

ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΠΑΤΡΑΣ
ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ
ΤΜΗΜΑ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ



***Τίτλος Εργασίας Θέμα «Χρηματοπιστωτικό σύστημα
ανάπτυξη, εξέλιξη και εφαρμογή στα Ελληνικά δε-
δομένα.»***

**Πτυχιακή Εργασία των
Φοιτητών : Κατσαρός Ιωάννης
KALEMI AMARILDA**

Επιβλέπων : Εισηγητής: Πάρις Ζαχούρης

ΠΑΤΡΑ 2011

ΠΕΡΙΛΗΨΗ (ABSTRACT)

Ο άνθρωπος από τα πρώτα χρόνια μέχρι και σήμερα είχε την τάση να αναπτύσσει κοινωνίες όλο και μεγαλύτερες μέσα στις οποίες αντάλλασαν τα προϊόντα με σκοπό την ευημερία και την ασφάλεια των πολιτών του. Σήμερα ο σκοπός παραμένει ο ίδιος αλλά η «κοινωνία» ζει και υπάρχει σε ένα διαφορετικό τοπίο, έχουν θεσπιστεί νόμοι και κανόνες για να ρυθμίζουν τα κοινωνικά και οικονομικά δικαιώματα και υποχρεώσεις.

Σαν κύριος όμως μοχλός της μεταφοράς του χρήματος μέσα στην κοινωνία αποφασιστικό ρόλο διαδραματίζει η ρύθμιση του χρηματοπιστωτικού συστήματος με τις αγορές, τα προϊόντα και διαμεσολαβητές. Σε ένα σύστημα που οι όποιες συναλλαγές, ελλειμματικών και πλεονασματικών μονάδων, μπορούσαν να βρουν αυτόματα τη χρυσή τομή ανάμεσά τους, δεν θα υπήρχε λόγος ύπαρξης ενός χρηματοπιστωτικού συστήματος, σήμερα αυτός ο διαμεσολαβητικός ρόλος που αφορά το χρηματοπιστωτικό σύστημα καλύπτοντας ατέλειες. Το χρηματοπιστωτικό σύστημα, δηλαδή οι χρηματοπιστωτικές αγορές και οι θεσμοί, υφίστανται επειδή ακριβώς υπάρχουν οι διαφορές ατέλειες στη λειτουργία της οικονομίας. Οι ατέλειες αυτές συνίστανται στην ύπαρξη κόστους πληροφόρησης και κόστους συναλλαγών. Έτσι, το κόστος που απαιτείται για τη συλλογή πληροφοριών και οι ίδιες οι πληροφορίες, αλλά και το κόστος για τη σύναψη συμφωνιών και τη διεκπεραίωση συναλλαγών δημιουργεί τις προϋποθέσεις που αναδεικνύουν την αναγκαιότητα ύπαρξης του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Η παρούσα μελέτη θα αναλύσει τις πτυχές εκείνες του χρηματοπιστωτικού συστήματος που το καθιστούν απαραίτητο εξεύρεση της ευημερίας. Σκοπός της εργασίας αυτής είναι η παρουσίαση και η απεικόνιση των προδιαγραφών και παραγόντων που υπάρχουν σε μια οικονομία και πως αντιμετωπίζονται με οικονομικούς ορους οι όποιοι συνάπτουν όλα εκείνα τα εργαλεία για την σωστή και εύρυθμη λειτουργία μιας οικονομίας. Στην συνέχεια υπάρχουν αναφορές σε ιστορικά γεγονότα που έχουν σημαδέψει την παγκόσμια οικονομία. Οι αναφορές αυτές γίνονται για το χρήμα και για τις λειτουργίες του χρηματοπιστωτικού συστήματος παγκοσμίως και συγκεκριμένα στο Ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Στο πρώτο μέρος αναλύονται οι βασικές έννοιες, ορισμοί και θεωρίες, οι οποίες θα βοηθήσουν στην καλύτερη κατανόηση των μηχανισμών του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Το δεύτερο μέρος της πτυχιακής μας εργασίας γίνεται μια λεπτομερή αναφορά των χρηματοπιστωτικών αγορών και απαιτήσεων.

Αναλύουμε την αγορά χρήματος, κεφαλαίου και συναλλάγματος και σε κάθε αγορά ξεχωριστά ερευνούμε τις χρηματοπιστωτικές απαιτήσεις που περιλαμβάνονται σε αυτήν.

Στο τρίτο μέρος αναλύουμε το Ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα, το πώς ξεκίνησε και μια λεπτομερή αναφορά στα πρόσφατα γεγονότα που σημάδεψαν την Ελληνική οικονομία.

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Στο σημείο αυτό θα θέλαμε να ευχαριστήσουμε τον εισηγητή τον κ. Ζαχούρη Πάρις για την πολύτιμη βοήθεια και την άψογη συνεργασία που είχαμε κατά την διάρκεια της πτυχιακής μας εργασίας.

**Στο θαύμα της ζωής μου,
την Γαβριέλα.**

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΜΕΡΟΣ ΠΡΩΤΟ

Η ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΚΑΙ ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ, Η ΔΙΑΜΕΣΟΛΑΒΗΣΗ ΚΑΙ ΕΛΕΓΚΤΙΚΟΙ ΚΑΙ ΕΠΟΠΤΙΚΟΙ ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΙ.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ.

ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΚΑΙ Η ΕΞΕΛΙΚΤΙΚΗ ΠΟΡΕΙΑ.

- 1.1 Σύντομη ιστορική ανάδρομη του χρηματοπιστωτικού συστήματος..... 9
- 1.2 Το χρήμα και η δημιουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος..... 11
- 1.3 Η σύγχρονη θεωρία του χρηματοπιστωτικού συστήματος και της χρηματοοικονομικής διαμεσολάβησης..... 12
- 1.4 Οι αναγκαιότητα και σκοπιμότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος..... 17

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ

ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΚΑΙ Η ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟΤΗΤΑ ΤΟΥ.

- 2.1 Οι λειτουργίες του χρηματοπιστωτικού συστήματος..... 19
- 2.2 Σταδία λειτουργίας του χρηματοπιστωτικού συστήματος.....20
- 2.3 Ο ρόλος των διαμεσολαβητών στο χρηματοπιστωτικό σύστημα..... 20
- 2.4 Τραπεζικό σύστημα και ο ρόλος της οικονομικής ανάπτυξης..... 22
- 2.5 Οι λειτουργίες των τραπεζών..... 22

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ

ΔΙΑΜΕΣΟΛΑΒΗΣΗ ΣΤΙΣ ΑΓΟΡΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΣ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ.

- 3.1 Η διαμεσολάβηση στον τραπεζικό τομέα και στις κεφαλαιαγορές.....26
- 3.2 Η αποδιαμεσολάβηση στις σύγχρονες χρηματοπιστωτικές αγορές..... 27

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΤΑΡΤΟ ΕΛΕΓΧΟΣ ΚΑΙ ΕΠΟΠΤΕΙΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ.

4.1	Οι προϋποθέσεις για την εύρυθμη λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος.....	30
4.2	Ο ρόλος των εποπτικών και ελεγκτικών αρχών στο χρηματοπιστωτικό σύστημα.....	31
4.3	Προστασία των επενδυτικών και η ανταλλαγή των πληροφοριών και οι μετασχηματισμοί που την συμβάλουν.....	32
4.4	Οι κανόνες για την αντιμετώπιση των κινδύνων αγοράς.....	35

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΕΜΠΤΟ Η ΥΠΟΘΕΣΗ ΤΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ ΑΓΟΡΩΝ.

5.1	Αποτελεσματικές αγορές.....	39
5.2	Προϋποθέσεις που οδηγούν στην αποτελεσματικότητα.....	40
5.3	Διακρίσεις της αποτελεσματικής αγοράς και οι συνέπειές της.....	41
5.4	Η Σημασία των χρηματοπιστωτικών αγορών.....	44
5.5	Οι κατηγοριοποιήσεις των χρηματοπιστωτικών αγορών.....	44
5.5.1	Πρωτογενής αγορά (Primary Markets).....	47
5.5.2	Δευτερογενής αγορά (Secondary Markets) και η Χρηματιστηριακή αγορά.....	49

ΜΕΡΟΣ ΔΕΥΤΕΡΟ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΤΑ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΑ ΜΕΣΑ.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΚΤΟ ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΣΕ ΜΙΑ ΑΝΟΙΚΤΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

6.1.	Συντομη ιστορια του διεθνους νομισματικου συτηματος.....	53
6.1.1	Σύστημα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών.....	53
6.1.2	Σύστημα του κανόνα του χρυσού.....	53
6.1.3	Σύστημα του κανόνα ανταλλαγής χρυσού.....	54
6.1.4	Σύστημα του Bretton Woods.....	54
6.2	Η λειτουργία του συστήματος και η κατάρρευσή του.....	56

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΒΔΟΜΟ

ΑΓΟΡΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ.

7.1	Ανάλυση της αγοράς κεφαλαίου.....	60
7.2	Η κατηγοριοποίηση της αγοράς κεφαλαίου.....	61
7.2.1	Η αγορά ομολόγων και οι βασικοί παράγοντες που επηρεάζουν τα ομόλογα.....	61
7.2.2	Η διάκριση δανειακής χρηματοδότησης σύμφωνα με τον έκδοτη.....	62
7.2.3	Η διάκριση ομολόγων ανάλογα με κριτήριο της απόδοσης.....	63
7.3	Η διάφορα μεταξύ σταθερής και μεταβαλλόμενης απόδοσης.....	65
7.4	Η διάκριση ομολόγων ανάλογα με τον τρόπο εξόφλησης και τις παρεχόμενες εγγυήσεις τους.....	65
7.5	Ελληνικό Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ).....	66
7.5.1	Η εξέλιξη των μεγεθών του ΧΑΑ.....	66
7.6	Συμμετοχικής μορφής απαίτηση ή η Αγορά μετοχικών τίτλων.....	67
7.6.1	Διάκριση μέτοχων συμφωνά με τα δικαιώματα των μετόχων.....	67
7.7	Οι διαφορές ανάμεσα στις αγορά ομολόγων και αγορά μετοχών.....	70

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΟΓΔΩΟ

ΑΓΟΡΑ ΧΡΗΜΑΤΟΣ

8.1	Χρηματοοικονομικές αγορές.....	72
8.2	Οι ιδιότητες των χρηματοοικονομικών αγορών.....	74
8.3	Οι συμμετέχοντες στην αγορά χρήματος και πως αναπτύσσεται.....	76
8.3.1	Τα Έντοκα Γραμμάτια Δημοσίου.....	79
8.3.2	Συμφωνίες επαναγοράς (Repos).....	79
8.3.3	Πιστοποιητικά καταθέσεων CD'S.....	80
8.3.4	Εμπορικά χρεόγραφα (commercial paper) - (CP's).....	81
8.3.5	Χρεόγραφα τραπεζικής απόδοσης.....	82

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΝΑΤΟ

ΑΓΟΡΑ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΟΣ

9.1	Η έννοια της αγοράς συναλλάγματος.....	83
9.2	Οι βασικές λειτουργίες της αγοράς συναλλάγματος.....	83
9.3	Η κατηγοριοποίηση και οι συμμετέχοντες στην αγορά συναλλάγματος.....	84
9.4	Τύποι των συναλλαγών της αγοράς συναλλάγματος.....	85
9.4.1	Οι μορφές της αγοράς συναλλάγματος.....	86

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΚΑΤΟ ΑΓΟΡΑ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ.

10.1 Παράγωγα, (Financial Derivatives) ή εξαρτημένες απαιτήσεις.....	88
10.2 Τα κοινά χαρακτηριστικά όλων των παραγώγων προϊόντων.....	89
10.3 Η σπουδαιότητα και η αναγκαιότητα της αγοράς των παραγώγων.....	90
10.4 Βασικοί τύποι των χρηστών παραγώγων.....	91
10.5 Οι βασικές κατηγορίες παραγώγων.....	91

ΜΕΡΟΣ ΤΡΙΤΟ ΔΙΕΘΝΗΣ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟ- ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΝΤΕΚΑΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ

11.1 Ιστορική αναδρομή του Ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος.....	95
11.2 Βαθμός εισχώρησης εξελίξεων στο Ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα.....	96
11.2.1 Επιπτώσεις την Ευρωπαϊκής Ολοκλήρωσης.....	98
11.2.2 Η πιστωτική απελευθέρωση.....	98
11.2.3 Η Νομισματική Πολιτική από το 1980 σε Περιβάλλον Απελευθέρωσης.....	100
11.2.4 Νέα Προϊόντα και Τραπεζική Εποπτεία.....	101
11.2.5 Ο εκσυγχρονισμός της κεφαλαιαγοράς.....	102
11.3 Η παγκόσμια κρίση και η ελληνική οικονομία.....	103

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΩΔΕΚΑΤΟ ΠΟΡΙΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΚΑΤΕΥΘΥΝΣΕΙΣ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙ- ΚΟΝΟΜΙΑΣ (Concluding remarks)

12.1 Πορίσματα διεθνούς οικονομίας.....	105
12.2 Πορίσματα της Ελληνικής οικονομίας.....	106
12.3 Προτάσεις και μέτρα για την Ελληνική οικονομία.....	107

ΣΧΗΜΑ 1.1	ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ.....	15
ΣΧΗΜΑ 1.2	ΔΙΑΜΕΣΟΛΑΒΗΣΗ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ.....	23
ΣΧΗΜΑ 1.3	ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΑΓΟΡΑ.....	46
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.1	ΑΓΟΡΑ ΔΑΝΕΙΑΚΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....	24
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.2	ΠΑΡΑΓΩΓΑ Η ΕΞΑΡΤΗΜΕΝΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ.....	89
ΠΙΝΑΚΑΣ 1.1	ΜΟΡΦΕΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΑΓΟΡΩΝ.....	43
ΠΙΝΑΚΑΣ 1.2	ΤΙΜΕΣ ΑΜΕΣΗΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΗΣ.....	86
ΠΙΝΑΚΑΣ 1.3	ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΚΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ.....	87
	ΠΗΓΕΣ ΑΝΑΦΟΡΕΣ.....	110

ΜΕΡΟΣ ΠΡΩΤΟ

Η ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΚΑΙ ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ, Η ΔΙΑΜΕΣΟΛΑΒΗΣΗ ΚΑΙ ΕΛΕΓΚΤΙΚΟΙ ΚΑΙ ΕΠΟΠΤΙΚΟΙ ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΙ.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ

ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΚΑΙ Η ΕΞΕΛΙΚΤΙΚΗ ΠΟΡΕΙΑ.

1.1 Σύντομη ιστορική ανάδρομη του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Ο Δεύτερος αιώνας της ιστορίας είναι μία από τις πιο ενδιαφέρουσες ιστορικές περιόδους, μεταξύ άλλων και γιατί κατά τη διάρκειά του σημειώθηκαν πολύ σημαντικές εξελίξεις στον τομέα των ιδεών. Οι σπουδαιότερες από τις εξελίξεις αυτές είναι ότι κατά το χρονικό αυτό διάστημα, διαμορφώθηκε και εδραιώθηκε μια νέα πίστη, ο Χριστιανισμός, έγινε αποδεκτή από σημαντικό ποσοστό του πληθυσμού μια άλλη, ο Βουδισμός. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα ότι ο Δεύτερος αιώνας καθορίστηκε ως η εποχή σταθερότητας και ειρήνης σε παγκόσμια κλίμακα.

Παρόλο την σταθερότητα υπήρχε όμως και η (*altera pars*) η άλλη πλευρά, η Ρωμαϊκή οικονομία. Στην πραγματικότητα η εποχή του χρυσού αιώνα της Ρωμαϊκής Ειρήνης, αφορούσε μόνο τους πλούσιους. Τα κατώτερα και μεσαία στρώματα μετά την εποχή εμφύλιων πολέμων αλλά και εξωτερικών χειροτέρεψαν πολύ την κατάσταση τους κατά την Ρωμαϊκή ειρήνη. Αυξήθηκε σε πρωτοφανείς ρυθμούς ο αριθμός των δούλων. Η δουλική εργασία, προσπόρισε αμύθητο πλούτο στους μεγάλους γαιοκτήμονες αλλά εξαθλίωσε τα κατώτερα αγροτικά στρώματα. Η κοινωνική ανισότητα έφθασε σε ασύλληπτα ως τότε επίπεδα. Στοιχεία του συγχρόνου καπιταλισμού ανάπτυξε το ρωμαϊκό οικονομικό σύστημα κατά την διάρκεια του δευτέρου αιώνα. Οι αγορές ευημερούσαν επειδή το ρωμαϊκό δίκαιο επέτρεπε την ελεύθερη μεταβίβαση της ιδιοκτησίας, χρήματα δανείζονταν με τόκο, οι αργυραμοιβοί εξαργύρωναν ξένο συνάλλαγμα και οι πληρωμές σε όλη την επικράτεια μπορούσαν να γίνουν με τραπεζικές συναλλαγματικές.

Στην Ρώμη συσσωρεύονταν κεφάλαια, όπως θα συνέβαινε αργότερα στο Άμστερνταμ, στο Λονδίνο και στην Νέα Υόρκη. Είχε επίσης αναπτυχθεί η έννοια της πίστωσης στις συναλλαγές, και μια μορφή ασφάλισης των πλοίων και άλλων μορφών ιδιοκτησίας. Ο λαός της Ρώμης είχε κυριευτεί από το πάθος της συσσώρευσης πλούτου, το οποίο συνδυαζόταν με υπερβολές στην επίδειξη του πλούτου

και στην κατανάλωσή του. Τα τυχερά παιχνίδια ήταν ιδιαίτερα δεδομένα.

Ο τόπος συνάντησης τους ήταν το φόρουμ, κοντά στο ναό του Κάστορα, όπου πλήθη ανθρώπων αγόραζαν και πουλούσαν μετοχές και ομόλογα των εταιρειών που εισέπρατταν τους φόρους, διάφορα αγαθά τοις μετρητοίς ή με πίστωση, αγροκτήματα και ακίνητα στην Ιταλία και στις επαρχίες, σπίτια και καταστήματα στη Ρώμη και αλλού, πλοία και αποθήκες, σκλάβους και ζώα.

Το Ρωμαϊκό κράτος εκμίσθωνε πολλές από τις λειτουργίες του, από την συλλογή των φόρων έως την κατασκευή ναών, σε εταιρίες κεφαλαιούχων που ονομάζονταν *publicani*. Όπως και οι σύγχρονες εταιρίες μετοχικού κεφαλαίου οι *publicani* ήταν νόμιμοι οργανισμοί ανεξάρτητοι από τα μέλη τους και η κυριότητα τους ήταν διαιρεμένη σε *partes*, δηλαδή σε μετοχές. Είχαν διοικητικά συμβούλια που διαχειρίζονταν τις επιχειρηματικές δραστηριότητες, δημοσίευαν ισολογισμούς (*tabulae*) και πραγματοποιούσαν περιστασιακές συνελεύσεις των μετόχων. Υπήρχαν δύο ειδών μετοχών. Οι μεγάλες μετοχές που ονομάζονταν *socci* και άνηκαν στους κεφαλαιούχους οι οποίοι διηύθυναν την εταιρία και οι μικρότερες μετοχές που ονομάζονταν *particulae*. Ο τρόπος με τον οποίο γίνονταν οι συναλλαγές για τις μετοχές *particulae* ήταν ανεπίσημος και έμοιαζε με τον τρόπο που γίνονται οι συναλλαγές στις σημερινές ανεπίσημες χρηματιστηριακές αγορές.

Δεν έχουν διασωθεί στοιχεία για τις τιμές στις οποίες πωλούνταν οι *partes*, όπως επίσης δεν υπάρχουν περιγραφές για τη συμπεριφορά της χρηματιστηριακής αγοράς. Γνωρίζουμε πάντως ότι υπήρχαν διακυμάνσεις στις τιμές των μετοχών. Οι μετοχές των *publicani* δεν προσέλκυαν το ενδιαφέρον μόνο των πολιτικών και των μεγάλων κεφαλαιούχων. Ο Έλληνας χρονικογράφος Πολύβιος περιγράφει το ευρύτατα διαδεδομένο λαϊκό ενδιαφέρον για την απόκτηση μετοχών.

Οι ρωμαϊκές *publicani* άρχισαν να φθίνουν στην περίοδο της αυτοκρατορίας όμως η κερδοσκοπία σε περιουσίες, εμπορεύματα και χρήμα συνεχίστηκε. Η εξάπλωση του Χριστιανισμού καθώς και ο Μεσαίωνας που επήλθε «απαγόρευσε» την ύπαρξη κάθε χρηματοοικονομικού συστήματος. Έπρεπε να περάσουν 16 αιώνες με την έλευση της Βιομηχανικής Επανάστασης και της ιδέας του οικονομικού φιλελευθερισμού για να ιδρυθεί το πρώτο χρηματιστήριο στο Άμστερνταμ (1610) με τα πρωτόγνωρα κερδοσκοπικά παιχνίδια και τη μανία του εμπορίου της τουλίπας (1630).

Σήμερα η κεφαλαιαγορά έχει αναπτυχθεί και διευρυνθεί και έχουν θεσμοθετηθεί νόμοι για την προστασία του επενδυτή αλλά

και την αποτροπή κερδοσκοπικών παιχνιδιών εις βάρος των απλών επενδυτών.

1.2 Το χρήμα και η δημιουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος

Ο άνθρωπος από τα πρώτα χρόνια μέχρι και σήμερα είχε την τάση να αναπτύσσει κοινωνίες όλο και μεγαλύτερες μέσα στις οποίες αντάλλασαν τα προϊόντα με σκοπό την ευημερία και την ασφάλεια των πολιτών του. Σήμερα ο σκοπός παραμένει ο ίδιος αλλά η «κοινωνία» ζει και υπάρχει σε ένα διαφορετικό τοπίο, έχουν θεσπιστεί νόμοι και κανόνες για να ρυθμίζουν τα κοινωνικά και οικονομικά δικαιώματα και υποχρεώσεις. Ο καταμερισμός εργασίας εκτός από την αύξηση της παραγωγής, προετοίμασε το έδαφος για την εξειδίκευση. Αυτή όμως η τμηματοποίηση της παραγωγής ενός αγαθού απαιτεί ένα δομημένο κράτος, το οποίο θα αναλάβει συγκεκριμένους ρόλους μέσα στους κόλπους της κοινωνίας και αυτά είναι αγαθά που δεν μπορεί μεμονωμένο άτομο να τα προσφέρει τέτοια είναι η ασφάλεια (Στρατός – Αστυνομία – Πυροσβεστική), η Ιατροφαρμακευτική περίθαλψη και άλλα. Καθώς η κοινωνία αυξάνεται πληθυσμιακά γίνεται επιτακτική ανάγκη ο άνθρωπος να απασχολείται όλο και σε μικρότερο μέρος ενός προϊόντος και τα σύγχρονα κράτη διαμορφώνουν το οικονομικό τους σύστημα ανάλογα ούτως ώστε να βοηθήσουν στην εξέλιξη και στην ευημερία του λαού.

Σαν κύριος όμως μοχλός της μεταφοράς του χρήματος μέσα στην κοινωνία αποφασιστικό ρόλο διαδραματίζει η ρύθμιση του χρηματοπιστωτικού συστήματος, με τις αγορές, τα προϊόντα και διμεσολαβητές. Το χρηματοπιστωτικό σύστημα όπως το ξέρουμε δεν δημιουργήθηκε από την μία μέρα στην άλλη, αλλά πέρασε μέσα από διάφορα στάδια που επηρέασαν την εδραίωσή του, για αυτό είναι σκόπιμο να αναφέρουμε τα βασικά ιστορικά στοιχεία της εξέλιξης.

Στην εποχή του αντιπραγματισμού υπήρχε το πρόβλημα σύμπτωσης αναγκών και αξίας. Η εισαγωγή του χρήματος έδωσε οριστικό τέλος σ' αυτή τη προφανή υπάρχουσα δυσκολία διπλής σύμπτωσης αναγκών. Το χρήμα θεωρείται μια από τις σπουδαιότερες ανακαλύψεις του ανθρώπου, ίσως η Τρίτη κατά σειρά μετά την ανακάλυψη της φωτιάς και του τροχού και διαδραματίζει ουσιαστικό ρόλο στη ζωή των ανθρώπων. Ο Αριστοτέλης διατύπωσε την άποψη ότι οι άνθρωποι επινόησαν το χρήμα για λόγους σκοπιμότητας, δηλαδή για τη διευκόλυνση διεκπεραίωσης των συναλλαγών τους. Σχηματικά λοιπόν στην κοινωνία του αντιπραγματισμού η συναλλακτική πράξη είναι: Αγαθά = Αγαθά ενώ στην εκχρήματη οικονομία η συναλλακτική πράξη διαμορφώνεται: Αγαθό = Χρήμα = Αγαθό.

Χρήμα ετυμολογικά «χρώμαι» χρησιμοποιώ. Είναι οτιδήποτε χρησιμοποιείται μέσα στις κοινωνίες ως μέσο αποθεματοποίησης πλούτου, μέσο διατήρησης της αγοραστικής δύναμης. Είναι μέσο συναλλαγών αυτούσιο, ομοιογενές, διαιρετό, κοινά αποδεκτό και αναγνωρίσιμο. Επίσης μπορεί να περιγραφεί ως μια αρχή που εγγυάται, αντιπροσωπεύει, εξασφαλίζει μια αξία. Προτού εισαχθεί αυτό δεν υπήρχαν σταθερές αρχές που να αντικατοπτρίζουν συγκεκριμένα αγαθά και υπηρεσίες.

Το χρήμα διευκολύνει την οικονομική δραστηριότητα αποτελεί μέσο παραγωγής, ανταλλαγής, διανομής ανάλωσης υλικών. Στο συμπέρασμα που καταλήγουμε είναι ότι το χρήμα και οι όλες σχετικές μ' αυτό ενέργειες αποτελεί την πραγματική Οικονομική δραστηριότητα. Εξελικτικά ακολούθησε η εμφάνιση του Χρηματοοικονομικού Συστήματος του οποίου κύριο και αναγκαίο για να λειτουργήσει, συστατικό είναι το Χρήμα.

1.3 Η σύγχρονη θεωρία του χρηματοπιστωτικού συστήματος και της χρηματοοικονομικής διαμεσολάβησης.

Η κλασική θεώρηση της θεωρίας της χρηματοοικονομικής διαμεσολάβησης εστιάζει την προσοχή της στο κόστος συναλλαγών και την ασυμμετρία της πληροφόρησης και ενδιαφέρεται για τις λειτουργίες των χρηματοοικονομικών οργανισμών. Η πορεία της ανάπτυξης των αγορών ο βασικός ρόλος των χρηματοοικονομικών διαμεσολαβητών αλλάζει ριζικά. Ταυτόχρονα η ανάπτυξη της τεχνολογίας έχει μειώσει τα υψηλά κόστη συγκέντρωσης, παρακολούθησης και ανάλυσης των πληροφοριών, εξομαλύνοντας την ασυμμετρία της πληροφόρησης. Επιπλέον, η χρηματοοικονομική διαμεσολάβηση αναπτύχθηκε και διαφοροποίησε σε πολλά σημεία τους στόχους της για να καλύψει τις επενδυτικές ανάγκες και απαιτήσεις στο σύγχρονο ανταγωνιστικό περιβάλλον. Σήμερα, με την τεράστια ανάπτυξη των αγορών και των αγορών παραγώγων, με αποτέλεσμα η ανάγκη για αποτελεσματική διαχείριση κινδύνου είναι εμφανής.

Ο βασικός ρόλος του Χρηματοπιστωτικού Συστήματος σε μια οικονομία είναι η αποτελεσματική κατανομή μεταφορών κεφαλαίων από τις πλεονασματικές οικονομικές μονάδες στις ελλειμματικές οικονομικές μονάδες για επενδυτικούς ή καταναλωτικούς σκοπούς. Λειτουργία του Χρηματοπιστωτικού Συστήματος είναι η μεταφορά αγοραστικής δύναμης (κεφαλαίων) από τις οικονομικές μονάδες που παρουσιάζουν πιστωτικό υπόλοιπο προς τις οικονομικές μονάδες με χρεωστικό υπόλοιπο.

Η αποτελεσματική κατανομή των κεφαλαίων επιτυγχάνεται με τα χρηματοπιστωτικά ή χρηματοοικονομικά μέσα ή προϊόντα. Πρακτικά αυτό επιτυγχάνεται με την απόδοση εκ μέρους της ελλειμματικής μονάδας κάποιας γραπτής υπόσχεσης. Στον τρόπο διοχέτευσης χρηματικών πόρων μπορεί να υπάρξει ένας γενικός διαχωρισμός σε: **άμεση** χρηματοδότηση και σε **έμμεση** χρηματοδότηση.

Στην περίπτωση της **άμεσης χρηματοδότησης** η πλεονασματική οικονομική μονάδα παρέχει χρήμα στην ελλειμματική οικονομική μονάδα, με αντάλλαγμα πιστωτικές απαιτήσεις που αποφέρουν τόκους και, η μεταξύ τους συναλλαγή γίνεται με απευθείας διαπραγμάτευση μεταξύ των μερών, δηλαδή των αποταμιευτών με τους δανειζόμενους.

Τα προβλήματα που ενδεχομένως αντιμετωπίζονται με την άμεση χρηματοδότηση είναι η ασυμμετρία της πληροφορίας που έχουν οι αντισυμβαλλόμενοι,

- Ø Ικανότητα εξειδικευμένων γνώσεων, χρόνου και κόστους διαχείρισης των υφιστάμενων πληροφοριών,
- Ø Διαφοροποίηση στο ύψος ή στη διάρκεια της συναλλαγής ή και στα δύο,
- Ø Η μη-εξασφάλιση της φερεγγυότητας των αντισυμβαλλομένων.

Σαν αποτέλεσμα όλων των παραπάνω οι περισσότερες συναλλαγές αναφέρονται σε μεγάλα ποσά (whole sale transactions) και, οι συμμετέχοντες είναι εξειδικευμένοι γνώστες των αγορών και προϊόντων συναλλαγής.

Βέβαια, οι αγορές άμεσης χρηματοδότησης δεν λειτουργούν υπό το καθεστώς συγκεκριμένου θεσμικού πλαισίου και λειτουργούν κάτω από κοινούς για όλους τους συμμετέχοντες κανόνες. Να σημειωθεί ότι από τα βασικά πλεονεκτήματα των συναλλαγών αυτών είναι η απουσία γραφειοκρατικών εμποδίων, η ταχύτητα των συναλλαγών και οι περιορισμένες νομικές διατυπώσεις, που απαιτούνται για την ολοκλήρωση των συναλλαγών αυτών. Παραδείγματα τέτοιων αγορών είναι η απευθείας ιδιωτική αγορά χρηματοπιστωτικών απαιτήσεων (private placement), οι τράπεζες επενδύσεων-ανάδοχοι (underwriter), οι έμποροι χρεογράφων (dealers) και οι χρηματιστές (brokers).

Οι έμποροι χρεογράφων διαθέτουν απόθεμα χρεογράφων και είναι έτοιμοι κάθε στιγμή να αγοράσουν και να πουλήσουν ποσότητες των χρεογράφων που διαθέτουν. Με τον τρόπο αυτό προσφέρουν ρευστότητα στην αγορά. Το όφελος που αποκομίζουν ισούται με τη διαφορά (spread) μεταξύ της τιμής προσφοράς (bid price), που είναι

η υψηλότερη τιμή που ο (dealer) θέλει να πουλήσει και της ζητούμενης τιμής (ask price), που είναι η χαμηλότερη τιμή προσφοράς του εμπόρου. Οι χρηματιστές, από την άλλη, δεν αγοράζουν χρεόγραφο για το δικό τους λογαριασμό, αλλά ολοκληρώνουν αγοραπωλησίες για λογαριασμό τρίτων. Το όφελος της διαμεσολάβησης αυτής προκύπτει από τις προμήθειες επί των συναλλαγών.

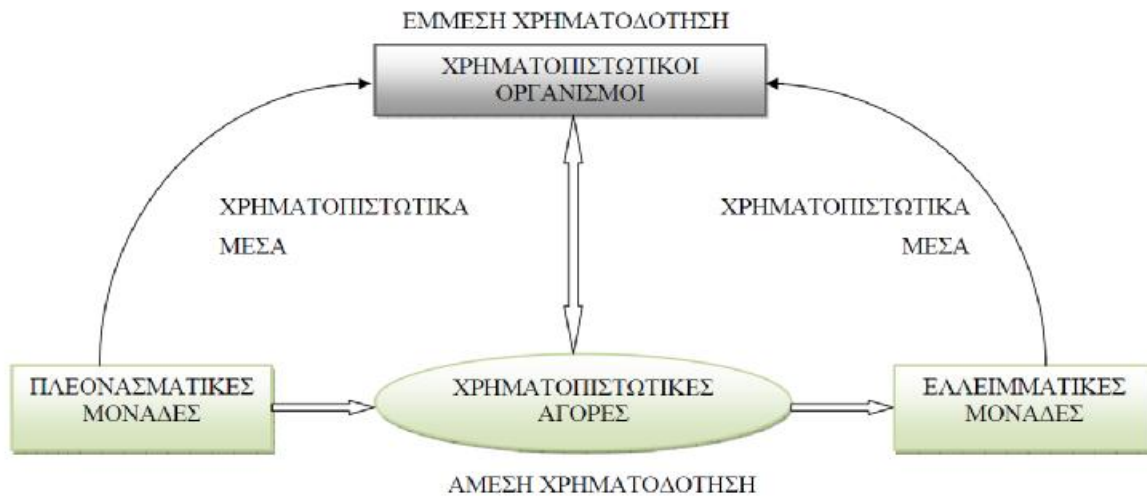
Αντίθετα, στην περίπτωση της έμμεσης χρηματοδότησης η διαδικασία διοχέτευσης αγοραστικής δύναμης από τις πλεονασματικές προς τις ελλειμματικές μονάδες πραγματοποιείται με την μεσολάβηση χρηματοπιστωτικών οργανισμών. Η κλασική θεώρηση της θεωρίας της χρηματοοικονομικής διαμεσολάβησης εστιάζει την προσοχή της στο κόστος συναλλαγών και την ασυμμετρία της πληροφόρησης και ενδιαφέρεται για τις λειτουργίες των χρηματοοικονομικών οργανισμών. Τους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς απαρτίζουν κατά βάσει οι Τράπεζες αλλά και άλλοι οργανισμοί.

Ειδικότερα στην περίπτωση έμμεσης χρηματοδότησης εμπλέκονται τρία μέρη:

- Ø Το αποταμιευτικό κοινό.
- Ø Οι διαμεσολαβητικοί πιστωτικοί οργανισμοί.
- Ø Ο επιχειρήσεις.

Οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί δραστηριοποιούνται και στις πρωτογενείς αγορές και στις δευτερογενείς αγορές. Οι πρώτες είναι αγορές στις οποίες εμφανίζονται για πρώτη φορά χρηματοοικονομικά προϊόντα, ενώ στις δεύτερες διαπραγματεύονται υφιστάμενα χρηματοοικονομικά προϊόντα και εργαλεία. Στην πρωτογενή αγορά γίνεται η δημόσια εγγραφή χρεογράφων για την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου μιας επιχείρησης με την έκδοση νέων μετοχών ή η δημοπράτηση μιας νέας έκδοσης τίτλων του δημοσίου. Σε αυτή την αγορά δραστηριοποιούνται κυρίως οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί που λειτουργούν ως ανάδοχοι ή ως βασικοί διαπραγματευτές, όπως οι τράπεζες, οι τράπεζες επενδύσεων. Στη δευτερογενή αγορά εισάγονται καθημερινά και διαπραγματεύονται οι νέες μετοχές, οι τίτλοι του δημοσίου.

ΣΧΗΜΑ 1.1 ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ



Πηγή : Κ. ΣΥΡΙΟΠΟΥΛΟΣ, «ΔΙΕΘΝΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΕΣ» ΤΟΜΟΣ 1

Το χρηματοπιστωτικό σύστημα περιέχει πολυάριθμα στοιχεία, ώστε να συγκαταλέγεται μεταξύ των σύνθετων όρων. Η ανάλυση του χρηματοπιστωτικού συστήματος είναι γενικότερα χρήσιμη για την συσσώρευση θεωρητικών γνώσεων και την ανάπτυξη της σκέψης. Με σκοπό την ολοκληρωμένη ανάλυση αλλά και την απλοποίηση των πραγματικών συστημάτων, ενίοτε γίνεται σχεδίαση και χρήση υποδειγμάτων (models) και διαφόρων και άλλων τεχνικών μεθόδων, με συνεργασία διαφόρων επιστημονικών ειδικοτήτων και τεχνολογικών εξειδικεύσεων. Η διαρθρωτική συγκρότηση του χρηματοπιστωτικού συστήματος αναφέρετε στην ιδιαίτερη αποστολή και λειτουργία του, το βαθμό ολοκλήρωσης, αυτοτέλειας, τάξης και επαναληπτικότητας.

Με βάση τα διορθωτικά χαρακτηριστικά του, το χρηματοπιστωτικό σύστημα έχει αποστολή τη δημιουργία χρήματος και χρηματοοικονομικών απαιτήσεων και την διευκόλυνση της ομαλής διενέργειας των συναλλαγών που εκφράζονται σε χρήμα στα πλαίσια της σύγχρονης εγχρήματης οικονομίας. Το Χρηματοπιστωτικό σύστημα περιλαμβάνει σήμερα μια μεγάλη σειρά από συγκροτημένους θεσμούς και φορείς όπως το τραπεζικό σύστημα στο οποίο υπάγεται η Κεντρική Τράπεζα, οι εμπορικές τράπεζες, επενδυτικές τράπεζες, οι κτηματικές τράπεζες και οι αποκαλούμενοι «λοιποί πιστωτικοί οργανισμοί», στους οποίους υπάγονται διάφοροι αποταμιευτικοί ιδίως φορείς, ασφαλιστικές εταιρίες, συνταξιοδοτικοί οργανισμοί, αμοιβαία κεφάλαια, κτλ.

Το χρηματοπιστωτικό σύστημα χωρίζετε σε δυο κατηγορίες σε ανοικτή και κλειστή οικονομία. Σε μια κλειστή οικονομία δεν έχει αλληλεπιδράσεις με άλλες οικονομίες. Δεν εξάγει ούτε εισάγει προϊόντα και υπηρεσίες και δεν έχει ροές κεφαλαίου ή άλλων παραγωγικών συντελεστών από ή προς το εξωτερικό.

Μία κλειστή οικονομία είναι αυτάρκης και απομονωμένη από το διεθνές εμπόριο ενώ απαγορεύει σε κάθε άλλη χώρα να συμμετέχει στο χρηματιστήριο της. Σκοπός της κλειστής οικονομίας σε μια χώρα είναι όλη η παράγωγή και η κατανάλωση να γίνεται εγχώρια παρέχοντας στους πολίτες της οτιδήποτε μπορεί να τους χρειαστεί μέσα στα σύνορα της.

Λόγω της επικράτησης του διεθνούς εμπορίου, πραγματικά κλειστές οικονομίες είναι σπάνιες. Ακόμη και κυβερνήσεις που επιδιώκουν να περιορίσουν τις πολιτικές ή πολιτιστικές επιρροές από τον έξω κόσμο είναι πιθανό να συναλλαχθούν με άλλες οικονομίες σε περιορισμένη κλίμακα.

Οι κλειστές οικονομίες είναι περισσότερο πιθανό να είναι λιγότερο ανεπτυγμένες αν έχουν ελλείψεις σε βασικά προϊόντα όπως το λάδι, το πετρέλαιο και το κάρβουνο.

Αντίθετα σε μια ανοικτή οικονομία βασικό χαρακτηριστικό τους είναι η αλληλεξάρτηση μεταξύ τους. Οι εισαγωγές και οι εξαγωγές και γενικά οι ξένες επενδύσεις είναι ελεύθερες και παίζουν σημαντικό ρόλο στην οικονομική ζωή. Μία ανοικτή οικονομία είναι μια αγορά απαλλαγμένη από εμπορικούς δασμούς και η διακίνηση προϊόντων, υπηρεσιών, παραγωγικών συντελεστών κεφαλαίων και ανθρώπων είναι ελεύθερη. Ο βαθμός ανοίγματος μιας οικονομίας προσδιορίζει την κυβερνητική ελευθερία να επιδιώξει οικονομικές πολιτικές της επιλογής της και την ευαισθησία μιας χώρας στους παγκόσμιους οικονομικούς κύκλους.

Η σταθερότητα (stability) του χρηματοπιστωτικού συστήματος καθορίζει τους «κανόνες του παιχνιδιού» στους οποίους στηρίζουν το σχεδιασμό και τις επιλογές τους επενδυτές και δανειζόμενοι. Εξωτερικές παρεμβάσεις «εξ υπολοίπου» στο χρηματοπιστωτικό σύστημα προκαλούν στρεβλώσεις στις επενδυτικές και χρηματοδοτικές επιλογές.

Η σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος είναι θέμα βαθμού και συνάρτησης πολλών παραγόντων εξωγενούς και ενδογενούς χαρακτήρα. Γενικά ο βαθμός σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος δεν θα πρέπει να συγχέεται με την ευελιξία προσαρμογής, με την έννοια ότι όσο πιο ανοικτό προς τα έξω είναι ένα σύνθημα, τόσο πιο πλουραλιστικό και υποκεντρικό είναι προς τα μέσα.

Η σταθερότητα ενός συστήματος έχει διαχρονικές διαστάσεις, σε αγοραία, βραχυχρόνια και μακροχρόνια περίοδο, δεν συμπίπτει με την έννοια της ισορροπίας, που ισχύει σε κάθε συναλλαγή και διαμόρφωση τιμών.

Η ανάπτυξη (development), ως γενικός όρος και ειδικότερα η οικονομική ανάπτυξη (economic development), έχει δεχτεί μια ποικιλία ορισμών. Στα φυσικά συστήματα χρησιμοποιείται ο όρος εξέλιξη (evolution), ενώ τα κοινωνικά συστήματα έχουν σχεδιαστεί, αναπτύσσονται και μετεξελισσονται βαθμιαία για την βελτίωση της εξυπηρέτησης των τρεχουσών και μελλοντικών αναγκών μέσω των επενδύσεων όπως στην περίπτωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Η έννοια της αποτελεσματικότητας (efficiency) του χρηματοπιστωτικού συστήματος εδώ ανάγεται στην σχέση των παραγωγικών μέσων (εισροών) και του παραγωγικού αποτελέσματος (εκροών) σύμφωνα με το «θεμελιακό οικονομικό αξίωμα», που εκφράζεται με διπλή μορφή, είτε ως ελαχιστοποίηση των εισροών κατά μονάδα εκροής, είτε ως μεγιστοποίηση της εκροής κατά μονάδα εισροής. Αυτή η έννοια της τεχνικής αποτελεσματικότητας ταυτίζεται χονδρικά με την έννοια της παραγωγικότητας (productivity).

Η οικονομική αποτελεσματικότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος αφορά στο πως η τεχνική αποτελεσματικότητα θα μετοπισωθεί σε οικονομική αποτελεσματικότητα. Με σύγχρονες συνθήκες ραγδαίας τεχνολογικής προόδου, μεταβολής «τοπίου» του χρηματοοικονομικού περιβάλλοντος και διεθνοποίησης των αγορών και των οικονομιών, το ενδιαφέρον μετατοπίζεται από την έννοια της τεχνικής παραγωγικότητας, στην ανάλυση κόπους-οφέλους, συμπεριλαμβάνοντας στοιχεία ποιότητας, αποτελεσματικότητας και ανταγωνιστικότητας (competitiveness).

Ο όρος αποτελεσματικότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος, πέρα από τον όρο της κερδοφορίας, περιέχει και την κοινωνική διάσταση της κατανομής των πόρων. Από την διεθνή πείρα, οι επενδύσεις στο χρηματο-πιστωτικό τομέα ασκούν επιδράσεις που διαχέονται σε ολόκληρο το φάσμα της οικονομίας, δηλαδή αποφέρουν κοινωνικό όφελος και αποτελεσματικότητα.

1.4 Οι αναγκαιότητα και σκοπιμότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος

Ουσιαστικά η σκοπιμότητα έγκειται στην μεταφορά κεφαλαίων από οικονομικές μονάδες με πλεονάζοντα και μη άμεσα χρησιμοποιούμενα, απ' αυτές (κεφάλαια) σε οικονομικές μονάδες όπου είναι απαραίτητο, για την επιβίωση τους και την συνέχεια της λειτουργίας

τους να προβούν σε άμεσα στην απόκτηση και χρησιμοποίηση αυτών των ξένων κεφαλαίων, μέχρι την ομαλοποίηση και σχετική σταθεροποίηση τους. Μερικές από τις προϋποθέσεις που απαιτείται για την ορθή και καλή λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος είναι τα εξής :

- Ø Ελεύθερη διαχείριση πληροφόρησης.
- Ø Πληροφορίες κινούνται ελεύθερα.
- Ø Αποθαρρύνεται ο αποθησαυρισμός.
- Ø Αποθαρρύνεται η κατανάλωση έτσι ώστε να δημιουργείται η αποταμίευση.
- Ø Να υπάρχει νομισματική σταθερότητα γιατί δεν μπορεί η οικονομία να λειτουργήσει σε περίοδο μεγάλου πληθωρισμού.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΚΑΙ Η ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟ- ΤΗΤΑ ΤΟΥ.

2.1 Οι λειτουργίες του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Σε μια αγορά χωρίς ατέλειες που λειτουργεί χωρίς τριβές και κόστος δεν υπάρχει ανάγκη ύπαρξης του χρηματοπιστωτικού συστήματος, δεδομένου ότι οι συναλλαγές ανάμεσα στις πλεονασματικές και τις ελλειμματικές μονάδες μπορούν να διεκπεραιωθούν “κατά τρόπο αυτόματο” χωρίς να απαιτούν την ύπαρξη κάποιου διαμεσολαβητικού φορέα.

Οι χρηματοπιστωτικές αγορές έχουν μια ιδιομορφία σε σύγκριση με τις άλλες αγορές: Τα αγαθά (χρήματα) που παραδίδονται σήμερα ανταλλάσσονται με υποσχέσεις για παράδοση αγαθών (χρημάτων πλέον τόκων) σε κάποια μελλοντική στιγμή. Έτσι, οι πληροφορίες που είναι διαθέσιμες στους συναλλασσόμενους έχουν κρίσιμη σημασία, επειδή ένας συναλλασσόμενος έχει τη δυνατότητα να επηρεάσει το αποτέλεσμα στο διάστημα που μεσολαβεί από τη σύναψη μέχρι τη λήξη της συμφωνίας. Επί πλέον η απόκτηση πληροφορίας έχει κόστος, είναι δαπανηρή υπόθεση. Το χρηματοπιστωτικό σύστημα, δηλαδή οι χρηματοπιστωτικές αγορές και οι θεσμοί, υφίστανται επειδή ακριβώς υπάρχουν οι διάφορες ατέλειες στη λειτουργία της οικονομίας. Οι ατέλειες αυτές συνίστανται στην ύπαρξη κόστους πληροφόρησης και κόστους συναλλαγών. Έτσι, το κόστος που απαιτείται για τη συλλογή πληροφοριών και οι ίδιες οι πληροφορίες, αλλά και το κόστος για τη σύναψη συμφωνιών και τη διεκπεραίωση συναλλαγών δημιουργεί τις προϋποθέσεις που αναδεικνύουν την αναγκαιότητα ύπαρξης του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Οι χρηματοπιστωτικές αγορές και οι θεσμοί υφίστανται για να ελαχιστοποιούν τα προβλήματα που δημιουργούνται από την έλλειψη επαρκούς πληροφόρησης και των διαφόρων ατελειών που υπάρχουν κατά την πραγματοποίηση των συναλλαγών.

Δηλαδή, ο ρόλος του χρηματοπιστωτικού συστήματος είναι να περιορίζει το κόστος για την άντληση πληροφόρησης και το κόστος για τη σύναψη συναλλαγών. Οι διαφορετικοί συνδυασμοί κόστους πληροφόρησης και συναλλαγών που υπάρχουν αναδεικνύουν τη δημιουργία διαφορετικών χρηματοοικονομικών συμβάσεων - ρυθμίσεων, αγορών και θεσμών. Με άλλα λόγια, τα χρηματοπιστωτικά συστήματα επιτελούν μια βασική λειτουργία: Να βελτιώνουν την κατανομή των πόρων στο χώρο και στο χρόνο, μέσα στο αβέβαιο περιβάλλον που ζούμε. Η βασική αυτή λειτουργία μπορεί να διακριθεί σε τέσσερα στάδια.

2.2 Σταδία λειτουργίας του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Όταν ολοκληρωθεί ο κύκλος της συμφωνίας μιας χρηματοδοτικής απαίτησης έπεται η διαδικασία της επιστροφής αυτής, όπου μπορεί να γίνει ενιαία ή σταδιακά.

Τα στάδια που εντοπίζονται είναι τα εξής:

1^ο Στάδιο Εντοπισμός της ανάγκης όπου συνεπάγεται η έκδοση συναλλαγματικής. Έχει σχέση με την πρώιμη δημιουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Ειδικότερα το πρώτο στάδιο ξεκινά με την ανάγκη χρηματοδότησης των ελλειμματικών οικονομικών μονάδων από τις πλεονασματικές.

2^ο Στάδιο Το επόμενο στάδιο είναι προσανατολισμένο στους διαμεσολαβητές και πιο συγκεκριμένα στο ρόλο που καλούνται να επιτελέσουν στη λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

3^ο Στάδιο αποδέσμευσης το οποίο στη συνέχεια ασχολείται με την τιτλοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών.

4^ο Στάδιο τιτλοποίησης των εγγράφων. Πληροφοριακά προσανατολισμένο. Κυρίαρχα στοιχεία του είναι η αμεσότητα και η εγκυρότητα γενικότερα η εύκολη και γρήγορη διάθεση πληροφοριών.

2.3 Ο ρόλος των διαμεσολαβητών στο χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Κάθε εύρωστη και υγιής οικονομία χρειάζεται ένα χρηματοοικονομικό σύστημα ικανό να μεταφέρει κεφάλαια από τις πλεονασματικές οικονομικές μονάδες (αυτές που αποταμιεύουν την τρέχουσα διαχείριση) στις ελλειμματικές οικονομικές μονάδες, Δηλαδή εκείνες που δανείζονται για να επενδύσουν στις παραγωγικές ευκαιρίες που έχουν επισημάνει. Πως όμως εξασφαλίζεται ότι το χρηματοοικονομικό σύστημα διοχετεύει τους αποταμιευτικούς πόρους της κοινωνίας σε παραγωγικές δραστηριότητες και όχι σε ανεδαφικά επενδυτικά σχέδια; Γιατί υπάρχουν τράπεζες ή πως μετράται το προϊόν που παράγουν; Ειδικότερα θα εξεταστεί ο ρόλος των τραπεζών στην μεταφορά αποταμιευτικών πόρων από τις πλεονασματικές προς τις ελλειμματικές.

Το χρηματοοικονομικό σύστημα είναι αρκετά πολύπλοκο τόσο στην διάθρωση όσο και στην λειτουργία του. Υπάρχουν πολλοί διαφορετικοί τύποι χρηματοοικονομικών τραπεζών, όπως τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρίες, αμοιβαία κεφάλαια και άλλοι θεσμικοί επενδυτές, που δραστηριοποιούνται στις αγορές κεφαλαίων κ.λπ. Πυρήνας του χρηματοοικονομικού τομέα είναι το τραπεζικό σύστημα το οπο-

ίο συναπαρτίζεται από την κεντρική τράπεζα, τις εμπορικές τράπεζες και τους ειδικούς πιστωτικούς οργανισμούς.

Οι εμπορικές τράπεζες ασχολούνται με πάσης φύσεως τραπεζικές εργασίες διαμεσολαβώντας μεταξύ πλεονασματικών και ελλειμματικών μονάδων.

Οι ειδικοί πιστωτικοί οργανισμοί διαθέτουν άδεια για τη διεξαγωγή περιορισμένων τραπεζικών εργασιών. Παραδείγματα ειδικών πιστωτικών οργανισμών είναι οι τράπεζες που εξειδικεύονται στη στεγαστική και κτηματική πίστη, οι επενδυτικές τράπεζες που εξειδικεύονται στη χρηματοδότηση μακροπρόθεσμων επενδύσεων.

Ο ευρύτερος χρηματοοικονομικός τομέας περιλαμβάνει εκτός του τραπεζικού συστήματος και μια σειρά εταιριών που συνήθως ονομάζονται «θεσμικοί επενδυτές», όπως είναι οι εταιρίες επενδύσεων χαρτοφυλακίου, τα αμοιβαία κεφάλαια, τα συνταξιοδοτικά ταμεία, οι ασφαλιστικές εταιρίες κλπ. Στην Ελλάδα και στις περισσότερες ευρωπαϊκές χώρες υφίσταται ένα μικτό σύστημα ομίλων. Οι μεγάλοι τραπεζικοί όμιλοι συμπεριλαμβάνουν ένα πλήθος εταιριών, που καλύπτουν όλο το φάσμα των διαμεσολαβητικών χρηματοοικονομικών εργασιών αξιοποιώντας τις οικονομίες κλίμακας και της οικονομίες εύρους που προκύπτουν από τις συμπληρωματικές δραστηριότητες

Ο ρόλος των διαμεσολαβητών είναι να διευκολύνουν και να επιταχύνουν τη ροή του χρήματος και γενικότερα τις άλλες διαδικασίες. Στις αρμοδιότητες τους περιλαμβάνεται και η προστασία των συμφερόντων τους.

Ως σύνολο εκτελούν μια σειρά από λειτουργίες που μπορούν να συνοψισθούν και να παρουσιαστούν ως εξής:

Παρέχουν συγκεκριμένες υπηρεσίες που έχουν στόχο την μεγαλύτερη απόδοση, από την τοποθέτηση διαθέσιμων χρηματικών πόρων καθώς και τον οικονομικότερο τρόπο εξεύρεσης χρηματικών πόρων.

Θα πρέπει να είναι σε θέση να μετασχηματίζουν σχετικά βραχυχρόνιες τοποθετήσεις σε μακροχρόνιες χορηγήσεις. Η δυνατότητα τους αυτή οφείλεται κυρίως στο γεγονός ότι ο μεγάλος αριθμός των τοποθετούνταν κεφαλαίων στους οργανισμούς αυτούς δεν αποσύρονται μαζικά.

Τέλος των μετασχηματισμό και την μείωση κινδύνου. Είναι γεγονός ότι σε ατομικό και επιχειρηματικό επίπεδο, ο δανεισμός με την προοπτική επανάκτησης κεφαλαίων του σε μελλοντικό χρόνο εμπεριέχει πάντοτε ποικιλία κινδύνων. Οι χρηματοπιστωτικοί μεσολαβητές είναι σε θέση να διαμοιράζουν τέτοιους κινδύνους ανάλογα με την φερεγγυότητα αλλά και τα στοιχεία του κάθε εξατομικευμένου δανειζομένου.

2.4 Τραπεζικό σύστημα και ο ρόλος της οικονομικής ανάπτυξης.

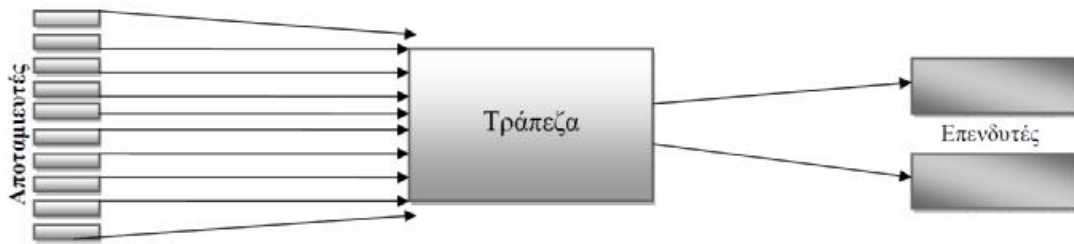
Τράπεζα είναι η επιχείρηση που ασχολείται με το εμπόριο του χρήματος. Δέχεται καταθέσεις από φυσικά πρόσωπα, επιχειρήσεις ή οργανισμούς Δίνει δάνεια σε καταναλωτές, επιχειρήσεις ή στο κράτος Η δραστηριότητα αυτή έχει κίνητρο το κέρδος (εμπορικές τράπεζες) και προκύπτει από τη διαφορά ανάμεσα στον τόκο που καταβάλλουν στους καταθέτες για να τοποθετήσουν τα χρήματά τους στην τράπεζα και στον τόκο που εισπράττουν από τους δανειζόμενους από την τράπεζα.

Τράπεζα είναι οικονομική επιχείρηση που θεωρείται ως ο μεσάζοντας μεταξύ κεφαλαιούχων, που ζητούν να επενδύσουν κεφάλαια, και εκείνων οι οποίοι έχουν ανάγκη δανεισμού για την χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων τούτη κυριότερη λειτουργία της τράπεζας είναι ο έντοκος δανεισμός. Δανείζει κεφάλαια τα όποια της ανήκουν ή κεφάλαια προερχόμενα από καταθέσεις πελατών. Οι τράπεζες παρουσιάστηκαν αρχικά στην Δύση ως αργυραμοιβεία που αντάλλαζαν διάφορα νομίσματα με κέρδος. Αργότερα άρχισαν να συγκεντρώνουν κεφάλαια, που με αυτά χρηματοδοτούσαν τα κράτη και μάλιστα σε περίπτωση πολέμου. Με την επέκταση του δανεισμού κεφαλαίων και σε ιδιώτες και καθώς επίσης δημιουργήθηκε το σημερινό τραπεζικό σύστημα.

2.5 Οι λειτουργίες των τραπεζών.

Ο παραδοσιακός ρόλος των τραπεζών είναι αυτός του διαμεσολαβητή ανάμεσα σε αποταμιευτές και πιστούχους. Οι τράπεζες διαχειρίζονται το παθητικό τους χορηγώντας δάνεια, δημιουργώντας έτσι το ενεργητικό τους. Εναλλακτικά μπορούμε να πούμε ότι οι τράπεζες διαχειρίζονται το ενεργητικό τους, το οποίο χρηματοδοτείται από καταθέσεις ή αλλά στοιχεία του παθητικού.

ΣΧΗΜΑ 1.2 ΔΙΑΜΕΣΟΛΑΒΗΣΗ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ.

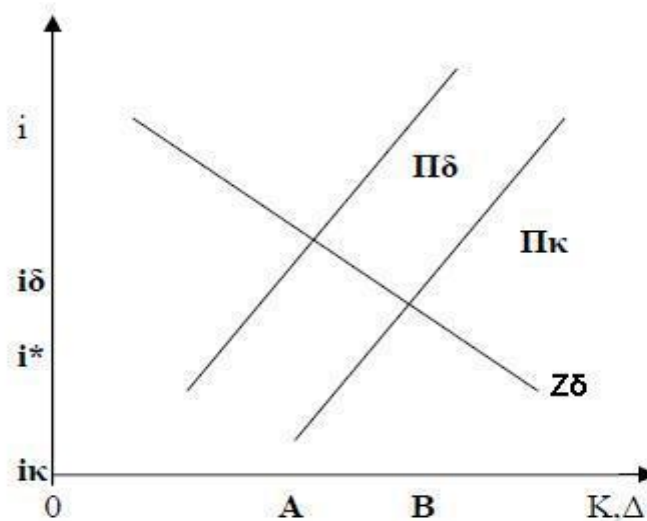


Πηγή: Σημειώσεις Π. Ζαχούρης, 2008

Για να παρουσιάσουμε με τον απλούστερο δυνατό τρόπο το διαμεσολαβητικό ρόλο των τραπεζών, θα χρησιμοποιήσουμε τη διαγραμματική ανάλυση μιας. Στον κατακόρυφο άξονα του σχήματος μετρούμε το επιτόκιο (i), ενώ στον οριζόντιο άξονα μετρούμε τον όγκο των αποταμιεύσεων (K) και των δανείων (Δ). Υποθέτουμε ότι το επιτόκιο είναι εξωγενώς καθοριζόμενο είτε από κάποια νομισματική αρχή είτε από τις διεθνές αγορές, έτσι ώστε μια τράπεζα είναι αδύνατον να το επηρεάσει. Σε αυτό το αναλυτικό πλαίσιο, η τράπεζα αντιμετωπίζει μια καμπύλη προσφοράς καταθέσεων ($Πκ$) και μια καμπύλη προσφοράς δανείων ($Πδ$) με θετική κλίση. Τούτο σημαίνει ότι η τράπεζα θα δέχεται περισσότερες καταθέσεις και θα χορηγεί περισσότερα δάνεια όσο μεγαλύτερο είναι το ύψος των επιτοκίων. Τέλος η καμπύλη ($Zδ$) αναπαριστά τη ζήτηση για δάνεια σε κάθε επίπεδο επιτοκίου, η οποία όπως είναι φυσικό έχει αρνητική κλίση.

Σε κατάσταση ισορροπίας η τράπεζα καταβάλλει ένα επιτόκιο ύψους ($iκ$) στους αποταμιευτές και επιβάλλει ένα επιτοκίου ύψους ($iδ$) στους πιστούχους. Το περιθώριο κέρδους ($spread$ ή $escart$) της τράπεζας είναι ίσο με $iδ - iκ$ και πρέπει να υπερκαλύπτει το λειτουργικό κόστος, το κόστος κεφαλαίου, τα επασφάλιστρα κινδύνου που επιβαρύνουν τα δάνεια και τις πληρωμές φόρων. Υπό μια έννοια το περιθώριο ($iδ - iκ$) αντανακλά το κόστος που πληρώνει συνολικά η κοινωνία για τις διαμεσολαβητικές υπηρεσίες των τραπεζών. Είναι εύλογο ότι το περιθώριο κέρδους συρρικνώνεται όσο ενισχύεται ο ανταγωνισμός στην χορήγηση δανείων. Ο όγκος των καταθέσεων και των χορηγήσεων είναι η ποσότητα $OΑ$.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.1 ΑΓΟΡΑ ΔΑΝΕΙΑΚΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ



Πηγή: Σημειώσεις Π. Ζαχούρης, 2008

Εάν δεν υπήρχε κόστος διαμεσολάβησης, το επιτόκιο ισορροπίας της αγοράς θα ήταν i^* . Ο όγκος των αποταμιευτικών πόρων και συνεπώς των δανειακών κεφαλαίων θα αυξάνονταν σε OB . Ωστόσο ακόμη και αν δεν υπήρχαν τράπεζες, θα υπήρχε κόστος διαμεσολάβησης, και μάλιστα να ήταν πολύ πιο υψηλότερο. Για παράδειγμα εάν δεν υπήρχαν τράπεζες ο υποψήφιος δανειστής θα έπρεπε να εκτιμήσει ο ίδιος τον πιστωτικό κίνδυνο για κάθε υποψήφιο δανειολήπτη και να προβεί σε τιμολόγηση τόσο του επασφάλιστρου κινδύνου όσο και την υπηρεσία αξιολόγησης του κινδύνου που πρόσφερε. Σε αυτή την περίπτωση, το κόστος για να έρθουν σε επαφή οι ελλειμματικές με τις πλεονασματικές οικονομικές μονάδες θα ήταν ιδιαίτερα υψηλό. Η ύπαρξη, επομένως, του τραπεζικού συστήματος εξασφαλίζει χαμηλό κόστος διαμεσολάβησης.

Πράγματι, μια λύση στο πρόβλημα του υψηλού κόστους συναλλαγών είναι η συγκέντρωση των κεφαλαίων πολλών αποταμιευτών. Και αυτό διότι έτσι γίνεται αξιοποίηση των οικονομιών κλίμακας, δηλαδή η μείωση του κόστους συναλλαγών ανά επενδυμένη (δραχμή) όταν το μέγεθος των συναλλαγών ανέρχεται.

Η ύπαρξη οικονομιών κλίμακας στις χρηματοοικονομικές αγορές εξηγεί για πιο λόγο υπάρχουν όχι μόνο τα τραπεζικά συστήματα αλλά και οι αποκαλούμενοι θεσμικοί επενδυτές. Για παράδειγμα, μια εταιρία αμοιβαίου κεφαλαίου είναι ένας διαμεσολαβητής που διαχειρίζεται χρήματα αποταμιευτών, προβαίνοντας σε τοποθετήσεις σε ομολογιακούς ή μετοχικούς τίτλους. Επειδή προβαίνει σε αγορές με-

γάλου αριθμού τεμαχίου, διαθέτει το πλεονέκτημα του μειωμένου κόστους συναλλαγής. Η εξοικονόμηση πόρων μετακυλύετε στον ατομικό επενδυτή (πελάτη του αμοιβαίου κεφαλαίου).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ ΔΙΑΜΕΣΟΛΑΒΗΣΗ ΣΤΙΣ ΑΓΟΡΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΣ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ.

3.1 Η διαμεσολάβηση στον τραπεζικό τομέα και στις κεφαλαιαγορές

Είναι γνωστό ότι στο χρηματοπιστωτικό σύστημα χωρίζεται σε δυο τμήματα από τα όποια είναι το τραπεζικό σύστημα και το χρηματιστήριο. Είναι πολύ σημαντική η διάκριση αυτή μεταξύ τραπεζικού συστήματος και Χρηματιστηρίου, γιατί στα δυο αυτά τμήματα της χρηματοπιστωτικής αγοράς η χρηματοπιστωτική διαμεσολάβηση γίνεται με διαφορετικό τρόπο και αυτό έχει σαν αποτέλεσμα τον διαφορετικό τρόπο λειτουργίας όλο του συνόλου του οικονομικού συστήματος.

Είναι αποδεκτό από όλους ότι από αρχαιότατων χρόνων ότι η τραπεζική χρηματοδότηση κατείχε την κυρίαρχη θέση στην συνολική χρηματοδότηση των αναγκών της οικονομίας. Μερικούς από τους λόγους της κυριαρχίας αυτής οφείλονται στους παρακάτω παράγοντες :

- Ø Οι τράπεζες έχουν την δυνατότητα να μειώσουν σχετικά το κόστος της διαμεσολαβητικής τους λειτουργίας, λόγω του ότι η άντληση ενός σημαντικού τμήματος των κεφαλαίων τους γίνεται με μηδενικό ή πολύ μικρό κόστος. Το τμήμα αυτό των κεφαλαίων αναφέρεται στις καταθέσεις όψεως. Για της καταθέσεις αυτές ο τόκος αυτός παραδοσιακά ήταν ή μηδενικός ή χαμηλός για δύο λόγους :καταρχάς σε πολλές περιπτώσεις οι ίδιες οι νομισματοπιστωτικές αρχές απαγόρευσαν την καταβολή τόκου σ' αυτήν την μορφή καταθέσεων. Δεύτερον, ανεξάρτητα από την απαγόρευση αυτή οι τράπεζες πάντα έδιναν χαμηλότερο επιτόκιο στους κατόχους αυτών των καταθέσεων οι οποίοι σε αντιστάθμισμα είχαν πρόσβαση σε ένα σύστημα πληρωμών, μέσω της δυνατότητας έκδοσης επιταγών.
- Ø Η χρησιμοποίηση της τραπεζικής διαμεσολάβησης είναι πολύ σημαντική γενικά για τους κατάθετες, γιατί σε αυτούς παρέχεται ουσιαστικά μια πολύ σημαντική υπηρεσία η οποία είναι η εκτίμηση του πιστωτικού κινδύνου, δηλαδή του βαθμού πιστωτικού φερεγγυότητας του δανειοδοτούμενου. Στην περίπτωση που η χρηματοδότηση γίνει άμεσα χωρίς δηλαδή την διαμεσολάβηση της τράπεζας, αυτήν την εκτίμηση θα την αναλάβει ο ίδιος ο καταθέτης αναλαμβάνοντας επίσης και το σχετικό κόστος. Η τράπεζα λόγω της εμπειρίας της και των οικονομιών κλίμακας τις οποίες επιτυγχάνει επιτελεί αυτήν την λειτουργία φυσικά πολύ πιο απο-

τελεσματικά δηλαδή με που πιο λιγότερο κόστος από αυτό που θα αναλάβει ο καταθέτης ή η επιχείρηση.

- Ø Οι τράπεζες, λόγω διενέργειας της διαμεσολαβητικής διαδικασίας σε πολύ μεγάλη κλίμακα, επιτυγχάνουν την διασπορά του αναλαμβανόμενου πιστωτικού κινδύνου, δηλαδή την μείωση του και, κατά συνέπεια, του σχετικού κόστους.
- Ø Μετά την χορήγηση του δανείου οι τράπεζες αναλαμβάνουν την παρακολούθηση της πορείας των επιχειρήσεων που έχουν δανειοδοτηθεί. Η συγκεκριμένη λειτουργία συνεπάγεται φυσικά ένα προσθετό κόστος, το οποίο επίσης δεν επιβαρύνει τον καταθέτη.
- Ø Ο τραπεζικός δανεισμός δημιουργεί μια μακροχρόνια σχέση μεταξύ του δανειστή και του δανειζόμενου. Με αυτό τον τρόπο επιτυγχάνεται μεγαλύτερη αποτελεσματικότητα και ευελιξία στην αναζήτηση λύσεων ενδεχόμενων προβλημάτων που μπορεί να ανακύψουν.

Η ευελιξία αυτή δεν μπορεί να υπάρξει στην περίπτωση του δανεισμού μέσω της κεφαλαιαγοράς, γιατί σε αντίθεση με το τραπεζικό δανεισμό, οι δανειστές υπάρχουν πολλοί, άρα και στην περίπτωση τυχόν προβλημάτων οι αντιμετώπιση τους είναι πολύ περιορισμένη. Συνεπώς η βασική διάκριση μεταξύ της χρηματοδότησης μέσω των τραπεζών και της χρηματοδότησης μέσω των Χρηματιστηρίων, συνίσταται στο βαθμό διαμεσολάβησης μεταξύ του δανειστή και του τελικού δανειοδοτούμενου. Στον τραπεζικό δανεισμό αυτή η διαμεσολάβηση είναι σημαντική και για το λόγο αυτό η τραπεζική χρηματοδότηση ονομάζεται έμμεση. Αντίθετα, κατά την μεταφορά κεφαλαίων μέσω του Χρηματιστηρίου η παρεμβολή χρηματοπιστωτικών ενδιάμεσων είναι ελάχιστη, και για το λόγο αυτό η χρηματοδότηση ονομάζεται άμεση.

3.2 Η αποδιαμεσολάβηση στις σύγχρονες χρηματοπιστωτικές αγορές.

Η τάση ανάπτυξης της αποδιαμεσολάβησης αναφέρεται στη γενική τάση, που παρατηρείται διεθνώς σε όλα τα χρηματοπιστωτικά συστήματα, αύξησης της ζήτησης προϊόντων. Η τάση αυτή οφείλεται στην αύξηση της ζήτησης από τις επιχειρήσεις για δανεισμό μέσω του Χρηματιστηρίου, καθώς και της αύξησης της προσφοράς δανειακών κεφαλαίων μέσω του Χρηματιστηρίου από τους επενδυτές.

Όπως γίνεται φανερό από τα παραπάνω, για να γίνουν κατανοητές οι αιτίες που οδηγούν στην αποδιαμεσολάβηση, θα πρέπει να γίνουν κατανοητοί οι παράγοντες που προσδιορίζουν τη ζήτηση για «διαμεσολαβημένες» (δηλαδή τραπεζικές) και «μη διαμεσολαβημένες» (δηλαδή χρηματιστηριακές) μορφές πίστης.

Το πρώτο σημείο που θα πρέπει να υπογραμμιστεί είναι ότι όλες οι μορφές πίστης οι οποίες προϋποθέτουν κάποια διαμεσολάβηση, όπως είναι η τραπεζική πίστη, έχουν ένα βασικό μειονέκτημα σε σχέση με τις μορφές πίστης, οι οποίες προϋποθέτουν καμία ή πολύ μικρή διαμεσολάβηση, όπως είναι η χρηματιστηριακή χρηματοδότηση: παρουσιάζουν αυξημένο κόστος, λόγω του ότι μεταξύ του αποταμιευτή-επενδυτή και του δανειοδοτουμένου παρεμβάλλεται ένας ενδιάμεσος, ο οποίος για να αποζημιωθεί για τις υπηρεσίες που προσφέρει, επιβαρύνει με κάποιο κόστος και τους δύο. Όσο μεγαλύτερος είναι ο βαθμός της διαμεσολαβητικής διαδικασίας, τόσο μεγαλύτερο είναι το συνεπαγόμενο κόστος, και κατά συνέπεια τόσο μεγαλύτερο το κίνητρο για ανάπτυξη αποδιαμεσολαβημένων μορφών πίστης.

Κατά τις τελευταίες δεκαετίες, οι εξελίξεις που σημειώθηκαν στο διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα, κατέστησαν πολλά από τα πλεονεκτήματα του τραπεζικού δανεισμού, τα οποία αναφέρθηκαν στο προηγούμενο τμήμα, ή χωρίς νόημα ή πολύ λιγότερο σημαντικά σε σχέση με το παρελθόν.

Οι κυριότερες από αυτές τις εξελίξεις και οι αντίστοιχες επιπτώσεις τους ήταν οι εξής:

- Ø Η απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος από τις λεπτομέρειες διοικητικές παρεμβάσεις του παρελθόντος και η ανάπτυξη – κατά συνέπεια του ανταγωνισμού μεταξύ των τραπεζών είχαν ως αποτέλεσμα να αυξηθεί το κόστος άντλησης των κεφαλαίων από την πλευρά των τραπεζών.
- Ø Η ταχύτατη τεχνολογική ανάπτυξη, και ιδιαίτερα στον τομέα της πληροφορικής, είχε ως αποτέλεσμα τη δημιουργία ανεξάρτητων φορέων εκτίμησης του βαθμού πιστωτικής φερεγγυότητας (credit rating agencies) των δανειζόμενων επιχειρήσεων. Με αυτόν τον τρόπο κατέστη πολύ μικρότερης σημασίας το αντίστοιχο πλεονέκτημα των τραπεζών.
- Ø Η αύξηση του αριθμού και του ειδικού βάρους των θεσμικών επενδυτών (ασφαλιστικών εταιρειών, αμοιβαίων κεφαλαίων κ.λπ.) στον χώρο της κεφαλαιαγοράς έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση της δυνατότητας έμμεσης συμμετοχής των ιδιωτών επενδυτών. Με αυτόν τον τρόπο υπάρχει η δυνατότητα διαφοροποίησης, και κατά συνέπεια μείωσης του αναλαμβανόμενου κινδύνου από την πλευρά του καταθέτη – επενδυτή.
- Ø Η μακροχρόνια σχέση που αναπτύσσουν οι τράπεζες με τις επιχειρήσεις και το αντίστοιχο πλεονέκτημα στο οποίο αναφερθήκαμε στο προηγούμενο τμήμα, είναι πολύ σημαντικά κυρίως στην περίπτωση των μικρότερων επιχειρήσεων. Για τις μεγαλύτερες επιχειρήσεις και ιδιαίτερα για αυτές οι οποίες έχουν υψηλό βαθμό

πιστωτικής φερεγγυότητας, το πλεονέκτημα του έμμεσου δανεισμού από την πλευρά των καταθετών δεν είναι τόσο σημαντικό, δεδομένου ότι είναι περιορισμένος ο πιστωτικός κίνδυνος που αναλαμβάνουν οι τελευταίοι, εάν τις χρηματοδοτήσουν άμεσα μέσω της κεφαλαιαγοράς.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΤΑΡΤΟ

ΕΛΕΓΧΟΣ ΚΑΙ ΕΠΟΠΤΕΙΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ.

4.1 Οι προϋποθέσεις για την εύρυθμη λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος

Οι προϋποθέσεις για την εύρυθμη λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος μπορούν να παρουσιαστούν συγκεντρωτικά ως εξής:

- Ø Η σταθερότητα τιμών, καταπολέμηση του πληθωρισμού. Είναι γνωστό ότι αν δεν υπάρχει διατήρηση της αξίας παρατηρείται:
- Ø Τάση για αύξηση της κατανάλωσης.
- Ø Η μείωση των επενδύσεων.
- Ø Δεύτερο στοιχείο που θα συμβάλλει είναι η αποθάρρυνση της κατανάλωσης αφού η υπερκατανάλωση σχετίζεται άμεσα με την καταναλωτική κουλτούρα.
- Ø Κατόπιν, η αποθάρρυνση του αποθησαυρισμού. Φτάνουμε σ' αυτό, αφού γνωρίζουμε εκ των προτέρων ότι η διατήρηση περιουσιακών στοιχείων στην μορφή υλικών αγαθών και όχι σε μορφή χρήματος-ρευστού, αποτελεί τροχοπέδη στην αβίαστη και ομαλή ροή του χρήματος, δεν διευκολύνει τις επενδύσεις και γενικότερα δεν διευκολύνει καθόλου την ανάπτυξη του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Αυτό με την σειρά του εμποδίζει την οικονομική ανάπτυξη. Αιτία του φαινομένου του αποθησαυρισμού είναι η μη εμπιστοσύνη των ανθρώπων στο χρήμα.
- Ø Ύπαρξη κανονιστικού/ρυθμιστικού πλαισίου που ρυθμίζεται από κανονιστική αρχή. Απαιτείται η ύπαρξη ελέγχου-εποπτείας κανόνων. Την εκτέλεση αυτού του έργου αναλαμβάνουν οι εποπτικές αρχές με σκοπό την ενίσχυση του αισθήματος εμπιστοσύνης και ασφάλειας των συμμετεχόντων.
- Ø Τέλος, πρέπει να διασφαλίζεται από το σύστημα η απρόσκοπτη γρήγορη φθηνή παροχή, έγκυρων, έγκαιρων πληροφοριών, σχετικών με τις τιμές των συναλλαγών ώστε να βοηθούν άμεσα τη λήψη ορθών επενδυτικών αποφάσεων. Γενικότερα να επικρατεί πλήρης διαφάνεια.

Μετά τις προϋποθέσεις για εύρυθμη λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος, απορρέει το ερώτημα: Η ομαλή και εύρυθμη λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος συμβάλλει στην ανάπτυξη της οικονομίας της χώρας? Η απάντηση είναι ότι η ορθή και τυπική λειτουργία ενός χρηματοπιστωτικού συστήματος

δεν σχετίζεται άμεσα με την οικονομική πορεία μιας χώρας αλλά εμμέσως βοηθά στην ανάπτυξη της οικονομίας της. Η ανάπτυξη του χρηματοπιστωτικού συστήματος συμβάλλει στην ανάπτυξη του εισοδήματος σε μακροπρόθεσμο.

4.2 Ο ρόλος των εποπτικών και ελεγκτικών αρχών στο χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Είναι γνωστό ότι εκτός από το ρόλο των διαμεσολαβητών, εξίσου καίριο ρόλο κατέχουν σ' ένα χρηματοπιστωτικό σύστημα, οι εποπτικές αρχές. Η παρουσία του και η λειτουργία τους χαρακτηρίζεται επιτακτική. Συγκεκριμένα ο ρόλος τους είναι η επόπτευση της δράσης των διαμεσολαβητών, έτι αποφεύγονται οι αυθαιρεσίες. Ακόμη επιβάλλει τις από το Νόμο προβλεπόμενες κυρώσεις και πειθαρχικές ποινές. Ρυθμίζουν κάθε θέμα που απορρέει από τις διατάξεις. Επίσης εποπτεύει την τήρηση των διατάξεων των Νόμων και δικαιούται να ζητά κάθε πληροφορία για την άσκηση εποπτείας και ελέγχου στον ευρύτερο χρηματοπιστωτικό τομέα καθώς και τις αντίστοιχες αρμόδιες αρχές των άλλων κρατών-μελών των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων. Σημειωτέο είναι ότι η σωστή λειτουργία των εποπτικών αρχών αποτελεί σημαντική προϋπόθεση της αποτελεσματικής και ωφέλιμης διαμεσολάβησης για το χρηματοπιστωτικό σύστημα καθώς, της ασφάλειας και ακεραιότητας του συστήματος.

Σχετικά με τον έλεγχο των χρηματοπιστωτικών δραστηριοτήτων εντοπίζονται τρία σημεία προβληματισμού για τις αρχές της οικονομικής πολιτικής. Είναι οι εξής:

- Ø Αν θα πρέπει να ελέγχονται όλα τα είδη χρηματοοικονομικών μεσαζόντων.
- Ø Αν θα πρέπει να υπόκεινται σε έλεγχο όλες οι λειτουργίες ενός ελεγχόμενου οργανισμού.
- Ø Αν θα πρέπει να εφαρμόζονται ανάλογες τεχνικές σε οργανισμούς που ασκούν τις ίδιες λειτουργίες.

Ως προς το πρώτο, η τάση που διαμορφώνεται είναι, εφόσον οι διαχωριστικές γραμμές μεταξύ οργανισμών που ασκούν τραπεζικές λειτουργίες τείνουν να εξαλειφθούν όλοι οι οργανισμοί θα πρέπει να υπόκεινται σε έλεγχο. Επίσης εφόσον η επιφάνεια ενός τραπεζικού οργανισμού και οι κίνδυνοι στους οποίους εκτίθεται επηρεάζονται από τις δραστηριότητες του, είναι λογικό όλες οι τελευταίες να συμπεριλαμβάνονται στα πλαίσια ελέγχου.

Ακόμη, θα πρέπει να προβλέπονται ομοιόμορφες τεχνικές ελέγχου για όλους τους οργανισμούς με όμοιες λειτουργίες, διότι η διαφορετική μεταχείριση θα οδηγούσε σε άνισο ανταγωνισμό.

Τόσο οι ελεγκτικές αρχές, όσο και οι ίδιες οι τράπεζες έδωσαν έμφαση στην ανάγκη για ενίσχυση και διατήρηση κεφαλαιακών αποθεμάτων. Μια ισχυρή κεφαλαιακή βάση αυξάνει την εμπιστοσύνη σε μια τράπεζα και παρέχει προστασία από πιθανές ζημιές.

Με τη φιλελευθεροποίηση του τραπεζικού συστήματος τίθεται με τη σειρά του το θέμα, κατά πόσο η αγορά μπορεί να επιβάλλει πειθαρχία όσον αφορά την σταθερότητα του συστήματος, προσδιορίζοντας την επιτυχία ή αποτυχία μιας επιμέρους τράπεζας.

4.3 Προστασία των επενδυτικών και η ανταλλαγή των πληροφοριών και οι μετασχηματισμοί που την συμβάλουν.

Ωστόσο, στο πλαίσιο της IOSCO εξειδικευμένες ομάδες εργασίας επεξεργάζονται συνεχώς επιμέρους θέματα, με προτεραιότητα:

- Ø Την προστασία των επενδυτών στα πλαίσια των διασυνοριακών συναλλαγών και
- Ø Τον τρόπο ανταλλαγής πληροφοριών μεταξύ των εθνικών εποπτικών αρχών. Και εδώ οι διαφοροποιήσεις που υπάρχουν στις εθνικές εποπτικές αρχές παίζουν σημαντικό ρόλο ως προς την προσέγγιση που θα ακολουθηθεί.

Για παράδειγμα, ορισμένες εθνικές αρχές υπογραμμίζουν την «προστασία επενδυτών» (investors protection), ενώ άλλες αναφέρονται στην «ακεραιότητα της αγοράς» (marker integrity). Οι διαφοροποιήσεις αυτές οδηγούν σε διαφορετικές ρυθμιστικές προσέγγισης σε όρους περιεχομένου αλλά και βάθους. Δηλαδή, εάν θα πρέπει να εστιαστούν στη αποτελεσματικότητα και εύρυθμη λειτουργία της αγοράς ή στη σχέση μεταξύ των ενδιάμεσων εταιριών παροχής επενδυτικών υπηρεσιών με τους πελάτες τους.

Η ανάγκη για την ανταλλαγή πληροφοριών μεταξύ των εποπτικών αρχών υπαγορεύεται από μια σειρά λόγους: τη διεθνοποίηση των συναλλαγών, την ανάγκη για διεθνή διαφοροποίηση κινδύνου και, συνεπώς, τη χρήση πολύπλοκων στρατηγικών σε διάφορες αγορές. Ύστερα, από την ανάπτυξη της τεχνολογίας που επιτρέπει σε διαμεσολαβητές να διαπραγματεύονται περιουσιακά στοιχεία σε όλα τα μήκη και πλάτη της γης. Τέλος, από το γεγονός ότι όλο και περισσότερες εθνικές μετοχές εισάγονται και διαπραγματεύονται σε άλλα χρηματιστήρια.

Έτσι, η συνεργασία και η ανταλλαγή πληροφοριών μεταξύ των εθνικών εποπτικών αρχών βοηθά στην αποφυγή δύο βασικών κινδύνων:

- Ø Την αποφυγή συγκρουόμενων και επικαλυπτόμενων κανόνων μεταξύ των εθνικών εποπτικών αρχών
- Ø Τον κίνδυνο επιβολής αναποτελεσματικών κανονισμών και αρχών της καλής λειτουργίας των αγορών και των συναλλαγών.

Συνοπτικά –και όπως προκύπτει από τα λεχθέντα στην ενότητα αυτή- προσπαθούμε να προσδιορίσουμε ένα δρομολόγιο με σκοπό ένα βαθύτερο, αποτελεσματικότερο και υγιέστερο κανονιστικό σύστημα στα πλαίσια της διεθνοποίησης των αγορών, όσο δύσκολο και εάν μοιάζει να είναι. Έτσι, ότι εποπτικές αρχές οφείλουν να αναπτύξουν και να βελτιώσουν πρότυπα κοινής αποδοχής:

- Ø Κοινούς στόχους και αρχές της ρύθμισης των αγορών (IOSCO για την περίπτωση των κεφαλαιαγορών, επιτροπή της Βασιλείας στη περίπτωση ρύθμισης των πιστωτικών ιδρυμάτων, που θα δούμε σε παρακάτω ενότητα). Το βήμα αυτό είναι απαραίτητο για την τυποποίηση της λειτουργίας των αγορών και των συμμετεχόντων σε αυτές, θα περιορίσει το λεγόμενο regulatory arbitrage και θα αυξήσει το επίπεδο της διαφάνειας των αγορών.
- Ø Εφαρμογή κοινών μεθόδων και τεχνικών στην άσκηση της εποπτείας, καθώς και αύξηση της δυνατότητας επέμβασης των αρχών σε περιόδους κρίσεων του συστήματος.
- Ø Αποτελεσματική και πλήρη ανταλλαγή πληροφοριών μεταξύ των εθνικών εποπτικών αρχών. Η σημασία της συνεργασίας αυτής είναι ουσιαστική, αφού αναμένεται αν ελαχιστοποιήσει τις αρνητικές συνέπειες των αναταραχών του συστήματος που προκαλούνται από τις αποτυχίες των μερών του, από αφερεγγυότητα ή αθέτηση υποχρεώσεων. Συχνά, η προβληματική αυτή ανακύπτει με την αγορά των παραγώγων (derivatives) και το «domino effect» που αυτή έχει στην τρέχουσα αγορά (underlying market), όπου η εποπτική αρχή πιθανά να μην έχει την απαραίτητη πληροφόρηση ως προς το μέγεθος της έκθεσης στον κίνδυνο των οργανισμών που συμμετέχουν σε αυτήν. Ο έλεγχος και η εποπτεία του μεγέθους του κινδύνου στην αγορά των παραγώγων είναι σημαντικός στην πρόληψη συστημικού κινδύνου της αγοράς, επιβεβαιώνει την ομαλή λειτουργία των χρηματιστηρίων και των εξωχρηματιστηριακών (OTC, Over-the-Counter markets) αγορών επί παραγώγων.

Βέβαια, η εφαρμογή αυτών των απαιτήσεων μπορεί να πάρει διάφορες μορφές ανάλογα με:

- Ø Τη θεσμική δομή των εθνικών εποπτικών αρχών, που προσδιορίζει και τα κανάλια επικοινωνίας μεταξύ τους, μεταξύ αυτών και

των χρηματιστηρίων, μεταξύ αυτών και της δικαιοσύνης ή των χρηματιστηρίων με τη δικαιοσύνη.

- Ø Τις αρμοδιότητες και τα συγκριτικά πλεονεκτήματα σε ορισμένα θέματα, αγορές και συναλλαγές μερικών αρχών έναντι άλλων.
- Ø Το επίπεδο της συνεργασίας, που μπορεί να έχει τη μορφή ενός συμφώνου συνεργασίας μεταξύ δύο ή περισσότερων αρχών (bilateral Memorandum Of Understanding – M.O.U. ή multilateral M.O.U., που πρόσφατα υπογράφηκε (Μάρτιος 1999) μεταξύ των Ευρωπαϊκών χωρών-μελών σε επίπεδο Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς).

Οπωσδήποτε μένει πολύς δρόμος προς αυτή την κατεύθυνση, κυρίως λόγω της απότομης ανάπτυξης των διασυνοριακών συναλλαγών, της τεχνολογίας, της διαφορετικής φιλοσοφίας με την οποία οι διάφορες εθνικές Επιτροπές Κεφαλαιαγοράς αντιμετωπίζουν τα θέματα εποπτείας, ελέγχου και λειτουργίας των αγορών που εποπτεύουν, αλλά και τις διαφορετικής νομοθεσίας που ισχύει σε κάθε χώρα. Όμως όπως έγινε κατανοητό από τα παραπάνω, η ανάγκη είναι προφανής και επιτακτική, με στόχο την ισότιμη προστασία των επενδυτών, ασχέτως εάν η παρεχόμενη υπηρεσία είναι σε εθνικό ή διασυνοριακό επίπεδο.

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δημοσίευε πρόσφατα ένα Πρόγραμμα Δράσης (European Commission, Directorate General XV: «Implementing the framework for financial markets Action Plan», Communication, May 1999) για την προώθηση μιας ενιαίας Ευρωπαϊκής Αγοράς χρηματοοικονομικών υπηρεσιών και υπογράμμισε τη σημαντικότητα εξασφάλισης σύγχρονων κανόνων εποπτείας, τη διατήρηση υψηλών επιπέδων προληπτικής εποπτείας και τη δημιουργία κοινού νομικού πλαισίου για την ενοποίηση των κυριοτέρων εμποδίων στη συγκέντρωση κεφαλαίων σε πανευρωπαϊκό επίπεδο, τη δημιουργία κοινών λογιστικών προτύπων για τις εισηγμένες εταιρίες, την παροχή νομικής εξασφάλισης για την υποστήριξη των διασυνοριακών συναλλαγών, καθώς και την δημιουργία ενός ασφαλούς περιβάλλοντος για την αναδιάρθρωση των επιχειρήσεων. Δύο ακόμα θέματα, που σχετίζονται άμεσα σε μια πραγματικά ενιαία Ευρωπαϊκή χρηματοοικονομική αγορά αναφέρονται στα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης και η κατάργηση των φορολογικών εμποδίων.

Στον τομέα της εποπτείας, η ενοποίηση των αγορών ανάγεται στην ανάγκη στενότερης συνεργασίας και συντονισμού μεταξύ των εθνικών εποπτικών αρχών των χωρών-μελών της Ε.Ε. Στα πλαίσια αυτά, η Επιτροπή θα λάβει υπόψη της τα πορίσματα των εργασιών άλλων φορέων και επιτροπών, όπως της FESCO, της Επιτροπής της Βασιλείας κ.λπ. Επίσης, εξετάζεται η δημιουργία μιας Ευρωπαϊκής Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς με κανονιστικές αρμοδιότητες.

4.4 Οι κανόνες για την αντιμετώπιση των κινδύνων αγοράς.

Οι κίνδυνοι αγοράς αναλύονται, σύμφωνα με την Capital Adequacy Directive (CAD), στους εξής επιμέρους κινδύνους:

Κίνδυνος επενδυτικής θέσης (position risk).

Ο κίνδυνος αυτός αναλύεται σε τέσσερις ειδικότερους κινδύνους, ανάλογα με το είδος του αξιογράφου που αφορά η θέσητην οποία έχει πάρει το χρηματοπιστωτικό ίδρυμα.

Συγκεκριμένα, οι κίνδυνοι αυτοί είναι:

- Ø Κίνδυνος θέσης σε χρεωστικούς τίτλους (debt instruments).
- Ø Κίνδυνος θέσης σε μετοχές (stocks).
- Ø Κίνδυνος θέσης σε παράγωγα προϊόντα (derivatives).
- Ø Κίνδυνος που αναφέρεται σε αναδοχή της έκδοχες τίτλων (underwriting).

Κίνδυνος διακανονισμού και αντισυμβαλλομένου (settlement and counterparty risk).

Ο Κίνδυνος αυτός, επίσης, αναλύεται σε δύο επιμέρους συνιστώσες: Στον κίνδυνο εκκαθάρισης της συναλλαγής και παράδοσης του αξιογράφου (settlement and delivery risk).

Στον κίνδυνο εντισυμβαλλομένου.

Κίνδυνος συναλλάγματος (exchange rate risk).

Οι κανόνες για την επάρκεια κεφαλαίων προσδιορίζουν τους κινδύνους που αντιμετωπίζει μια επιχείρηση παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, σχετικά με το μέρος των εργασιών της που αφορούν τίτλους, και συνεπώς το ύψος των απαιτούμενων κεφαλαίων για την αντιμετώπιση αυτών των κινδύνων. Οι κανόνες αυτοί, δηλαδή, ξεχωρίζουν τους κινδύνους που προέρχονται από τις εργασίες επί χρεογράφων, από τους κινδύνους που πέρχονται κατά τη διεξαγωγή των υπολοίπων εργασιών των χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων. Η διάκριση αυτή βασίζεται προφανώς στην παραδοχή ότι οι εργασίες επί χρεογράφων παρουσιάζουν κάποια ιδιαιτερότητα σε σχέση με τις υπόλοιπες χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες, όσον αφορά το ύψος και το είδος των κινδύνων που συνεπάγονται για την επιχείρηση.

Η ιδιαιτερότητα των εργασιών επί χρεογράφων σε σχέση με τις υπόλοιπες χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες (και συγκεκριμένα σε σχέση με τις εργασίες εμπορικής τραπεζικής) προσδιορίζει τις διαφορές τόσο στο ύψος, όσο και στο είδος των απαιτούμενων κεφαλαίων για την κάθε ομάδα παρεχόμενων υπηρεσιών. Η βασική διαφορά έγκειται στον διαφορετικό βαθμό ρευστότητας των στοιχείων ενεργητικού (assets) που προκύπτουν κατά την παροχή των δύο διαφορετικών ειδών υπηρεσιών. Τα στοιχεία ενεργητικού των εμπορικών τραπεζών που αντιπροσωπεύουν δάνεια

διακρατούνται κατά κανόνα στο χαρτοφυλάκιο των τραπεζών, μέχρι την λήξη τους. Αντίθετα, τα χρεόγραφα τα οποία απαρτίζουν τα χαρτοφυλάκια των επενδυτικών επιχειρήσεων ή των επενδυτικών τραπεζών ή των τραπεζών γενικών συναλλαγών, ρευστοποιούνται σε πολύ πιο σύντομα χρονικά διαστήματα, σε πολλές περιπτώσεις ακόμα και αρκετές φορές κατά τη διάρκεια της ίδιας ημέρας. Συνεπώς το τμήμα του χαρτοφυλακίου των επενδυτικών τραπεζών και των τραπεζών γενικών συναλλαγών, το οποίο αντιπροσωπεύει χρεόγραφα, και το (συνολικό) χαρτοφυλάκιο των επενδυτικών επιχειρήσεων περιέχει πολύ πιο ρευστά περιουσιακά στοιχεία σε σχέση με τα αντίστοιχα των τραπεζών που αντιπροσωπεύουν δάνεια.

Βέβαια αυτή η τοποθέτηση αμφισβητείται από μια διαφορετική άποψη, η οποία υποστηρίζει ότι το να είναι κάποιο περιουσιακό στοιχείο διαπραγματεύσιμο στην κεφαλαιαγορά (marketable) δεν σημαίνει αναγκαστικά ότι έχει υψηλότερο βαθμό ρευστότητας. Πόλλά χρεόγραφα, παρόλο ότι είναι διαπραγματεύσιμα στην κεφαλαιαγορά, παρουσιάζουν χαμηλό βαθμό εμπορευσιμότητας αντίθετα, ορισμένα δάνεια, τα οποία δεν αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε κάποια χρηματιστηριακή αγορά, εάν παραστεί ανάγκη θα μπορούσαν πολύ ευκολότερα να ρευστοποιηθούν.

Επίσης, η χρηματιστηριακή αξία των χρεογράφων διακυμαίνεται με πολύ γρηγορότερους ρυθμούς απ' ό,τι τα δάνεια των τραπεζών, και ακόμα και στην περίπτωση που διατηρούν στο ακέραιο την εμπορευσιμότητά τους, υπάρχει ο κίνδυνος να αντιπροσωπεύουν πολύ μικρότερο μέρος της αξίας με την οποία έχουν εγγραφεί στον ισολογισμό. Σ' αυτήν την περίπτωση, η αυξημένη ρευστότητα αναφέρεται στη γρήγορη ρευστοποίηση, και όχι στην ανάκτηση σε χρηματική μορφή της συνολικής αρχικής αξίας του περιουσιακού στοιχείου.

Τα παραπάνω προβλήματα που συνδέονται με τα αξιόγραφα πλήττουν κυρίως τις επιχειρήσεις, οι οποίες, λόγω του τρόπου λειτουργίας τους, είναι υποχρεωμένες να ρευστοποιούν με μεγάλη συχνότητα μέρος του χαρτοφυλακίου τους, ανεξάρτητα από την κατάσταση που επικρατεί κατά τη συγκεκριμένη χρονική στιγμή στη χρηματιστηριακή αγορά.

Σε οποιαδήποτε περίπτωση, η γενική διαφορά στον βαθμό ρευστότητας των διαφόρων περιουσιακών στοιχείων συνεπάγεται και διαφορετικούς τύπους κινδύνων για καθένα απ' αυτά: για μεν το χαρτοφυλάκιο δανείων των τραπεζών ο βασικός κίνδυνος είναι ο πιστωτικός (credit risk), δηλαδή ο κίνδυνος να μην είναι σε θέση ο δανειζόμενος να εξοφλήσει το δάνειο κατά τη λήξη του. Οι επιχειρήσεις επενδύσεων δεν διατρέχουν τέτοιο κίνδυνο, εφόσον μπορούν γι' αυτές είναι ο κίνδυνος αγοράς (market risk).

Ο κίνδυνος αγοράς είναι ο κίνδυνος που προέρχεται από μια ενδεχόμενη μεταβολή της αξίας των χρεογράφων, με αποτέλεσμα να υποστεί ζημιές η επιχείρηση που τα διακρατά. Ο κίνδυνος αυτός, δηλαδή, ορίζεται ως η απόκλιση της πραγματοποιούμενης απόδοσης ή και τιμής του χρεογράφου από την αναμενόμενη απόδοση ή και τιμή. Ο προσδιορισμός του ύψους αυτού του κινδύνου γενικά γίνεται με τον υπολογισμό της κατανομής των πιθανοτήτων όσον αφορά τη διακύμανση της τιμής του χρεογράφου η οδηγία, βασιζόμενη στην ίδια αυτή γενική αρχή, ακολουθεί πιο αναλυτικές και εξειδικευμένες μεθόδους για τον προσδιορισμό του κινδύνου αγοράς.

Τέλος, θα πρέπει να επισημανθεί ένα γενικό πρόβλημα, το οποίο αφορά τον τρόπο προσδιορισμού της κεφαλαιακής επάρκειας που απαιτείται να διαθέτουν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, για να εξουδετερώνουν τους κινδύνους που αντιμετωπίζουν: γενικά η κατάταξη των διαφόρων κατηγοριών εκδοτών των χρεογράφων σε έναν (αναγκαστικά) περιορισμένο αριθμό κατηγοριών έχει το πλεονέκτημα της απλότητας και της ευκολίας στην επιτέλεση της εποπτείας.

Από την άλλη πλευρά όμως, δημιουργεί ένα σημαντικό πρόβλημα. Μέσα στις γενικές κατηγορίες στις οποίες έχουν καταταγεί οι εκδότες, είναι προφανώς δυνατόν να υπάρξει παραπέρα διαβάθμιση (ανάλογα με τον βαθμό κινδύνου που παρουσιάζουν). Εκείνα τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, τα οποία ενδιαφέρονται κυρίως για την αύξηση της κερδοφορίας τους, είναι φυσικό να εντοπίζουν τη δραστηριότητα τους στα χρεόγραφα των εκδοτών με την κατώτερη διαβάθμιση από την άποψη του βαθμού κινδύνου, δηλαδή τον μεγαλύτερο βαθμό επικινδυνότητας. Λόγω του μεγαλύτερου βαθμού κινδύνου, τα συγκεκριμένα χρεόγραφα έχουν υψηλότερη απόδοση, αλλά επειδή δεν εντάσσονται σε κάποια διαφορετική κατηγορία από την Οδηγία, το επίπεδο της κεφαλαιακής επάρκειας το οποίο απαιτείται να διαθέτουν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα μένει ανεπηρέαστο.

Ο κίνδυνος που αντιμετωπίζουν τα πιστωτικά ιδρύματα σε σχέση με το χαρτοφυλάκιο των δανείων τους (τα τραπεζικά δάνεια που έχουν χορηγήσει) είναι ο πιστωτικός κίνδυνος. Ο κίνδυνος αυτός αναλύεται σε γενικό (αυτόν που αφορά γενικό (αυτόν που αφορά γενικά όλα τα δάνεια) και σε ειδικό (αυτόν που αφορά έναν συγκεκριμένο πελάτη). Οι αντίστοιχες Οδηγίες που θεσπίστηκαν για την αντιμετώπιση αυτών των κινδύνων είναι η Οδηγία για τον συντελεστή φερεγγυότητας και η Οδηγία για τα μεγάλα χρηματοδοτικά ανοίγματα.

Ο κίνδυνος που αντιμετωπίζουν τα πιστωτικά ιδρύματα και οι επενδυτικές επιχειρήσεις σε σχέση με το χαρτοφυλάκιο των

χρεωγράφων τους (των μετοχών και των τιτλών σταθερής αποδοσης που έχουν αγοράσει) είναι ο κίνδυνος αγοράς και αντιμετωίζεται, όπως αναφέραμε ήδη.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΕΜΠΤΟ

Η ΥΠΟΘΕΣΗ ΤΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ ΑΓΟΡΩΝ.

5.1 Αποτελεσματικές αγορές.

Ο βασικός κανόνας της αποτελεσματικότητας της αγοράς είναι ότι καμία αγορά ή πώληση κεφαλαιακών στοιχείων, στις επικρατούσες τιμές, δε δημιουργεί θετική καθαρή παρούσα αξία. Η αποτελεσματικότητα της αγοράς διακρίνεται στην αποτελεσματικότητα κατανομής, την αποτελεσματικότητα τιμών, στη λειτουργική αποτελεσματικότητα και στην πληροφοριακή αποτελεσματικότητα. Είναι οι τέσσερις βασικές μορφές αποτελεσματικότητας που πρέπει να ισχύουν και θεωρούνται σαν ιδανικές συνθήκες των αποτελεσματικότητας των αγορών :

- Ø Την **αποτελεσματικότητα της κατανομής** (allocative efficiency), η οποία αναφέρεται στον τρόπο που κατανέμονται οι χρηματοπιστωτικοί πόροι μεταξύ ανταγωνιστικών αποδεκτών. Η αγορά θα πρέπει να κατευθύνει τους πόρους αυτούς με τέτοιο τρόπο ώστε να επιτυγχάνεται η μέγιστη παραγωγικότητά τους.
- Ø Τη **λειτουργική αποτελεσματικότητα** (operational efficiency), που αφορά στο κατά πόσον μια αγορά πετυχαίνει τον σκοπό της. Σκοπός της αποτελεί η δυνατότητα να διεκπεραιώνει τις συναλλαγές της με το μικρότερο δυνατό συναλλακτικό κόστος με άλλα λόγια να δώσει τις κατάλληλες τιμές ώστε μέσω του μηχανισμού των τιμών να διοχετεύονται τα κεφάλαια στον κατάλληλο χρήστη. Όμως η λειτουργική αποτελεσματικότητα δεν περιλαμβάνει τον στόχο αλλά στέκεται στην αγορά και στον τρόπο λειτουργίας της και σχετίζεται στενά με την ελαχιστοποίηση δύο πραγμάτων που είναι :
- Ø Η ελαχιστοποίηση του κόστους.
- Ø Η ελαχιστοποίηση του χρόνου διεκπεραίωσης των συναλλαγών από την στιγμή που θα εκφραστεί η προσφορά ή η ζήτηση σε μια χρηματοοικονομική απαίτηση. Όσο πιο σύντομο είναι το χρονικό διάστημα τόσο πιο υψηλή απόδοση που συνεπάγει.
- Ø Την **πληροφοριακή αποτελεσματικότητα** (informational efficiency), η οποία αποτελεί το στοιχείο της αποτελεσματικότητας με το οποίο ασχολούμαστε διεξοδικά. Σύμφωνα με αυτήν, οι τιμές στην αγορά αντικατοπτρίζουν «στιγμιαία και στο σύνολο

όλη τη σχετική διαθέσιμη πληροφόρηση». Το κύριο ζήτημα είναι να παρατηρήσουμε την κεφαλαιαγορά σαν μια αποτελεσματική κατανομή πόρων. Το σημαντικότερο συστατικό για να είναι μια αγορά αποτελεσματική η ανταλλαγή τέλειων πληροφοριών μεταξύ όλων των επενδυτών. Δηλαδή, οι πληροφορίες που αφορούν μια επιχείρηση θα πρέπει να είναι πλήρως διαθέσιμες σε όλους τους επενδυτές και να απεικονίζονται στις τιμές των μετοχών.

Ø **Την αποτελεσματικότητα τιμών (pricing efficiency)**, όπου ο επενδυτής αναμένει από μια επένδυση απόδοση που θα περιλαμβάνει μόνο την αποζημίωση για τον κίνδυνο από τις μεταβολές της τιμής. Ειδικότερα η αποτελεσματικότητα απόδοσης τιμών επικεντρώνεται άμεσα στον στόχο. Η αποτελεσματικότητα των χρηματοοικονομικών αγορών εκφράζεται κατά βάση με το κατά πόσο πληροφοριακό υλικό είναι διαθέσιμο ή μπορεί να περιέλθει με σχετικά μικρό κόστος σε όλους αδιακρίτως τους επενδυτές, που ενδιαφέρονται, και το κατά πόσο οι εξακριβωμένες πληροφορίες έχουν αποτυπωθεί στις τιμές των τίτλων που συναλλάσσονται. Διότι εφόσον υπάρχει σχετικά μεγάλος αριθμός πωλητών και αγοραστών και μη σύμπραξη μεταξύ τους, σχετικά χαμηλό κόστος της πληροφορίας και των ανταλλαγών και ειδικοί διαπραγματευτές (dealers), είναι δυνατόν να διαμορφώνονται τιμές, που μπορούν να χαρακτηριστούν ως αληθείς τιμές (true prices), με την έννοια ότι έχουν στηριχτεί σε όλο το διαθέσιμο πληροφοριακό υλικό κατά τη στιγμή που συνάπτονται οι συμφωνίες των συναλλαγών.

5.2 Προϋποθέσεις που οδηγούν στην αποτελεσματικότητα της αγοράς.

Οι κανόνες και οι προϋποθέσεις με τους οποίους πρέπει να συμβάλλουν μια αποτελεσματική αγορά έχουν απασχολήσει πάρα πολλούς οικονομολόγους αλλά θα μπορούσαμε να αναφέρουμε συνοπτικά μερικά από αυτά:

- Ø Πρέπει να συμμετέχουν πολλοί επενδυτές στόχος των οποίων πρέπει να είναι η μεγιστοποίηση της αξίας του χαρτοφυλακίου τους.
- Ø Να μην υπάρχουν διακρίσεις στην πληροφόρηση καθώς επίσης, η πληροφόρηση που διαχέεται να διακρίνεται από εγκυρότητα και αξιοπιστία.

- Ø Πρέπει να υπάρχει ένας σημαντικός αριθμός ειδημόνων, εμπειρογνομόνων με πλήρη πληροφόρηση ως προς τις προοπτικές. Ρόλος αυτών να φιλτράρουν τις πληροφορίες και να συμβάλλουν στην σωστότερη και αποδοτικότερη λειτουργία τύπου συστήματος χρηματοπιστωτικών αγορών.
- Ø Να υπάρχει διαφάνεια στις συναλλαγές.
- Ø Ν' ασκείται εποπτεία στους κανόνες και στην εφαρμογή τους και έτσι ν' αποφεύγονται οι αυθαιρεσίες.
- Ø Να γίνεται εφαρμογή της ελαχιστοποίησης του κόστους των συναλλαγών γιατί στην οικονομία είναι γνωστό ότι δεν υπάρχουν περιθώρια για σπατάλες. Να επιδιώκεται επίσπευση των διαδικασιών και να υπάρχει αποτελεσματικότητα τιμών.

5.3 Διακρίσεις της αποτελεσματικής αγοράς και οι συνέπειές της.

Σύμφωνα με την έννοια της αποτελεσματικής αγοράς το κύριο χαρακτηριστικό της του βαθμού αποτελεσματικότητας των χρηματοπιστωτικών αγορών είναι η πληροφορία, δηλαδή η ισότητα στην πληροφόρηση και την ενημέρωση. Υποθέτει δηλαδή ότι οι υπόλοιποι παράγοντες της τέλει ανταγωνιστικής αγοράς (μεγάλος αριθμός συναλλασσομένων, ομοιογένεια προϊόντος και ισότητα όρων των συναλλαγών) για να επικρατήσουν πρέπει να υπάρχουν σε ένα ελάχιστο βαθμό. Η κινητήρια δύναμη όλων των υπόλοιπων παραγόντων και των χρηματοπιστωτικών αγορών θεωρείται η πληροφορία. Αν φερ'ειπείν υπάρχει διαφοροποίηση των επιτοκίων δανεισμού, εφόσον οι δανειζόμενοι έχουν πλήρη γνώση των δυνατοτήτων εξεύρεσης χρηματοδοτικών πόρων με μικρότερο επιτόκιο (κόστος χρήματος) θα προσφύγουν στο χρηματοπιστωτικό φορέα που το προσφέρει, σε τρόπον ώστε να εξαλειφθεί η διαφοροποίηση των πιστωτικών επιτοκίων.

Η έννοια της αποτελεσματικής αγοράς έχει ευρεία χρήση ως βάση ανάλυσης και αξιολόγησης κάθε χρηματοπιστωτικής αγοράς. Με τι ίδιο κριτήριο υποτίθεται ότι κάθε μια χρηματοπιστωτική αγορά επικοινωνεί με τις υπόλοιπες χρηματοπιστωτικές αγορές, μέσω των τιμών και των επιτοκίων ως αμοιβής των επενδυτών και επιβάρυνσης των δανειζόμενων. Έτσι, με επαρκή γνώση των συνθηκών, σε όρους αμοιβών και επιβαρύνσεων, οι επενδυτές (δανειστές) στρέφονται στις αγορές που προσφέρουν υψηλότερες

αμοιβές και δίνουν μεγαλύτερες αποδόσεις των επενδύσεων και οι χρηματοδοτούμενοι (δανειζόμενοι) στρέφονται σε δανειακές πηγές που παρέχουν χορηγήσεις με χαμηλότερο επιτόκιο.

Σε μια αποτελεσματική αγορά, οι τιμές και οι αποδόσεις των περιουσιακών στοιχείων δεν είναι δυνατόν να παρεκκλίνουν για σημαντικό χρονικό διάστημα από την οικονομική αξία που εκτιμάται για αυτές από τους επενδυτές. Σε γενικότερο περισκόπιο, οι οικονομικές αξίες των τίτλων που ανταλλάσσονται, καθορίζονται από τις οικονομικές αξίες που δίνουν σ' αυτούς οι επενδυτές, με βάση τις προοπτικές που διαμορφώνουν για τις αποδόσεις κι τους κινδύνους που τις συνοδεύουν. Αν σημειωθεί παρέκκλιση της τιμής ενός περιουσιακού στοιχείου από την εκτιμούμενη οικονομική του αξία, θα κινηθούν οι επενδυτές για κάρπωση της διαφοράς σε τρόπον ώστε να γεφυρωθεί το κενό που ανέκυψε μεταξύ των δύο τιμών. Καθώς εισρέει νέα πληροφορία, που είναι αρκετή για να υπάρξει επαναθεώρηση της οικονομικής αξίας ενός τίτλου, σημειώνεται αναπροσαρμογή της επιλογής των επενδυτών και της τιμής του στη νέα πληροφορία και μάλιστα γρήγορα και κατά κανόνα σωστά.

Μια αγορά δεν είναι αναγκαίο να είναι πλήρως αποτελεσματική, με την τεχνική έννοια του όρου. Το κριτήριο που χρησιμοποιείται είναι κατά πόσο μια αγορά είναι οικονομικά αποτελεσματική (economically efficient). Δηλαδή ο επενδυτής μετά από την λήψη και την αξιολόγηση της πληροφορίας για αλλαγή των συνθηκών και αφαίρεση των επιβαρύνσεων (όπως του συναλλακτικού κόστους, της φορολογίας, κτλ.) μπορεί να προβεί σε βελτίωση της οικονομικής του θέσης με μια απλή ανταλλαγή (αγοραπωλησία).

Εύλογο είναι ότι η υπόθεση της Αποτελεσματικής Αγοράς (Efficient Market), έχει σημαντικές επιπτώσεις για τους επενδυτές και για την χρηματοδότηση. Οι επενδυτές που ακολουθούν την υπόθεση αυτή, μπορούν να εφαρμόσουν διάφορες επενδυτικές στρατηγικές, ανάλογα με τον βαθμό που πιστεύουν ότι είναι σε θέση να βρουν υποτιμημένες τιμές ή και να πετύχουν ελαχιστοποίηση του συναλλακτικού κόστους και της φορολογίας και του χρόνου που χρειάζονται για την ανάλυση και την αξιοποίηση των νέων πληροφοριών.

Στα τέλη της δεκαετίας του 70 ο Fama έδωσε το παρακάτω διαχωρισμό ανάλογα με την μορφή της αποτελεσματικότητας της αγοράς. Ουσιαστικά έδωσε τον ορισμό της αποτελεσματικής αγοράς. Σε μια αποτελεσματική αγορά ένα σύνολο πληροφοριών αντικατοπτρίζεται με πιο σαφή τρόπο στις τιμές των προϊόντων.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1.1 ΜΟΡΦΕΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΑΓΟΡΩΝ

Μορφή αποτελεσματικής αγοράς	Σύνολο Πληροφοριών αντικατοπτριζόμενη στις τιμές.	Έλεγχος
Ασθενής μορφή. (weak form)	Παρελθούσες τιμές	Έλεγχος προβλεπτικής ικανότητας των αποδόσεων των τιμών.
Ημι - ισχυρή μορφή. (semi strong form)	Κάθε διαθέσιμη δημόσια πληροφόρηση.	Έλεγχος επίδραση γεγονότων και ειδήσεων
Ισχυρή μορφή (strong form)	Κάθε πληροφορία δημόσια και ιδιωτική.	Έλεγχος ιδιωτικής πληροφόρησης.

Πηγή : Κ. ΣΥΡΙΟΠΟΥΛΟΣ, «ΔΙΕΘΝΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΕΣ» ΤΟΜΟΣ 1

1^η Η αγορά ασθενούς μορφής αποτελεσματικότητας όπου σημαίνει έλλειψη δυνατότητας προβλέψεων για διαμόρφωση μελλοντικών τιμών, από τις ήδη πραγματοποιηθείσες ιστορικές τιμές όπου δεν μπορούν να μας παρέχουν σημαντικές πληροφορίες για προβλέψεις, αφού οι μελλοντικές τιμές είναι ανεξάρτητες από τις ιστορικές. Συνεπώς το γεγονός αυτό αποκλείει κάθε δυνατότητα πραγματοποίησης υπερκερδών.

2^η Η ημι-ισχυρή μορφή αγοράς θεωρείται ότι είναι αποτελεσματική στην ημι-ισχυρή της μορφή. Διαμορφώνεται από όλες τις δημοσιευμένες πληροφορίες που σχετίζονται έμμεσα ή άμεσα απ' τα χρεόγραφα και οι οποίες είναι δυνατό να διεξαχθούν από τα στοιχεία που είναι διαθέσιμα για την εταιρία. Είναι βέβαιο όμως ότι η μελέτη και η ανάλυση των διαθέσιμων πληροφοριών δεν πρόκειται να αποφέρουν υπερκέρδη.

3^η Στην της ισχυρής μορφής αποτελεσματικότητας οι τιμές των με τυχών αντανακλούν όχι μόνο τις διαθέσιμες πληροφορίες αλλά το πλήρες σύνολο πληροφοριών Δημοσίων = Δημοσιευμένων και Ιδιωτικών = Μη Δημοσιευμένων. Επιπλέον, ν' αναφερθεί ότι η συγκεκριμένη μορφή αποτελεσματικότητας αναφέρεται σ' ολόκληρο

το χρηματοπιστωτικό σύστημα και συγκεκριμένα ως προς τον τρόπο διοχέτευσης πληροφοριών στην αγορά, γι' αυτό δεν πρέπει να αναφερόμαστε ποτέ μεμονωμένα στην αποτελεσματικότητα της αγοράς αξιόγραφων.

5.4 Η Σημασία των χρηματοπιστωτικών αγορών.

Οι χρηματοπιστωτικές αγορές βοηθούν σημαντικά στην ανάπτυξη της οικονομίας και αυτό γιατί οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί μπορούν να δανείζονται βραχυπρόθεσμα και να δανείζουν μακροπρόθεσμα. Αυτό αποτελεί ένα σημαντικό όφελος για τους δανειστές και τους δανειζόμενους.

Με το τρόπο αυτό οι δανειστές ωφελούνται γιατί μπορούν να ρευστοποιήσουν όποτε θέλουν τα κεφάλαια που έχουν δανείσει στους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς, και οι δανειζόμενοι γιατί έχουν μεγαλύτερο χρονικό διάστημα στην διάθεση τους για να αποπληρώσουν το δάνειο. Η ανάπτυξη του χρηματοπιστωτικού συστήματος είναι ένας σημαντικός όρος για την κατάλληλη διοχέτευση των χρηματικών των πλεονασμάτων των οικονομικών μονάδων. Όσο περισσότερες αναπτυγμένες είναι οι χρηματοπιστωτικές αγορές και γενικά το χρηματοπιστωτικό σύστημα, τόσο ευκολότερα μπορούν να συγκεντρωθούν τα κεφάλαια από τις οικονομικές μονάδες έχουν πλεόνασμα και να διοχετεύσουν βάση της αρχής της μεγαλύτερης απόδοσης στα άτομα που έχουν έλλειμμα ή που τα χρειάζονται για επενδύσεις.

Η αναπτύξει της κεφαλαιαγοράς και των χρηματοπιστωτικών τίτλων και η αναπτύξει των τραπεζών των πιστωτικών οργανισμών εγγυάται ότι η αποταμίευση θα μετατραπεί σε επένδυση που αποφέρει το μέγιστο δυνατό κέρδος. Συνεπώς, η ομαλή λειτουργία των χρηματοπιστωτικών αγορών και οργανισμών συμβάλει σημαντικά στην ομαλή οικονομική ανάπτυξη μια χώρας.

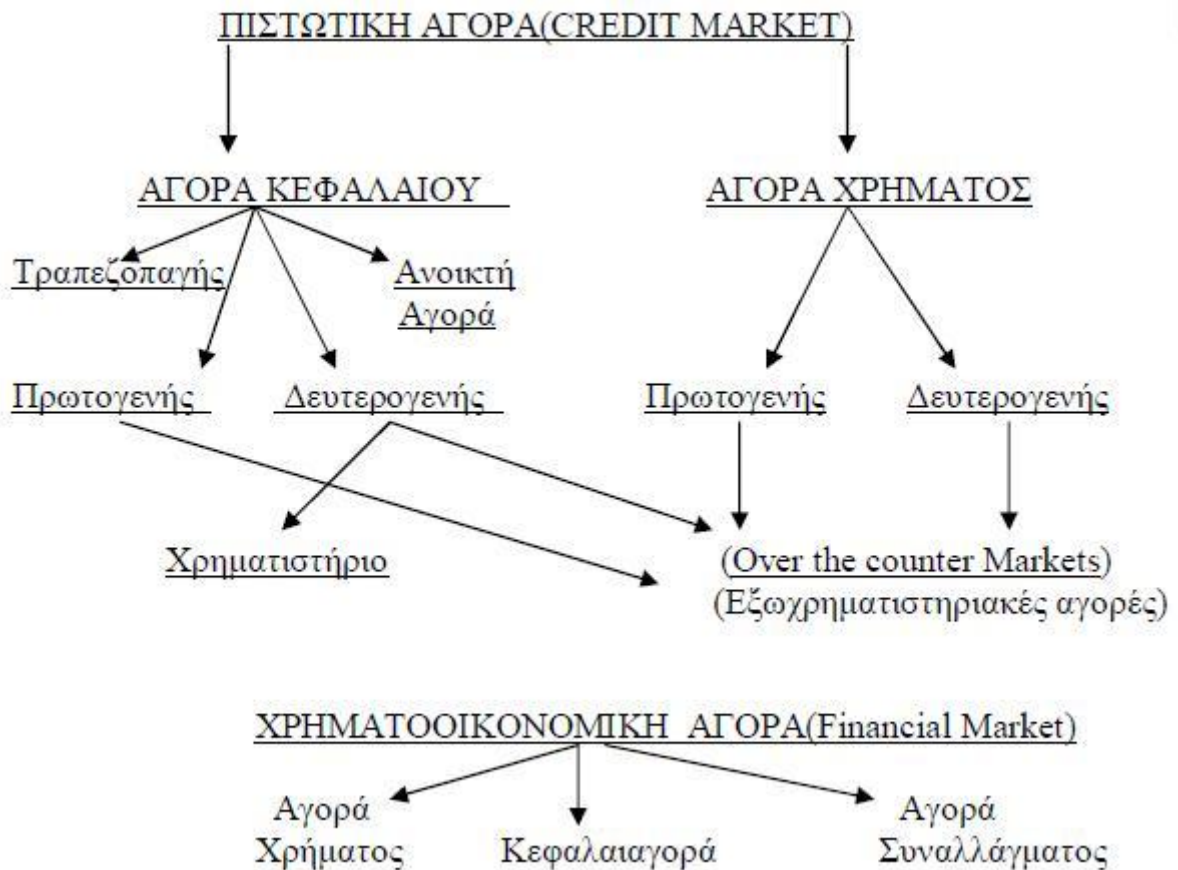
5.5 Οι κατηγοριοποιήσεις των χρηματοπιστωτικών αγορών.

Σε μια οικονομία που στα πλαίσια της σύγχρονης τάσης για υπερεξειδίκευση των χρηματοοικονομικών αγορών και πολλαπλασιασμό των διαθέσιμων μορφών και όρων επενδύσεων, ενδιαφέρον έχει για τους επενδυτές να κατανοήσουν τη διαφοροποίηση των επιμέρους επενδυτικών αγορών και των ειδικών συνθηκών, όρων, διαδικασιών, επιβαρύνσεων, ειδικών ωφελειών, κτλ. Διότι, με βάση τους παράγοντες αυτούς, οι επενδυτές θα είναι σε θέση να προβαίνουν σε συνεχή επαναξιολόγηση και

αναπροσαρμογές, σε τρόπο ώστε να επιτυγχάνουν την καλύτερη δυνατή επιλογή του χαρτοφυλακίου τους διαχρονικά. Σημειωτέων ότι λόγω της υψηλής αλληλεξάρτησης που χαρακτηρίζει τις αγορές αυτές, η διάκριση και αξιολόγηση των επί μέρους χαρακτηριστικών τους και η διατύπωση έγκυρων προβλέψεων είναι κατά κανόνα δυσχερής. Για το λόγο αυτό οι επενδυτές που επιθυμούν βοήθεια, προτρέχουν σε ειδικούς συμβούλους επενδύσεων ή επιλέγουν εξειδικευμένους χρηματοοικονομικούς φορείς στους οποίους αναθέτουν τη διαχείριση του χαρτοφυλακίου των επενδύσεων τους, ανάλογα με τους στόχους που έχουν επιλέξει (π.χ ελαχιστοποίηση του κινδύνου, μεγιστοποίηση της απόδοσης, απολαβή ενός σταθερού εισοδήματος για ορισμένη ή αόριστη χρονική διάρκεια στο μέλλον.

Σε πρώτη προσέγγιση, ο όρος «χρηματοοικονομική αγορά» (financial market) αντιστοιχεί στον όρο «χρηματοοικονομικό σύστημα» (financial system), με την έννοια ότι είναι ο ευρύτερος δυνατός ορισμός και περιλαμβάνει την κεφαλαιαγορά (capital market), την αγορά χρήματος (money market) και την αγορά συναλλάγματος (foreign exchange market). Μια σχετικά στενότερη έννοια είναι η πιστωτική αγορά (credit market). Αυτή ορίζεται ότι περιλαμβάνει την κεφαλαιαγορά και την αγορά χρήματος και νοείται επίσης ως ενιαία αγορά.

ΣΧΗΜΑ 1.3 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΑΓΟΡΑ



Πηγή: Σημειώσεις Π. Ζαχούρης, 2008

Οι χρηματοοικονομικές Αγορές χωρίζονται κατά παράδοση και για λόγους παρουσίασης και κατανόησης όχι επειδή είναι σαφώς διαχωρισμένες σε δύο μεγάλες κατηγορίες(όπως φαίνεται και στο σχήμα)

Βασικό κριτήριο της συμβατικής διάκρισης είναι η χρονική διάρκεια σε βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες επενδύσεις και χρηματοδότηση. Με βάση το κριτήριο αυτό γίνεται ταξινόμηση σε αγορά χρήματος ή Χρηματαγορά (Money market) και σε αγορά κεφαλαίου ή Κεφαλαιαγορά (Capital market). Ειδικότερα η χρηματαγορά, καλύπτει τη δημιουργία και τη διαπραγμάτωση απαιτήσεων που είναι στενά υποκατάστατα του χρήματος. Στην χρηματαγορά εκδίδονται και συναλλάσσονται τίτλοι που έχουν βραχυπρόθεσμη διάρκεια (μέχρι ενός έτους), όπως είναι τα έντοκα γραμμάτια του δημοσίου, τα διαπραγματεύσιμα πιστοποιητικά κλπ αποδεικτικά καταθέσεων, κλπ. Οι τίτλοι της χρηματαγοράς είναι καταρχήν εύκολα ρευστοποιήσιμοι και χωρίς μεγάλες απώλειες

απόδοσης, ιδιαίτερα εφόσον υπάρχουν αναπτυγμένες δευτερογενείς αγορές.

Στην κεφαλαιαγορά γίνεται διαπραγμάτευση και ανταλλαγή μέσο-και μακρο-πρόθεσμων απαιτήσεων. Σ' αυτήν προσφεύγουν οι επιχειρήσεις και το δημόσιο, προκειμένου να αποκτήσουν κεφάλαια μακροπρόθεσμης διάρκειας. Η άντληση κεφαλαίων από την αγορά αυτή πραγματοποιείται μέσω της έκδοσης και διάθεσης στο επενδυτικό κοινό, μετοχών και ομολογιών των επιχειρήσεων και μακροπρόθεσμων κρατικών ομολογιών του δημοσίου ή με μακροπρόθεσμη τραπεζική δανειοδότηση. Κατά συνέπεια στην αγορά κεφαλαίου πωλούνται και αγοράζονται αξιόγραφα μακροχρόνιας διάρκειας. Η Χρηματαγορά και η Κεφαλαιαγορά απαρτίζονται από δυο επιμέρους κατηγορίες αγορών:

5.5.1 Πρωτογενής αγορά (Primary Markets).

Είναι η αγορά από την οποία πραγματοποιείται η μακροπρόθεσμη άντληση κεφαλαίων, με σκοπό οι χρηματικοί πόροι που συγκεντρώνονται να επενδυθούν σε παραγωγικά κεφάλαια. Με άλλα λόγια είναι η δημιουργία ενός μηχανισμού διευκόλυνσης της μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης επιχειρηματικών έργων παγίων επενδύσεων με παράλληλη ικανοποίηση της επιθυμίας των επενδυτών για υψηλές αποδόσεις και χαμηλό κίνδυνο των τοποθετήσεων τους. Ο βαθμός συνεπίτευξης των παραπάνω εξαρτάται από την δημιουργία ανταγωνιστικών συνθηκών και αποτελεί κριτήριο ανάπτυξης και αποτελεσματικότητας του θεσμού της κεφαλαιαγοράς. Αντλούνται κεφάλαια από τους εκδότες με πώληση μετοχών και ομολογιών και μέσης διάρκειας με πώληση ομολόγων. Οι κύριοι πρωταγωνιστές στην αγορά αυτή είναι οι εκδότριες εταιρίες (ιδιωτικές ή δημόσιες), οι ανάδοχοι και οι επενδυτές. Οι επενδυτές ή αγοραστές αξιόγραφων, αγοράζουν τις νέες αξίες από τους αντιπρόσωπους των εταιριών που τα έχουν εκδώσει. Οι αντιπρόσωποι συνήθως είναι οι ανάδοχοι, οι Τράπεζες και το χρηματιστήριο Αξιών. Τα χρήματα από την πώληση νέων αξιόγραφων εισπράττονται από τον εκδότη των αξιόγραφων.

Κύριες πηγές και μορφές (ροές) κεφαλαίων για μακροχρόνιες επενδύσεις, είναι οι παρακάτω:

- Ø Οι αποταμιεύσεις των νοικοκυριών
- Ø Οι αποταμιεύσεις των ασφαλιστικών εταιριών και των ασφαλιστικών ταμείων
- Ø Οι αποταμιεύσεις από τα αδιάθετα κέρδη των επιχειρήσεων
- Ø Οι αποταμιεύσεις του κράτους (όταν τα έσοδα είναι μεγαλύτερα από τα έξοδα).

Στην πρωτογενή κεφαλαιαγορά γίνεται έκδοση, διάθεση και πώληση νέων εκδόσεων τίτλων από τις επιχειρήσεις. Αυτό μπορεί να γίνει και μέσο ειδικών τραπεζών (Investment Bank) με κάποιο κέρδος (πωλούν δηλαδή τα αξιόγραφα σε υψηλότερη τιμή). Η πώληση αξιόγραφων μπορεί να γίνει μέσω:

- Ø Αναδοχής (underwriting), όπου ένας ανάδοχος (underwriter), αναλαμβάνει να οπισθογραφήσει τα αξιόγραφα.
- Ø Ιδιωτικών τοποθετήσεων (private placements) όπου ο εκδότης των αξιόγραφων τα πουλάει απευθείας στο κοινό(χωρίς μεσάζοντα)

Στη δευτερογενή κεφαλαιαγορά επαναπωλούνται και επαναγοράζονται τα αξιόγραφα. Κυριότερος φορέας της δευτερογενούς κεφαλαιαγοράς είναι το Χρηματιστήριο Αξιών (Stock Exchange) Το χρηματιστήριο αξιών αποτελεί εθελουσία ένωση προσώπων, που συγκεντρώνονταν συμβατικά σε συγκεκριμένο τόπο, με σκοπό την αγορά και πώληση χρηματιστηριακών τίτλων, κυρίως για λογαριασμό των επενδυτών. Το χρηματιστήριο έχει πολύ μεγάλη σημασία για την οικονομία, γιατί αυξάνει την ρευστότητα και αποδεσμεύει την μακροχρόνια δέσμευση, δηλαδή μεταβάλλει τη μακροχρόνια χρηματοδότηση σε βραχυχρόνια.(πώληση μετοχών) Εξωχρηματιστηριακές αγορές (over the counter markets) είναι αγορές όπου γίνονται συναλλαγές σε μετοχές εταιριών, που δεν είναι εισηγμένες στο κύριο χρηματιστήριο.

Στη δευτερογενή αγορά πέραν των αγοραπωλησιών κυκλοφορούντων ήδη τίτλων, γίνεται και διάθεση νέων εκδόσεων πολυετών ιδίως τίτλων με τη διαδικασία των δημοπρασιών. Με την διαδικασία αυτή επιτυγχάνεται άμεση επικοινωνία και κατευθείαν διαπραγμάτευση με τους επενδυτές και σφυγμομετρούνται οι συνθήκες της αγοράς, οι οποίες δεν είναι έκδηλες, ιδιαίτερα με συνθήκες χαμηλού επιπέδου ανάπτυξης.

Στην μετοχική και ομολογιακή αγορά χρησιμοποιείται απαραίτητως αντιπρόσωπος/μεσάζων, γνωστός ως ανάδοχος (underwriter), οποίος αναλαμβάνει και επιμελείται την έκδοση. Στις υποχρεώσεις του κυρίως περιλαμβάνονται:

- Ø Συμβουλές βασική του αρμοδιότητα είναι ο ορισμός των χαρακτηριστικών της έκδοσης(τιμή, διασπορά, χρόνος έκδοσης κ.λ.π),
- Ø Ανάλυση κινδύνου αγοράζει ολόκληρη την έκδοση ή μέρος αυτής,
- Ø Πώληση της έκδοσης(έναντι προμήθειας),
- Ø Σταθεροποίηση της τιμής στο χρηματιστήριο με εντολές που έχει κάνει γνωστές στη διοίκηση του χρηματιστηρίου

5.5.2 Δευτερογενής αγορά (Secondary Markets) και η χρηματιστηριακή αγορά.

Πρόκειται για την αγορά στην οποία διαπραγματεύονται τα χρεόγραφα(μετοχές, ομολογίες, κτλ) που δεν προσφέρονται στους επενδυτές για πρώτη φορά. Εκεί γίνεται η άμεση διαπραγμάτευση των τίτλων μετά την ολοκλήρωση διαδικασιών της Πρωτογενής Αγοράς. Δηλαδή στα χρηματιστηριακά πωλούνται και αγοράζονται αξίες οι οποίες αποκτήθηκαν στην προηγούμενη αγορά (κεφαλαιαγορά) είτε δημιουργήθηκαν σε άλλες αγορές. Ο βασικός σκοπός ύπαρξης της δευτερογενής αγοράς είναι η παροχή δυνατότητας στους κατόχους των διαπραγματευόμενων μετοχών, να πουλούν τους τίτλους τους σε επενδυτές που ενδιαφέρονται να το αγοράσουν σε μια συγκεκριμένη τιμή, η οποία καθορίζεται από τις επικρατούσες δυνάμεις ζήτησης και προσφοράς. Με άλλα λόγια δίνει στους επενδυτές πρόσθετες δυνατότητες για άμεση ρευστοποίηση των επενδύσεών τους, στην περίπτωση που ενσκήψουν απρόβλεπτα γεγονότα και ανακλύσουν έκτακτες ανάγκες, το «προληπτικό κίνητρο». Παρόμοια οι επενδυτές έχουν δυνατότητες επαναθεώρησης και αναπροσαρμογής του χαρτοφυλακίου το οποίο είχαν επιλέξει στο παρελθόν, αφότου διαπιστώσουν ότι έχει επέλθει ολική μεταβολή των συνθηκών των αγορών και το χαρτοφυλάκιο δεν ανταποκρίνεται πλέον στους στόχους που έχουν θέσει.

Η επένδυση μπορεί να ορισθεί ως μία δέσμευση κεφαλαίων για ένα χρονικό διάστημα, η οποία αναμένεται να δημιουργήσει πρόσθετα κεφάλαια στον επενδυτή. Επιπλέον, κάθε επένδυση απαιτεί την αποφυγή μιας βέβαιης κατανάλωσης στο παρόν για την αποκόμιση μιας αβέβαιης μελλοντικής ωφέλειας. Άρα, κάθε επένδυση περιλαμβάνει κίνδυνο σε κάποιο βαθμό. Κατά συνέπεια, οι επενδύσεις αναφέρονται στη διαχείριση του πλούτου των επενδυτών, ο οποίος αποτελείται από το τρέχον εισόδημά τους και τη παρούσα αξία όλων των μελλοντικών τους εισοδημάτων.

Η διαδικασία της επένδυσης σε αξιόγραφα μπορεί να διαιρεθεί σε δύο μέρη: την ανάλυση αξιογράφων και τη διαχείριση χαρτοφυλακίου. Η ανάλυση αξιογράφων ορίζεται ως η προσπάθεια να καθορισθεί εάν ένα αξιόγραφο έχει αποτιμηθεί σωστά από τους επενδυτές στην αγορά. Με άλλα λόγια, η ανάλυση αξιογράφων αναζητά υποτιμημένα αξιόγραφα. Η παραδοσιακή προσέγγιση της ανάλυσης αξιογράφων δίνει έμφαση στις προβλεπόμενες ταμειακές εισροές των αξιογράφων τις οποίες προεξοφλεί στο παρόν. Η οικονομική αυτή αξία των αξιογράφων συγκρίνεται στη συνέχεια με τις αξίες που έχουν τα αξιόγραφα στην αγορά. Η σύγχρονη προσέγγιση της ανάλυσης αξιογράφων δίνει έμφαση όχι μόνο στην εκτίμηση των αποδό-

σεων των αξιογράφων, αλλά και στο κίνδυνο τον οποίο περιέχουν τα αξιόγραφα αυτά.

Χαρτοφυλάκιο λέγεται ένας συνδυασμός διαφόρων περιουσιακών στοιχείων τα οποία κατέχει ένας επενδυτής. Το σύνολο αυτό των περιουσιακών στοιχείων μπορεί να περιλαμβάνει όλο το πλούτο του επενδυτή ή ένα μέρος του πλούτου του. Με άλλα λόγια, ένα χαρτοφυλάκιο μπορεί να περιλαμβάνει όλα τα περιουσιακά στοιχεία τα οποία κατέχει ένας επενδυτής ή μόνο ορισμένα απ' αυτά. Η διαχείριση χαρτοφυλακίου ορίζεται ως η διαδικασία συνδυασμού διαφόρων αξιογράφων σε ένα χαρτοφυλάκιο, το οποίο δημιουργείται ανάλογα με τις προτιμήσεις και τις ανάγκες του κάθε επενδυτή, η παρακολούθηση του χαρτοφυλακίου αυτού και η αποτίμηση της απόδοσής του. Η παραδοσιακή προσέγγιση στη διαχείριση χαρτοφυλακίου δίνει έμφαση στην επιλογή αξιογράφων που ανταποκρίνονται στις προτιμήσεις και τις ανάγκες του κάθε επενδυτή. Για παράδειγμα, ο σύμβουλος επενδύσεων ενός άγαμου επενδυτή νεαρής ηλικίας θα τον συμβούλευε να αγοράσει μετοχές νέων και δυναμικών εταιρειών που αναπτύσσονται γρήγορα. Αντίθετα, ο σύμβουλος επενδύσεων ενός χήρου συνταξιούχου επενδυτή θα τον συμβούλευε να αγοράσει κρατικές ομολογίες και μετοχές μεγάλων, ανεγνωρισμένων και σταθερών εταιρειών (π.χ. μετοχές επιχειρήσεων κοινής ωφέλειας). Επιπλέον, η προσέγγιση αυτή είναι παρόμοια με τις δραστηριότητες ενός εσωτερικού διακοσμητή, καθώς συμβουλεύει τους επενδυτές να περιλαμβάνουν στο χαρτοφυλάκιο τους λίγο απ' όλα τα διαθέσιμα αξιόγραφα. Η σύγχρονη προσέγγιση στη διαχείριση χαρτοφυλακίου βασίζεται στις εκτιμήσεις της απόδοσης και του κινδύνου του χαρτοφυλακίου και στις προτιμήσεις του επενδυτή μεταξύ απόδοσης και κινδύνου. Η προσέγγιση αυτή λαμβάνει υπόψη της ότι ο κίνδυνος ενός χαρτοφυλακίου μπορεί να διαφέρει από το άθροισμα των κινδύνων των μεμονωμένων αξιογράφων που αποτελούν το χαρτοφυλάκιο.

Ένα **φερέγγυο** χαρτοφυλάκιο αποτελείται αποκλειστικά από μετοχές εταιρειών που παρουσιάζουν υψηλή φερεγγυότητα. Η φερεγγυότητα μιας εταιρείας μπορεί να θεωρηθεί ότι είναι ένας σύνθετος παράγοντας, ο οποίος απορρέει από την συνιστάμενη δράση άλλων παραγόντων, οι όποιοι αποτελούν τις συνιστώσες της. Οι τρεις κυριότερες συνιστώσες, των όποιων η συνιστάμενη πιστεύουμε ότι αναδύει την φερεγγυότητα κάθε εισηγημένης εταιρείας στο χρηματιστήριο είναι

- Ø Η οικονομική ισχύ.
- Ø Η πολιτική των κερδών.
- Ø Η ελκυστικότητα.

Συνδυάζοντας, λοιπόν τα κριτήρια μεγέθη και την χρηματιστηριακή αξία μιας εταιρείας δίνεται η δυνατότητα να διαπιστωθεί σε μεγάλο βαθμό η οικονομική ισχύεις της εταιρείας στα πλαίσια της χρηματιστηριακής αγοράς. Δηλαδή την επιρροή που ασκεί η εταιρεία στην διαμόρφωση στόχων που συχνά δεν βρίσκονται σε αρμονία με τους στόχους του κοινού συμφέροντος. Ο παράγοντας αυτός αποτελεί κατά την γνώμη μας, την σημαντικότερη από τις τρεις συνιστώσες που συνθέτουν την φερεγγυότητα κάθε εταιρείας.

Ο συντελεστής της κεφαλαιοποίησης πληροφορεί για το χρονικό διάστημα μέσα στο οποίο γίνεται η απόσβεση του επενδύομένου κεφαλαίου ενώ συνδυάζοντας τον με τον δείκτη βελτιώσεις της λογιστικής αξίας της μετοχής δίνεται μια πρώτη τάξη ένδειξη της πολιτικής των κερδών που εφαρμόζει η εταιρεία. Ο παράγοντας αυτός αποτελεί την δεύτερη σημαντικότερη συνιστώσα.

Τέλος η εμπορευσιμότητα της μετοχής προσδιορίζει το πόσο ελκυστική είναι για τους επενδυτές η εταιρεία που την εξέδωσε, αποτελώντας την τρίτη σε σημαντικότητα συνιστώσα.

Η ύπαρξη και η αποτελεσματική λειτουργία μιας δευτερογενούς αγοράς(ων) συνεπάγεται μείωση του κινδύνου των επενδυτών και μειωτική επίδραση στην ελάχιστη απαιτούμενη απόδοση της επένδυσης, μείωση του «κόστους του χρήματος» για τις επιχειρήσεις και θετική επίδραση στην ανταγωνιστικότητα των επιχειρήσεων και της οικονομίας. Οι αγοραπωλησίες των αξιών γίνονται μεταξύ των επενδυτών, μέσω των υπηρεσιών των εκπροσώπων των χρηματιστηριακών εταιριών.

Στη δευτερογενή αγορά οι συναλλαγές με αξιόγραφα δε δημιουργούν νέα, απλά τα υπάρχοντα αξιόγραφα αλλάζουν ιδιοκτήτες. Οι συναλλαγές δεν επηρεάζουν άμεσα την εταιρεία που τα έχει εκδώσει. Ο εκδότης δεν εισπράττει χρήματα. Τα χρήματα εισπράττονται από των πωλητή και καταβάλλονται από τον νέο αγοραστή.

Η εκδότρια εταιρία επηρεάζεται έμμεσα (αλλά σημαντικά), με την έννοια ότι οι μεταβολές στις τιμές των αξιογράφων στην δευτερογενή αγορά επηρεάζουν την αγοραία αξία (χρηματιστηριακά) της εταιρείας. Οι δυο αγορές αξιών, η πρωτογενής και δευτερογενής δεν είναι ανεξάρτητες η μια από την άλλη. Η υγιής λειτουργία της μιας συντελεί στην αποτελεσματικότητα της άλλης.

Τα Χρηματιστηριακά Αξίων παρέχουν το χώρο, ορίζουν τους κανόνες και εφαρμόζουν τους μηχανισμούς προστασίας των επενδυτών. Ειδικότερα σ' αυτά:

- Ø Ρευστοποιούνται εύκολα οι αξίες
- Ø Εξασφαλίζεται η ομαλή εκτέλεση των πράξεων και κάθε είδους συναλλαγής

- Ø Ορίζεται η δίκαιη τιμή, η οποία καθορίζεται από τις επικρατούσες δυνάμεις της αγοράς, προσφορά και ζήτηση.
- Ø Μεταφέρονται ή καλύπτονται κίνδυνοι χρηματοδότησης και συναλλαγών.
- Ø Βοηθείται έμμεσα η χρηματοδότηση εταιρειών .
- Ø Παρέχεται πληροφόρηση του επενδυτικού κοινού και υποβοηθείται η προστασία του.

ΜΕΡΟΣ ΔΕΥΤΕΡΟ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΤΑ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΑ ΜΕΣΑ.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΚΤΟ ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΣΕ ΜΙΑ ΑΝΟΙΚΤΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

6.1. Σύντομη ιστορία του διεθνούς νομισματικού συστήματος.

Η ιστορία του διεθνούς νομισματικού συστήματος ξεκινά ουσιαστικά από το 1821, μετά από το τέλος των Ναπολεόντειων Πολέμων. Από την χρονολογία αυτή μέχρι και τον Β Παγκόσμιο Πόλεμο, το διεθνές νομισματικό σύστημα βασιζόταν σε κάποια παραλλαγή του κανόνα του χρυσού. Μετά το Β Παγκόσμιο Πόλεμο και μέχρι το 1971, επικράτησε το σύστημα των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών που υιοθετήθηκε στο Bretton Wood, ενώ από το 1971 μέχρι σήμερα επικράτησαν διάφορες παραλλαγές του συστήματος των ελεύθερα κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών.

6.1.1 Σύστημα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Το σύστημα των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών. Με το σύστημα αυτό η συναλλαγματική ισοτιμία προσδιορίζεται από τις νομισματικές αρχές της χώρας. Έχουμε ουσιαστικά τρεις παραλλαγές του συστήματος αυτού.

6.1.2 Σύστημα του κανόνα του χρυσού.

Το σύστημα αυτό λειτούργησε από το 1870 έως τον πρώτο παγκόσμιο πόλεμο 1914. Σύμφωνα με το σύστημα αυτό, κάθε χώρα όριζε την ισοτιμία του νομίσματος της σε σχέση με τον χρυσό.

Τα νομίσματα είναι μετατρέψιμα σε χρυσό. Δηλαδή κάθε χώρα αγόραζε και πουλούσε ελεύθερα χρυσό στην καθορισμένη τιμή. Οι συναλλαγματικές ισοτιμίες είναι σταθερές και η ισορροπία του ισοζυγίου πληρωμών εξασφαλίζεται αυτόματα από την εισροή και εκροή χρυσού. Όταν μια χώρα παρουσιάζει έλλειμμα μειώνεται το απόθεμα χρυσού, η προσφορά χρήματος βασισμένη στο χρυσό μειώνεται, με συνέπεια την μείωση των τιμών. Αυτό όμως προκαλεί μια άνοδο των εξαγωγών, πλεόνασμα του εμπορικού ισοζυγίου και εισροή χρυσού. Πρόκειται βέβαια για ένα θεωρητικό αυτοματισμό που όμως λειτούργησε ικανοποιητικά μέχρι το 1914. Αυτό, λόγω της κυ-

ρίαρχης θέσης της στερλίνας που έπαιζε το ρόλο του εθνικού και διεθνούς νομίσματος.

6.1.3 Σύστημα του κανόνα ανταλλαγής χρυσού.

Μετά τον πρώτο παγκόσμιο πόλεμο η κυριαρχία της Μεγάλης Βρετανίας αμφισβητείται ενώ ταυτόχρονα γιγαντώνεται η οικονομική ισχύς των Ηνωμένων Πολιτειών. Κατά την διάρκεια του πολέμου η παραγωγή χρυσού δεν είχε αυξηθεί με τον ίδιο ρυθμό αύξησης των τιμών. Έτσι η επαναφορά στο σύστημα του κανόνα χρυσού εγκυμονούσε τους κινδύνους μιας παρατεταμένης ύφεσης. Τώρα, δίπλα στην στερλίνα, εμφανίζεται και το δολάριο των Η.Π.Α. που μπορεί πλέον και αυτό να παίξει το ρόλο του αποθεματικού νομίσματος.

Έτσι υιοθετείται το σύστημα του κανόνα ανταλλαγής χρυσού. Σύμφωνα με αυτό οι κεντρικές τράπεζες μπορούν να έχουν στα αποθέματά τους είτε χρυσό είτε στερλίνες είτε δολάρια. Τα δύο αυτά νομίσματα παίζουν τον ρόλο του αποθεματικού και η μετατρεψιμότητα σε χρυσό δεν είναι δυνατή, παρά μόνο εάν πρώτα περάσουμε σε ένα από αυτά τα δύο νομίσματα.

Το 1931 όμως η Μεγάλη Βρετανία, μη μπορώντας να θυσιάσει την εγχώρια ισορροπία της υπέρ της σταθερότητας της στερλίνας, εγκατέλειψε το σύστημα, με αποτέλεσμα το νόμισμά της να κυμανθεί ελεύθερα και να διολισθήσει. Αυτό ήταν και το τέλος του συστήματος. Χώρες που διατηρούσαν τα συναλλαγματικά τους αποθέματα σε στερλίνες φρόντισαν να απαλλαγούν από αυτές μετατρέποντάς τις σε χρυσό. Έτσι τα παθήματα χρυσού της Μεγάλης Βρετανίας μειώθηκαν δραματικά. Αποτέλεσμα ήταν η δημιουργία νομισματικών ζωνών, που άλλες ακολουθούσαν την στερλίνα και άλλες το δολάριο. Το 1934 το δολάριο υποτιμάται κατά 40% έναντι του χρυσού, με αποτέλεσμα μια ουγγιά χρυσού να είναι ίση με 35 δολάρια, ισοτιμία που θα έμενε αναλλοίωτη μέχρι το 1971.

6.1.4 Σύστημα του Bretton Woods.

Στις 4 Ιουλίου του 1944 στην μικρή πόλη Bretton-Woods των Η.Π.Α. συναντήθηκαν οι αντιπρόσωποι 44 κρατών για την δημιουργία μιας νέας νομισματικής τάξης στον κόσμο. Στο τραπέζι των διαπραγματεύσεων αιτήθηκαν δυο σχέδια. Το Βρετανικό του Σαΐτη Maynard Keynes και το Αμερικάνικο του Harry Dexter White, συμβούλου του υπουργού των Οικονομικών των Η.Π.Α.

Το βασικό χαρακτηριστικό του Βρετανικού σχεδίου ήταν η δημιουργία μιας Τράπεζας των κεντρικών τραπεζών, έχοντας το δέκατης νόμισμα το Bancor. Το Bancor θα ήταν αποθεματικό νόμισμα

και η ισοτιμία του θα οριζόταν σε σχέση με τον χρυσό. Το πλάνο όμως του Keynes απερρίφθη και εύκολα οι Αμερικάνοι επικράτησαν μιας Ευρώπης κατεστραμμένης από τον ΄Β Παγκόσμιο Πόλεμο. Έτσι λοιπόν καθιερώθηκε το σχέδιο White.

Από την συμφωνία λοιπόν του Bretton-Woods που υπεγράφη στις 20 Ιουλίου 1944 δημιουργήθηκε το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (Δ.Ν.Τ.) που σκοπό έχει να ενθαρρύνει την διεθνή νομισματική συνεργασία και το διανθές εμπόριο, να δημιουργήσει ένα σύστημα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών, να χορηγεί πιστώσεις σε κράτη με παροδικό έλλειμμα του ισοζυγίου πληρωμών τους κ.α. Η Σοβιετική Ένωση, τα Ανατολικά κράτη, η Λαϊκή Κίνα και η Ελβετία δεν εψήφισαν την συμφωνία του Bretton-Woods. Το κεφάλαιο του Δ.Ν.Τ. δημιουργήθηκε από το μερίδιο συνεισφοράς (quota) κάθε μέλους που όφειλε να συνεισφέρει σε αυτό.

Τα βασικά χαρακτηριστικά του συστήματος είναι τα εξής:

- Ø Κάθε κράτος-μέλος ορίζει την ισοτιμία του νομίσματος του εκφρασμένη είτε σε χρυσό είτε σε δολάρια. Εάν εκφράζεται σε χρυσό τότε λαμβάνεται υπόψη η σχέση δολαρίου-χρυσού την 1^η Ιουλίου 1944, δηλαδή 1 δολάριο = 888,671 α χρυσού. Το περιθώριο διακύμανσης μεταξύ δύο νομισμάτων δεν μπορεί να υπερβαίνει το $\pm 1\%$ γύρω από την δηλωμένη ισοτιμία. Οι κεντρικές τράπεζες οφείλουν να επεμβαίνουν στις αγορές συναλλάγματος για την διατήρηση της ισοτιμίας εντός των επιτρεπομένων όριο. Οι ισοτιμίες πρέπει να παραμένουν σταθερές, εν τούτοις σε περίπτωση θεμελιώδους προβλήματος του ισοζυγίου πληρωμών οι ισοτιμίες μπορούσαν να αλλάξουν με σύμφωνη γνώμη του Δ.Ν.Τ.
- Ø Κάθε κράτος-μέλος ήταν υποχρεωμένο να εγγυάται την μετατρεψιμότητα του νομίσματός του σε χρυσό και άλλα νομίσματα. Εάν δηλαδή η Ιαπωνία είχε συσσωρεύσει δραχμές, τις οποίες σε μια δεδομένη στιγμή τα πουλούσε στην Ελλάδα, η Τράπεζα της Ελλάδος ήταν υποχρεωμένη να αγοράσει τις δραχμές προσφέροντας γιεν ή χρυσό. Οι Η.Π.Α. από τον Δεκέμβριο του 1946 εγγυήθηκαν την μετατρεψιμότητα του δολαρίου σε χρυσό όχι όμως και σε άλλα νομίσματα. Αντίθετα τα κυριότερα ευρωπαϊκά νομίσματα έγιναν μετατρέψιμα σε χρυσό από το 1960 κι έπειτα. Αυτό μαζί με το γεγονός ότι στην πράξη οι συναλλαγματικές ισοτιμίες των νομισμάτων οριζοντίωσε δολάρια, δημιούργησε τις προϋποθέσεις για τον ηγεμονικό ρόλο του δολαρίου στο σύστημα αυτό.

6.2 Η λειτουργία του συστήματος και η κατάρρευσή του.

Μέχρι το τέλος της δεκαετίας του 1950 το σύστημα λειτούργησε ικανοποιητικά και αυτό λόγω της εμπιστοσύνης έναντι του δολαρίου. Αυτό ήταν το νόμισμα που ζητείτο από τις κεντρικές τράπεζες όλων των χωρών, εφόσον ήταν το διεθνές μέσο πληρωμών. Από το 1960 κι έπειτα η κατάσταση αλλάζει. Οι οικονομίες της Ευρώπης και της Ιαπωνίας ανακάμπτουν, ενώ τα κυριότερα ευρωπαϊκά νομίσματα γίνονται μετατρέψιμα, έτσι, μπορούν και αυτό να παίξουν, έστω και περιορισμένα, κάποιο ρόλο στις διεθνείς συναλλαγές. Οι κεντρικές τράπεζες αναζητούν όλο και λιγότερα δολάρια και μάλιστα σημαντικές ποσότητες αυτών τις εμφανίζουν στις Η.Π.Α. ζητώντας την μετατροπή τους σε χρυσό.

Στην ελεύθερη αγορά χρυσού του Λονδίνου, ιδιώτες, επιχειρήσεις και εμπορικές τράπεζες πουλούν δολάρια και αγοράζουν χρυσό. Η τιμή του χρυσού ανεβαίνει ξεπερνώντας πολύ την τιμή της 1 ουγκιάς χρυσού = 35 δελ.

Οι δέκα πλουσιότερες χώρες του κόσμου (ομάδα των 10) θεσμοθετούν αυτό που αποκαλείται “Σαϊτή α Γ’ορ” με στόχο την συγκράτηση της τιμής του χρυσού. Οι κεντρικές τράπεζες των χωρών αυτών πουλούσαν χρυσό έναντι δολαρίων, όσες φορές η τιμή του χρυσού ξεπερνούσε το όριο των 35 δολαρίων. Τον Μάρτιο του 1968 το σύστημα αυτό καταργήθηκε.

Το 1970 παρατηρείται αθρόα εισροή κεφαλαίων στην Ευρώπη και την Ιαπωνία που προήρχοντο από τις Η.Π.Α. Αυτό οφείλεται στα υψηλότερα επιτόκια των ευρωπαϊκών χρηματαγορών της Ευρώπης από εκείνα της αμερικανικής χρηματαγοράς. Τεράστιες ποσότητες δολαρίων συσσωρεύονται στις κεντρικές τράπεζες κυρίως της Γαλλίας και της Γερμανίας. Οι κερδοσκοποί πιστεύουν ότι τα κράτη αυτά δεν μπορούν να συσσωρεύσουν απεριόριστα δολάρια και αργά ή γρήγορα θα ανατιμούσαν τα νομίσματά τους έναντι του δολαρίου. Η ζήτηση λοιπόν μάρκου-φράγκου επιτείνεται.

Το δολάριο δεν θεωρείται πλέον «καλό» νόμισμα. Για να αποτραπεί το κατρακύλισμα της τιμής του δολαρίου, οι κεντρικές τράπεζες της Ευρώπης και κυρίως αυτή της Δ. Γερμανίας (η Bundesbank) αγοράζουν μεγάλες ποσότητες δολαρίων, τις οποίες στην συνέχεια τις μετατρέπουν σε χρυσό μέσω της Κεντρικής Τράπεζας των Η.Π.Α. (Ομοσπονδιακό Σύστημα Αποθεμάτων ή Federal Reserves System). Τα αποθέματα χρυσού στο θησαυροφυλάκιο (Fort-Knox) των Η.Π.Α. μειώνονται δραματικά. Ενώ στο τέλος του πολέμου ανήρχοντο σε 25 δισ. δολ., την άνοιξη του 1971 έπεσαν κάτω από τα 10 δισ. Το σύστημα του Bretton-Woods περνούσε μία μεγάλη κρίση.

Στις 15 Αυγούστου 1971 ο πρόεδρος των Η.Π.Α. R. Nixon καταργεί την μετατρεψιμότητα του δολαρίου σε χρυσό και επιβάλλει φόρο 10% σε όλα τα εισαγόμενα προϊόντα, με σκοπό να σταματήσει τη διαρροή χρυσού από το θησαυροφυλάκιο των Η.Π.Α. και να αυξήσει την ανταγωνιστικότητα της αμερικανικής οικονομίας. Στο βάθος όμως η απόφαση αυτή ωθούσε στην ελεύθερη διακύμανση των νομισμάτων: οι κεντρικές τράπεζες θα έχουν ένα επιπλέον λόγο να μη συσσωρεύουν δολάρια εφόσον είναι πλέον μη μετατρέψιμα σε χρυσό. Θα αφήνουν λοιπόν την τιμή του δολαρίου να κυμαίνεται ελεύθερα. Στην ουσία η κατάργηση της μετατρεψιμότητας του δολαρίου σε χρυσό οδηγεί στην κατάρρευση του συστήματος του Bretton-Woods.

Μια προσπάθεια για να περισωθεί το σύστημα ήταν με την Συμφωνία της ΟΟυάσιγκτον ή «Συμφωνία του Σμιθσόνιου Ινστιτούτου» της 18^{ης} Δεκεμβρίου 1971. Η συμφωνία αυτή προβλέπει:

- Ø Υποτίμηση του δολαρίου κατά 7,89%. Η νέα ισοτιμία γίνεται 1 ουγγιά χρυσού = 38 δολάρια.
- Ø Διεύρυνση του περιθωρίου διακύμανσης από 1% σε 2,25%.
- Ø Ανατίμηση των κυριοτέρων νομισμάτων έναντι του δολαρίου και του χρυσού.
- Ø Κατάργηση εκ μέρους των Η.Π.Α. του φόρου 10% που είχαν επιβάλει στις 15 Αυγούστου.

Το σύστημα όμως δεν ήταν δυνατό να περισωθεί. Η εμπιστοσύνη έναντι του δολαρίου είχε κλονισθεί ανεπανόρθωτα. Η Bundesbank συσσωρεύει τεράστιες ποσότητες δολαρίων για να συγκρατήσει την πτώση του. Στις 12 Φεβρουαρίου του 1973 οι Η.Π.Α. υποτιμούν εκ νέου το δολάριο κατά 10%. Η νέα πλέον ισοτιμία είναι 1 ουγγιά χρυσού = 42,22 δολάρια. Η κρίση όμως δεν σταματά. Στα μέσα του 1973 η τιμή του δολαρίου στην ελεύθερη αγορά φθάνει τα 125 δολάρια την ουγγιά! Η επίσημη τιμή των 42,22 δολαρίων είναι τελείως πλασματική. Η πετρελαϊκή κρίση του 1973 επιδεινώνει την κατάσταση. Η αλματώδης άνοδος των τιμών του πετρελαίου, είχε σαν αποτέλεσμα την εμφάνιση μεγάλων ελλειμμάτων στο εμπορικό ισοζύγιο των χωρών εισαγωγέων πετρελαίου. Τα κράτη αυτά αργά ή γρήγορα προέβαιναν σε διολίσθηση του νομίσματός τους.

Πρακτικά από τα μέσα του 1973 τα νομίσματα κυμαίνονται ελεηθεί στις αγορές συναλλάγματος. Το σύστημα του Bretton-Woods έχει τελειώσει οριστικά. Η συμφωνία της Τζαμάικας το 1976 ουσιαστικά επισημοποιεί το τέλος του Bretton-Woods. Από τότε μέχρι σήμερα ένα σύστημα κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών έ-

χει επικρατήσει στον κόσμο, η εμπειρία όμως του οποίου δεν είναι καθόλου ικανοποιητική.

Το σύστημα του Bretton-Woods ήταν μοιραίο να καταρρεύσει. Στην πραγματικότητα παρείχε ένα μεγάλο πλεονέκτημα στις Η.Π.Α.: οποιοδήποτε κράτος, όταν αντιμετώπιζε έλλειμμα στο ισοζύγιο πληρωμών του είναι υποχρεωμένο να λάβει μέτρα για την αποκατάσταση της ισορροπίας. Κατ' αρχήν το έλλειμμα θα έχει σαν συνέπεια την μείωση των αποθεμάτων σε χρυσό ή ξένα νομίσματα

Εάν το έλλειμμα επιμένει, η κυβέρνηση θα επιβάλλει δασμούς στις εισαγωγές, ή ποσοτικούς περιορισμούς, ή θα εφαρμόσει μια τέτοια δημοσιονομική και νομισματική πολιτική που θα αποσκοπεί στη μείωση των τιμών, ώστε τα εγχώρια προϊόντα να γίνουν πιο ανταγωνιστικά. Εάν τα μέτρα αυτά, δεν αποκαταστήσουν την ισορροπία, η κυβέρνηση θα ορίσει μια καινούργια ισοτιμία για το νόμισμά της. Αυτό λοιπόν που ισχύει για όλα τα κράτη δεν ισχύει για τις Η.Π.Α. Οι Η.Π.Α. μπορούσαν να λειτουργούν με μόνιμη έλλειψη στο ισοζύγιο πληρωμών τους. Εφόσον το δολάριο ήταν το νόμισμα με το οποίο γινόντουσαν οι διεθνείς συναλλαγές, η ποσότητα δολαρίων που εξέρχεται από τις Η.Π.Α. δεν επανεισέρχεται εξ ολοκλήρου σε αυτές. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα την αύξηση της ευημερίας του αμερικανικού λαού, εφόσον μπορούσε να καταναλώνει περισσότερο απ' ότι παρήγε.

Όσο λοιπόν το δολάριο ενέπνεε πλήρη εμπιστοσύνη, το σύστημα λειτουργούσε ικανοποιητικά και δεν άφηνε να φανούν οι εσωτερικές του αντιφάσεις. Από το 1945 έως το 1960, οι κεντρικές τράπεζες με απληστία συσσώρευαν δολάρια, εφόσον σε αυτό στηρίχθηκε η ανοικοδόμηση της κατεστραμμένης από τον πόλεμο Ευρώπης, εφόσον αυτό ήταν το διεθνές μέσο πληρωμών. Από την στιγμή όμως που και άλλα νομίσματα μπορούσαν να παίζουν τον ρόλο του διεθνούς χρήματος και από την στιγμή όπου οι κεντρικές τράπεζες εξεπλάγησαν από τις τεράστιες ποσότητες δολαρίων που κυκλοφορούσαν, τα προβλήματα άρχισαν να εμφανίζονται. Επιπλέον οι Η.Π.Α. έκαναν κατάχρηση του προνομίου που τους παρείχε το σύστημα, δημιουργώντας υπερβολικά ελλείμματα στο ισοζύγιο πληρωμών τους, που από το 1965 κι έπειτα δεν παύει να διογκείται. Αυτό οφείλεται κατά πολύ, εκτός των άλλων και στην ανεξέλεγκτη αύξηση των αμερικανικών άμεσων ιδιωτικών επενδύσεων στο εξωτερικό.

Η μεγάλη αύξηση λοιπόν της διεθνούς ρευστότητας με την υπερπληθώρα δολαρίων, μέσω του ελλείμματος του ισοζυγίου πληρωμών των Η.Π.Α., οδήγησε τις κεντρικές τράπεζες σε μετατροπή των δολαρίων σε χρυσό. Η εσωτερική λοιπόν αντίφαση του συστήματος, που από την μία πλευρά απαιτούσε τον ύπαρξη ελλείμματος στο ισοζύγιο πληρωμών των Η.Π.Α., ενώ από την άλλη πλευρά ήταν

ακριβώς το μεγάλο έλλειμμα των Η.Π.Α. που δημιούργησε την κρίση, οδήγησε στην κατάρρευση του συστήματος.

Τον Μάρτιο του 1968 στην ετήσια σύνοδο του Δ.Ν.Τ. στην Στοκχόλμη αποφασίσθηκε η δημιουργία ενός νέου αποθεματικού νομίσματος, τα «Ειδικά Τραβηχτικά Δικαιώματα» (Special Drawing Rights ή S.D.R.) με σκοπό να αποτελέσουν μια νέα πηγή διεθνούς ρευστότητας, εμποδίζοντας την αύξηση των δολαρίων. Τα S.D.R. δεν πέτυχαν τον σκοπό τους. Απλά προστέθηκαν στα επίσημα αποθέματα δολαρίων, χωρίς ούτε να υποκαταστήσουν αυτά, ούτε να εμποδίσουν την αύξησή τους.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΒΔΟΜΟ ΑΓΟΡΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ.

7.1 Ανάλυση της αγοράς κεφαλαίου.

Η αγορά κεφαλαίου ή κεφαλαιαγορά είναι η αγορά που λαμβάνει χώρα αγοραπωλησίες χρηματοπιστωτικών τίτλων που έχουν μεγάλη διάρκεια λήξης και φέρουν σχετικά υψηλό κίνδυνο αποπληρωμής (τίτλοι Ελληνικού Δημοσίου, τραπεζικά ομόλογα, ορολογίες, ομολογιακά δάνεια κλπ). Στην αγορά αυτή διαπραγματεύονται τίτλοι που χρησιμοποιούνται για επενδυτικούς σκοπούς και εξυπηρετούν ουσιαστικά τις ανάγκες σε μακροπρόθεσμα κεφάλαια των οικονομικών μονάδων που μετέχουν σε αυτή. Από την κεφαλαιαγορά οι οικονομικές μονάδες αντλούν κεφάλαια για την δημιουργία ή και την επέκταση κεφαλαιουχικού εξοπλισμού.

Τα κυριότερα χαρακτηριστικά των αξιόγραφων που διαπραγματεύονται στην κεφαλαιαγορά είναι τα εξής :

- Ø Έχουν μεγάλη χρονική διάρκεια λήξης ίσως και καθόλου.
- Ø Δεν ρευστοποιούνται εύκολα
- Ø Παρουσιάζουν υψηλό κίνδυνο.

Οι αγορές κεφαλαίου διακρίνονται σε αγορές μετοχικών τίτλων και στις αγορές δανειακών τίτλων ιδιωτών ή του δημοσίου. Όπως και η αγορά χρήματος έτσι και η αγορά κεφαλαίου χωρίζεται σε οργανωμένη (οργανωμένες τράπεζες και χρηματιστήρια) και στην ανοργάνωτη που περιλαμβάνει τις συναλλαγές που γίνονται μεταξύ ιδιωτών.

Η ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς συντελεί στην ανάπτυξη της οικονομίας με την χρηματοδοτική λειτουργία που αυτή συντελεί και αποτελεί κεντρικός παράγοντας για την διατηρήσιμη ανάπτυξη της οικονομίας. Όμως για να επιτελέσει τον αναπτυξιακό της ρόλο στον μέγιστο βαθμό η κεφαλαιαγορά, πρέπει εκείνοι που την χρησιμοποιούν ως μηχανισμό χρηματοδότησης να προσφέρουν ικανοποιητική ποσοτική και ποιοτική επιβράβευση στους χρηματοδότες επενδυτές, και εκείνοι με την σειρά τους να γνωρίζουν ότι η χρηματιστηριακή τους τοποθέτηση σημαίνει ανάληψη μιας μετοχικής σχέσης και αξιοποίηση εταιρικών δικαιωμάτων αλλά και πληροφοριών που παρέχονται.

Η μεταφορά των κεφαλαίων γίνεται:

- Ø Με απ ευθείας συμφωνία των συμβαλλόμενων
- Ø Άμεσα ή έμμεσα μέσω τραπεζών
- Ø Μέσω μεσιτών και dealers με πώληση χρεογράφων: Εντόκων Γραμματίων του Δημοσίου, Ομολόγων, Commercial papers, Repos, Swaps.

Στην αγορά αυτή αγοράζουν και πωλούν χρεόγραφα μόνο πιστωτικά ιδρύματα (τράπεζες και χρηματιστηριακές εταιρείες) Οι εμπορικές τράπεζες συμμετέχουν σαν αγοραστές από την πρωτογενή μέσω δημοπρασιών της τράπεζας της Ελλάδος, (μελλοντικά αυτό θα ισχύει για τις μεγάλες χρηματιστηριακές εταιρείες). Όσοι λοιπόν λειτουργούν σαν market makers είναι λογικό πως πρέπει να διαθέτουν μεγάλες ποσότητες από χρεόγραφα για να ικανοποιούν τους πελάτες τους. Σε οποιαδήποτε στιγμή κάνουν προσφορά για αγορά και πώληση κατονομαζόμενων χρεογράφων σε συγκεκριμένη και έκταση ύψους συναλλαγής. Οι τιμές που παρατίθενται είναι καθαρές, με την έννοια ότι περιλαμβάνουν προμήθεια και κέρδος του market maker.

Παρατίθενται λοιπόν καθημερινά από τους dealers δυο τιμές για κάθε είδος χρεογράφου (Δυαδικό Σύστημα Τιμών):

- Ø Η τιμή στην οποία αγοράζουν οι dealers (buy ή bid), και συνεπώς η τιμή στην οποία μπορούν να πουλήσουν οι κάτοχοι τα χρεόγραφα τους.
- Ø Η τιμή στην οποία πωλούν οι dealers (offer ή sale), και συνεπώς η τιμή στην οποία μπορούν να αγοράσουν αυτοί που επιθυμούν χρεόγραφα.

7.2 Η κατηγοριοποίηση της αγοράς κεφαλαίου.

Στην αγορά κεφαλαίου θα πρέπει να αναφερθεί η διάκριση των χρηματοοικονομικών απαιτήσεων ως προς την φύση και μορφή τους, σε δύο κατηγορίες:

- Ø Δανειακής μορφής απαίτηση : Αγορές μακροπρόθεσμων δανειακών τίτλων, συγκεκριμένα αναφέρεται σε αγορά ομολόγων. Βασικό χαρακτηριστικό είναι ο περιορισμένος βαθμός κινδύνου(πιστωτικός κίνδυνος) το χαρακτηριστικό αυτό συνεπάγεται από τις περιορισμένες απαιτήσεις για προσδοκώμενη ωφέλεια.
- Ø Συμμετοχικής μορφής απαίτηση: Ανήκει η Αγορά μετοχικών τίτλων. Χαρακτηρίζεται από την ουσιαστική συμμετοχή του στην χρηματοδότηση και γενικότερα στο εγχείρημα της επιχειρηματικής δραστηριότητας. Καθορίζει την συμμετοχή τόσο στα οφέλη όσο και στους κινδύνους.

7.2.1 Η αγορά ομολόγων και οι βασικοί παράγοντες που επηρεάζουν τα ομόλογα.

Είναι ανώνυμοι τίτλοι ομολογιακών δανείων που εκδίδονται από τις Τράπεζες. Γενικότερα μπορούν να αναφερθούν ως τιτλοποι-

ημένες απαιτήσεις του δανειστή από τον δανειζόμενο πάντα σε μακροπρόθεσμο επίπεδο.

Η συμμετοχή στην διαχείριση είναι περιορισμένη αυτό συνεπάγει και περιορισμένο βαθμό κινδύνου :

- Ø Πιστωτικός Κίνδυνος: Έχει να κάνει με την πιστωτική κατάσταση σε σχέση δανειστή-δανειζόμενου. Ο πιστωτικός κίνδυνος πηγάζει από την ικανότητα του δανειστή ν' ανταποκριθεί πλήρως στις υποχρεώσεις τις.
- Ø Επιτοκιακός Κίνδυνος: Δεν σχετίζεται με τον εκδότη αλλά με τον αποδέκτη. Ουσιαστικά είναι η σχέση με την απόδοση ή το κόστος που έχουμε σε περίπτωση που είμαστε δανειστές ή δανειζόμενοι αντίστοιχα. Ο επιτοκιακός κίνδυνος προέρχεται από τη μεταβολή των επιτοκίων.

7.2.2 Η διάκριση δανειακής χρηματοδότησης σύμφωνα με τον εκδότη.

Η δανειακή χρηματοδότηση συμφωνά με τον εκδότη διακρίνεται σε πέντε κατηγορίες οι οποίες είναι οι εξής:

- Ø Κρατικά ομόλογα (Government Bonds), τα οποία εκδίδονται από το κράτος με σκοπό την κατασκευή κοινωφελών έργων. Ο όγκος έκδοσης τους είναι υψηλός. Είναι εγγυημένα από το κράτος και αυτό συνεπάγει την υψηλή αναγνωσιμότητα τους και φερεγγυότητα καθώς και τον ιδιαίτερα χαμηλό βαθμό πιστωτικού κινδύνου αλλά και τις χαμηλές αποδόσεις.
- Ø Ομόλογα περιφερειακών αρχών ή δημοτικά (Municipal Bonds), τα οποία εκδίδονται από περιφέρειες, νομαρχίες, εφορίες, τοπικές αρχές όπως Δήμοι, Κοινότητες και γενικά όσες έχουν υψηλό βαθμό ελέγχου. Η έκδοση τους έχει κατά βάση ως στόχο την χρηματοδότηση αναγκών κατά το ήμισυ τα υπόλοιπα προέρχονται από το κράτος. Στην χώρα μας δεν χρησιμοποιούνται γιατί δεν υπάρχουν ισχυρές αυτοδύναμες αρχές με κοινωφελής δράση. Οι παραπάνω δύο κατηγορίες ονομάζονται ανοικτού τύπου εκδόσεις, διατυπώνονται μ' αυτόν τον τρόπο γιατί χαρακτηρίζονται από την ελευθερία στην εγγραφή και συμμετοχή. Η συμμετοχή επιτυγχάνεται μετά από την κατάθεση της αίτησης του ενδιαφερόμενου και την καταβολή του προβλεπόμενου χρηματικού ποσού. Οι ανοικτού τύπου εκδόσεις γίνονται από μεγάλες επιχειρήσεις οι οποίες απευθύνονται σε μεγάλο επενδυτικό κοινό δανειστών. Η έκδοση επιβαρύνεται με κάποια έξοδα (π.χ. δημοσίευσης), γι' αυτό δεν συμφέρει να περιορίζεται.

- Ø Επιχειρησιακά ομόλογα (Corporate Bonds), είναι τα ομόλογα των επιχειρήσεων ή εταιρικά Ομόλογα, προσφέρουν και αυτά συγκεκριμένες χρηματικές εισροές (τοκομερίδια) σε συγκεκριμένες χρονικές στιγμές στο μέλλον. Συνήθως, υπάρχουν περιορισμοί ως προς τις δραστηριότητες της εκδότριας εταιρίας με σκοπό την προστασία του επενδυτικού κοινού. Τα εταιρικά Ομόλογα είναι ένας τρόπος χρηματοδότησης των επιχειρήσεων πέρα από τον Τραπεζικό δανεισμό, την έκδοση νέων μετοχών και την παρακράτηση κερδών. Η έκδοση τους είναι κλειστού τύπου, εν αντιθέσει με τις πρώτες κατηγορίες, αυτό σημαίνει ότι προορίζονται για μια συγκεκριμένη ομάδα ιδιωτών/επιχειρήσεων μετά από προσύμφωνα. Ακόμη, η έκδοση κλειστού τύπου συνεπάγεται μικρό κόστος έκδοσης επειδή έχει χαμηλή εμπορευσιμότητα λόγω της περιορισμένης συμμετοχής. Το αρνητικό όμως που προέρχεται από αυτά τα χαρακτηριστικά τους, είναι το ενδεχόμενο που υπάρχει έτσι ώστε να μην αγοραστεί στην δίκαιη τιμή.
- Ø Στεγαστικά ομόλογα, είναι η δημιουργία ενώσεις ιδιοκτητών ακινήτων με σκοπό να χτίσουν ένα σπίτι με αποτέλεσμα να εκδώσουν μια ομολογία για να χρηματοδοτήσουν την κατασκευή του σπιτιού. Τα στεγαστικά ομόλογα μπορούν να είναι δυο μορφών.

Μπορεί να εκδίδονται από χρηματοοικονομικά ιδρύματα με σκοπό την μεταβίβαση του χρηματοπιστωτικού κινδύνου μεμονωμένων επενδυτών δεύτερη μορφή έκδοσης σπάνια ως καθόλου εμφανιζόμενη στην Ελλάδα, χρησιμοποιούμενη στο εξωτερικό αλλά σε περιορισμένο βαθμό. Ο τρόπος που λειτουργεί που λειτουργεί περιγράφεται ως εξής: Δημιουργούνται ενώσεις προσώπων και έτσι όλοι μαζί συγκεντρωμένοι λειτουργούν ως μια μονάδα και προβαίνουν συλλογικά στην αναζήτηση κεφαλαίων σε καλύτερους όρους. Όλοι μαζί δημιουργούν Ομολογιακό δάνειο με σκοπό την ανέγερση των κατοικιών τους, το έργο τους ενισχύεται από κατασκευαστικά συγκροτήματα. Η αποπληρωμή μοιράζεται αναλόγως το μερίδιο που έχει ο καθένας. Οι όροι αποπληρωμής συγκεκριμένοι και αυστηροί, υποχρεωτικά πρέπει να τηρούνται στο έπακρο. Ως αντίκρισμα σε περίπτωση μη δυνατότητας ανταπόκρισης στους τιθέμενους όρους αποτελεί το ίδιο το περιουσιακό στοιχείο.

7.2.3 Η διάκριση ομολόγων ανάλογα με κριτήριο της απόδοσης.

Τα ομόλογα ανάλογα με το κριτήριο της απόδοσης τους διακρίνονταν σε έξι κατηγορίες οι οποίες είναι οι εξής:

- Ø Ομόλογα σταθερού επιτοκίου (Fixed Rate) τα οποία καθορίζονται από την ημέρα έκδοσης των ομολόγων και το επιτόκιο αλλά

και τα τοκομερίδια. Αυτό σημαίνει ότι υπάρχει ένα σταθερό επιτόκιο και κατά την διάρκεια πληρώνουμε μονό το τόκο. Είναι τιμαριθμοποιημένα Ομόλογα ή Ομόλογα πραγματικής απόδοσης=(Real Return Bonus). Διατηρούν συγκεκριμένη απόδοση, δεν διαμορφώνονται από τον δείκτη επιτοκίων αλλά ανάλογα με τον τιμάριθμο.

- Ø Κυμαινόμενο επιτόκιο απόδοσης. Μπορεί να μεταβάλλεται έχοντας όμως ένα δείκτη επιτοκίων ως αναφορά. Πρέπει να εκτιμηθούν σύμφωνα με τις προσδοκίες για το πώς θα μεταβληθούν τα επιτόκια (ανοδικά ή καθοδικά) και πάνω από αυτό προστίθεται ένα επιτόκιο. Για παράδειγμα επιτόκιο αναφοράς είναι (+1) στην αρχή κάθε τοκομεριστικής περιόδου ξέρουμε τι θα πάρουμε στο τέλος. Αλλά για μια συγκεκριμένη περίοδο γιατί μετά την λήξη του περιόδου των 3 μηνών παράδειγμα αλλάζει συμφωνά με την ζήτηση και την προσφορά. Πρέπει να ληφθεί υπόψη και ο πιστωτικός κίνδυνος, ο επιτοκιακός κίνδυνος θα είναι περιορισμένος σε κάποιο βαθμό μικρότερο, στην προκειμένη περίπτωση, αρκεί να υπάρχει καλή εκτίμηση για τα κουπόνια. Αν οι εκτιμήσεις αποδειχτούν λανθασμένες αλλάζουν τα δεδομένα, καθώς θα δημιουργηθεί ένας νέος κίνδυνος μη ικανότητας πρόβλεψης.
- Ø Ομόλογα με ρήτρα ξένου νομίσματος. Η απόδοση των ομολογων γίνεται σε ξένο νόμισμα και με το επιτόκιο το οποίο επικρατεί στις συγκεκριμένες χώρες που γίνονται οι συναλλαγές. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα ότι πληρώνουμε σε εγχώριο νόμισμα και αγοράζουμε την έκδοση σε ξένο νόμισμα. Οι κερδοσκόποι όταν περιμένουν ότι το ξένο νόμισμα θα ανατιμηθεί τότε αγοράζουν ομολογίες σε ξένο νόμισμα. Η απόδοση τους διαμορφώνεται ανάλογα τις μεταβολές ενός ξένου νομίσματος.
- Ø Μετατρέψιμα ομόλογα, (Convertible Bonus). Εκδίδεται ένα δάνειο το οποίο κατά την λήξη του μετατρέπεται το κεφάλαιο σε άλλη μορφή απαίτησης όπως σε μετοχές ή σε μετρητά.
- Ø Συνθετικά ομόλογα, (Structured Bonus). Είναι δάνεια με ιδιαίτερους όρους μοχλευμένα. Έχουν σύνθετους όρους και προδιαγραφές. Δομούνται και σύμφωνα με τις επιλογές των συμβαλλόμενων. Ουσιαστικά ο επενδυτής δανείζεται για να δανείζει σε κάποιον άλλο.
- Ø Ομόλογα μηδενικού κουπονιού, (Zero Coupon). Τα δάνεια αυτά εκδίδονται κάτω από την ονομαστική τιμή, εξοφλούνται στο άρτιο και δίνουν τόκο σε ορισμένα χρονικά διαστήματα, γι' αυτό στο σώμα των ομολογιών τους δεν έχουν προσαρτημένα τοκομερίδια. Το εισόδημα που αποφέρουν είναι η διαφορά μεταξύ της ονομαστικής τους αξίας, που είναι μεγαλύτερη από την τιμή της αγοράς των ομολογιών και εισπράττεται όταν λήξει η διάρκεια

ζωής τους. Δεν υπάρχουν ενδιάμεσες αποδόσεις, αυτό από την πλευρά του δανειστή σημαίνει διαφορετική απόδοση από την αναμενόμενη είτε καλύτερη είτε χειρότερη. Τα μηδενικά κουπόνια υπήρχαν στην δεκαετία του '80.

7.3 Η διάφορα μεταξύ σταθερής και μεταβαλλόμενης απόδοσης.

Με το σταθερό επιτόκιο είναι γνωστό εκ των προτέρων στον δανειζόμενο το κόστος δανεισμού αλλά το μειονέκτημα είναι πώς αυξάνεται ο κίνδυνος της εναλλακτικής απόδοσης.

Αν υπάρχουν στην αγορά ήδη χαμηλά επιτόκια και προσδοκά σύμφωνα με προβλέψεις και αναλύσεις επίσης χαμηλά επιτόκια, είναι συμφέρον να επιλέξει απόδοση σταθερού επιτοκίου. Εάν υπάρχουν υψηλά και είναι επιρρεπής στο να συνεχίσουν την ανοδική τους πορεία δεν συμφέρει γιατί στο μέλλον θα συνεχίσουν να είναι ανοδικά. Τα επιτόκια αποτελούν το μέσο εξισορρόπησης των δύο πλευρών, συμφερόντων (κόστος- απόδοση) μεταξύ δανειστή και δανειζόμενου. Το μεταβλητό επιτόκιο είναι πιο κοντά στα τρέχοντα. Τα σταθερά επιτόκια δεν εκδίδονται παραπάνω από ένα έτος έτσι, συνήθως προτιμείται το μεταβλητό επιτόκιο.

7.4 Η διάκριση ομόλογων ανάλογα με τον τρόπο εξόφλησης και τις παρεχόμενες εγγυήσεις τους.

Τα ομόλογα ανάλογα με τον τρόπο εξοφλήσεις τους χωρίζονται σε πέντε κατηγορίες οι οποίες είναι οι εξής:

- Ø Εξοφλητέες στο άρτιο. Η αξία εξόφλησης είναι ίδια με την ονομαστική.
- Ø Εξοφλητέες υπέρ το άρτιο. Η αξία εξόφλησης είναι μεγαλύτερη από την ονομαστική.
- Ø Λαχειοφόροι. Δίνουν δικαίωμα σε λαχειοφόρο κλήρωση με πιθανότητα κέρδους.
- Ø Με συμμετοχή στα κέρδη.
- Ø Μετατρέψιμες σε μετοχές.

Επίσης οι παρεχόμενες εγγυήσεις τους χωρίζονται σε δυο κατηγορίες

- Ø Συνήθεις ομολογίες. Ο δικαιούχος είναι απλός δανειστής του εκδότη του ομολογιακού δανείου.
- Ø Προνομιούχες. Οι ομολογίες συνοδεύονται με υποθήκη στα πάγια περιουσιακά στοιχεία του εκδότη ή ενέχυρο στα κινητά περιουσιακά στοιχεία

7.5 Ελληνικό Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ)

Η ιστορία του Ελληνικού χρηματιστηρίου αρχίζει στο δεύτερο ήμισυ του περασμένου αιώνα από έμπορους και ναυτικούς της εποχής εκείνης. Ήδη από το 1864 πραγματοποιούνται στην Ερμούπολη της Σύρου συναλλαγές σε ξένα νομίσματα σε τιμές που διέφεραν από την επίσημη τιμή τους .

Τον Σεπτέμβριο του 1876, επί κυβερνήσεως Κουμουνδούρου, ιδρύθηκε το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ), ενώ τα εγκαίνια της επίσημης λειτουργίας του έγιναν το Μάιο του 1880. Οι πρώτες αξίες που άρχισαν να διαπραγματεύονται ήταν οι ομολογίες των Εθνικών Δανείων, οι μετοχές της Εθνικής Τράπεζας ,καθώς και μετοχές ορισμένων άλλων τραπεζών και εταιρειών .

Τα τελευταία χρονιά αποτέλεσαν μια περίοδο προσπαθούν ευθυγράμμισης της Ελληνικής οικονομίας με τις οικονομίες των χωρών - μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Στα πλαίσια αυτής της προσαρμογής, η σταδιακή απελευθέρωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος έφερε μια άνθιση στην Ελληνική κεφαλαιαγορά και προσέλκυσε νέους επενδυτές .

7.5.1 Η εξέλιξη των μεγεθών του ΧΑΑ

Η Ελληνική Χρηματιστηριακή Αγορά είναι ακόμη μικρή σε σχέση με άλλες ανεπτυγμένες Αγορές του εξωτερικού. Η έλλειψη «βάθους» και «πλάτους», ως αποτέλεσμα του μερικού αριθμού εισηγμένων εταιρειών, καθώς επίσης και του περιορισμένου φάσματος επενδυτών, καθιστά την Αγορά περισσότερο ευαίσθητη στις εγχώριες και διεθνείς εξελίξεις, όπως επίσης και σε επιπτώσεις τεχνικής ζήτησης και προσφοράς. Κατά συνέπεια, η Χρηματιστηριακή Αγορά χαρακτηρίζεται από έντονες και, πολλές φορές, αδικαιολόγητες διακυμάνσεις τιμών.

Ο περιορισμός αριθμός των εισηγμένων εταιρειών στο Χρηματιστήριο οφείλεται εν μέρει στην παραδοσιακή δομή των επιχειρήσεων. Στην Ελλάδα, όπως σε μικρότερο βαθμό στην Ιταλία, Ισπανία και Γερμανία, οι επιχειρήσεις χαρακτηρίζονται από μια έντονη οικογενειακή δομή, με αποτέλεσμα να αποφεύγουν την εισαγωγή των μετοχών τους στο Χρηματιστήριο, έχοντας ως κύρια πηγή χρηματοδότησης τον τραπεζικό δανεισμό και όχι την άντληση κεφαλαίων από την έξω-τραπεζική κεφαλαιαγορά με έκδοση νέων τίτλων.

Ο ρυθμός ανάπτυξης του ΧΑΑ και η αυξανόμενη βαρύτητα του ως οικονομικού θεσμού είναι εμφανής τα τελευταία χρόνια και αποδεικνύεται από την εξέλιξη των μεγεθών του. Η Χρηματιστηριακή Αγορά απέκτησε ιδιαίτερη σημασία για την οικονομία μετά το 1986,

όταν άρχισε να διευρύνεται με νέες εταιρείες και απελευθερώθηκε η κίνηση κεφαλαίων για επενδύσεις σε τίτλους. Θα πρέπει να σημειωθεί, ότι σε αναδυόμενες χρηματιστηριακές αγορές, η αύξηση του αριθμού των εισηγμένων επιχειρήσεων είναι ένδειξη της συμμετοχής της κεφαλαιαγοράς στην οικονομική ανάπτυξη, αφού βοηθά τη χρηματοδότηση επιχειρηματικών επενδυτικών προγραμμάτων με ίδια κεφάλαια.

Ο ρυθμός εισαγωγών εταιριών στο ΧΑΑ εντάθηκε το 1994, οπότε εισήχθησαν 52 εταιρείες. Πολλές από τις νεοεισαχθείσες εταιρείες δραστηριοποιούνται σε κλάδους της οικονομίας που δεν αντιπροσωπεύονταν μέχρι πρότινος στο ΧΑΑ, όπως επιβατηγός ναυτιλία, μέσα μαζικής ενημέρωσης, έντυπη πληροφορική, εκτυπώσεις και εκδόσεις, πληροφορική, ιχθυοκαλλιέργειες, διαγνωστικά κέντρα, ορυχεία, εταιρείες γρήγορης εστίασης. Το φαινόμενο εντάθηκε και γνώρισε μεγάλη άνθιση 1999-2001 και έπειτα την απαξίωση, ενώ σήμερα κυμαίνεται σε επίπεδο προ του 1993.

7.6 Συμμετοχικής μορφής απαίτηση ή η Αγορά μετοχικών τίτλων.

Οι μετοχές χωρίζονται σε δυο κατηγορίες, τις κοινές και τις προνομιούχες, οι οποίες μπορεί να είναι ονομαστικές ή ανώνυμες. Οι κοινές μετοχές είναι περισσότερο χρησιμοποιούμενες στην αγορά. Είναι οι πιο εύκολες στην μεταβίβαση και στις συναλλαγές. Οι επενδυτές συνήθως προσπαθούν να κατανέμουν το χαρτοφυλάκιο τους σε Όλες τις κατηγορίες μετοχών (σε όλους τους κλάδους) για να επιμερίζουν τον κίνδυνο, να ικανοποιούν όλες τις ανάγκες του πελατειακού κοινού και να αποκομίζουν οικονομικά οφέλη από την απόδοση όλων των ειδών των μετοχών.

Σημαντικό ρόλο στην διαμόρφωση του χαρτοφυλακίου των μετοχών παίζει η ύπαρξη ή μη του κινδύνου, η διασπορά του ανάμεσά στα είδη των μετοχών και η δυνατότητα διαχείρισης του.

7.6.1 Διάκριση μέτοχων συμφωνά με τα δικαιώματα των μετόχων.

Οι μετοχές διακρίνονται σε κατηγορίες οι οποίες είναι οι εξής:
Κοινές Μετοχές, οι οποίες είναι πιστοποιητικά έγγραφα που αντιπροσωπεύουν κατά κάποιο τρόπο, μέρος της ιδιοκτησίας της επιχείρησης. Οι κοινές μετοχές εκδίδονται από τις επιχειρήσεις για άντληση κεφαλαίων μέσω του χρηματιστηρίου. Είναι μια μορφή δανείου από την κεφαλαιαγορά, όπως είναι τα μακροπρόθεσμα δάνεια

ή τα χρεόγραφα δανείων με πολύ χαμηλό κόστος. Οι κοινές μετοχές στην επιχείρηση κατέχουν 60%.

Όμως, όσοι αγοράζουν κοινές μετοχές γίνονται μέρος της ιδιοκτησίας – μέτοχοι – της επιχείρησης και όχι απλά ένας πιστωτής. Αλλά αν και ο εκδότης των δεν είναι υποχρεωμένος να ξαναγοράσει τις μετοχές, πολλές φορές, όμως συμβαίνει και αυτό. Οι κάτοχοι των μετοχών μπορούν να τις ξανά πουλήσουν στον εκδότη ή και σε άλλον ενδιαφερόμενο τρίτο επενδυτή (φυσικό ή νομικό πρόσωπο) μέσω της χρηματιστηριακή αγοράς. Οι κάτοχοι κοινών μετοχών έχουν πολλά δικαιώματα σε σχέση με την εκδότρια επιχείρηση. Ένα από τα βασικότερα δικαιώματά τους είναι η ψηφοφορία στις γενικές συνελεύσεις. Το δικαίωμα της ψηφοφορίας μπορεί να γίνει μέσω αντιπροσώπου για να διευκολύνονται οι μέτοχοι σε περίπτωση κωλύματος. Ένα άλλο δικαίωμα είναι η συμμετοχή των μετόχων στην διαδικασία εκλογής του Διοικητικού Συμβουλίου. Ακόμα μπορούν να συμμετέχουν στις αποφάσεις για την αύξηση νέων μετοχών – μετοχικό κεφάλαιο, να εγκρίνουν μια σειρά από αποφάσεις της εταιρίας για αναπτυξιακά προγράμματα κ.α. Η γνώμη των επενδυτών «μετράει» ανάλογα με το ποσοστό συμμετοχής του στην επιχείρηση – αριθμό των μετοχών σε σχέση με τον σύνολο των μετοχών της επιχείρησης.

Ακόμη, μέτοχοι που εκπροσωπούν το 5% του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου έχουν δικαίωμα να απαιτήσουν από το Μονομελές Πρωτοδικείο της έδρας της εταιρίας το διορισμό ελεγκτών, ειδικά για τον έλεγχο της εταιρίας. Επίσης, η εκπροσώπηση του 5% συνεπάγει την δυνατότητα στους μετόχους να ζητήσουν την σύγκλιση έκτακτης γενικής συνέλευσης των μετόχων.

Πάντως, εάν οι επενδυτές – κάτοχοι των μετοχών – δεν είναι ικανοποιημένοι από την απόδοση της εταιρίας μπορούν να εγκαλέσουν το Διοικητικό συμβούλιο και να οδηγήσουν τα πράγματα σε γενική συνέλευση όπου θα αποφασισθεί το μέλλον της εταιρίας.

Οι θεσμικοί επενδυτές, όπως τα Ασφαλιστικά Ταμεία, τα Αμοιβαία Κεφάλαια, οι Ασφαλιστικές Εταιρίες, οι Τράπεζες κ.α. μερικές φορές διατηρούν ένα μεγάλο μέρος των μετοχών των εταιριών και μπορούν να επηρεάσουν τις πολιτικές και τις αποφάσεις των. Βασικά δικαιώματα για τις κοινές μετοχές.

Οι κοινές μετοχές παρέχουν τέσσερα βασικά δικαιώματα.

Ø Δικαίωμα συμμετοχής στη λήψη αποφάσεων της επιχείρησης σε περιορισμένο βαθμό μόνο μέσω της Γενικής Συνέλευσης των μετόχων που μπορεί να ψηφίσει ή να καταψηφίσει αποφάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου.

- Ø Εξασφαλίζεται το δικαίωμα συμμετοχής στο οικονομικό αποτέλεσμα της χρήσης μέσω διανομής μερισμάτων. Εκτός αν υπάρχει απόφαση της διοίκησης να μην προβεί σε διανομή μερισμάτων αλλά να κρατήσει τα μερίσματα για αυτοχρηματοδότηση.
- Ø Δικαίωμα συμμετοχής και προτίμησης στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου. Το δικαίωμα αυτό είναι σε θέση να απολάβουν κατά σειρά προτεραιότητας, οι παλαιοί μέτοχοι και κατόπιν οι νέοι. Σε περίπτωση απόφασης των παλαιών μετόχων να μην εξασκήσουν έστω για περιορισμένο χρονικό διάστημα το συγκεκριμένο δικαίωμα που τους παρέχεται υπάρχει το περιθώριο να πωλήσουν αυτό το δικαίωμα στους επόμενους ενδιαφερόμενους.
- Ø Δικαίωμα συμμετοχής στο προϊόν εκκαθάρισης της Α.Ε. Σε περίπτωση σκόπιμης λύσης της επιχείρησης είτε αναγκαστικής λύσης λόγω πτώχευσης ή συγχώνευσης, ακολουθεί η διαδικασία εκκαθάρισης δηλαδή ρευστοποίησης των περιουσιακών της στοιχείων, των παγίων, των αποθεμάτων της επιχείρησης, με γρήγορη διαδικασία και αφού φυσικά, πρώτα καλυφθούν όλες οι υποχρεώσεις προς: πιστωτές, προμηθευτές, προς το δημόσιο, προς ασφαλιστικούς οργανισμούς, το υπολειπόμενο ποσό μοιράζεται σε μετοχές.

Προνομιούχες Μετοχές. Οι προνομιούχες μετοχές, όπως και οι κοινές, αντιπροσωπεύουν ένα μέρος της περιουσίας της επιχείρησης. Αλλά συνήθως οι κάτοχοι αυτών – οι μέτοχοι – δεν έχουν δικαίωμα ψήφου. Συνήθως οι μέτοχοι με προνομιούχες μετοχές, μοιράζονται την ιδιοκτησία με τους κατέχοντες κοινές μετοχές και απολαμβάνουν κέρδη μόνο εάν έχουν προκύψει (δημιουργηθεί). έτσι εάν η εταιρία δεν έχει αρκετά κέρδη από τα οποία θα πρέπει να πληρώσει τα μερίσματα των προνομιούχων μετοχών μπορεί να τις παραλείψει χωρίς το φόβο να πιεσθούν ή να εξαναγκασθούν για πτώχευση. Επιπλέον, οι κάτοχοι των προνομιούχων μετοχών προηγούνται στο προϊόν εκκαθάρισης. Κατά την διάλυση της εταιρίας αποδίδεται πρώτα στους κατόχους προνομιακών μετοχών στο κεφάλαιο που έχουν καταβάλλει και παράλληλα συμμετέχουν ισότιμα με τους κατόχους κοινών μετοχών.

Ένα προνόμιο που έχουν οι προνομιούχοι μέτοχοι είναι ότι εάν συσσωρεύονται προνομιούχες μετοχές μπλοκάρουν να πληρώσουν τα μερίσματα των κοινών μετοχών μέχρι που να πληρωθούν τα μερίσματα όλων των προνομιούχων μετοχών. Ακόμα οι κάτοχοι των προνομιούχων μετοχών συνήθως δεν συμμετέχουν στα κέρδη των επιχειρήσεων πέραν αυτών που προβλέπονται από τους διακανονισμούς της επιχείρησης ετησίως. Το αρνητικό είναι ότι οι κάτοχοι των προνομιούχων μετοχών δεν έχουν δικαίωμα ψήφου στην Γενική Συνέλευση.

Οι προνομιούχες μετοχές είναι λιγότερο επιθυμητές ως πηγή άντλησης κεφαλαίων από τις κοινές μετοχές. Ακόμη τα μερίσματα των προνομιούχων μετοχών τεχνικά αποζημιώνουν τους ιδιοκτήτες των εταιριών, αλλά τα μερίσματα φορολογούνται σε όλες τις περιπτώσεις. Δεν τυγχάνουν φορολογικής απαλλαγής.

Κατάργηση του προνομιακού δικαιώματος εισέρχεται μόνο μετά από απόφαση των προνομιούχων μετόχων και με πλειοψηφία 75% του εκπροσωπούμενου κεφαλαίου. Οι προνομιούχες μετοχές παρέχουν επιπλέον προνόμια, τα εξής:

- Ø Προηγούνται έναντι των κοινών στην λήψη πρώτου μερίσματος. Εξασφαλίζουν κατώτατο υποχρεωτικό μέρισμα που αντιστοιχεί στο 5%, το ποσοστό κυμαίνεται ανάλογα με τα έσοδα της επιχείρησης.
- Ø Προηγούνται στο προϊόν εκκαθάρισης. Σε περίπτωση διαδικασίας εκκαθάρισης και εφόσον υπάρχει προϊόν μετά την εξόφληση των απαιτούμενων υποχρεώσεων, προηγούνται οι προνομιούχοι μέτοχοι, εννοείται βέβαια μέχρι ενός ορίου, ενός προκαθορισμένου ύψους.
- Ø Εξασφαλίζουν το ελάχιστο εγγυημένο μέρισμα ή αλλιώς την ελάχιστη εγγυημένη απόδοση. Σε περίπτωση όπου υπάρχει ένα μέρος του μερίσματος σε κάθε χρήση προορίζεται για τους προνομιούχους μετόχους. Δικαιούνται ένα ποσοστό επί της ονομαστικής αξίας. Όμως πρέπει να σημειωθεί ότι από την στιγμή που ισχύει αυτό το δικαίωμα και γίνεται άσκηση του από τους μετόχους αφαιρείται το επίσης κατοχυρωμένο δικαίωμα ψήφου γιατί εφόσον επωμίζονται το δικαίωμα της εγγυημένης απόδοσης βρίσκονται μεταξύ δανειστή και μετόχου.
- Ø Δικαίωμα σωρευτικού μερίσματος , λήψη αυτού του μερίσματος εκ παραδρομής. Το δικαίωμα αυτό έχει χαρακτήρα αναδρομικό. Μέρισμα που στις προηγούμενες περιόδους δεν δινόταν καθόλου ή δεν δινόταν επαρκώς δικαιούται να δίνεται αναδρομικά στις επόμενες περιόδους.

7.7 Οι διαφορές ανάμεσα στις αγορά ομολόγων και αγορά μετοχών.

Ο μέτοχος είναι συνétairos της Α.Ε ενώ ο ομολογιούχος είναι απλός δανειστής του Κράτους ,της εταιρίας ή του Δημοσίου Οργανισμού που εκδίδει το ομολογιακό δάνειο. Ο μέτοχος παίρνει μέρισμα μόνο αν η επιχείρηση πραγματοποίησε κέρδη (εξαιρούνται μόνο κάποιες προνομιούχες μετοχές). Ενώ ο ομολογιούχος εισπράττει κάθε χρόνο τόκο όπως κάθε δανειστής, ανεξάρτητα αν η επιχείρηση πραγματοποιεί κέρδη ή ζημιές.

Οι τιμές των μετοχών εξαρτώνται από την πρόοδο της Α.Ε, τα πραγματοποιηθέντα κέρδη, τις επενδύσεις και τις προοπτικές τις για το μέλλον, γι' αυτό παρουσιάζουν διακυμάνσεις μικρές ή μεγάλες ενώ οι τιμές των ομολογιών δεν παρουσιάζουν σοβαρές διακυμάνσεις και η ονομαστική τους αξία δεν διαφέρει πολύ από την χρηματιστηριακή. Όταν διαλυθεί μια Α.Ε, πρώτοι πληρώνονται από το προϊόν εκκαθάρισης οι ομολογιούχοι και κατόπιν οι προνομιούχοι και κοινοί μέτοχοι. Σε περίπτωση που η επιχείρηση δεν είναι σε θέση να καταβάλλει τους τόκους και να εξοφλήσει το αρχικό ποσό του δανείου οι ομολογιούχοι έχουν δικαίωμα να προσφύγουν στο διοικητικό δικαστήριο. Τέλος ενώ οι τόκοι από ορισμένες ομολογίες απαλλάσσονται φορολογίας, τα μερίσματα των μετοχών πριν διανεμηθούν φορολογούνται.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΟΓΔΩΟ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΧΡΗΜΑΤΟΣ

8.1 Χρηματοοικονομικές αγορές.

Ενώ σε όλους είναι γνωστός ο όρος αγοράς (market), με την οπλοχρησία του ίσως διαφεύγουν ορισμένα βασικά σημεία που αφορούν τη φύση της αγοράς, το θεσμικό υπόβαθρο και το μηχανισμό της. Κατά συνέπεια, απαραίτητο είναι να γνωρίζουν οι επενδύτες μερικά πρακτικά πράγματα όπως κατά πόσο η αγορά υπηρετεί τους βασικούς στόχους της κοινωνίας, αν υπάρχει ανταγωνιστικότητα της αγοράς, ποια είναι ειδικότερα η σύσταση και οι ιδιαιτερότητες των χρηματοοικονομικών αγορών, ποιά σχέση έχει η μορφή των αγορών με την απόδοση των επενδύσεων, το κόστος δανεισμού, κ.λπ. Η ανάλυση των προβλημάτων της χρηματοδοτικής και επενδυτικής επιλογής του επενδυτή στα πλαίσια των αγορών ακολουθεί στο υπόλοιπο του έργου αυτού.

Εν τούτοις, παρόλο που οι χρηματοοικονομικές αγορές αποτελούν βασικό στοιχείο του χρηματοοικονομικού συστήματος, η ανάλυση του αυτή καθαυτή δεν είναι επαρκής για την πλήρη αντίληψη της συγκρότησης, της οργάνωσης και λειτουργίας των χρηματοοικονομικών αγορών. Διότι, οι χρηματοοικονομικές αγορές έχουν κοινωνική αποστολή και μια σειρά από ιδιότητες, οι οποίες είναι σχετικές με την άσκηση του ρόλου τους ως διανεμητή των αποταμιευτικών πόρων (resources allocators).

Κατά βάση ο όρος χρηματοοικονομική αγορά εμπίπτει με στην έννοια της αγοράς, ως θεσμικής συγκρότησης και λειτουργίας, στην οποία γίνεται η διαπραγμάτευση και ανταλλαγή συγκεκριμένων προϊόντων ή υπηρεσιών.

Επισημαίνεται ότι μια συγκροτημένη αγορά, δεν σημαίνει απαραίτητα ορισμένη χωροταξική εγκατάσταση, όσο ένα τεχνικό, οργανωτικό, θεσμικό και νομοθετικό πλαίσιο ρυθμίσεων και κανόνων, με βάση τους οποίους γίνονται διαπραγματεύσεις, συνάπτονται συμβάσεις και πραγματοποιούνται συναλλαγές. Ορισμένες αγορές, ιδιαίτερα σήμερα, κινούνται εξ αποστάσεως με το τηλέφωνο και λοιπά επικοινωνιακά μέσα, όπως συμβαίνει ιδίως με τις σύγχρονες διεθνείς χρηματαγορές στις οποίες διεξάγονται συναλλαγές τεραστίων χρηματοοικονομικών ποσών και μάλιστα σε συντομότατο χρόνο και για βραχεία διάρκεια, μέχρι για μια μέρα, οι οποίες μπορούν να αναστραφούν την επόμενη.

Στο στάδιο αυτό χρήσιμο είναι να αναφερθούμε σε μερικές βασικές ιδιοτυπίες, που χαρακτηρίζουν τις χρηματοοικονομικές αγορές:

- Ø Ένα χρηματοπιστωτικό σύστημα μπορεί να ομοιάζει τυπικά, ως προς τα εξωτερικά χαρακτηριστικά του, με ένα άλλο και παρόλα αυτά να υπάρχει σημαντική διαφοροποίηση μεταξύ τους στην πράξη, σε όρους επιπέδου ανάπτυξης, βαθμού λειτουργικότητας και αποτελεσματικότητας των αγορών. Για το λόγο αυτό είναι απαραίτητο, η εξωτερική τυπική περιγραφή των χρηματοοικονομικών αγορών να εκληφθεί σαν μέσο για την βαθύτερη ανάλυση και αντίληψη τους, σε τρόπο ώστε να είναι δυνατή η περαιτέρω επικέντρωση του επενδύτη σε κάποια από τις επιμέρους χρηματοοικονομικές αγορές.
- Ø Η επαρκής κατανόηση των ουσιαστικών χαρακτηριστικών των χρηματοοικονομικών αγορών, ενδιαφέρει ευρύτερα τις κεφαλαιακές συναλλαγές και άμεσα τους επενδυτές και τις επιχειρήσεις, στις επιλογές του ανάμεσα στις διάφορες χρηματοοικονομικές και υλικές επενδύσεις.
- Ø Η ιδιοσυγκρασία των χρηματοοικονομικών αγορών υποβοηθάει την χάραξη των κατάλληλων στρατηγικών από τους φορείς της νομισματικής και πιστωτικής πολιτικής, με σκοπό την επιτάχυνση της ανάπτυξης και της έγκαιρης προσαρμογής στις απαιτήσεις της σύγχρονης τεχνολογίας και του νέου επιχειρηματικού περιβάλλοντος.
- Ø Οι χρηματοοικονομικές αγορές δημιουργούνται όπως είπαμε, αρχικά ως αγορές νέων χρηματοοικονομικών προϊόντων, διευρύνουν τις προθεσμίες κλπ δυνατότητες επενδύσεων και παράλληλα τις πηγές χρηματοδότησης των σχεδίων επιχειρηματικών έργων. Διότι αντίστοιχα με τη διάρκεια των επενδύσεων, οι χρηματοοικονομικές αγορές έχουν διάφορες προθεσμίες και μέσα στην κάθε μια καθορίζονται οι τιμές των τίτλων που συναλλάσσονται, τα επιτόκια και οι αποδόσεις. Ακόμη με την συγκρότηση και την αλληλεξάρτηση των χρηματοοικονομικών αγορών, διαχέονται και μειώνονται οι κίνδυνοι που αναπόφευκτα συνοδεύουν τις επενδύσεις.
- Ø Στις χρηματοοικονομικές αγορές δημιουργούνται και ανταλλάσσονται χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία, δικαιώματα και υποχρεώσεις, μέσο των οποίων διευκολύνονται ποικιλοτρόπως οι συναλλαγές και η προμήθεια διαρκών καταναλωτικών αγαθών και φυσικών στοιχείων πάγιων επενδύσεων. Τα χρηματιστηριακά περιουσιακά στοιχεία που συναλλάσσονται στις αγορές αυτές δημιουργούν διάφορες σχέσεις εμπράγματος και ενοχικού χαρακτήρα και έχουν διαφορετικές ιδιότητες από τα προϊόντα και τις υπηρεσίες που προσφέρουν

άμεση χρησιμότητα στην ικανοποίηση ανθρώπινων, φυσικών ή κοινωνικών αναγκών.

- Ø Υψηλό επίπεδο ανάπτυξης του χρηματοοικονομικού συστήματος δεν συνεπάγεται τέλειες χρηματοοικονομικές αγορές, λόγω των εγγενών ατελειών τους, που συνδέονται με την αβεβαιότητα και το κατ' αρχήν άγνωστο μέλλον. Η ύπαρξη και η λειτουργία μιας χρηματοοικονομικής αγοράς, ακόμη και αν αυτή είναι καλά οργανωμένη και λειτουργεί ομαλώς, δεν αποτελεί απαραίτητα δείκτη του επιπέδου ανάπτυξης του χρηματοοικονομικού συστήματος. Για παράδειγμα, στις αποικίες στο παρελθόν και ακόμη και σε πρώην αποικίες σήμερα υπάρχουν εγκαταστημένες σύγχρονα οργανωμένες εμπορικές τράπεζες με την μορφή αυτοτελών εταιρειών ή θυγατρικών τραπεζών.
- Ø Οι αγορές τίτλων και γενικότερα οι χρηματοοικονομικές αγορές και οι διάφοροι «ενδιάμεσοι» χρηματοπιστωτικοί φορείς, προσφέρουν δυνατότητα άμεσης πρόσβασης των επενδυτών, πολλοί από τους οποίους μπορεί να διαθέτουν σχετικά μικρά χρηματικά ποσά, των οποίων η συγκέντρωση και η ανακατανομή διευκολύνει την εκτέλεση μεγάλων παραγκών έργων.
- Ø Οι χρηματοοικονομικές αγορές συγκροτούνται σε τρόπον ώστε να προσφέρουν ένα απλό μηχανισμό για την μεταφορά δανειακών κεφαλαίων και προσαρμόζονται στους συγκεκριμένους επενδυτές που απευθύνονται η καθεμία, με σκοπό να ελαχιστοποιείται διαχειριστική προσπάθεια, οι δυσχέρειες και το κόστος των συναλλασσόμενων με αυτές.
- Ø Οι χρηματοοικονομικές αγορές επιτρέπουν την χρηματοδότηση μακροπρόθεσμων έργων με κεφάλαια, την τοποθέτηση των οποίων επιθυμούν οι δανειστές μόνο για μικρή χρονική περίοδο, καθότι έχουν δυνατότητα ρευστοποίησης όποτε το θελήσουν.

8.2 Οι ιδιότητες των χρηματοοικονομικών αγορών.

Η αποστολή των χρηματοοικονομικών αφορών είναι να διευκολύνουν την ομαλή διεξαγωγή των τρεχουσών και κεφαλαιακών συναλλαγών των νοικοκυριών, των επενδυτών και των παραγωγικών επιχειρήσεων.

Η κοινωνικό-οικονομική αποστολή των χρηματοοικονομικών αγορών υλοποιείται μέσα από ένα μηχανισμό ανταπόκρισης και προσαρμογής στις μεταβολές των συνθηκών, της τεχνολογίας, του επιχειρηματικού περιβάλλοντος, των προτιμήσεων των τελικών καταναλωτών και ακόμη ευρύτερα της λεγόμενης κοινωνικής προτίμησης. (Social preference)

Ο μηχανισμός των αγορών λειτουργεί ως αυτόματος «δέκτης» και «πομπός» μηνυμάτων από όλους τους φορείς που σχετίζονται με τις συναλλαγές. Όλες αυτές οι μεταβολές αποτυπώνονται στις μεταβολές των τιμών των τίτλων των χρηματοοικονομικών επενδύσεων και επέκταση των αποδόσεων και των επιτοκίων. Κατά συνέπεια, οι επενδυτές και οι επιχειρήσεις με αυτοτελή και υπεύθυνη διοίκηση είναι σε θέση να σταθμίζουν έγκαιρα και πιθανόν να προλαμβάνουν την επέλευση τυχόν δυσμενών εξελίξεων ή να αξιοποιούν επενδυτικές ευκαιρίες που αναδύονται, προτού σπεύσουν ίσως άλλοι να εκμεταλλευτούν (αρκεί να υπάρχει επαρκής πληροφόρηση και να γίνεται σωστή στάθμιση και αξιολόγηση ότι οι συνθήκες πρόκειται πράγματι να μεταβληθούν ουσιωδώς)

Η αποτελεσματική εκτέλεση της κοινωνικό-οικονομικής αποστολής των χρηματοοικονομικών αγορών είναι ευρύτερα θέμα σωστής αξιολόγησης και προβλέψεων της μελλοντικής πορείας και των τάσεων των αγορών αυτών από επενδυτές, επιχειρήσεις και φορείς της νομισματικής πολιτικής. Η αξιολόγηση αυτή θα πρέπει να στηρίζεται σε σταθερά και αξιόπιστα κριτήρια και διαδικασίες εφαρμογής τους

Η χρηματοοικονομική ανάλυση στηρίζεται στην ταξινόμηση των αγορών με βάση τα διαρθρωτικά και λειτουργικά χαρακτηριστικά τους, προκειμένου να βοηθηθεί ο επενδυτής στην επενδυτική και χρηματοδοτική του επιλογή. Εν τούτοις, μετά τη βασική αυτή ανάλυση που ακολουθεί παρακάτω, χρήσιμο είναι ο επενδυτής να αποκτήσει μια βαθύτερη αντίληψη για τη θεσμική συγκρότηση των χρηματοοικονομικών αγορών. Σ' αυτό θα διευκολυνθεί με την αναφορά σε κάποιο πρότυπο, που είναι λεγόμενη «τέλεια αγορά» (perfect market), σε τρόπο ώστε να κατανοήσει τα διαρθρωτικά χαρακτηριστικά των αγορών τα οποία παρουσιάζουν έντονη αλληλεξάρτηση μεταξύ τους.

Με το τρόπο αυτό ο επενδυτής θα διευκολυνθεί να αποκτήσει πιο ολοκληρωμένη αντίληψη των χρηματαγορών, που θα συμπληρωθεί με την ανάλυση της αποτελεσματικής αγοράς (efficient market), σε όρους εισροών (inputs), πληροφοριών και αποτελεσμάτων (outputs) ή σχέσεων εισροών-εκροών, κτλ. Η αξιολόγηση των επιμέρους χρηματοοικονομικών αγορών ανάλογα με το επίπεδο και το βαθμό ανάπτυξης και ανταγωνιστικότητας γίνεται με ορισμένα κριτήρια:

Ø Ελαστικότητα και ευελιξία (elasticity/flexibility), δηλαδή ο βαθμός προσαρμογής στις νέες συνθήκες και καταστάσεις του επιχειρηματικού και τεχνολογικού περιβάλλοντος. Μπορούν να μεταβληθούν ακόμη και οι μορφές χρηματοδότησης με προσαρμογή τους τις νέες συνθήκες.

- Ø Σταθερότητα (stability), δηλαδή σε συνδυασμό με την ευελιξία, ώστε αφομοιώνονται ταχέως οι μεταβολές της προσφοράς και της ζήτησης χρηματοοικονομικών τίτλων και να αποφεύγονται απότομες μεταβολές στις τιμές(πρόληψη δημιουργίας ψυχολογικού κλίματος πανικού στην αγορά και μαζικών πωλήσεων των μετοχών). Η σταθερότητα των χρηματοοικονομικών αγορών προϋποθέτει οργάνωση και ευαισθησία στις μεταβολές της προσφοράς και της ζήτησης των τίτλων και σωστή εποπτεία και έλεγχο της κατάστασης, ο οποίος διεξάγεται από τις κεντρικές τράπεζες, το χρηματιστήριο, κτλ.
- Ø Το συναλλακτικά κόστος (costs), που είναι απαραίτητο για την συγκέντρωση και ανακατανομή των πόρων και την διενέργεια των συναλλαγών μετατροπής τίτλων σε μετρητά, περιλαμβανομένων και των προμηθειών π.χ τα έξοδα παροχής στεγαστικών δανείων είναι φερ' ειπείν σχετικά υψηλά λόγω γραφειοκρατικών διατυπώσεων και υποχρεωτικής παράστασης δικηγόρων, οι εμπορικές τράπεζες έχουν υψηλές προμήθειες, κτλ.
- Ø Διαφάνεια (transparency), δηλαδή οι εναλλακτικές δυνατότητες τοποθετήσεων και δανειοδοτήσεων πρέπει να είναι ορατές και σαφείς σε όλους, ώστε να μπορεί να διασφαλίζεται η αξιοπιστία τους, στην οποία στηρίζεται η προσέλκυση του ενδιαφέροντος των επενδυτών.

8.3 Οι συμμετέχοντες στην αγορά χρήματος και πως αναπτύσσεται.

Η αγορά χρήματος ή χρηματαγορά είναι η αγορά όπου προσφέρονται και ζητούνται χρηματοπιστωτικοί τίτλοι (έντοκα γραμμάτια του δημοσίου, πιστοποιητικά καταθέσεων κλπ) που είναι στενά υποκατάστατα του χρήματος (για αυτό και η ονομασία χρηματαγορά), έχουν μικρή χρονική διάρκεια λήξης, χαμηλό κίνδυνο αθέτησης και είναι εύκολα ρευστοποιήσιμα. Τα κεφάλαια που αντλούνται από την χρηματαγορά συνήθως χρησιμεύουν για την κάλυψη κεφαλαίου κίνησης. Στην αγορά χρήματος οι επιχειρήσεις και οι χρηματοδοτικοί οργανισμοί μπορούν να αντλήσουν τα απαιτούμενα κεφάλαια κίνησης για να καλύψουν αντίστοιχα ταμειακά ελλείμματα ή να τοποθετήσουν προσωρινά τυχόν πλεονάσματα που έχουν κερδίζοντας τόκο. Τα χρηματοπιστωτικά μέσα που διαπραγματεύονται στην αγορά χρήματος έχουν τα εξής χαρακτηριστικά:

- Ø Η χρονική διάρκεια λήξης τους είναι μικρότερη του ενός έτους, κυμαίνεται δηλαδή από 24 ώρες έως και ένα χρόνο.
- Ø Ρευστοποιούνται εύκολα και γρήγορα.

Ø Έχουν μικρό κίνδυνο αθέτησης και αυτό οφείλεται στο ότι κυρίως εκδίδονται Από δημοσίους φορείς και επιχειρήσεις υψηλής φερεγγυότητας.

Τα βασικά χρηματοπιστωτικά μέσα των αγορών χρήματος είναι τα εξής :

Ø Τα Έντοκα Γραμμάτια Δημοσίου.

Ø Πιστοποιητικά καταθέσεων, CD'S που εκδίδονται από τις εμπορικές τράπεζες συνήθως για μεγάλα χρηματικά ποσά και με διαπραγματεύσιμο επιτόκιο.

Ø Εμπορικά χρεόγραφα, CP'S (ομόλογα) που εκδίδονται από ιδιωτικές επιχειρήσεις συνήθως με μόνη εγγύηση την οικονομική επιφάνεια και φερεγγυότητα του εκδότη.

Ø Συμφωνίες επαναφοράς, Repos

Ø Τα Χρεόγραφα Τραπεζικής Αποδοχής BA'S που εκδίδονται μεν από τις επιχειρήσεις αλλά φέρνουν την οπισθογραφημένη εγγύηση κάποιας τράπεζας, (στην χρηματαγορά συμμετέχουν οι κεντρικές Τράπεζες, οι εμπορικές τράπεζες, πιστωτικοί οργανισμοί, οι επιχειρήσεις και φυσικά πρόσωπα).

Ø Διατραπεζικά δάνεια, IB LOANS, Αυτή η μορφή αναφέρεται μονό μεταξύ χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων και όχι μεταξύ ιδιωτών.

Το ύψος του επιτοκίου στην αγορά αυτή εξαρτάται από την φερεγγυότητα του εκδότη τους, το είδος και το χρόνο λήξης τους, το υπολογιζόμενο μέγεθος του τυχόν υπάρχοντος κινδύνου, το πρόσωπο του αγοραστή του τίτλου και από διάφορα άλλα στοιχεία του εξωτερικού περιβάλλοντος, της οικονομικής συγκυρίας και του συγκεκριμένου χρόνου που γίνεται η αγοραπωλησία του τίτλου. Η αγορά χρήματος διακρίνεται: σε οργανωμένη, δηλαδή στις επιχειρήσεις που είναι οργανωμένες για τον σκοπό αυτό όπως οι τράπεζες και τα ταμειωτήρια, και στην μη οργανωμένη που περιλαμβάνει όλες τις συναλλαγές που γίνονται μεταξύ των επιχειρήσεων και των προμηθευτών αλλά και των πιστωτών της.

Είναι γεγονός ότι η χρηματαγορά και τα προϊόντα που την αποτελούν είναι ευρέως διαδομένα για όλα τα πλεονεκτήματα που διαθέτει και για αυτό προτιμάται από επενδυτές, που είτε θα χρειαστούν σύντομα τα κεφάλαια τους είτε απλώς δεν θέλουν να πάρουν μακροπρόθεσμες επενδυτικές αποφάσεις

Στην αγορά χρήματος εκδίδονται, διαπραγματεύονται και συναλλάσσονται βραχυχρόνιοι τίτλοι (από 1 μέρα μέχρι ένα χρόνο: βραχυχρόνια δέσμευση χρηματικού κεφαλαίου). Η αγορά χρήματος χρησιμοποιείται και εξυπηρετεί:

- Ø Επιχειρήσεις για τις ανάγκες ρευστότητας (για τις αμοιβές προσωπικού, για μετακίνηση εμπορευμάτων, κλπ)
- Ø Τράπεζες για τις τρέχουσες συναλλαγές και το καθημερινό κλείσιμο ταμείου με δυνατότητες σήμερα για διορθωτική προσφυγή στη διατραπεζική αγορά, στην κεντρική τράπεζα ή στη διεθνή αγορά για προσωρινή κάλυψη του τυχόν προβλήματος ρευστότητας τους.
- Ø Το δημόσιο που εκδίδει ,διαθέτη και εξοφλεί κατά την λήξη του έντοκα γραμμάτια διάρκειας μέχρι ενός έτους, εκτός από ομόλογα μεσοπρόθεσμης διάρκειας και ομολογίες μακροπρόθεσμης διάρκειας και την κάλυψη των δανειακών υποχρεώσεων του (έλλειμμα φόρων κλπ. δημοσίων εσόδων με τις εκτελούμενες δημόσιες δαπάνες, δεδομένου ότι το κράτος δεν είναι εκδότης του νομίσματος αλλά η κεντρική τράπεζα)
- Ø Τους επενδυτές που καταφεύγουν στην χρηματαγορά προκειμένου για συμπληρωματική χρηματοδότηση των επενδυτικών τους σχεδίων ή για να διασφαλίσουν εαυτούς από τυχόν έκτακτες τρέχουσες δαπάνες και απολύσεις από μη απόλυτα σωστό χρονοδιάγραμμα των δαπανών τους.
- Ø Τα νοικοκυριά τα οποία, ιδιαίτερα μετά την απελευθέρωση τις πιστοδότησης, έχουν σημειώσει ταχείς ρυθμούς αύξησης της καταναλωτικής πίστης, σε τρόπο ώστε να αποτελεί σήμερα σημαντικό παράγοντα της τραπεζικής πιστοδότησης, της αγοράς διαρκών καταναλωτικών αγαθών.

Ο κρίσιμος ρόλος και η σημασία της ανάπτυξης της χρηματαγοράς μπορεί να γίνει εύκολα αντιληπτός με ένα πραγματικό παράδειγμα. Στην αρχή οι καταθέσεις ταμιευτηρίου δεν ήταν άμεσα αναλήψιμες αλλά υπό προειδοποίηση, όπως νομικά συνεχίζουν σε πολλές περιπτώσεις να είναι ακόμη. Παράλληλα το άνοιγμα ενός τρεχούμενου λογαριασμού σε μια τράπεζα και η έκδοση από αυτήν ενός στέλεχος επιταγών (cheque-book) δεν ήταν ευχερής, πρώτον διότι οι τράπεζες για λόγους ασφάλειας με εσωτερικές εγκυκλίους τους ένα μίνιμουμ όριο καταθέσεων (π.χ. κατάθεση μέχρι 500 χιλιάδες δραχμές) και δεύτερον διότι πολλοί μικροεπενδυτές ήταν καταθέτες του ταμιευτηρίου και δεν είχαν άμεσες σχέσεις με τις εμπορικές τράπεζες, οι οποίες είχαν δικαίωμα να ανοίγουν τρεχούμενους λογαριασμούς (sight/demand deposits).

Μέσα στα παραπάνω νομικά πλαίσια και πραγματικές συνθήκες, τα νοικοκυριά και πολλές επιχειρήσεις μικρού μεγέθους ήταν υποχρεωμένες για λόγους ρευστότητας και ανταπόκρισης στις ανάγκες των συναλλαγών τους να παρακρατούν σχετικά μεγάλα ποσά ως ρευστά διαθέσιμα. Αυτό άρχισε να συνειδητοποιείται βαθμιαία ότι δεν συνέφερε τις τράπεζες και το ταμιευτήριο. Για το λόγο αυτό άρχισαν σιωπηρά να γίνονται βαθμιαία δεκτές άμεσες αναλήψεις από

τους καταθέτες με την προσωπική επίδειξη του βιβλιάριου της κατάθεσης του ταμιευτηρίου. Αυτό συντέλεσε στην αύξηση των καταθέσεων ταμιευτηρίου, δεδομένου ότι οι καταθέτες μπορούσαν πλέον να κάνουν άμεσες αναλήψεις, να αποφεύγουν το κίνδυνο κλοπών και κάποιο επιπλέον όφελος τόκου

Σημειωτέον ότι, λόγω παρατεταμένων ελέγχων βραδύνει η ανάπτυξη των χρηματαγορών σε σχέση με το διεθνές περιβάλλον, πολλαπλασιάζονται οι δυσκολίες, ειδικότερα εν όψει αντιθέσεων μεταξύ των στόχων της νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής.

Το επίπεδο ανάπτυξης των αγορών χρήματος και κεφαλαίου αντανακλάται στον όγκο των συναλλαγών (τζίρος) των αξιόγραφων (financial instruments) ή στους θεσμούς που αποτελούν το πλαίσιο μέσα στο οποίο αναπτύσσονται οι αγορές αυτές.

8.3.1 Τα Έντοκα Γραμμάτια Δημοσίου.

Τα έντοκα γραμμάτια χρησιμοποιούνται από τις κυβερνήσεις των κρατών για την άντληση κεφαλαίων από το κοινό. Είναι ένα είδος δανεισμού από το κοινό με ένα συγκεκριμένο επιτόκιο, μια συγκεκριμένη περίοδο και ύψος κεφαλαίων, που διακανονίζεται ανάλογα με την χρονική περίοδο και τα επιτόκια. Έτσι έχουμε έντοκα γραμμάτια τρίμηνης, εξάμηνης και δωδεκάμηνης διάρκειας, ανώνυμα στον κομιστή με αντίστοιχα επιτόκια και ύψη κεφαλαίων. Η μεγαλύτερη χρονική διάρκεια προϋποθέτει φυσικά, μεγαλύτερα κεφάλαια και υψηλότερα επιτόκια. Ενώ το αντίθετο σημαίνει για μικρότερες χρονικές περιόδους.

Ωστόσο, ο υπολογισμός του τόκου ή της συνολικής απόδοσης των εν λόγω κεφαλαίων έχει ιδιαίτερη σημασία, γιατί ενδιαφέρει το πελατειακό κοινό. Ενώ από την άλλη πλευρά, ενδιαφέρεται και η κυβέρνηση για τα ποσά που θα πληρώσει ή θα της κοστίσει το δανειζόμενο χρήμα.

8.3.2 Συμφωνίες επαναγοράς (Repos)

Ο όρος repos (repurchase agreements), συμφωνίες επαναγοράς, αφορά πώληση και συμφωνία επαναγοράς ενός χρεογράφου (συνήθως του δημοσίου) σε προσυμφωνημένη τιμή. Οι συμφωνίες επαναγοράς αφορούν μικρά χρονικά διαστήματα, από μια νύχτα έως δύο μήνες το πολύ, και εξυπηρετούν συναλλασσόμενους οι οποίοι έχουν άμεση ανάγκη από υψηλά ποσά μετρητών για μικρό χρονικό διάστημα. Αυτή την ανάγκη ικανοποιούν πρόθυμα αυτοί που διαθέτουν υψηλά χρηματικά ποσά και επιθυμούν υψηλότερες αποδόσεις, από τον τραπεζικό τόκο κατάθεσης, χωρίς να είναι διατεθειμένοι να

διακινδυνεύσουν. Έτσι μέσα από τη διαδικασία των repos μπορούν στα σίγουρα να αποκομίσουν επιτόκια υψηλότερα από αυτά της τραπεζικής αγοράς καταθέσεων.

Αν μια τράπεζα έχει ανάγκη από μετρητά και κάποιος «καλός» πελάτης έχει διαθέσιμα μετρητά η τράπεζα του μεταβιβάζει ομόλογα για ορισμένο χρόνο με τη δέσμευση ότι θα τα ξαναγοράσει σε προκαθορισμένη τιμή, η οποία θα είναι αυξημένη με το ποσό των τόκων που θα λάβει ο πελάτης ως αμοιβή για τη διάθεση του χρηματικού ποσού. Όταν πάλι ένας πελάτης κάτοχος κρατικών ομολόγων χρειάζεται μετρητά, μεταβιβάζει τα ομόλογα στην τράπεζα με τη συμφωνία ότι θα τα ξαναγοράσει σε συγκεκριμένο χρόνο, με τιμή προσαυξημένη με τον τόκο που θα λάβει η τράπεζα (reverse repos).

Έτσι τα repos εξυπηρετούν τις ανάγκες άμεσης ρευστότητας των τραπεζών αλλά και ορισμένων πελατών. Δημιουργούν επιπλέον εισοδήματα στους κατόχους μεγάλων χρηματικών διαθεσίμων. Η ανάπτυξη των repos στην Ελλάδα είναι μεγάλη αφού διαθέτουν πολύ χαμηλό κίνδυνο.

8.3.3 Πιστοποιητικά καταθέσεων CD'S

Εκδίδονται από τράπεζες, και αποτελούν μια απαίτηση σε μια κατάθεση δηλαδή εκδίδεται με σκοπό την άντληση βραχυπρόθεσμων κεφαλαίων από την χρηματαγορά (από 1 μήνα έως 12 μήνες και πιο σπάνια με διάρκεια μερικών ετών). Οι επιχειρήσεις εκδίδουν τα CD'S σε συνεργασία με ένα άλλο χρηματοπιστωτικό ίδρυμα. Είναι ένα πιστοποιητικό που από εμπορικές τράπεζες Τα CD's ως διαπραγματεύσιμα χρηματοπιστωτικά όργανα εμφανίστηκαν στη δεκαετία του '60.

Είναι ένα αποδεικτικό έγγραφο μιας κατάθεσης την οποία έχει δεχθεί ο εκδότης του, για ένα καθοριζόμενο χρονικό διάστημα και έναντι ενός αναφερόμενου επιτοκίου. Λειτουργεί ανταγωνιστικά και πλεονεκτεί σε σχέση με μία συνηθισμένη προθεσμιακή κατάθεση αφού επειδή υπάρχει δευτερογενής αγορά διαπραγμάτευσης του μπορεί να πουληθεί πριν από την λήξη του, συνεπώς έχει μεγαλύτερη ρευστότητα. Σε αντάλλαγμα τώρα αυτής της προσφερόμενης ευελιξίας, ένα cd αποφέρει κατά τη χαμηλότερη απόδοση σε σχέση πάντα με τη προθεσμιακή κατάθεση στο ίδιο νόμισμα και για το ίδιο χρονικό διάστημα. Η διαφορά αυτή συνήθως είναι μεταξύ 1/16 και 1/8.

Πιστοποιητικά καταθέσεων εκδίδονται σε διάφορα κέντρα αλλά πρώτιστα στο Λονδίνο και στις ΗΠΑ. Κύριοι εκδότες είναι μεγάλες τράπεζες, βρετανικές αλλά και υποκαταστήματα ξένων τρα-

πεζών, ιδιαίτερα αμερικανικών και ιαπωνικών αλλά και από χώρες της ηπειρωτικής Ευρώπης. Οι εκδόσεις αφορούν μία ποικιλία νομισμάτων κυρίως βέβαια το δολάριο ΗΠΑ- Αυστραλίας και Καναδά, στερλίνα και ευρώ.

8.3.4 Εμπορικά χρεόγραφα (commercial paper) - (CP's)

Τα εμπορικά χρεόγραφα είναι βραχυπρόθεσμοι ανώνυμοι τίτλοι που εκδίδονται κατά κανόνα από εταιρείες κατ' ανάλογο τρόπο με τα πιστοποιητικά καταθέσεων που εκδίδουν οι τράπεζες. Είναι προφανές ότι για να έχει μια εταιρεία πρόσβαση σε μια τέτοια αγορά πρέπει πριν από όλα να διαθέτει επαρκώς καλή πιστωτική αξιολόγηση. Η μόνη εγγύηση που δίνεται από την εκδίδουσα επιχείρηση είναι το «καλό» της όνομα. Πωλούνται επί προεξοφλητικής βάσεως.

Πρόκειται λοιπόν για μια «υποσχετική» που έχει εκδοθεί για συγκεκριμένο ποσό, λήγει σε καθοριζόμενη ημερομηνία, και που η μόνη εγγύηση για αυτήν είναι η ποιότητα του ονόματος της εκδότριας εταιρείας. Είναι πάντως αναμενόμενο οι αποδόσεις των εμπορικών χρεογράφων να είναι, έστω και λίγο, καλύτερες από αυτή π.χ. των εντόκων γραμματίων λόγω αφενός μεν του υψηλού κινδύνου, αφετέρου δε της χαμηλότερης ρευστότητας. Εκτός από το χαμηλό κόστος δανεισμού τα εμπορικά ομόλογα είναι απλά όσο αφορά τις διαδικασίες που πρέπει να ακολουθήσει ο εκδότης για να τα εκδόσει και προσφέρουν μεγάλη ευελιξία, επειδή η ημερομηνία λήξης τους είναι προσαρμοζόμενη και ανταποκρίνεται στις διαχρονικά μεταβαλλόμενες ταμειακές ροές του εκδότη. Από την πλευρά των θεσμικών επενδυτών, τραπεζικών ή μη, θεωρούνται ως ελκυστικός τρόπος κάλυψης της πλεονάζουσας ρευστότητας τους, επειδή συνδυάζουν σχετικά υψηλό επιτόκιο απόδοσης και βραχύ χρονικό διάστημα δέσμευσης των κεφαλαίων.

Οι διάρκειες για τις οποίες εκδίδονται CP's είναι συνήθως βραχείες μέχρι 9 μήνες στις ΗΠΑ, μέχρι ένα χρόνο στην Ευρώπη. Εκδίδονται πάντα με έκπτωση επί της ονομαστικής τους αξίας, ενώ στη δευτερογενή αγορά τιμολογούνται στη μεν αγορά των ΗΠΑ σε όρους ποσοστού εκπτώσεως, στις δε ευρωπαϊκές αγορές συχνά σε όρους απόδοσης.

Στην αγορά των CP's κυριαρχούν οι επιχειρήσεις οι οποίες ειδικεύονται στη χρηματοδότηση πωλήσεων με δόσεις. Οι εταιρείες αυτές εκδίδουν τέτοιου είδους εμπορικά χρεόγραφα για την άντληση χρημάτων τα οποία μετά τα δανείζουν σε εταιρείες που πωλούν διάφορα καταναλωτικά αγαθά με δόσεις.

8.3.5 Χρεόγραφα τραπεζικής απόδοσης

Τα χρεόγραφα τραπεζικής απόδοσης μοιάζουν πολύ με τα εμπορικά χρεόγραφα στο ότι η έκδοση γίνεται στην πρωτογενή αγορά από εμπορική ή εισαγωγική επιχείρηση.

Η μόνη διαφορά μεταξύ τους είναι ότι κατά την εξόφλησης η ημερομηνία λήξης τους είναι εγγυημένη από τον φορέα την τράπεζα. Η εγγύηση αυτή συνιστά τα χρεόγραφα αυτά περιζήτητα στην αγορά από τους επενδυτές.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΝΑΤΟ

ΑΓΟΡΑ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΟΣ

9.1 Η έννοια της αγοράς συναλλάγματος.

Ως αγορά συναλλάγματος ορίζεται η αγορά στην οποία στην πραγματοποιούνται χρηματοοικονομικές συναλλαγές, σε νομίσματα διαφορετικά από το εγχώριο. Η πρωταρχική λειτουργία της αγοράς συναλλάγματος προφανώς συνίσταται στην ανταλλαγή νομισμάτων, αλλά με την ευρεία έννοια περιλαμβάνει και όλες τις χρηματοοικονομικές συναλλαγές που πραγματοποιούνται σε ξένο νόμισμα δηλαδή όταν κάποιος καταθέτη χρήματα σε ξένο νόμισμα ή κάποιο δάνειο.

Η αγορά συναλλάγματος διακρίνεται σε αγορά συναλλάγματος με την στενή έννοια όπου πραγματοποιούνται οι ανταλλαγές νομισμάτων και σε αγορά συναλλάγματος με την ευρεία έννοια όπου πραγματοποιούνται οι κάθε φύση χρηματοοικονομικές συναλλαγές σε ξένο νόμισμα. Αρά η έννοια ως συνάλλαγμα ορίζεται (foreign exchange) τα τραπεζογραμμάτια και τα νομίσματα τα οποία έχουν εκδοθεί από την κεντρική τράπεζα μιας ξένης χώρας. Επίσης στην έννοια του συναλλάγματος περιλαμβάνονται οι καταθέσεις σε ξένο νόμισμα, καθώς και οποιοδήποτε άλλο χρηματοοικονομικό μέσο μεγάλης ρευστότητας, όπως για παράδειγμα οι τραπεζικές επιταγές.

9.2 Οι βασικές λειτουργίες της αγοράς συναλλάγματος.

Η αγορά συναλλάγματος επιτελεί τέσσερεις βασικές λειτουργίες :

- Ø Η πρώτη λειτουργία είναι στην απλή μετατροπή χρήματος που έχει εκδοθεί από την κεντρική τράπεζα μιας χώρας, σε χρήμα που έχει εκδοθεί από την κεντρική τράπεζα μια άλλης χώρας.
- Ø Η δεύτερη λειτουργία είναι στ συμψηφισμό και στην εκκαθάριση των συναλλαγών οι όποιος έχουν πραγματοποιηθεί σε διεθνές επίπεδο.
- Ø Η τρίτη λειτουργία της αγοράς συναλλάγματος αποτελεί τον χώρο στον οποίο μπορούν να αντισταθμιστούν οι κίνδυνοι που απορρέουν από τις μεταβολές των συναλλαγματικών ισοτιμιών.
- Ø Η τέταρτη, η αγορά συναλλάγματος παρέχει την πίστωση σε διεθνές επίπεδο, ιδιαίτερα για την διευκόλυνση του διεθνούς εμπορίου.

Όπως γίνεται κατανοητό από τα παραπάνω στην αγορά συναλλάγματος περιλαμβάνει με την στενή έννοια μονό τις δυο πρώτες, ενώ με την ευρεία έννοια περιλαμβάνει και τις τέσσερις λειτουργίες.

9.3 Η κατηγοριοποίηση και οι συμμετέχοντες στην αγορά συναλλάγματος.

Καταρχήν στην αγορά συναλλάγματος συμμετέχουν δυο μεγάλες κατηγορίες:

- Ø Οι λεγόμενοι « δημιουργοί της αγοράς» (market makers), που είναι χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις που διαμορφώνουν τιμές αγοράς και πώλησης ξένου νομίσματος, στις οποίες δέχονται να κάνουν συναλλαγές με όποιον επιθυμεί.
- Ø Οι χρηστές (market takers) της αγοράς συναλλάγματος, που είναι οι επιχειρήσεις και οι άδοτες οι όποιοι προβαίνουν σε συναλλαγές στις προκαθορισμένες τιμές.

Επίπλων εκτός από την συγκεκριμένη διάκριση η αγορά συναλλάγματος διακρίνεται ανάλογα με την φύση των συναλλασσόμενο σε τρεις επιμέρους αγορές:

- Ø Στην αγορά μικρού σχετικά ύψους συναλλαγών (retail market) στην οποία ως χρηστές συμμετέχουν άδοτες, εισαγωγικές ή εξαγωγικές επιχειρήσεις και γενικότερα μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις που έχουν διεθνείς συναλλαγές και κατά συνέπεια έχουν ανάγκη για την αγορά συναλλάγματος.
- Ø Στη διατραπεζική αγορά (interbank market) στην οποία συμμετέχουν και από τις δυο πλευρές της συναλλαγής τράπεζες, ή γενικότερα χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις. Στην διατραπεζική αγορά καταφεύγουν οι χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, για να αναπροσαρμόσουν ή να διαμορφώσουν στο επιθυμητό επίπεδο τις ανοικτές θέσεις τους σε ξένο συνάλλαγμα. Οι λόγοι των αυτών συναλλαγών είναι είτε κερδοσκοπικοί είτε αντιστάθμισης κινδύνων από άλλες συναλλαγές, στις οποίες έχουν ήδη διενεργήσει οι χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις. Επίσης στην αγορά αυτή συμμετέχουν και άλλες χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις όπως οι χρηματομεσιτικές. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα ότι από την φύση των συμμετέχοντες αυτήν είναι η χονδρική αγορά, στην οποία διαμορφώνονται οι συναλλαγματικές ισοτιμίες στο σημείο της προσφοράς και της ζήτησης συναλλάγματος.
- Ø Η τρίτη αγορά συναλλάγματος είναι επίσης η αγορά στην οποία συμμετέχουν αποκλειστικά τράπεζες ή χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις. Στην περίπτωση αυτή όμως, οι επιχειρήσεις που συμμε-

τέχουν είναι διαφορετικών εθνικοτήτων και συγκεκριμένα οι τράπεζες διατηρούν ένα ευρύτατο δίκτυο ανταποκριτών τραπεζών διεθνώς με σκοπό την διευκόλυνση των συναλλαγών τους σε ξένο νόμισμα. Για παράδειγμα, μια ελληνική τράπεζα, η οποία έχει συναλλαγές με έναν Έλληνα εισαγωγέα ή εξαγωγέα ο οποίος εισάγει ή εξάγει εμπορεύματα από η προς την Έρμαιο, είναι πολύ σημαντικό να έχει σχέσεις με μια Γερμανική τράπεζα, ώστε να διευκολυνθούν οι συναλλαγές με τον Γερμανό εισαγωγέα ή εξαγωγέα αντίστοιχα. Για το σκοπό αυτό οι τράπεζες διατηρούν λογαριασμούς σε ξένο νόμισμα στις ανταποκρίτριες τράπεζες, οι όποιοι χρησιμοποιούνται μονό όταν παραστεί ανάγκη, για την ολοκλήρωση των χρηματοοικονομικών συναλλαγών.

Όπως γίνεται κατανοητό από την ανάλυση αυτή το κύριο χαρακτηριστικό της αγοράς συναλλάγματος είναι ότι αυτή αποτελεί μια διεθνή ή και ακόμα πιο ακριβείς μια παγκόσμια αγορά. Το δεύτερο χαρακτηριστικό της αγοράς συναλλάγματος είναι ότι αποτελεί μια αγορά που κυριολεκτικά λειτούργει όλο το 24ωρο.

9.4 Τύποι των συναλλαγών της αγοράς συναλλάγματος.

Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να αναφέρουμε ότι υπάρχουν δυο τύποι τιμών συναλλάγματος οι όποιοι είναι οι εξής:

- Ø Οι τιμές αγοράς (bit).
- Ø Οι τιμές πώλησης (ask or offer).

Οι τιμές αγοράς και πώλησης είναι οι τιμές στις οποίες οι δημιουργοί της αγοράς δηλαδή οι (market makers) είναι διηθημένη να αγοράσουν ή να πουλήσουν αντίστοιχα το ξένο νόμισμα. Οι τιμές αυτές προσδιορίζονται κατά βάση διατραπεζική αγορά συναλλάγματος, αναλογία με την υπάρχουσα ζήτηση και πρόσφορα. Οι χρηστές της αγοράς είναι υποχρεωμένη να αποδεχτούν τις τιμές αυτές που προφέρουν οι δημιουργοί της αγοράς. Το επίπεδο των τιμών των συναλλάγματος προσδιορίζεται ανάλογο με το ύψος της συναλλαγής. Για παράδειγμα οι τιμές συναλλάγματος ανάμεσα τραπεζών και ιδιωτών που αφορούν μικρό σχετικά ύψος συναλλαγών είναι αρκετά υψηλότερες από αυτές που διαμορφώνονται στην διατραπεζική αγορά. Αντίθετα στις μεγάλες συναλλαγές οι τιμές είναι περίπου όσες με της τιμές διατραπεζικής αγοράς. Από την πλευρά των market makers οι τιμές της αγοράς συναλλάγματος είναι πάντοτε χαμηλότερες. Η διάφορα μεταξύ της τιμής αγοράς και της τιμής πώλησης αποτελεί το επιχειρηματικό τους κέρδος. Για παράδειγμα οι παρακάτω τιμές είναι οι συναλλαγματικές ισοτιμίες μεταξύ του δολαρίου και ευρώ.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1.2 ΤΙΜΕΣ ΑΜΕΣΗΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΗΣ

1 Δολάριο	Αγορά (Bit)	Πώληση (Ask)
	0,7930	0,8190

Από το παραπάνω πινάκα καταλαβαίνουμε τον κάποιος πελάτης έρθει στην τράπεζα και εισπράττει μια τραπεζική επιταγή των 100 δολάρια. Η τράπεζα θα αγοράσει 100 δολάρια και θα δώσει στ πελάτη $100 * 0,7930 = 79.30$ ευρώ.

9.4.1 Οι μορφές της αγοράς συναλλάγματος.

Στην αγορά συναλλάγματος όπως και στην αγορά χρήματος διενεργούνται τέσσερεις τύπων συναλλαγών:

- Ø Οι τρέχουσες συναλλαγές .(spot)
- Ø Οι προθεσμιακές συναλλαγές. (forward)
- Ø Swaps
- Ø Arbitrage

Spot. Οι τρέχουσες συναλλαγές είναι οι αγοροπωλησίες συναλλάγματος, στις οποίες η παράδοση του ξένου νομίσματος γίνεται όντος δυο εργάσιμες ημέρες από την διενέργεια της συναλλαγής. Η συναλλαγματική ισοτιμία στις τρέχουσες συναλλαγές προσδιορίζετε κατά τον ίδιο τρόπο σύμφωνα με το οποίο προσδιορίζεται η τιμή οποιοδήποτε χρηματοοικονομικού προϊόντος στην τρέχουσα αγορά δηλαδή στο σημείο προσφοράς και της ζήτησης. Για παράδειγμα εάν υπάρξει μια αύξηση της ζήτησης ενός ξένου νομίσματος θα υπάρξει αύξηση της τιμής του ή το αντίθετο, μείωση.

Forward. Προθεσμιακή συναλλαγή είναι μια συναλλαγματική συμφωνία μεταξύ του αγοραστή και του πωλητή ότι σε μια μελλοντική ημερομηνία, ένα συγκεκριμένο πόσο νομίσματος θα παραδοθεί έναντι ενός αλλού σε μια τιμή που προκαθορίζεται στην ημερομηνία της συμφωνίας. Στην ημερομηνία αυτήν δεν γίνεται ανταλλαγή νομισμάτων αλλά κατά την ημέρα πληρωμής η τρέχουσα τιμή για το νόμισμα μπορεί να είναι μεγαλύτερη από την τιμή που έχει συμφωνηθεί όμως αυτό δεν έχει καμιά σημασία .Οι προθεσμιακές συναλλαγές γίνονται για ένα ή τρεις μήνες ή και έξι μήνες. Οι προθεσμιακές συναλλαγές άλλες φορές είναι υψηλότερης απτήν τρέχουσα τιμή και άλλοτε είναι χαμηλότερες.

Για παράδειγμα η σχέση δολαρίου και ευρώ.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1.3 ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΚΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ

Spot (τρέχουσα αγορά.)	1 δολάριο = 0.689 ευρώ
Forward (τριών μηνών)	1 δολάριο = 0.692 ευρώ

Αυτό σημαίνει ότι στην προθεσμιακή αγορά τριών μηνών το δολάριο είναι ισχυρότερο από ότι στην τρέχουσα αγορά. Δηλαδή για να αγοράσει κάποιος ένα δολάριο τώρα θα πρέπει να πληρώσει 0.689 ευρώ ενώ εάν κλείσει συμφωνία αγοράς δολαρίου σε τρεις μήνες τότε θα πρέπει να πληρώσει μετά από τρεις μήνες 0.692 ευρώ για κάθε ένα δολάριο.

Swaps. Τα swaps είναι οι μηχανισμοί που συνδέουν την αγορά συναλλάγματος με την διεθνή αγορά χρήματος δηλαδή είναι η πράξη κατά την οποία γίνεται κατά την ίδια στιγμή η αγοροπωλησία ενός νομίσματος έναντι ενός αλλού όμως όσον αφορά την ημερομηνία της πώλησης αλλά και της αγοράς είναι διαφορετικότεροι επενδυτές απάζουν την ευκαιρεί όταν στην αγορά χρήματος, η διάφορα του επιτοκίου του παρέχει την δυνατότητα να αγοράσει το νόμισμα που του δίνει το μεγαλύτερο επιτόκιο, για να πτυχή με το τρόπο αυτό την καλύτερη απόδοση του κεφαλαίου. Οι επενδυτές πράττουν αναλόγων τις τάσεις που υπάρχουν στην αγορά, για παράδειγμα ένας επενδυτής σε μια αγορά που οι συναλλαγματικές ισοτιμίες είναι σταθερές ο κίνδυνος που αναλαμβάνει είναι πολύ μικρός σε σχέση σε μια αγορά κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών γιατί στην συγκεκριμένη περίπτωση ο επενδυτής είναι αδύνατος να κάνει πρόβλεψη τι θα γίνει μετά πχ από τρεις μήνες. Άρα ο επενδυτής θα πρέπει να κάνει κάποια ενεργεία για να μπορέσει να εξασφαλίσει το επιθυμητό κέρδος του και αυτό είναι η τιμή αναφοράς έτσι ώστε αν κλείσει από τώρα την τιμή πώλησης του νομίσματος με το υψηλότερο επιτόκιο, που σημαίνει ότι θα προβεί σε μια πράξη swaps. Εάν η τιμή πώλησης του νομίσματος είναι μικρότερη από την τιμή της αναφοράς τότε δεν θα κερδίσει αρά δεν θα κάνει την συναλλαγή.

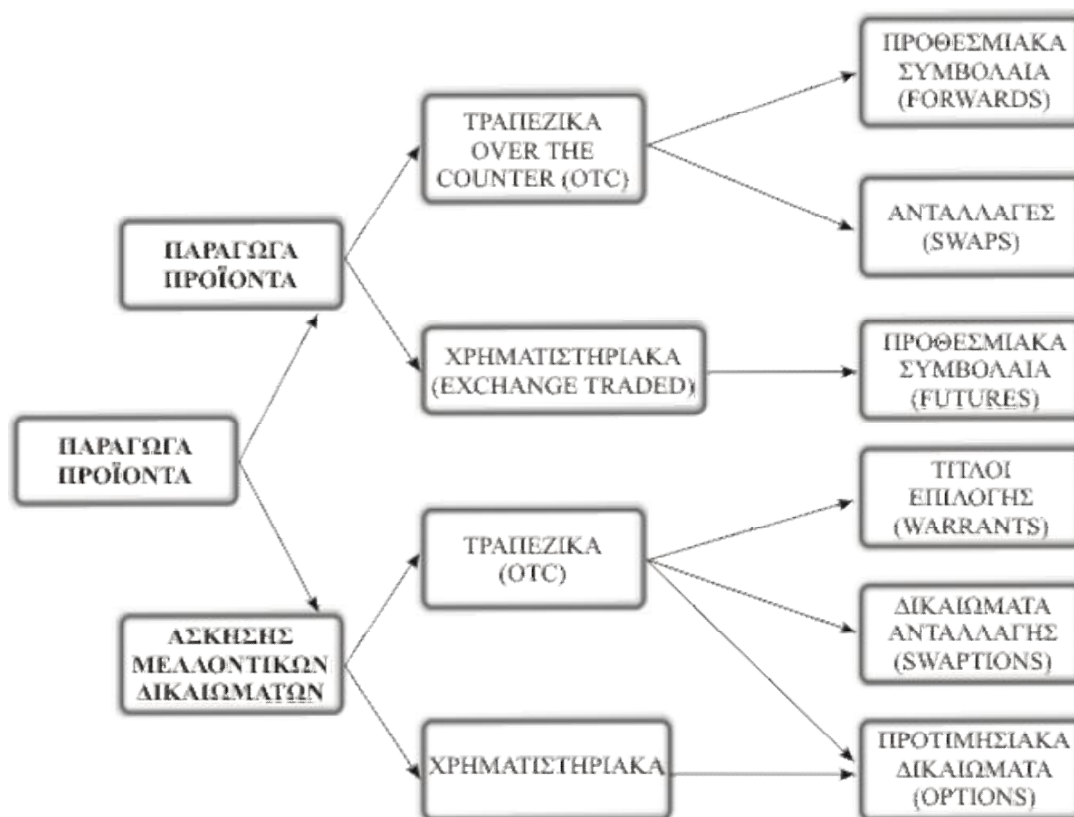
Arbitrage. Είναι η πράξη με την οποία αγοράζουμε ένα νόμισμα στην αγορά οπού είναι ασθενέστερο και το μεταπωλούμε στην αγορά οπού είναι ισχυρότερο. Σε μια οικονομία πάντα θα πρέπει να υπάρχει μια ενιαία τιμή του νομίσματος σε όλες τις αγορές συναλλάγματος. Πάρα ταύτα όμως υπάρχουν διαφορές στην τιμή ενός νομίσματος στις αγορές συναλλάγματος, για παράδειγμα η στερλίνα μπορεί να είναι ισχυρότερη στην Νέα Υόρκη από το Λονδίνο.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΚΑΤΟ ΑΓΟΡΑ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ

10.1 Παράγωγα, (Financial Derivatives) ή εξαρτημένες απαιτήσεις.

Γενικά, τα παράγωγα είναι χρηματοπιστωτικά μέσα (εργαλεία) τα οποία εξάγουν την αξία τους από το υποκείμενο προϊόν από το οποίο δημιουργούνται. Τα παράγωγα δεν είναι κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων. Είναι γνωστά και σαν εξαρτημένες απαιτήσεις γιατί εξαρτώνται από τις τιμές άλλων πρωτογενών προϊόντων. Οι αξίες τους παράγονται εξ' ολοκλήρου από το υποκείμενο μέσο-αγαθό επάνω στο οποίο είναι βασισμένα. Το υποκείμενο προϊόν μπορεί να είναι μετοχή, χρηματιστηριακός δείκτης, ομολογία, συναλλαγματική ισοτιμία, διάφορα προϊόντα όπως μέταλλα, ναύλα ή αγροτικά προϊόντα. Ένα μέρος προϊόντων βασίζεται σε προθεσμιακές πράξεις όπως είναι τα futures forwards και swaps και ένα άλλο βασίζεται σε μελλοντική άσκηση δικαιωμάτων όπως είναι τα options και τα warrants. Κύριος σκοπός αυτών των προϊόντων είναι η αντιστάθμιση κινδύνου (hedging) αλλά και η λήψη θέσεων με βραχυπρόθεσμο ή μακροπρόθεσμο ορίζοντα με βάση της προσδοκίες μας στην αγορά (speculation). Τα παράγωγα προϊόντα έχουν υποκειμενική αξία μετοχές, δείκτες μετοχών και ομολογίες. Να επισημανθεί, ότι υπάρχουν και ειδικευμένα παράγωγα που συνοδεύουν την τιμή νέων μετοχών ή ομολογιών για να τις κάνουν πιο ελκυστικές. Γενικά, οι κυριότερες αγορές προϊόντων είναι τα Futures και τα Options, κατατάσσει τα κυριότερα παράγωγα προϊόντα ανάλογα με το είδος τους και τον τρόπο διαπραγμάτευσής τους

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.2 ΠΑΡΑΓΩΓΑ Η ΕΞΑΡΤΗΜΕΝΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ



Πηγή: Σημειώσεις Π. Ζαχούρης, 2008

10.2 Τα κοινά χαρακτηριστικά όλων των παραγώγων προϊόντων.

Τα οικονομικά μέσα που οι χρήστες δημιουργούν για να διαπραγματευθούν ή να διαχειριστούν τις συμβατικές συμφωνίες των δύο μερών ή συμβαλλομένων (πωλητής – αγοραστής) Οι συμφωνίες αυτές διατυπώνουν τα ακριβή δικαιώματα και/ή τις υποχρεώσεις κάθε μέρους. Τα παράγωγα συμβόλαια έχουν μια τιμή, και οι αγοραστές προσπαθούν να αγοράσουν όσο πιο φθηνά μπορούν ενώ οι πωλητές προσπαθούν να πωλήσουν όσο πιο ψηλά μπορούν.

Όλα τα παράγωγα συμβόλαια έχουν ένα συγκεκριμένο χρόνο έως τη λήξη. Και τα δύο μέρη πρέπει να τηρήσουν τις υποχρεώσεις του συμβολαίου, ή, εάν επιθυμούν, να ασκήσουν τα δικαιώματα (δηλαδή, να αγοράσουν ή να πωλήσουν ένα συγκεκριμένο υποκείμενο μέσο) που προκύπτουν από το συμβόλαιο στη λήξη. Το συμβόλαιο τερματίζεται αυτόματα στην λήξη.

Με όλα τα συμβόλαια παραγώγων, στην έναρξη δημιουργείται μια διαδικασία ανταλλαγής πληρωμών που θα τεθεί σε εφαρμογή σε κάποια χρονική στιγμή στο μέλλον, κατά τη διάρκεια της ζωής του συμβολαίου. Σε κάποια από τα συμβόλαια δεν απαιτείται εκ των προτέρων πληρωμή. Αυτό που απαιτείται συχνά στην έναρξη είναι μια κατάθεση καλής πίστης, που δίνει στο άλλο μέρος της συναλλαγής υψηλότερο επίπεδο βεβαιότητας ότι οι όροι του συμβολαίου θα τηρηθούν. Με άλλα παράγωγα, ο αγοραστής κάνει μια πληρωμή στον πωλητή όταν για πρώτη φορά εισέρχεται στην σύμβαση. Η πληρωμή αφορά στην κτήση του δικαιώματος να αγοράσει ή να πωλήσει το υποκείμενο μέσο σε μια προκαθορισμένη τιμή κατά τη διάρκεια της ζωής του συμβολαίου.

Όλα τα παράγωγα συμβόλαια διευκολύνουν τη χρήση της μόχλευσης - τη δυνατότητα ελέγχου μεγάλων χρηματικών ποσών ενός υποκειμένου μέσου με ένα μικρό συγκριτικά αρχικό κεφάλαιο επένδυσης. Εφόσον η μόχλευση μπορεί να μεγεθύνει την επίδραση της μεταβολής των τιμών του υποκειμένου μέσου, η επιθετική χρήση της ενδέχεται να αποφέρει τεράστια κέρδη στον χρήστη, αλλά δημιουργεί επίσης και σοβαρούς κινδύνους. Για πολλά παράγωγα προϊόντα, ο λόγος του μεγέθους του υποκειμένου μέσου προς το αρχικό κεφάλαιο που απαιτείται είναι 30 ή 40 προς 1.

10.3 Η σπουδαιότητα και η αναγκαιότητα της αγοράς των παραγώγων.

Οι εταιρείες λειτουργούν σε ολοένα και πιο επικίνδυνο και ευμετάβλητο οικονομικό περιβάλλον. Αυτή η αυξημένη μεταβλητότητα προκάλεσε εκτεταμένες αυξομειώσεις στις εταιρικές κερδοφορίες. Με την αυξανόμενη οικονομική απελευθέρωση και παγκοσμιοποίηση, η επίδραση αυτής της μεταβλητότητας γίνεται ακόμη περισσότερο προφανής και δραματική. Η χρήση κάθε χρηματοοικονομικού εργαλείου συνήθως προκύπτει από αναγκαιότητα και αυτό είναι επίσης αληθές και για τα παράγωγα. Ευμετάβλητες συνθήκες αγοράς δημιούργησαν την ανάγκη για νέα και καινοτόμα χρηματοπιστωτικά μέσα για την διαχείριση του κινδύνου. Υποστηριζόμενη από την εντυπωσιακή ανάπτυξη της πληροφορικής και της τεχνολογίας, η παγκόσμια αγορά των παραγώγων γνώριζε εκρηκτική ανάπτυξη και καινοτομία.

Επιπλέον της διαχείρισης του κινδύνου, τα παράγωγα προϊόντα έχουν πολλές άλλες αποτελεσματικές και χρήσιμες εφαρμογές για ένα μεγάλο εύρος τελικών χρηστών συμπεριλαμβανομένων των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, κατασκευαστών, εταιρειών εξόρυξης

και εκμετάλλευσης φυσικών πόρων, αγροτών, λιανοπωλητών και κυβερνήσεων. Οι πιο γνωστές εφαρμογές πέραν της διαχείρισης του κινδύνου, είναι η μείωση του κόστους, η είσοδος και έξοδος από την αγορά, η κερδοσκοπική αντιστάθμιση, η κερδοσκοπία και η ενίσχυση αποδόσεων.

10.4 Βασικοί τύποι των χρηστών παραγώγων

Αφού γνωρίσαμε τα κυριότερα παράγωγα μπορούμε να κατατάξουμε τις συναλλαγές σε παράγωγα ανάλογα με το σκοπό των συναλλαγασόμενων σε αυτή την αγορά. Διακρίνονται σε τρεις κατηγορίες:

- Ø Τους κερδοσκόπους (speculators)
- Ø Όσους θέλουν να προφυλαχτούν από κινδύνους (hedgers)
- Ø Τους arbitrageurs.

Οι κερδοσκόποι παίρνουν θέσεις στην αγορά των παραγώγων ανάλογα με τις προβλέψεις τους. Είτε πιστεύουν ότι η τιμή ενός στοιχείου θα ανεβεί στο μέλλον είτε ότι η τιμή του θα πέσει. Ο hedger είναι κάποιος ο οποίος θέλει να μειώσει τον κίνδυνο που ήδη αντιμετωπίζει.

Δεν υπάρχει ακριβής μετάφραση της λέξης arbitrageur. Σημαίνει αυτόν που επιδιώκει το χωρίς κίνδυνο κέρδος από τη διαφορά τιμών ενός στοιχείου είτε στην ίδια αγορά είτε σε διαφορετικές αγορές. Εκμεταλλεύονται την κακή τιμολόγηση των παραγώγων και αυτό ότι το ίδιο χαρακτηριστικό αγοράζεται και πωλείται σε άλλη τιμή.

10.5 Οι βασικές κατηγορίες παραγώγων.

Οι βασικές κατηγορίες των παραγώγων που σημειωθέν έχει παρατηρηθεί μια αύξηση των προϊόντων αυτών παγκόσμιος είναι οι εξής τέσσερις .

1. Συμφωνίες αμοιβαίας ανταλλαγής πληρωμών (swaps)

Οι πρώτες συμφωνίες ανταλλαγής αφορούσαν ανταλλαγές νομισμάτων, τα οποία ήταν δημοφιλή στο Ηνωμένο Βασίλειο στα τέλη της δεκαετίας του '60 και στις αρχές του '70.

Το swap, που αποδίδεται στην ελληνική γλώσσα ως «ανταλλαγή», είναι ένα σύγχρονο χρηματοοικονομικό προϊόν που αναπτύχθηκε από τις αρχές της δεκαετίας του '80 με την υπογραφή της συμφωνίας ανταλλαγής των νομισμάτων φράγκου, μάρκου και δολαρίου

μεταξύ της IBM και της Διεθνούς Τράπεζας. Έκτοτε η τεχνική των swaps γνώρισε μεγάλη ανάπτυξη κυρίως λόγω της εντεινόμενης διεθνούς διακύμανσης των επιτοκίων και των συναλλαγματικών ισοτιμιών, ως αποτέλεσμα της απελευθέρωσης και της ενοποίησης των χρηματοπιστωτικών αγορών και της καθιέρωσης ενιαίων κανόνων.

Το swap αφορά την δέσμευση μεταξύ δύο ή περισσότερων μερών να ανταλλάξουν (swap) υποχρεώσεις πληρωμών ή δικαιώματα είσπραξης, ορισμένου ποσού και διάρκειας, στο ίδιο ή διαφορετικά νομίσματα. Τα swaps είναι ιδιωτικές συμφωνίες και δεν εισέρχονται στο χρηματιστήριο. Τα swaps βασίζονται στα συγκριτικά πλεονεκτήματα που, πιθανόν έχουν οι συναλλασσόμενοι σε όρους δανεισμού. Αν μια ελληνική επιχείρηση, για παράδειγμα, θέλει να επενδύσει στην Ρωσία και μία ρωσική στην Ελλάδα, η ελληνική επιχείρηση έχει συγκριτικό πλεονέκτημα να δανειστεί από την ελληνική τραπεζική αγορά επειδή πιθανόν είναι γνωστή και διαθέτει φερεγγυότητα στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα. Άρα, την συμφέρει να δανειστεί σε ευρώ από την ελληνική τραπεζική αγορά.

Επειδή όμως θα επενδύσει στην Ρωσία πάντα θα διατρέχει τον κίνδυνο της ισοτιμίας μεταξύ των νομισμάτων με δυσμενή για αυτήν τρόπο. Την ίδια ακριβώς κατάσταση αντιμετωπίζει και η ρωσική εταιρεία που θέλει να επενδύσει στην Ελλάδα. Η λειτουργία αυτού του προϊόντος έρχεται να καλύψει αυτή την ανάγκη των τραπεζικών πελατών, δηλαδή των επιχειρήσεων. Αν οι δύο επιχειρήσεις συνάψουν η κάθε μία στην χώρα της ισόποσα και ίσης διάρκειας δάνεια και στην συνέχεια συμφωνήσουν να ανταλλάξουν μεταξύ του ποσά, με την τρέχουσα ισοτιμία και παράλληλα, αναλάβουν τη δέσμευση να εξοφλούν τους τόκους σε τακτά χρονικά διαστήματα στο νόμισμα της χώρας που η κάθε μια θα επενδύσει καθώς και να αντιστρέψουν τα αρχικά ποσά σε δεδομένο μελλοντικό χρόνο (π.χ. μετά 4 χρόνια) με προσυμφωνημένη ισοτιμία, τότε θα έχουν ωφεληθεί από το συγκριτικό πλεονέκτημα δανειζόμενες η κάθε μια στη χώρα της, αλλά και εξασφαλιστεί από τον κίνδυνο αλλαγής ισοτιμίας των νομισμάτων.

2. Προθεσμιακές πράξεις ή συμφωνίες (Forward Contracts)

Το προθεσμιακό συμβόλαιο forward είναι μια σύμβαση μεταξύ δύο μερών να αγοράσουν ή να πουλήσουν ένα συγκεκριμένο αγαθό ή τίτλο αξίας σε μια προσυμφωνημένη μελλοντική ημερομηνία και σε προσυμφωνημένη τιμή παράδοσης. Ο αγοραστής συμφωνεί να αγοράσει το υποκείμενο στοιχείο σε συγκεκριμένη τιμή και σε συγκεκριμένη ημερομηνία (long position). Ο πωλητής συμφωνεί να πουλήσει το ίδιο στοιχείο στην ίδια ημερομηνία και στην ίδια

συμφωνημένη τιμή (short position). Τα προθεσμιακά συμβόλαια forwards εκκαθαρίζονται μόνο στην ημερομηνία λήξης τους. Το συμβαλλόμενο μέρος με την θέση του πωλητή παραδίδει το υποκείμενο στοιχείο σε αυτό με τη θέση του αγοραστή, εισπράττοντας σε μετρητά την προσυμφωνημένη τιμή παράδοσης. Τα προθεσμιακά συμβόλαια forwards μοιάζουν με τα futures αλλά δεν είναι δυνατόν να εισαχθούν στο χρηματιστήριο. Τα προθεσμιακά συμβόλαια forwards αφορούν συμφωνίες για μεγάλες ποσότητες διαφόρων εμπορευμάτων, όπως σιτάρι, σόγια, πετρέλαιο, πολύτιμα μέταλλα κ.λ.π. τα οποία χρησιμοποιούνται από διάφορες εταιρείες, οι οποίες εξασφαλίζονται από μελλοντικούς κινδύνους αλλαγής των τιμών.

3. Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (ΣΜΕ) - (futures)

Το προθεσμιακό συμβόλαιο είναι μια νομικά δεσμευτική συμφωνία μεταξύ δύο μερών να αγοράσουν ή να πουλήσουν ένα χρηματοοικονομικό προϊόν σε μια προκαθορισμένη τιμή με παράδοση όμως σε κάποια μελλοντική ημερομηνία. Ο αγοραστής ενός προθεσμιακού συμβολαίου έχει το δικαίωμα αλλά και την υποχρέωση, σε συγκεκριμένη ημερομηνία να καταβάλλει το προκαθορισμένο ποσό για να αγοράσει την συμφωνηθείσα ποσότητα του υποκείμενου της συμφωνίας (αυτή είναι και βασική διαφορά με τα options). Τα futures είναι συμβόλαια εμπορεύσιμα με την μορφή χρεογράφων, εισέρχονται στο χρηματιστήριο και αποτελούν αντικείμενο χρηματιστηριακών συναλλαγών. Την στιγμή που υπογράφεται η σύμβαση δεν γίνεται ανταλλαγή χρημάτων, για αυτό δίνεται ένα είδος εγγύησης - περιθωρίου (margin). Οι τιμές τους μεταβάλλονται ανάλογα με τις προσδοκίες για τις αναμενόμενες τιμές των υποκείμενων της συμφωνίας.

Με την προκαθορισμένη τιμή, αυτός που κάνει την προθεσμιακή αγορά, μπορεί να έχει μέχρι την προκαθορισμένη ημερομηνία άλλοτε κέρδος και άλλοτε ζημία. Με την εγγύηση εξασφαλίζεται ότι δεν θα πέσει κάτω από το επίπεδο της. Πάνω από το επίπεδο αυτό ο αγοραστής θα έχει κέρδος.

4. Βασικές θέσεις (στρατηγικές) στα futures:

Θέση αγοράς (long position): ονομάζεται η θέση του συμβαλλόμενου (αγοραστή) που υποχρεούται να αγοράσει το υποκείμενο προϊόν στην συμφωνημένη τιμή και στην συμφωνημένη ημερομηνία. Για να ακολουθήσει ο αγοραστής αυτή την θέση πρέπει να υπάρχουν ανοδικές προσδοκίες για την αγορά, αντιστάθμιση κιν-

δύνου της τιμής με την προοπτική για μελλοντική αγορά και αντιστάθμιση κινδύνου μιας θέσης πώλησης.

Θέση πώλησης (short position): ονομάζεται η θέση του συμβαλλόμενου (πωλητή) που υποχρεώνεται να πουλήσει το υποκείμενο προϊόν στην συμφωνημένη τιμή και στην συμφωνημένη ημερομηνία. Για να ακολουθήσει ο πωλητής αυτή την θέση θα πρέπει να υπάρχουν πρωτικές προσδοκίες για την αγορά, αντιστάθμιση κινδύνου της τιμής με την προοπτική για μελλοντική πώληση και αντιστάθμιση κινδύνου μιας θέσης αγοράς.

5. Συμφωνίες με προτιμησιακά δικαιώματα (options)

Το option που στα ελληνικά σημαίνει «επιλογή», είναι ένα σχετικά πρόσφατα αναπτυγμένο χρηματοοικονομικό εργαλείο όπου το προϊόν που αγοράζουμε ή πουλάμε δεν είναι φυσικό προϊόν (π.χ. δολάριο, μάρκο, μετοχές, πετρέλαιο κ.λ.π.) αλλά ένα δικαίωμα. Για την ακρίβεια είναι ένα συμβόλαιο σύμφωνα με το οποίο παρέχεται το δικαίωμα, όχι υποχρέωση, αγοράς ή πώλησης ενός αντικειμένου σε προκαθορισμένη τιμή ενός ορισμένου χρονικού διαστήματος. Εάν η τιμή δεν συμφέρει τον κομιστή του option, δεν υλοποιεί την υποχρέωση του, απλώς έχει το δικαίωμα και αν θέλει το ασκεί.

Τα option contracts εισάγονται στο χρηματιστήριο και αφορούν επιτόκια, συνάλλαγμα, μετοχές αλλά και εμπορεύματα. Η προκαθορισμένη τιμή στην οποία μπορεί να αγοραστεί ή να πουληθεί το φυσικό προϊόν από τον αγοραστή λέγεται option (τιμή εξασκήσεως) ενώ η τιμή που έχει το option και την εισπράττει ο πωλητής ως αντιστάθμιση του γεγονότος ότι παραχωρεί ένα δικαίωμα και απομένει ο ίδιος εκτεθειμένος στις κινήσεις της αγοράς λέγεται premium.

ΜΕΡΟΣ ΤΡΙΤΟ
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΝΤΕΚΑΤΟ
ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ

11.1 Ιστορική αναδρομή του Ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Σύμφωνα με την ιστορική αναδρομή το Ελληνικό καθεστώς διατηρούσε τη σύνδεση της δραχμής με το χρυσό. Έπειτα, οι ελληνικές αρχές ανησυχώντας για τυχόν αποσταθεροποιητικές επιπτώσεις και νομισματική αστάθεια, και τις πιέσεις που δεχόταν η δραχμή αναγκάστηκε να εγκαταλείψει τον κανόνα του χρυσού. Συνεπώς, το νέο νομισματικό καθεστώς της επέτρεπε να παίξει πιο ενεργό ρόλο στη διαμόρφωση των οικονομικών εξελίξεων της χώρας. Παρότι η Τράπεζα δεν δεσμευόταν πλέον από την πειθαρχία που επέβαλλε ο κανόνας χρυσού, η νομισματική και πιστωτική της πολιτική, όπως και των περισσότερων άλλων κεντρικών τραπεζών την εποχή εκείνη, παρέμεινε προσανατολισμένη στη διαφύλαξη της σταθερότητας των τιμών και τη διασφάλιση της ισορροπίας στο ισοζύγιο πληρωμών, όπως άλλωστε προέβλεπαν οι καταστατικές της διατάξεις. Άρα, στην Ελλάδα την δεκαετία εκείνη η νομισματική πολιτική ασκήθηκε κάτω από δύσκολες συνθήκες, καθώς συχνά το μείγμα οικονομικής πολιτικής δεν ήταν το ενδεδειγμένο. Πρόσθετες δυσκολίες δημιουργούσε το γεγονός ότι το χρηματοπιστωτικό σύστημα συνέχιζε να λειτουργεί υπό καθεστώς ενός πολύπλοκου πλαισίου διοικητικών κανόνων και ρυθμίσεων που, εκτός του ότι είχε αποδειχθεί αναποτελεσματικό, δημιουργούσε σοβαρές στρεβλώσεις στη λειτουργία του πιστωτικού συστήματος και περιόριζε τις δυνατότητες άσκησης αποτελεσματικής νομισματικής πολιτικής (Γκαργκάνας, 2003, Τράπεζα της Ελλάδος, 2003).

Με την κατάργηση της Νομισματικής Επιτροπής (το 1980) η Τράπεζα της Ελλάδος έθεσε σε κίνηση τη διαδικασία για τη βαθμιαία απελευθέρωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος, η οποία πραγματοποιήθηκε σταδιακά, ώστε να συνδυαστεί με την αναδιάρθρωση της οικονομίας και να αποφευχθούν αποσταθεροποιητικές επιδράσεις από απότομες μεταβολές στην κίνηση κεφαλαίων. Μετά την ολοκλήρωση της απελευθέρωσης του ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος, από τα μέσα της δεκαετίας του '90 μέχρι την είσοδο της χώρας στο τρίτο στάδιο της ΟΝΕ και την υιοθέτηση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής από τον Ιανουάριο του 2001, η Τράπεζα της Ελλάδος είχε πλέον στη διάθεσή της αποτελεσματικά και πιο ευέλικτα μέσα νομισματικού ελέγχου, βασιζόμενα στους μηχαν-

νισμούς της αγοράς, και ήταν σε θέση να αντιδρά έγκαιρα και αποτελεσματικά στις μεταβολές των οικονομικών συνθηκών (Τράπεζα της Ελλάδος, 2003, Χαλίκια, 2005).

Συνεπώς, το χρηματοπιστωτικό σύστημα είναι αποτέλεσμα μιας μακράς ιστορικής εξελικτικής πορείας που εξατομικεύεται με την ανάπτυξη εξειδικευμένων αγορών επενδυτικών και χρηματοδοτικών προϊόντων και υπηρεσιών. Περιλαμβάνει μια σειρά από «υποκαταστήματα», ώστε η ταύτιση του ενίοτε με όρους όπως «τραπεζικό σύστημα», «ασφαλιστικό σύστημα» κλπ να μην ανταποκρίνεται στην συνολική του διάσταση, συγκρότηση, οργάνωση και λειτουργία. Η ανάλυση του χρηματοπιστωτικού συμπεριλαμβάνει «τα μέσα», τις υπηρεσίες και παράλληλα το μηχανισμό της μεταβίβασης χρηματικών πόρων από τις πλεονασματικές στη χρηματοδότηση ελλειμματικών μονάδων στα πλαίσια της διαδικασίας μετασχηματισμού και ανακατανομής των αποταμιεύσεων σε έργα παγίων επενδύσεων.

Η ανάλυση του χρηματοπιστωτικού είναι γενικότερα χρήσιμη για την συσσώρευση θεωρητικών γνώσεων και την ανάπτυξη της σκέψης. Με σκοπό την ολοκληρωμένη ανάλυση αλλά και την απλοποίηση των πραγματικών συστημάτων, ενίοτε γίνεται σχεδίαση και χρήση υποδειγμάτων και διαφόρων και άλλων τεχνικών μεθόδων, με συνεργασία διαφόρων επιστημονικών ειδικοτήτων και τεχνολογικών εξειδικεύσεων.

Με βάση τα διορθωτικά χαρακτηριστικά το χρηματοπιστωτικό έχει αποστολή τη δημιουργία χρήματος και χρηματοοικονομικών απαιτήσεων και την διευκόλυνση της ομαλής διενέργειας των συναλλαγών που εκφράζονται σε χρήμα στα πλαίσια της σύγχρονης εγχρήματης οικονομίας. Το χρηματοπιστωτικό σύστημα περιλαμβάνει σήμερα μια μεγάλη σειρά από συγκροτημένους θεσμούς και φορείς όπως το τραπεζικό σύστημα στο οποίο υπάγεται η Κεντρική Τράπεζα, οι εμπορικές τράπεζες, επενδυτικές τράπεζες, οι κτηματικές τράπεζες και οι αποκαλούμενοι «λοιποί πιστωτικοί οργανισμοί», στους οποίους υπάγονται διάφοροι αποταμιευτικοί ιδίως φορείς, ασφαλιστικές εταιρείες, συνταξιοδοτικοί οργανισμοί, αμοιβαία κεφάλαια.

11.2 Βαθμός εισχώρησης εξελίξεων στο Ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα

Η κυριότερη εξέλιξη ήταν η σύσταση της Επιτροπής Εκσυγχρονισμού του Τραπεζικού Συστήματος και του Χρηματιστηρίου, με κύριο έργο τη σύνταξη των αναγκαίων Προεδρικών Διαταγμάτων και Πράξεων του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος για την ενσωμά-

τωση στην ελληνική τραπεζική νομοθεσία των νομοθετικών ρυθμίσεων που περιλαμβάνονταν στις τρεις σημαντικότερες οδηγίες (2η Τραπεζική Οδηγία. Οδηγία για τα ίδια κεφάλαια των πιστωτικών ιδρυμάτων και Οδηγία για το συντελεστή φερεγγυότητας) για την διαμόρφωση της ενιαίας ευρωπαϊκής τραπεζικής αγοράς. Η επιτροπή συνέταξε επτά σχέδια προεδρικών διαταγμάτων, εκ των οποίων τα τρία αφορούν τον αμιγή τραπεζικό τομέα, δηλαδή την ενσωμάτωση των πιο πάνω Οδηγιών, ενώ τα άλλα τέσσερα αφορούσαν το χρηματιστήριο. Καταρτίστηκε επίσης σχέδιο νόμου για το χρηματιστήριο και τις εταιρείες επενδύσεων και αμοιβαίων κεφαλαίων, το οποίο ψηφίστηκε από τη Βουλή και σήμερα αποτελεί νόμο του κράτους.

Σημαντική εξέλιξη αποτέλεσε επίσης το φαινόμενο της ίδρυσης πολλών νέων ιδιωτικών τραπεζών στην ελληνική αγορά, της εισόδου στην αγορά νέων ξένων τραπεζών και της αύξησης των υποκαταστημάτων τους.

Ευνοϊκή εξέλιξη αποτέλεσε και το φαινόμενο της επιτυχούς σημαντικής αύξησης των ιδίων κεφαλαίων των τραπεζών μέσω του χρηματιστηρίου, γεγονός που δημιούργησε μια νέα, πολύ ευνοϊκότερη, κατάσταση σχετικά με το θέμα της επάρκειας των κεφαλαίων των ελληνικών τραπεζών.

Η απελευθέρωση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος από τον κρατικό παρεμβατισμό συνεχίστηκε με γρήγορα βήματα. Κύριες μεταβολές ήταν η μεταρρύθμιση του συστήματος χρηματοδότησης της βιοτεχνίας, η σημαντική μείωση (και η προοπτική οριστικής κατάργησης) των υποχρεωτικών τοποθετήσεων των εμπορικών τραπεζών σε έντοκα γραμμάτια του δημοσίου, η κατάργηση των ορίων στην πιστωτική επέκταση ορισμένων εξειδικευμένων πιστωτικών ιδρυμάτων (ΑΕ, κτηματικές τράπεζες, Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων, Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο), η κατάργηση της επιδότησης των επιτοκίων των καταθέσεων και των τραπεζικών ομολόγων που εκδίδανε ορισμένοι από τους οργανισμούς αυτούς.

Σημαντικής σπουδαιότητας ήταν επίσης η απόφαση για επιβολή φόρου επί των τόκων των τραπεζικών καταθέσεων, καθώς και η συνεπαγόμενη δραματική μείωση του ρυθμού αύξησης αυτών των καταθέσεων κατά το 1991. Άμεσο αποτέλεσμα αυτών των εξελίξεων ήταν η τεράστια αύξηση του ποσοστού χρηματοδότησης του ελλείμματος του δημοσίου τομέα κατευθείαν από το μη τραπεζικό τομέα.

Τέλος, αξιοσημείωτη εξέλιξη αποτέλεσε η προώθηση της απελευθέρωσης της κίνησης μακροπρόθεσμων κεφαλαίων για έλληνες κατοίκους και η εγκαθίδρυση από το 1-1-1992 της ελεύθερης προθεσμιακής αγοράς συναλλάγματος.

11.2.1 Επιπτώσεις την Ευρωπαϊκής Ολοκλήρωσης.

Η χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση, ως κεφαλαιώδες τμήμα του προγράμματος «εσωτερικής αγοράς» της Ευρωπαϊκής Ένωσης, έχει ήδη συντελεστεί. Από το 1993 τα κοινοτικά πιστωτικά ιδρύματα δραστηριοποιούνται στον ενιαίο πλέον Ευρωπαϊκό χώρο, υπό συνθήκες ελευθερίας εγκατάστασης και παροχής διασυνοριακών χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών. Μετά και την πλήρη κατάργηση των περιορισμών στην κίνηση των κεφαλαίων, διαμορφώθηκε ένα νέο τραπεζικό τοπίο. Στο νέο αυτό περιβάλλον κυριαρχεί ο ανταγωνισμός τιμών και ποιότητας υπηρεσιών. Αυτό υποκίνησε τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να προσαρμοστούν στις καθημερινά μεταβαλλόμενες συνθήκες, διαμορφώνοντας στρατηγικές συμμαχίες, με εξαγορές και συγχωνεύσεως, με συνεργασίες ή επεκτάσεις, ώστε να αξιοποιήσουν τα διαθέσιμα περιθώρια οικονομιών κλίμακας αλλά και οικονομιών φάσματος (economies of scope).

Στο νέο πλαίσιο, εξάλλου, η άσκηση της τραπεζικής εποπτείας από τις κεντρικές τράπεζες ή τις αρμόδιες διοικητικές αρχές έχουν ήδη μεταβληθεί ριζικά. Η έμφαση δίνονταν πλέον στη διασφάλιση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, με προληπτικούς και ουσιαστικούς ελέγχους που αποσκοπούσαν στον περιορισμό των κινδύνων, πιστικών, λειτουργικών και συστημάτων (systemic), τους οποίους συνεπάγονταν ο διαρκώς αυξανόμενος ανταγωνισμός σε ένα ολοένα πιο σύνθετο και απαιτητικό περιβάλλον.

11.2.2 Η πιστωτική απελευθέρωση.

Η απελευθέρωση του ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος ακλούθησε έστω και με καθυστερήσεις ή παλινδρομήσεις, τις γενικότερες κατευθύνσεις και τάσεις που παρατηρήθηκαν προηγουμένως στον Ευρωπαϊκό χώρο. Η πορεία απελευθέρωσης επιταχύνθηκε ουσιαστικά από τα τέλη της του 1990. Τόσο η πολιτεία όσο και η Τράπεζα της Ελλάδος, ανταποκρινόμενες στην ανάγκη προσαρμογής του ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος προς τις κοινοτικές και διεθνείς προδιαγραφές, προχώρησαν με αποφασιστικά βήματα στη διαμόρφωση ενός θεσμικού πλαισίου με βασικά χαρακτηριστικά:

- Ø Τη βαθμιαία μείωση, αρχικώς, και την πλήρη κατάργηση, τελικώς των υποχρεωτικών επενδύσεων σε τίτλους του Δημοσίου.
- Ø Την πλήρη απελευθέρωση των επιτοκίων καταθέσεων και χορηγήσεων,
- Ø Την άρση των πάσης φύσεως περιορισμών στην κίνηση των κεφαλαίων

- Ø Την κατάργηση των επιδοτήσεων επιτοκίου,
- Ø Τη διεύρυνση του φάσματος των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών,
- Ø Τον εκσυγχρονισμό της νομοθεσίας που διέπει τη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς.

Η σημερινή τραπεζική αγορά έχει εμπλουτισθεί συνεπώς με νέα εργαλεία και θεσμούς, που συμβάλλουν στην βελτίωση της λειτουργικής αποτελεσματικότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος και προωθούν τη διαφάνεια των συναλλαγών, τη σταθερότητα της αγοράς και την προστασία των συναλλασσομένων.

Είναι σχεδόν αυτονόητο ότι η απελευθέρωση του πιστωτικού συστήματος και η εντεύθεν υποκινούμενη ενίσχυση του ανταγωνισμού και των δυνάμεων της αγοράς συνεπάγονταν θετικά, κατ' αρχήν, αποτελέσματα για την οικονομία και τον επιχειρηματικό της τομέα. Το γεγονός, για παράδειγμα, ότι αναπτύχθηκαν νέοι θεσμοί, νέα χρηματοδοτικά εργαλεία και πιο σύνθετα προϊόντα, προσέφερε πολλαπλά οφέλη στις επιχειρήσεις αλλά και στους ιδιώτες. Όμως, η ενίσχυση του ανταγωνισμού δεν οδήγησε αφ' εαυτής στην αποκλιμάκωση των επιτοκίων και του κόστους δανεισμού των επιχειρήσεων. Για την εξέλιξη βεβαίως αυτή δεν ευθύνεται η ίδια η διαδικασία απελευθέρωσης, αλλά ορισμένα χαρακτηριστικά που αφορούν την θεσμική - ιδιοκτησιακή συγκρότηση του τραπεζικού συστήματος και τις μακροοικονομικές εξελίξεις.

Πράγματι η απελευθέρωση θα έπρεπε λογικά να οδηγούσε, μεταξύ άλλων, σε μία βελτίωση του λειτουργικού κόστους των τραπεζών και σε μια εξυγίανση του τραπεζικού τομέα, που άμεσα ή έμμεσα το κράτος έλεγχε τα $\frac{3}{4}$ και δεν επέτρεψε την ουσιαστική συμπίεση του λειτουργικού κόστους. Από την άλλη πλευρά, έχει ήδη συσσωρευτεί από το παρελθόν, αλλά δυστυχώς εξακολουθεί ακόμη και σήμερα να συσσωρεύεται, ένα κόστος, που αντανακλά τη συγκεκριμένη σύνθεση και την ποιότητα του χαρτοφυλακίου των τραπεζών. Σε ότι αφορά ειδικότερα, στη σύνθεση των ενεργητικών στοιχείων, είναι αξιοσημείωτο ότι ένα δυσανάλογα υψηλό τμήμα του ενεργητικού αφορά σε «εθελούσιες» τοποθετήσεις σε τίτλους του Δημοσίου με επιτόκια που προσαρμόζονται περιοδικά από το ίδιο το Δημόσιο. Αυτό δημιούργησε διάφορες δυσκαμψίες, τα αποτελέσματα των οποίων εμφανίστηκαν καθαρά κατά την περίοδο της νομισματικής κρίσης του Μαΐου 1994, όταν το μεν κόστος χρήματος για τις τράπεζες αυξήθηκε θεαματικά και άμεσα, ενώ την ίδια στιγμή ένα μεγάλο μέρος του ενεργητικού τους (τίτλοι Δημοσίου) εξακολουθούσε να φέρει αποδόσεις διοικητικά προκαθορισμένες. Σε ότι τώρα αφορά την ποιότητα του χαρτοφυλακίου δανείων των υπό κρατικό έλεγχο τραπεζών, φάνηκε ότι υπήρχαν σοβαρά προβλήματα λόγω της μακ-

ρόχρονης πρακτικής της χορηγήσεως πιστώσεων βάσει έξω-οικονομικών συχνά κριτηρίων.

Τα συσσωρευμένα αυτά προβλήματα εμπόδιζαν, τουλάχιστον ένα αξιόλογο τμήμα του τραπεζικού τομέα που βρίσκονταν υπό κρατική εξάρτηση, να επωφεληθεί πλήρως του νέου περιβάλλοντος με εξοικονόμηση κόστους και ποιοτική βελτίωση του χαρτοφυλακίου του, έτσι ώστε να ήταν σε θέση, εν συνεχεία, να μετακυλούσε τα οφέλη και στους χρήστες των υπηρεσιών με τη μορφή χαμηλότερων επιτοκίων. Η Ελλάδα αποτελούσε πιθανότατα τη μοναδική χώρα στον κόσμο, όπου το ποσοστό κρατικής ιδιοκτησίας ή ελέγχου της τραπεζικής αγοράς έφθανε στα προαναφερθέντα μεγέθη.

Ένας δεύτερος, πάντως, παράγοντας που παρεμπόδιζε τη μείωση του κόστους δανεισμού των επιχειρήσεων αλλά και των ιδιωτών συνδέεται με τις εντεινόμενες εκείνα τα χρόνια δημοσιονομικές ανισορροπίες. Οι ανισορροπίες αυτές κρατούσαν τα πραγματικά επιτόκια σε σχετικώς υψηλά επίπεδα για δυο τουλάχιστον λόγους. Ο πρώτος προέρχονταν από τις ανάγκες του Δημοσίου να δεσμεύσει ένα εξαιρετικά μεγάλο τμήμα των εθνικών αποταμιευτικών πόρων, παραμερίζοντας, μέσω της ύψωσης των δανειστικών επιτοκίων, τις ιδιωτικές μονάδες (crowding out effect). Ο δεύτερος λόγος συνδέεται με τους ποικίλους κινδύνους (επικράτειας, συναλλαγματικούς ή άλλους), που η δυσμενής τότε πορεία των δημοσιονομικών δεικτών ενσωμάτωσε στο κόστος χρήματος και δανεισμού των μονάδων που λειτουργούσαν στην Ελλάδα.

11.2.3 Η Νομισματική Πολιτική από το 1980 σε Περιβάλλον Απελευθέρωσης.

Η πορεία προς την πιστωτική απελευθέρωση που ακολουθήθηκε από τα τέλη της δεκαετίας του 1980 επηρέασε επίσης και την άσκηση της νομισματικής πολιτικής, Όπως είναι γνωστό, οι νομισματικές αρχές, πέρα από την επάρκεια των μέσων που διαθέτουν, αντιμετώπιζαν το πρόβλημα της επίτευξης των επιδιώξεων τους κατά τον πλέον αποτελεσματικό τρόπο. Καλούνταν, με άλλα λόγια, να εφαρμόσουν την προσφορότερη και καταλληλότερη στρατηγική, δυο είναι οι οδοί που κατά βάση ακολουθούνται: η λεγόμενη άμεση προσέγγιση, ή η στρατηγική ενός σταδίου που επικεντρώνεται απευθείας στην επίτευξη του τελικού στόχου (σταθερότητα τιμών), και η έμμεση προσέγγιση ή η στρατηγική των δυο σταδίων, που στηρίζεται στην επιλογή ενδιάμεσων στόχων.

Κατά τη διάρκεια της μεταπολιτευτικής περιόδου, που χαρακτηρίζεται από υψηλό πληθωρισμό και έντονες δημοσιονομικές ανισορροπίες, η Τράπεζα της Ελλάδος στηρίχθηκε στη στρατηγική των

ενδιάμεσων στόχων. Ενόσω διατηρούντο ακόμη περιορισμοί στην κίνηση των κεφαλαίων, οι μεταβολές στην ρευστότητα αποτελούσαν τον ενδιάμεσο νομισματικό στόχο. Μετά την απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων, ο στόχος της συναλλαγματικής ισοτιμίας της δραχμής φάνηκε να αποκτά αυξανόμενη σημασία. Είναι φανερό ότι η υιοθέτηση μιας ευέλικτης και αποτελεσματικής στρατηγικής ενδιάμεσων στόχων προϋπόθετε βεβαίως ότι τόσο η ρευστότητα όσο και η συναλλαγματική ισοτιμία αποτελούσαν χρήσιμες μεταβλητές πληροφόρησης.

11.2.4 Νέα Προϊόντα και Τραπεζική Εποπτεία.

Η Τράπεζα της Ελλάδος, όπως είναι γνωστό, δεν ήταν μόνον υπεύθυνη για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής. Είχε και την ευθύνη της σταθερότητας και της υγείας του πιστωτικού συστήματος. Μια σειρά από περιστατικά στο διεθνή χώρο, που συνδέονταν με τη χρήση των λεγόμενων παραγώγων χρηματοπιστωτικών μέσων (derivatives), όπως αυτό της κατάρρευσης της Barings στη Μεγάλη Βρετανία, αναζωπύρωσε το ενδιαφέρον γύρω από τα νέα αυτά προϊόντα και την καταλληλότητα της εποπτείας εκ μέρους των αρμοδίων αρχών.

Αν και η χρήση παραγώγων προϊόντων τότε ήταν ακόμη υποτυπώδης στη χώρα μας, αναμένεται ευλόγων ότι θα αποκτούσαν βαθμιαία αυξανόμενη σημασία. Είναι επομένως, ενδιαφέρον να εξετασθούν οι τρόποι με τους οποίους το ευαίσθητο αυτό ζήτημα αντιμετώπιστηκε από διεθνείς οργανισμούς και εποπτικές αρχές.

Με το θέμα ακριβώς αυτό καταπιάνεται ο Χ. Γκόρτσος, ο οποίος αναλύει τις συγκεκριμένες προτάσεις που είχαν διατυπωθεί σε ότι αφορά στη διαφάνεια των σχετικών συναλλαγών, την καταλληλότητα της εποπτείας των αγορών, στις οποίες γίνονταν η διαπραγμάτευση των νέων αυτών προϊόντων, και τέλος, την επάρκεια των προληπτικών ελέγχων στους οποίους υπόκεινται οι τράπεζες και οι χρηματιστηριακές επιχειρήσεις, μείζονος σημασίας παίκτες στις σχετικές αγορές. Όλα αυτά τα ζητήματα απέκτησαν (ακόμα και σήμερα) ιδιαίτερη σημασία για το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα, δεδομένου ότι η απελευθέρωση της αγοράς και την ευρωπαϊκή χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση, δημιουργήθηκαν πλέον οι προϋποθέσεις για την ανάπτυξη του όγκου των συναλλαγών σε παράγωγα προϊόντα και στη χώρα μας.

11.2.5 Ο εκσυγχρονισμός της κεφαλαιαγοράς.

Η ανάπτυξη και ο εκσυγχρονισμός της κεφαλαιαγοράς ακολούθησε γενικές γραμμές, η σημασία της υπήρξε διαχρονικά αυξανόμενη. Τόσο στην Ελλάδα όσο και στο εξωτερικό οι εισηγμένες εταιρείες στα χρηματιστήρια αξιών αντιπροσωπεύουν ένα σχετικά μικρό ποσοστό του συνολικού αριθμού επιχειρήσεων. Παρά το γεγονός ότι την προηγούμενη δεκαετία σημειώθηκαν αθρόες εισαγωγές εταιρειών στο ελληνικό χρηματιστήριο, από τον κατάλογο εξακολουθούν να απουσιάζουν αρκετές αξιόλογες επιχειρηματικές μονάδες. Το ερώτημα που αναδύεται, επομένως, είναι γιατί πολλές εταιρείες δεν αποφασίζουν την εισαγωγή τους και με ποιά κριτήρια προκρίνουν τυχόν είσοδο τους.

Παρά τα σημαντικά βήματα προς την κατεύθυνση της ανάπτυξης και του εκσυγχρονισμού του, κατά τα τελευταία χρόνια, το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών εξακολουθεί να χαρακτηρίζεται από αξιοσημείωτες δυσλειτουργίες και έλλειψη ικανοποιητικών συνθηκών ανταγωνισμού. Σχεδόν όλες, βεβαίως, οι αναδυόμενες αγορές κεφαλαίου χαρακτηρίζονται από σοβαρές ατέλειες στη λειτουργία τους, άρα η ελληνική δεν αποτελεί εξαίρεση του κανόνα αυτού. Οι αναδυόμενες αυτές αγορές υπόκεινται συνήθως σε συχνούς κλυδωνισμούς που οφείλονται σε έξω-οικονομικές επιδράσεις και αυξάνουν την αβεβαιότητα.

Τα χρηματιστήρια των οικονομιών αυτών στερούνται βάθους, λόγω του μικρού αριθμού τόσο των εισηγμένων μετοχών όσο και των συναλλασσόμενων επενδυτών, καθώς επίσης και του περιορισμένου όγκου των συναλλαγών. Η κατάσταση αυτή οδηγεί συχνά σε συναλλαγές που διακρίνονται από συστηματική πληροφόρηση.

Στα πλαίσια αυτά, τόσο τις εξελίξεις και τις τάσεις που επικρατούν στο ελληνικό χρηματιστήριο από άποψη λειτουργικού πλαισίου όσο και τη διασύνδεση του με τα χρηματιστήρια των ανεπτυγμένων οικονομιών. Η σχέση μεταξύ επιμέρους αγορών κεφαλαίου μετοχών επηρεάζει τις αποφάσεις των επενδυτών, που αποβλέπουν στη μεγαλύτερη δυνατή απόδοση της επένδυσής τους μέσω της κατάλληλης διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου τους. Για αυτό και παρουσιάζει ενδιαφέρον η επίδραση των τιμών των μετοχών χωρών με προηγμένες αγορές κεφαλαίου στις τιμές των ελληνικών μετοχών.

Ένα άλλο σημαντικό ζήτημα αφορά τη συμπεριφορά των τιμών των αρχικών εισαγωγών εταιρειών στο χρηματιστήριο αξιών Αθηνών κατά το πρώτο έτος διαπραγμάτευσης. Τα στατιστικά ευρήματα των οποίων αποκαλύπτουν πως οι νεοεισαχθείσες εταιρείες εισήγαγαν τις μετοχές τους σε τιμές πολύ χαμηλότερες σε σχέση με τις χρηματιστηριακές τιμές που διαμορφώθηκαν κατά την έναρξη της διαπ-

ραγμάτευσης τους. Έτσι θεμελιώνεται το συμπέρασμα ότι οι εταιρείες εισάγονται κατά κανόνα με υποτιμημένες μετοχές, συμπέρασμα συνεπές με αντίστοιχα ευρήματα από άλλες χώρες με παρόμοιες θεσμικό πλαίσιο και βαθμό ανάπτυξης των αγορών κεφαλαίου.

11.3 Η παγκόσμια κρίση και η ελληνική οικονομία

Η παγκόσμια κρίση έχει αγγίξει και την ελληνική οικονομία. Και εν μέρει λόγω αυτής, έχουν αποδυναμωθεί οι ευνοϊκοί παράγοντες που επί πολλά χρόνια στήριζαν την ισχυρή και αδιατάρακτη ανάπτυξη στη χώρα μας. Στα χρόνια της ανάπτυξης η εγχώρια ζήτηση αυξανόταν ταχύτερα από την εγχώρια προσφορά, ο πληθωρισμός διαμορφωνόταν σε επίπεδα μονίμως υψηλότερα από το μέσο όρο της ζώνης του ευρώ, το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών διευρυνόταν και το εξωτερικό χρέος του ιδιωτικού και του δημόσιου τομέα διογκωνόταν συνεχώς.

Η ισχυρή αναπτυξιακή επίδοση της Ελλάδας κατά την τελευταία δεκαετία βασιζόταν σε μη διατηρήσιμους παράγοντες. Με μέση αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ σχεδόν 4% ετησίως μεταξύ 2000 και 2009, έναντι 2% στη ζώνη του ευρώ, η εισοδηματική διαφορά της Ελλάδας με τον μέσο όρο της ζώνης του ευρώ μειώθηκε από 25% σε περίπου 10%. Αυτό αντανακλούσε την κατακόρυφη αύξηση της εγχώριας ζήτησης, ιδίως στην κατανάλωση και στις επενδύσεις σε κατοικίες. Υψηλές αυξήσεις των πραγματικών μισθών, ταχεία πιστωτική μεγέθυνση - υποστηριζόμενη από την ελευθέρωση του χρηματοπιστωτικού τομέα και από τα χαμηλά πραγματικά επιτόκια που συνδέονταν με την υιοθέτηση του ευρώ - και χαλαρή δημοσιονομική πολιτική συνέβαλαν σε έντονη ανάπτυξη. Κατά την περίοδο 2000-2009, το εξωτερικό εμπόριο επηρέασε αρνητικά την ανάπτυξη και το μερίδιο των εξαγωγών στο ΑΕΠ μειώθηκε από 25% σε 19%.

Η παγκόσμια κρίση του 2008-2009 έφερε στο φως τα τρωτά σημεία της Ελλάδας. αποτέλεσμα, το κλίμα στις αγορές για την Ελλάδα επιδεινώθηκε απότομα στις αρχές του 2010. Η οικονομική επιβράδυνση είχε βαρύ τίμημα για τα δημόσια οικονομικά. Οι σημαντικές υπερβάσεις δαπανών και η κατακόρυφη πτώση των κρατικών εσόδων ώθησαν το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης σε εκτιμώμενο ποσοστό 13,6% του ΑΕΠ το 2009. Το δημόσιο χρέος έφθασε το 115% του ΑΕΠ στο τέλος του 2009. Επιπλέον, η έκταση της επιδείνωσης της δημοσιονομικής θέσης αποκαλύφθηκε αργά, λόγω σοβαρών ελλείψεων στα συστήματα λογαριασμών και στατιστικών της Ελλάδας. Το γεγονός αυτό καθυστέρησε την εφαρμογή διορθωτικών μέτρων και εξέπληξε τις αγορές, οι οποίες άρχισαν να ανησυχούν σχετικά με τη δημοσιονομική διατηρησιμότητα. Οι κυριότεροι οργα-

νισμοί αξιολόγησης υποβάθμισαν τη χώρα, η δε απόδοση των κρατικών ομολόγων και τα περιθώρια των CDS αυξήθηκαν απότομα από το τέλος του 2009.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΩΔΕΚΑΤΟ ΠΟΡΙΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΚΑΤΕΥΘΥΝΣΕΙΣ ΤΗΣ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΚΑΙ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ (Concluding remarks)

12.1 Πορίσματα διεθνούς οικονομίας.

Η ύφεση που βαραίνει την Αμερικανική οικονομία τα τελευταία χρόνια και ειδικά από το 1999 και έπειτα φαίνεται δια ριπή οφθαλμού. Σαν κινητήριο μοχλός η αμυντική βιομηχανία φάνηκε να κάλυπτε αυτό το κενό κατ' επανάληψη, όμως σήμερα δεν είναι αρκετό. Τα οικονομικά σκάνδαλα, η κατάρρευση της Enron (της μεγαλύτερης εταιρείας στο τομέα της ενέργειας) και επιπλέον η αδυναμία των δανειοληπτών να αποπληρώσουν τις υποχρεώσεις τους, με αντίκτυπο στις δυο μεγαλύτερες εταιρείες τη Fannie Mae και τη Freddie Mac που δραστηριοποιούνται στην αναχρηματοδότηση ενυπόθηκων δανείων (στην Ελλάδα η υπηρεσία αυτή έχει εισχωρήσει στο 4%) και οδηγήθηκαν στην κατάρρευση το 2008, παρ' όλα αυτά τα λεγόμενα «τοξικά ομόλογα έχουν ήδη διοχετευθεί στις αγορές άλλων χωρών με δυσάρεστες συνέπειες.

Τα τελευταία χρόνια έχει παρατηρηθεί συνεχόμενη διόγκωση του Αμερικανικού ελλείμματος πράγμα το οποίο δεν καλύπτεται εξολοκλήρου από τους δανειστές της, σαν άμεσο επακόλουθο την έκδοση νέου νομίσματος. Τα παραπάνω κάνουν επιτακτική την ανάγκη λήψης μέτρων τέτοιων ώστε να εξυγιανθεί η οικονομία, να υπάρξει κρατικός παρεμβατισμός, ακόμη και κρατικοποίηση εταιρειών. Αποτέλεσμα των εγχώριων «προβλημάτων», διεθνώς υπάρχει αποσταθεροποίηση του δολαρίου ως αποθεματικού νομίσματος.

Στον αντίποδα η πάλε ποτέ Ρωσική αυτοκρατορία επί ετών Σοβιετικής Ένωσης, αντικαταστάθηκε έπειτα από την πτώση του Συστήματος του Υπαρκτού Σοσιαλισμού από μια αναδυόμενη Ρωσική οικονομία. Σαν συνέπεια αυτού του γεγονότος έχουμε την αλλαγή του οικονομικού συστήματος σε μια υπό ανάπτυξη «καπιταλιστική» οικονομία. Με σημαντικές απώλειες από αυτήν την αλλαγή σχεδόν σε όλους τους τομείς της οικονομίας (ναυτιλία, βιομηχανία, υπηρεσίες, υγεία κ.α.) θα διανύσει μια περίοδο έντονης ανασφάλειας και συνεχούς πτώσεις έως το 1998 και έπειτα ανάκαμψης με κύριο μοχλό τις επενδύσεις ξένων χωρών αλλά και τις πλούσιες πηγές σε πρώτες ύλες με σημαντικότερου από οικονομικής πλευράς το πετρέλαιο με τη συνεχόμενη αύξηση στην τιμή του και κύριος προμηθευτής σε φυσικό αέριο και πετρέλαιο στην διευρυμένη Ευρωπαϊκή Ένωση.

Στην προσπάθεια να απεξαρτηθεί από το πετρέλαιο η ΕΕ επιδοτεί όλες τις ενέργειες που χρειάζονται να γίνουν για να την εφαρμογή των Ανανεώσιμων Πηγών Ενέργειας (ΑΠΕ) παρ' όλα τα γρα-

φειοκρατικά προβλήματα που ανακύπτουν από μέλος σε μέλος, όπως την αιολική και ηλιακή (μέσω φωτοβολταϊκών), έχει θεσπίσει και όρια καθώς μέχρι το 2012 θα πρέπει η ενέργεια από τις ΑΠΕ να καλύπτει το 20% της κατανάλωσης.

Από τα τέλη του 2008 η Ευρωπαϊκή Ένωση διανύει μια περίοδο έντονου κλυδωνισμού του χρηματοπιστωτικού της συστήματος, αρχής γενομένης με την πτώχευση της Ισλανδίας, στην συνέχεια η Ελλάδα και τελευταία η Πορτογαλία εισχώρησαν στον μηχανισμό στήριξης και ειδικά η Ελλάδα και με άμεσο κίνδυνο η Ισπανία και η Ιταλία. Επίσης η πολιτική του δυνατού ευρώ δεν βοηθάει την περιφέρεια στον βαθμό που χρειάζεται για να είναι ανταγωνιστική στα προϊόντα της με τις άλλες αναπτυσσόμενες χώρες.

Η κρίση στην παραγωγή τροφής και δε στον πρωτογενή τομέα δεν έχει κοπάσει ακόμα, η διάθεση των ισχυρών οικονομικά χωρών για «πριμοδότηση» των ενεργειακών φυτών (βιοκαύσιμα) και η στροφή των ασθενέστερων οικονομικά στις λεγόμενες τρίτες χώρες γεωργών να αυξήσουν το εισόδημα τους, έχει οδηγήσει σε κατακόρυφη αύξηση στην τιμή των τροφίμων, πλέον όχι μόνο στον πρωτογενή τομέα αλλά και στον δευτερογενή, κάτι που επηρεάζει και τις ανεπτυγμένες οικονομίες, ΗΠΑ(NAFTA), ΕΕ (ΚΑΠ), Ελλάδα. Το αποτέλεσμα που βιώνουμε σήμερα έχει την αιτία του στην απόφαση των ανεπτυγμένων χωρών να «ανεξαρτητοποίηση» εν μέρει τουλάχιστον από το πετρέλαιο και να δώσουν έμφαση στα βιοκαύσιμα. (σήμερα στην προσπάθεια τους να κρατήσουν χαμηλές τιμές στα τρόφιμα, αρκετές χώρες μείωσαν ή ακόμα και προσωρινά κατήργησαν τους φόρους στα εισαγόμενα τρόφιμα κυρίως από υποανάπτυκτες χώρες).

Ένα ακόμα σημαντικό στοιχείο που θα μπορούσαμε να προσθέσουμε είναι το μεταναστευτικό κύμα που μαστίζει όλες ανεπτυγμένες χώρες. Λόγω των συνθηκών που επικρατούν και προκειμένου οι μετανάστες να εργασθούν αναγκαστικά μειώνουν το εισόδημά τους, συμπαρασύροντας προς τα κάτω και τον εκάστοτε γηγενή πληθυσμό. Σημαντικό ρόλο επίσης διαμορφώνει και το ποσοστό ανεργίας το οποίο επηρεάζεται από τον αριθμό των οικονομικών προσφύγων που γίνονται αποδεκτοί κατά περιόδους και χωρίς να λαμβάνεται υπόψη το σημείο του οικονομικού κύκλου στο οποίο βρίσκεται η οικονομική δραστηριότητα της χώρας που τους φιλοξενεί.

12.2 Πορίσματα της Ελληνικής οικονομίας.

Μετά την άρση των συναλλαγματικών περιορισμών στις τρέχουσες συναλλαγές και την κίνηση κεφαλαίων και, τέλος, την προώθηση σημαντικών μεταρρυθμίσεων για την περαιτέρω ανάπτυξη του

θεσμικού πλαισίου λειτουργίας των πιστωτικών ιδρυμάτων και γενικότερα των αγορών χρήματος και κεφαλαίου – έχουν δημιουργήσει ένα νέο και περισσότερο ανταγωνιστικό περιβάλλον μέσα στο οποίο λειτουργεί σήμερα το πιστωτικό σύστημα. Ότι δηλαδή η κατάργηση των διοικητικών παρεμβάσεων και ρυθμίσεων που, μέχρι και πριν την απελευθέρωση της, έθεταν σοβαρά εμπόδια στην ανάπτυξη των χρηματοπιστωτικών αγορών.

Η διεθνής πείρα έδειξε ότι ο εντεινόμενος ανταγωνισμός στον τραπεζικό τομέα οδήγησε κατά καιρούς στο να υπερεκτιμηθούν οι ευκαιρίες και τα βραχυπρόθεσμα κέρδη και να υποεκτιμηθούν οι πιστωτικοί και οι άλλοι κίνδυνοι που συνδέονται, σε ορισμένες περιπτώσεις, με την ταχεία διεύρυνση των τραπεζικών εργασιών. Γι' αυτό το λόγο απαιτείται ιδιαίτερη προσοχή και σύνεση κατά τη διαχείριση της τραπεζικής διαμεσολάβησης. Το νέο ανταγωνιστικό περιβάλλον, πέρα από τις προκλήσεις και τις ευκαιρίες ανάπτυξης, ελλοχεύει και σοβαρούς κινδύνους, όπως ανέδειξαν τα πρόσφατα παγκόσμια γεγονότα.

Συγκριτικά με τα διεθνή ισχύοντα, οι υπηρεσίες που προσφέρει η χώρα μας είναι χαμηλού επιπέδου, μη προστιθέμενης αξίας και μη ανταγωνιστικές με άμεσο αποτέλεσμα τη μείωση των εξαγωγών των αγαθών και υπηρεσιών. Ένα σημαντικό ακόμη πρόβλημα είναι ότι ήρθαν στην επιφάνεια οι λανθασμένες πολιτικές επιλογές διαχείρισης του δημόσιου τομέα και η κατασπατάληση του δημόσιου χρήματος.

12.3 Προτάσεις και μέτρα για την Ελληνική οικονομία.

Συνεπώς, ως πρώτο μέτρο συνιστάται η ελληνική οικονομία να ξεπεράσει τις αδυναμίες που αντιμετωπίζει στο δημόσιο τομέα με νέα εκσυγχρονισμένα μέτρα εξυγίανσης του, και θα έπρεπε να επαναπροσδιορίσει την οργάνωση και λειτουργία του ώστε να μην συρρικνωθεί αλλά να καταστεί αποτελεσματικότερος και πιο παραγωγικός, να βελτιώσει την οικονομική και κοινωνική υποδομή, έτσι ώστε να μεγιστοποιήσει την προσφερόμενη ποιότητα υπηρεσιών και να θεμελιωθεί η μακροοικονομική σταθερότητα.

Το δεύτερο μέτρο που προτείνεται είναι η απλοποίηση του πολύπλοκου φορολογικού καθεστώτος της ελληνικής οικονομίας και η αντιμετώπιση των πολλών διαρθρωτικών εμποδίων που οφείλονται στη μεγάλη γραφειοκρατία και στην παραοικονομία. Η παραοικονομία οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στο παράδειγμα μίμησης διαφθοράς που επικρατεί έως σήμερα στο σύνολο της ηγεσίας της

Το τρίτο μέτρο είναι η ενασχόληση με τον παραγωγικό τομέα της προστασίας του περιβάλλοντος ο οποίος δεν έχει αξιοποιηθεί

πλήρως από τους κυβερνώντες. Αξίζει να σημειωθεί ότι οι ΗΠΑ αποφάσισαν να στηρίζουν σημαντικό κομμάτι της ανάπτυξης τους στην «πράσινη οικονομία». Πράγματι, οι εναλλακτικοί τρόποι παραγωγής ενέργειας, η διαχείριση των απορριμμάτων, η εξυπηρέτηση των ανθρώπινων δραστηριοτήτων μέσα από το πρίσμα της προστασίας του περιβάλλοντος αποτελούν ευκαιρίες δημιουργίας νέων θέσεων εργασίας και εισοδημάτων που θα δράσουν ενισχυτικά στη ζήτηση. Αυτή τη στιγμή στην Ελλάδα καλύπτεται το 7% από ΑΠΕ και ένα 5% υπό κατασκευή.

Το τέταρτο μέτρο που προτείνεται είναι η αύξηση των δαπανών στον τομέα της παιδείας, από 3% στο 5% του ΑΕΠ, με μέσο όρο στην ΕΕ 5.2% που πέραν όλων των προφανών ωφελειών που θα προκύψουν, θα αποτελέσει και μια σημαντική επένδυση στην ανάπτυξη του ανθρώπινου κεφαλαίου. Η έρευνα αποτελεί αναπόσπαστο κομμάτι της παιδείας και ανάπτυξης μιας χώρας, συγκεκριμένα η Ελλάδα σύμφωνα με την συνθήκη της Λισσαβόνας πρέπει να αυξήσει τις συνολικές της δαπάνες από το 0.63% στο 3% του ΑΕΠ, καθώς συγκριτικά με τις χώρες της ΕΕ, η Ελλάδα βρίσκεται στην 21^η από τους 25 χώρες.

Το πέμπτο μέτρο καθώς η οικονομική πολιτική που ακολουθήθηκε μέχρι τώρα είχε ως αποτέλεσμα την διόγκωση του ΑΕΠ της Ελληνικής οικονομίας και όχι την πραγματική αύξηση του πλούτου της οικονομίας. Λέγοντας πλούτο της οικονομίας εννοούμε κατά βάση τον δευτερογενή τομέα, δίνοντας λοιπόν κίνητρα για την ανάπτυξη ή παλιννόστησή του.

Ένα από τα πιο βασικά δικαιώματα που έχουν όλα τα διεθνώς αναγνωρισμένα κράτη είναι το δικαίωμα της κυριαρχίας που ασκούν στην επικράτειά τους. Η Σύμβαση των Ηνωμένων Εθνών για το Δίκαιο της Θάλασσας (UNLOSC) του 1982, μεταξύ άλλων, δίνει σαφείς ορισμούς για την Αιγιαλίτιδα Ζώνη (Α.Ζ.) ή τα Χωρικά Ύδατα, τη Συνορεύουσα ή Παρακείμενη Ζώνη, την Αποκλειστική Οικονομική Ζώνη (ΑΟΖ). Η Ελλάδα την υπέγραψε στις 21 Ιουλίου 1995. Μια από τις χρυσές πηγές που έχει η Ελλάδα αδρανοποιείται και η παραχώρηση αδειών προς εκμετάλλευση του υδάτινου ορίζοντα.

Το έκτο μετρό αφορά το τραπεζικό τομέα που έχει πληγεί ασύμμετρα και το οποίο βρίσκεται αυτή την στιγμή με πρόβλημα ρευστότητας, οι συνεχείς εγγυήσεις από το κράτος ύψους 108 δις δεν απέφεραν τα επιθυμητά αποτελέσματα και σαν συνέπεια την επιφόρτιση τους στο δημόσιο χρέος. Άρα για την απόδοση του τραπεζικού τομέα οι επιδοτήσεις θα πρέπει να σταματήσουν ή αν εξακολουθήσουν να υπάρχουν θα πρέπει να εφαρμοστεί το σχέδιο της έμμεσης κρατικοποίησης, το οποίο δείγματα έχουμε από την ΗΠΑ και Αγγλία.

Έτσι παραμένει ο επενδυτικός κίνδυνος και το φαινόμενο της κοινωνικοποίησης των ζημιών εξαλείφεται.

Κλείνοντας, θα πρέπει να τονιστεί ότι πάρα το μέγεθος και την ένταση των προβλημάτων που αντιμετωπίζει η ελληνική οικονομία, ο ορθός σχεδιασμός της ευημερίας του λαού της οικονομικής και πολιτικής στρατηγικής θα βοηθήσει σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα να γίνουν ορατά τα πρώτα σημάδια ανάκαμψης.

ΠΗΓΕΣ - ΑΝΑΦΟΡΕΣ

Αγγελόπουλος, Π. Χ., (2005), *Τράπεζες και χρηματοπιστωτικό σύστημα: αγορές, προϊόντα, κίνδυνοι*, Αθήνα Εκδόσεις Α. Σταμούλης,

Γκαργκάνας, Ν. (2003), «Η επέτειο των 75 χρόνων από την έναρξη λειτουργίας της Τράπεζας», *Ομιλία του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος*, 3 Νοεμβρίου, Τράπεζα της Ελλάδος, (http://www.bankofgreece.gr/Pages/el/Bank/News/Speeches/DispItem.aspx?Item_ID=71&List_ID=b2e9402e-db05-4166-9f09-e1b26a1c6f1b).

Ζαχούρης, Π. (2006), *Χρηματοπιστωτικές Αγορές*.

Κιόχος Π, Παπανικολάου, Γ. (2000), *Χρήμα-Πίστη-Τράπεζες*, Εκδόσεις Ελληνικά Γράμματα Αθήνα.

Κυριόπουλος, Κ. (1999), *Διεθνής Κεφαλαιαγορές*, Τόμος Ι Θεωρία και Ανάλυση, Εκδόσεις Ανικούλα Θεσσαλονίκη.

Λαπαβίτσας, Κ. (2008), “Για την χρηματοπιστωτική κρίση”, τεύχος 103, σελ. 13-24, περιοδικό *International Socialism*, περίοδος: Απρίλιος Ιούνιος.

Λώλος, Σ. (1999), *Χρηματοοικονομική Ανάπτυξη και Οικονομική Μεγέθυνση*, Τμήμα Οικονομικής και Περιφερειακής Ανάπτυξης (ΤΟΠΑ), mimeo, Πάντειο Πανεπιστήμιο.

Λώλος, Σ. (1999), *Το ζήτημα της Χρηματοοικονομικής Απελευθέρωσης*, ΤΟΠΑ, mimeo, Πάντειο Πανεπιστήμιο.

Προβόπουλος, Γ. (1995), *Το Ελληνικό Χρηματοπιστωτικό Σύστημα: Τάσεις και Προοπτικές*, Ίδρυμα Οικονομικών και Βιομηχανικών Ερευνών (ΙΟΒΕ), Αθήνα.

Προβόπουλος, Γ. (2009), “Ο ρόλος του πιστωτικού συστήματος στην έξοδο από την κρίση και στην μακροχρόνια οικονομική και κοινωνική ανάπτυξη”, *Εκδήλωση της Οικονομικής και Κοινωνικής Επιτροπής της Ελλάδος στο King George Palace, Τράπεζα της Ελλάδος*.

Προβόπουλος, Γ. και Π. Καπόπουλος (2001), *Η δυναμική του χρήματος-οικονομικού συστήματος*, Εκδ. Κριτική, Αθήνα.

Θωμαδάκης, Σ. (2001), “*Η ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς και η ανάπτυξη της οικονομίας*”, Τάσεις Η ελληνική οικονομία

Βασιλείου Δ., (1999), *Ανάλυση και Διαχείριση Επενδύσεων*, Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, Αθήνα.

Fabozzi F. J., (1999), *Investment Management*, 2nd ed., Prentice-Hall, Upper Saddle River, New Jersey.

Farrell, J. Jr., (1997), *Portfolio Management: Theory & Application*, 2nd ed., McGraw-Hill, New York.

Reilly, F. K. and K. Brown (1997), «Investment Analysis and Portfolio Management», 5th ed., *The Dryden Press*, Orlando.

Αλεξάκης .Π *Τραπεζικό Περιβάλλον. Το χρηματοπιστωτικό σύστημα.*

http://www.infosoc.gr/infosoc/el-GR/grafeiotypou/news/infosoc_news/news_greek/058aep_10-03-2006.htm

<http://www.alfavita.gr/artro.php?id=14806>

<http://www.bankofgreece.gr/Pages/default.aspx>

<http://ropewalker.pblogs.gr/339689.html>

<http://www.cyprus.gov.cy/moi/pio/pio.nsf/all/AB89462E00BC0F73C22575710025E69C?opendocument>

<http://www.agora.mfa.gr/agora/images/docs/rad1B612ANNUAL%20REPORT%202009.pdf>

http://www.cres.gr/etres/pdf/etres/RES_el_v2.pdf

http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_liquidityswaps.htm

<http://www.economist.com/node/11751139>

http://irregular-migration.hwwi.de/typo3_upload/groups/31/4.Background

_Information/4.3.Policy_Briefs_NATIONAL/Greece_PolicyBrief_C1
andestino_Nov09_2_gr.pdf

<http://www.euretirio.com/2010/04/anergia.html#ixzz1MwYoEEFN>