gr / Pages / el / Markets/HDAT/DispItem.aspx?Item\\_ID=3260&List\\_ID=1af869f3-57fb-4de6-b9ae-bdfd83c66c95&Filter\\_Type=1&Filter\\_Code=](http://www.bankofgreece.gr / Pages / el / Markets/HDAT/DispItem.aspx?Item_ID=3260&List_ID=1af869f3-57fb-4de6-b9ae-bdfd83c66c95&Filter_Type=1&Filter_Code=), ημερ. προσπέλασης 18/03/2010, Αθήνα.

## Κεφάλαιο 3<sup>ο</sup> - Η Κεφαλαιαγορά στην Ευρώπη

---

### 3.1. Τα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια και η δυναμική αλληλεξάρτησής τους

---

Στην παρούσα ενότητα, εξετάζονται οι αλληλεπιδράσεις μεταξύ χρηματιστηριακών αγορών. Ο σκοπός είναι να εντοπιστεί αν υπάρχει κάποια μακροχρόνια ισορροπία η οποία να συνδέει αυτές τις μεταβλητές μαζί σε μακροχρόνιο ορίζοντα.

Μια αγορά είναι αποτελεσματική, εάν το σύνολο της διαθέσιμης πληροφόρησης ενσωματώνεται πλήρως και άμεσα στις τιμές των χρεογράφων και δεν υφίστανται ανεκμετάλλευτες ευκαιρίες για επίτευξη κερδών. Ακολούθως, μια αγορά ονομάζεται αποτελεσματική όταν στην εμφάνιση μιας νέας πληροφορίας οι τιμές των αξιόγραφων αντιδρούν με ταχύτητα και ακρίβεια και οι νέες τιμές ενσωματώνουν πλήρως όλη την πληροφόρηση.

Μια αποτελεσματική αγορά αντιδρά μόνο στη νέα πληροφόρηση, ωστόσο από την στιγμή που αυτό δεν μπορεί να προβλεφθεί εξορισμού, οι μεταβολές των τιμών ή οι αποδόσεις των χρεογράφων δεν είναι δυνατόν να προβλεφθούν. Η παραπάνω θεώρηση της αποτελεσματικότητας αναφέρεται ως πληροφοριακή και όχι λειτουργική ή καταμερισμού.

Αν η αγορά είναι αποτελεσματική, τότε όλες οι διαθέσιμες πληροφορίες έχουν ενσωματωθεί στις τιμές των μετοχών και ένας επενδυτής δεν είναι σε θέση να πραγματοποιήσει μεγαλύτερες αποδόσεις από κάποιον άλλον. Σε περίπτωση που η αγορά είναι μη αποτελεσματική, θα επιτυγχάνονται μεγαλύτερες των κανονικών αποδόσεις.

Η εμπειρική τεκμηρίωση της ύπαρξης σχέσεων ανάμεσα στους ευρωπαϊκούς χρηματιστηριακούς δείκτες, σημαίνει ότι οι κινήσεις ενός ή περισσότερων δεικτών «κυριαρχούν» στην ευρωπαϊκή κεφαλαιαγορά προξενώντας σε μικρότερο ή μεγαλύτερο βαθμό ανάλογες κινήσεις και στους άλλους δείκτες.

Τα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια είναι στενά συνδεδεμένα μεταξύ τους, αφού τουλάχιστον ένα κανάλι αιτιότητας είναι ανοικτό για όλα τα χρηματιστήρια. Υπάρχουν σχέσεις αιτιότητας είτε από βραχυχρόνιες επιδράσεις είτε από μακροχρόνιες επιδράσεις. Τα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια παρουσιάζουν σημαντικές αλληλεπιδράσεις μεταξύ τους, σε συμφωνία με μελέτες που έχουν πραγματοποιηθεί



αλλά και με τα οικονομικά δεδομένα της δεκαετίας, αφού λόγω Ευρωπαϊκής Ένωσης οι αγορές των χωρών αυτών έχουν έρθει πιο κοντά, όπως και γενικότερα οι εμπορικές και οικονομικές σχέσεις τους έχουν βελτιωθεί.

Μεταξύ των χρηματιστηριακών αγορών υπάρχει μια μακροχρόνια σχέση ισορροπίας από την οποία οι αγορές δεν μπορούν να απομακρυνθούν πολύ, γιατί υπάρχει μια κοινή δύναμη όπως το arbitrage που επαναφέρει τα χρηματιστήρια σε ισορροπία σε μακροχρόνιο χρονικό ορίζοντα.

Επίσης, οι αλληλεπιδράσεις μεταξύ των αγορών είναι αρκετά ισχυρές, κάτι που ήταν και αναμενόμενο λαμβάνοντας υπόψη την ροπή των οικονομιών προς την παγκοσμιοποίηση. Το ένα χρηματιστήριο επηρεάζει το άλλο και ένα «σοκ» σε ένα από αυτά διαχέεται και στα υπόλοιπα με σημαντικές συνέπειες. Έτσι τα αποτελέσματα μιας διεθνούς διαφοροποίησης (διασπορά ενός χαρτοφυλακίου σε μετοχές διάφορων αγορών) κρίνονται αμφίβολα και απαιτείται ιδιαίτερη προσοχή και μελέτη στην επιλογή των χρηματιστηρίων και την επενδυτική στρατηγική<sup>31</sup>.

### **3.2. Η λειτουργία των ευρωπαϊκών αγορών χρήματος**

---

Στις «ευρωαγορές» γίνονται καταθέσεις και αναλήψεις σε σχετικέ μεγάλα ποσά. Οι ευρωπαϊκές τράπεζες και γενικότερα οι τράπεζες στη διεθνή χρηματοπιστωτική αγορά δέχονται καταθέσεις σε ευρωνομίσματα και δανείζουν τα κεφάλαια αυτά. Οι συναλλαγές αφορούν σε μεγάλα ποσά και το περιθώριο μεταξύ των επιτοκίων με τα οποία χορηγούνται τα δάνεια κα. των επιτοκίων καταθέσεων είναι συνήθως μικρό. Η λειτουργία της αγοράς αυτής είναι ταχύτατη, διότι οι περισσότερες πράξεις κλείνονται τηλεφωνικά ή με fax, ενώ τα σχετικά έγγραφα στέλνονται αργότερα με το ταχυδρομείο.

Οι καταθέσεις λαμβάνουν συνήθως τη μορφή «Διαπραγματεύσιμων Πιστοποιητικών Καταθέσεων» (Negotiable Certificates of Deposits). Τα πιστοποιητικά αυτά κατάθεσης είναι βραχυπρόθεσμης διάρκειας περίπου μέχρι έξι

---

<sup>31</sup> Κουραβέλος Ε, Μπουρλετίδης Κ., Παπαθανασίου Σ., (2007), «Δυναμικές αλληλεξαρτήσεις μεταξύ ευρωπαϊκών χρηματιστηρίων», άρθρο στο περιοδικό «Διοίκηση και Οικονομία», Έκδοση 3, Εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα, σελ. 12.

μήνες και αντιπροσωπεύουν ποσά συνήθως πάνω από ένα εκατομμύριο δολάρια Η.Π.Α.

Τα εν λόγω πιστοποιητικά είναι τα κυριότερα χρηματοπιστωτικά μέσα στις «ευρωαγορές». Το ύψος των επιτοκίων για τις καταθέσεις της μορφής αυτής διαμορφώνεται έπειτα από διαπραγμάτευση μεταξύ του καταθέτη και του χρηματοπιστωτικού οργανισμού που δέχεται την κατάθεση αυτή.

Από την άλλη πλευρά, τα δάνεια σε «ευρωνόμισμα» γίνονται σε σημαντικά μεγάλα ποσά, πολλαπλάσια του ενός εκατομμυρίου δολαρίων και έχουν λήξεις που κυμαίνονται από τριάντα ημέρες μέχρι και επτά ή ακόμη δέκα και δεκαπέντε χρόνια. Αν ο δανειολήπτης είναι γνωστός στην τράπεζα, ένα δάνειο για διάστημα μικρότερο του έτους μπορεί να χορηγηθεί γρήγορα. Τα δάνεια ευρωνομίματος συνήθως δεν απαιτούν εμπράγματα ασφάλειες, μπορεί όμως να υπάρξουν άλλοι τύποι περιορισμών στις δανειοληπτικές δραστηριότητες της επιχείρησης στην οποία χορηγείται το δάνειο.

Το επιτόκιο των δανείων σε «ευρωνόμισμα», συνήθως δεν είναι σταθερό αλλά «κυμαινόμενο επιτόκιο» (floating rate). Το επιτόκιο του δανείου υπολογίζεται ως ποσοστό πάνω από το διατραπεζικό επιτόκιο προσφοράς που διαμορφώνεται στη διατραπεζική αγορά του Λονδίνου «Libor» (London interbank offer rate) και αντικατοπτρίζει το επιτόκιο των ρευστών διαθέσιμων κεφαλαίων που διακινούνται μεταξύ των χρηματαγορών των αναπτυγμένων χωρών.

Συγκεκριμένα, ο δανειζόμενος (επιχείρηση κλπ.) καταβάλλει το Libor, δηλαδή το επιτόκιο που διαμορφώνεται στην διατραπεζική αγορά του Λονδίνου, συν ορισμένες κλασματικές ή ακέραιες ποσοστιαίες μονάδες πάνω από το Libor, ανάλογα με τη διάρκεια του δανείου.

Συνήθως, οι φερέγγυοι δανειολήπτες καταβάλλουν τόκους κατά 3/8 έως 3/4 της ποσοστιαίας μονάδας, πάνω από το Libor, ανάλογα με το χρονικό διάστημα του δανείου. Το «premium» παραμένει σταθερό καθόλη τη διάρκεια του δανείου. Ενώ το Libor μεταβάλλεται στη διατραπεζική αγορά του Λονδίνου με βάση το νόμο της προσφοράς και ζήτησης που εμφανίζεται στη συγκεκριμένη διατραπεζική αγορά.

Επομένως το επιτόκιο που επιβαρύνεται ο δανειολήπτης (Libor + Premium) είναι ένα μεταβαλλόμενο ή κυμαινόμενο επιτόκιο. Το σύστημα του «ευρωνομίματος» συμβάλλει στην αύξηση και την αναδιανομή της παγκόσμιας αγοράς διεθνών

αποθεμάτων νομισμάτων και ρευστών κεφαλαίων και αποτελεί σημαντική εξέλιξη στην ανάπτυξη μιας ανταγωνιστικής και ενοποιημένης διεθνούς χρηματαγοράς<sup>32</sup>.

### 3.3. Η εμφάνιση των Ευρωομολόγων

---

Τα «Ευρωομόλογα» (Eurobonds) αντιπροσωπεύουν τα μεγαλύτερης διάρκειας δάνεια στην αγορά του ευρώ. Τα «Ευρωομόλογα» προσφέρονται για πώληση σε πολλά κράτη μέσω διεθνών συνδικάτων ασφαλιστών και τραπεζών και κατά κανόνα εκδίδονται σε ονομαστικές αξίες ισχυρών «σκληρών» νομισμάτων.

Παρά τις διακυμάνσεις της αξίας του, το αμερικάνικο δολάριο εξακολουθεί να χρησιμοποιείται επειδή είναι βασικό νόμισμα των διεθνών συναλλαγών. Επιπλέον, υπάρχει διαθέσιμο μεγάλο απόθεμα ευρωδολαρίων.

Ορισμένες φορές τα ευρωομόλογα συμφωνείται να εξοφληθούν σε ονομαστικές αξίες πολλών νομισμάτων. Ο πιστωτής μπορεί να ζητήσει την εξόφληση του κεφαλαίου και των τόκων σε κάποιο προκαθορισμένο νόμισμα σε μια ισοτιμία που έχει συμφωνηθεί από πριν.

Η αγορά ευρωομολόγων συνέβαλε στη διεθνοποίηση του τοπικού χαρακτήρα των κεφαλαιαγορών ορισμένων ευρωπαϊκών χωρών με την πώληση μέσω αντασφαλιστών των χρεογράφων τους σε επενδυτές που είναι διασπαρμένοι σε πολλές ευρωπαϊκές χώρες.

Έτσι, η αγορά αυτή συμβάλλει στην διαδικασία προσαρμογής της προσφοράς και ζήτησης διεθνών κεφαλαίων ενισχύοντας την εκροή κεφαλαίων από χώρες με πλεονασματικό Ισοζύγιο Πληρωμών, όπως η Γερμανία<sup>33</sup>.

---

<sup>32</sup> Καραθανάσης Γ., (1996), «Βασικές αρχές χρηματοοικονομικής διοίκησης και χρηματοπιστηριακές αγορές», Εκδόσεις Μπένος, Αθήνα, σελ. 454.

<sup>33</sup> Καραθανάσης Γ., (1996), «Βασικές αρχές χρηματοοικονομικής διοίκησης και χρηματοπιστηριακές αγορές», Εκδόσεις Μπένος, Αθήνα, σελ. 456.

### 3.4. Το κόστος δανεισμού στην ευρωπαϊκή εταιρική αγορά ομολόγων

---

Το κόστος δανεισμού στην εταιρική αγορά ομολόγων σημειώνει άνοδο τα τελευταία χρόνια καθώς τράπεζες όπως οι Barclays Plc, Lloyds Banking Group Plc και άλλα ευρωπαϊκά τραπεζικά ιδρύματα προχωρούν στην πώληση ομολόγων.

Η επιπλέον απόδοση που απαιτούν οι επενδυτές για να αγοράσουν εταιρικό χρέος αντί για κυβερνητικά ομόλογα διευρύνεται διαρκώς έστω και οριακά. Η αύξηση των spreads ενδεχομένως να αποτελεί ένδειξη ότι η μεγάλη προσφορά οδηγεί εκτός αγοράς άλλες εταιρείες. Οι τράπεζες αντιμετωπίζουν ωστόσο αυξανόμενο ανταγωνισμό από εταιρείες άλλων κλάδων και κυβερνήσεις που σχεδιάζουν να προσφύγουν στις αγορές, οδηγώντας σε ανοδικό έδαφος τις αποδόσεις<sup>34</sup>.

### 3.5. Τα ευρωπαϊκά τραπεζικά ομόλογα στο επίκεντρο το 2010

---

Το 2010 αναμένεται μια απομάκρυνση από τις εκτός χρηματοοικονομικού κλάδου εταιρείες οι οποίες οδηγούσαν την αγορά καθώς οι τράπεζες μείωσαν τις χορηγήσεις. Αντίθετα, οι ίδιες οι τράπεζες είναι αυτές που προβλέπεται πως θα πουλήσουν περισσότερα ομόλογα καθώς οι κυβερνήσεις καταργούν τα προγράμματα που σχεδιάστηκαν για τις στηρίζουν κατά τη διάρκεια της κρίσης.

Η γαλλική τράπεζα Societe Generale εκτιμά πως οι τράπεζες θα πουλήσουν το 2010 ομόλογα αξίας περίπου 515 δισ. ευρώ ενώ το 2009 πούλησαν ομόλογα αξίας 489 δισ. ευρώ. Οι σημαντικότεροι λόγοι της αύξησης είναι οι αποδόσεις που θα προσφέρουν και η λήξη των πράξεων αναχρηματοδότησης της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας.

Στην πραγματικότητα υπάρχει ένα ασυνήθιστα μεγάλο ποσό τραπεζικού χρέους καθίσταται ληξιπρόθεσμο την επόμενη πενταετία γεγονός που αυξάνει τις ανάγκες των τραπεζών. Σύμφωνα με τη Moody's Investors Service οι τράπεζες της Ευρωζώνης και της Βρετανίας έως το 2012 πρέπει να αναχρηματοδοτήσουν χρέη ύψους 4 τρισ. ευρώ.

---

<sup>34</sup> Ανώνυμος, (2010), «Ανοδικά το κόστος εταιρικού δανεισμού στις διεθνείς αγορές», διαθέσιμο στο <http://62.1.2.133/news.asp?id=889820>, ημερ. προσπέλασης 06/03/2010, Αθήνα.

Οι εκδόσεις από εταιρείες εκτός χρηματοοικονομικού κλάδου το 2010 αντίθετα αναμένεται να υποχωρήσουν. Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές θα μειωθούν ενώ πολλές εταιρείες έχουν χρηματοδοτήσει ήδη τουλάχιστον ένα μέρος των αναγκών τους για το 2010.

Η Societe Generale εκτιμά πως τον επόμενο χρόνο οι παραπάνω εταιρείες θα πουλήσουν ομόλογα αξίας περίπου 215 δισ. ευρώ ενώ το 2009 έχουν πουλήσει 85 δισ. ευρώ λιγότερα. Ωστόσο το ύψος τους είναι ακόμα πιθανό να ξεπεράσει το μέσο όρο των 160 δισ. ευρώ.

Κατά τη διάρκεια του προηγούμενου έτους πολλές ευρωπαϊκές εταιρείες χρησιμοποίησαν μετρητά που άντλησαν από τα ομόλογα για τη χρηματοδότηση των χρεών τους προς τις τράπεζες. Παράλληλα, οι αγορές ομολόγων φαίνεται πως έχουν δεχθεί ώθηση και από τη ζημιά που προκάλεσε η κρίση στις χορηγήσεις δανείων.

Ενώ η προσφορά αναμένεται σχετικά υψηλή το 2010, οι μεγάλες αποδόσεις που προσέλκυσαν τόσους πολλούς επενδυτές στις πιστωτικές αγορές στις αρχές του 2009 έχουν υποχωρήσει δραματικά. Οι λόγοι που έφεραν τους επενδυτές στις πιστωτικές αγορές είτε δεν υπάρχουν πλέον είτε ο λόγος κίνδυνος προς απόδοση είναι αρκετά υψηλότερος<sup>35</sup>.

Στη διάρκεια των τελευταίων ετών η παγκόσμια οικονομία σημείωσε στροφή από την επιβράδυνση προς την ήπια ανάκαμψη της παραγωγής και του εμπορίου, με τον πληθωρισμό να διατηρείται γενικά σε χαμηλούς ρυθμούς, τα επιτόκια να διαμορφώνονται και να παραμένουν στα χαμηλότερα επίπεδα των τελευταίων σαράντα ετών και τις αγορές κεφαλαίων να επανέρχονται σταδιακά σε συνθήκες σχετικής σταθερότητας με ήπιες ανοδικές τάσεις των τιμών των μετοχών και των ομολόγων και σμίκρυνση ανά τον κόσμο των επισφαλίσεων επικινδυνότητας.

Στις χρηματοπιστωτικές αγορές, η εμπιστοσύνη των επενδυτών ενισχύεται σταδιακά, με αποτέλεσμα η προηγουμένως πτωτική τάση των αποδόσεων των μακροπρόθεσμων ομολόγων να αντιστραφεί. Μετά τα χαμηλά επίπεδα οι εν λόγω αποδόσεις άρχισαν και πάλι να αυξάνονται, γεγονός που αντανακλά μάλλον βελτίωση του κλίματος εμπιστοσύνης των αγορών στις μακροπρόθεσμες προοπτικές ανάκαμψης της διεθνούς οικονομίας. Οι αναπτειωμένες προσδοκίες για την πορεία της διεθνούς οικονομίας σε συνδυασμό με τα βελτιωμένα επιχειρηματικά κέρδη

---

<sup>35</sup> Wilson M., (2009), «*Τα ευρωπαϊκά τραπεζικά ομόλογα στο επίκεντρο το 2010*», διαθέσιμο στο <http://www.capital.gr/News.asp?id=869899>, ημερ. προσπέλασης 15/03/2010, Αθήνα.

έδωσαν ώθηση και στην πορεία των τιμών των μετοχών στις διεθνείς χρηματιστηριακές αγορές, με αποτέλεσμα οι κυριότεροι δείκτες να κινηθούν και πάλι ανοδικά με ταυτόχρονη μείωση της διακύμανσης τους .

Στην Ευρώπη, στην αγορά ομολόγων, οι προβλέψεις είναι πιο δύσκολες. Τα κρατικά ομόλογα των Η.Π.Α. φαίνονται, όμως, πιο ελκυστικά από τα αντίστοιχα της Ευρωζώνης, αφού αναμένεται να μειωθεί η μεταξύ τους διαφορά, ενώ ο κίνδυνος το δολάριο να αποδυναμωθεί ακόμα περισσότερο, είναι υπαρκτός.

Βεβαίως, το μεγάλο ερωτηματικό στις μέρες μας είναι το πώς θα κινηθούν τα παγκόσμια χρηματιστήρια, τα οποία είναι σχεδόν πλήρως συνδεδεμένα μεταξύ τους. Οι σημερινές αποτιμήσεις μπορούν μεν να δικαιολογηθούν με βάση το σημερινό χαμηλό ασφάλιστρο κινδύνου και τη μελλοντική αναμενόμενη πορεία των κερδών και των επιτοκίων, αλλά μπορούν εύκολα και να ανατραπούν, υποκινούμενες από κάποιο σχετικά ασήμαντο αρνητικό γεγονός διεθνώς, που θα επαναφέρει το ασφάλιστρο κινδύνου πιο κοντά στον ιστορικό μέσο όρο<sup>36</sup>.

---

<sup>36</sup> Χαρδούβελη Γ., (2009), «Οι παγκόσμιες αγορές χρήματος και κεφαλαίου», άρθρο εφημερίδας Καθημερινή, 19/010/2009, Αθήνα.

## Κεφάλαιο 4<sup>ο</sup> - Συγκριτική ανάλυση χρηματοοικονομικού συστήματος Ελλάδας και υπόλοιπης Ευρώπης

---

### 4.1. Τα περιθώρια των ελληνικών ομολόγων σε σχέση με τα αντίστοιχα ευρωπαϊκά

---

Η οικονομική κρίση μεγάλωσε σημαντικά την ανησυχία των επενδυτών και τις δυσκολίες χρηματοδότησης στην αγορά, με αποτέλεσμα να επιδράσει αυξητικά και στο δανεισμό του ελληνικού δημοσίου. Συνεπώς, τα ελληνικά περιθώρια αναμένεται να μειωθούν στο μέλλον, εφόσον η παγκόσμια κρίση περάσει.

Η μεγάλη διεύρυνση του περιθωρίου απόδοσης μεταξύ του ελληνικού δεκαετούς κυβερνητικού ομολόγου και του αντίστοιχου γερμανικού τίτλου ενέτεινε την ανησυχία για την πορεία των δημοσιονομικών μεγεθών της Ελλάδας. Το περιθώριο αυξήθηκε από 0,24% στο τέλος Ιουνίου του 2007, στο 3,00% στα μέσα Μαρτίου του 2009, για να μειωθεί στο 2,10% στα τέλη Απριλίου του 2009 και 1,65% το 2010.

Η διεύρυνση του περιθωρίου απόδοσης αντανακλά το γεγονός ότι οι δυνητικοί επενδυτές σε ελληνικά κυβερνητικά ομόλογα απαιτούν επιπλέον εξασφάλιση, με την μορφή υψηλότερων υποσχόμενων αποδόσεων, προκειμένου να προβούν σε τοποθετήσεις σε τίτλους του ελληνικού δημοσίου. Συνεπώς, αυξάνεται το κόστος κάλυψης των δημοσιονομικών αναγκών και δυσχεραίνεται η αναχρηματοδότηση του υφιστάμενου δημοσίου χρέους.

Δυσχεραίνεται, επίσης, και η ομαλή εκτέλεση του προγράμματος δανεισμού της Ελλάδας σε ένα δυσμενές διεθνές περιβάλλον, που χαρακτηρίζεται από περιορισμένη διάθεση για ανάληψη επενδυτικών κινδύνων.

Την περίοδο αυτή της παγκόσμιας κρίσης, η διεύρυνση των ασφαλιστρών κινδύνου δεν περιορίστηκε μόνο στα ελληνικά ομόλογα. Επεκτάθηκε και στα αντίστοιχα ομόλογα και άλλων χωρών, όπως η Ιταλία, η Ιρλανδία, ακόμα και η Γαλλία. Επεκτάθηκε και σε άλλες αγορές, όπως η διατραπεζική αγορά, η αγορά ομολόγων των αναδυόμενων αγορών ή οι αγορές των credit default swaps για την κάλυψη του πιστωτικού κινδύνου.

Τα 2/3 της ελληνικής διακύμανσης οφείλονται σε κοινούς παράγοντες, που επιδρούν σε όλα τα ευρωπαϊκά περιθώρια. Οι παράγοντες που σχετίζονται με τις μεταβολές του ελληνικού περιθωρίου απόδοσης δεν είναι οι ίδιοι πριν και μετά την κρίση, η έναρξη της οποίας χρονολογείται επίσημα στα τέλη Ιουλίου 2007.

Πριν την οικονομική κρίση, μοναδικός στατιστικά σημαντικός παράγοντας ήταν οι συνθήκες που επικρατούσαν στην αγορά ασφαλιστρών κινδύνου στα εταιρικά ομόλογα των ευρωπαϊκών επιχειρήσεων. Δηλαδή, από όλους τους διεθνείς παράγοντες που εξετάζονται, μόνον ο πιστωτικός κίνδυνος για το ενδεχόμενο χρεοκοπίας ευρωπαϊκών ιδιωτικών επιχειρήσεων φαίνεται να σχετίζεται με τις μεταβολές του ελληνικού περιθωρίου απόδοσης.

Μετά την οικονομική κρίση, όμως, οι μεταβολές των ελληνικών περιθωρίων σχετίζονται με δείκτες των περιθωρίων αποδόσεων των ομολόγων αναδυόμενων αγορών καθώς και με τις δύσκολες συνθήκες που επικράτησαν στη διατραπεζική αγορά, όπως αυτές αποτυπώνονται στο περιθώριο μεταξύ «ακάλυπτου» και «καλυμμένου» δανεισμού διάρκειας τριών μηνών στο σχετικό περιθώριο μεταξύ του London Interbank Offered Rate (LIBOR) και του αντίστοιχου Overnight Index Swap (OIS).

Μετά την οικονομική κρίση, το 20% της ημερήσιας διακύμανσης του ελληνικού περιθωρίου «εξηγείται» από την ημερήσια διακύμανση των ανωτέρω μεταβλητών. Συμπεραίνεται ότι η κρίση μεγάλωσε σημαντικά την ανησυχία των επενδυτών και τις δυσκολίες χρηματοδότησης στην αγορά, με αποτέλεσμα να επιδράσει αυξητικά και στο δανεισμό του ελληνικού δημοσίου.

Συνεπώς, τα ελληνικά περιθώρια αναμένεται να μειωθούν στο μέλλον, εφόσον η παγκόσμια οικονομική κρίση περάσει. Αποτελεί, όμως, ανοικτό ερώτημα προς περαιτέρω διερεύνηση αν, πιο μεσοπρόθεσμα μετά την κρίση, τα περιθώρια αυτά επανέλθουν στα προ κρίσης χαμηλά επίπεδα. Επειδή η διακύμανση των υπό εξέταση διεθνών παραγόντων εξηγεί μόνον το 20% της ημερήσιας διακύμανσης του ελληνικού περιθωρίου, η λήξη της οικονομικής κρίσης δεν σημαίνει αναγκαστικά και επάνοδο στα προ κρίσης επίπεδα του περιθωρίου αυτού<sup>37</sup>.

---

<sup>37</sup> Ανώνυμος, (2009), «Τα περιθώρια των ελληνικών ομολόγων θα μειωθούν στο μέλλον», διαθέσιμο στο <http://62.1.2.133/news.asp?id=771571>, ημερ. προσπέλασης 26/03/2010, Αθήνα.



## 4.2. Το spread των ελληνικών ομολόγων σε σύγκριση με ευρωπαϊκά ομόλογα

---

Σύμφωνα με τα λεγόμενα των ειδικών διαπραγματευτών, τα ελληνικά δεκαετή ομόλογα προσφέρουν υψηλότερο επιτόκιο έναντι των γερμανικών κατά 220 μονάδες βάσης (2,2%), πλην όμως τα στοιχεία αυτά προκύπτουν από ανορθολογικά δεδομένα. Και αυτό γιατί οι αγοραπωλησίες που γίνονται στη δευτερογενή αγορά είναι επί της ουσίας υποτυπώδες και δεν αντιστοιχίζονται με τα πραγματικά δεδομένα, καθώς η κρίση έχει ουσιαστικά κλείσει τη στρόφιγγα ροής χρήματος.

Κατά τα λεγόμενα των επαγγελματιών, ο τζίρος στα ελληνικά ομόλογα από τα οποία προκύπτει το «θηριώδες» spread είναι απόρροια συναλλαγών της τάξεως των 20 έως 50 εκατ. ευρώ την ημέρα. Με απλά λόγια, εκείνο που λέγεται είναι ότι το μεγάλο επιτοκιακό μπόνους που προσφέρουν τα ελληνικά ομόλογα δεν μπορεί αντικειμενικά να αποτυπώσει το μέγεθος του κινδύνου οικονομικής αφυδάτωσης της χώρας και την αιωρούμενη απειλή της πτώχευσης λόγω της ανορθολογικής αποτύπωσης των δεδομένων από μια κατ' ουσίαν ανενεργή αγορά.

Σε κάθε περίπτωση, το πρώτο τρίμηνο του 2010 είναι το κρισιμότερο, αφού τότε θα αποτυπωθεί με σαφήνεια η δυνατότητα της Ελλάδας να «πουλήσει» χρέος με τη μορφή ομολόγων. Στις προθέσεις της Ελλάδας είναι να αποφύγει τους ανοικτούς πλειστηριασμούς για τον καθορισμό του επιτοκίου των ομολόγων και να καταφύγει σε «κλειστές διαδικασίες», ζητώντας τιμές από ένα στενό πυρήνα τραπεζών, ελληνικών και ξένων.

Το επιτόκιο ενδέχεται να είναι σημαντικά πιο κάτω από το τωρινό spread, αφού οι τράπεζες μπορεί να προσφέρουν ελκυστικότερες τιμές. Ειδικά για τις ελληνικές, είναι πολύ πιθανό τα ομόλογα που θα αποκτήσουν να τα δώσουν στη συνέχεια στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα ως κάλυψη, προκειμένου να λάβουν άμεση ενίσχυση σε μετρητά. Το ερώτημα είναι αν όντως οι ελληνικές τράπεζες μπορούν να διαδραματίσουν ρόλο «σταθμάρχη» στη διακίνηση των ομολόγων του Δημοσίου, καθώς έτσι κι αλλιώς τα αποθέματα ρευστού που διαθέτουν δεν αφήνουν πολλά περιθώρια για ευέλικτες κινήσεις.

Εκ των πραγμάτων, και καθώς οι ξένοι έχουν στα χαρτοφυλάκια τους σχεδόν το 70% του χρέους της Ελλάδος (με τη μορφή ομολόγων), θα είναι εκείνοι που με τον έναν ή τον άλλο τρόπο θα καθορίσουν τις εξελίξεις<sup>38</sup>.

#### 4.3. Η ιδιαιτερότητα της Ελλάδας, η ανάγκη απεξάρτησης της από τις διεθνείς χρηματαγορές

---

Η Ελλάδα είναι μια χώρα, προικισμένη με ένα ήπιο κλίμα, καθώς επίσης με μια πλούσια σύνθεση φυσικής και πολιτιστικής κληρονομιάς. Οι Έλληνες όμως, ζώντας σε αυτές τις ήπιες κλιματολογικές συνθήκες που δεν δημιουργούν μεγάλες ανάγκες, ενδιαφέρονται λιγότερο για τα πλούτη ή την ισχύ που απορρέει από αυτά και περισσότερο για τη διατήρηση της ελευθερίας τους.

Έτσι λοιπόν, παρά το ότι γνωρίζουν τόσο τα πλεονεκτήματα της οργάνωσης του δημοσίου βίου, όσο και την ευκολία με την οποία μπορεί να επιτευχθεί, ουσιαστικά την αποφεύγουν, νοιώθοντας ότι είναι άρρηκτα συνδεδεμένη με τον αντίστοιχο περιορισμό των ελευθεριών τους.

Αντίθετα με αυτούς, οι λαοί των βόρειων κυρίως χωρών, οι οποίοι ζουν κάτω από σκληρές κλιματολογικές συνθήκες, ενδιαφέρονται πολύ περισσότερο για τον υλικό πλούτο, παρά για την ελευθερία τους και δεν φοβούνται τόσο τη σκλαβιά (αστυνόμευση κλπ), όσο τη φτώχεια.

Όμως η Ελλάδα, μέλος πλέον της Ε.Ε., στην οποία υπερτερούν οι βόρειες ευρωπαϊκές χώρες, είναι υποχρεωμένη εκ των πραγμάτων να συμβαδίζει με τις δικές τους ανάγκες και προϋποθέσεις, έτσι ώστε να διατηρείται η απαιτούμενη ισορροπία. Έχοντας λοιπόν ένα αρκετά υψηλό δημόσιο χρέος και ένα έλλειμμα διαρκώς αυξανόμενο, οφείλει να τα μειώσει, αφού πρέπει να ξεφύγει από τα προβλήματα που προκαλούν τόσο στην ίδια, όσο και στην ενωμένη Ευρώπη. Η δυσκολία όμως, όσο μεγάλη και αν είναι, δεν περιορίζεται μόνο σε αυτό.

---

<sup>38</sup> Κόκκορης Δ., (2010), «Τι δείχνει το *spread* των ελληνικών ομολόγων», διαθέσιμο στο <http://www.myworld.gr/site/content.php?sel = 168&artid = 322044>, ημερ. προσπέλασης 11/03/2010, Αθήνα.

Όπως συμπεραίνεται, η Ελλάδα είναι υποχρεωμένη να τα καταφέρει εντελώς μόνη της, εξισορροπώντας τις δικές της ανάγκες και αντιμετωπίζοντας τις χειρότερες δυνατές συγκυρίες. Για παράδειγμα:

- 1) Μια παγκόσμια οικονομική κρίση άνευ προηγουμένου.
- 2) Μια Ε.Ε. που μάλλον δεν προσπαθεί ιδιαίτερα για την απόκτηση της ισορροπίας που απαιτεί η συνοχή της, αποφεύγοντας όχι μόνο να τη «χρηματοδοτήσει», αλλά και να εγγυηθεί γι' αυτήν (ευρωπαϊκά αντί εθνικά ομολογιακά δάνεια κλπ).
- 3) Μια αντιπληθωριστική πολιτική της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας που εμποδίζει εκείνες τις ενέργειες (πληθωριστική μείωση του δημοσίου χρέους κλπ), οι οποίες θα διευκόλυναν τις διαρθρωτικές κινήσεις της Ελλάδας.
- 4) Κάποιες χώρες - εταίρους της που επωφελοόμενες από την αυξημένη ισχύ τους, προσπαθούν να «καθυποτάξουν» όλες τις υπόλοιπες.

Επί πλέον αυτών η Ελλάδα, μη διαθέτοντας αρκετές μεγάλες επιχειρήσεις που να μπορούν να επεκταθούν με επιτυχία τουλάχιστον στην Ευρώπη, είναι εκτεθειμένη στις κυριαρχικές διαθέσεις των πολυεθνικών, οι οποίες καταστρέφουν μεθοδικά ακόμη και τα τελευταία κατάλοιπα της ανταγωνιστικότητας της.

Περαιτέρω, οι επιχειρήσεις της επεκτείνονται με επιτυχία στην Ευρώπη (αυξάνουν τη φορολογική της βάση, «απορροφώντας» τα εισοδήματα άλλων λαών), η ίδια εισπράττει έμμεσα πολλά από τα χρηματικά «πακέτα στήριξης» που δίνονται στις «ελλειμματικές» χώρες (μέσω των εταιρειών της που δραστηριοποιούνται σε αυτές, καθώς επίσης των προμηθειών του δημοσίου – εξοπλισμός κλπ), ενώ η «πολιτική» θέση της, με τη «βοήθεια» της κρίσης, γίνεται μέρα με την ημέρα όλο και πιο «ηγεμονική».

Αντίθετα, η Ελλάδα «υποφέρει» από το ισχυρό ευρώ, μαστίζεται από τις κινεζικές εισαγωγές, μη έχοντας τη δυνατότητα να τις αντισταθμίσει με δικές της εξαγωγές ή, έστω, με ορθολογικούς δασμούς, αντιμετωπίζει την πλήρη καταστροφή του παραγωγικού της ιστού, αγωνιά για την εξέλιξη των επιτοκίων λόγω του υψηλού χρέους της, πιέζεται για τη μεγαλύτερη φορολόγηση των πολιτών της εν μέσω ύφεσης, υποχρεώνεται, λόγω της ανάγκης της για δάνεια, στην αγορά διαφόρων υπερτιμολογημένων προϊόντων και βρίσκεται διαρκώς σε μία άμυνα «υποτέλειας» απέναντι στην Ευρώπη.

Αναφορικά με την ανεξαρτητοποίηση από τις διεθνείς χρηματαγορές, η πρώτη προτεραιότητα της Ελλάδας για να ξεφύγει από το «τέλμα» και να «ηγηθεί» των

εξελίξεων, είναι η κατά το δυνατόν μεγαλύτερη ανεξαρτητοποίηση της από τις διεθνείς χρηματαγορές. Κατά τα παράδειγμα της Ιαπωνίας λοιπόν, της οποίας το δημόσιο χρέος είναι πολύ υψηλότερο από το Ελληνικό (περί το 170% του ΑΕΠ), η Ελλάδα οφείλει να χρηματοδοτήσει ένα μεγάλο μέρος του δημοσίου χρέους της «εσωτερικά» - μέσω της έκδοσης «λαϊκών» ομολόγων.

Πρέπει δηλαδή να εκδώσει ομόλογα με επιτόκιο αντίστοιχο με αυτό που ήδη πληρώνει (περί το 5%), να τα διαθέσει στην εσωτερική αγορά και να εξοφλήσει τις υποχρεώσεις της στο εξωτερικό (αναχρηματοδότηση). Έτσι η Ελλάδα, αφενός μεν θα πάψει να είναι σε τέτοιο βαθμό «υπόλογος» στην Ε.Ε., ανακτώντας την εθνική της υπερηφάνεια, αφετέρου δε θα προσφέρει στους πολίτες της μια καλή επενδυτική τοποθέτηση ενώ θα τους «αναγκάσει» ταυτόχρονα να συμμετάσχουν ενεργά στη διαδικασία «αναστροφής της τάσης» αφού θα επενδύουν πλέον τα δικά τους χρήματα.

Για να μπορέσει το ελληνικό κράτος να «πουλήσει» ομόλογα σε τέτοια έκταση, θα πρέπει να εξασφαλίσει την αυξημένη εμπιστοσύνη των πολιτών. Εκτός αυτού, επειδή αυτά τα ομόλογα θα χρηματοδοτηθούν από τις αποταμιεύσεις των πολιτών και των επιχειρήσεων της στις τράπεζες, οφείλει ταυτόχρονα να αποδεσμευθεί από αυτές οπότε να στηριχθεί στις κρατικές τράπεζες .

Εν πρώτοις λοιπόν, θα πρέπει να «μεταφερθεί» σωστά στους πολίτες το γεγονός ότι, ένα κράτος δεν είναι τίποτα άλλο από μια υπερμεγέθη, δική τους «επιχείρηση», στην οποία ουσιαστικά ο λαός, όλοι τους δηλαδή, επενδύουν όλα όσα διαθέτουν. Επομένως ότι έχουν κάθε λόγο η επιχείρηση αυτή, να είναι όσο το δυνατόν περισσότερο υγιής και ισχυρή σε διεθνή κλίμακα.

Στην ίδια λογική των «προτεραιοτήτων», θα πρέπει να ακολουθήσουν όλες εκείνες οι απαραίτητες ενέργειες, καθώς επίσης μια ευρύτερη αναδιοργάνωση, η οποία θα δημιουργήσει μια ακόμη πιο αποτελεσματική, οργανωμένη δημόσια διοίκηση. Η επαρκής αυτή δημόσια διοίκηση, η οποία ουσιαστικά καταργεί τη γραφειοκρατία, θα συνδράμει με τη σειρά της ενεργητικά στην δυναμική ανάπτυξη του ιδιωτικού τομέα, ο οποίος τότε μόνο θα μπορέσει επί τέλους να αποτελέσει την «ατμομηχανή» της προόδου της χώρας μας, καθώς επίσης την πλέον υγιή φορολογική της βάση.

Ολοκληρώνοντας, υπενθυμίζεται ακόμη μια φορά ότι, η ανταγωνιστικότητα, η παραγωγικότητα και η δυναμικότητα μιας χώρας, είναι αδύνατον ποτέ να αναπτυχθούν, εάν προηγουμένως δεν τοποθετηθούν τα απαιτούμενα θεμέλια. Τα

συμφέροντα, υπό υγιείς βέβαια προϋποθέσεις, είναι απολύτως συνυφασμένα με τα συμφέροντα της χώρας<sup>39</sup>.

---

<sup>39</sup> Βιλιάρδος Β., (2009), «*Η ιδιαιτερότητα της Ελλάδας, η ανάγκη απεξάρτησης της από τις διεθνείς χρηματαγορές, ο διαχωρισμός των τεσσάρων εξουσιών, η εξαγωγή δημοκρατία και η επίτευξη πλεονασμάτων*», διαθέσιμο στο <http://www.x-hellenica.gr/PressCenter/Articles/1595.aspx>, ημερ. προσπέλασης 22/03/2010, Αθήνα.

## Επίλογος

---

Από τα κεφάλαια της παρούσας εργασίας, καταβλήθηκε προσπάθεια να αποσαφηνιστεί η έννοια της αγοράς χρήματος και κεφαλαίου και των στοιχείων που τις συνθέτουν καθώς επίσης και να επιχειρηθεί μια συγκριτική αξιολόγηση ανάμεσα στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου της Ελλάδας και της Ευρώπης.

Από την ανάλυση των στοιχείων που παρατέθηκαν, συμπεραίνει κανείς την ιδιαίτερη σημασία των χρηματοπιστωτικών μέσων που έχει στη διάθεσή της η κάθε αγορά. Η αξιοποίηση των κρατικών ομολόγων, των *repos*, των γραμματίων τραπεζικής αποδοχής αλλά και των υπολοίπων χρηματοπιστωτικών μέσων καθορίζεται η ευρύτερη πορεία της οικονομίας.

Ωστόσο, υπάρχουν και κάποια στοιχεία που θα πρέπει να σημειωθούν ως προς το ρόλο των ομολόγων. Η επένδυση σε ομόλογα, ακόμα και κρατικά, σε καμία περίπτωση δεν μπορεί να θεωρηθεί απόλυτα ασφαλής, καθώς πάντα υπάρχει αβεβαιότητα σχετικά με τη συνολική απόδοση που προσδοκάται. Η επένδυση σε ομόλογα έχει τέτοια χαρακτηριστικά που ενδέχεται να καταστήσει αβέβαια το ένα ή και τα δύο αυτά μέρη της συνολικής τους απόδοσης.

Επίσης, η τιμή κάθε ομολόγου κυμαίνεται αντίθετα από τα επιτόκια της αγοράς. Όταν τα επιτόκια μειώνονται, τότε όλες οι νέες εκδόσεις ομολόγων γίνονται με βάση τα νέα χαμηλότερα επιτόκια και η ζήτηση των επενδυτών στρέφεται εκεί που υπάρχουν μεγαλύτερες αποδόσεις, δηλαδή στα προϋπάρχοντα ομόλογα με το παλαιότερο υψηλότερο επιτόκιο.

Όταν όμως τα επιτόκια της αγοράς αυξάνονται, τότε οι νέες εκδόσεις ομολόγων διαθέτουν πιο ελκυστικό επιτόκιο και οι επενδυτές στρέφονται σε αυτά, ρευστοποιώντας τα προϋπάρχοντα ομόλογα χαμηλότερου επιτοκίου, των οποίων η τιμή μειώνεται. Η ζημιά που μπορεί να προκύψει από τη μείωση της τιμής των ομολόγων λόγω ενδεχόμενης αύξησης των επιτοκίων της αγοράς είναι η μεγαλύτερη αβεβαιότητα που αντιμετωπίζει ο επενδυτής ομολόγων (*interest rate risk*) καθόλη τη χρονική περίοδο επένδυσης που επιλέγει.

Θα μπορούσε κανείς να παρατηρήσει ότι το ενδεχόμενο πτώσης της τιμής ενός δεκαετούς ομολόγου στο ορατό μέλλον δε θα έπρεπε να απασχολεί ένα επενδυτή που έχει επιλέξει να το αγοράσει σήμερα και να το διακρατήσει μέχρι τη λήξη του, εισπράττοντας απλώς το επιτοκιακό εισόδημα. Μάλιστα μέσω της επανεπένδυσης σε

υψηλότερο επιτόκιο από το αρχικό, θα οδηγηθεί σε υψηλότερη τελική απόδοση του ομολόγου στη λήξη της δεκαετίας. Όμως η τακτική της διακράτησης του ομολόγου για δέκα έτη είναι μια παθητική επένδυση με μεγάλη χρονική δέσμευση του κεφαλαίου μας. Εάν η πτώση της τιμής του ομολόγου συμβεί σε μια περίοδο που ο επενδυτής έχει ανάγκη να εξαργυρώσει το ομόλογο για την κάλυψη κάποιου έκτακτου περιστατικού ή για να χρηματοδοτήσει μια άλλη ευκαιριακή επένδυση, ενδέχεται να αναγκαστεί να ρευστοποιήσει με ζημιές. Συνεπώς, τόσο για τον επενδυτή που δραστηριοποιείται αναζητώντας την επίτευξη κεφαλαιακού κέρδους από την αγοραπωλησία ομολόγων, όσο και για τον πιο συντηρητικό επενδυτή, η αρνητική επίδραση των επιτοκίων πάνω στην τιμή των ομολόγων είναι πολύ σοβαρή και πρέπει να ληφθεί υπόψη στο σχεδιασμό των επενδύσεών μας.

Επίσης, οι περισσότεροι θεσμικοί επενδυτές αποτιμούν την αξία του χαρτοφυλακίου τους σε ημερήσιες ή μηνιαίες τιμές, πράγμα που σημαίνει ότι η αξία αυτή ενσωματώνει αναγκαστικά και τη διακύμανση των τιμών των ομολόγων που κατέχουν. Άλλωστε, η συνολική απόδοση του ομολόγου περιλαμβάνει πάντα και την τιμή εξαργύρωσής του. Μάλιστα είναι πολύ πιθανό να χαθεί όλο το επιτοκιακό εισόδημα του επενδυτή από ένα κακό χειρισμό στην επιλογή της χρονικής στιγμής αγοράς και πώλησης του ομολόγου. Οι τέτοιου είδους μεταπτώσεις των ομολόγων δημιουργούν πολλές φορές σοβαρά προβλήματα στις αγορές ομολόγων, ενώ συχνά προκαλούν τον πανικό των επενδυτών.

Επομένως, ο ρόλος των αγορών αυτών είναι μεν σημαντικός για την πορεία της οικονομίας της κάθε χώρας, ωστόσο υπάρχουν και άλλοι παράγοντες που την επηρεάζουν όπως οι επενδυτές και οι εκδότες ομολόγων. Η αξιοποίηση προς όφελος της οικονομικής ανάπτυξης είναι μια αρκετά πολύπλοκη διαδικασία, που κάθε χώρα οφείλει να αξιολογεί σύμφωνα με τις ανάγκες και τις δυνατότητες της ώστε να επιτύχει τα επιθυμητά αποτελέσματα. Η έκδοση ομολόγων, κρατικών ή μη, βοηθούν στην εξεύρεση οικονομικών πόρων, ωστόσο απαιτείται ορθή διαχείριση και αξιοποίηση των πόρων αυτών ώστε να αποφεύγονται δυσάρεστες εκπλήξεις τόσο για τους επενδυτές όσο και για εκείνους που αξιοποιούν τα χρηματικά κεφάλαια.

## Βιβλιογραφία

---

- ✓ Βασιλείου Δ., (2000), «Διαχείριση χαρτοφυλακίου», Ε.Α.Π., Πάτρα.
- ✓ Βούλγαρη Ε. (1999), «Χρηματιστήριο Αξιών και Χρηματιστήριο Παραγώγων. Οργάνωση - Λειτουργία, αξιολόγηση», 4η Έκδοση, Εκδόσεις Σύγχρονη Εκδοτική, Αθήνα.
- ✓ Γαλιάτσος Κ., (1994), «Διεθνείς κεφαλαιαγορές και ελληνικό χρηματιστήριο», Εκδόσεις Σάκκουλας, Αθήνα.
- ✓ Ευθύμογλου Π., Μπάλλας Α., (2000), «Χρηματοδοτικοί οργανισμοί και αγορές», Εκδόσεις Μπένος, Αθήνα.
- ✓ Καραθανάσης Γ., (1996), «Βασικές αρχές χρηματοοικονομικής διοίκησης και χρηματιστηριακές αγορές», Εκδόσεις Μπένος, Αθήνα.
- ✓ Κιόχος Π., Κιόχος Α., Παπανικολάου Γ., (2001), «Χρηματιστήριο Αξιών και παραγώγων Αθηνών, διεθνή χρηματιστήρια», Εκδόσεις Σταμούλης, Αθήνα.
- ✓ Κουραβέλος Ε, Μπουρλετίδης Κ., Παπαθανασίου Σ., (2007), «Δυναμικές αλληλεξαρτήσεις μεταξύ ευρωπαϊκών χρηματιστηρίων», άρθρο στο περιοδικό «Διοίκηση και Οικονομία», Έκδοση 3, Εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα.
- ✓ Λιβαδά Χ., Παλασάκης Γ., Παναγιωτίδης Β., Παξινού Ν., Τασάκος Κ., (2007), «Τραπεζικά θέματα από τη δραστηριότητα της Ε.Ε.Τ.», Δελτίο Ελληνικής Ένωσης Τραπεζών, 09/2007, Αθήνα.
- ✓ Ντελμπεντέρης Ν. (2002), «Χρηματιστηριακή διοίκηση – λειτουργία», Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα.
- ✓ Παπαριστείδης Δ., (1991), «Χρηματιστήριο και υποψήφιος επενδυτής», Εκδόσεις Γαλαίος, Αθήνα.
- ✓ Παπασυριόπουλος Ν., (2000), «Διεθνείς χρηματιστηριακές αγορές και επενδύσεις: Χρηματιστηριακές αγορές - χρεόγραφα – επιχειρήσεις», Εκδόσεις Όμηρος, Θεσσαλονίκη.
- ✓ Σπύρου Σ., (2003), «Αγορές χρήματος και κεφαλαίου», Εκδόσεις Μπένος, Αθήνα.
- ✓ Χαρδούβελη Γ., (2009), «Οι παγκόσμιες αγορές χρήματος και κεφαλαίου», άρθρο εφημερίδας Καθημερινή, 19/010/2009, Αθήνα.
- ✓ Χολέβας Ι. (1995), «Τι πρέπει να γνωρίζουμε για το Χρηματιστήριο», Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα.



- ✓ Wilson M., (2009), «Τα ευρωπαϊκά τραπεζικά ομόλογα στο επίκεντρο το 2010», διαθέσιμο στο <http://www.capital.gr/News.asp?id=869899>, Αθήνα.
- ✓ Ανώνυμος, (2009), «Τα περιθώρια των ελληνικών ομολόγων θα μειωθούν στο μέλλον», διαθέσιμο στο <http://62.1.2.133/news.asp?id=771571>, Αθήνα.
- ✓ Ανώνυμος, (2010), «Ανοδικά το κόστος εταιρικού δανεισμού στις διεθνείς αγορές», διαθέσιμο στο <http://62.1.2.133/news.asp?id=889820>, Αθήνα.
- ✓ Βιλιάρδος Β., (2009), «Η ιδιαιτερότητα της Ελλάδας, η ανάγκη απεξάρτησης της από τις διεθνείς χρηματαγορές, ο διαχωρισμός των τεσσάρων εξουσιών, η εξαγωγή δημοκρατία και η επίτευξη πλεονασμάτων», διαθέσιμο στο <http://www.x-hellenica.gr/PressCenter/Articles/1595.aspx>, Αθήνα.
- ✓ Κόκκορης Δ., (2010), «Τι δείχνει το spread των ελληνικών ομολόγων», διαθέσιμο στο <http://www.myworld.gr/site/content.php?sel = 168&artid = 322044>, Αθήνα.
- ✓ Τράπεζα της Ελλάδας (Τ.Τ.Ε.), (2010), «Εξελιξείς στην αγορά ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου», διαθέσιμο στο [http://www.bankofgreece.gr / Pages / el / Markets/HDAT/DispItem.aspx?Item\\_ID=3260&List\\_ID=1af869f3-57fb-4de6-b9ae-bdfd83c66c95&Filter\\_Type=1&Filter\\_Code=](http://www.bankofgreece.gr / Pages / el / Markets/HDAT/DispItem.aspx?Item_ID=3260&List_ID=1af869f3-57fb-4de6-b9ae-bdfd83c66c95&Filter_Type=1&Filter_Code=), Αθήνα.

## Παράρτημα

---

### Κατάλογος Πινάκων

---

Πίνακας 1. Συναλλαγές ομολόγων 2005 - 2009 .....	24
--	----