

**ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΠΑΤΡΩΝ**

**ΣΧΟΛΗ: ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ**

**ΤΜΗΜΑ: ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟΥ ΣΧΕΔΙΑΣΜΟΥ ΚΑΙ  
ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΑΚΩΝ ΣΥΣΤΗΜΑΤΩΝ**

**ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**

**«ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΕ ΟΜΟΛΟΓΑ ΚΑΙ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ  
– ΚΕΡΔΟΣΚΟΠΙΑ Ή ΕΠΕΝΔΥΣΗ»**



Ονοματεπώνυμο Σπουδαστριών:

ΕΥΘΥΜΙΟΥ ΜΑΓΔΑΛΗΝΗ

ΖΟΥΠΑ ΟΡΙΑΝΑ – ΕΛΕΝΗ

ΕΠΟΠΤΕΥΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ

ΚΑΪΜΑΚΗΣ ΑΝΔΡΕΑΣ

**ΠΑΤΡΑ 2010**

*Η μανία της αυξήσεως του πλούτου και η μανία της αυξήσεως των γνώσεων έχει τα κοινά χαρακτηριστικά, ότι όσον περισσότερα αποταμιεύει κανείς, τόσο λιγότερα νομίζει ότι κατέχει.*

*Δημήτριος Καμπούρογλου, 1852-1942,  
Έλληνας γνωμικογράφος*

## **Πίνακας Περιεχομένων**

Πρόλογος.....	5
---------------	---

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ: ΤΑ ΒΑΣΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΕΡΓΑΛΕΙΑ ΚΑΙ Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ**

1.1	Εισαγωγικά.....	9
1.2	Η έννοια των δανειακών κεφαλαίων.....	10
1.3	Η θεωρία των επιτοκίων.....	11
1.3.1	Τύποι επιτοκίων.....	11
1.3.2	Καμπύλες απόδοσης .....	12
1.3.3	Θεωρίες για την κλίση της καμπύλης απόδοσης .....	13
1.3.4	Ονομαστικά και πραγματικά επιτόκια.....	15
1.4	Αγορές χρήματος και κεφαλαίου.....	19
1.5	Τα μέσα μετασχηματισμού της αποταμίευσης σε δανειακό κεφάλαιο.....	22
1.6	Η ανταγωνιστική δομή της Ελληνικής τραπεζικής .....	27
1.7	Κατηγορίες και διαχείριση τραπεζικών κινδύνων.....	33
1.7.1	Κίνδυνος και αβεβαιότητα .....	34
1.7.2	Κίνδυνος εισοδήματος και κίνδυνος κεφαλαίου .....	34
1.7.3	Κατηγορίες τραπεζικών κινδύνων.....	35
1.8.	Κίνδυνος Ρευστότητας και επιτοκίων .....	36
1.9.	Οι διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίου.....	37
1.9.1	Τα παράγωγα προϊόντα στις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίου.....	46

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ : ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ**

2.1	Εννοιολογική προσέγγιση αμοιβαίων κεφαλαίων.....	49
2.2	Ιστορική εξέλιξη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων .....	52
2.3	Ανώνυμος Εταιρία Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων.....	53
2.4	Βασικές λειτουργίες Αμοιβαίων Κεφαλαίων.....	56
2.5	Προμήθειες Αμοιβαίων Κεφαλαίων.....	57
2.6	Πλεονεκτήματα – Μειονεκτήματα Αμοιβαίων Κεφαλαίων.....	59
2.7	Αξιολόγηση της επένδυσης των Αμοιβαίων Κεφαλαίων.....	60
2.8	Τα αμοιβαία Κεφάλαια στην Ελληνική αγορά.....	61
2.9	Τα Αμοιβαία Κεφάλαια στο Εξωτερικό.....	64

### ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ: ΤΑ ΟΜΟΛΟΓΑ

3.1	Η έννοια των ομολόγων.....	67
3.1.1	Ομόλογα με κυμαινόμενο επιτόκιο.....	70
3.1.2	Ομόλογα σταθερού επιτοκίου.....	72
3.2	Υπολογισμός Διάρκειας.....	79
3.2.1	Χαρακτηριστικά Διάρκειας .....	80
3.3	Ομολογιακά Δάνεια.....	81
3.4	Παράγοντες Επηρεασμού.....	84
3.5	Η διεθνής Αγορά ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου.....	86
3.6	Ομολογία: Περαιτέρω διερεύνηση του Spread .....	87

### ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΤΑΡΤΟ: ΕΡΕΥΝΑ – ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

4.1	Έρευνα – Αξιολόγηση των μετοχών Α/Κ.....	91
4.2	Έρευνα – Η πορεία των Επενδύσεων στην Ελληνική Οικονομία.....	97
4.3	Συμπεράσματα.....	102
	Επίλογος.....	105
	<b>Βιβλιογραφία.....</b>	<b>112</b>

### Πρόλογος



**Α**ς υποθέσουμε ότι καταφέρνουμε να περισσέψουν κάποια χρηματικά ποσά, από το εισόδημά μας, κάθε μήνα, αφού πληρώσουμε όλες μας τις υποχρεώσεις. Τα ποσά αυτά, μήνα με το μήνα, «μαζεύονται» και τελικά, ανέρχονται, σε ένα αρκετά σημαντικό ποσό. Ας υποθέσουμε ότι κερδίζουμε αρκετά χρήματα από ένα λαχείο. Ας υποθέσουμε ότι κληρονομούμε ένα σημαντικό ποσό. Ας υποθέσουμε ότι πουλάμε ένα ακίνητο ή ένα αυτοκίνητο και εισπράτουμε αρκετά χρήματα.

Τι μπορούμε να κάνουμε με αυτά τα χρήματα; 1. Να τα καταθέσουμε, σε μία τράπεζα, για να παίρνουμε τόκο., 2. Να αγοράσουμε ένα ακίνητο, για να εισπράτουμε ενοίκια, 3. Να αγοράσουμε κάποια έκταση γης, προσδοκώντας ότι θα ανέβει η αξία της, 4. Να αγοράσουμε μετοχές, προσδοκώντας ότι θα αυξηθεί η τιμή τους, στο χρηματιστήριο ή 5. Να αγοράσουμε ομόλογα, προσδοκώντας ότι θα πάρουμε τόκους.

Όλα τα παραπάνω αποτελούν επενδύσεις. Κάποιες από αυτές αποφέρουν μικρά κέρδη, κάποιες άλλες μεγάλα. Κάποιες είναι σίγουρο ότι θα αποφέρουν κέρδη, κάποιες άλλες είναι αμφίβολο, αν θα αποφέρουν κέρδη και πόσα. Οι πρώτες τρεις κατηγορίες επενδύσεων μπορούν να γίνουν, από εμάς τους ίδιους, χωρίς ιδιαίτερη βοήθεια και χωρίς να απαιτούνται εξειδικευμένες γνώσεις. Για τις δύο τελευταίες, όμως, κατηγορίες, απαιτούνται γνώσεις, που δεν τις έχει ο καθένας μας. Για το λόγο αυτό, υπάρχουν οι επενδυτικές εταιρίες.

Τα ομόλογα και τα άλλα επενδυτικά προϊόντα σταθερής απόδοσης, αποφέρουν ένα συγκεκριμένο ποσό, σε ένα συγκεκριμένο διάστημα. Στο τέλος του διαστήματος αυτού, μας επιστρέφεται το κεφάλαιο, που επενδύσαμε. Τα ομόλογα σταθερής απόδοσης προσφέρουν σταθερό εισόδημα και, συνήθως δεν επηρεάζονται, πάρα πολύ, από τις διακυμάνσεις της αγοράς. Ωστόσο δεν είναι, χωρίς κανένα κίνδυνο. Κάποιες φορές, ο εκδότης του ομόλογου ή της ομολογίας, μπορεί να αντιμετωπίσει οικονομικές δυσκολίες και να μη μπορέσει να επιστρέψει όλα τα ποσά, σε όλους τους επενδυτές.

Επίσης, οι τιμές αυτών των ομολόγων κινούνται, αυξητικά αλλά και μειωτικά, κυρίως ακολουθώντας τις διακυμάνσεις των επιτοκίων. Έτσι, εάν αποφασίσουμε να τα ρευστοποιήσουμε, πριν τη λήξη τους, υπάρχει πιθανότητα να χάσουμε και από το κεφάλαιο, που επενδύσαμε.

Τα αμοιβαία κεφάλαια είναι ένας από τους πιο συνηθισμένους τρόπους επένδυσης. Όταν αγοράζουμε αμοιβαία κεφάλαια, τα χρήματά μας μπαίνουν, σε ένα κοινό λογαριασμό, με τα χρήματα άλλων επενδυτών. Με το σύνολο των χρημάτων, που μαζεύεται, αγοράζεται μια ποικιλία επενδυτικών προϊόντων (μετοχές και ομόλογα). Τα αμοιβαία κεφάλαια μας προσφέρουν αυτόματη διαφοροποίηση, επομένως και διασπορά κινδύνων, γιατί κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο (που δημιουργείται, στον κοινό λογαριασμό πολλών επενδυτών) επενδύεται, σε διαφορετικά και πολλά προϊόντα. Έτσι, αγοράζουμε π.χ. μετοχές πολλών εταιριών. Εάν η μια δεν πάει καλά, οι απώλειες, από τις μετοχές της, μπορούν να ισοφαριστούν ή και να υπερκεραστούν, από τα κέρδη μετοχών άλλων εταιριών, που πηγαίνουν καλά. Περιορίζουμε, δηλαδή, τον κίνδυνο ζημιών.

Μπορούμε να διαλέξουμε να επενδύσουμε σε μετοχές, ομόλογα, αμοιβαία κεφάλαια. Πρέπει, τέλος, να γνωρίζουμε ότι μπορούμε να επενδύσουμε, μέσω εταιριών, που λειτουργούν στη χώρα μας αλλά και εταιριών, που λειτουργούν, σε κάποια άλλη χώρα. Σε αυτή την περίπτωση, αν έχουμε κάποιο παράπονο, για την εταιρία, όπως, μη εκτέλεση εντολών, κακή εκτέλεση εντολών κ.λπ. και δεν μπορεί η δική μας επενδυτική εταιρία να το επιλύσει, μπορούμε να στραφούμε, δικαστικά, εναντίον της εταιρίας, που λειτουργεί, σε άλλη χώρα, ενώπιον των δικαστηρίων της χώρας, όπου εδρεύει η εταιρία. Επειδή, όμως, αυτό είναι πολυέξοδο και ένας απλός καταναλωτής είναι δύσκολο να αναλάβει τέτοια υπόθεση, υπάρχει η εξωδικαστική επίλυση διαφορών.

Στην παρούσα πτυχιακή εργασία πρόκειται να γίνει μια εκτενής ανάλυση των ομολόγων και των αμοιβαίων κεφαλαίων και τον ρόλο που παίζουν ως επένδυση. Η εργασία, αποτελείται από τέσσερα κεφάλαια. Το πρώτο κεφάλαιο αναφέρεται στα βασικά χρηματοοικονομικά εργαλεία στην ελληνική πραγματικότητα, το δεύτερο κεφάλαιο αναφέρεται στα αμοιβαία κεφάλαια και το τρίτο κεφάλαιο ασχολείται με τα ομόλογα. Τέλος στο τέταρτο κεφάλαιο γίνεται έρευνα σχετικά με την αξιολόγηση των Α/Κ και την πορεία των επενδύσεων στην Ελληνική οικονομία.

Τελειώνοντας, αυτή την σύντομη εισαγωγή, θα θέλαμε να ευχαριστήσουμε τον καθηγητή μας κ. Καϊμάκη Ανδρέα για την βοήθεια που μας προσέφερε με τις διορθώσεις που μας υπέδειξε.

*Ευχαριστούμε πολύ*

*Ευθυμίου Μαγδαληνή - Ζούπα Οριάννα - Ελένη*

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ

# ΤΑ ΒΑΣΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΕΡΓΑΛΕΙΑ ΚΑΙ Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ

---

*Λυπηθείτε τους πλούσιους: αν φυλάνε τα λεφτά τους θεωρούνται φιλάργυροι, αν τα σπαταλούν για τον εαυτό τους, εγωιστές, και αν τα μοιράζουν στους φτωχούς, ηλίθιοι.*

*André Prévot, γ. 1910, Γάλλος διανοούμενος*

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ





## ΤΑ ΒΑΣΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΕΡΓΑΛΕΙΑ ΚΑΙ Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ

### 1.1 Εισαγωγικά

**Η** Παγκοσμιοποίηση έχει επιδράσει σημαντικά στον τομέα της οικονομίας με ένα ενιαίο πλαίσιο λειτουργίας των χρηματοοικονομικών εργαλείων. Σύμφωνα με τον Θεοδωρόπουλο (2000), υπάρχει πληθώρα επενδυτικών και χρηματοοικονομικών εργαλείων. Ανάλογο της επενδυτικής επιλογής είναι ο κίνδυνος και η απόδοση. Το μεγαλύτερο κίνδυνο όπως είναι αναμενόμενο παρουσιάζουν οι μετοχές αλλά ταυτόχρονα ο υψηλός κίνδυνος μπορεί να οδηγήσει και σε υψηλές αποδόσεις. Ο επενδυτής που θέλει χαμηλό κίνδυνο μπορεί να οδηγηθεί σε διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου διότι τα διαφορετικά προϊόντα αντιδρούν διαφορετικά σε διάφορες περιόδους κρίσης<sup>1</sup>. Στο παρόν κεφάλαιο πρόκειται να γίνει μια εκτενής αναφορά, σε ότι σχετίζεται με τα βασικά χρηματοοικονομικά εργαλεία.

Ένα χρηματοοικονομικό εργαλείο ορίζεται ως ένα συμβόλαιο που αυξάνει την αξία ενός περιουσιακού στοιχείου μιας οντότητας και την υποχρέωση μιας άλλης οντότητας επισημαίνοντας ότι τα χρηματοοικονομικά εργαλεία αντιπροσωπεύουν μία αξία χωρίς όμως να κατέχουν μια εσωτερική αξία (European Central Park, 2005). Τα χρηματοοικονομικά εργαλεία χρησιμοποιούνται στις παρακάτω αγορές<sup>2</sup>:

- § Αγορές με επιτοκιακά εργαλεία.
- § Αγορές Μετοχών.
- § Αγορές Χρήματος.
- § Αγορές Συναλλάγματος.
- § Άλλες χρηματοοικονομικές αγορές (πιστωτικά παράγωγα και παράγωγα εμπορευμάτων).
- § Αγορές Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

<sup>1</sup> Θεοδωρόπουλος, Θ.Ε. (2000), “Χρηματιστηριακές Επενδύσεις”, 3η Εκδ., Αθήνα, Εκδόσεις Σταμούλη.

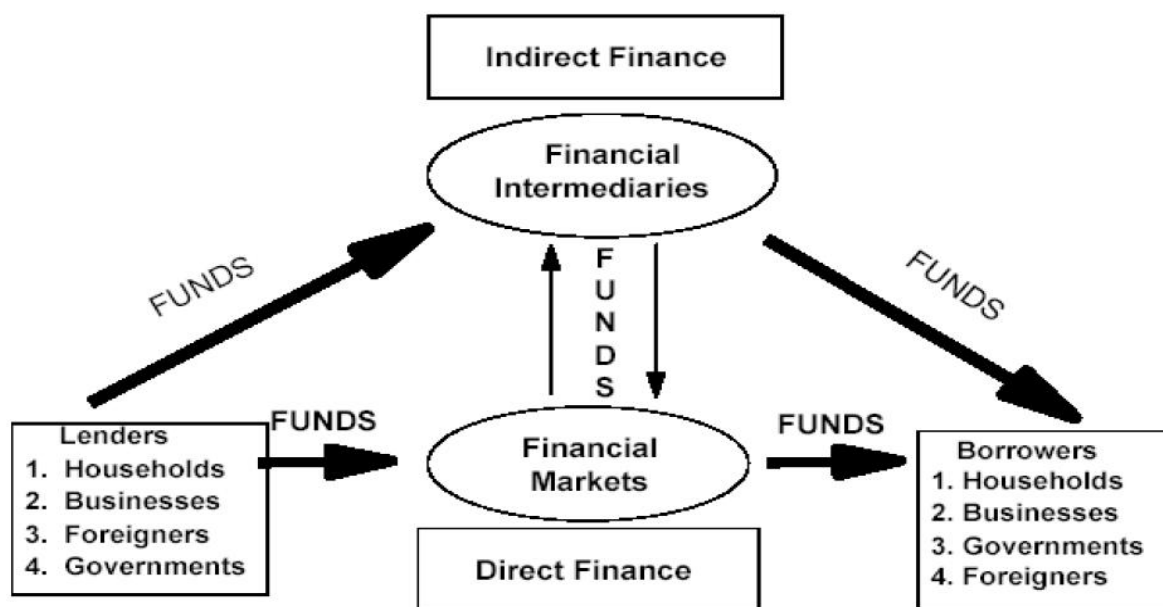
<sup>2</sup> European Central Park (2005), “Statistical Classification of Financial Markets Instruments”, Frankfurt, Germany.

## 1.2 Η έννοια των δανειακών κεφαλαίων

Στις εγχρήματες οικονομίες, οι οικονομικές μονάδες διακρίνονται σε δυο κατηγορίες σύμφωνα με τη σχέση που διαμορφώνουν μεταξύ του επιπέδου της κατανάλωσης και των χρηματικών μέσων που διαθέτουν. Έτσι λοιπόν, οι οικονομικές μονάδες διακρίνονται σε:

- § Πλεονασματικές
- § Ελλειμματικές.

**Πλεονασματικές οικονομικές μονάδες** είναι εκείνες, οι οποίες στο τέλος του έτους έχουν πιστωτικό υπόλοιπο, ενώ οι ελλειμματικές οικονομικές μονάδες έχουν χρεωστικό υπόλοιπο. Η διαδικασία με την οποία διευκολύνεται η μεταφορά κεφαλαίων από τις μεν στις δε είναι ο δανεισμός κεφαλαίων των αποταμιευτών στους χρηματοπιστωτικούς διαμεσολαβητές (financial intermediaries). Ο χρηματοπιστωτικός διαμεσολαβητής δεσμεύεται έναντι του αποταμιευτή (πλεονασματική οικονομική μονάδα) την πληρωμή του κεφαλαίου τους συν τον τόκο, σε μελλοντική χρονική στιγμή<sup>3</sup>. Το παρακάτω διάγραμμα 1 αποτυπώνει αυτή τη διαδικασία μεταφοράς κεφαλαίων μέσω του χρηματοοικονομικού συστήματος



Διάγραμμα 1: Μεταφορά κεφαλαίων μέσω του χρηματοοικονομικού συστήματος

<sup>3</sup> Πηγή Πληροφόρησης: Κώστας Συριόπουλος, Τίτλος άρθρου «Η ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών και η ρύθμισή τους», Τμήμα Διοίκησης Επιχειρήσεων, Πανεπιστήμιο Πατρών, [siriopoulos@upatras.gr](mailto:siriopoulos@upatras.gr)

Οι ελλειμματικές οικονομικές μονάδες είναι αυτές οι οποίες δημιουργούν ένα έλλειμμα μέσα σε μία συγκεκριμένη χρονική περίοδο, καταναλώνοντας περισσότερα χρηματικά μέσα από αυτά που διαθέτουν.

Για να μπορέσει να λειτουργήσει αποτελεσματικά μία οικονομία, θα πρέπει οι πόροι των πλεονασματικών οικονομικών μονάδων να μεταφερθούν με κάποιο τρόπο στις ελλειμματικές οικονομικές μονάδες. Με άλλα λόγια, θα πρέπει με κάποιο τρόπο η συνολική αποταμίευση της οικονομίας να μετασχηματιστεί σε κατανάλωση ή επένδυση. Σε αντίθετη περίπτωση, στην περίπτωση δηλαδή που δεν υπάρχει αποτελεσματικός μηχανισμός μετατροπής της αποταμίευσης σε κατανάλωση ή επένδυση, το οικονομικό σύστημα δεν λειτουργεί κατά αποτελεσματικό τρόπο.

Ο μηχανισμός που μεταφέρει το πλεόνασμα οικονομικών πόρων (δηλαδή την αποταμίευση) στις ελλειμματικές οικονομικές μονάδες (δηλαδή στην κατανάλωση ή στην αποταμίευση) είναι το χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Το χρηματοπιστωτικό σύστημα είναι ένα σύνολο θεσμών και οικονομικών φορέων που έχουν ως αποστολή τη μεταφορά των οικονομικών πόρων που δημιουργούνται από τις πλεονασματικές, στις ελλειμματικές οικονομικές μονάδες.

### **1.3 Η θεωρία των επιτοκίων**

#### **1.3.1 Τύποι επιτοκίων**

Για να μπορέσει να γίνει καλύτερη ανάλυση των επιτοκίων, κρίθηκε απαραίτητο να διευκρινιστούν κάποια βασικά ζητήματα.

Πρώτον τα επιτόκια είναι δυνατόν να διαμορφωθούν διοικητικά, δηλαδή από τις νομισματοπιστωτικές αρχές, ή από τις δυνάμεις της αγοράς, από την προσφορά και ζήτηση δανειακών κεφαλαίων και δεύτερον δεν υπάρχει ένας μόνο τύπος επιτοκίου. Γενικά τα επιτόκια διακρίνονται κατά τρεις τρόπους<sup>4</sup>:

§ Ανάλογα με την ιδιότητα τον δανειστή και τον δανειζομένου.

<sup>4</sup> Αλεξιάκης Π., (1999), «Τραπεζικό Περιβάλλον – Το χρηματοπιστωτικό σύστημα», Τόμος Β, Σχολή Κοινωνικών Επιστημών, Πρόγραμμα Σπουδών: Τραπεζική, ΕΑΠ, Πάτρα

§ Ανάλογα με τη θέση τον χρηματοπιστωτικού ιδρύματος στη δανειακή σύμβαση

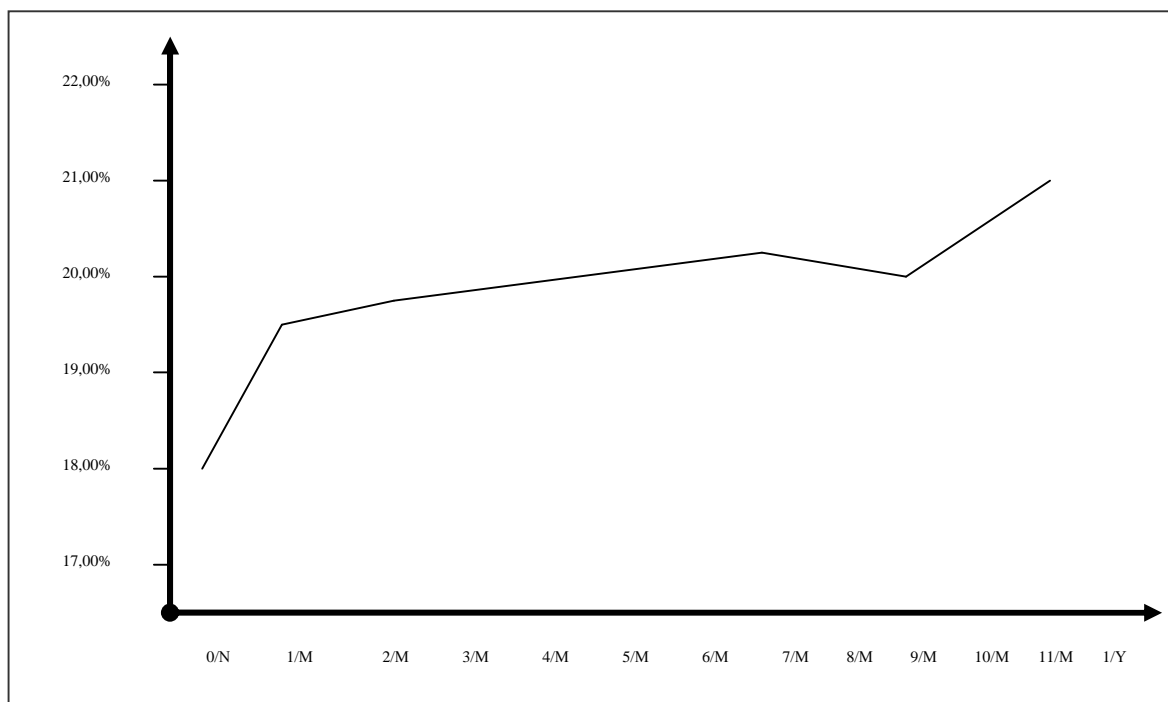
§ Ανάλογα με τη χρονική διάρκεια τον δανείου.

### 1.3.2 Καμπύλες απόδοσης

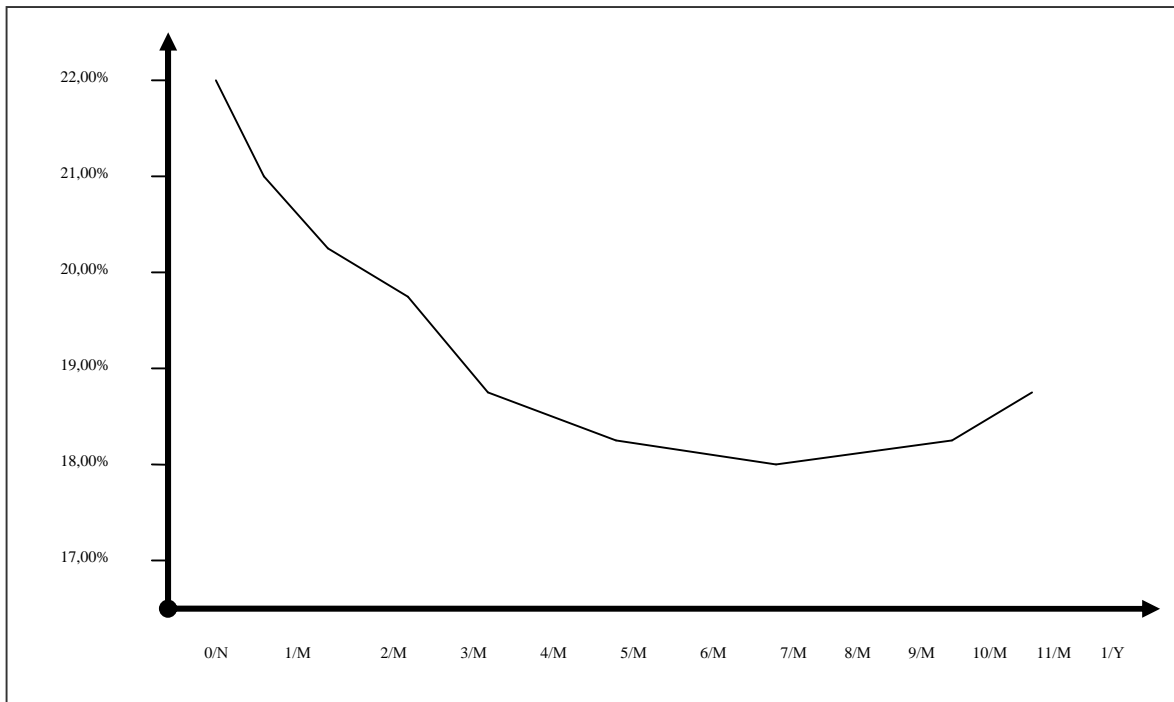
Η καμπύλη απόδοσης περιγράφει, τη σχέση που υπάρχει μεταξύ των επιτοκίων δανείων διαφόρων λήξεων για ένα συγκεκριμένο δανειζόμενο και της αντίστοιχης χρονικής διάρκειας στην οποία αναφέρονται τα δάνεια. Γενικότερα υπάρχουν διάφορες καμπύλες απόδοσης, ανάλογα με τον τύπο του δανείου και τον δανειζόμενο. Για παράδειγμα, υπάρχει η καμπύλη απόδοσης των τίτλων του Ελληνικού\_Δημοσίου, των τραπεζικών δανείων, των δανείων στη διατραπεζική αγορά κ.λπ.

Η καμπύλη απόδοσης δείχνει τη χρονική διάρθρωση των επιτοκίων και παριστάνεται σχηματικά σε ένα διάγραμμα, στο οποίο ο οριζόντιος άξονας μετρά τις χρονικές διάρκειες των δανείων και ο κάθετος το ύψος του επιτοκίου.

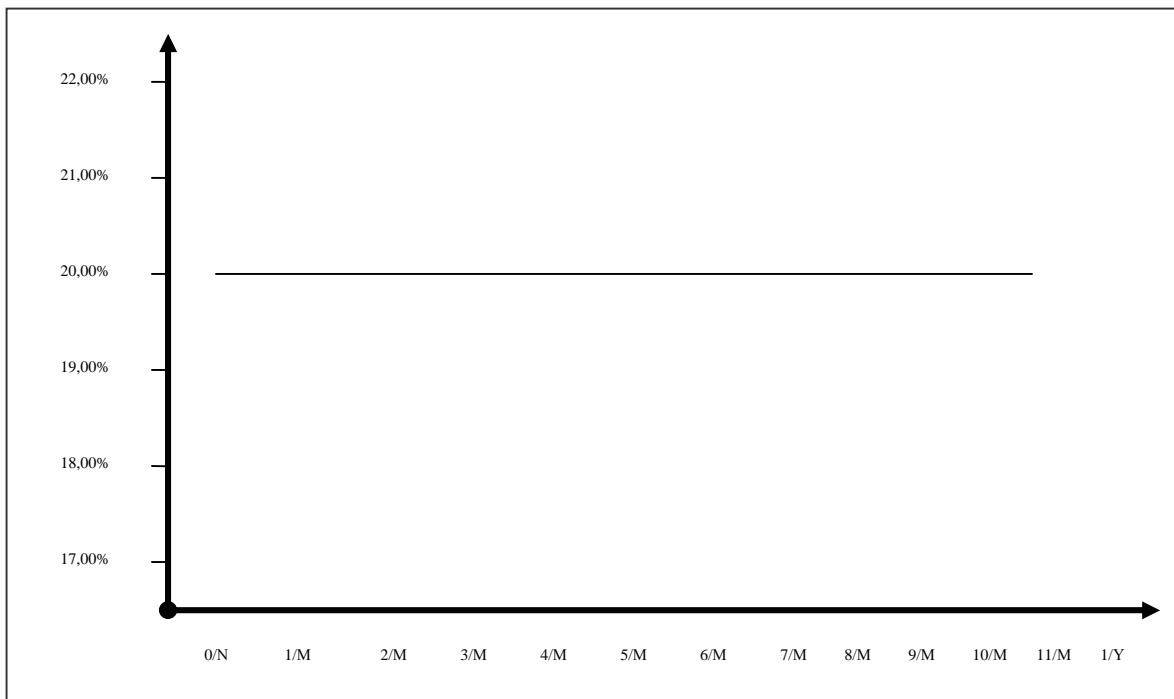
Στα ακόλουθα διαγράμματα (Διαγράμματα 2-4), εμφανίζονται οι καμπύλες απόδοσης που είχαν διαμορφωθεί στην ελληνική διατραπεζική αγορά, σε τρεις επιλεγμένες χρονικές στιγμές.



Διάγραμμα 2: Θετική κλίση καμπύλης απόδοσης



Διάγραμμα 3: Αρνητική κλίση καμπύλης απόδοσης



Διάγραμμα 4: Μηδενική κλίση καμπύλης απόδοσης

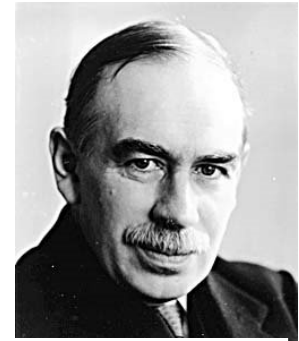
### 1.3.3 Θεωρίες για την κλίση της καμπύλης απόδοσης

Λόγω της μεγάλης σημασίας που έχει η κλίση της καμπύλης απόδοσης όσον αφορά τη διαμόρφωση της ισορροπίας στον χρηματοπιστωτικό τομέα, έχουν

αναπτυχθεί διάφορες θεωρίες για την εξήγηση της. Οι κυριότερες από τις θεωρίες αυτές είναι οι εξής:

- § Θεωρία προτίμησης ρευστότητας (liquidity preference theory)
- § θεωρία περί τμηματοποίησης των αγορών χρήματος (segmented markets theory)
- § θεωρία των προσδοκιών (expectations theory)

Ο Keynes ανέπτυξε την θεωρία προτίμησης ρευστότητας (theory of liquidity preference) για να εξηγήσει τις παραμέτρους που επηρεάζουν την διαμόρφωση του επιπέδου του επιτοκίου. Σύμφωνα με την θεωρία αυτή, το επιτόκιο προσαρμόζεται έτσι ώστε να ισορροπήσουν η προσφορά και η ζήτηση χρήματος. Όπως είναι φανερό, όσο μικρότερο (μεγαλύτερο) είναι το χρονικό διάστημα δανεισμού, τόσο μεγαλύτερος (μικρότερος) είναι ο βαθμός ρευστότητας για τους δανειστές. Σύμφωνα λοιπόν με αυτή τη θεωρία, οι δανειστές απαιτούν μεγαλύτερη αποζημίωση (επιτόκιο) για τα χρήματα που δανείζουν, όσο μεγαλύτερο είναι το χρονικό διάστημα του δανεισμού. Αυτή η θεωρία εξηγεί την κλίση της καμπύλης απόδοσης στις περισσότερες περιπτώσεις, δηλαδή στην περίπτωση της θετικής κλίσης<sup>5</sup>.



J. M. Keynes,  
Οικονομολόγος

Σύμφωνα με τη θεωρία περί τμηματοποίησης των αγορών, υπάρχουν διάφορα, εντελώς ξεχωριστά και διακεκριμένα μεταξύ τους, τμήματα στην αγορά χρήματος, ανάλογα με τη χρονική διάρκεια στην οποία αναφέρονται τα δάνεια. Τα τμήματα αυτά διακρίνονται ανάλογα με τη χρονική διάρκεια στην οποία αναφέρονται τα δάνεια. Σε κάθε ένα από τα τμήματα της αγοράς χρήματος δραστηριοποιούνται (ως δανειστές ή ως δανειζόμενοι) συγκεκριμένες οικονομικές μονάδες. Για παράδειγμα, στο τμήμα της αγοράς που αφορά τα βραχυπρόθεσμα δάνεια δραστηριοποιούνται - μεταξύ άλλων - οι εμπορικές τράπεζες, ενώ στην αγορά των μακροπρόθεσμων δανείων οι ασφαλιστικές εταιρείες. Σύμφωνα λοιπόν

<sup>5</sup> Ευτύχιος Σαρτζετάκης, Σημειώσεις για το μάθημα «Εισαγωγή στην Μακροοικονομική», Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας

με αυτήν τη θεωρία, η κλίση του κάθε τμήματος της καμπύλης απόδοσης προσδιορίζεται από συγκεκριμένες οικονομικές μονάδες<sup>6</sup>.

Σύμφωνα, τέλος, με τη θεωρία των προσδοκιών, η μορφή της καμπύλης απόδοσης εξαρτάται από τις προσδοκίες που υπάρχουν στην αγορά σε σχέση με την εξέλιξη του πληθωρισμού. η άνοδος των αποδόσεων των μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων που παρατηρείται το τελευταίο διάστημα, ειδικά στην αμερικανική αγορά, είναι καλό σημάδι. Παρά την επιβάρυνση που προκαλεί η αύξηση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων στον κρατικό προϋπολογισμό, λόγω των υψηλότερων τοκοχρεολυσίων του δημόσιου χρέους, η νομισματική πολιτική φαίνεται, επιτέλους, να αποδίδει καρπούς.

Το μακροπρόθεσμο κόστος του χρήματος για το κράτος αποτελεί τη βάση για το κόστος δανεισμού που αντιμετωπίζουν οι υπόλοιποι παράγοντες της οικονομίας, δηλαδή οι επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά. Σε αντίθεση, όμως, με τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια, τα οποία καθορίζονται από την κεντρική τράπεζα, τα μακροπρόθεσμα επιτόκια καθορίζονται στην αγορά από τη ζήτηση και την προσφορά κεφαλαίων προς επένδυση ή/και κατανάλωση. Αύξηση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων δεν αντανakλά παρά την ταχύτερη αύξηση της ζήτησης. Με τη σειρά της, η ζήτηση για κεφάλαια είναι συνάρτηση των προσδοκιών των παραγόντων της οικονομίας για το μέλλον. Επιχειρήσεις και νοικοκυριά δείχνουν ζωηρότερο ενδιαφέρον για δανεισμό όταν πιστεύουν ότι οι προοπτικές της οικονομίας είναι θετικές. Έτσι, τα μακροπρόθεσμα επιτόκια κινούνται παράλληλα με τις κυκλικές διακυμάνσεις της οικονομικής δραστηριότητας.

#### **1.3.4 Ονομαστικά και πραγματικά επιτόκια**

Μία πολύ σημαντική διάκριση αφορά τη διάκριση μεταξύ ονομαστικών και πραγματικών επιτοκίων. Η διάκριση αυτή ορίζεται στην παρακάτω σχέση οπού:

<sup>6</sup> **Αννυ Τριανταφύλλου**, Καθηγήτρια του Αμερικανικού Κολλεγίου Ελλάδος, Deree College Άρθρο στην Εφημερίδα κέρδος με τίτλο «Καμπύλη απόδοσης και νομισματική πολιτική», 20/05/2009

$$r_r = r_n - i_e$$

$r_r$  : πραγματικό επιτόκιο

$r_n$  : ονομαστικό επιτόκιο

$i_e$  : αναμενόμενος ρυθμός

Το **ονομαστικό επιτόκιο** (nominal interest rate) δείχνει πόσα ευρώ εισπράττονται από τόκους δανείου ενός ευρώ για διάστημα ενός έτους

Το **πραγματικό επιτόκιο** (real interest rate) μετράει την απόδοση ενός δανείου με τη μεταβολή των αγαθών που μπορούν να αγοραστούν παρά με την αύξηση της ονομαστικής (χρηματικής) αξίας του δανειακού κεφαλαίου

**Πραγματικό επιτόκιο = Ονομαστικό επιτόκιο – πληθωρισμός**

**Ονομαστικό επιτόκιο: Θετικό Πραγματικό επιτόκιο: θετικό ή αρνητικό**

	1961	1966	1971	1976	1981	1985	1992
Ονομαστικό επιτόκιο	6,3	6,9	8,9	14,4	13,8	10,6	8,2
Πληθωρισμός	3,9	3,9	9,4	16,5	11,9	6,1	3,8
Πραγματικό επιτόκιο	2,4	3,0	-0,5	-2,1	1,9	4,5	4,4

Πίνακας 1: Ονομαστικά και πραγματικά επιτόκια και πληθωρισμός στο ΗΒ (Ετήσιο %)

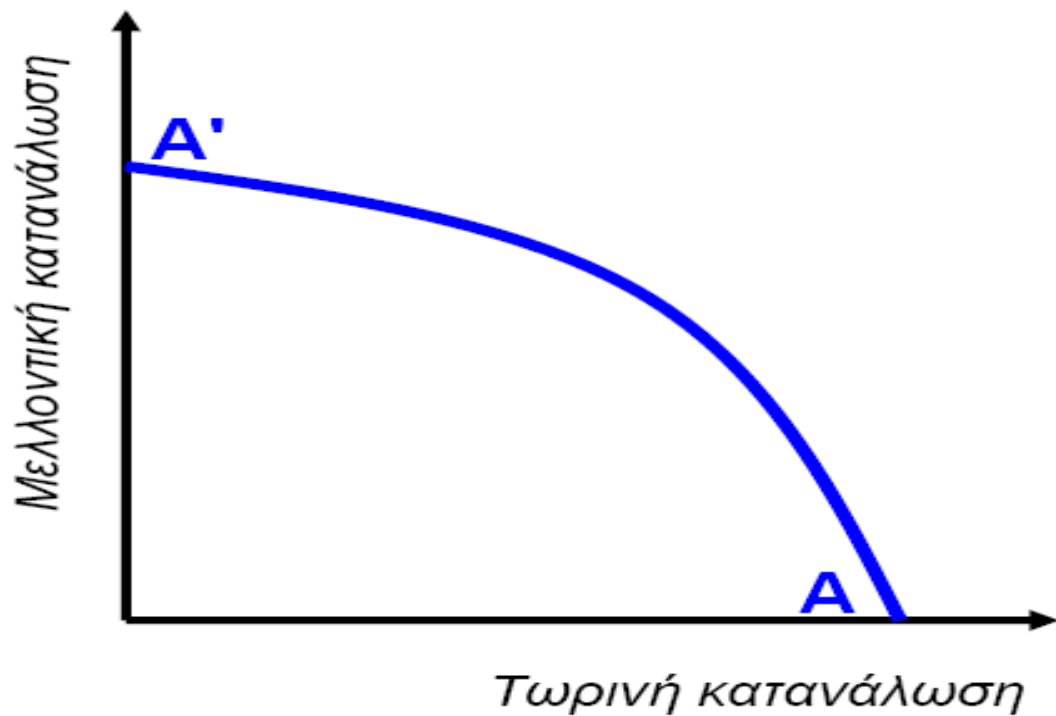
### Προσδιορισμός Πραγματικού επιτοκίου (A)

Από το ακόλουθο διάγραμμα 5 προκύπτουν τα ακόλουθα:

§ Η καμπύλη AA' είναι η καμπύλη παραγωγικών δυνατοτήτων μεταξύ τωρινής και μελλοντικής κατανάλωσης: αφιερώνοντας πόρους σε επενδύσεις, η μελλοντική κατανάλωση μπορεί να αυξηθεί

§ Η κλίση της καμπύλης ισούται με  $-(1 + i)$ , όπου  $i$  είναι το ποσοστό απόδοσης της επένδυσης.



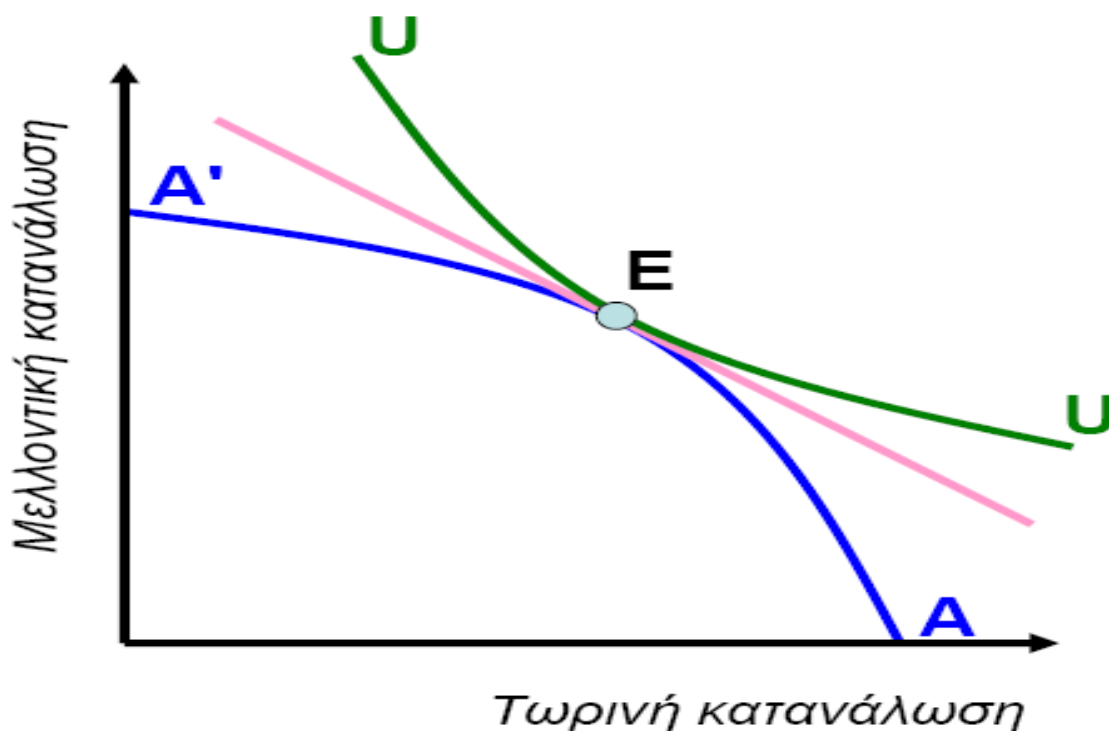


Διάγραμμα 5: Προσδιορισμός Πραγματικού επιτοκίου (A)

### Προσδιορισμός Πραγματικού επιτοκίου (B)

Από το ακόλουθο διάγραμμα 6 προκύπτουν τα ακόλουθα

- § Με δεδομένες τις προτιμήσεις της κοινωνίας μεταξύ τωρινής και μελλοντικής κατανάλωσης ο άριστος συνδυασμός είναι ο E όπου η UU εφάπτεται με την καμπύλη παραγωγικών E δυνατοτήτων
- § Η κλίση των δύο καμπυλών στο E είναι  $-(1 + r)$ , όπου  $r$  είναι το πραγματικό επιτόκιο που εξισώνει την αποδοτικότητα των επενδύσεων με τάση για φειδώ των καταναλωτών

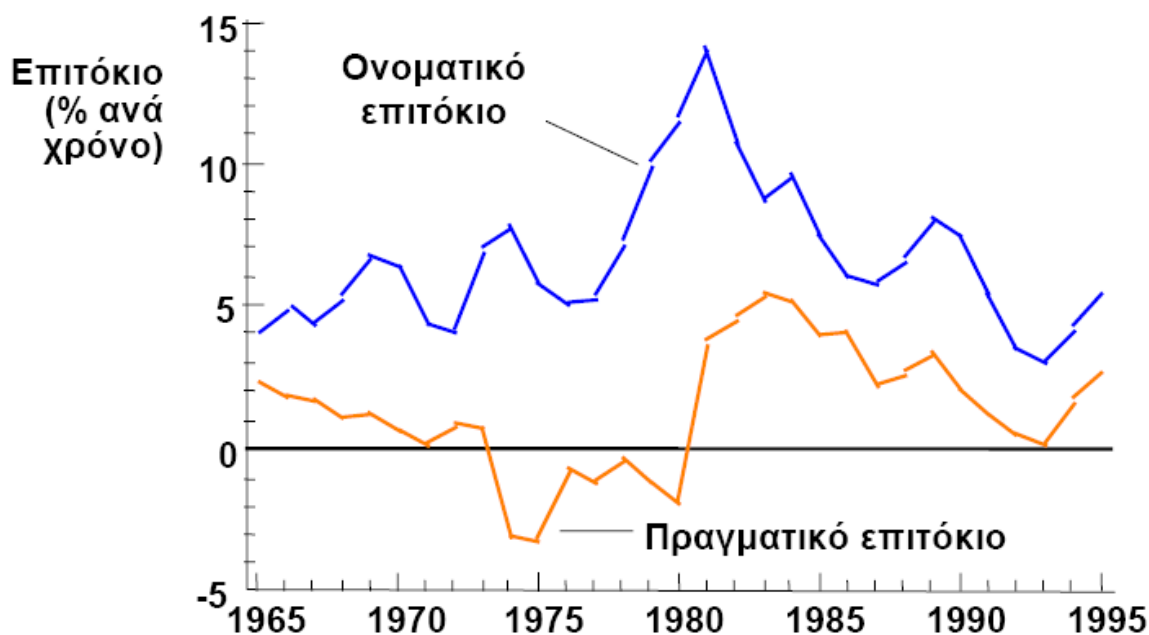


Διάγραμμα 5: Προσδιορισμός Πραγματικού επιτοκίου (B)

Από τα παραπάνω συμπεραίνεται ότι το πραγματικό επιτόκιο αποτελεί τη διαφορά μεταξύ του ονομαστικού επιτοκίου και του αναμενόμενου ρυθμού πληθωρισμού. Για παράδειγμα, εάν το ονομαστικό επιτόκιο καταθέσεων είναι 7% και ο αναμενόμενος ρυθμός πληθωρισμού 3%, Το πραγματικό επιτόκιο είναι 4%. Το πραγματικό επιτόκιο είναι πολύ σημαντικό για τον καταθέτη, δεδομένου ότι προσδιορίζει την πραγματική απόδοση του κεφαλαίου του, μετά την αφαίρεση της επίπτωσης της ανόδου του επιπέδου των τιμών. Ένα θετικό πραγματικό επιτόκιο σημαίνει ότι διατηρείται η αγοραστική δύναμη του κεφαλαίου του δανειστή και επίσης υπάρχει μία απόδοση σε πραγματικούς όρους. Όπως είναι προφανές, τα υψηλά πραγματικά επιτόκια συμφέρουν τους δανειστές, ενώ το αντίθετο συμβαίνει για τους δανειζόμενους.

Σχηματικά η διαφορά του πραγματικού επιτοκίου με το ονομαστικό επιτόκιο φαίνεται από το ακόλουθο διάγραμμα 6<sup>7</sup>.

<sup>7</sup> Σαρτζετάκης Ε. Σ., Σημειώσεις με τίτλο «Ο δείκτης τιμών καταναλωτή», Μακροοικονομική Κεφάλαιο 2<sup>ο</sup>.



Διάγραμμα 6: Πραγματικό και ονομαστικό επιτόκιο

#### 1.4 Αγορές χρήματος και κεφαλαίου

Η ραγδαία ανάπτυξη των αγορών κεφαλαίου και του χρηματοπιστωτικού τομέα κατέχουν ολοένα και σημαντικότερο ρόλο στα σύγχρονα οικονομικά δρώμενα<sup>8</sup>.

Σύμφωνα με τους Πορφύρης Ν. & Πέτσας Κ. το χρηματοδοτικό σύστημα αποτελεί ένα σύνολο θεσμικών προδιαγραφών που δημιουργούν ένα περιβάλλον που διευκολύνει τη μεταβίβαση κεφαλαίων μεταξύ οικονομικών μονάδων. Πρόκειται λοιπόν για ένα σύστημα που παρέχει τα μέσα και τις υπηρεσίες για την απρόσκοπτη μεταβίβαση οικονομικών πόρων από τις πλεονασματικές στις ελλειμματικές μονάδες. Στην πράξη, διακρίνονται μεταξύ δύο συστατικών του χρηματοδοτικού συστήματος με βάση τη χρονική διάρκεια των διακινούμενων τίτλων (χρεογράφων ή αξιογράφων): αγορά χρήματος (και συναλλάγματος) και αγορά κεφαλαίου<sup>9</sup>.

Η αγορά χρήματος αντιστοιχεί στο δίκτυο πιστωτικών οργανισμών μέσω του οποίου συναντώνται οι οικονομικές μονάδες για να συνάψουν συμβόλαια για

<sup>8</sup> Θωμαδάκης Σ. & Ξανθάκης Μ. (2006), Αγορές χρήματος και κεφαλαίου Τραπεζική επιστήμη: Θεωρία και πράξη, Εκδόσεις Σταμούλη Α.Ε., Αθήνα

<sup>9</sup> Πορφύρης Ν. & Πέτσας Κ., «Οι αγορές Χρήματος, κεφαλαίου και παραγώγων προϊόντων και οι επενδύσεις», Τμήμα Έρευνας και ανάπτυξης Χρηματιστηρίου Αθηνών

δάνεια. Σε αυτή την αγορά διακινούνται χρεόγραφα (πιστοποιητικά χρέους) βραχυχρόνιας διάρκειας (κατά κανόνα κάτω του ενός έτους). Τα βασικά χαρακτηριστικά αυτών των χρεογράφων είναι ο χαμηλός κίνδυνος αθέτησης των υποχρεώσεων του εκδότη, και η υψηλή δυνατότητα ρευστοποίησης από πλευράς των κατόχων. Η αγορά κεφαλαίου χαρακτηρίζει το θεσμό μέσω του οποίου διακινούνται αξιόγραφα (αποδεικτικά χρέους ή ιδιοκτησίας) με μακροχρόνιο επενδυτικό ορίζοντα (κατά κανόνα άνω του έτους). Η διακίνηση αυτών των τίτλων γίνεται σε οργανωμένες αγορές και τα βασικά χαρακτηριστικά τους είναι ο υψηλότερος κίνδυνος αθέτησης των υποχρεώσεων από πλευράς των εκδοτών, και η σημαντική διακύμανση των τιμών των αξιολογίων.

Ο ρόλος των αγορών χρήματος και κεφαλαίου είναι πρωταρχικός για την οικονομία. Για παράδειγμα, οι δύο αγορές:

- § Συμβάλλουν στην προώθηση της ανάπτυξης των επιχειρήσεων, δημοσίων και ιδιωτικών, και κατ' επέκταση της οικονομικής δραστηριότητας της χώρας.
- § Καθιστούν δυνατή την αύξηση της παραγωγικότητας των επιχειρήσεων, δεδομένου ότι δε χρησιμοποιούνται πρόσθετοι επιχειρηματικοί πόροι πέραν των ιδίων πόρων των επιχειρήσεων.
- § Βοηθούν την κάλυψη του ελλείμματος στον οικονομικό προϋπολογισμό με την έκδοση νέων κρατικών ομολογιών.
- § Εξασφαλίζουν και βελτιώνουν την εμπορευσιμότητα των επενδύσεων σε μετοχικές αξίες και ομόλογα, συντελώντας στην ελκυστικότητα αυτής της κατηγορίας επενδύσεων.
- § Διευρύνουν τον αριθμό των ιδιοκτητών των παραγωγικών μονάδων με προφανή κοινωνικό όφελος από την δικαιότερη κατανομή των κερδών που προέρχονται από την παραγωγική επιχειρηματική διαδικασία.
- § Απαιτούν την εφαρμογή κανόνων διαφάνειας και ανταγωνισμού, την τήρηση των οποίων επιβλέπουν οι αρμόδιες αρχές.

Έτσι λοιπόν ο μετασχηματισμός της αποταμίευσης σε δανειακό κεφάλαιο πραγματοποιείται μέσω των χρηματοπιστωτικών αγορών. Οι χρηματοπιστωτικές αγορές αποτελούν, το σύνολο των θεσμών, μεθόδων και διαδικασιών μετασχηματισμού της αποταμίευσης σε δανειακό κεφάλαιο. Οι αγορές αυτές

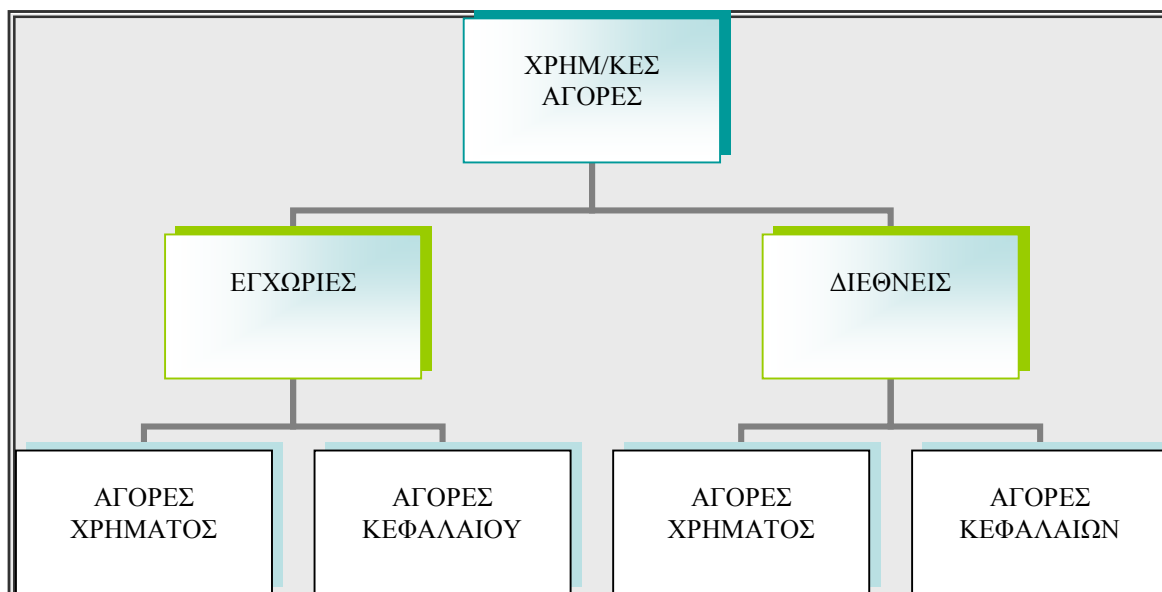
διακρίνονται σε δυο μεγάλες κατηγορίες, ανάλογα με τη μέθοδο πραγματοποίησης της χρηματοδότησης. Η χρηματοδότηση μπορεί να πραγματοποιηθεί με δύο τρόπους: άμεσα και έμμεσα<sup>10</sup>.

Η άμεση μορφή χρηματοδότησης πραγματοποιείται, όταν μεταξύ της πλεονασματικής (δανειστή) και της ελλειμματικής οικονομικής μονάδας δεν παρεμβάλλεται κάποιος ενδιάμεσος. Αντίθετα, στην περίπτωση της έμμεσης χρηματοδότησης μεταξύ του δανειστή και του δανειζομένου παρεμβάλλεται κάποιος ενδιάμεσος χρηματοπιστωτικός φορέας. Η άμεση χρηματοδότηση πραγματοποιείται μέσω των κεφαλαιαγορών, ενώ η έμμεση μέσω των αγορών χρήματος.

Ένας δεύτερος τρόπος διάκρισης μεταξύ των χρηματαγορών και κεφαλαιαγορών συνίσταται στο κατά πόσον η διάρκεια του δανείου είναι βραχυχρόνια ή μακροχρόνια. Τα βραχυχρόνια δάνεια πραγματοποιούνται μέσω των αγορών χρήματος, ενώ τα μακροχρόνια μέσω των αγορών κεφαλαίου. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι και οι δύο παραπάνω αποτελούν τους παραδοσιακούς τρόπους διάκρισης των αγορών χρήματος και κεφαλαίου. Όπως θα δούμε σε επόμενα κεφάλαια, και οι δύο αυτές διακρίσεις έχουν χάσει αρκετό μέρος της σημασίας τους, λόγω των εξελίξεων που σημειώθηκαν κατά τις τελευταίες δεκαετίες στον χρηματοπιστωτικό τομέα. Παρόλα αυτά, η σημασία της διάκρισης μεταξύ χρηματαγορών και κεφαλαιαγορών εξακολουθεί να διατηρείται σημασία της και στις μέρες μας.

Να σημειωθεί ότι οι αγορές χρήματος και κεφαλαίου διακρίνονται σε εγχώριες και διεθνείς, σε σχέση με τη χώρα στην οποία λειτουργούν. Στο Σχήμα 1 παρουσιάζεται η κατάταξη των χρηματοπιστωτικών αγορών, σε αγορές χρήματος και αγορές κεφαλαίου, καθώς και σε εγχώριες και διεθνείς. Έτσι λοιπόν:

<sup>10</sup> Αλεξάκης Π., (1999), «Τραπεζικό Περιβάλλον – Το χρηματοπιστωτικό σύστημα», Τόμος Β, Σχολή Κοινωνικών Επιστημών, Πρόγραμμα Σπουδών: Τραπεζική, ΕΑΠ, Πάτρα



Σχήμα 1: Κατάταξη χρηματοπιστωτικών αγορών

### 1.5 Τα μέσα μετασχηματισμού της αποταμίευσης σε δανειακό κεφάλαιο

Ο μετασχηματισμός της αποταμίευσης σε δανειακό κεφάλαιο πραγματοποιείται με τη χρησιμοποίηση κάποιων χρηματοοικονομικών μέσων (ή προϊόντων, συμφωνά με μια διαφορετική ορολογία). Τα μέσα αυτά είναι διαφορετικά στον χώρο της αγοράς χρήματος και διαφορετικά στον χώρο της κεφαλαιαγοράς, γι' αυτό στα επόμενα τμήματα θα τα εξετάσουμε χωριστά. Κατά κανόνα, στον χώρο της αγοράς χρήματος η μεταφορά κεφαλαίου από τις πλεονασματικές στις ελλειμματικές οικονομικές μονάδες γίνεται μέσω μιας δανειακής σύμβασης, ενώ στον χώρο της κεφαλαιαγοράς μέσω ενός αξιόγραφου<sup>11</sup>.

Οι δυο αυτές μέθοδοι (χρηματοδότηση μέσω δανειακής σύμβασης ή έκδοσης αξιόγραφων) αποτελούν τις μεθόδους με τις οποίες παραδοσιακά διενεργούνταν η χρηματοδότηση μέσω της χρηματαγοράς και της κεφαλαιαγοράς αντίστοιχα. Θα πρέπει όμως να σημειωθεί ότι η τάση «τιτλοποίησης<sup>12</sup>» των

<sup>11</sup> **Αξιόγραφο** ð χαρακτηρίζεται συγκεκριμένο έγγραφο στο οποίο ενσωματώνεται κάποιο δικαίωμα, του οποίου η ενάσκηση και η μεταβίβασή του είναι αδύνατη χωρίς τη κατοχή αυτού τούτου του εγγράφου.

<sup>12</sup> **Τιτλοποίηση** ð ονομάζεται η έκδοση τίτλων (π.χ. ομολογιών) που βασίζονται στις ταμειακές ροές που απορρέουν από στοιχεία του Ενεργητικού μιας οντότητας (π.χ. δάνεια μιας τράπεζας), των οποίων τίτλων η αποπληρωμή καλύπτεται από την ταμειακή ροή που δημιουργούν τα ίδια τα

τραπεζικών εργασιών έσβησε τα διαχωριστικά όρια μεταξύ των δύο μεθόδων χρηματοδότησης<sup>13</sup>.

Τα παράγωγα προϊόντα αποτελούν συμβάσεις που παίρνουν τη μορφή ενός αξιόγραφου, σύμφωνα με τις οποίες οι αντισυμβαλλόμενοι συμφωνούν να συνάψουν μια δανειακή σύμβαση ή να πραγματοποιήσουν μια συναλλαγή επί ενός πρωτογενούς χρηματοπιστωτικού προϊόντος, υπό συγκεκριμένες προϋποθέσεις και με συγκεκριμένους όρους στο μέλλον. Παρόλο που τα παράγωγα προϊόντα έχουν στο σύνολο τους περισσότερο χαρακτηριστικά προϊόντων της κεφαλαιαγοράς, αφού ουσιαστικά αποτελούν μια μορφή αξιόγραφων, τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά τους προσδιορίζονται από την αγορά εντός της οποίας δημιουργούνται, δηλαδή την αγορά χρήματος ή την αγορά κεφαλαίου.

Οι κύριοι εκδότες των χρεογράφων που διακινούνται στην αγορά χρήματος είναι *το Δημόσιο, οι Τράπεζες, μεγάλες ασφαλιστικές εταιρίες και μεγάλες βιομηχανικές ή εμπορικές εταιρίες*. Βασικός σκοπός αυτής της αγοράς είναι η **άντληση κεφαλαίων από τους ενδιαφερόμενους φορείς με σκοπό τη χρηματοδότηση των αναγκών δημοσίων ή ιδιωτικών επιχειρήσεων**. Σε γενικές γραμμές, τα προϊόντα της χρηματαγοράς θεωρούνται οι ασφαλέστερες επενδύσεις, καθώς προσφέρουν μια σταθερή και συνήθως εκ των προτέρων γνωστή απόδοση, ιδιαίτερα στις περιόδους που η αγορά χρήματος δεν παρουσιάζει σημαντικές μεταπτώσεις<sup>14</sup>.

Α) Έντοκα γραμμάτια ελληνικού δημοσίου<sup>15</sup>

Τα Έντοκα Γραμμάτια του Ελληνικού Δημοσίου (ΕΓΕΔ) είναι τίτλοι μικρής διάρκειας, οι οποίοι πωλούνται στους επενδυτές σε τιμή χαμηλότερη από την

---

δάνεια με την αποπληρωμή τους. Η πρακτική αυτή εξυπηρετεί τις πληρωμές μεταξύ πιστωτών και δανειζομένων, ενώ η οντότητα δεν κρατά τα ίδια τα στοιχεία του Ενεργητικού για αποκόμιση τόκων.

<sup>13</sup> Χρήστος Σταϊκούρας, 2005-2006, «Τραπεζική Χρηματοοικονομική», Εκδόσεις Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών, σελ. 75.

<sup>14</sup> Πορφύρης Ν. & Πέτσας Κ., «Οι αγορές Χρήματος, κεφαλαίου και παραγώγων προϊόντων και οι επενδύσεις», Τμήμα Έρευνας και ανάπτυξης Χρηματιστηρίου Αθηνών

<sup>15</sup> Άρθρο στην Εφημερίδα Το Βήμα με τίτλο «Έντοκα γραμμάτια», 17/01/1999

ονομαστική τους αξία. Με τον τρόπο αυτό οι τόκοι προκαταβάλλονται στους επενδυτές. Τα έντοκα γραμμάτια εξοφλούνται στην ονομαστική τους αξία κατά την ημερομηνία λήξης τους.

Τα έντοκα γραμμάτια απευθύνονται κυρίως σε μικροεπενδυτές και παρέχουν υψηλές πραγματικές αποδόσεις, αφού το επιτόκίό τους βρίσκεται πολύ πάνω από τον πληθωρισμό.

Οι τίτλοι είναι ανώνυμοι και διαπραγματεύσιμοι στις τράπεζες και στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ). Αυτό σημαίνει ότι κάθε επενδυτής σε περίπτωση ανάγκης μπορεί εύκολα να πωλήσει τους τίτλους του πριν από τη λήξη τους σε οποιαδήποτε τράπεζα ή στο Χρηματιστήριο Αθηνών, σε τιμές που ισχύουν στη δευτερογενή αγορά.

Τα βασικά πλεονεκτήματα που προσφέρουν τα έντοκα γραμμάτια Δημοσίου στους επενδυτές είναι τα εξής:

- § Υπάρχουν χρονικές διάρκειες επενδύσεων που καλύπτουν όλες τις ανάγκες των επενδυτών.
- § Προσφέρουν υψηλή απόδοση των κεφαλαίων του επενδυτή, συγκριτικά με άλλες επενδύσεις που υπόκεινται σε επιβαρύνσεις.
- § Υπάρχει μεγάλη ευκολία στην διαχείρισή τους.
- § Υπάρχει πάντα η δυνατότητα άμεσης ρευστοποίησης σε περίπτωση έκτακτης ανάγκης.

## B) Πιστωτικά καταθέσεων<sup>16</sup>

Πιστοποιητικό καταθέσεων (certificates of deposit ή CD's) είναι μία προθεσμιακή κατάθεση, ένα χρηματοδοτικό προϊόν που συνήθως προσφέρεται στους καταναλωτές από τις τράπεζες και πιστωτικούς συνεταιρισμούς.

Τα πιστοποιητικά καταθέσεων είναι παρόμοια με λογαριασμούς ταμιευτηρίου σε ότι αφορά ασφάλεια. Είναι "χρήματα στην τράπεζα" (CD είναι ασφαλισμένοι από την FDIC για τις τράπεζες ή με το NCUA για τις πιστωτικές ενώσεις). Είναι διαφορετικό από λογαριασμούς ταμιευτηρίου σε αυτό το CD

<sup>16</sup> [http://en.wikipedia.org/wiki/Certificate\\_of\\_deposit](http://en.wikipedia.org/wiki/Certificate_of_deposit)



υπάρχει ένα συγκεκριμένο χρονικό σιάστημα χρόνου (συνήθως τρεις μήνες, έξι μήνες ή ένα έως πέντε έτη), και, συνήθως με σταθερό επιτόκιο. Σκοπός είναι ότι το CD θα πραγματοποιηθεί μέχρι την λήξη, οπότε τα χρήματα που μπορεί να αποσυρθεί μαζί με τους δεδουλευμένους τόκους.

Μερικές γενικές κατευθυντήριες γραμμές για τα επιτόκια των CD είναι τα ακόλουθα:

- § Θα πρέπει να λαμβάνουν υψηλότερο επιτόκιο, αλλά δεν μπορούν.
- § Μακροπρόθεσμα θα λαμβάνουν συνήθως υψηλότερο επιτόκιο, εκτός από την περίπτωση αντεστραμμένη καμπύλη αποδόσεων (δηλαδή πριν από την ύφεση)
- § Μικρότερα ιδρύματα έχουν την τάση να προσφέρουν υψηλότερα επιτόκια από ό, τι τα μεγαλύτερα ιδρύματα.
- § Προσωπικά CD λογαριασμών γενικά λαμβάνουν υψηλότερα επιτόκια από τους λογαριασμούς CD επιχειρήσεων.
- § Οι τράπεζες και οι πιστωτικές ενώσεις που δεν είναι ασφαλισμένοι από την FDIC ή NCUA γενικά προσφέρουν υψηλότερα επιτόκια.



Εικόνα 1: Πιστοποιητικό κατάθεσης

Γ) Repos

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

Οι συμφωνίες επαναγοράς σε τίτλους είναι συμφωνίες που γίνονται μεταξύ ενός κατόχου/ιδιοκτήτη τίτλων και ενός άλλου προσώπου (συνήθως χρηματοπιστωτικού οργανισμού) με βάση την οποία συμφωνείται ότι ο κάτοχος των τίτλων πωλεί τους τίτλους που κατέχει στον αγοραστή σε καθορισμένη τιμή και ταυτόχρονα συμφωνούν ότι οι τίτλοι αυτοί θα επαναγοραστούν από τον πωλητή (αρχικό ιδιοκτήτη) σε προκαθορισμένη τιμή. Η προκαθορισμένη τιμή επαναγοράς μπορεί να είναι συγκεκριμένο ποσό ή να είναι η αρχική τιμή πώλησης αυξημένη με σχετική προσαύξηση (price differential) η οποία εκφράζεται ως ποσοστό και εφαρμόζεται για την περίοδο που βρίσκεται σε ισχύ η συμφωνία πώλησης και επαναγοράς<sup>17</sup>.

Ως Reverse repos αναφέρονται οι συμφωνίες για τις οποίες την πρωτοβουλία αναλαμβάνει ο δανειστής και όχι ο δανειζόμενος. Για παράδειγμα, Reverse repos είναι η συμφωνία πώλησης τίτλων σταθερού εισοδήματος από τις επιχειρήσεις σε τράπεζες με την υποχρέωση επαναγοράς τους από αυτές σε συγκεκριμένη τιμή και μετά από την πάροδο συγκεκριμένης χρονικής περιόδου.

Τα βασικά πλεονεκτήματα των Repos είναι ότι προσφέρουν:

- § Δυνατότητα σχετικά υψηλών αποδόσεων (οι αποδόσεις όμως μειώθηκαν σημαντικά έπειτα από τη φορολόγηση των Repos)
- § Δυνατότητα επιλογής της διάρκειας του χρονικού διαστήματος της επένδυσης
- § Υψηλό βαθμό ασφάλειας
- § Ενίσχυση της διακίνησης των εντόκων γραμματίων και ομολόγων του

<sup>17</sup> Υπουργείο Οικονομικών, Κυπριακής Δημοκρατίας, Άρθρο με τίτλο «Τροποποίηση της εγκυκλίου με αρ. 2008/13 - Κατάλογος επενδυτικών προϊόντων που συνιστούν "τίτλους"»

§ Ελληνικού Δημοσίου, πράγμα που διευκολύνει τη χρηματοδότηση του δημοσίου.

§ Εξασφάλιση σε περίπτωση απώλειας ή κλοπής

#### Δ) Εταιρικά Ομόλογα<sup>18</sup>

Τα ελληνικά εταιρικά ομόλογα είναι τίτλοι χρέους οι οποίοι εκδίδονται από ελληνικές εταιρίες με σκοπό να συγκεντρώσουν χρήματα. Ο εκδότης υποχρεούται να καταβάλλει ένα σταθερό ποσό ως τόκο (κουπόνι) σε τακτά χρονικά διαστήματα (π.χ. ετησίως) και κατά την ημερομηνία λήξης (maturity) του ομολόγου να επιστρέψει στον κάτοχό του-δανειστή το αρχικό του κεφάλαιο (ονομαστική αξία).

### 1.6 Η ανταγωνιστική δομή της Ελληνικής τραπεζικής

Υπάρχει μια σχετική διαμάχη ανάμεσα στους μελετητές όσον αφορά τη διαχείριση κινδύνου καθώς κάποιοι θεωρούν ότι η διαχείριση κινδύνου αναπτύχθηκε από τους ακαδημαϊκούς και κάποιοι άλλοι ότι οι πραγματικές ανάγκες του ταχύτατα μεταβαλλόμενου οικονομικού περιβάλλοντος ήταν εκείνες που οδήγησαν στην επιτάχυνση και τη διεύρυνση της πρακτικής του. Γεγονός είναι, πάντως, ότι η σύγχρονη διαχείριση κινδύνου γεννήθηκε και αναπτύχθηκε στη δεκαετία 1955-1965, τόσο στην ακαδημαϊκή όσο και στην επαγγελματική κοινότητα.

Στην τραπεζική, πριν από τη δεκαετία του 1970, η διαχείριση κινδύνου ήταν μια πλήρως κατανοητή εργασία, αφού οι τράπεζες ήταν χρηματοοικονομικοί διαμεσολαβητές μεταξύ των πλεονασματικών και των ελλειμματικών μονάδων, αλλά και των διαχειριστών κινδύνου. Η κερδοφορία ήταν ικανοποιητική, η ανάληψη κινδύνου ήταν αποδεκτή, ο ανταγωνισμός δεν ήταν τόσο επιθετικός όσο είναι σήμερα και η χρηματοοικονομική καινοτομία ήταν σχετικά αργή.

Επίσης, ο διαχωρισμός μεταξύ των εμπορικών τραπεζών και των τραπεζών επενδύσεων ήταν σαφής, λίγοι ήταν οι τραπεζικοί οργανισμοί που κατείχαν το μεγαλύτερο μερίδιο της αγοράς, ο ανταγωνισμός ήταν περιορισμένος και δεν υπήρχε η ανάγκη για σημαντικές αλλαγές ή όξυνση του ανταγωνισμού. Οι

<sup>18</sup> <http://www.grinvest.gr/cms>

εποπτικές αρχές ενδιαφέρονταν αποκλειστικά για την ασφάλεια των συναλλαγών και τον έλεγχο της δημιουργίας τραπεζικού χρήματος.

Όμως, στις δεκαετίες του 1970 και του 1980 (και μέχρι σήμερα), όλοι μας υπήρξαμε μάρτυρες των πρώτων σημαντικών αλλαγών στον τραπεζικό χώρο. Πολλοί εξωτερικοί παράγοντες έπαιξαν ρόλο στη μεταβολή του status quo των τραπεζών και του σκοπού τους και, κυρίως, στη διαχείριση κινδύνου. Οι βασικότεροι από αυτούς τους παράγοντες μπορούν να ταξινομηθούν σε δύο κύριες κατηγορίες, που είναι:

- § η αύξηση της μεταβλητότητας και
- § η αύξηση της ανταγωνιστικής πίεσης.

### **A. Αύξηση της μεταβλητότητας**

Από το 1944 μέχρι τις αρχές του 1970 η βασικότερη οικονομική μεταβλητή, η συναλλαγματική ισοτιμία, καθοριζόταν από το σύστημα της Συνθήκης του Bretton Woods. Η περίοδος κατά την οποία ίσχυε το σύστημα Bretton Woods των σταθερών ισοτιμιών χαρακτηρίστηκε ως μία από τις καλύτερες χρονικές περιόδους της διεθνούς οικονομίας. Οι υψηλοί ρυθμοί οικονομικής ανάπτυξης συνοδεύτηκαν από χαμηλό πληθωρισμό, κάτω από μια ενεργό πολιτική ζήτησης, που οδήγησε ομαλά τις εθνικές οικονομίες, επιτρέποντας στην παραγωγή να απορροφάται από τη ζήτηση.

Μετά τη μεταβατική μεταπολεμική περίοδο, τα νομίσματα έγιναν ανταλλάξιμα. Αυτό σημαίνει ότι τα νομίσματα μπορούσαν να αγοραστούν και να πωληθούν με άλλα νομίσματα. Έτσι, οι κεντρικές τράπεζες και οι νομισματικές αρχές, έχοντας ένα απόθεμα σε δολάρια, μπορούσαν να επεμβαίνουν στις διεθνείς αγορές συναλλάγματος προκειμένου να διατηρήσουν την ισοτιμία του νομίσματος τους στη ζώνη του 1%.

Με την εγκατάλειψη της Συνθήκης του Bretton Woods, το 1973, αναμενόταν ότι το σύστημα των κυμαινόμενων ισοτιμιών θα εξασφάλιζε την ομαλή λειτουργία των εθνικών οικονομιών και θα εξαφάνιζε τους περιορισμούς στην εσωτερική νομισματική πολιτική.

Αντίθετα από ό,τι αναμενόταν, όμως, σημειώθηκε σημαντική συναλλαγματική αστάθεια σε νομίσματα – κλειδιά και οι παρεμβάσεις στις διεθνείς αγορές συναλλάγματος ήταν συχνές και μεγάλων ποσών. Αποτέλεσμα ήταν να παρατηρηθούν ανεπιθύμητες συνέπειες στις οικονομικές εξελίξεις και στην αποτελεσματικότητα της διεθνούς οικονομικής προσαρμογής. Η περίοδος των κυμαινόμενων ισοτιμιών σημαδεύτηκε από αστάθεια και σημαντική μείωση της οικονομικής δραστηριότητας στις χώρες του ΟΟΣΑ, όπου εκδηλώθηκαν υψηλοί ρυθμοί ανεργίας, χαμηλοί ρυθμοί ανάπτυξης και υψηλός πληθωρισμός.

Η συναλλαγματική αστάθεια έχει κόστος στην αποτελεσματική κατανομή πόρων, γεγονός που με τη σειρά του επιδρά στη διάρθρωση της παραγωγής, των επενδύσεων και της ανεργίας. Επίσης, δημιουργεί αβεβαιότητα για τις μακροπρόθεσμες συναλλαγματικές μεταβολές, με αντίκτυπο στο διεθνές εμπόριο και στην ανάπτυξη, ενώ επηρεάζει και τις νομισματικές αρχές, οι οποίες δυσκολεύονται να επιτύχουν σταθερές οικονομικές συνθήκες.

Οι μεγάλες διακυμάνσεις στις πραγματικές συναλλαγματικές ισοτιμίες, που χαρακτήρισαν την περίοδο των κυμαινόμενων ισοτιμιών, δείχνουν τη μακροοικονομική αλληλεξάρτηση ανάμεσα στις χώρες, που σημαίνει ότι πρέπει να επιλεγούν και να υποστηριχτούν οι οικονομικές πολιτικές συνεργασίες που περιέχουν διεθνείς περιορισμούς, και να τους εξομαλύνουν. Βέβαια, ακόμα και αν ακολουθείται η ορθή μακροοικονομική πολιτική δεν σημαίνει ότι επιλύεται το πρόβλημα της συναλλαγματικής αστάθειας. Έτσι, η παρέμβαση στις διεθνείς αγορές συναλλάγματος παρουσιάζεται ως ένα επιπρόσθετο όργανο πολιτικής.

Από την πλευρά της διαχείρισης του τραπεζικού κινδύνου, η κατάργηση της συμφωνίας του Bretton Woods είχε σημαντικές επιπτώσεις. Η σχέση μεταξύ τρέχουσας και προθεσμιακής συναλλαγματικής ισοτιμίας είναι άμεσα συνδεδεμένη με το επίπεδο των επιτοκίων και των διαφορών των επιτοκίων μεταξύ των διάφορων οικονομιών. Με το σύστημα των κυμαινόμενων ισοτιμιών, η μεταβλητότητα των επιτοκίων είναι μεγάλη, με αποτέλεσμα να είναι ασυνήθιστη και η μεταβλητότητα των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Κατά συνέπεια, η διαχείριση τραπεζικού κινδύνου έγινε επιτακτική, καθώς επίσης και η δημιουργία κατάλληλων εργαλείων και τεχνικών που βοηθούν στη διαχείριση κινδύνου.

Αποτέλεσμα είναι η ευρύτητα του τομέα των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, γενικά, και του τραπεζικού χώρου, ειδικότερα.

### **B. Αύξηση τον ανταγωνισμού**

Ας δούμε ποιοι είναι οι βασικοί λόγοι που οδήγησαν στον σημερινό αυξημένο τραπεζικό ανταγωνισμό. Οι κυριότεροι λόγοι του τραπεζικού ανταγωνισμού είναι:

§ η απορρύθμιση και

§ η απεξειδίκευση του τραπεζικού συστήματος κατά τη διάρκεια της τελευταίας δεκαπενταετίας.

Το κύμα της απορρύθμισης αναπτύχθηκε σταδιακά. Απορρύθμιση είναι η διαδικασία με την οποία εξομαλύνονται σταδιακά οι ρυθμιστικοί περιορισμοί, οι οποίοι, υπό το πρίσμα του αυξανόμενου ανταγωνισμού, λειτουργούσαν ανασταλτικά στη διεθνοποίηση και εξάπλωση του τραπεζικού συστήματος.

Στο πλαίσιο της απορρύθμισης αυτής, και κυρίως από τα μέσα της δεκαετίας του 1980, ο τραπεζικός ανταγωνισμός έχει πάρει τεράστιες διαστάσεις, τόσο ανάμεσα στις εμπορικές όσο και ανάμεσα στις τράπεζες επενδύσεων. Επίσης, επέτρεψε στα τραπεζικά ιδρύματα να επανακτήσουν μέρος της ανταγωνιστικότητας τους έναντι των χρηματαγορών και των αμοιβαίων κεφαλαίων.

Στην ανάγκη της απεξειδίκευσης των τραπεζικών ιδρυμάτων οδήγησε η επιθυμία των τραπεζικών οργανισμών για καλύτερη και αποτελεσματικότερη διαφοροποίηση σε περιόδους αστάθειας των επιτοκίων, του πληθωρισμού και των συναλλαγματικών ισοτιμιών, με αποτέλεσμα τη μείωση του τραπεζικού κινδύνου.

Στην Ιαπωνία και στις ΗΠΑ, για παράδειγμα, απαγορευόταν από τον νόμο στις εμπορικές τράπεζες να πραγματοποιούν χρηματιστηριακές συναλλαγές και στις επενδυτικές τράπεζες να πραγματοποιούν εργασίες των εμπορικών τραπεζών, μέχρι το 1987. Στις ευρωπαϊκές χώρες, όπως στην Αγγλία, την Ολλανδία και τη Γερμανία, ίσχυε ο ίδιος διαχωρισμός, αν και δεν υπαγορευόταν από κάποιον σχετικό νόμο. Μάλιστα, στην Αγγλία μόνο τον Οκτώβριο του 1986 οι μεγάλες εμπορικές τράπεζες ασχολήθηκαν με τις χρηματιστηριακές συναλλαγές.

Έτσι, η σταδιακή απορρύθμιση στον τραπεζικό χώρο σήμαινε ότι οι εμπορικές, κυρίως, τράπεζες μπορούσαν να προσφέρουν και άλλα προϊόντα και να συμμετάσχουν και σε άλλες αγορές. Αυτό είχε δύο σημαντικές συνέπειες:

- § την αύξηση του ανταγωνισμού μεταξύ των τραπεζικών ιδρυμάτων και
- § την αύξηση του ανταγωνισμού μεταξύ των τραπεζικών οργανισμών με άλλα ιδρύματα χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης.

Μερικώς, η απορρύθμιση επιταχύνθηκε και από την απελευθέρωση των επιτοκίων στις αρχές της δεκαετίας του 1980, με αποτέλεσμα να επιτρέπεται στις τράπεζες να προσφέρουν ανταγωνιστικά επιτόκια σε διάφορα αποταμιευτικά προϊόντα. Ακόμα, η απορρύθμιση σημαίνει ότι, σήμερα, και οι δύο τύποι τραπεζών μπορούν να δραστηριοποιούνται στις αγορές των ανταλλαγών, των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης και των συμβολαίων δικαιώματος προαίρεσης (ορϋιοηδ), των συναλλαγματικών ισοτιμιών κ.λπ., με συνέπεια ο τραπεζικός ανταγωνισμός να είναι ιδιαίτερα αυξημένος.

Με την ανταγωνιστικότητα του τραπεζικού κλάδου (και κάθε άλλου κλάδου, άλλωστε) συνδυάζονται:

- § η αποτελεσματική διαχείριση,
- § η παραγωγικότητα,
- § η αποτελεσματικότητα και
- § οι οικονομίες κλίμακας και σκοπού.

Σχετικά με την κακή διαχείριση, τελευταία, οι αναλυτές δίνουν ιδιαίτερη προσοχή. Η κακή διαχείριση και η απάτη με σκοπό βραχυχρόνια οφέλη είναι για πολλούς παρατηρητές οι αιτίες της τραπεζικής κρίσης. Και οι δύο αυτές περιπτώσεις στηρίζονται στην ετερογένεια που υπάρχει μεταξύ των μικρών και των μεγάλων τραπεζών.

Απάτη, εννοείται η κατάλληλη εκείνη διάρθρωση των επενδύσεων υψηλού κινδύνου, με στόχο σημαντικά βραχυχρόνια κέρδη και μακροπρόθεσμες ζημίες και, αναλογικά, η διανομή μεγάλων μερισμάτων βραχυπρόθεσμα. Αυτή η περίπτωση αφορά, κυρίως, οικονομίες με πολύ μεγάλο αριθμό μικρών τραπεζών (όπως στις



ΗΠΑ), ενώ η κακή διαχείριση είναι περισσότερο πιθανή σε μεγάλους τραπεζικούς οργανισμούς.

Ένας άλλος λόγος που οδήγησε στον αυξημένο τραπεζικό ανταγωνισμό είναι η μεταβολή του ρόλου των τραπεζών, γνωστή ως από - διαμεσολάβηση. Αυτό συνέβη επειδή το σύγχρονο οικονομικό περιβάλλον και οι οικονομικές ανάγκες συνετέλεσαν στο γεγονός ότι οι αποταμιευτές, οι επενδυτές και οι δανειζόμενοι είναι περισσότερο πληροφορημένοι σε θέματα της αγοράς και των εργαλείων διαχείρισης κινδύνου. Αυτό σημαίνει, με τη σειρά του, ότι οι παραδοσιακές τραπεζικές εργασίες και λειτουργίες είναι ανεπαρκείς, αναποτελεσματικές και, συνεπώς, λιγότερο κερδοφόρες.

Η χρηματοπιστωτική διαμεσολάβηση επηρεάζεται από τέσσερις βασικούς παράγοντες;

- i. τη μεταβολή στη ζήτηση για διαμεσολάβηση,
- ii. τη διάρθρωση χαρτοφυλακίων των επενδυτών, οι οποίοι ορίζουν τον τύπο και τη φύση των ζητούμενων χρηματοοικονομικών εργαλείων και προϊόντων,
- iii. τις μεταβολές του χρηματοοικονομικού περιβάλλοντος των αγορών και
- iv. τις μεταβολές των στόχων και των περιορισμών αυτών των ίδιων των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.

Ο συνδυασμός αυτών των παραγόντων οδηγεί σε δομικές και λειτουργικές μεταβολές των χρηματοπιστωτικών αγορών και, συνεπώς, των τραπεζικών ιδρυμάτων. Σύμφωνα, μάλιστα, με μια κατηγοριοποίηση της διαδικασίας ανάπτυξης του χρηματοπιστωτικού συστήματος (Rybcynski, 1985) διακρίνονται τρία βασικά στάδια<sup>19</sup>:

- i. οι τράπεζες είναι οι μόνοι χρηματοπιστωτικοί διαμεσολαβητές,
- ii. η κεφαλαιαγορά είναι το κανάλι επικοινωνίας μεταξύ των οικονομικών μονάδων και ικανοποιεί τις ανάγκες χρηματοδότησης και
- iii. securitisation και ανάπτυξη προϊόντων αναχαίτισης κινδύνου.

<sup>19</sup> Rybcynsky T.M., “Financial System, Risk and Public Police”, Royal Bank of Scotland Review, December 1985.



Σήμερα, οι περισσότερες αγορές βρίσκονται μεταξύ δεύτερου και τρίτου σταδίου, ενώ οι μεγάλες αγορές βρίσκονται ήδη στο τρίτο στάδιο. Αυτό σημαίνει ότι η σύνδεση μεταξύ των οργανισμών και η πολυπλοκότητα των μεταξύ τους συμφωνιών είναι αυξημένη, καθώς επίσης και ότι ο κίνδυνος μετακυλιέται από τους οργανισμούς στους επενδυτές. Γίνεται φανερή, επίσης, η ανάγκη για προσαρμογή του θεσμικού και ρυθμιστικού πλαισίου στη μεταβαλλόμενη δομή του χρηματοοικονομικού συστήματος.

### **1.7 Κατηγορίες και διαχείριση τραπεζικών κινδύνων**

Ο ανταγωνισμός μεταξύ των τραπεζικών ιδρυμάτων έχει οξυνθεί και η ανάγκη για επέκταση σε άλλες αγορές και προϊόντα έχει γίνει κατανοητή η σημαντικότητα της διαχείρισης των αναλαμβανόμενων κινδύνων.

Πρόσφατες έρευνες έχουν δείξει ότι ο βαθμός συγκέντρωσης των τραπεζικών συστημάτων είναι πολύ υψηλός σε ορισμένες χώρες φτάνει τα επίπεδα του 45-50%. Αυτό σημαίνει ότι οι μικρές, κυρίως, τράπεζες έχουν πολύ μικρά περιθώρια διεύρυνσης των μεριδίων τους στην αγορά. Το γεγονός αυτό υπογραμμίζει, επίσης, την ανταγωνιστική όξυνση μεταξύ των τραπεζικών ιδρυμάτων.

Πιθανή λύση στον ανταγωνισμό αποτελεί, μεταξύ άλλων:

- § η διαφοροποίηση,
- § η εξειδίκευση τραπεζικών εργασιών και
- § η προσφορά μεγαλύτερης ποικιλίας χρηματοοικονομικών εργαλείων και προϊόντων.

Τα προϊόντα αυτά, όμως, συνοδεύονται από αυξημένους κινδύνους πέραν του πιστωτικού κινδύνου. Ο W. Wriston της Citibank, υποστηρίζει πως «είναι γεγονός ότι τα πιστωτικά ιδρύματα ανήκουν στη βιομηχανία διαχείρισης κινδύνου. Έτσι, απλώς, αυτή είναι η τραπεζική εργασία» (*The Economic*, 10/4/1993). Ακόμα περισσότερο, μπορούμε να πούμε ότι οι τράπεζες διαχειρίζονται και εμπορεύονται τον κίνδυνο.

Οι κατηγορίες είναι:

### **1.7.1 Κίνδυνος και αβεβαιότητα**

Ο κίνδυνος (risk) και η αβεβαιότητα (uncertainty) υπάρχουν όταν το μέλλον είναι άγνωστο. Σύμφωνα με τον ορισμό του έγκυρου λεξικού Webster New Collegiate, **αβεβαιότητα είναι η κατάσταση εκείνη στην οποία «η αμφιβολία μειώνει σημαντικά την ικανότητα πρόβλεψης της μελλοντικής κατάστασης μιας τρέχουσας δράσης».** Συνεπώς, βεβαιότητα είναι μια κατάσταση απαλλαγμένη από κάθε αμφιβολία. Έτσι, ο όρος «αβεβαιότητα» περιγράφει μια κατάσταση του μυαλού και υπάρχει όταν δεν μπορούμε να προβλέψουμε με βεβαιότητα το αποτέλεσμα μιας επένδυσης που έχουμε αναλάβει.

Κίνδυνος είναι η μεταβλητότητα των πιθανών αποτελεσμάτων μιας πράξης. Με άλλα λόγια, το αποτέλεσμα δεν μπορεί να προβλεφθεί ακριβώς και, έτσι, υπάρχει αβεβαιότητα. Έκθεση στον κίνδυνο δημιουργείται όταν αναλαμβάνουμε το κόστος να συμβεί ένα ορισμένο γεγονός. Οι όροι «κίνδυνος» και «έκθεση στον κίνδυνο» (ή πιθανή ζημία) χρησιμοποιούνται εναλλακτικά στο υπόλοιπο κείμενο. Ο κίνδυνος είναι μια αντικειμενική έννοια και μπορεί να μετρηθεί. Για να απλοποιήσουμε την έννοια του κινδύνου.

### **1.7.2 Κίνδυνος εισοδήματος και κίνδυνος κεφαλαίου**

Κάθε επένδυση στηρίζεται στην προσδοκία της απόδοσης. Η πηγή της απόδοσης μιας επένδυσης μπορεί να είναι είτε η πρόσθετη εισροή εισοδήματος (π.χ., όταν πρόκειται για αποταμίευση ή για το μέρισμα στην περίπτωση μετοχών) είτε η κεφαλαιακή απόδοση (π.χ., όταν μια μετοχή αγοραστεί σε χαμηλή τιμή και ρευστοποιηθεί σε υψηλότερη). Έτσι, άλλες επενδύσεις προσφέρουν πρόσθετο κεφάλαιο (αποταμίευση) και άλλες πιθανή ανατίμηση του επενδυόμενου κεφαλαίου, όπως επένδυση σε μετοχές, γη κ.λπ.

Βέβαια, στη δεύτερη, κυρίως, περίπτωση η μελλοντική απόδοση δεν είναι εκ των προτέρων γνωστή. Πρέπει, λοιπόν, να διαχωρίσουμε την *αναμενόμενη* από την *πραγματοποιούμενη απόδοση*. Η αναμενόμενη απόδοση ισοδυναμεί με τον αποδεχόμενο κίνδυνο και πρέπει να συγκριθεί με την *απαιτούμενη απόδοση*, η

οποία αντιστοιχεί στην απαραίτητη απόδοση που ζητά ο επενδυτής προκειμένου να αναλάβει τον κίνδυνο.

Η απαιτούμενη απόδοση περιλαμβάνει:

- α) το τι θα μπορούσε να κερδίσει ο επενδυτής μετοχών εναλλακτικά, π.χ. επενδύοντας σε ομόλογα ή έντοκα γραμμάτια,
- β) την επιπρόσθετη απόδοση.

Φαίνεται λοιπόν ότι η εξειδίκευση της απαιτούμενης απόδοσης προαπαιτεί τη μέτρηση του κινδύνου. Ο κίνδυνος εκφράζει την αβεβαιότητα ότι η πραγματοποιούμενη απόδοση δεν θα είναι ίση με την αναμενόμενη απόδοση. Εάν δεν υπήρχε αβεβαιότητα, δεν θα υπήρχε και κίνδυνος.

### **1.7.3 Κατηγορίες τραπεζικών κινδύνων**

Όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, κάθε επένδυση σε χρηματοοικονομικά μέσα ενέχει κινδύνους, ο βαθμός των οποίων εξαρτάται από την φύση κάθε επένδυσης. Τα είδη των κινδύνων που πιθανό να απασχολούν τους επενδυτές επηρεάζονται από διάφορους παράγοντες, περιλαμβανομένου του τρόπου δημιουργίας ή δόμησης του προϊόντος. Κάθε επενδυτής πρέπει να είναι βέβαιος ότι το προϊόν στο οποίο επιθυμεί να επενδύσει, είναι κατάλληλο γι' αυτόν λαμβάνοντας υπόψη τα προσωπικά και οικονομικά του δεδομένα, και το μέγεθος του κινδύνου που είναι σε θέση να αναλάβει.

Αν θελήσουμε να κατηγοριοποιήσουμε τους κινδύνους θα τους ομαδοποιούσαμε στις ακόλουθες κατηγορίες:

#### **1) Πιστωτικός Κίνδυνος**

Ο πιστωτικός κίνδυνος, είναι ο κίνδυνος ότι ο αντισυμβαλλόμενος σε μια οικονομική συναλλαγή θα παραλείψει να εκπληρώσει τη συμβατική υποχρέωσή του. Δεδομένου ότι υπάρχουν πολλοί τύποι αντισυμβαλλομένων και υποχρεώσεων, ο πιστωτικός κίνδυνος μπορεί να λάβει πολλές μορφές και να αναφερθεί με πολλούς διαφορετικούς τρόπους, όπως «κίνδυνος αντισυμβαλλομένου».

## 2) Κίνδυνος Αγοράς

Ο κίνδυνος αγοράς είναι ο κίνδυνος μεταβολής της αξίας μιας επένδυσης από μεταβολές σε γενικούς παράγοντες της αγοράς, όπως επιτοκίων, τιμών μετοχών, μετοχικών δεικτών, νομισμάτων, τιμών εμπορευμάτων, και δεικτών εμπορευμάτων. Οι επενδυτές σε χρηματοοικονομικά μέσα, διατρέχουν τον κίνδυνο να απολέσουν μέρος ή το σύνολο του κεφαλαίου τους, σε περίπτωση αρνητικής μεταβολής των τιμών.

## 3) Λειτουργικοί κίνδυνοι

Ο λειτουργικός κίνδυνος, όπως διακοπές ή δυσλειτουργίες στα αναγκαία συστήματα, (συμπεριλαμβανομένων των συστημάτων πληροφορικής) και ελέγχους, μπορεί να έχει αρνητική επίδραση σε όλα τα χρηματοοικονομικά προϊόντα. Ο επιχειρησιακός κίνδυνος, ειδικά ο κίνδυνος η επιχείρηση να διοικείται ακατάλληλα, θα μπορούσε επίσης να έχει αρνητικό αντίκτυπο στους μετόχους, ή άλλους επενδυτές σε μια τέτοια επιχείρηση. Η διαχείριση ανθρώπινου δυναμικού και οι οργανωτικές αλλαγές μπορούν να επηρεάσουν σημαντικά αυτούς τους κινδύνους, και γενικά ο λειτουργικός κίνδυνος μπορεί να μην γίνεται αντιληπτός εκτός της επιχείρησης.

### 1.8 Κίνδυνος Ρευστότητας και επιτοκίων

Ο κίνδυνος ρευστότητας χαρακτηρίζεται ως χρηματοοικονομικός κίνδυνος, που προκύπτει λόγω της αβέβαιης ρευστότητας δηλ. του πόσο γρήγορα ένα χρηματοοικονομικό προϊόν μπορεί να πωληθεί και να μετατραπεί σε μετρητά, χωρίς να καταλήγει ο πωλητής να εισπράττει σημαντικά μικρότερο ποσό από το ποσό της αρχικής επένδυσης.. Ο κίνδυνος ρευστότητας επηρεάζεται κυρίως από την προσφορά και ζήτηση που υπάρχει για το συγκεκριμένο προϊόν.

Αντίστοιχα ο κίνδυνος επιτοκίου, ονομάζουμε ως η μεταβολή στις αποδόσεις που μπορεί να υποστούν οι επενδυτές, εξαιτίας της ανόδου των επιτοκίων της αγοράς. Αύξηση των επιτοκίων, επιφέρει καθοδική πτώση στις τιμές των μετοχών, διότι ευνοεί τη μεταφορά κεφαλαίων από τις μετοχές στις εναλλακτικές μορφές επένδυσης που δίδουν το επιτόκιο ως αμοιβή και που φαίνονται τώρα πιο ελκυστικές. Ο κίνδυνος του επιτοκίου, χαρακτηρίζεται ως πηγή

συστηματικού κινδύνου, διότι οι αποφάσεις για τις μεταβολές των επιτοκίων παίρνονται συνολικά και επηρεάζουν την αγορά στο σύνολό της.<sup>20</sup>

### 1.9 Οι διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίου

Έχει γίνει πλέον αντιληπτό από όλους ότι η οικονομική κρίση που βιώνουμε μπορεί να συγκριθεί μόνο με εκείνη του 1929<sup>21</sup>. Κατά την εξέλιξή της αναδείχθηκαν διαδοχικά ή ταυτόχρονα όλες οι εγγενείς αδυναμίες και οι συσσωρευμένες παθογένειες του μοντέλου δομής και λειτουργίας του παγκόσμιου χρηματοοικονομικού συστήματος, που επικράτησε σταδιακά μετά τη δεκαετία του 1980.

Στην εποχή μας όμως, υπάρχει και η γνώση από τις εμπειρίες του παρελθόντος και η πολιτική βούληση να αναληφθούν αμέσως εκείνα τα μέτρα που θα εμπόδιζαν τη συνεχή επιδείνωση της χρηματοοικονομικής κρίσης και το ξέσπασμα βαθιάς και παρατεταμένης ύφεσης στην παγκόσμια οικονομία. Μάλιστα, αυτό που έγινε απόλυτα φανερό στην εξέλιξη της κρίσης είναι ότι κυβερνήσεις, κεντρικές τράπεζες και ρυθμιστικές αρχές μπόρεσαν να αγνοήσουν δογματισμούς, ιδεολογήματα και πρακτικές που κυριάρχησαν τις τελευταίες δεκαετίες και να προχωρήσουν γρήγορα στη λήψη των ριζοσπαστικών, μεγάλης εμβέλειας μέτρων που είναι απαραίτητα, τόσο για τη σταθεροποίηση των αγορών όσο και για την ενίσχυση της πραγματικής οικονομίας.

<sup>20</sup> <http://www.guardiantrust.gr/>

<sup>21</sup> Η **παγκόσμια οικονομική ύφεση του 1929** (The Great Depression) ήταν μια κατάσταση διεθνούς οικονομικής ύφεσης που διήρκεσε από ένα μέχρι δέκα χρόνια σε διάφορες χώρες του κόσμου. Επρόκειτο για τη μεγαλύτερη οικονομική ύφεση της σύγχρονης ιστορίας και χρησιμοποιείται τον 21ο αιώνα ως παράδειγμα για το πόσο οδυνηρή μπορεί να είναι μια οικονομική καταστροφή. Η "Μεγάλη Ύφεση", όπως χαρακτηρίστηκε στις ΗΠΑ σύμφωνα με τους αναλυτές προκλήθηκε μετά από το χρηματιστηριακό κραχ στις 29 Οκτωβρίου του 1929, γνωστό ως η Μαύρη Τρίτη. Το τέρμα της κρίσης στις ΗΠΑ ταυτίστηκε με το έναυσμα της πολεμικής οικονομίας του 2ου παγκοσμίου πολέμου γύρω στο 1939.

Σήμερα, καθώς η αβεβαιότητα συνεχίζεται, κάθε πρόβλεψη είναι παρακινδυνευμένη, αλλά πιστεύω ότι τα χειρότερα από άποψη συστημικών κινδύνων έχουν περάσει.

Είναι γεγονός ότι η κρίση πέρασε πολύ γρήγορα και με μεγαλύτερη ένταση από ότι εκτιμούσαμε και στην πραγματική οικονομία. Οι συνθήκες και προοπτικές της παγκόσμιας οικονομίας, όπως αποτυπώνονται στους διάφορους οικονομικούς δείκτες, συνεχώς επιδεινώνονται, και ένας σημαντικός αριθμός ισχυρών οικονομιών του πλανήτη μας, συμπεριλαμβανομένων των ΗΠΑ, της Ιαπωνίας, των μεγαλύτερων οικονομιών της ΕΕ και της Ρωσίας, βρίσκονται ή αναμένεται να εισέλθουν σε ύφεση. Η ταχύτερη εξάπλωση της κρίσης μας έδειξε πόσο αλληλένδετες και αλληλοεξαρτώμενες είναι στην εποχή της παγκοσμιοποίησης οι αγορές, και πόσο αναγκαία έχει γίνει η διεθνής συνεννόηση, η λήψη από κοινού των αποφάσεων και ο συντονισμός των εθνικών δράσεων. Η εντύπωση ότι οι ταχέως αναπτυσσόμενες οικονομίες με προεξάρχουσες τις λεγόμενες BRIC (Brazil, Russia, India, China), δεν θα επηρεαστούν σημαντικά από την κρίση των αναπτυσσόμενων χωρών αποδείχθηκε και αυτή εσφαλμένη.

Τουλάχιστον μέχρι τα μέσα του 2010 θα διαρκέσει η παγκόσμια οικονομική κρίση σε όρους ανεργίας. Οπότε η νέα ελληνική κυβέρνηση, όπως και οι υπόλοιπες ευρωπαϊκές, θα πρέπει να εστιάσει κατά προτεραιότητα την πολιτική της στο να χαλιναγωγήσει την ανεργία και ακολούθως να δώσει τη "μάχη" για το έλλειμμα και το χρέος. Η αποκατάσταση της ομαλότητας στις διεθνείς αγορές και η σταδιακή ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας δεν πρέπει να αναμένονται πριν τις αρχές του 2011. Την εκτίμηση αυτή διατύπωσε ο πρόεδρος της Διεθνούς Ένωσης Γαλλόφωνων Οικονομολόγων (AIELF) και ομότιμος καθηγητής του Πανεπιστημίου "Paris II", Ζαν Κλοντ Ντισάμπ. Πρόσθεσε δε, ότι η ασφάλεια που δίνει το ευρώ, αυξάνει τα περιθώρια δράσης της ελληνικής κυβέρνησης. Ο ίδιος, εξέφρασε την πεποίθηση ότι τον περασμένο Απρίλιο «είδαμε τον "πάτο" της κρίσης σχεδόν παντού», ενώ πρόσθεσε ότι "συνολικά η κρίση σίγουρα δεν θα τελειώσει αύριο", αλλά πλέον "έχουμε βγει από την τρύπα".

Στη χώρα μας, η κρίση βρήκε τις ελληνικές τράπεζες σε συγκριτικά καλύτερη θέση, με πολύ μικρή έκθεση σε υψηλού ρίσκου επενδυτικά προϊόντα, ισχυρή καταθετική βάση, επαρκή κεφάλαια και ικανοποιητική ρευστότητα. Και παρά τους ιστορικά ιδιαίτερα υψηλούς ρυθμούς αύξησης των τραπεζικών χορηγήσεων των τελευταίων ετών, τα στοιχεία που διαθέτουμε για τη δανειακή επιβάρυνση νοικοκυριών και επιχειρήσεων δείχνουν, ότι στη χώρα μας η τραπεζική μόχλευση υπολείπεται σημαντικά από τα επίπεδα των περισσότερων οικονομιών της ζώνης του ευρώ. Οι ελληνικές θυγατρικές ξένων τραπεζών δεν αντιμετώπισαν μέχρι σήμερα αξεπέραστα προβλήματα καθώς οι μητρικές τους δεν φαίνεται να επηρεάστηκαν σημαντικά από την κρίση, σε βαθμό που θα επιβάρυνε εξωγενώς το ελληνικό τραπεζικό σύστημα.

Η Ελλάδα βρίσκεται σε φάση όπου, αν και οι φόβοι για το μέλλον πολλαπλασιάζονται, δεν έχει σημειωθεί δραματική υποχώρηση του ρυθμού πιστωτικής επέκτασης (το Νοέμβριο του 2008 επιβραδύνθηκε στο 18,2%, από 19,7% τον Οκτώβριο και 21,5% για όλο το 2007). Η κάμψη του ρυθμού ανάπτυξης είναι περιορισμένη (το 2008 ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ υπολογίζεται ότι ήταν 3,1-3,3%, από 4,0% το 2007), ενώ δεν έχει παρατηρηθεί αύξηση της ανεργίας ή έντονη κάμψη της κατανάλωσης και των επενδύσεων. Ιδιαίτερα θετική εξέλιξη είναι και η αποκλιμάκωση του πληθωρισμού, που το Δεκέμβριο του 2008 μειώθηκε στα επίπεδα του 2%. Οπωσδήποτε, στην ελληνική οικονομία δεν είχαμε τη δημιουργία φούσκας ούτε στην αγορά ακινήτων, ούτε στην πιστωτική επέκταση, κατάσταση που χαρακτηρίζει τις οικονομίες των χωρών που σήμερα αντιμετωπίζουν τα μεγαλύτερα προβλήματα.

Οι ενδείξεις της κρίσης έχουν αρχίσει να γίνονται εμφανείς σε διάφορους τομείς της οικονομίας. Πολλοί δείκτες της οικονομικής συγκυρίας καταγράφουν υποχώρηση των τιμών τους, σε σχέση με τα περυσινά επίπεδά τους. Είχαμε σημαντική κάμψη της οικοδομικής δραστηριότητας κατά 16% περίπου, κατά τους δέκα πρώτους μήνες του 2008 και μικρή μείωση του τζίρου του λιανικού εμπορίου κατά 0,4%, το 11μηνο του 2008. Και κρίνοντας από τη συνεχή επιδείνωση των δεικτών που προϊδεάζουν τη βραχυπρόθεσμη και μεσοπρόθεσμη εξέλιξη της πραγματικής οικονομίας (leading indicators), όπως οι δείκτες εμπιστοσύνης και καταγραφής των προθέσεων επιχειρηματιών και καταναλωτών/επενδυτών, οι

ενδείξεις είναι ότι το 2009 ο ρυθμός μεγέθυνσης της οικονομίας θα έχει μεν θετικό πρόσημο, αλλά θα είναι κλάσμα μόνο εκείνου του 2008.

Η μεγαλύτερη πρόκληση για τη χώρα στη δύσκολη αυτή συγκυρία είναι η αποτελεσματική αντιμετώπιση της κρίσης, δεδομένων των μακροχρόνιου χαρακτήρα, διαρθρωτικών αδυναμιών της ελληνικής οικονομίας, που αποτυπώνονται:

- § στο υψηλό ποσοστό δημόσιου χρέους και τα μεγάλα δημοσιονομικά ελλείμματα
- § στο διευρυνόμενο έλλειμμα του ισοζυγίου εξωτερικών συναλλαγών
- § στην εμμονή του δομικού πληθωρισμού σε ανώτερα από το μέσο όρο της ευρωζώνης επίπεδα
- § στους σχετικά χαμηλούς ρυθμούς αποταμίευσης και επενδύσεων και
- § στα σχετικά υψηλά ποσοστά ανεργίας, ιδιαίτερα των νέων. Όμως, η πρόκληση αυτή μπορεί και πρέπει να εκληφθεί από όλους μας και ως ευκαιρία για μια σε βάθος και με μακρόπνοη προοπτική επίλυσης των διαρθρωτικών προβλημάτων της χώρας, με τη μεγαλύτερη δυνατή συναίνεση όλων των κοινωνικών εταίρων<sup>22</sup>.

Οι Κυβερνήσεις και κεντρικές τράπεζες έλαβαν και συνεχίζουν να λαμβάνουν μέτρα για την αντιμετώπιση των πιο άμεσων επιπτώσεων της χρηματοοικονομικής κρίσης στα εθνικά τραπεζικά συστήματα και τις διεθνείς αγορές.

Οι τράπεζες ενισχύουν την κεφαλαιακή βάση τους, ο κίνδυνος πιστωτικής ασφυξίας απομακρύνεται, περισσότερη ρευστότητα είναι διαθέσιμη και το κόστος της έχει αρχίσει να μειώνεται. Από την άλλη πλευρά όμως, πολλά πιστωτικά ιδρύματα συνεχίζουν να καταγράφουν πολύ μεγάλες ζημιές και βλέπουν την κεφαλαιακή βάση τους να εξασθενεί επικίνδυνα, εξέλιξη που θα απαιτήσει

<sup>22</sup> Είναι ιστορικό γεγονός ότι οι ριζικές τομές στις οικονομίες και κοινωνίες είναι πιο εφικτές σε εποχές μεγάλων, συστημικών κρίσεων, όπως το New Deal προέκυψε από τη Μεγάλη Ύφεση της δεκαετίας του '30 και το Bretton Woods και το σχέδιο Marshall από την αναστάτωση του Β' Παγκοσμίου Πολέμου



νέεςad hoc επεμβάσεις των κυβερνήσεων για αποφυγή νέων καταρρεύσεων με κίνδυνο να βρεθούμε και πάλι στο χείλος του γκρεμού.

Το γεγονός ότι η κρίση είναι ολόκληρου του συστήματος συνεπάγεται ότι και οι επιδιωκόμενες λύσεις θα πρέπει να αφορούν όλο το σύστημα. Η εξεύρεση λύσεων, που είναι σίγουρα πιο δύσκολη από τη διάγνωση των προβλημάτων, πρέπει να αποσκοπεί πρωταρχικά στην αποκατάσταση της εμπιστοσύνης στις αγορές και στην ανάκτηση της αξιοπιστίας των συναλλασσόμενων. Να αποβλέπουν επίσης στο δραστικό περιορισμό του φαινομένου του «ηθικού κινδύνου» (moral hazard) , δηλαδή της εκ των υστέρων στήριξης και προστασίας σε περιόδους κρίσης που νομιμοποιεί τις πρακτικές ασύδοτης κερδοσκοπίας και αδιαφανούς διαχείρισης. Όπως σωστά επισημαίνεται, δεν μπορούμε να έχουμε ιδιωτικοποίηση των κερδών και κοινωνικοποίηση των ζημιών.

Οι διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίου θα συνεχίσουν να είναι παγκοσμιοποιημένες, γι' αυτό και χρειάζεται συντονισμένη δράση για ριζική, γενικευμένη αναθεώρηση του διεθνούς χρηματοοικονομικού συστήματος. Το νέο πλαίσιο λειτουργίας θα πρέπει να ισχύει για όλους τους παράγοντες της αγοράς, να αφορά όλα τα κράτη και να καλύπτει το σύνολο των χρηματοοικονομικών προϊόντων και υπηρεσιών. Η επιτυχία του νέου ρυθμιστικού και εποπτικού πλαισίου θα κριθεί από το κατά πόσο θα βρούμε την ισορροπία μεταξύ υπερβολικά χαλαρών και υπερβολικά αυστηρών κανόνων.

Ήδη, έχουν αρχίσει σε διάφορα διεθνή θεσμικά όργανα οι διαβουλεύσεις, προκειμένου να καθοριστούν οι απαιτούμενες αλλαγές που θα αποσκοπούν:

§ Στον **περιορισμό της μόχλευσης των πιστωτικών ιδρυμάτων** και στην ενίσχυση της κεφαλαιακής βάσης τους, μέσω αύξησης των αποθεματικών και των κεφαλαίων που διακρατούνται ως προβλέψεις, όταν η οικονομία βρίσκεται στην ανοδική φάση του οικονομικού κύκλου, έτσι ώστε να δημιουργείται επαρκές «μαξιλάρι» (cushion) όταν η οικονομική συγκυρία χειροτερεύει.

§ Σε μεγαλύτερη **διαφάνεια των στοιχείων** του ενεργητικού που μεταφέρονται **εκτός των τραπεζικών ισολογισμών**.

- § Στην εύρεση της πιο κατάλληλης λύσης σχετικά με τον **τρόπο αποτίμησης των αξιογράφων** στις λογιστικές καταστάσεις των χρηματοοικονομικών οργανισμών.
- § Σε **τροποποίηση του γενικότερου συστήματος τιλοποίησης** στοιχείων του ενεργητικού των πιστωτικών ιδρυμάτων, προκειμένου να υπάρχει περισσότερη διαφάνεια και καλύτερη αποτύπωση των αναλαμβανόμενων κινδύνων.
- § Σε αναβάθμιση και **πιο αυστηρή εποπτεία των συστημάτων διαχείρισης των κινδύνων** και ιδιαίτερα των εσωτερικών μοντέλων που χρησιμοποιούν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα.
- § Σε **επανακαθορισμό** των πρακτικών καθορισμού των **αμοιβών** των υψηλόβαθμων τραπεζικών στελεχών.
- § Σε **αναθεώρηση** του τρόπου **καθορισμού των διατραπεζικών επιτοκίων αναφοράς** (Libor και Euribor), βάσει των οποίων καθορίζονται τα επιτόκια διαφόρων επενδυτικών και δανειακών προϊόντων
- § Σε **περισσότερη διαφάνεια σε ελλιπώς ρυθμισμένες** μέχρι σήμερα **αγορές** και δραστηριότητες, που στην ουσία αποτελούν ένα «σκιάδες τραπεζικό σύστημα», όπως για παράδειγμα στις αγορές των hedge funds, των CDO's, των παραγώγων και των χρηματοοικονομικών εργαλείων που δεν διαπραγματεύονται σε οργανωμένες αγορές, όπως τα credit defaultswaps.
- § Σε **επανεξέταση της πρακτικής των ακάλυπτων πωλήσεων μετοχών**(short selling) ώστε να μη λειτουργεί ως μηχανισμός επιδείνωσης των χρηματιστηριακών κρίσεων και,
- § Σε **αναθεώρηση του τρόπου λειτουργίας των διεθνών οίκων αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας** και των μοντέλων που χρησιμοποιούν, έτσι ώστε να παρέχεται μεγαλύτερη διαφάνεια και να αποφεύγεται η σύγκρουση συμφερόντων.

Όλα αυτά είναι επιθυμητά και απαραίτητα, σήμερα όμως προέχει η αποτελεσματική αντιμετώπιση των αρνητικών εξελίξεων στην πραγματική οικονομία, με την ανάληψη των κατάλληλων μέτρων από τις διοικήσεις των πιστωτικών ιδρυμάτων, δεδομένης της επιδεινούμενης οικονομικής συγκυρίας.



Επιστρέφοντας στη χώρα μας, δεν υπάρχει αμφιβολία ότι για τους λόγους που ήδη ανέφερα, το ελληνικό τραπεζικό σύστημα δεν αντιμετωπίζει το πλήθος και το μέγεθος των προβλημάτων που ταλανίζουν σχεδόν όλες τις ευρωπαϊκές χώρες. Από την άλλη πλευρά, είναι επίσης γεγονός ότι η συνεχιζόμενη αναστάτωση στις χρηματοοικονομικές αγορές και η εκτυλισσόμενη παγκόσμια οικονομική ύφεση έχουν οδηγήσει και την ελληνική οικονομία σε κρίση. Αντιμετωπίζουμε τη πρώτη πτωτική φάση του οικονομικού κύκλου από τις αρχές της δεκαετίας του '90 και εισερχόμαστε σε μια περίοδο κατά την οποία θα δοκιμαστούν οι αντοχές των ελληνικών πιστωτικών ιδρυμάτων και η ικανότητά τους να αντιμετωπίσουν, με τις λιγότερες δυνατές αρνητικές συνέπειες, τις επιπτώσεις της οικονομικής κρίσης.

Πέντε είναι τα **βασικά σημεία** στα οποία πρέπει να εστιάσουν τις προσπάθειές τους τα πιστωτικά ιδρύματα.

- **ενδυνάμωση της κεφαλαιακής βάσης** τους με τη δημιουργία πρόσθετων αποθεματικών και προβλέψεων προκειμένου να είναι σε θέση να απορροφήσουν τις ζημιές από τις αυξημένες επισφάλειες, που αναπόφευκτα θα προκύψουν από την επιδείνωση της οικονομικής συγκυρίας. Ήδη στο 9μηνο του 2008, πριν την κορύφωση της κρίσης, η *ΑΤΕbank* και οι υπόλοιπες πέντε μεγάλες ελληνικές τράπεζες προχώρησαν σε αύξηση των προβλέψεων κατά 28,6% έναντι 9,8% το αντίστοιχο διάστημα του 2007.

- **εξασφάλιση** της απαιτούμενης για την επιδιωκόμενη πιστωτική επέκταση **ρευστότητας** με την αξιοποίηση χρηματοοικονομικών εργαλείων όπως οι τιτλοποιήσεις στοιχείων ενεργητικού και η έκδοση καλυμμένων ομολογιών. Ενίσχυση των ιδίων κεφαλαίων θα απαιτηθεί και λόγω των ζημιών που καταγράφουν τα επενδυτικά χαρτοφυλάκια των τραπεζών και οι οποίες απομειώνουν την καθαρή θέση τους.
- **συμπίεση του λειτουργικού κόστους.**
- **συγκράτηση του κόστους των καταθέσεων** με αποκλιμάκωση των επιτοκίων τους στην έκταση που επιτρέπει η πτωτική πορεία των παρεμβατικών επιτοκίων της ΕΚΤ.
- **αναθεώρηση των σχεδίων έξω-συνοριακής δραστηριοποίησής τους,** με αναστολή των δαπανών για επέκταση και χρηματοδότηση των χορηγήσεων, μόνο στο βαθμό που επιτρέπουν οι εγχώριες πηγές δανειακών κεφαλαίων. Εδώ τίθεται και ένα ευρύτερο ζήτημα. Χάρη στην πραγματικά εντυπωσιακή επέκταση τους στις αγορές των αναδυόμενων χωρών της νοτιοανατολικής Ευρώπης και άλλων γειτονικών χωρών, οι ελληνικοί τραπεζικοί όμιλοι αποκόμισαν σημαντικά οφέλη κατά την ιδιαίτερα παρατεταμένη ανοδική φάση του οικονομικού κύκλου, που τόσο απότομα έκλεισε με το ξέσπασμα της παγκόσμιας κρίσης. Παράλληλα, η έξω-συνοριακή αυτή δραστηριοποίηση θεωρήθηκε και ως στρατηγικής σημασίας πλεονέκτημα για τις ελληνικές τράπεζες. Σήμερα, η επιδεινούμενη οικονομική κατάσταση στις χώρες αυτές δεν θα επηρεάσει μόνον αρνητικά τα οικονομικά αποτελέσματα αλλά μπορεί στη χειρότερη περίπτωση να βλάψει και τα θεμελιώδη μεγέθη των μητρικών ομίλων. Γενικότερα, θα έλεγα ότι η κρίση, η οποία δεν αποκλείεται να οδηγήσει και σε πολιτική και κοινωνική αναστάτωση, πρέπει να αποτελέσει αφορμή για μια συνολικότερη θεώρηση των ευρύτερων σχέσεων της χώρας μας και της Ε.Ε. με τα κράτη της Βαλκανικής. Η πολιτική της Ελλάδας πρέπει να παραμείνει στην αντίληψη ενός «ηγετικού» και όχι ενός «ηγεμονικού» οικονομικού ρόλου, να συνεχίσει δηλαδή να πρωτοστατεί και να αναλαμβάνει εποικοδομητικές πρωτοβουλίες σε στενή συνεργασία με τα κράτη των Δυτικών Βαλκανίων, προκειμένου να επιταχύνει την ταχεία ενσωμάτωσή τους στην Ε.Ε.

Μάλιστα, πιστεύω ότι αν θέλουμε πράγματι να εξασφαλίσουμε βιώσιμες συνθήκες σταθερότητας και ευημερίας στην περιοχή μας, πρέπει να σκεφτούμε πολύ σοβαρά αν ο χρόνος έχει ωριμάσει, για να υπερβεί η Ε.Ε. τον εαυτό της και να κάνει ένα άλμα προς τα εμπρός, ορίζοντας συγκεκριμένο χρονοδιάγραμμα για την ένταξη των χωρών αυτών. Η άμεση έναρξη των διαπραγματεύσεων προσχώρησης θα λειτουργήσει ως καταλύτης για την οριστική επίλυση προβλημάτων που μας ταλανίζουν εδώ και πολλά χρόνια και θα επιβεβαιώσει το ρόλο της Ευρωπαϊκής Ένωσης ως αξιόπιστου παράγοντα παροχής ασφάλειας στο διεθνές στερέωμα.

Όμως, το πεδίο στο οποίο κυρίως καλούνται να δώσουν εξετάσεις αυτόν τον καιρό οι ελληνικές τράπεζες είναι το κατά πόσο θα συμβάλουν με τη στάση τους στο πρωταρχικό ζητούμενο: την αποφυγή της απότομης, μεγάλης επιδείνωσης της οικονομίας (hard landing) καθώς και τη συντόμευση της διάρκειας του πτωτικού οικονομικού κύκλου.

Στο πλαίσιο των μέτρων πολιτικής που λαμβάνονται και θα ληφθούν από την κυβέρνηση για την πραγματική οικονομία, οι τράπεζες πρέπει, δείχνοντας υψηλό αίσθημα κοινωνικής ευθύνης, να υιοθετήσουν και αυτές τα μέτρα εκείνα που θα κάνουν πιο αποτελεσματική την οικονομική πολιτική για έξοδο από την κρίση.

Το πρώτο μέλημα είναι οι τράπεζες να εξακολουθήσουν τη χρηματοδότηση της οικονομίας, έτσι ώστε να συνεχιστεί η παροχή τραπεζικών πιστώσεων στις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά. Η συνεπής συμμετοχή των ελληνικών τραπεζών στο πακέτο μέτρων που εκπόνησε η ελληνική κυβέρνηση για την ενίσχυση της ρευστότητας της οικονομίας ύψους € 28 δισ. είναι κομβικής σημασίας για την ενίσχυση της ρευστότητας των τραπεζών και τη βελτίωση των δεικτών κεφαλαιακής επάρκειας και της ποιότητας των εποπτικών κεφαλαίων τους. Η επιτυχής εφαρμογή του πακέτου θα συμβάλει καταλυτικά στη δυνατότητα των πιστωτικών ιδρυμάτων να συνεχίσουν απρόσκοπτα το δανεισμό προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά, καθώς και να μειώσουν τα επιτόκιά τους. Θα διασφαλίσει επαρκή ρευστότητα στην πραγματική οικονομία και θα αποφευχθεί η πιστωτική ασφυξία, που είναι ο κύριος τρόπος μεταφοράς της κρίσης από τη χρηματοοικονομική σφαίρα της οικονομίας στην πραγματική.

Παράλληλα, οι τράπεζες θα πρέπει να σταθούν κοντά σε όσα νοικοκυριά και επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν συγκυριακά προβλήματα ομαλής εξυπηρέτησης των δανείων τους. Αναδιάρθρωση των δανείων με την επιμήκυνση του χρόνου αποπληρωμής τους, παροχή πρόσθετης χρηματοδότησης και μεταφορά υπολοίπων σε προϊόντα συγκέντρωσης οφειλής, διευκολύνουν τους πελάτες μας.

### **1.9.1 Τα παράγωγα προϊόντα στις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίου**

Τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα στις διεθνείς αγορές, εκτός από τις προθεσμιακές πράξεις συναλλάγματος είναι οι ανταλλαγές συναλλάγματος, τα προθεσμιακά συμβόλαια και τα δικαιώματα συναλλάγματος.

Ανταλλαγές συναλλάγματος ονομάζονται οι συναλλαγές κατά τις οποίες δύο οικονομικές μονάδες συμφωνούν να ανταλλάξουν μεταξύ τους στο μέλλον ένα νόμισμα έναντι ενός άλλου νομίσματος. Η πρώτη ανταλλαγή συναλλάγματος, η οποία ουσιαστικά εγκαινίασε αυτό το χρηματοοικονομικό προϊόν, έγινε τον Αύγουστο του 1981, μεταξύ της εταιρείας IBM και της Παγκόσμιας Τράπεζας. Η συναλλαγή αφορούσε την ανταλλαγή ελβετικών φράγκων (από την πλευρά της IBM) με αμερικανικά δολάρια (από την πλευρά της Παγκόσμιας Τράπεζας).

Οι κυριότεροι λόγοι ανάπτυξης των ανταλλαγών συναλλάγματος είναι δυο:

- § η αντιστάθμιση του κίνδυνου συναλλάγματος που έχει ήδη αναλάβει κάποια επιχείρηση
- § η εκμετάλλευση του συγκριτικού πλεονεκτήματος που έχουν δύο επιχειρήσεις σε δύο διαφορετικές αγορές.

Η εκμετάλλευση του συγκριτικού πλεονεκτήματος που έχουν δύο διαφορετικές επιχειρήσεις σε δύο διαφορετικές αγορές μπορεί να πάρει διάφορες μορφές, ανάλογα με τις συγκεκριμένες αγορές στις οποίες υπάρχει το συγκριτικό πλεονέκτημα. Για παράδειγμα, δύο επιχειρήσεις μπορεί να έχουν συγκριτικό πλεονέκτημα η καθεμιά έναντι της άλλης, όσον αφορά τον δανεισμό σ' ένα συγκεκριμένο νόμισμα. Άλλη περίπτωση που υπάρχει είναι η μία επιχείρηση να έχει συγκριτικό πλεονέκτημα στον τραπεζικό δανεισμό, ενώ η άλλη στον δανεισμό μέσω της κεφαλαιαγοράς. Τέλος, υπάρχει η περίπτωση η μία επιχείρηση να έχει

συγκριτικό πλεονέκτημα στον δανεισμό με κυμαινόμενο, ενώ η άλλη στον δανεισμό με σταθερό επιτόκιο.

Η πρώτη περίπτωση αφορά τις ανταλλαγές συναλλάγματος, ενώ οι δύο τελευταίες τις ανταλλαγές επιτοκίων. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι δεν υπάρχει λόγος να έχει η κάθε επιχείρηση συγκριτικό πλεονέκτημα σε μία (διαφορετική) αγορά, για να υπάρχει κίνητρο για τη σύναψη μίας ανταλλαγής. Ακόμα και εάν μία επιχείρηση έχει απόλυτο πλεονέκτημα και στις δύο αγορές, μπορεί να υπάρχει κίνητρο για τη σύναψη μιας ανταλλαγής, εάν η ανταλλαγή διακανονιστεί με τέτοιο τρόπο, ώστε να προκύπτει αμοιβαίο όφελος.



Τα δύο βασικά είδη των ανταλλαγών είναι τα εξής:

- § ανταλλαγές επιτοκίων
- § ανταλλαγές συναλλάγματος.

Πιο αναλυτικά

Οι **ανταλλαγές επιτοκίων** είναι οι συναλλαγές, κατά τις οποίες μία οικονομική μονάδα συμφωνεί να ανταλλάξει με κάποια άλλη οικονομική μονάδα στο μέλλον μία σειρά τόκων.

Η σύναψη **ανταλλαγών επιτοκίων**, οι οποίες αφορούν δάνεια, μπορεί να γίνει για διάφορους λόγους. Καταρχάς, οι ανταλλαγές αυτές αναπτύχθηκαν για να μπορέσουν δύο επιχειρήσεις, από τις οποίες η κάθε μία είχε συγκριτικό πλεονέκτημα σε διαφορετική αγορά δανείων, να εκμεταλλευτούν το πλεονέκτημα της άλλης. Η μορφή αυτή ανταλλαγών επιτοκίων είναι η πρώτη η οποία αναπτύχθηκε και ονομάζεται πιστωτικό arbitrage.



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

---

*Εάν ένας άνθρωπος κυνηγάει τα λεφτά, είναι άπληστος, εάν τα φυλάει είναι τσιγκούνης, αν τα ξοδεύει είναι σπάταλος, αν δεν έχει λεφτά τότε είναι ανίκανος, αν δεν θέλει να τα έχει είναι άβουλος. Εάν τα έχει από κληρονομιά είναι χαραμοφάης και αν τα μάζεψε στη διάρκεια της ζωής του είναι κλέφτης.*

*Ανώνυμος*



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ

### ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

#### 2.1 Εννοιολογική προσέγγιση αμοιβαίων κεφαλαίων

■ εκινώντας το δεύτερο κεφάλαιο κρίθηκε απαραίτητο να γίνει μια εκτενής ■ αναφορά στα αμοιβαία κεφάλαια. Σύμφωνα με την Ελληνική τράπεζα, τα ■ αμοιβαία κεφάλαια είναι διεθνώς ένας εξαιρετικά δημοφιλής επενδυτικός θεσμός και αποτελούν μια από τις πλέον αποδοτικές και αποτελεσματικές μορφές μακροπρόθεσμης επένδυσης.

Ορισμός

**Αμοιβαίο κεφάλαιο** είναι μια "κοινή" περιουσία, η οποία δημιουργείται από την εισφορά κεφαλαίων πολλών επενδυτών, οι οποίοι έχουν κοινή επενδυτική φιλοσοφία και στόχους. Ανάλογα με το ποσό που συνεισφέρει ο κάθε επενδυτής, γίνεται και κάτοχος του αντίστοιχου μέρους αυτής της περιουσίας με τη μορφή μεριδίων. Την περιουσία του αμοιβαίου κεφαλαίου αναλαμβάνει να τη διαχειρίζεται εκ μέρους των επενδυτών μια εξειδικευμένη εταιρία διαχείρισης. (<http://www.hellenicbank.com/HB>)

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια είναι μία συλλογική επένδυση που μέσα στο χρόνο εξελίχθηκε και έφθασε στην σημερινή προηγμένη μορφή όπου ο καθένας μπορεί να συμμετάσχει οποιαδήποτε στιγμή επιθυμεί και να αποσύρει μέρος ή όλα τα χρήματα του, πάλι όποτε επιθυμεί. Οι τύποι των επενδύσεων είναι αυτοί που διαφοροποιούν τα Αμοιβαία Κεφάλαια σε επιμέρους κατηγορίες. Άλλο αμοιβαίο επενδύει μόνο σε ομόλογα, άλλο μόνο σε μετοχές, άλλο μόνο σε συνάλλαγμα, άλλο συνδυάζει και τις τρεις παραπάνω κατηγορίες.

Η αρχή που διέπει τα Αμοιβαία Κεφάλαια είναι ότι ο επενδυτής ο οποίος συμμετέχει με οποιοδήποτε ποσό στο Αμοιβαίο Κεφάλαιο, αποκτά την διαπραγματευτική δύναμη ολόκληρου του Αμοιβαίου<sup>23</sup> και μειώνει τον επενδυτικό

<sup>23</sup> Αν για παράδειγμα καταθέσω 1 εκ. Ευρώ στην τράπεζα θα πάρω μεγαλύτερο επιτόκιο από ότι αν καταθέσω 1.000 Ευρώ

του κίνδυνου (αν αγοράσω μια μετοχή μπορεί να ανέβει ή να πέσει, αν αγοράσω πενήντα η πιθανότητα να χάσω το κεφάλαιο μου μικραίνει).

Η εμπειρία έχει δείξει ότι οι απλές αυτές αρχές λειτουργούν. Σήμερα βλέπουμε όχι μόνο να αυξάνουν οι πιστοί των Αμοιβαίων Κεφαλαίων αλλά και η ποικιλία των Αμοιβαίων να μεγαλώνει μέρα με την ημέρα.

### Κατηγορίες Αμοιβαίων Κεφαλαίων

ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ	ΠΟΥ ΕΠΕΝΔΥΕΙ	ΕΠΙΠΕΔΟ ΚΙΝΔΥΝΟΥ
(1) Διαχείρισης Διαθεσίμων	Κυρίως σε προϊόντα της αγοράς χρήματος	Ελάχιστο
(2) Ομολογιακά	Κυρίως σε Ομόλογα	Μικρό
(3) Μικτά	Σε όλες τις αγορές, κυρίως συνδυάζουν ομόλογα και μετοχές	Μεσαίο
(4) Μετοχικά	Κυρίως σε μετοχές	Υψηλό
(5) Fund of Funds	Σε άλλα Α/Κ διαφόρων Επενδυτικών Κατηγοριών	Υψηλό

Επίσης τα Αμοιβαία Κεφάλαια διαχωρίζονται σε ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ (επενδύουν κυρίως στις εγχώριες αγορές), και ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ (επενδύουν κυρίως στις αγορές του εξωτερικού)

#### (1) ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ

Αμοιβαία Κεφάλαια που επενδύουν σε ποσοστό τουλάχιστον 65% στην αγορά χρήματος (γερσ, καταθέσεις προθεσμίας κ.λ.π.) και δευτερευόντως σε τίτλους σταθερού εισοδήματος και σε ποσοστό έως 10% σε μετοχές. Απευθύνονται κυρίως στους βραχυπρόθεσμους επενδυτές και οι αποδόσεις τους είναι συγκρίσιμες με τα αντίστοιχα τραπεζικά προϊόντα.

#### (2) ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ

Αμοιβαία Κεφάλαια που επενδύουν σε ποσοστό τουλάχιστον 65% σε τίτλους σταθερού εισοδήματος και σε ποσοστό έως 10% σε μετοχές. Απευθύνονται σε

επενδυτές οι οποίοι προσδοκούν κυρίως τη δημιουργία εισοδήματος εκμεταλλευόμενοι την επαγγελματική διαχείριση που γίνεται στα χρήματά τους.

### **(3) ΜΕΤΟΧΙΚΑ**

Αμοιβαία κεφάλαια που επενδύουν το λιγότερο 65% του χαρτοφυλακίου τους σε μετοχές. Απευθύνονται κυρίως σε επενδυτές με μακροπρόθεσμο ορίζοντα (άνω των 3 ετών). Αν και βραχυπρόθεσμα παρουσιάζουν διακυμάνσεις, μακροπρόθεσμα τα Αμοιβαία Κεφάλαια αυτής της κατηγορίας προηγούνται σε απόδοση των άλλων κατηγοριών.

### **(4) ΜΙΚΤΑ**

Αμοιβαία Κεφάλαια με ευελιξία στις επενδύσεις. Έχουν την δυνατότητα να επιλέγουν μεταξύ μετοχών, ομολόγων και μετρητών όπως κρίνουν σκόπιμα οι διαχειριστές, σε ποσοστό έως 65% για κάθε κατηγορία επένδυσης. Απευθύνονται σε επενδυτές με μακροπρόθεσμο επενδυτικό ορίζοντα. Έχουν μικρότερες διακυμάνσεις από τα μετοχικά αλλά μεγαλύτερες από τα εισοδήματος. Είναι ιδανικά για αποταμιευτικά προγράμματα.

### **(5) FUND OF FUNDS**

Χαρτοφυλάκια Αμοιβαίων Κεφαλαίων που επενδύουν σε άλλα Αμοιβαία Κεφάλαια. Τα Fund of Funds μπορούν να επενδύσουν σε διάφορες επενδυτικές κατηγορίες και σε διαφορετικές γεωγραφικές περιοχές. Μέσω των χαρτοφυλακίων Fund of Funds επιτυγχάνεται η βέλτιστη διασπορά των κεφαλαίων σας.

### **ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ**

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια εξωτερικού υπάγονται και αυτά στις τέσσερις παραπάνω κατηγορίες με την διαφορά ότι επενδύουν κυρίως εκτός ελληνικών συνόρων. Ορισμένα έχουν συγκεκριμένο νόμισμα βάσης (π.χ. δολάριο, ευρώ, γιέν) άλλα έχουν συγκεκριμένη γεωγραφική ζώνη (π.χ. ΗΠΑ. Ευρωπαϊκή Ένωση, Ιαπωνία). Απευθύνονται σε κοινό που ή προσδοκά κέρδη από ξένα νομίσματα ή ξένα χρηματιστήρια ή διαθέτει καταθέσεις σε συνάλλαγμα και επιδιώκει καλύτερες αποδόσεις.

## 2.2 Ιστορική εξέλιξη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Ο θεσμός των αμοιβαίων κεφαλαίων (Α/Κ) πρωτοεμφανίστηκε στις ΗΠΑ στις αρχές του 20ου αιώνα. Επί σειρά ετών οι εταιρείες Α/Κ, και γενικά οι εταιρείες επενδύσεων, δεν γνώρισαν ιδιαίτερη αποδοχή από το ευρύ επενδυτικό κοινό, γεγονός στο οποίο συνέτεινε και η οικονομική κρίση του 1929. Κατά την διάρκεια όμως των επόμενων δεκαετιών, ο θεσμός σημείωσε ραγδαία ανάπτυξη. Αυτή η ανάπτυξη αποδόθηκε κυρίως στην εντυπωσιακή ανάκαμψη της αμερικανικής οικονομίας, καθώς και στην ενίσχυση της, μέσω αυστηρών νομοθετικών πλαισίων, τα οποία προσέδωσαν κύρος, εμπιστοσύνη και αξιοπιστία στις εταιρείες διαχείρισης Α/Κ (Goodhart, 1998). Επίσης, η ανάπτυξη της αμερικανικής κεφαλαιαγοράς και ο συνεχής εμπλουτισμός της με νέα χρηματοοικονομικά εργαλεία διέυρνε το φάσμα των επενδυτικών επιλογών σε τέτοιο βαθμό, ώστε η αξιολόγηση των επενδύσεων να καθίσταται περισσότερο δύσκολη και πολύπλοκη για τον μεμονωμένο επενδυτή. Κατ' αυτόν τον τρόπο, παρουσιάστηκε σταδιακά μία στροφή του μεμονωμένου επενδυτή προς αναζήτηση εξειδικευμένης επαγγελματικής διαχείρισης<sup>24</sup>.

Στην Ελλάδα, ο θεσμός των Α/Κ ξεκίνησε στις αρχές της δεκαετίας του 1970 με βάση το ν.δ. 608/70<sup>25</sup>. Αρχικά, τα Α/Κ ήταν μόνο δύο, μικτού και αναπτυξιακού χαρακτήρα αντίστοιχα. Το πρώτο ιδρύθηκε στα τέλη του 1972 από την Εμπορική Τράπεζα, με την ονομασία “Α/Κ Ερμής”. Ακολούθησε στις αρχές του 1973 η Εθνική Τράπεζα με την ίδρυση του “Α/Κ Δήλος”. Η ανάπτυξη, ωστόσο, που παρουσίασαν τα Α/Κ δεν περιορίζεται μόνο στη θεαματική αύξηση του αριθμού τους, αλλά και στα ποσά τα οποία είναι επενδυμένα σε αυτά. Σημαντική είναι η επέκταση των Α/Κ στις διάφορες επενδυτικές κατηγορίες, με αποτέλεσμα την

<sup>24</sup> Goodhart, C. A. E. (1998), “The Emerging Framework of Financial Regulation”, Central Banking Publ. Ltd.

<sup>25</sup> Ο θεσμός των Αμοιβαίων Κεφαλαίων εισήχθη στη χώρα μας με το Ν.Δ.608/70 «περί Εταιρειών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου και Αμοιβαίων Κεφαλαίων». Σήμερα διέπεται από τις διατάξεις του Ν 3283/2004 και του ΠΔ433/93 βάσει των οποίων ο θεσμός ευθυγραμμίστηκε με τις Κοινοτικές Οδηγίες. Διαχειριστής του Αμοιβαίου Κεφαλαίου πρέπει να είναι Ελληνική Ανώνυμη Εταιρεία και να έχει συσταθεί μετά από άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Οι φορείς λειτουργίας του Αμοιβαίου Κεφαλαίου είναι τρεις : η Εταιρεία Διαχειρίσεως, οι Μεριδιούχοι και ο Θεματοφύλακας. Το Αμοιβαίο Κεφάλαιο δεν έχει νομική προσωπικότητα. Οι μεριδιούχοι εκπροσωπούνται δικαστικώς και εξωδίκως από την Α.Ε. Διαχειρίσεως.

κάλυψη όλων των προτιμήσεων σε σχέση με τον επενδυτικό κίνδυνο, τόσο για την εσωτερική, όσο και για τη διεθνή αγορά. Παράλληλα, με την ανάπτυξη αυτή των Α/Κ σε αριθμό και φάσμα επενδυτικών κατηγοριών, διευρύνθηκε το μερίδιο τους στην αγορά χρήματος και κεφαλαίου.

### 2.3 Ανώνυμος Εταιρία Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων<sup>26</sup>

Η ανάγκη ενσωμάτωσης στην ελληνική νομοθεσία των Κοινοτικών Οδηγιών 2001/107/ΕΚ, 2001/108/ΕΚ και 85/611/ΕΟΚ για το συντονισμό των διατάξεων σε σχέση με τη λειτουργία ορισμένων οργανισμών συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (ΟΣΕΚΑ), οδήγησε στη θέσπιση του νόμου 3283/2004, στις διατάξεις του οποίου υπάγονται ρητώς οι ΟΣΕΚΑ με έδρα στην Ελλάδα, οι οποίοι και λαμβάνουν τη μορφή του αμοιβαίου κεφαλαίου, σύμφωνα με το άρθρο 12 του ως άνω νόμου.

Στα πλαίσια αυτά, το άρθρο 4 του ίδιου νομοθετήματος προβλέπει τη σύσταση της Ανώνυμης Εταιρείας Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α.Ε.Δ.Α.Κ.), η οποία έχει ως αποκλειστικό σκοπό τη διαχείριση αμοιβαίων κεφαλαίων, εγκεκριμένων με βάση τις διατάξεις του προκείμενου νόμου, και επιπροσθέτως την ανάληψη της διαχείρισης των ΟΣΕΚΑ, καθώς και άλλων οργανισμών συλλογικών επενδύσεων, για τους οποίους υπόκειται σε προληπτική εποπτεία, χωρίς παράλληλα να επιτρέπεται η διάθεση μεριδίων τους σε άλλα κράτη μέλη, σύμφωνα με τον ίδιο νόμο.

Ειδικότερα, η διαχείριση αμοιβαίων κεφαλαίων περιλαμβάνει τη διαχείριση των επενδύσεων, τη διαφήμιση του αμοιβαίου κεφαλαίου και την προώθηση των μεριδίων του, καθώς και τη διοίκησή του, που περιλαμβάνει τις νομικές υπηρεσίες, τις υπηρεσίες λογιστικής διαχείρισης και εξυπηρέτησης πελατών, την αποτίμηση του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου και τον καθορισμό της αξίας των μεριδίων του (περιλαμβανομένων τυχόν φορολογικών επιβαρύνσεων), τον έλεγχο της τήρησης των κανονιστικών διατάξεων, την τήρηση μητρώου μεριδιούχων, τη

<sup>26</sup> Άρθρο με τίτλο «Ανώνυμες εταιρείες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων», Δημοσιεύτηκε 22/06/2009, 12:59, Το άρθρο της δικηγορικής εταιρίας ΑΝΔΡΕΑΣ ΠΑΤΣΗΣ & ΣΥΝΕΡΓΑΤΕΣ.

διανομή εσόδων, την έκδοση και εξαγορά μεριδίων, τη διεκπεραίωση εγγράφων και αποστολής εντύπων και βεβαιώσεων και την τήρηση σχετικών αρχείων.

Επιπλέον, κατόπιν άδειας της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, η Α.Ε.Δ.Α.Κ. μπορεί να παρέχει πρόσθετες υπηρεσίες, συνιστάμενες στη διαχείριση χαρτοφυλακίων επενδύσεων, συμπεριλαμβανομένων και εκείνων που ανήκουν σε συνταξιοδοτικά ταμεία, βάσει εντολών που παρέχονται από τους πελάτες σε διακριτική βάση και για κάθε πελάτη χωριστά, εφόσον τα χαρτοφυλάκια περιλαμβάνουν ένα ή περισσότερα από τα χρηματοπιστωτικά μέσα που απαριθμούνται στη διάταξη του άρθρου 2 παρ. 1<sup>α</sup> του νόμου 2396/1996.

Περαιτέρω, η Α.Ε.Δ.Α.Κ. μπορεί να παρέχει και παρεπόμενες υπηρεσίες, όπως επενδυτικές συμβουλές για ένα ή περισσότερα από τα χρηματοπιστωτικά μέσα που αναφέρονται στην ίδια ως άνω διάταξη του νόμου 2396/1996, και τη φύλαξη και διοικητική διαχείριση μεριδίων οργανισμών συλλογικών επενδύσεων, αλλά πάντα υπό την προϋπόθεση της χορήγησης άδειας λειτουργίας της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, η οποία και οφείλει να απαντήσει στην Α.Ε.Δ.Α.Κ. που αιτείται τη σχετική άδεια εντός έξι μηνών από την υποβολή σε αυτή του συνόλου των απαιτούμενων στοιχείων για την παροχή της άδειας.

Οι μετοχές της Α.Ε.Δ.Α.Κ. είναι ονομαστικές και δεν μπορούν να αποτελέσουν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε οργανωμένη αγορά. Το δε μετοχικό της κεφάλαιο καταβάλλεται ολοσχερώς σε μετρητά και έχει ελάχιστο ύψος 1.200.000,00 ευρώ, το οποίο μπορεί να αυξάνει με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Στην περίπτωση αυτή για τον υπολογισμό του ελάχιστου ύψους του μετοχικού κεφαλαίου των Α.Ε.Δ.Α.Κ., που λειτουργούν κατά το χρόνο της αναπροσαρμογής, λαμβάνονται υπόψη τα ίδια κεφάλαια τους.

Περαιτέρω, σύμφωνα με το άρθρο 5 παρ. 2 του νόμου 3283/2004, όταν η αξία των χαρτοφυλακίων της Α.Ε.Δ.Α.Κ. υπερβαίνει τα διακόσια πενήντα εκατομμύρια ευρώ, τότε η Α.Ε.Δ.Α.Κ. οφείλει να αυξήσει τα ίδια κεφάλαια της με πρόσθετο ποσό, που αντιστοιχεί στο 0,02% του ποσού κατά το οποίο η αξία των χαρτοφυλακίων της υπερβαίνει τα 250.000.000,00 ευρώ. Εντούτοις, η Α.Ε.Δ.Α.Κ. δεν υποχρεούται στην καταβολή πρόσθετου ποσού, όταν το σύνολο του αρχικού

μετοχικού κεφαλαίου της και του πρόσθετου ποσού υπερβαίνει τα δέκα εκατομμύρια ευρώ.

Κατά τους ορισμούς του ανωτέρω νόμου, τα χαρτοφυλάκια των αμοιβαίων κεφαλαίων και των άλλων ΟΣΕΚΑ που διαχειρίζεται η Α.Ε.Δ.Α.Κ., συμπεριλαμβανομένων των χαρτοφυλακίων των οποίων η διαχείριση έχει ανατεθεί από αυτή σε τρίτους, θεωρούνται ως χαρτοφυλάκια της Α.Ε.Δ.Α.Κ.

Ο νόμος 3283/2004 περιέχει ρητές διατάξεις και σε σχέση με τη σύνθεση του μετοχικού κεφαλαίου των Α.Ε.Δ.Α.Κ., ορίζοντας περιορισμούς αναφορικά με την κατοχή του πλειοψηφικού πακέτου αυτών. Έτσι, σύμφωνα με την παράγραφο 5 του άρθρου 5, το 51% τουλάχιστον του μετοχικού κεφαλαίου πρέπει να ανήκει σε ένα ή περισσότερα πιστωτικά ιδρύματα ή πιστωτικούς συνεταιρισμούς του νόμου 1667/1986, εφόσον ο καθένας από αυτούς έχει ελάχιστο ολοσχερώς καταβεβλημένο μετοχικό κεφάλαιο τουλάχιστον ίσο προς το εκάστοτε οριζόμενο ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο πιστωτικού ιδρύματος, ή σε μία ή περισσότερες ΑΕΠΕΥ ή ασφαλιστικές εταιρείες, εφόσον η καθεμία από αυτές έχει ελάχιστο ολοσχερώς καταβεβλημένο μετοχικό κεφάλαιο τουλάχιστον ίσο προς το ήμισυ του εκάστοτε οριζόμενου ελάχιστου μετοχικού κεφαλαίου πιστωτικού ιδρύματος.

Εναλλακτικά, το ανωτέρω ποσοστό επί του μετοχικού κεφαλαίου των Α.Ε.Δ.Α.Κ. μπορεί να ανήκει σε μία ή περισσότερες εταιρείες συμμετοχών, που έχουν ομοίως ελάχιστο ολοσχερώς καταβεβλημένο μετοχικό κεφάλαιο τουλάχιστον ίσο προς το εκάστοτε οριζόμενο ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο πιστωτικού ιδρύματος και των οποίων η κύρια δραστηριότητα είναι η επένδυση ποσοστού τουλάχιστον 51% των ιδίων κεφαλαίων τους σε πιστωτικά ιδρύματα, ή ασφαλιστικές εταιρείες ή ΑΕΠΕΥ ή Α.Ε.Δ.Α.Κ.. Το ίδιο τέλος μπορεί να ισχύει και σε σχέση με ένα ή περισσότερα ασφαλιστικά ταμεία που έχουν ελάχιστο ύψος αποθεματικού τα τρία εκατομμύρια ευρώ.

#### **2.4 Βασικές λειτουργίες Αμοιβαίων Κεφαλαίων**

Το Αμοιβαίο Κεφάλαιο είναι ένας σύγχρονος και ευέλικτος τρόπος επένδυσης, ο οποίος δίνει την δυνατότητα σε διάφορους επενδυτές να ενώσουν τα

κεφάλαιά τους ώστε να δημιουργήσουν μία κοινή περιουσία, όπου ο καθένας μπορεί να συμμετάσχει οποιαδήποτε στιγμή και να αποσύρει μέρος ή όλα τα χρήματα πάλι όποτε επιθυμεί. Την περιουσία αυτή (ενεργητικό) την επενδύει, για λογαριασμό τους, η Α.Ε.Δ.Α.Κ. Το ενεργητικό των Αμοιβαίων Κεφαλαίων χωρίζεται σε ισότιμα μερίδια. Έτσι, κάθε επενδυτής εισφέρει ένα ποσό χρημάτων και αγοράζει το κομμάτι που του αναλογεί, το οποίο μεταφράζεται σε έναν αριθμό μεριδίων. Το Αμοιβαίο Κεφάλαιο δεν αποτελεί νομικό πρόσωπο αλλά κοινωνία ατόμων που εκπροσωπούνται από την Α.Ε.Δ.Α.Κ.

Η Ανώνυμος Εταιρεία Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων, όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, είναι εταιρεία με αποκλειστικό σκοπό την λειτουργία και διαχείριση Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Για την σύσταση και λειτουργία μιας Α.Ε.Δ.Α.Κ. απαραίτητη προϋπόθεση είναι η έγκριση από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Κύριοι μέτοχοι σε Α.Ε.Δ.Α.Κ., αλλά όχι σε ποσοστό άνω του 50%, πρέπει απαραίτητως να είναι Τράπεζες, Ασφαλιστικές Εταιρείες ή Εταιρείες με κεφάλαια άνω του 1 δις δραχμών.

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια έρχονται να καλύψουν την ανάγκη για πιο αποτελεσματικές και πιο αποδοτικές επενδύσεις. Η ανάγκη αυτή έχει δημιουργηθεί αφ ενός από την παγκοσμιοποίηση των οικονομιών και αφετέρου από την πολυπλοκότητα των νέων χρηματοοικονομικών προϊόντων που συνεχώς εξελίσσονται. Δίνουν όμως λύση με τη δύναμη που δημιουργούν λόγω του όγκου τους ενώ διατηρείται ο προσωπικός χαρακτήρας των επιλογών του επενδυτή.

Μερικά από τα πλέον σημαντικά **πλεονεκτήματά** τους, τα οποία οδήγησαν τον θεσμό σε απόλυτη επιτυχία είναι:

- § Δυνατότητα Υψηλών Αποδόσεων
- § Επαγγελματική Διαχείριση
- § Διασπορά του Επενδυτικού Κινδύνου
- § Διαφάνεια και αίσθημα ασφάλειας
- § Ευελιξία
- § Απλές Διαδικασίες αγοράς, εξαγοράς κ.τ.λ.



- § Άμεση Ρευστοποίηση
- § Ευκολία Παρακολούθησης
- § Η απόλυτα (νομοθετικά) κατοχυρωμένη διαδικασία ενημέρωσης του πελάτη
- § Εξειδίκευση μέσω προϊόντων που ανταποκρίνονται στις σύγχρονες τάσεις της εγχώριας και των διεθνών αγορών.
- § Φορολογική απαλλαγή για την υπεραξία που προκύπτει από την πώληση των μεριδίων.

Οι εξουσιοδοτημένοι συνεργάτες μας, άρτια εκπαιδευμένοι και με υψηλό αίσθημα ευθύνης, θα βρίσκονται κοντά σας όποτε εσείς το θελήσετε, με ολοκληρωμένες επενδυτικές λύσεις, προσαρμοσμένες στις δικές σας ανάγκες

## **2.5 Προμήθειες Αμοιβαίων Κεφαλαίων**

Ανάλογα με το ύψος της προμήθειας που χρεώνουν, τα αμοιβαία κεφάλαια διακρίνονται στις ακόλουθες τρεις κατηγορίες:

### **1<sup>η</sup> Κατηγορία, Αμοιβαία κεφάλαια με επιβάρυνση (Load Funds).**

Είναι τα αμοιβαία κεφάλαια τα οποία χρεώνουν προμήθεια διάθεσης ή συμμετοχής στους αγοραστές των μεριδίων τους. Η προμήθεια διάθεσης αναφέρεται στις ΗΠΑ ως επιβάρυνση (Load). Τα αμοιβαία αυτά κεφάλαια χρησιμοποιούν μεγάλη δύναμη πωλητών, η οποία αποτελείται από χρηματιστηριακές εταιρείες, ασφαλιστικές εταιρείες, τράπεζες κ.λπ., για να προσελκύσουν τον πιθανό πελάτη τους, το κόστος της οποίας μετακυλίου στον αγοραστή των μεριδίων τους.

### **2<sup>η</sup> Κατηγορία, Αμοιβαία κεφάλαια με μικρή επιβάρυνση.**

Είναι τα αμοιβαία κεφάλαια τα οποία χρεώνουν μικρή προμήθεια διάθεσης στους αγοραστές των μεριδίων τους.

**3<sup>η</sup> Κατηγορία, Αμοιβαία κεφάλαια χωρίς επιβάρυνση.**

Είναι τα αμοιβαία κεφάλαια τα οποία δεν χρεώνουν προμήθεια διάθεσης στους αγοραστές των μεριδίων τους. Άρα, τα μερίδια των αμοιβαίων αυτών κεφαλαίων διατίθενται στην καθαρή τους τιμή. Τα αμοιβαία αυτά κεφάλαια δεν χρησιμοποιούν δύναμη πωλητών, αλλά η προσέλκυση των πελατών τους γίνεται με άμεσο μάρκετινγκ, δηλαδή κυρίως με διαφημίσεις στις εφημερίδες. Η διάθεση και η εξαγορά των μεριδίων τους γίνεται ταχυδρομικώς ή τηλεφωνικώς απευθείας από την εταιρεία διαχείρισης του κεφαλαίου. Στην Ελλάδα υπάρχουν αρκετά αμοιβαία κεφάλαια που δεν χρεώνουν προμήθεια διάθεσης.

Τα αμοιβαία κεφάλαια χρεώνουν τους μεριδιούχους τους και με άλλες επιβαρύνσεις, οι οποίες είναι οι εξής:

**Προμήθεια εξαγοράς μεριδίων.** Η προμήθεια αυτή εισπράττεται από την εταιρεία οποτεδήποτε οι μεριδιούχοι της θελήσουν να ρευστοποιήσουν τα μερίδια τους. Στις ΗΠΑ δεν χρεώνεται σήμερα προμήθεια εξαγοράς μεριδίων, ενώ στις αρχές της δεκαετίας του '80 η προμήθεια αυτή κυμαινόταν μεταξύ 1 και 3% της αξίας των μεριδίων. Στην Ελλάδα πολύ λίγα κεφάλαια δεν χρεώνουν προμήθεια εξαγοράς, ενώ των περισσότερων η προμήθεια εξαγοράς κυμαίνεται μεταξύ 0 και 1% της αξίας των μεριδίων, ανάλογα με το είδος του αμοιβαίου κεφαλαίου.

**Αμοιβή εξόδων.** Στις ΗΠΑ όλα τα αμοιβαία κεφάλαια χρεώνουν μια ετήσια αμοιβή εξόδων, η οποία κυμαίνεται μεταξύ 1,25 και 1,6% του μέσου ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου. Η αμοιβή αυτή περιλαμβάνει αμοιβή διαχείρισης (που κυμαίνεται μεταξύ 0,25 και 1,00%) και άλλα λειτουργικά έξοδα. Στην Ελλάδα τα αμοιβαία κεφάλαια χρεώνουν μια ετήσια αμοιβή διαχείρισης (που κυμαίνεται μεταξύ 1 και 1,5% του μέσου καθαρού ενεργητικού τους) και μια ετήσια αμοιβή θεματοφυλακής (που ανέρχεται συνήθως μέχρι 0,5% του ενεργητικού τους).

Στην Ελλάδα αναφέρονται στον κανονισμό του, ο οποίος έχει εγκριθεί από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και είναι διαθέσιμος σε όλους τους επενδυτές. Επιπλέον, θα πρέπει να υπογραμμιστεί ότι οι προμήθειες που χρεώνει κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο στην Ελλάδα είναι διαπραγματεύσιμες.

## 2.6 Πλεονεκτήματα – Μειονεκτήματα Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Ο επενδυτής που έχει επενδύσει τα κεφάλαια του σε μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων έχει αρκετά πλεονεκτήματα, τα σημαντικότερα από τα οποία είναι τα εξής:

- § **Επαγγελματική διαχείριση του χαρτοφυλακίου.** Την απόδοση που έχουν επιτύχει αρκετά αμοιβαία κεφάλαια, σε σχέση με τον κίνδυνο στον οποίο είναι εκτεθειμένα, είναι δύσκολο να την επιτύχει ένας επενδυτής από μόνος του λόγω έλλειψης διαθέσιμου χρόνου ή/και γνώσεων.
- § **Διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου** και, επομένως, εξάλειψη του μη συστηματικού του κινδύνου ακόμη και για μικρά επενδυμένα κεφάλαια από τους μεριδιούχους.
- § **Ποικιλία στόχων.** Υπάρχει ένας μεγάλος αριθμός αμοιβαίων κεφαλαίων τα οποία έχουν διαφορετικούς σκοπούς, οι οποίοι ταιριάζουν με τις διαφορετικές προτιμήσεις των επενδυτών.
- § **Παροχή υπηρεσιών** όπως είναι οι ακόλουθες:
  - Δυνατότητα μετακίνησης από το ένα αμοιβαίο κεφάλαιο σ' ένα άλλο αμοιβαίο κεφάλαιο της ίδιας ΑΕΔΑΚ (που έχει όμως διαφορετικό στόχο). Η δυνατότητα αυτή μεταπήδησης αποτελεί πλεονέκτημα, διότι, εάν, για παράδειγμα, ένας επενδυτής έχει μερίδια ενός ομολογιακού αμοιβαίου κεφαλαίου και αναμένει άνοδο του χρηματιστηρίου, ο επενδυτής αυτός μπορεί να μετακινηθεί από το ομολογιακό σ' ένα μετοχικό αμοιβαίο κεφάλαιο και, επομένως έχει τη δυνατότητα να εκμεταλλευτεί τις επικρατούσες συνθήκες στην κεφαλαιαγορά.
  - Επανεπένδυση των μερισμάτων του αμοιβαίου κεφαλαίου χωρίς τη χρέωση προμήθειας για τη διάθεση των νέων μεριδίων
  - Άμεση ρευστοποίηση των μεριδίων του επενδυτή. Το χρονικό διάστημα μέσα στο οποίο η ΑΕΔΑΚ είναι υποχρεωμένη να ρευστοποιήσει τα μερίδια του αμοιβαίου κεφαλαίου κυμαίνεται μεταξύ μίας και δεκαπέντε εργάσιμων ημερών, ανάλογα με το είδος του αμοιβαίου κεφαλαίου.
  - Χειρισμός των αξιόγραφων του χαρτοφυλακίου (για παράδειγμα, φύλαξη των τίτλων, είσπραξη των τοκομεριδίων και των μερισμάτων κ.λπ.).

- ο Διατήρηση αρχείου με όλη την κίνηση του λογαριασμού του επενδυτή.

Ο επενδυτής που έχει, επενδύσει τα κεφάλαια του σε μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων μπορεί να έχει ορισμένα μειονεκτήματα, τα σημαντικότερα από τα οποία είναι τα εξής:

- § **Υψηλές προμήθειες και αμοιβές.** Ορισμένα αμοιβαία κεφάλαια χρεώνουν υπερβολικές προμήθειες διάθεσης και εξαγοράς, καθώς επίσης και υψηλές αμοιβές διαχείρισης και θεματοφυλακής.
- § **Υπερβολική διαφοροποίηση.** Ορισμένα αμοιβαία κεφάλαια έχουν μεγαλύτερο αριθμό αξιόγραφων στο χαρτοφυλάκιο τους απ' ό,τι χρειάζεται για να εξαλείψουν τον μη συστηματικό τους κίνδυνο. Αυτή η πολιτική μπορεί να παρέχει κάποια ασφάλεια στον διαχειριστή του αμοιβαίου κεφαλαίου, αλλά συνήθως μειώνει τις αποδόσεις του. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι η καλή πορεία ορισμένων μετοχών εξουδετερώνεται από την κακή πορεία άλλων μετοχών, οδηγώντας την απόδοση του χαρτοφυλακίου σε παράλληλη πορεία με τον μέσο όρο της αγοράς. Οι μεριδιούχοι όμως των αμοιβαίων αυτών κεφαλαίων αναμένουν υψηλότερη απόδοση από την απόδοση της αγοράς. Εάν οι επενδυτές επιθυμούσαν να έχουν απόδοση από τις επενδύσεις τους ίση με την απόδοση της αγοράς, τότε θα αγόραζαν μερίδια από ένα κεφάλαιο που έχει σκοπό να προσφέρει τις αποδόσεις ενός δείκτη.
- § **Υπερβολικό κόστος λόγω της ενεργούς διαχείρισης.** Εάν η ΑΕΔΑΚ κινείται χαρτοφυλάκιο του αμοιβαίου κεφαλαίου που διαχειρίζεται πολλές φορές προσπαθώντας να αγοράσει υποτιμημένες μετοχές και να πουλήσει τις υπερτιμημένες, τότε μπορεί να δημιουργήσει μεγάλα έξοδα (που, σε τελική ανάλυση, βαρύνουν τους μεριδιούχους του αμοιβαίου κεφαλαίου) λόγω των χρηματιστηριακών προμηθειών που είναι υποχρεωμένη να καταβάλει κάθε φορά που αγοράζει και πουλά αξιόγραφα.

## 2.7 Αξιολόγηση της επένδυσης των Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Η υψηλή απόδοση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου δεν αρκεί για την αξιολόγηση του, καθώς δεν είναι δύσκολο να επιτύχει υψηλή απόδοση ο διαχειριστής ενός αμοιβαίου κεφαλαίου εάν, για παράδειγμα, επενδύσει σε μετοχές με υψηλούς

συντελεστές βήτα (όταν, φυσικά, η αγορά είναι ανοδική). Κατά συνέπεια, για να αξιολογήσουμε την απόδοση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου θα πρέπει να συνδυάσουμε την απόδοση με τις παρακάτω τρεις πληροφορίες:

- § **Τον κίνδυνο στον οποίο είναι εκτεθειμένο το χαρτοφυλάκιο.**
- § **Τη συνέπεια της απόδοσης του αμοιβαίου κεφαλαίου διαχρονικά.** Η υψηλή απόδοση που μπορεί να πέτυχε ο διαχειριστής ενός αμοιβαίου κεφαλαίου κατά το περασμένο έτος μπορεί να οφείλεται σε τυχαίους παράγοντες. Άρα, θα πρέπει να εξετάσουμε εάν η υψηλή απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου διατηρείται για αρκετά έτη (για παράδειγμα, για δέκα έτη). Επιπλέον, θα πρέπει να εξετάσουμε και τη σχετική συνέπεια της απόδοσης του αμοιβαίου κεφαλαίου διαχρονικά, καθώς είναι πιθανό σε μια χρονική περίοδο όλα τα αμοιβαία κεφάλαια να πέτυχαν υψηλές αποδόσεις.
- § **Τα έξοδα του αμοιβαίου κεφαλαίου.** Ένα αμοιβαίο κεφάλαιο μπορεί να πέτυχε υψηλότερες μικτές αποδόσεις από τα ανταγωνιστικά του αμοιβαία κεφάλαια, αλλά να είχε περισσότερα λειτουργικά και διαχειριστικά έξοδα. Εάν το αμοιβαίο αυτό κεφάλαιο χρεώνει και υψηλότερη προμήθεια διάθεσης και εξαγοράς μεριδίων, τότε η καθαρή απόδοση των επενδυτών του μπορεί να αποβεί μικρότερη από εκείνη των ανταγωνιστών του.

## **2.8 Τα αμοιβαία Κεφάλαια στην Ελληνική αγορά**

Παρά το γεγονός ότι τα πρώτα Αμοιβαία Κεφάλαια έκαναν την εμφάνισή τους στην Ελληνική αγορά στα τέλη του 1972, ο επενδυτικός αυτός θεσμός γνώρισε ουσιαστική ανάπτυξη κατά την δεκαετία του 1990, με μια μόνο κατηγορία Αμοιβαίων Κεφαλαίων, αυτή των Μικτών.

Στη συνέχεια εντός του 1990 σχηματίστηκαν τα Μετοχικά και τα Ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια, ενώ το 1991 προστέθηκαν τα Διεθνή και τα Αμοιβαία Κεφάλαια Διαχειρίσεως Διαθεσίμων. Με την εμφάνιση των Ομολογιακών, αλλά κυρίως των Αμοιβαίων Κεφαλαίων Διαχειρίσεως Διαθεσίμων ξεκίνησε και η ποσοτική εξάπλωση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

Το 2005 καταργήθηκε η κατηγορία των Διεθνών Αμοιβαίων Κεφαλαίων και τα Αμοιβαία Κεφάλαια πλέον χαρακτηρίζονται ως Εσωτερικού ή Εξωτερικού. Παράλληλα, στα πλαίσια του νέου νόμου που ψηφίστηκε εντός του 2004, επιτρέπεται η δημιουργία Αμοιβαίων Κεφαλαίων Αναπαραγωγής Χρηματιστηριακού Δείκτη (Index Funds) και Αμοιβαίων Κεφαλαίων που επενδύουν σε μερίδια άλλων Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Funds of Funds).

Σήμερα, η αγορά Αμοιβαίων Κεφαλαίων, βρίσκεται πλέον σε υψηλά επίπεδα τόσο από άποψη συνολικών υπό διαχείριση ενεργητικών, όσο και από πλευράς αριθμού διαφορετικών προϊόντων και εταιριών διαχείρισης.

α/α	Αμοιβαίο	Τελ. Τιμή	Τιμή πριν 1 μήνα <sup>27</sup>	Μεταβολή %
1.	INTERNATIONAL (Ομολογιακό Εσωτ.)	16,57	16,50	0,42 % ↑
2.	ΔΗΛΟΣ DELTA Bonus Ομολογιακό Εξωτερικού	8,53	8,50	0,34 % ↑
3.	ALPHA Ομολογιακό Εσωτερικού	8,80	8,77	0,31 % ↑
4.	ΔΗΛΟΣ (Εισοδήματος Ομολ. Εσωτ.)	8,74	8,71	0,29 % ↑
5.	ΔΗΛΟΣ Eurobond (Ομολογιακό Εξωτ.)	5,96	5,94	0,28 % ↑
6.	INTERAMERICAN Σταθερό Ομολογιακό Εσωτερικού	14,52	14,48	0,25 % ↑
7.	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ Yield Plus Ομολογιακό Εξωτερικού	3,14	3,13	0,23 % ↑
8.	HSBC Εισοδήματος (Ομολογιών Εσωτ.)	7,42	7,40	0,22 % ↑
9.	ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	7,61	7,59	0,21 % ↑
10.	CitiFund Ομολογιών Εσωτερικού	7,34	7,33	0,17 % ↑
11.	ΚΥΠΡΟΥ Ελληνικό Ομολογιακό Εσωτ.	5,06	5,05	0,17 % ↑
12.	MARFIN Income Ομολογιακό Εξωτερικού	2,85	2,85	0,15 % ↑
13.	ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Δυναμικών Επιχειρήσεων Μετοχικό Εσωτερικού	0,76	0,76	0,13 % ↑
14.	GENIKI Ομολογιών Εσωτερικού	6,73	6,72	0,13 % ↑
15.	HSBC Αναδυομένων Αγορών (Μετοχικό Εξωτ.)	4,78	4,77	0,13 % ↑

Τα αμοιβαία κεφάλαια στην Ελλάδα κατατάσσονται σε πέντε βασικές κατηγορίες:

- 1) **Μικτά αμοιβαία κεφάλαια.** Το χαρτοφυλάκιο των αμοιβαίων αυτών κεφαλαίων είναι ένας συνδυασμός κοινών μετοχών, προνομιούχων μετοχών και αξιόγραφων σταθερού εισοδήματος.

<sup>27</sup> Ημερομηνία καταχώρησης 04/02/2010

- 2) **Μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια.** Τα αμοιβαία αυτά κεφάλαια επενδύουν κυρίως (δηλαδή τουλάχιστον 65% του συνολικού ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου, το οποίο θα ισχύει κατά μέσο όρο τριμηνίας) σε μετοχές. Τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια απευθύνονται σε επενδυτές που είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν ένα σημαντικό ποσοστό κινδύνου.
- 3) **Ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια.** Τα αμοιβαία αυτά κεφάλαια επενδύουν κυρίως (δηλαδή τουλάχιστον 65% του συνολικού ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου, το οποίο θα ισχύει κατά μέσο όρο τριμηνίας) σε μακροχρόνιους τίτλους σταθερού εισοδήματος και δεν επιτρέπεται να τοποθετήσουν άνω του 10% του ενεργητικού τους σε μετοχές. Τα ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια απευθύνονται κυρίως σε επενδυτές που αποζητούν χαμηλό κίνδυνο (συντηρητικοί επενδυτές).
- 4) **Αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων.** Τα αμοιβαία αυτά κεφάλαια επενδύουν κυρίως (δηλαδή τουλάχιστον 65% του συνολικού ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου, το οποίο θα ισχύει κατά μέσο όρο τριμηνίας) σε προϊόντα χρηματαγοράς και δευτερευόντως σε τίτλους σταθερού εισοδήματος, και δεν επιτρέπεται να τοποθετήσουν άνω του 10% του ενεργητικού τους σε μετοχές. Τα κεφάλαια αυτά απευθύνονται στις επιχειρήσεις, στους ιδιώτες, στα ασφαλιστικά ταμεία, στις ασφαλιστικές εταιρείες, στα ΝΠΔΔ και ΝΠΙΔ, καθώς και στους πελάτες του ρπν&ϊε β&η!αηξ. Τα αμοιβαία αυτά κεφάλαια δίνουν λύση στο πρόβλημα της διαχείρισης των διαθεσίμων των μεριδιούχων τους, προσφέροντας τους τη δυνατότητα της έμμεσης πρόσβασης στη διαπραπειακή αγορά, καθώς και στην αγορά των συμφωνιών επαναγοράς (ΊΟροδ). Επιδίωξη των αμοιβαίων κεφαλαίων διαχείρισης διαθεσίμων είναι η ανταγωνιστική αποδοτικότητα των βραχυπρόθεσμων διαθεσίμων, σε συνδυασμό με την άμεση ρευστοποίηση.
- 5) **Αμοιβαία κεφάλαια ειδικού τύπου.** Τα αμοιβαία αυτά κεφάλαια επενδύουν κυρίως (δηλαδή τουλάχιστον 65% του συνολικού ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου, το οποίο θα ισχύει κατά μέσο όρο τριμηνίας) σε ειδικού τύπου επενδυτικά προϊόντα και τουλάχιστον 10% του ενεργητικού τους σε τίτλους σταθερού εισοδήματος.



Τα ανωτέρω αμοιβαία κεφάλαια μπορούν να επενδύουν κυρίως στο εσωτερικό (οπότε λέγονται εσωτερικού), στο εξωτερικό (οπότε λέγονται εξωτερικού) ή στο εσωτερικό και στο εξωτερικό (οπότε λέγονται διεθνή).

Σύμφωνα με την ισχύουσα νομοθεσία στην Ελλάδα, ο μεριδιούχος είναι απαλλαγμένος από κάθε φορολογική επιβάρυνση. Τα αμοιβαία κεφάλαια φορολογούνται αυτόνομα επιβαρυνόμενα με καταβολή ετήσιου φόρου 3%ο επί του μέσου καθαρού συνολικού ενεργητικού τους, εξαντλώντας κάθε φορολογική υποχρέωση.

## **2.9 Τα Αμοιβαία Κεφάλαια στο Εξωτερικό**

Εντυπωσιακή πορεία έχει διαγράψει ο επενδυτικός θεσμός των Αμοιβαίων Κεφαλαίων στις διεθνείς αγορές από την εμφάνισή του έως σήμερα, ενώ η ευρεία αποδοχή του από τους επενδυτές αποτελεί επιβεβαίωση των πλεονεκτημάτων που παρουσιάζει ως επενδυτική επιλογή. Ειδικότερα κατά τα τελευταία έτη, ο ρόλος του θεσμού ενισχύθηκε λόγω παραγόντων όπως οι υψηλοί ρυθμοί ανάπτυξης των ανεπτυγμένων οικονομικά χωρών, οι πολιτικές απελευθέρωσης των αγορών και οι ιδιωτικοποιήσεις, εξελίξεις οι οποίες ενίσχυσαν σε σημαντικό βαθμό το ρόλο των κεφαλαιαγορών και του χρηματοπιστωτικού συστήματος στις περισσότερες οικονομίες του πλανήτη.

### **Τα Αμοιβαία Κεφάλαια στις Η.Π.Α.**

Η υψηλή ανάπτυξη του χρηματοπιστωτικού συστήματος των Η.Π.Α. καθώς και μια σειρά ιστορικών και οικονομικών παραγόντων (υψηλότεροι ρυθμοί ανάπτυξης, υψηλά εισοδήματα, χαμηλά επιτόκια, χαμηλός κρατικός προστατευτισμός, εξαιρετικά φορολογικά κίνητρα κ.ά.), ευνόησαν τη μεγάλη ανάπτυξη του θεσμού των Αμοιβαίων Κεφαλαίων κατά τις τελευταίες δεκαετίες. Οι αριθμοί είναι αποκαλυπτικοί, καθώς στις 31/03/2004, στην αγορά των Η.Π.Α. δραστηριοποιούνταν πάνω από 8.000 διαφορετικά Αμοιβαία Κεφάλαια, τα οποία καλύπτουν ένα ευρύ φάσμα επενδυτικών επιλογών, ενώ το σύνολο των υπό διαχείριση ενεργητικών ξεπερνά τα 7,6 τρισ. δολάρια. Η διάρθρωση της αμερικανικής αγοράς Αμοιβαίων Κεφαλαίων κάνει έκδηλη και την προτίμηση των επενδυτών για τοποθετήσεις υψηλού ρίσκου, καθώς το 50% της αγοράς καλύπτουν τα Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια, ενώ η αμέσως επόμενη κατηγορία,



αυτή των Διαχειρίσεως Διαθεσίμων, καλύπτει μικρότερο ποσοστό (27% της αγοράς).

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ

### ΤΑ ΟΜΟΛΟΓΑ

---

*Όταν κάποιος με πείρα συναλλάξει κάποιον με λεφτά, σύντομα αυτός με την πείρα θα έχει τα λεφτά και αυτός με τα λεφτά θα έχει την πείρα.*  
*Estee Lauder, 1908-2004, Αμερικανίδα επιχειρηματία*

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ

### ΤΑ ΟΜΟΛΟΓΑ

#### 3.1 Η έννοια των ομολόγων

**Σ**το τρίτο κεφάλαιο πρόκειται να αναφερθεί η έννοια των επιτοκίων μακροχρόνιων δανειακών τίτλων. Για να γίνει κατανοητή η παράγραφος αυτή θα πρέπει αρχικά να οριστεί η έννοια των ομολόγων. Σύμφωνα με την ηλεκτρονική εγκυκλοπαίδεια wikipedia, ένα **ομόλογο** είναι ένα χρεόγραφο<sup>28</sup>, στο οποίο ο εκδότης έχει την υποχρέωση να καταβάλει, στην λήξη της σύμβασης, την ονομαστική αξία αυτής και σε τακτά προκαθορισμένα διαστήματα ποσό χρημάτων.

Τα ομόλογα εκδίδονται γενικά για ένα καθορισμένης διάρκειας χρονικό διάστημα (η ωριμότητα) μεγαλύτερο ενός έτους. Ένα ομόλογο είναι απλώς ένα δάνειο, αλλά υπό μορφή ασφάλειας, αν και η ορολογία που χρησιμοποιείται είναι μάλλον διαφορετική. Ο εκδότης είναι ο οφειλέτης, ο κάτοχος ομολόγων ο δανειστής και το κουπόνι είναι ο τόκος. Τα ομόλογα επιτρέπουν στον εκδότη να χρηματοδοτήσει μακροπρόθεσμες επενδύσεις με εξωτερικά κεφάλαια. Μπορεί κανείς λοιπόν να διακρίνει ότι τα στοιχεία που προσδίδουν σε ένα ομόλογο την ταυτότητά του είναι πρώτον ο εκδότης, δεύτερον το κουπόνι με βάση το οποίο θα γίνονται οι τακτικές πληρωμές και τρίτον η χρονική διάρκεια της σύμβασης<sup>29</sup>.

Τα ομόλογα και οι μετοχές είναι και τα δύο χρεόγραφα, αλλά η διαφορά είναι ότι οι κάτοχοι μετοχών είναι ιδιοκτήτες ενός μέρους της εκδότριας εταιρείας (έχουν εταιρικό μερίδιο), ενώ οι κάτοχοι ομολόγων είναι στην ουσία δανειστές του εκδότη. Επίσης τα ομόλογα έχουν συνήθως έναν καθορισμένο χρόνο ή ωριμότητα, και μετά το ομόλογο εξαγοράζεται ενώ οι μετοχές μπορούν να είναι, κατά τρόπο, αόριστου χρόνου. Τέλος η πληρωμή του αντίστοιχου κουπονιού ενός ομολόγου

<sup>28</sup> **Χρεόγραφο** είναι οι ομολογίες, τα έντοκα γραμμάτια του Ελληνικού Δημοσίου, τα μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων, τα ομόλογα τραπεζών, τα οποία αποκτούνται από την επιχείρηση με σκοπό την τοποθέτηση κεφαλαίων της και την πραγματοποίηση άμεσης προσόδου (δηλαδή κερδών ή τόκων).

<sup>29</sup> <http://www.politis.com.cy/cgi-bin/hweb?-A=904541&-V=archivearticles&-p>

προηγείται της απόδοσης μερίσματος απο την αντίστοιχη εταιρία, ενώ ο κάτοχος του ομολόγου μπορεί, να προβεί στην δικαιοσύνη στην περίπτωση, που δεν του αποδοθεί το κουπόνι του, ενώ με το μέρισμα μιας μετοχής δεν ισχύει κάτι τέτοιο.

Είδη ομολόγων

**§ Αναλόγως με τον εκδότη**

- Κυβερνητικό ομόλογο (treasury bond)
- Επιχειρηματικό ομόλογο (corporate bond)
- Δημοτικό ομόλογο (municipal bond)
- Υπερεθνικό ομόλογο (supranational bond)

**§ Αναλόγως με το κουπόνι και το είδος των πληρωμών**

Ομόλογα που διαπραγματεύονται με έκπτωση από την ονομαστική τους αξία και πραγματοποιούν μόνο μια καταβολή κεφαλαίου στην λήξη τους

§ Έντοκο γραμμάτιο

§ Τίτλοι μικρής διάρκειας, οι οποίοι πωλούνται στους επενδυτές σε τιμή χαμηλότερη από την τελική ονομαστική τους αξία. Έχουμε εκδόσεις διάρκειας 13, 26 και 52 εβδομάδων.

§ Ομόλογο μηδενικού επιτοκίου (Zero coupon bond)

Ομόλογα που δεν προβλέπουν ενδιάμεσες πληρωμές κουπονιών. Συνήθως έχουν διάρκεια από 1 έως 3 χρόνια.

Υπάρχει μια αρχική πληρωμή από τον αγοραστή προς τον εκδότη και μία τελική πληρωμή προς εκείνον που προσκομίζει το ομόλογο. Η απόδοση για τον επενδυτή και σε αυτή την κατηγορία των ομολόγων προκύπτει από τη χαμηλότερη (σε σχέση με την τελική πληρωμή) τιμή αγοράς του ομολόγου. Η ουσιώδης ιδιότητα των zero coupons είναι ότι απαλλάσσει τον επενδυτή από το πρόβλημα της επανεπένδυσης των τόκων που θα εισέπραττε σε κάθε πληρωμή κουπονιού. Δεν είναι έτσι εκτεθειμένος στον κίνδυνο να αναγκαστεί να επανεπενδύσει τις εισπράξεις των κουπονιών σε χαμηλότερα επιτόκια.

Ομόλογα που πραγματοποιούν πολλές περιοδικές πληρωμές τοκομεριδίων πριν την λήξη τους και μία τελική πληρωμή κεφαλαίου

#### § Σταθερού επιτοκίου

Η πιο διαδεδομένη και απλή μορφή ομολόγων. Είναι τίτλοι μέσης και μεγάλης διάρκειας. Το επιτόκιο με βάση το οποίο υπολογίζεται η κάθε πληρωμή, είναι σταθερό για όλη τη διάρκεια ζωής των ομολόγων ανεξάρτητα από τις διακυμάνσεις της αγοράς. Η τακτικότητα των πληρωμών είναι ανά εξάμηνο ή ανά χρόνο.

#### § Κυμαινόμενου επιτοκίου

Πρόκειται για ομόλογα στα οποία το επιτόκιο κάθε περιόδου (από κουπόνι σε κουπόνι) αναπροσαρμόζεται με βάση κάποιον δείκτη, κάποιο δηλαδή επιτόκιο βάσης. Επί του επιτοκίου αυτού υπάρχει συνήθως ένα περιθώριο (spread) που αντιπροσωπεύει ένα είδος ασφαλίστρου και εξαρτάται από την πιστοληπτική ικανότητα του εκδότη και την διάρκεια του ομολόγου. Η τακτικότητα των πληρωμών, των τοκομεριδίων ομολόγων κυμαινόμενου επιτοκίου είναι ανά τρίμηνο, ανά εξάμηνο ή ανά χρόνο, ανάλογα με την συχνότητα του επιτοκίου βάσης. Για παράδειγμα ένα 7ετές ομόλογο του Ελληνικού δημοσίου κυμαινόμενου επιτοκίου, φέρει τοκομερίδιο που για κάθε περίοδο ισούται με το επιτόκιο του ετησίου εντόκου γραμματίου που ισχύει κατά την ημέρα ανανέωσης του τοκομεριδίου συν κάποιο περιθώριο. Στις ευρωπαϊκές αγορές σαν επιτόκιο αναφοράς χρησιμοποιείται συχνά το 6μηνο Euribor. Με την αγορά ενός ομολόγου κυμαινόμενου επιτοκίου ο επενδυτής εξασφαλίζει για μια μακροχρόνια επένδυση επιτόκια κοντά στις τρέχουσες συνθήκες της αγοράς.

#### § Τιμαριθμοποιημένα (ομόλογα συνδεδεμένα με κάποιο δείκτη)

Πρόκειται για πιο εξειδικευμένες εκδόσεις ομολόγων. Φέρουν μεν σταθερό επιτόκιο, αλλά προκειμένου να υπολογιστεί η αξία του τοκομεριδίου λαμβάνεται υπόψη μια μεταβαλλόμενη ονομαστική αξία. Χρησιμοποιείται γι' αυτό κάποιος δείκτης με βάση τον οποίο αναπροσαρμόζεται η αξία επί της οποίας εφαρμόζεται το σταθερό επιτόκιο. Τέτοια κυβερνητικά ομόλογα χρησιμοποιούν συχνά τον δείκτη του πληθωρισμού. Έτσι παρέχουν προστασία στους επενδυτές από μια

άνοδο του πληθωρισμού ή εξασφαλίζουν μια ελάχιστη σταθερή απόδοση σε περίπτωση αρνητικής μεταβολής αυτού. Εταιρείες εκδίδουν συνήθως ομόλογα συνδεδεμένα με τον δείκτη τιμών του χρηματιστηρίου.

#### § Ομόλογα με δικαίωμα ανάκλησης ή πρόωρης εξόφλησης

Επίσης εξειδικευμένες εκδόσεις ομολόγων. Διαφέρουν από τα απλά ομόλογα ως προς το ότι ενσωματώνουν δικαιώματα αγοράς τους από τον εκδότη τους πριν την λήξη τους, ή δικαιώματα πώλησης από τον κάτοχό τους στον εκδότη πριν τη λήξη τους, σε προκαθορισμένες τιμές και χρονικές στιγμές.

#### § Αναλόγως τη διεθνή διάσταση και υπόσταση

- Εγχώριο ομόλογο (domestic bond)
- Διεθνές ομόλογο (international bond)

#### § Αναλόγως με το πως καταγράφεται ο κάτοχο

- Ανώνυμο ομόλογο
- Ονομαστικό ομόλογο
- Άυλο ομόλογο

### 3.1.1 Ομόλογα με κυμαινόμενο επιτόκιο

Τα ομόλογα κυμαινόμενου επιτοκίου είναι τίτλοι μέσης και μεγάλης διάρκειας, τριών ως επτά ετών, οι οποίοι απευθύνονται σε ιδιώτες, αλλά και σε θεσμικούς επενδυτές (αμοιβαία κεφάλαια, ασφαλιστικούς οργανισμούς κτλ.), καθώς και σε τράπεζες, τόσο στο εσωτερικό όσο και στο εξωτερικό. Οι τίτλοι αυτοί απευθύνονται σε επενδυτές οι οποίοι επιθυμούν να επενδύσουν τα χρήματά τους εξασφαλίζοντας αποδόσεις που θα είναι πάντοτε σύμφωνες με τους όρους που επικρατούν στην αγορά (διαφορετικό επιτόκιο για κάθε τοκοφόρο περίοδο).<sup>30</sup>

Τα ομόλογα αυτά φέρουν τοκομερίδια, το ονομαστικό επιτόκιο των οποίων γίνεται γνωστό στην αρχή κάθε τοκοφόρου περιόδου. Το επιτόκιο αυτό συνήθως

<sup>30</sup> <http://www.tovima.gr/default.asp?pid=46&ct=81&artid=90175&dt=17/01/1999>

διαφέρει από έτος σε έτος και εξ αυτού του λόγου οι τίτλοι αυτοί ονομάζονται κυμαινόμενου επιτοκίου.

Τα ομολόγα κυμαινόμενου επιτοκίου εξοφλούνται στη λήξη τους στην ονομαστική τους αξία.

Οι τίτλοι των ομολόγων κυμαινόμενου επιτοκίου είναι διαπραγματεύσιμοι στις τράπεζες και στο Χρηματιστήριο. Αυτό σημαίνει ότι ο κάθε επενδυτής, σε περίπτωση ανάγκης, μπορεί εύκολα να πωλήσει τους τίτλους του πριν από τη λήξη τους, σε οποιαδήποτε τράπεζα ή στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, σε τιμές που ισχύουν στη δευτερογενή αγορά.

**Διάρκεια:** Τα ομολόγα κυμαινόμενου επιτοκίου έχουν εκδοθεί ως σήμερα με διάρκειες τριών, πέντε και επτά ετών.

**Τρόπος έκδοσης και διάθεσης στο επενδυτικό κοινό:** Το επενδυτικό κοινό μπορεί να προμηθεύεται τους τίτλους ομολόγων κυμαινόμενου επιτοκίου από τις τράπεζες και τα λοιπά πιστωτικά ιδρύματα, τους χρηματιστές-μέλη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ), το Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο και κάθε άλλο νομικό πρόσωπο που έχει εξουσιοδοτηθεί για πώληση τίτλων του Δημοσίου.

Τα ομολόγα κυμαινόμενου επιτοκίου εκδίδονται και διατίθενται με τη μέθοδο της δημοπρασίας πολλαπλών τιμών.

Το υπουργείο Οικονομικών, μετά τη διενέργεια κάθε δημοπρασίας, ανακοινώνει τη μέση σταθμική τιμή που προέκυψε από το σύνολο των επιτυχών προσφορών και τη μέση σταθμική απόδοση για το πρώτο έτος.

**Επιτόκιο - απόδοση. Υπολογισμός και καταβολή των τόκων:** Στα ομολόγα κυμαινόμενου επιτοκίου το ετήσιο ονομαστικό επιτόκιο που φέρουν τα τοκομερίδιά τους προσδιορίζεται στην αρχή κάθε τοκοφόρου περιόδου.

Το επιτόκιο βάσης ισούται κάθε φορά με το ονομαστικό επιτόκιο των ετήσιων εντόκων γραμματίων του ελληνικού Δημοσίου, το οποίο ισχύει τρεις εργάσιμες ημέρες πριν από την έναρξη κάθε τοκοφόρου περιόδου και έχει

προκύψει από την τελευταία δημοπρασία εντόκων γραμματίων ως το μέσο σταθμικό επιτόκιο.

Οι ετήσιοι πρόσοδοι τόκων που εισπράττει κάθε επενδυτής υπολογίζονται αν η ονομαστική αξία αυτών πολλαπλασιαστεί με το ονομαστικό τους επιτόκιο.

Για τον υπολογισμό των τόκων χρησιμοποιείται ως βάση ο πραγματικός αριθμός ημερών που έχει η κάθε τοκοφόρος περίοδος από την ημερομηνία έναρξής της ως και την ημερομηνία λήξης της, και έτος 365 ημερών, ανεξαρτήτως αν αυτό είναι δίσεκτο (ACT/365).

**Μορφή τίτλων ομολόγων κυμαινόμενου επιτοκίου:** Τα ομόλογα κυμαινόμενου επιτοκίου εκδίδονται σε άυλη μορφή.

**Εξόφληση:** Η εξόφληση των ομολόγων κυμαινόμενου επιτοκίου γίνεται στην ονομαστική τους αξία, κατά την ημερομηνία λήξης τους.

**Φορολόγηση:** Ο φόρος στα ομόλογα κυμαινόμενου επιτοκίου υπολογίζεται επί των εισοδημάτων που προκύπτουν από τους τόκους αυτών και παρακρατείται κάθε έτος κατά την ημερομηνία εξόφλησης ενός εκάστου τοκομεριδίου τους.

### 3.1.2 Ομόλογα σταθερού επιτοκίου

Με τον όρο «αποτίμηση» νοείται ο τρόπος με τον οποίο καθορίζεται η τιμή που έχει ένα αξιόγραφο στην αγορά. Για τον λόγο αυτό πολλές φορές ακούμε για αποτίμηση της αγοραίας αξίας μιας ομολογίας, μιας μετοχής κ.λπ. Η αποτίμηση οδηγεί στον υπολογισμό της οικονομικής αξίας ενός αξιόγραφου. Ο αγοραστής ενός αξιόγραφου πληρώνει ένα ποσό σήμερα για να εισπράξει κάποιες ταμειακές ροές στο μέλλον<sup>31</sup>.

Το ποσό αυτό, που αποτελεί την τιμή αγοράς του αξιόγραφου, δεν μπορεί παρά να είναι ίσο με την παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών που θα εισπράξει ο αγοραστής. Κατά συνέπεια, οι μελλοντικές ταμειακές ροές θα πρέπει να προεξοφληθούν στο παρόν με τη χρήση κάποιου κατάλληλου προεξοφλητικού

<sup>31</sup> [http://www.investdirect.hsbc.gr/HSBC/portal/media-type/html/user/anon/page/default.psm1/js\\_pane/P-10bf6c12369-10124](http://www.investdirect.hsbc.gr/HSBC/portal/media-type/html/user/anon/page/default.psm1/js_pane/P-10bf6c12369-10124)



επιτοκίου, έτσι ώστε να υπολογιστεί η παρούσα αξία τους. Η συνολική αυτή παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών αποτελεί την οικονομική αξία του αξιόγραφου. Άρα, η οικονομική αξία ενός αξιόγραφου είναι η παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών ταμειακών ροών του αξιόγραφου.

Όταν η αγορά ομολογιών βρίσκεται σε κατάσταση ισορροπίας, τότε οι τιμές των ομολόγων ισούνται με τις οικονομικές τους αξίες. Η αγορά ομολόγων βρίσκεται σχεδόν πάντα σε ισορροπία, διότι, όποτε βρεθεί σε κατάσταση ανισορροπίας, οι δυνάμεις της προσφοράς και ζήτησης την οδηγούν σε ισορροπία. *Εάν, για παράδειγμα, η τιμή της ομολογίας A στην αγορά υπερβαίνει την οικονομική της αξία, τότε όλοι όσοι δραστηριοποιούνται στην αγορά ομολόγων επιδιώκουν πώληση της ομολογίας αυτής, διότι με την ενέργεια τους αυτή πρόκειται να αποκομίσουν κέρδος. Η μεγάλη προσφορά της ομολογίας θα επιφέρει πτώση της τιμής της στην αγορά. Η πτώση της τιμής θα συνεχιστεί ωςότου η τιμή της ομολογίας A εξισωθεί με την οικονομική της αξία. Το αντίθετο θα συμβεί εάν η τιμή της ομολογίας A υπολείπεται της οικονομικής της αξίας. Στην περίπτωση αυτή, όσοι δραστηριοποιούνται στην αγορά ομολόγων θα επιδιώκουν αγορά της ομολογίας. Η μεγάλη ζήτηση της ομολογίας θα επιφέρει άνοδο της τιμής της στην αγορά. Η άνοδος αυτή θα συνεχιστεί ωςότου η τιμή της ομολογίας εξισωθεί με την οικονομική της αξία.*

Η οικονομική αξία μιας ομολογίας βρίσκετε από τον τύπο:

$$IV = c/(1+k)+c/(1+k)^2+\dots c/(1+k)^n+FV/(1+k)^n$$

IV: οικονομική αξία ομολογίας

C: ετήσιο επιτόκιο

N: αριθμός ετών

FV: ονομαστική αξία ομολογίας

k: κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο

Το προεξοφλητικό επιτόκιο που χρησιμοποιείται στον ανωτέρω τύπο είναι η απόδοση που απαιτούν οι επενδυτές για να αγοράσουν τη συγκεκριμένη ομολογία. Επειδή κάθε ομολογία διαφέρει από τις άλλες, η απαιτούμενη απόδοση είναι διαφορετική για κάθε ομολογία. Το επιτόκιο αυτό αναγωγής αντιπροσωπεύει την αξία του χρήματος κατά το χρονικό διάστημα που μεσολαβεί από την αγορά

μέχρι τη λήξη της ομολογίας και επηρεάζεται από τον κίνδυνο της ομολογίας. Επιπλέον, το επιτόκιο αυτό αποτελείτο κόστος ευκαιρίας του κατόχου της ομολογίας, καθώς αντικατοπτρίζει την απόδοση που διαφεύγει από τον επενδυτή λόγω της μη αποδοχής της καλύτερης εναλλακτικής επένδυσης με τον ανάλογο κίνδυνο. Κατά συνέπεια, τα επιτόκια στην αγορά επηρεάζουν άμεσα το προεξοφλητικό επιτόκιο που χρησιμοποιείται για την εύρεση της οικονομικής αξίας μιας ομολογίας.

Στην παραπάνω εξίσωση ο άγνωστος ήταν η οικονομική αξία της ομολογίας, ενώ θεωρήσαμε όλες τις άλλες παραμέτρους γνωστές. Τις περισσότερες φορές όμως αυτό που ενδιαφέρει τον ομολογιούχο είναι το προεξοφλητικό επιτόκιο, ενώ όλες οι άλλες παράμετροι είναι συνήθως γνωστές. Και αυτό γιατί ο επενδυτής έχει αγοράσει (ή πρόκειται να αγοράσει) την ομολογία στην τρέχουσα τιμή της και γνωρίζει το εκδοτικό επιτόκιο, την ονομαστική αξία, τον χρόνο λήξης και την περίοδο πληρωμής των τοκομεριδίων της ομολογίας. Στην περίπτωση αυτή, υπολογίσουμε την απόδοση που θα έχει ο επενδυτής εάν κρατήσει την ομολογία μέχρι τη λήξη της. Η απόδοση αυτής, λέγεται απόδοση στη λήξη και βρίσκεται από τον τύπο:

$$P_0 = IV = c/(1+YTM) + c/(1+YTM)^2 + \dots c/(1+YTM)^n + FV/(1+YTM)^n$$

$P_0$  = Τρέχουσα τιμή ομολογίας

$YTM$  = απόδοση στην λήξη.

Η απόδοση στη λήξη υπολογίζεται με διάφορους τρόπους. Ο πιο απλός απαιτεί τη χρήση ενός χρηματοοικονομικού υπολογιστή τσέπης ή ενός προγράμματος Η/Υ, όπως το EXCEL. Ένας δεύτερος τρόπος είναι η μέθοδος της δοκιμής και λάθους, κατά την οποία χρησιμοποιούμε διάφορα επιτόκια ωστόσο το δεξιό σκέλος της ανωτέρω εξίσωσης γίνει ίσο με το αριστερό. Τέλος, μια κατά προσέγγιση απόδοση στη λήξη μπορεί να βρεθεί από τον τύπο:

$$AYTM = \frac{\text{Ετήσιο τοκομερίδιο} + \text{μέσο ετήσιο κέρδος κεφαλαίου ή ζημιά}}{(\text{Ονομαστική αξία ομολογίας} + \text{τρέχουσα αξία ομολογίας}) / 2}$$

Η κατά προσέγγιση απόδοση στη λήξη υποθέτει ότι τα τοκομερίδια καταβάλλονται μία φορά τον χρόνο (δηλαδή έχουμε ετήσιο ανατοκισμό) και δεν απαιτεί πολύπλοκους υπολογισμούς. Η απόκλιση δε που έχει το αποτέλεσμα του ανωτέρω τύπου από την πραγματική απόδοση στη λήξη είναι πολύ μικρή.

Είναι σημαντικό να υπογραμμιστεί ότι η απόδοση στη λήξη είναι μια υποσχόμενη απόδοση, διότι θα επιτευχθεί μόνο εάν ο επενδυτής κρατήσει την ομολογία μέχρι τη λήξη της και επαν - επενδύσει τα τοκομερίδια με επιτόκιο ίσο με την απόδοση στη λήξη. Εάν ο επενδυτής επαν - επενδύει τα τοκομερίδια, όταν τα εισπράττει, με διαφορετικό επιτόκιο από την απόδοση στη λήξη ή τα ξοδεύει, τότε η πραγματοποιηθείσα απόδοση από την ομολογία διαφέρει από την απόδοση στη λήξη ακόμη και εάν ο επενδυτής κρατήσει την ομολογία μέχρι τη λήξη της. Στην πραγματικότητα η επανεπένδυση των τοκομεριδίων γίνεται συνήθους με διαφορετικό επιτόκιο από την απόδοση στη λήξη.

**Διηνεκής** ομολογία είναι μια ομολογία η οποία δεν λήγει ποτέ και πληρώνει τόκο στον κάτοχο της κατά περιοδικά χρονικά διαστήματα (όπως, για παράδειγμα, η βρετανική Consol). Η οικονομική αξία μιας διηνεκούς ομολογίας βρίσκεται από τον τύπο:

$$IV = c/k$$

### **Σχέση μεταξύ επιτοκίων και τιμών ομολογιών**

Η μεταβλητότητα της τιμής μιας ομολογίας επηρεάζεται από πολλούς παράγοντες. Ο Burton Malkiel, αναφέραμε ότι η τιμή μιας ομολογίας στην αγορά είναι συνάρτηση τεσσάρων παραγόντων:

Της ονομαστικής αξίας

Του τοκομεριδίου

Του χρόνου λήξης

Και τον επιτοκίων που επικρατούν στην αγορά

Ο Malkiel διατύπωσε πέντε θεωρήματα για τη σχέση μεταξύ τιμών ομολογιών και επιτοκίων. Τα θεωρήματα αυτά είναι τα εξής:

- 1) Οι τιμές των ομολογιών κινούνται αντίστροφα από τις αποδόσεις στη λήξη τους (και των αντίστοιχων με αυτές επιτοκίων). Άνοδος (πτώση) των επιτοκίων επιφέρει πτώση (άνοδο) των τιμών των ομολογιών.
- 2) Η μεταβλητότητα των τιμών των ομολογιών σχετίζεται θετικά με τον χρόνο λήξης τους. Όσο μεγαλύτερος είναι ο χρόνος λήξης μιας ομολογίας, τόσο μεγαλύτερη είναι και η μεταβλητότητα της, όταν μεταβάλλονται τα επιτόκια.
- 3) Η ποσοστιαία μεταβολή της τιμής μιας ομολογίας αυξάνεται με φθίνοντα ρυθμό, καθώς αυξάνεται ο χρόνος λήξης της ομολογίας. Για παράδειγμα, ο διπλασιασμός του χρόνου λήξης μιας ομολογίας δεν θα επιφέρει τον διπλασιασμό της ποσοστιαίας μεταβολής της τιμής της, λόγω μεταβολής των επιτοκίων.
- 4) Οι μεταβολές των τιμών των ομολογιών που οφείλονται σε μια ισόποση απόλυτη αύξηση ή μείωση της απόδοσης στη λήξη δεν είναι συμμετρικές. Εάν διατηρήσουμε τον χρόνο λήξης μιας ομολογίας σταθερό, τότε θα διαπιστώσουμε ότι μια μείωση της απόδοσης στη λήξη αυξάνει την τιμή της ομολογίας περισσότερο απ' ό,τι μια ισόποση αύξηση της απόδοσης στη λήξη μειώνει την τιμή της ομολογίας.
- 5) Η μεταβλητότητα των τιμών των ομολογιών σχετίζεται αρνητικά με το ύψος του τοκομεριδίου. Όσο μικρότερα είναι τα τοκομερίδια μιας ομολογίας, τόσο μεγαλύτερη είναι η μεταβλητότητα της, όταν μεταβάλλονται τα επιτόκια.

Η απόδοση την οποία απαιτούν οι επενδυτές για να αγοράσουν μια ομολογία σχετίζεται άμεσα με τα επιτόκια της αγοράς. Όταν τα επιτόκια που επικρατούν στην αγορά μεταβάλλονται, τότε μεταβάλλονται και τα εκδοτικά επιτόκια των νεοεκδιδόμενων ομολογιών. Όταν τα εκδοτικά επιτόκια των νέων ομολογιών μεταβάλλονται, οι επενδυτές μεταβάλλουν και τις αποδόσεις που απαιτούν για να αγοράσουν ή να πουλήσουν ομολογίες παλαιότερων εκδόσεων, Για να γίνει αυτή η μεταβολή στην απόδοση των παλαιότερων ομολογιών, πρέπει να μεταβληθεί η τρέχουσα τιμή τους. Από τα ανωτέρω γίνεται φανερό ότι μια μείωση των επιτοκίων θα οδηγήσει σε αύξηση της τιμής των ομολογιών στην

αγορά, έτσι ώστε οι ομολογίες αυτές να προσφέρουν στους πιθανούς αγοραστές τους αποδόσεις παρόμοιες με εκείνες που προσφέρουν νεοεκδιδόμενες ομολογίες με τα ίδια χαρακτηριστικά.

Αντίθετα, μια αύξηση των επιτοκίων θα οδηγήσει σε μείωση της τιμής των ομολογιών στην αγορά, έτσι ώστε οι ομολογίες αυτές να προσφέρουν στους πιθανούς αγοραστές τους αποδόσεις παρόμοιες με εκείνες που προσφέρουν νεοεκδιδόμενες ομολογίες με τα ίδια χαρακτηριστικά.

Οι τιμές των ομολογιών, οι οποίες διαφέρουν μόνο ως προς τον χρόνο λήξης τους, αντιδρούν διαφορετικά σε μεταβολές των επιτοκίων. Αύξηση (μείωση) των επιτοκίων οδηγεί σε μείωση (αύξηση) των τιμών όλων των ομολογιών. Η μεταβολή όμως αυτή των τιμών των ομολογιών είναι μεγαλύτερη όσο μεγαλύτερη είναι, η διάρκεια ζωής των ομολογιών όταν όλα τα άλλα παραμένουν σταθερά. Ο κάτοχος μιας ομολογίας με μεγάλη διάρκεια ζωής εισπράττει το μεγαλύτερο μέρος των εισροών του σε μεγαλύτερο χρονικό διάστημα απ' ό,τι ο κάτοχος μιας ομολογίας με μικρή διάρκεια ζωής. Και, επειδή οι τιμές των ομολογιών στην αγορά καθορίζονται από την προεξόφληση των μελλοντικών εισροών στο παρόν, μια μεταβολή στο προεξοφλητικό επιτόκιο θα επιφέρει μεγαλύτερη μεταβολή στις τιμές των ομολογιών των οποίων οι εισροές είναι πιο απομακρυσμένες χρονικά, απ' ό,τι σε εκείνες των οποίων οι εισροές είναι λιγότερο απομακρυσμένες χρονικά. Άρα, **οι τιμές των ομολογιών με τη μεγαλύτερη διάρκεια ζωής έχουν τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα, λόγω μεταβολής των επιτοκίων.**

Εκτός από το χρονικό διάστημα μέχρι τη λήξη, οι μεταβολές στις τιμές των ομολογιών (που οφείλονται σε μεταβολές των επιτοκίων) εξαρτώνται και από το ύψος του τοκομεριδίου. Με άλλα λόγια, οι τιμές των ομολογιών οι οποίες διαφέρουν μόνο ως προς τα τοκομερίδια αντιδρούν διαφορετικά σε μεταβολές των επιτοκίων. Αύξηση (μείωση) των επιτοκίων οδηγεί σε μείωση (αύξηση) των τιμών όλων των ομολογιών. Η μεταβολή αυτή όμως των τιμών των ομολογιών είναι μεγαλύτερη όσο μικρότερα είναι τα τοκομερίδια των ομολογιών. Το μεγαλύτερο μέρος των συνολικών εισροών μιας ομολογίας με μικρά τοκομερίδια προέρχεται από την ονομαστική της αξία, η οποία θα καταβληθεί στη λήξη της ομολογίας, παρά από τα τοκομερίδια τα οποία καταβάλλονται στο χρονικό διάστημα που

μεσολαβεί από την αγορά της ομολογίας μέχρι τη λήξη της. Το αντίθετο συμβαίνει στην περίπτωση μιας ομολογίας με μεγάλα τοκομερίδια. Κατά συνέπεια, ο κάτοχος μιας ομολογίας με μικρά τοκομερίδια εισπράττει το μεγαλύτερο μέρος της εισροών του αργότερα απ' ό,τι ο κάτοχος μιας ομολογίας με μεγάλα τοκομερίδια. Και επειδή **οι τιμές των ομολογιών στην αγορά καθορίζονται, από την προεξόφληση των εισροών αυτών**, μια μεταβολή στο προεξοφλητικό επιτόκιο θα επιφέρει μεγαλύτερη μεταβολή στις τιμές των ομολογιών των οποίων οι μεγαλύτερες εισροές είναι πιο απομακρυσμένες χρονικά, απ' ό,τι σε εκείνες των οποίων οι μεγαλύτερες εισροές είναι λιγότερο απομακρυσμένες χρονικά. Άρα, οι τιμές των ομολογιών με τα μικρότερα τοκομερίδια έχουν τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα, λόγω μεταβολής των επιτοκίων.

Από τα ανωτέρω γίνεται φανερό ότι μείωση (αύξηση) στα επιτόκια θα προκαλέσει αύξηση (μείωση) στις τιμές των ομολογιών με τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα στις τιμές των ομολογιών, με τη μεγαλύτερη διάρκεια ζωής και το χαμηλότερο εκδοτικό επιτόκιο. Επομένως, η μεταβλητότητα της τιμής μιας ομολογίας εξαρτάται από τον συνδυασμό του ύψους του εκδοτικού της Επιτοκίου και του χρόνου λήξης της. Οι δυο τελευταίοι αυτοί παράγοντες (δηλαδή το ύψος του εκδοτικού επιτοκίου / και ο χρόνος λήξης μιας ομολογίας) συνδέονται με τον χρόνο λήξης μιας ομολογίας.

Ο κίνδυνος επιτοκίων, είναι η πιθανή μεταβλητότητα των αποδόσεων μιας επένδυσης (όπως, για παράδειγμα μιας ομολογίας) η οποία προκαλείται από μεταβολές των επιτοκίων της αγοράς. Άρα, ένας επενδυτής, ο οποίος αναμένει μείωση των επιτοκίων και επιθυμεί να έχει τη μεγαλύτερη δυνατή αύξηση των τιμών των ομολογιών του, θα πρέπει να αγοράσει μακροπρόθεσμες ομολογίες με χαμηλά εκδοτικά επιτόκια. Αντίθετα, εάν ένας επενδυτής αναμένει αύξηση των επιτοκίων και σχεδιάζει να αγοράσει ομολογίες, θα πρέπει να αγοράσει βραχυπρόθεσμες ομολογίες με όσο το δυνατόν υψηλότερα εκδοτικά επιτόκια. Στην περίπτωση αυτή, ο επενδυτής θα ελαχιστοποιήσει τη ζημία του. Άρα, για να πετύχει τον σκοπό του ένας επενδυτής, θα πρέπει να συνδυάσει τις δύο αυτές μεταβλητές, τον χρόνο λήξης και το ύψος του τοκομεριδίου. Γι' αυτό χρειάζεται ένα μέτρο που να δείχνει την ευαισθησία των τιμών των ομολογιών σε μεταβολές των

επιτοκίων, λαμβάνοντας υπόψη του και τους δύο αυτούς παράγοντες. Ένα τέτοιο μέτρο υπάρχει και λέγεται διάρκεια.

### 3.2 Υπολογισμός Διάρκειας

Αναφέρθηκε προηγουμένως ότι δυο ομολογίες οι οποίες διαφέρουν μόνο ως προς το τοκομερίδιο δεν έχουν την ίδια «οικονομική ζωή». Ο κάτοχος μιας ομολογίας με υψηλά τοκομερίδια θα εισπράξει ένα μεγάλο μέρος της απόδοσης του πολύ πιο γρήγορα από τον κάτοχο μιας ομολογίας με χαμηλά τοκομερίδια. Το ίδιο, φυσικά, ισχύει και για δύο ομολογίες οι οποίες διαφέρουν μόνο ως προς την ημερομηνία λήξης τους. Ο κάτοχος της βραχυπρόθεσμης ομολογίας θα εισπράξει την απόδοση του πιο γρήγορα από τον κάτοχο της μακροπρόθεσμης ομολογίας. Για τον λόγο αυτό είναι απαραίτητη η ύπαρξη ενός μέτρου που θα λαμβάνει υπόψη όχι μόνο τον χρόνο λήξης μιας ομολογίας, αλλά και το ύψος του τοκομεριδίου. Το μέτρο αυτό προτάθηκε πριν από μια εξηκονταετία από τον Frederick Macaulay και λέγεται διάρκεια.

**Διάρκεια** είναι ο σταθμικός μέσος αριθμός των ετών ο οποίος απαιτείται για να εισπράξει ο κάτοχος μιας ομολογίας την ονομαστική της αξία και τα τοκομερίδια της, όπου οι σταθμίσεις αντιπροσωπεύουν τη σχετική παρούσα αξία της κάθε ταμειακής εισροής.

Η διάρκεια θεωρείται καλύτερος τρόπος μέτρησης της χρονικής διάρθρωσης μιας ομολογίας απ' ό,τι ο χρόνος λήξης της ομολογίας, διότι αντικατοπτρίζει το ύψος αλλά και τον χρόνο καταβολής κάθε ταμειακής εισροής. Αντίθετα, ο χρόνος λήξης της ομολογίας παρέχει μόνο το χρονικό διάστημα που μεσολαβεί μέχρι να πραγματοποιηθεί η τελευταία ταμειακή εισροή.

Η διάρκεια μιας ομολογίας μπορεί να βρεθεί εύκολα εάν ακολουθήσουμε τα εξής τρία βήματα:

- § Βρίσκουμε την παρούσα αξία των ταμειακών εισροών που παρέχει μια ομολογία στον κάτοχο της κάθε έτος.
- § Εκφράζουμε τις ανωτέρω παρούσες αξίες κάθε έτους ως ποσοστό της συνολικής παρούσης αξίας της ομολογίας.

§ Πολλαπλασιάζουμε τα ανωτέρω ποσοστά κάθε έτους με τον αριθμό του έτους όπου πραγματοποιείται η κάθε πληρωμή και αθροίζουμε.

Η διάρκεια είναι σημαντική στην ανάλυση και στη διαχείριση ομολογιών για τρεις κυρίως λόγους.

§ Πρώτον, η διάρκεια αποτελεί ένα μέτρο της «αποτελεσματικής ή οικονομικής ζωής» μιας ομολογίας. Ας συγκρίνουμε, για παράδειγμα, δυο ομολογίες οι οποίες έχουν εκδοτικό επιτόκιο 8% και οι δυο και η μεν πρώτη λήγει σε δέκα έτη, η δε δεύτερη σε πενήντα έτη. Η δεύτερη ομολογία λήγει σε πενταπλάσιο χρόνο από την πρώτη. Παρ' όλα αυτά, η πρώτη ομολογία έχει αποτελεσματική ζωή (δηλαδή διάρκεια) 7,25 έτη, ενώ η δεύτερη έχει 13,21 έτη. Άρα, οι δυο ομολογίες δεν διαφέρουν τόσο πολύ όσο εκ πρώτης όψεως φαίνεται.

§ Δεύτερον, η διάρκεια χρησιμοποιείται για τη χάραξη διάφορων στρατηγικών διαχείρισης ομολογιών.

§ Τρίτων, η διάρκεια είναι ένα μέτρο της ευαισθησίας των τιμών των ομολογιών σε μεταβολές των επιτοκίων. Με άλλα λόγια, η διάρκεια μετρά τον κίνδυνο επιτοκίων των ομολογιών.

### **3.2.1 Χαρακτηριστικά Διάρκειας**

Η διάρκεια μιας ομολογίας συνδέεται με τις σημαντικότερες μεταβλητές της ομολογίας ως εξής:

§ Υπάρχει αντίστροφη σχέση μεταξύ διάρκειας και ύψους τοκομεριδίου. Η αρνητική αυτή σχέση ισχύει διότι υψηλότερα τοκομερίδια συνεπάγονται γρηγορότερη επανάκτηση της τιμής αγοράς της ομολογίας και, επομένως, μικρότερη διάρκεια.

§ Υπάρχει αντίστροφη σχέση μεταξύ διάρκειας και απόδοσης στη λήξη. Η αρνητική αυτή σχέση ισχύει διότι, μεγαλύτερες αποδόσεις παράγουν μικρότερες παρούσες αξίες ταμειακών εισροών που λαμβάνονται σε πιο απομακρυσμένες χρονικές περιόδους, μειώνοντας, επομένως, τη σχετική τους αξία και, άρα, τη διάρκεια της ομολογίας.

§ Η διάρκεια αυξάνεται καθώς αυξάνεται ο χρόνος λήξης μιας ομολογίας, αλλά με φθίνοντα ρυθμό, ιδιαίτερα όταν ο χρόνος λήξης υπερβαίνει τα



δεκαπέντε έτη. Ο φθίνων (δηλαδή διαρκώς ελαττούμενος) ρυθμός οφείλεται στο γεγονός ότι, καθώς ο χρόνος λήξης της ομολογίας παρατείνεται, η παρούσα αξία της ονομαστικής αξίας που θα καταβληθεί στη λήξη της ομολογίας μειώνεται.

- § Η διάρκεια μιας ομολογίας χωρίς τοκομερίδιο ισούται πάντα με τον χρόνο λήξης της.
- § Η διάρκεια μιας ομολογίας με τοκομερίδια είναι πάντα μικρότερη από τον χρόνο λήξης της. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι η διάρκεια λαμβάνει υπόψη της τις ενδιάμεσες ταμειακές εισροές.
- § Η διάρκεια διηνεκών ομολογιών επηρεάζεται μόνο από την απόδοση στη λήξη και είναι ανεξάρτητη από το ύψος του τοκομεριδίου τους. Για παράδειγμα, η διάρκεια διηνεκούς ομολογίας η οποία παρέχει απόδοση στη λήξη 6% είναι 17,667 έτη, ανεξάρτητα από το εκδοτικό επιτόκιο που αυτή φέρει (2%, 4% ή οποιοδήποτε άλλο).

### 3.3 Ομολογιακά Δάνεια

Μια ακόμη μορφή κεφαλαιουχικής στήριξης των επιχειρήσεων αποτελεί η έκδοση εταιρικών ομολόγων. Πρόκειται για μορφή χρηματοδότησης που δεν προέρχεται απευθείας από το τραπεζικό σύστημα, αλλά μέσω αυτού οι επιχειρήσεις απευθύνονται σε θεσμικούς επενδυτές και ιδιώτες.

Με την ευρεία έννοια του όρου, ομολογιακά δάνεια εκδίδει και το Δημόσιο, τα Ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου, χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, όπως ΕΤΒΑ και ΕΤΕΒΑ, τα τραπεζικά ομόλογα, οι άλλοι Δημόσιοι Οργανισμοί.

Ωστόσο, ιδιαίτερο ενδιαφέρον στην προκειμένη περίπτωση παρουσιάζουν τα εταιρικά ομόλογα που εκδίδονται από ανώνυμες εταιρείες κατόπιν απόφασης της Γενικής Συνέλευσης των μετόχων τους.

Η σύναψη ομολογιακού δανείου πραγματοποιείται μέσω της **έκδοσης** από την εταιρεία **ονομαστικών** ή ανώνυμων τίτλων. Πρόκειται για τίτλους εισοδήματος, επί των οποίων βεβαιώνεται το ποσό που ο κάτοχος τους δάνεισε στην εκδότρια. Το ομόλογο περιλαμβάνει επίσης και τα τοκομερίδια, στο καθένα από τα οποία αναφέρεται το ποσό του τόκου και η ημερομηνία πληρωμής του.

Το επιτόκιο μπορεί να είναι σταθερό ή κυμαινόμενο, με επιτόκιο βάσης το επιτόκιο Ομολόγων Ελληνικού Δημοσίου, Διατραπεζικής Αγοράς ή Athobon, προσαυξημένο κατά ένα ποσοστό ανάλογα με την πιστοληπτική ικανότητα της εκδότριας και τους όρους του δανείου.

Ωστόσο, οι τόκοι των ομολογιακών δανείων υπόκεινται σε παρακράτηση φόρου ύψους 20%, ποσό που αποτελεί έναν από τους ανασταλτικούς παράγοντες ανάπτυξης της αγοράς ομολογιακών δανείων στη χώρα μας.

Η διάρκεια των ομολογιακών δανείων κυμαίνεται συνήθως μεταξύ τριών και δέκα ετών. Τα ομολογιακά δάνεια είναι δυνατόν να εισαχθούν για διαπραγμάτευση είτε στην κύρια είτε στην παράλληλη αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Στην περίπτωση, όμως, αυτή θα πρέπει να συντρέχουν για την εκδότρια εταιρεία οι προϋποθέσεις:

- § Λογιστική καθαρή θέση τουλάχιστον 500 εκατ. για εισαγωγή στην κυρία αγορά ή 100 εκατ. για εισαγωγή στην παράλληλη αγορά του ΧΑΑ.
- § Μέγιστο ύψος του ομολογιακού δανείου (ή του υπολοίπου αν έχει ήδη εκδοθεί), το 50% της λογιστικής καθαρής θέσης.
- § Θετική οικονομική κατάσταση και αποτελέσματα των πέντε τελευταίων χρήσεων.
- § Σύνταξη ενημερωτικού δελτίου για το επενδυτικό κοινό, το οποίο θα πρέπει να έχει εγκριθεί από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Μια ιδιαίτερη κατηγορία των ομολογιακών δανείων είναι τα **μετατρέψιμα**, εκείνα δηλαδή που είναι δυνατόν, κατόπιν επιθυμίας του κατόχου τους, να μετατραπούν σε μετοχές της εκδότριας εταιρείας. Τα μετατρέψιμα ομόλογα, επειδή περιέχουν το δικαίωμα μετατροπής, έχουν χαμηλότερο επιτόκιο από τα κοινά.

Το δικαίωμα της μετατροπής μπορεί να ασκηθεί οποτεδήποτε κατά τη διάρκεια του δανείου ή σε προσυμφωνημένες ημερομηνίες. Οι εμπορικές τράπεζες αναλαμβάνουν τη διάθεση σε δημόσια εγγραφή των ομολογιών, ενώ απορροφούν οι ίδιες το τυχόν αδιάθετο τμήμα. Οφείλουν, ωστόσο, μέσα σε 12 μήνες το

αργότερο από την ημερομηνία λήξεως της διάθεσης, να μεταβιβάσουν τους τίτλους που κατέχουν σε τρίτους.

Η τραπεζική εργασία της αναδοχής έκδοσης ομολογιακών τίτλων, γνωστή ως underwriting, αντιμετωπίζεται από την Τράπεζα της Ελλάδος ως χρηματοδοτικό άνοιγμα και υπόκειται στους σχετικούς περιορισμούς. Η συμμετοχή της αναδόχου τράπεζας στην έκδοση ομολογιακών τίτλων, έγκειται, ανάλογα βέβαια με τη συμφωνία που θα προηγηθεί, στην:

- § Παραγωγή
- § Εγγύηση
- § Αποτίμηση
- § Διάθεση νέων τίτλων

### **Παραγωγή**

Κατά το στάδιο της παραγωγής, η τράπεζα αναλαμβάνει τη χρηματοοικονομική αξιολόγηση της επιχείρησης που πρόκειται να εκδώσει ομολογίες και προετοιμάζουν από κοινού το ενημερωτικό φυλλάδιο για τους επενδυτές. Προετοιμάζονται επίσης οι όροι και τα χαρακτηριστικά της έκδοσης των ομολογιών.

Στο στάδιο της παραγωγής εκτιμάται το κόστος του εγχειρήματος και προσδιορίζεται το αναμενόμενο όφελος, ανάλογα βέβαια με την πιστοληπτική ικανότητα της επιχείρησης.

### **Εγγύηση**

Αποτιμάται το κόστος της εγγύησης της αναδόχου τράπεζας, το οποίο αποτελείτο χρηματοοικονομικό της δικαίωμα και την κύρια αποζημίωση της από τη συμμετοχή στο εγχείρημα της έκδοσης.

### **Αποτίμηση των τίτλων**

Προκειμένου να είναι επιτυχής η διάθεση των ομολογιακών τίτλων, δηλαδή να πουληθούν κατά το δυνατόν όλοι, στην υψηλότερη τιμή, ο ανάδοχος θα πρέπει να προβλέψει την αγοραστική τους αξία. Πρέπει δηλαδή να αναλύσει τις

προσδοκίες της αγοράς, να πείσει τους επενδυτές για την αξία που ενσωματώνουν οι τίτλοι, να προβλέψει τη ζήτηση που θα υπάρξει. Είναι φανερό στο σημείο αυτό η αξία της εμπειρίας του αναδόχου και η κρίσιμη συμβολή του στην επιτυχία της έκδοσης.

### **Διάθεση νέων τίτλων**

Ο ανάδοχος, τέλος, αναλαμβάνει τη διάθεση των ομολογιών στους επενδυτές. Είναι δυνατόν ο ανάδοχος να αγοράσει το σύνολο του χαρτοφυλακίου από την εκδότρια επιχείρηση και στη συνέχεια να αναλάβει τη μεταβίβαση του. Συνήθως, όμως, η μεταβίβαση γίνεται απευθείας από την εκδότρια επιχείρηση στους επενδυτές, ενώ η τράπεζα απορροφά μόνο το αδιάθετο τμήμα.

Τα ομολογιακά δάνεια αποτελούν μια σύγχρονη αλλά και πολύπλοκη τραπεζική εργασία. Απαιτούν χρηματοδοτική εμπειρία, στο επίπεδο της αποτελεσματικής αξιολόγησης των επιχειρήσεων, απαιτούν γνώση των κανόνων της αγοράς και δυνατότητα προώθησης του προϊόντος. Ταυτόχρονα, όμως, παρέχουν διασπορά του αναλαμβανόμενου χρηματοδοτικού κινδύνου, συνδυάζονται με ευρύ φάσμα τραπεζικών εργασιών, αναπτύσσουν την πελατειακή βάση και προσφέρουν δυναμική παρουσία της αναδόχου τράπεζας στο οικονομικό της περιβάλλον

### **3.4 Παράγοντες Επηρεασμού**

Οι παράγοντες που επηρεάζουν το επίπεδο των επιτοκίων είναι:

#### **Κόστος Καταθέσεων και Κεφαλαίων Διατραπεζικής Αγοράς**

Ο βασικός ρόλος των τραπεζών είναι διαμεσολαβητικός, δηλ. να συγκεντρώνουν τα χρήματα των αποταμιευτών και να χορηγούν δάνεια στους επενδυτές. Κατά συνέπεια τα επιτόκια δανεισμού θα πρέπει να καλύπτουν, κατ' ελάχιστον, τα επιτόκια καταθέσεων. Στην περίπτωση όπου οι τράπεζες πέραν των καταθέσεων μπορούν να συγκεντρώσουν επιπλέον κεφάλαια μέσω της έκδοσης ομολόγων στις χρηματαγορές και να τα χρησιμοποιήσουν για την περαιτέρω πιστωτική τους επέκταση, τότε το ύψος των επιτοκίων δανεισμού θα πρέπει να αντανakλά το μέσο σταθμικό κόστος των πόρων των τραπεζών.

### **Κόστος Αναμενόμενων Ζημιών**

Το επιτόκιο δανεισμού – όπως το έχουμε ορίσει μέχρι τώρα – καλύπτει το κόστος των πόρων των τραπεζών, υπό την προϋπόθεση ότι κανένας εκ των δανειοληπτών δεν θα αθετήσει την αποπληρωμή των δανείων του (No default assumption). Βάσει της μακροχρόνιας εμπειρίας τους οι τράπεζες είναι σε θέση να υπολογίσουν το ποσοστό των δανείων που δεν θα αποπληρωθούν σε κάθε περίοδο. Αυτές οι αναμενόμενες ζημιές (expected losses) αποτελούν ένα επιπλέον κόστος για τις τράπεζες, το οποίο θα πρέπει να αντικατοπτρίζεται στα επιτόκια δανεισμού ως ένα περιθώριο πάνω από το κόστος των καταθέσεων και των κεφαλαίων από τη διατραπεζική αγορά.

### **Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων**

Πέραν των προβλέψεων, τις οποίες η τράπεζα μπορεί να χρησιμοποιήσει για να καλύψει μέρος των αναμενόμενων ζημιών, οι τράπεζες είναι υποχρεωμένες να κατέχουν ένα ποσό ιδίων κεφαλαίων για την κάλυψη απρόβλεπτων ζημιών πάνω και πέρα από τις αναμενόμενες. Το ύψος αυτών των κεφαλαίων καθορίζεται τόσο από το βαθμό επικινδυνότητας του χαρτοφυλακίου της τράπεζας, όσο και από το επιθυμητό βαθμό πιστοληπτικής φερεγγυότητας (credit rating) της τράπεζας. Η απόδοση που αναμένουν οι μέτοχοι για τα ίδια κεφάλαια που έχουν επενδύσει, αποτελεί και αυτή μέρος του κόστους του επιβαρύνει τα επιτόκια δανεισμού.

### **Λειτουργικό Κόστος**

Ένας εξίσου σημαντικός παράγοντας που διαμορφώνει το συνολικό κόστος των τραπεζών είναι και το κόστος λειτουργίας τους, το οποίο επιβαρύνει το κόστος χορηγήσεων με την μορφή ενός επιπλέον επιτοκιακού περιθωρίου.

### **Δομή της Αγοράς**

Πέραν όλων των παραπάνω -τεχνικών- παραγόντων, είναι δυνατόν και η δομή του χρηματοπιστωτικού τομέα κάθε χώρας (π.χ. περισσότερο ή λιγότερο συγκεντρωτικό ή ανταγωνιστικό) να επηρεάζει την δυνατότητα των τραπεζών να καθορίζουν το κόστος δανεισμού.

### 3.5 Η διεθνής Αγορά ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου

Σύμφωνα με την εφημερίδα «Ναυτεμπορική»<sup>32</sup> Μεγάλα κέρδη κατέγραψαν οι τιμές των κρατικών ομολόγων στις διεθνείς αγορές και αυξήθηκαν οι αποδόσεις τους το Νοέμβριο, ιδιαίτερα στους τίτλους βραχυπρόθεσμης διάρκειας. Ωστόσο, σε ορισμένες «περιφερειακές» αγορές της Ευρωζώνης, οι τιμές των κρατικών ομολόγων μειώθηκαν σημαντικά και οι αποδόσεις τους αυξήθηκαν. Ως αποτέλεσμα, η διαφορά απόδοσης μεταξύ των ομολόγων χωρών της περιφέρειας της Ευρωζώνης και των αντίστοιχων γερμανικών αυξήθηκε περαιτέρω.

Στην Ηλεκτρονική Δευτερογενή Αγορά Τίτλων (ΗΔΑΤ), οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών τίτλων αυξήθηκαν σημαντικά, ιδιαίτερα στο βραχυπρόθεσμο και μεσοπρόθεσμο τμήμα της καμπύλης αποδόσεων. Η μεγαλύτερη άνοδος κατά 66 μονάδες βάσης σημειώθηκε στην απόδοση του 3ετούς ομολόγου αναφοράς σε 2,94% στα τέλη Νοεμβρίου ακολουθούμενη από την απόδοση του 5ετούς ομολόγου αναφοράς που αυξήθηκε κατά 56 μονάδες βάσης σε 3,98% και του 7ετούς κατά 52 μονάδες βάσης σε 4,38%. Στο μακροπρόθεσμο τμήμα της καμπύλης, η απόδοση του 30ετούς ομολόγου αυξήθηκε κατά 36 μονάδες βάσης σε 5,83% και του 10ετούς κατά 38 μονάδες βάσης σε 5,04%.

Η απόδοση του καινούριου 15ετούς ομολόγου αναφοράς (λήξεως 20/3/2026) που διαπραγματεύτηκε στην ΗΔΑΤ στις 5 Νοεμβρίου, αυξήθηκε σε 5,74% στα τέλη του μήνα από 5,44% την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης. Η κλίση της καμπύλης των αποδόσεων μειώθηκε στα τέλη του μήνα, καθώς η διαφορά απόδοσης μεταξύ του 30ετούς και του 3ετούς τίτλου αναφοράς μειώθηκε σε 288 από 319 μονάδες βάσης στα τέλη Οκτωβρίου. Επιπλέον, η μέση μηνιαία διαφορά απόδοσης μεταξύ του ελληνικού 10ετούς ομολόγου αναφοράς και του αντίστοιχου γερμανικού αυξήθηκε περαιτέρω σε 156 από 133 μονάδες βάσης τον Οκτώβριο.

Όσον αφορά τις τιμές των τίτλων αναφοράς, η τιμή του 3ετούς ομολόγου μειώθηκε στα τέλη Νοεμβρίου σε 102,96 από 104,61 στα τέλη Οκτωβρίου, η τιμή του 10ετούς ομολόγου σε 107,06 από 110,19 και του 30ετούς ομολόγου σε 82,59 από 87,13 αντίστοιχα.

<sup>32</sup> Εφημερίδα Naftemporiki, Δευτέρα, 7 Δεκεμβρίου 2009 5:48:00 μμ Τράπεζα της Ελλάδος: Εξελίξεις στην αγορά ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου - Νοέμβριος 2009

Η αξία των συναλλαγών στην ΗΔΑΤ το Νοέμβριο διαμορφώθηκε σε 50,21 δισ. ευρώ από 55,42 δισ. ευρώ τον Οκτώβριο και 7,64 δισ. ευρώ το Νοέμβριο του 2008. Η μέση ημερήσια αξία συναλλαγών διαμορφώθηκε σε 2,39 δισ. ευρώ από 2,64 δισ. ευρώ τον προηγούμενο μήνα. Το ενδιαφέρον των επενδυτών επικεντρώθηκε σε τίτλους με εναπομένουσα διάρκεια μεταξύ 7 και 10 ετών οι οποίοι απορρόφησαν 38,5 δισ. ευρώ, δηλαδή το 77% της συνολικής αξίας των συναλλαγών.

Το μεγαλύτερο ποσοστό συναλλαγών συγκέντρωσαν το 10ετές και στη συνέχεια το 5ετές ομόλογο αναφοράς καταγράφοντας συναλλαγές αξίας 36,1 δισ. ευρώ και 2,4 δισ. ευρώ αντίστοιχα. Τέλος, από τις 9.441 εντολές που εκτελέστηκαν στην ΗΔΑΤ το 49,9% αφορούσε σε εντολές αγοράς και το 50,1% σε εντολές πώλησης.

### **3.6 Ομολογία: Περαιτέρω διερεύνηση του Spread**

Στην αγορά κρατικών ομολόγων έχει επεκταθεί για τα καλά η διεθνής χρηματοοικονομική κρίση με θύμα της και τους ελληνικούς τίτλους, όπως άλλωστε και τους ιταλικούς, τους πορτογαλικούς, ακόμη και τους ισπανικούς, παρόλο που έχουν την ίδια πιστοληπτική βαθμολογία με τους γερμανικούς. Κανένα κομμάτι των χρηματοοικονομικών αγορών δεν μπορεί πλέον να θεωρείται άτρωτο.

Δύο μεγέθη δείχνουν τη σοβαρότητα της κατάστασης στα κρατικά ομόλογα. Το πρώτο είναι το spread (διαφορά αποδόσεων) των ομολόγων των διαφόρων κρατών της Ζώνης του Ευρώ έναντι των γερμανικών, που θεωρούνται ως βάση αναφοράς, και το δεύτερο είναι το spread των τιμών bid-offer που βάζουν οι τράπεζες (δηλαδή η διαφορά των τιμών όπου είναι διατεθειμένες να αγοράσουν και να πουλήσουν).

Τα spread των ελληνικών έναντι των γερμανικών κρατικών ομολόγων κινούνται τις τελευταίες εβδομάδες σε επίπεδα που είχαμε να δούμε από το 1999–2000, πριν από την ένταξη της χώρας στο ευρώ. Τα spread εκφράζουν πόσο πιο ακριβά δανείζεται, π.χ., η Ελλάδα έναντι της Γερμανίας. Την Παρασκευή 14 Μαρτίου και τη Δευτέρα 17 Μαρτίου το spread στους δεκαετείς τίτλους ήταν στις

74 μονάδες βάσης (0,74 εκατοστιαίες μονάδες), εξαιτίας των ανησυχιών από τα προβλήματα της αμερικανικής τράπεζας Bear Sterns που οδήγησαν στο ξεπούλημά της στην J.P. Morgan, ενώ πριν από τρεις εβδομάδες είχαν φτάσει στις 77 μονάδες βάσης. Όμως, χάρη στις κινήσεις της Federal Reserve περιορίστηκε στις 60 μονάδες βάσης στο τέλος της εβδομάδας. Μόλις τον Ιανουάριο ήταν στις 23 μονάδες βάσης, εποχή που το ελληνικό Δημόσιο έκανε τρεις ομολογιακές εκδόσεις συνολικού ύψους πάνω από δέκα δισ. ευρώ, δηλαδή δανείστηκε αρκετά φτηνότερα από όσο θα μπορούσε τώρα.

Σύμφωνα με τον Κωστή Παπαδημητρίου (άρθρο με τίτλο - Πίσω στο 2000 το spread ομολόγων και ο δανεισμός) από τις 255 μονάδες βάσης υποχωρεί στις 240 μονάδες το spread στα ομόλογα, απόρροια αφενός της προσωρινής ανάσχεσης των κερδοσκοπικών πιέσεων, αφετέρου της εκδήλωσης μικρού αγοραστικού ενδιαφέροντος.

Σύμφωνα με πληροφορίες το fund Brevan Howard, το μεγαλύτερο hedge fund της Ευρώπης και βρίσκεται στην κορυφή της λίστας με τις υψηλότερες αποδόσεις, εδώ και λίγες εβδομάδες είχε πάρει σημαντική θέση στα CDS της Ελλάδας πιέζοντας τα έτσι ώστε να αποσταθεροποιήσει την αγορά με προφανή στόχο να ανοίξουν τα spreads. Η συνολική θέση του εκτιμάται μεταξύ 600-800 εκατ ευρώ.

Ο στόχος επιτεύχθηκε και τα spreads έφθασαν έως τις 255 μονάδες βάσης. Σήμερα πάντως πουλούσαν και funds τα οποία μετά την υποβάθμιση υποχρεώνονται να πωλήσουν καθώς πρέπει να διακρατούν συγκεκριμένα ομόλογα. Το spread εκτοξεύθηκε έως τις 255 μονάδες βάσης λόγω των νέων πωλήσεων από ξένους επενδυτές οι οποίοι εκμεταλλεύονται την απουσία αγοραστών, το κλίμα πανικού που έχει επικρατήσει και με μικρούς όγκους συναλλαγών που πιέζουν ασφυκτικά το spread.

Είναι ενδεικτικό ότι οι περισσότεροι βασικοί διαπραγματευτές αγοράς απέχουν από την πλατφόρμα της ΗΔΑΤ φοβούμενοι ότι αν θα θέσουν τιμές θα φορτωθούν ομόλογα τα οποία θα πρέπει να πουλήσουν εκ νέου σε ακόμη χαμηλότερες τιμές.



Στην αγορά, τιμές είχαν θέσει μόνο η Εθνική και η Eurobank. Πωλητές ομολόγων εμφανίζονται η Goldman Sachs και η J P Morgan. Τα επίπεδα των 250 -260 μονάδων βάσης αποτελεί, ψυχολογικό και τεχνικό σημείο. Ταυτόχρονα τα CDS της Ελλάδος διαπραγματεύονται υψηλότερα από άλλες χώρες που βρίσκονται εκτός της ζώνης του ευρώ. Τα Credit Default Swaps, το ασφάλιστρο έναντι ρίσκου χώρας στην Ελλάδα στην 10ετία διαπραγματεύεται περίξ των 229 μονάδων βάσης.

Το ασφάλιστρο έναντι ρίσκου χώρας σημαίνει ότι όταν ένας επενδυτής αγοράζει 10 εκατ ομόλογα θα πληρώσει στην Ελλάδα ένα ασφάλιστρο για το ρίσκο της χώρας 226 χιλιάδων ευρώ. Τα CDS της Ελλάδος βρίσκονται υψηλότερα της Τουρκίας που βρίσκεται στις 215 μονάδες βάσης ακόμη και της Ουγγαρίας που διαπραγματεύονται στις 220 μονάδες βάσης. Το spread στην Τουρκία διαπραγματεύεται στις 190 μονάδες βάσης. Τα CDS της Πολωνίας βρίσκονται στις 120 μονάδες βάσης και της Πορτογαλίας χώρας εισηγμένης στην ζώνη του ευρώ στις 80 μονάδες βάσης.

Εδώ λοιπόν τίθεται ένα θέμα αποτίμησης. Η Ελλάδα μπορεί να αποτιμάται χειρότερα από την Τουρκία ή την Ουγγαρία όταν εμφανίζει υψηλότερη πιστοληπτική διαβάθμιση και είναι και στην ζώνη του ευρώ. Προφανώς και οι επενδυτές θα αξιολογήσουν αυτή την στρέβλωση. Ωστόσο η Ελλάδα βρίσκεται εν μέσω μιας δίνης και η οποία θα συνεχίσει να επηρεάζει για κάποιο διάστημα ακόμη την κρίση των διεθνών επενδυτών για την Ελλάδα.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΤΑΡΤΟ

### ΕΡΕΥΝΑ – ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

---

*Μην εκτιμάς το χρήμα ούτε περισσότερο ούτε λιγότερο απ' ό,τι του αξίζει. Είναι πολύ καλός υπηρέτης, αλλά πολύ κακός αφέντης.*  
*Αλέξανδρος Ζουμάς, 1802-1870, Γάλλος συγγραφέας*

**ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΤΑΡΤΟ****ΕΡΕΥΝΑ – ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ****4.1 Έρευνα – Αξιολόγηση των μετοχών Α/Κ <sup>33</sup>**

**Σ**ύμφωνα με πρόσφατα στοιχεία τη Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών στην Ελλάδα, ο θεσμός των συλλογικών επενδύσεων παρουσιάζει σημαντική ανάπτυξη, με αποτέλεσμα να υπάρχουν σήμερα στην Ελλάδα 27 ΑΕΔΑΚ που διαχειρίζονται 266 Α/Κ με ύψος ενεργητικών 23,86 δισ. € (στοιχεία 29/03/2002).

Τα στοιχεία αυτά καταδεικνύουν ότι το μεγάλο πλήθος των Α/Κ που είναι διαθέσιμα στην ελληνική αγορά καθιστά ιδιαίτερα περίπλοκη την αξιολόγηση τους, καθώς υπάρχει έλλειψη συστημάτων αξιολόγησης των επιδόσεων των Α/Κ.

Στη βάση των παραπάνω διαπιστώσεων, και σε ένα παγκόσμιο περιβάλλον που συνεχώς μεταβάλλεται, οι επενδυτικές επιλογές γίνονται όλο και πιο δύσκολες. Μέσα στα πλαίσια έντονων διακυμάνσεων και αλλαγών ο επενδυτής πρέπει να είναι ιδιαίτερα προσεκτικός και θα πρέπει να επιλέγει μεταξύ των επιμέρους επενδυτικών επιλογών που διαθέτει με βάση τους επενδυτικούς στόχους που αυτός θέτει και τον κίνδυνο που είναι διατεθειμένος να αναλάβει βάσει της απόδοσης που προσδοκεί.

Στόχος της παρούσας έρευνας είναι η αξιολόγηση των μετοχικών Α/Κ εσωτερικού που λειτουργούσαν καθ' όλη την διάρκεια της περιόδου 1/1/1999 - 31/12/2001. Η έρευνα αυτή βασίστηκε σε ένα δείγμα ημερήσιων στοιχείων 33 μετοχικών Α/Κ (Πηγή: Alpha Trust ΑΕΔΑΚ ). Για την αξιολόγηση της απόδοσης των υπό εξέταση Α/Κ ελήφθησαν υπόψη και οι αποδόσεις του Γενικού Δείκτη (πηγή: Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών) και του χαρτοφυλακίου χωρίς κίνδυνο (έντοκο γραμμάτιο Ελληνικού δημοσίου, Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος). Στη

<sup>33</sup> Η έρευνα παρουσιάστηκε στο βιβλίο των Ζοπουνίδης Κ., Δούμπος Μ. & Κοσμίδου Κ, (2004), «Τεχνοοικονομικές Αποφάσεις με πολλαπλά κριτήρια», Εκδόσεις Κλειδάριθμος και διενεργήθηκε από τους Ζοπουνίδη Κωνσταντίνο και Πενταράκη Κωνσταντίνα.

συνέχεια παρουσιάζονται 8 κριτήρια αξιολόγησης των Α/Κ τα οποία λαμβάνουν υπόψη τους τις έννοιες της απόδοσης και του κινδύνου.

Τα κριτήρια που χρησιμοποιήθηκαν για την αξιολόγηση των Α/Κ είναι η απόδοση των Α/Κ, οι κλασικοί δείκτες των Sharpe, Treynor και Jensen το κριτήριο του Modigliani και τέλος τρία πολύ γνωστά μέτρα κινδύνου, ο συστηματικός κίνδυνος (συντελεστής), η τυπική απόκλιση ( $\sigma$ ) και ο συντελεστής μεταβλητότητας. Οι τιμές των κριτηρίων αυτών έχουν αναχθεί στην περίοδο των τριών υπό εξέταση ετών.

Η απόδοση των Α/Κ είναι εκφρασμένη σε ποσοστιαίες μονάδες και ορίζεται ως η διαφορά μεταξύ της καθαρής τιμής μεριδίου την περίοδο  $t$  ενός Α/Κ (συμπεριλαμβάνονται και τα μερίσματα που τυχόν διανεμήθηκαν) και της καθαρής τιμής μεριδίου την περίοδο  $t-1$  διαιρούμενης με την καθαρή τιμή μεριδίου την περίοδο  $t-1$ .

Ο δείκτης του Treynor (1965) εκφράζει την υπερβάλλουσα απόδοση του Α/Κ η οποία προκύπτει από τη διαφορά μεταξύ της πραγματοποιηθείσας απόδοσης και του επιτοκίου χωρίς κίνδυνο, δια της μεταβλητικότητας των αποδόσεων του Α/Κ, λαμβάνοντας υπόψη το συστηματικό κίνδυνο. Ο Sharpe (1966) πρότεινε και αυτός ένα μέτρο απόδοσης ανά μονάδα κινδύνου Α/Κ για τις περιπτώσεις εκείνες όπου ο δείκτης του Treynor δεν αναμενόταν να έχει ικανοποιητική ικανότητα πρόβλεψης. Οι δύο δείκτες των Treynor και Sharpe έχουν παρόμοια χαρακτηριστικά. Με τη διαφορά ότι ο Sharpe αντικατέστησε τη μέτρηση του συστηματικού κινδύνου  $\beta$  με το συνολικό κίνδυνο (τυπική απόκλιση) ενός χαρτοφυλακίου. Η αξιολόγηση των Α/Κ με τη βοήθεια αυτών των δεικτών μας δείχνουν ότι Α/Κ που παρέχουν μεγαλύτερη απόδοση ανά μονάδα κινδύνου κρίνονται ως αυτά με την καλύτερη διαχείριση, ενώ Α/Κ που παρέχουν τη χαμηλότερη απόδοση ανά μονάδα κινδύνου κρίνονται ως αυτά με τη χειρότερη διαχείριση.

Ο δείκτης του Jensen (1968) αναφέρεται στον υπολογισμό της απόδοσης ενός αμοιβαίου κεφαλαίου ο οποίος πραγματοποιείται με βάση το συστηματικό κίνδυνο τον οποίο εμπεριέχει. Σύμφωνα με τις εμπειρικές μελέτες της διεθνούς

βιβλιογραφίας η απόδοση αυτή ονομάζεται "φυσιολογική απόδοση". Η χρησιμότητα της προσέγγισης αυτής έγκειται στην ικανότητα προσδιορισμού ενός αξιόπιστου κεφαλαίου. Για την αξιολόγηση της επίδοσης των Α/Κ μέσω του δείκτη Jensen, πραγματοποιείται η εκτίμηση μιας απλής γραμμικής παλινδρόμησης όπου η εξαρτημένη μεταβλητή είναι η υπερβάλλουσα απόδοση του Α/Κ και η ανεξάρτητη είναι η υπερβάλλουσα απόδοση του Γενικού Δείκτη. Το πρόσημο του δείκτη αυτού (η σταθερά της παλινδρόμησης) υποδηλώνει την επιτυχημένη (θετικό) ή αποτυχημένη (αρνητικό) διαχείριση που ασκείται στο Α/Κ. Το στοιχείο όμως το οποίο πιστοποιεί ή όχι την επιτυχία ή αποτυχία των διαχειριστών είναι η στατιστική σημαντικότητα που ο δείκτης αυτός παρουσιάζει.

Οι F. Modigliani και L. Modigliani (1997) πρότειναν ένα εναλλακτικό μέτρο απόδοσης προσαρμοσμένο στον κίνδυνο (κριτήριο Modigliani ) εύκολα κατανοητό σε ένα μέσο επενδυτή. Εκφράζεται με το γινόμενο του κλάσματος της μέσης υπερβάλλουσας απόδοσης του Α/Κ προς την τυπική απόκλιση της, με την τυπική απόκλιση της υπερβάλλουσας απόδοσης του Γενικού Δείκτη. Ένα Α/Κ με τις υψηλότερες τιμές στο κριτήριο Modigliani παρουσιάζει τη μεγαλύτερη απόδοση ανά μονάδα κινδύνου.

Ο συντελεστής  $\beta$  για ένα Α/Κ εκφράζει τη διακύμανση της αξίας του σε σχέση με το Γενικό Δείκτη και μετράει τη σχετική αστάθεια του Α/Κ. Τα Α/Κ με συντελεστή  $\beta$  μεγαλύτερο από τη μονάδα θεωρούνται επιθετικά (αποφέρουν μεγαλύτερες αποδόσεις και σημαντικά κέρδη σε μια ανοδική αγορά, αλλά υφίστανται και μεγαλύτερες απώλειες σε μια πτωτική αγορά). Το αντίθετο συμβαίνει με τα Α/Κ που έχουν μικρότερο από τη μονάδα και θεωρούνται αμυντικά.

Ένα άλλο γνωστό μέτρο κινδύνου είναι η τυπική απόκλιση (συνολικός κίνδυνος) η οποία χρησιμοποιείται για να βρεθεί το πόσο μεταβλητή είναι μια επένδυση σε απόλυτους όρους. Για ένα Α/Κ το μέτρο αυτό εκφράζει την απόκλιση όλων των δυνατών αποδόσεων από τη μέση απόδοση που παρουσιάζει το Α/Κ. Όσο μεγαλύτερες είναι οι τιμές του μέτρου αυτού τόσο μεγαλύτερος είναι ο κίνδυνος που παρουσιάζει το συγκεκριμένο Α/Κ. Κλείνοντας με τα μέτρα κινδύνου αναφέρουμε το συντελεστή μεταβλητότητας όπου μετρά τον κίνδυνο ανά μονάδα

απόδοσης. Ο συντελεστής μεταβλητότητας μπορεί να πάρει θετικές ή αρνητικές τιμές, μικρότερες ή μεγαλύτερες της μονάδας και χρησιμοποιείται για τη σύγκριση του κινδύνου A/K μεταξύ τους.

Οι πίνακες 1 και 2 που παρατίθενται παρακάτω παρουσιάζουν την κατάταξη των A/K ανά κριτήριο την περίοδο 1999-2001. Σε κάθε στήλη τους παρουσιάζονται οι τιμές των κριτηρίων και οι παράπλευροι μέσα σε παρένθεση αριθμοί αναγράφουν τη σειρά κατάταξης των A/K βάσει τα αντίστοιχα κριτήρια. Η κατάταξη των A/K βάσει των κριτηρίων αποδοτικότητας παρατίθεται κατά φθίνουσα σειρά (από το καλύτερο στο χειρότερο), ενώ βάσει των κριτηρίων επικινδυνότητας κατά αύξουσα σειρά (από το λιγότερο επικίνδυνο στο περισσότερο επικίνδυνο).

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας αυτής, 22 από τα 33 υπό εξέταση A/K παρουσίασαν θετική απόδοση τη διάρκεια των τριών ετών (1999-2001), κυρίως λόγω της ανοδικής πορείας του Γενικού Δείκτη το έτος 1999 (102,19%). Η απόδοση των A/K την περίοδο 1999-2001 κυμάνθηκε μεταξύ 64,80% (Alpha Trust Υποδομής Μετοχών Εσωτερικού) και -29,49% (International Αναπτυξιακό Εσωτ.). Οι δείκτες των Sharpe, Modigliani και Treynor παρουσίασαν αρνητικό πρόσημο για όλα τα A/K σε όλη την περίοδο. Αναφορικά με τα A/K με στατιστικά σημαντικό συντελεστή  $\alpha$ , ο δείκτης του, Jensen παρουσίασε θετικό πρόσημο για ένα A/K, το Sogen Invest Μετοχικό Εσωτερικού. Ο κίνδυνος των A/K (συντελεστής  $\beta$ ) παρουσίασε τιμές κοντά στη μονάδα για όλα σχεδόν τα A/K, ενώ μόνο ένα A/K έχει συντελεστή  $\beta$  μεγαλύτερο της μονάδας (Alpha Trust Αναπτυξιακό Μετ. Εσ.) Τα αποτελέσματα των κατατάξεων αυτών συμβάλλουν στον εντοπισμό των A/K τα οποία παρουσίασαν τη μεγαλύτερη αποδοτικότητα και το μικρότερο κίνδυνο την περίοδο 1999-2001. Περαιτέρω έρευνα για την αξιολόγηση των A/K θα πραγματοποιηθεί, λαμβάνοντας υπόψη περισσότερα κριτήρια για την ανάπτυξη μιας πιο ολοκληρωμένης κατάταξης των A/K. Η πρακτική εφαρμογή μιας τέτοιας μεθοδολογίας θα δώσει τη δυνατότητα στους επενδυτές/διαχειριστές χαρτοφυλακίων να ελαχιστοποιήσουν την υποκειμενικότητα που εμπεριέχεται στην επενδυτική διαδικασία και να αντιμετωπίσουν τους κινδύνους και την αβεβαιότητα που απορρέουν από το ασταθές οικονομικό περιβάλλον.

Αμοιβαία Κεφάλαια	Απόδοση (1999-2001)	Δείκτης SHARPE	Κριτήριο MODIGLIANI	Δείκτης του TREYNOR	JENSEN alpha*
ALPHA TRUST ΥΠΟΔΟΜΗΣ ΜΕΤΟΧ. ΕΣ.	64,80% (1)	-0,30 (1)	-17,39 (1)	-19,54 (1)	0,0442*
EUROBANK VALUE INDEX ΜΕΤ.ΕΣ.	40,04% (2)	-0,76 (4)	-43,49 (4)	-47,64 (5)	-0,02 (3)
ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ.ΜΕΤΟΧ.ΕΣ.	35,92% (3)	-0,68 (2)	-38,13 (2)	-44,15 (2)	0,0162*
HSBC ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	34,24% (4)	-0,78 (5)	-44,95 (5)	-47,37 (4)	0,0250*
SOGEN INVEST ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	26,26% (5)	-0,85 (6)	-48,91 (3)	-53,17 (6)	0,11 (1)
ΤΕΛΕΣΙΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	24,90% (6)	-1,05 (12)	-60,46 (12)	-63,98 (12)	-0,0186*
ALPHA ΕΥΡΩΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.	23,60% (7)	-0,89 (8)	-51,39 (8)	-54,00 (7)	0,0050*
ALPHA TRUST ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤ.ΕΣ.	22,12% (8)	-0,72 (3)	-41,19 (3)	-44,54 (3)	0,0274*
ALPHA ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣ.	21,80% (9)	-1,12 (14)	-64,50 (14)	-65,73 (13)	-0,03 (7)
ALPHA ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	21,54% (10)	-0,99 (10)	-56,66 (10)	-59,58 (10)	0,0010*
ΛΑΙΚΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.	21,43% (11)	-0,89 (7)	-51,08 (7)	-56,98 (8)	-0,04 (9)
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	18,71% (12)	-0,99 (11)	-56,73 (12)	-57,11 (9)	-0,0148*
ΕΓΝΑΤΙΑ-ΟΛΥΜΠΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞ.ΜΕΤΟΧ.ΕΣ.	17,14% (13)	-0,98 (9)	-56,55 (9)	-60,70 (11)	-0,0233*
ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞ.(ΜΕΤ.ΕΣΩΤ.)	8,64% (14)	-1,13 (15)	-65,19 (15)	-67,87 (15)	-0,0135*
ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	7,91% (15)	-1,19 (19)	-68,38 (19)	-69,18 (18)	0,0039*
ΜΕΤΡΟΛΙΦΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤ.ΕΣΩΤ.	7,77% (16)	-1,15 (16)	-65,82 (16)	-68,63 (14)	-0,0161*
INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧ.ΕΣΩΤ.	7,37% (17)	-1,23 (21)	-72,61 (21)	-74,14 (20)	-0,0095*
ALLIANZ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	6,78% (18)	-1,11 (13)	-64,07 (13)	-68,24 (16)	-0,0018*
NAT.NEDERLANDEN ΑΝΑΠΤ.ΜΕΤΟΧ.ΕΣΩΤ.	3,86% (19)	-1,17 (17)	-67,27 (17)	-68,87 (17)	-0,02 (4)
INTERAMERICAN ΑΝΑΠΤ.ΕΤΑΙΡΙΩΝ	3,31% (20)	-1,17 (18)	-67,50 (18)	-72,04 (19)	-0,0088*
ΔΗΛΟΣ ΥΠΟΔΟΜΗΣ & ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ ΜΕΤ. ΕΣ.	2,35% (21)	-1,31 (23)	-75,35 (23)	-78,41 (23)	-0,0192*
HSBC ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤ. FTSE/ASE-20	0,96% (22)	-1,64 (30)	-94,38 (30)	-95,84 (30)	-0,02 (2)
ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS	-1,40% (23)	-1,34 (24)	-76,99 (24)	-78,82 (24)	-0,03 (6)
ΕΤΒΑ Π&Κ CAPITAL ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.	-1,97% (24)	-1,23 (20)	-70,55 (20)	-75,00 (22)	-0,0285*
ALPHA ATHENS INDEX FUND ΜΕΤ.ΕΣ.	-2,48% (25)	-1,29 (22)	-74,02 (22)	-74,38 (21)	0,0037*
SIGMA ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤ. FTSE/ASE - 20	-5,03% (26)	-1,47 (27)	-84,73 (27)	-83,60 (26)	-0,02 (5)
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-6,22% (27)	-1,36 (26)	-78,09 (26)	-83,17 (25)	-0,04 (10)
ABN AMRO ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-6,70% (28)	-1,34 (25)	-77,13 (25)	-85,00 (27)	-0,050 (13)
ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.	-14,05% (29)	-1,56 (28)	-89,79 (28)	-95,45 (29)	-0,0294*
ALICO-EUROBANK ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.	-15,10% (30)	-1,57 (29)	-90,08 (29)	-94,23 (28)	-0,0298 (8)
ΑΣΠΙΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-18,95% (31)	-2,05 (33)	-118,58 (33)	-129,45 (33)	-0,05 (12)
ΓΕΝΙΚΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-21,21% (32)	-1,89 (32)	-97,20 (32)	-99,79 (31)	-0,05 (11)
INTERNATIONAL ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΕΣΩΤ.	-29,49% (33)	-1,59 (31)	-97,17 (31)	-110,10 (32)	-0,07 (14)



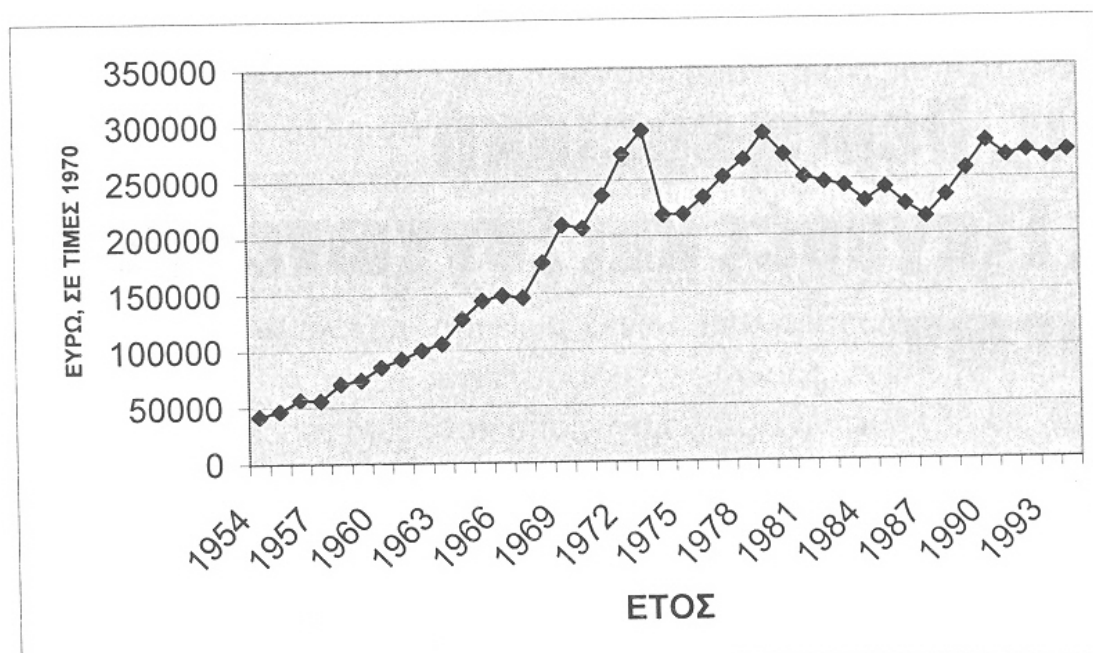
Αμοιβαία Κεφάλαια	Συστηματικός κίνδυνος β	Τυπική Απόκλιση σ	Συντελεστής μεταβλητότητας
ΑΣΠΙΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,74 (1)	46,41 (2)	-4,54 (4)
HSBC ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤ. FTSE/ASE-20	0,77 (2)	45,23 (1)	4,05 (28)
ΤΕΛΕΣΙΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,80 (3)	48,76 (4)	1,43 (10)
EUROBANK VALUE INDEX ΜΕΤ. ΕΣ.	0,81 (4)	51,09 (5)	1,09 (7)
ALPHA ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣ.	0,82 (5)	48,20 (3)	1,54 (13)
ALPHA ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,87 (6)	52,75 (8)	1,58 (14)
ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. ΜΕΤΟΧ. ΕΣ.	0,87 (7)	56,70 (28)	1,21 (8)
INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧ. ΕΣΩΤ.	0,88 (8)	51,50 (6)	2,53 (23)
ΛΑΙΚΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.	0,88 (9)	56,40 (25)	1,60 (16)
HSBC ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	0,88 (10)	53,34 (10)	1,22 (9)
ΔΗΛΟΣ ΥΠΟΔΟΜΗΣ & ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ ΜΕΤ. ΕΣ.	0,88 (11)	52,78 (9)	3,25 (26)
SOGEN INVEST ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,88 (12)	55,16 (18)	1,43 (11)
ΕΓΝΑΤΙΑ-ΟΛΥΜΠΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞ. ΜΕΤΟΧ. ΕΣ.	0,89 (13)	55,24 (20)	1,78 (18)
ABN AMRO ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	0,90 (14)	56,81 (29)	6,17 (32)
ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.	0,90 (15)	54,80 (15)	-338,79 (1)
ALPHA ΕΥΡΩΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.	0,91 (16)	54,94 (17)	1,51 (12)
ALPHA TRUST ΥΠΟΔΟΜΗΣ ΜΕΤΟΧ. ΕΣ.	0,91 (17)	59,11 (31)	0,88 (6)
ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞ. (ΜΕΤ. ΕΣΩΤ.)	0,91 (18)	54,78 (14)	2,35 (19)
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,91 (19)	56,06 (22)	6,04 (31)
ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS	0,92 (20)	53,97 (12)	4,10 (29)
ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,92 (21)	53,42 (11)	2,44 (21)
ALICO-EUROBANK ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,92 (22)	55,24 (19)	-49,61 (2)
INTERAMERICAN ΑΝΑΠΤ. ΕΤΑΙΡΙΩΝ	0,92 (23)	56,41 (26)	2,94 (25)
SIGMA ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ FTSE/ASE - 20	0,92 (24)	52,22 (7)	6,19 (33)
ALLIANZ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,92 (25)	56,46 (27)	2,51 (22)
INTERNATIONAL ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΕΣΩΤ.	0,93 (26)	60,41 (32)	-3,63 (5)
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	0,94 (27)	54,25 (13)	1,70 (17)
ΓΕΝΙΚΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,94 (28)	55,53 (21)	-6,60 (3)
ΕΤΒΑ Π&Κ CAPITAL ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.	0,94 (29)	57,66 (30)	3,94 (27)
METROLIFE ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤ. ΕΣΩΤ.	0,94 (30)	54,85 (16)	2,44 (20)
NAT. NEDERLANDEN ΑΝΑΠΤ. ΜΕΤΟΧ. ΕΣΩΤ.	0,96 (31)	56,36 (24)	2,90 (24)
ALPHA ATHENS INDEX FUND ΜΕΤ. ΕΣ.	0,97 (32)	56,09 (23)	4,25 (30)
ALPHA TRUST ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤ. ΕΣ.	1,02 (33)	63,30 (33)	1,58 (15)



#### 4.2 Έρευνα – Η πορεία των Επενδύσεων στην Ελληνική Οικονομία<sup>34</sup>

Η εισροή νέων επιχειρηματικών κεφαλαίων δρα πολλαπλασιαστικά για το σύνολο της οικονομίας και ωθεί σε εξυγίανση του επιχειρηματικού τομέα μέσα από το συνεχή ανταγωνισμό. Αποτελεί, ωστόσο αναμφισβήτητο γεγονός ότι οι ξένες επενδύσεις στην χώρα μας όχι μόνο παρουσιάζουν αρκετά χαμηλό ρυθμό ανάπτυξης, αλλά τα τελευταία χρόνια αποσύρονται από τη χώρα μας. Το γεγονός αυτό αποτελεί μια απόδειξη του απρόσφορου επενδυτικού περιβάλλοντος για την πραγματοποίηση νέων επιχειρηματικών επενδύσεων σε νέους τομείς οικονομικής δραστηριότητας και τη συγκέντρωση κυρίως σε παραδοσιακούς τομείς.

Στο Σχήμα 1 παρουσιάζεται η εξέλιξη των συνολικών επενδύσεων στην Ελλάδα για την περίοδο 1954-1994.



Σχήμα 1: Εξέλιξη των συνολικών επενδύσεων, Πηγή. Ε.Σ.Υ.Ε

Σύμφωνα με τα στοιχεία της Ε.Σ.Υ.Ε. οι συνολικές επενδύσεις αυξήθηκαν 6.5 φορές στην Ελλάδα κατά τη διάρκεια της 40ετίας 1954-1994 (οι ιδιωτικές

<sup>34</sup> Η έρευνα παρουσιάστηκε στο βιβλίο των Ζοπουνίδης Κ., Δούμπος Μ. & Κοσμίδου Κ, (2004), «Τεχνοοικονομικές Αποφάσεις με πολλαπλά κριτήρια», Εκδόσεις Κλειδάριθμος και διενεργήθηκε από τους Ζοπουνίδη Κωνσταντίνο και Γάγαλης Χρυσοβαλάντης.

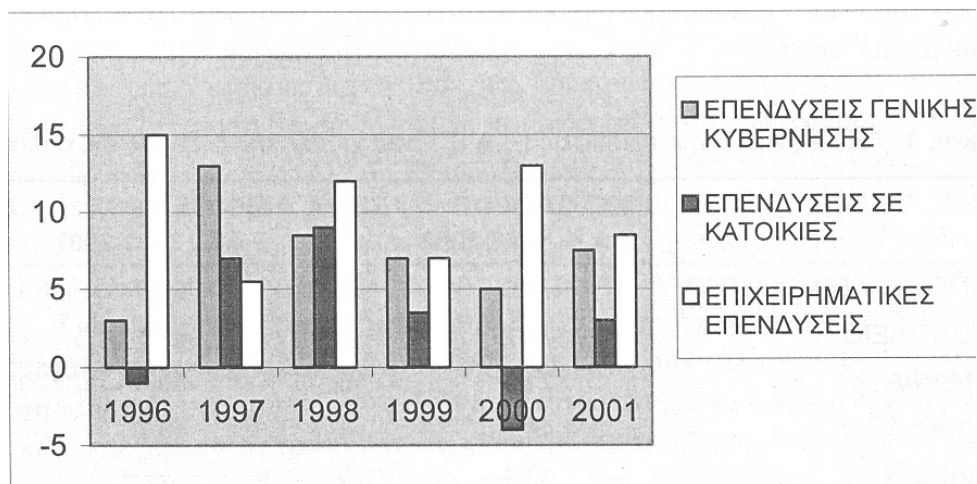
επενδύσεις 6.2 φορές ενώ, οι επενδύσεις σε κατοικίες 2.7 φορές). Από το Σχήμα 1 παρατηρείται ωστόσο, ότι οι ρυθμοί αύξησης τους δεν ήταν κάθε άλλο παρά ομοιόμορφα κατανεμημένοι μέσα στο χρόνο.

Από το 1974 και μετά οι επενδύσεις εισέρχονται σε πορεία αυξομειώσεων, ενώ εάν εξομαλυνθούν οι διακυμάνσεις προκύπτει μια εικόνα μακροχρόνιας στασιμότητας των επενδύσεων γύρω από τα επίπεδα των αρχών της δεκαετίας του 1970. Για την περίοδο 1979-1985 παρουσιάζεται μια μεγάλη πτώση των Ελληνικών επ

ενδύσεων που οφείλεται κυρίως σε ενδογενείς λόγους και λιγότερο σε κρίσεις εισαγόμενες από το εξωτερικό.

Για την περίοδο 1996 έως 2001 παρατηρείται στο Σχήμα 2 ότι όσο αφορά τις ακαθάριστες επενδύσεις παγίου κεφαλαίου στην Ελλάδα, παρουσίασαν κάποιες έντονες αυξομειώσεις την περίοδο 1996-1999 με τάσεις εξομάλυνσης την περίοδο 1999-2001. Η συνολική επενδυτική ζήτηση εκτιμάται ότι αυξήθηκε την περίοδο αυτή κυρίως λόγω των νέων επενδύσεων στον κατασκευαστικό κλάδο.

Ειδικότερα, οι ιδιωτικές επιχειρηματικές επενδύσεις επηρεάζονται όπως είναι ευνόητο από το ευρύτερο εγχώριο και διεθνές οικονομικό περιβάλλον. Η σχετική αυξημένη αβεβαιότητα σχετικά με την πορεία της παγκόσμιας οικονομίας, καθώς και η μειωμένη κερδοφορία αρκετών κλάδων τα τελευταία χρόνια αποτέλεσε για πολλούς τομείς ανασταλτικό παράγοντα νέων επιχειρηματικών πρωτοβουλιών. Από την άλλη πλευρά, θετικά συνέβαλαν στο κλίμα επιχειρηματικής εμπιστοσύνης τα βήματα προόδου στον τομέα των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Οι σημαντικότερες διαρθρωτικές αλλαγές σημειώθηκαν στην απελευθέρωση της αγοράς σταθερής τηλεφωνίας, το άνοιγμα της αγοράς ηλεκτρισμού και την πραγματοποίηση ορισμένων ιδιωτικοποιήσεων (παρά τις όποιες καθυστερήσεις που σημειώθηκαν κυρίως λόγω του απρόσφορου κλίματος στο ελληνικό αλλά και στα ξένα χρηματιστήρια), καθώς και στην κινητικότητα στο πεδίο των εξαγορών και συγχωνεύσεων επιχειρήσεων, που οδήγησε και σε εισροή ξένων άμεσων επενδύσεων, το επίπεδο των οποίων όμως παραμένει πολύ χαμηλό.



Σχήμα 2: Ακαθάριστες επενδύσεις παγίου κεφαλαίου

Επίσης, την περίοδο 1996-2001 σημειώθηκε μια άνοδος των επενδύσεων σε κατοικίες. Το γεγονός αυτό οφείλεται αφενός στη μείωση των επιτοκίων των στεγαστικών δανείων και την ταχεία επέκταση της στεγαστικής πίστης και αφετέρου στην άνοδο των τιμών των κατοικιών που επηρέασε θετικά την προσφορά. Βέβαια, το θέμα της κατοικίας αποτελεί μια συντηρητική εύκολη διέξοδο για κάθε μικρομεσαίο αποταμιευτή που θέλει να επενδύσει τα χρήματά του σε μια επένδυση χαμηλού επενδυτικού ρίσκου. Το γεγονός αυτό αποτελεί και μια ένδειξη έλλειψης εναλλακτικών επενδυτικών προϊόντων που θα ωθήσουν τον επενδυτή σε νέες μορφές τοποθετήσεων των αποταμιεύσεων του, δεν είναι ωστόσο τυχαίο και το γεγονός ότι η Ελλάδα κατέχει μια από τις πρώτες θέσεις παγκοσμίως στο θέμα κατοικιών ανά πληθυσμό.

Τέλος, οι δημόσιες επενδύσεις σε δημοσιονομική βάση παρουσιάζουν μια ιδιαίτερη βαρύτητα όσο αφορά τις συνολικές ακαθάριστες επενδύσεις παγίου κεφαλαίου, όπως απεικονίζονται στο Σχήμα 2. Στην εξεταζόμενη περίοδο ωστόσο, ήταν σημαντική η αύξηση των καθαρών μεταβιβάσεων από την Ε.Ε. (μετάβαση από το Β' στο Γ' Κοινοτικό Πλαίσιο Στήριξης), στις οποίες περιλαμβάνονται και οι πόροι οι οποίοι εισρέουν από τα Διαρθρωτικά Ταμεία της Κοινότητας και συγχρηματοδοτούν, μαζί με τους εθνικούς δημόσιους πόρους, τη δαπάνη για τις δημόσιες επενδύσεις αλλά και για τις επιχορηγήσεις των ιδιωτικών επενδύσεων.

Όσο αφορά τώρα την προσέλκυση Ξένων Άμεσων Επενδύσεων (Ξ. Α.Ε.), σύμφωνα με την τελευταία έκθεση του Economist Intelligence Unit για τις επενδύσεις στην Ελλάδα την περίοδο 1997-2002 αναφέρει ότι είχε από τις χαμηλότερες επιδόσεις στην προσέλκυση Ξ.Α.Ε. Σύμφωνα με τον Πίνακα 1 η Ελλάδα κατέχει την 18η θέση στο σύνολο των 22 χωρών μελών της Ε.Ε. που περιλαμβάνονται στη συγκεκριμένη έκθεση. Στην ίδια μελέτη παρουσιάζεται και μια πρόβλεψη των επενδύσεων για την περίοδο 2003-2007 όπου η Ελλάδα βρίσκεται στην ίδια θέση (18<sup>η</sup>) στο σύνολο των 22 χωρών μελών της ΕΕ.

	ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ Ξ.Α.Ε. 1998-2002	ΣΕΙΡΑ	ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ Ξ.Α.Ε. 2003-2007	ΣΕΙΡΑ
ΒΕΛΓΙΟ-ΛΟΥΞΕΜΒΟΥΡΓΟ	74.8	1	65.8	1
ΗΝ. ΒΑΣΙΛΕΙΟ	74.2	2	61.1	2
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	71.1	3	49.8	3
ΓΑΛΛΙΑ	44.3	4	40.7	4
ΟΛΛΑΝΔΙΑ	43.4	5	35	5
ΣΟΥΗΔΙΑ	24.8	6	27.3	6
ΙΣΠΑΝΙΑ	21.4	7	18.7	7
ΙΡΛΑΝΔΙΑ	14.6	8	16.2	8
ΔΑΝΙΑ	14.6	9	14.7	9
ΙΤΑΛΙΑ	10.2	10	10.4	10
ΦΙΛΑΝΔΙΑ	6.9	11	7.6	11
ΠΟΛΩΝΙΑ	6.8	12	7	12
ΔΗΜΟΚΡ. ΤΗΣ ΤΣΕΧΙΑΣ	5.6	13	6.3	13
ΑΥΣΤΡΙΑ	4.7	14	5.5	14
ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑ	4.1	15	4.2	15
ΟΥΓΓΑΡΙΑ	3.3	16	3.7	16
ΣΛΟΒΑΚΙΑ	1.7	17	2.	17
<b>ΕΛΛΑΔΑ</b>	<b>1.06</b>	<b>18</b>	<b>1.7</b>	<b>18</b>
ΛΙΘΟΥΑΝΙΑ	0.6	19	0.4	19
ΣΛΟΒΕΝΙΑ	0.6	20	0.3	20
ΕΣΘΟΝΙΑ	0.4	21	0.3	21
ΛΕΤΟΝΙΑ	0.3	22	0.2	22

Πίνακας 1: Ξένες Άμεσες επενδύσεις στις χώρες της ΕΕ

Σε απόλυτα μεγέθη ο μέσος όρος των Ξ. Α.Ε. που θα προσελκύσει η Ελλάδα αναμένεται να αυξηθεί από 1.06 δις \$ που ήταν την πενταετία 1998 - 2002 σε 1.7 δις \$ για την πενταετία 2003-2007. Για την ίδια περίοδο ο μέσος όρος Ξ.

Α.Ε. για την Ευρώπη αναμένεται να μειωθεί από 429.7 δις \$ που ήταν την πενταετία 1998-2002 σε 379 δις \$, Στην ίδια έρευνα αναφέρεται ότι η αύξηση αυτή οφείλεται κυρίως στη βελτίωση του επιχειρηματικού περιβάλλοντος στην Ελλάδα.

Οι Ξ.Α.Ε. στην Ελλάδα το 2001 ήταν 1.6 δις δολάρια (μόλις το 1.3% του ΑΕΠ), ενώ το 2002 μειώθηκαν σε 1.3 δις δολάρια (1% του ΑΕΠ), αρκετά πιο χαμηλά από τις επιδόσεις της Φιλανδίας, της Αυστρίας, της Πορτογαλίας, της Ουγγαρίας, της Σλοβακίας και της Δημοκρατίας της Τσεχίας. Όπως φαίνεται και από τον Πίνακα 1, η Ελλάδα προσελκύει και θα συνεχίσει να προσελκύει από τις λιγότερες Ξ. Α.Ε. συγκριτικά με τις υπόλοιπες χώρες μέλη της ΕΕ της Δυτικής αλλά και της Ανατολικής Ευρώπης.

Η εισροή των Ξ. Α.Ε. στην Ελλάδα προέρχεται κατά 25% από την Ολλανδία, κατά 20% από το Βέλγιο και το Λουξεμβούργο, ενώ χώρες όπως οι Η.Π.Α., η Γαλλία, η Γερμανία και το Ην. Βασίλειο συνεισφέρουν έκαστη το 7% -9% των Ξ.Α.Ε..

Όσον αφορά την προτίμηση των Ξ.Α.Ε. στην Ελλάδα την περίοδο 1997-2002, ο μεγαλύτερος όγκος των επενδύσεων πραγματοποιήθηκε στον τουριστικό τομέα και σε παραδοσιακούς τομείς όπως στον τομέα των τσιμέντων, οικοδομικών υλικών, χημικών, επεξεργασίας τροφίμων και κλωστοϋφαντουργίας. Από τη γεωγραφική κατανομή των Ξ.Α.Ε., η Βόρεια Ελλάδα είναι ο βασικός αποδέκτης των Ξ.Α.Ε. ενώ ο μεγαλύτερος όγκος των τουριστικών Ξ.Α.Ε. γίνονται στη Νησιωτική Ελλάδα (Κρήτη, Κέρκυρα, Ρόδος και Χίος).

Η παραπάνω έκθεση είναι σύμφωνη και με τα στοιχεία της Eurostat όπου η Ελλάδα συγκαταλέγεται στις τελευταίες θέσεις όσον αφορά τις Ξ.Α.Ε. (ως ποσοστό του Α.Ε.Π.). Το 2000 οι Ξ.Α.Ε. διαμορφώθηκαν στο 1.4%, το 2001 στο 0.9% και το 2002 στο 0.3% του Α.Ε.Π. Αλλά ακόμη και από τις εκθέσεις του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου, του ΟΟΣΑ και της UNCTAD όσον αφορά τον όγκο των Ξ.Α.Ε. η Ελλάδα κατατάσσεται σε αρκετά χαμηλή θέση (1999).

Οι παράγοντες που παραδοσιακά επηρέαζαν τις Ξ.Α.Ε. στην Ελλάδα και είναι υπεύθυνοι για τις χαμηλές επιδόσεις της χώρας μας είναι: η γραφειοκρατία

και το επαχθές ρυθμιστικό πλαίσιο, το υποανάπτυκτο δίκτυο μεταφορών και τηλεπικοινωνιών, η συγκριτικά υψηλή φορολογία και η έλλειψη φορολογικών κινήτρων, ο υψηλός βαθμός κρατικού παρεμβατισμού, η πολιτική αστάθεια-αβεβαιότητα στα Βαλκάνια, το γεγονός ότι η Ελλάδα είναι μακριά από τις μεγάλες Ευρωπαϊκές αγορές και το μικρό μέγεθος της εγχώριας αγοράς.

#### 4.3 Συμπεράσματα

Από την παρούσα πτυχιική εργασία προκύπτει ότι οι Έλληνες επενδυτές εγκαταλείπουν τις κλασικές καταθέσεις ταμειευτηρίου και στρέφονται στους λογαριασμούς προθεσμίας οι Έλληνες αποταμιευτές, σε αναζήτηση υψηλότερων επιτοκίων και καλύτερων αποδόσεων για τις καταθέσεις τους. Βασικά χαρακτηριστικά είναι οι διακυμάνσεις στις διακυμάνσεις στις διεθνείς κεφαλαιαγορές και τις ανοδικές τάσεις του βασικού παρεμβατικού επιτοκίου της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας.<sup>35</sup>

Η πρόσφατη πτώση των τιμών στις ευρωπαϊκές χρηματιστηριακές αγορές, ώριμες και αναδυόμενες, καθώς και στα διεθνή χρηματιστήρια, έχει προκαλέσει μια γενικευμένη νευρική κατάσταση με την καταγραφή μεγάλων απωλειών και συνεχείς κλυδωνισμούς από την προοπτική αναζωπύρωσης των πληθωριστικών πιέσεων και των υψηλότερων επιτοκίων διεθνώς.

Πέραν των άλλων εκτιμήσεων, πολλοί οικονομικοί αναλυτές υποστηρίζουν ότι καθοριστικός ρόλος για τους κραδασμούς που παρατηρούνται στη διεθνή χρηματιστηριακή αγορά θα πρέπει να αποδοθεί στα αμοιβαία κεφάλαια υψηλού κινδύνου - hedge funds - τα οποία λειτουργώντας κερδοσκοπικά και ακολουθώντας την αλλαγή της τάσης αποσύρονται από τις αγορές.

Είναι εξάλλου ενδεικτικό ότι στην έκθεση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας του Ιουνίου 2006 για την οικονομική σταθερότητα, υπάρχει για πρώτη φορά ειδική αναφορά στον ρόλο των hedge funds, όπου απευθύνεται προειδοποίηση για τις παρενέργειες που εγκυμονεί η εντυπωσιακή αύξηση του

<sup>35</sup> Καραγεωργίου Έφη, Άρθρο με τίτλο «Καταθετικά Επενδυτικά Προϊόν. Η στροφή από τον αποταμιευτή επενδύσεων», Δελτίο Ένωσης Ελλήνων Τραπεζών.



αριθμού των hedge funds τα τελευταία χρόνια και τις πολύ αρνητικές επιπτώσεις που θα έχει η ομαδική και συντονισμένη εκροή τους από μία ή περισσότερες αγορές σε περίπτωση αιφνιδιαστικής αλλαγής στις κρατούσες επιχειρηματικές και οικονομικές συνθήκες<sup>36</sup>.

Οι τελευταίες εξελίξεις όσον αφορά τα ομόλογα παρατηρήθηκε μεγάλη πτώση την Παρασκευή (12/12/2009) όπου η διαφορά απόδοσης του 10ετούς κρατικού ομολόγου από τον αντίστοιχο γερμανικό τίτλο, μετά τις πληροφορίες ότι η κυβέρνηση θα ανακοινώσει μέσα στις επόμενες ημέρες πακέτο πρόσθετων μέτρων για την οικονομία.

Συγκεκριμένα, το spread του ελληνικού 10ετούς ομολόγου έναντι του γερμανικού Bund συρρικνώθηκε έως τις 205 μονάδες βάσης, από περίπου 230 μονάδες αργά την Πέμπτη, για να ανέβει στη συνέχεια ως τις 220 μονάδες. Ενδεικτικό της νευρικότητας που υπάρχει στην αγορά είναι το γεγονός ότι την Δευτέρα, το spread εκτινάχθηκε μέχρι τις 264 μονάδες, υποχώρησε μετά μέχρι τις 234 και έκλεισε στις 241 μονάδες.

Όπως αναφέρουν στελέχη της αγοράς, την Πέμπτη μετά το κλείσιμο της δευτερογενούς αγοράς ομολόγων (ΗΔΑΤ) ξένοι αγόρασαν ομόλογα αξίας άνω των 300 εκατ. ευρώ, σε προσυμφωνημένες τιμές, οδηγώντας σε μεγάλη πτώση τα επιτόκια των ομολόγων. Πτωτική πορεία ακολουθεί και το κόστος ασφάλισης για τα ελληνικά κρατικά ομόλογα έναντι αθέτησης πληρωμών (cdfs). Το credit default swap του πενταετούς ελληνικού ομολόγου υποχώρησε ως τις 212 μονάδες βάσης, 19 μονάδες βάσης χαμηλότερα σε σχέση με την Πέμπτη. Αυτό σημαίνει ότι το ετήσιο κόστος για την ασφάλιση 10 εκατ. ευρώ σε ελληνικά κρατικά ομόλογα ανέρχεται στις 212.000 ευρώ, έναντι 231.000 ευρώ την Πέμπτη. Η μεγάλη πτώση διαμορφώνει και ευκαιρίες.

Η μεγαλύτερη γερμανική εταιρεία Αμοιβαίων Κεφαλαίων, DWS Investment GmbH, εκτιμά ότι, πλέον, υπάρχουν «μεγάλες ευκαιρίες» στα ελληνικά ομόλογα,

<sup>36</sup> Κατερίνας Μπατζελή, Άρθρο με τίτλο «Ο ρόλος των αμοιβαίων κεφαλαίων υψηλού κινδύνου (hedge funds) στις διακυμάνσεις της διεθνούς χρηματιστηριακής αγοράς» 12/09/2006

καθώς οι ευρωπαϊκές κυβερνήσεις δεν θα αφήσουν την Ελλάδα να χρεοκοπήσει. Ο επικεφαλής του τμήματος σταθερού εισοδήματος προβλέπει πτώση του spread κάτω από τις 200 μονάδες βάσης, μέσα στο α΄ τρίμηνο του 2010<sup>37</sup>.

Η υποχώρηση των επιτοκίων στα ελληνικά ομόλογα οφείλεται και στις αλληπάλληλες δηλώσεις στήριξης της ελληνικής οικονομίας από τους Ευρωπαίους εταίρους και τους κοινοτικούς αξιωματούχους, δηλώσεις οι οποίες δείχνουν ότι η Αθήνα έχει λάβει το μήνυμα και θα λάβει τα αναγκαία μέτρα για το έλλειμμα. «Ο προϋπολογισμός του 2010 της Ελλάδας είναι μόλις το πρώτο βήμα στη δημοσιονομική σύγκλιση της χώρας», τόνισε ο πρόεδρος του Eurogroup, Ζαν-Κλοντ Γιούνκερ. Ο κ. Γιούνκερ επανέλαβε ότι δεν υπάρχει κίνδυνος χρεοκοπίας της Ελλάδας, ενώ πρόσθεσε ότι είναι πεπεισμένος ότι η Ελλάδα θα λάβει τις απαραίτητες αποφάσεις για την αντιμετώπιση των δημοσιονομικών της προβλημάτων. «Η Ελλάδα αντιμετωπίζει μεγάλες οικονομικές και δημοσιονομικές προκλήσεις. Τα πρώτα μέτρα που ανακοινώθηκαν από την ελληνική κυβέρνηση είναι ένα βήμα στην σωστή κατεύθυνση [...] Ο Έλληνας πρωθυπουργός διαβεβαίωσε τους Ευρωπαίους για τις προθέσεις του», είπε την Παρασκευή από τις Βρυξέλλες ο Γάλλος πρόεδρος Ν.Σαρκοζί. Μεταξύ άλλων, η κυβέρνηση εξετάζει εισηγήσεις να «παγώσουν» για τρία χρόνια οι μισθοί στο Δημόσιο και ταυτόχρονα να γίνουν δραστικές περικοπές στις πολλαπλές αμοιβές στελεχών του Δημοσίου (συμμετοχή σε φορείς, οργανισμούς κ.α.).

<sup>37</sup> Η ΕΡΕΥΝΑ 12 Δεκεμβρίου 2009, αρ. φύλλου 15378, σελίδα 31



## Επίλογος

Ας υποθέσουμε ότι καταφέρνουμε να περισσέψουν κάποια χρηματικά ποσά, από το εισόδημά μας, κάθε μήνα, αφού πληρώσουμε όλες μας τις υποχρεώσεις. Τα ποσά αυτά, μήνα με το μήνα, «μαζεύονται» και τελικά, ανέρχονται, σε ένα αρκετά σημαντικό ποσό. Ας υποθέσουμε ότι κερδίζουμε αρκετά χρήματα από ένα λαχείο. Ας υποθέσουμε ότι κληρονομούμε ένα σημαντικό ποσό. Ας υποθέσουμε ότι πουλάμε ένα ακίνητο ή ένα αυτοκίνητο και εισπράτουμε αρκετά χρήματα.

Τι μπορούμε να κάνουμε με αυτά τα χρήματα;

- § Να τα καταθέσουμε, σε μία τράπεζα, για να παίρνουμε τόκο.
- § Να αγοράσουμε ένα ακίνητο, για να εισπράτουμε ενοίκια.
- § Να αγοράσουμε κάποια έκταση γης, προσδοκώντας ότι θα ανέβει η αξία της.
- § Να αγοράσουμε μετοχές, προσδοκώντας ότι θα αυξηθεί η τιμή τους, στο χρηματιστήριο.
- § Να αγοράσουμε ομόλογα, προσδοκώντας ότι θα πάρουμε τόκους.

Όλα τα παραπάνω αποτελούν επενδύσεις. Κάποιες από αυτές αποφέρουν μικρά κέρδη, κάποιες άλλες μεγάλα. Κάποιες είναι σίγουρο ότι θα αποφέρουν κέρδη, κάποιες άλλες είναι αμφίβολο, αν θα αποφέρουν κέρδη και πόσα.

Οι πρώτες τρεις κατηγορίες επενδύσεων μπορούν να γίνουν, από εμάς τους ίδιους, χωρίς ιδιαίτερη βοήθεια και χωρίς να απαιτούνται εξειδικευμένες γνώσεις. Για τις δύο τελευταίες, όμως, κατηγορίες, απαιτούνται γνώσεις, που δεν τις έχει ο καθένας μας. Για το λόγο αυτό, υπάρχουν οι επενδυτικές εταιρίες.

## Μετοχές

Η επένδυση, σε μετοχές μιας επιχείρησης, μας κάνει ιδιοκτήτες ενός μέρους αυτής της επιχείρησης. Εάν η επιχείρηση πάει καλά, η επένδυσή μας, μας αποφέρει κέρδη. Εάν δεν πάει καλά, μπορεί να χάσουμε κάποια ή όλα τα χρήματά μας. Η επένδυση, σε μετοχές μπορεί να σημαίνει πιθανότητα μεγαλύτερων κερδών, από αυτά, που αποφέρει μία κατάθεση, σε τράπεζα ή μια αγορά ακινήτου. Εάν όλα πάνε καλά, η επένδυσή μας θα αποδώσει έτσι, ώστε γλιτώνουμε τις

επιπτώσεις του πληθωρισμού. Έτσι, εάν θελήσουμε να δημιουργήσουμε ένα χαρτοφυλάκιο, δηλαδή να επενδύσουμε τα χρήματά μας, μέσω μιας επενδυτικής εταιρίας, σε διάφορα επενδυτικά προϊόντα, πρέπει να συμπεριλάβουμε, στο χαρτοφυλάκιο μας και μετοχές.

### **Ομολογίες – Ομόλογα σταθερής απόδοσης**

Τα ομόλογα και τα άλλα επενδυτικά προϊόντα σταθερής απόδοσης, αποφέρουν ένα συγκεκριμένο ποσό, σε ένα συγκεκριμένο διάστημα. Στο τέλος του διαστήματος αυτού, μας επιστρέφεται το κεφάλαιο, που επενδύσαμε. Τα ομόλογα σταθερής απόδοσης προσφέρουν σταθερό εισόδημα και, συνήθως δεν επηρεάζονται, πάρα πολύ, από τις διακυμάνσεις της αγοράς. Ωστόσο δεν είναι, χωρίς κανένα κίνδυνο. Κάποιες φορές, ο εκδότης του ομόλογου ή της ομολογίας, μπορεί να αντιμετωπίσει οικονομικές δυσκολίες και να μη μπορέσει να επιστρέψει όλα τα ποσά, σε όλους τους επενδυτές.

Επίσης, οι τιμές αυτών των ομολόγων κινούνται, αυξητικά αλλά και μειωτικά, κυρίως ακολουθώντας τις διακυμάνσεις των επιτοκίων. Έτσι, εάν αποφασίσουμε να τα ρευστοποιήσουμε, πριν τη λήξη τους, υπάρχει πιθανότητα να χάσουμε και από το κεφάλαιο, που επενδύσαμε.

### **Αμοιβαία κεφάλαια**

Τα αμοιβαία κεφάλαια είναι ένας από τους πιο συνηθισμένους τρόπους επένδυσης. Όταν αγοράζουμε αμοιβαία κεφάλαια, τα χρήματά μας μπαίνουν, σε ένα κοινό λογαριασμό, με τα χρήματα άλλων επενδυτών. Με το σύνολο των χρημάτων, που μαζεύεται, αγοράζεται μια ποικιλία επενδυτικών προϊόντων (μετοχές και ομόλογα). Τα αμοιβαία κεφάλαια μας προσφέρουν αυτόματη διαφοροποίηση, επομένως και διασπορά κινδύνων, γιατί κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο (που δημιουργείται, στον κοινό λογαριασμό πολλών επενδυτών) επενδύεται, σε διαφορετικά και πολλά προϊόντα. Έτσι, αγοράζουμε π.χ. μετοχές πολλών εταιριών. Εάν η μια δεν πάει καλά, οι απώλειες, από τις μετοχές της, μπορούν να ισοφαριστούν ή και να υπερκεραστούν, από τα κέρδη μετοχών άλλων εταιριών, που πηγαίνουν καλά. Περιορίζουμε, δηλαδή, τον κίνδυνο ζημιών.

Μπορούμε να διαλέξουμε να επενδύσουμε σε μετοχές, ομόλογα, αμοιβαία κεφάλαια.

Αυτής της μορφής οι επενδύσεις δεν είναι, για όλους. Απαιτούν ειδικές γνώσεις. Πρέπει, πάντοτε, να φροντίζουμε να μην επενδύουμε όλα μας τα χρήματα, στο ίδιο χρηματοοικονομικό προϊόν. Τοποθετώντας από λίγα χρήματα, σε πολλά προϊόντα, μειώνουμε τους κινδύνους ζημιών. Πρέπει, επίσης, να γνωρίζουμε ότι κανένα σοβαρό χρηματοοικονομικό προϊόν δε μπορεί να μας κάνει πλούσιους, από τη μία μέρα, στην άλλη.

**Στην Ελλάδα, έχουμε πικρή εμπειρία, από το χρηματιστήριο και από εταιρίες επενδυτικές, που πτώχευσαν και οι επενδυτές έχασαν χρήματα. Μπορεί να μας υπόσχονται, λοιπόν, μεγάλα κέρδη, σε μικρό χρονικό διάστημα, αλλά εμείς πρέπει να ακολουθούμε την παροιμία του ελληνικού λαού, που αποδεικνύεται σοφός: «Όπου ακούς πολλά κεράσια, κράτα μικρό καλάθι».**

Η Διεθνής Οικονομική Κρίση, που ξέσπασε το 2008, είναι ένα ακόμα παράδειγμα, για το πόσο επικίνδυνες είναι εκείνες οι επενδύσεις, που υπόσχονται «λαγούς και πετραχείλια». Ας δούμε τι συνέβη, στις Η.Π.Α. και παρέσειρε την παγκόσμια οικονομία, στην κρίση.

Μεσολαβητές και Τράπεζες, στις Η.Π.Α. δεν ενδιαφέρονταν να ελέγξουν τη δανειοληπτική δυνατότητα των πελατών τους, γιατί: Τον «παλιό καιρό», οι υποθήκες ήταν συναλλαγή, ανάμεσα στους αγοραστές σπιτιών και στις τράπεζες. Οι τράπεζες θέλοντας να ελαχιστοποιήσουν το ρίσκο αποτυχίας εξόφλησης, αφενός έλεγχαν την πιστοληπτική ικανότητα των πελατών τους και αφετέρου, συχνά, αναδιαπραγματεύονταν τους όρους της υποθήκης.

Η καινοτομία, στη «νέα» αγορά ενυπόθηκων δανείων, είναι το ότι Μεσολαβητές και Τράπεζες μετέθεταν το ρίσκο, σε άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, μέσω τιλοποίησης. Δηλαδή, «φτιάχνανε» ομόλογα, με εγγύηση τις υποσχέσεις των αγοραστών σπιτιών ότι θα ξεπληρώσουν το δάνειο, με τόκο, τα οποία πουλούσαν και τμηματικά, σε άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Έτσι, μέσω των ομολόγων «ξεφορτώνονταν» τον κίνδυνο μη αποπληρωμής, «φορτώνοντάς» τον σε «άλλους», τράπεζες, ασφαλιστικούς οργανισμούς, επενδυτές, κ.λπ., σε όλον τον πλανήτη. Όταν η αδυναμία αποπληρωμής των δανείων πήρε μορφή χιονοστιβάδας, κατέρρευσαν χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και μαζί τους και τα ομόλογα, που είχαν εκδώσει. Δυστυχώς, μαζί με τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα,

που έχασαν χρήματα, εξ αιτίας της απληστίας τους, των πρακτικών της ανεύθυνης δανειοδότησης, που ακολουθούσαν και της «πονηριάς» τους να ξεφορτώνονται τους κινδύνους, πολλοί καταναλωτές έχασαν τα χρήματά τους, που τα είχαν επενδύσει, σε αυτά τα ομόλογα. Επίσης, καταναλωτές έχασαν καταθέσεις, που είχαν, σε τράπεζες, που χρεοκόπησαν, έχασαν τα σπίτια τους, έχασαν τις δουλειές τους, εξαιτίας της κρίσης, που ακολούθησε.

Σύμφωνα με στοιχεία της Εφημερίδας «Τα νέα», οι μεγάλες τράπεζες «επενδύουν» στην ανασφάλεια των καταθετών και επιχειρούν να τους κερδίσουν από άλλα μικρότερα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα προβάλλοντας ως εγγύηση το μέγεθός τους και την πολυετή παρουσία τους, αλλά προσφέροντας σαφώς χαμηλότερα επιτόκια από τον μέσο όρο της αγοράς. Οι μικρότερες τράπεζες με τη σειρά τους, που ούτως ή άλλως λόγω του μεγέθους τους αναγκάζονται να δανειστούν ακριβότερα από τη διατραπεζική αγορά, προσφέρουν υψηλότερα επιτόκια στους πελάτες τους. Διαθέτουν πλέον προθεσμιακές καταθέσεις με μεικτό επιτόκιο ακόμα και 6,5% για έξι μήνες έναντι 5% που δίνουν οι μεγάλες τράπεζες<sup>38</sup>.

Οι καταθέτες, από την δική τους πλευρά, αναζητώντας υψηλότερα επιτόκια και καλύτερε αποδόσεις για τις οικονομίες τους, μετατρέπουν σε συντριπτικό θα επενδυτές και στρέφονται σε εναλλακτικές μορφές επένδυσης χαμηλού ρίσκου, τοποθετώντας τα διαθέσιμα τους σε νέα ανασφαλή καταθετικά – επενδυτικά προϊόντα. Είναι κοινό αποδεκτό, ότι τα υπόλοιπα των καταθέσεων σε λογαριασμούς προθεσμίας ξεπερνούν πρόσφατα τις καταθέσεις ταμειυτηρίου.

Ο γερμανικός επενδυτικός οίκος DWS Investment GmbH θεωρεί Ως επενδυτική ευκαιρία αντιμετωπίζει τη διεύρυνση του spread για τα ελληνικά ομόλογα. Ο επικεφαλής του τμήματος προϊόντων σταθερού εισοδήματος, Μάρκος Κόλενμπαχ, προέβλεψε ενδιαφέρον για τα ελληνικά ομόλογα, ύστερα από την πτώση των τιμών τους και απέκλεισε το ενδεχόμενο χρεοκοπίας της χώρας.

---

<sup>38</sup> Δημήτρης Πεφάνης, Άρθρο με τίτλο «Κερδοσκοπούν με τον φόβο των καταθετών - Πόλεμος μεγάλων και μικρών τραπεζών για το ποιος θα ωφεληθεί από την κρίση προσελκύοντας τις περισσότερες καταθέσεις», Δευτέρα 6 Οκτωβρίου 2008

Η επένδυση σε ομόλογα αποτελεί μια ενδιαφέρουσα και εναλλακτική επενδυτική επιλογή, η οποία μάλιστα «γεφυρώνει» θα λέγαμε το χάσμα μεταξύ των επιλογών του επιθετικού κερδοσκόπου του χρηματιστηρίου και του συντηρητικού αποταμιευτή. Τα τελευταία έτη τα ομόλογα βρέθηκαν στο προσκήνιο του ενδιαφέροντος ακόμα και των κερδοσκόπων, καθώς υπήρξαν αξιοσημείωτες ευκαιρίες αποδόσεων. Πολλοί μίλησαν για τη «χρυσή εποχή» των ομολόγων, καθώς η αγορά έφθασε σε ύψη ρεκόρ πριν από λίγες εβδομάδες! Όπως θα δούμε όμως στη συνέχεια οι κίνδυνοι επιδείνωσης του ομολογιακού κλίματος ελλοχεύουν και έτσι απαιτείται ιδιαίτερη προσοχή.

Οι δυο βασικές κατηγορίες των τίτλων σταθερού εισοδήματος είναι τα κρατικά και τα εταιρικά ομόλογα. Τα κρατικά ομόλογα είναι τα πλέον αξιόπιστα από πλευράς πιστοληπτικής ικανότητας, αλλά προσφέρουν τις μικρότερες επιτοκιακές αποδόσεις και συνήθως προσελκύουν τους πιο συντηρητικούς επενδυτές και άλλες ομάδες θεσμικών επενδυτών όπως οι κεντρικές τράπεζες και τα ασφαλιστικά ταμεία. Τα εταιρικά ομόλογα εμπεριέχουν τον κίνδυνο πτώχευσης του εκδότη αλλά προσφέρουν γενικά καλύτερες αποδόσεις και προσελκύουν περισσότερους επενδυτές, λόγω της πιο «επιθετικής» τους φύσης.

Ο βασικός δείκτης με τον οποίο μετράμε την απόδοση κάθε ομολόγου και κάνουμε συγκρίσεις μεταξύ διαφορετικών εκδοτών για να επιλέξουμε το καλύτερο ονομάζεται απόδοση στη λήξη (yield). Το yield είναι η μέση ετήσια απόδοση του ομολόγου εάν σε αυτή συμπεριλάβουμε την είσπραξη και επανεπένδυση των κουπονιών και την είσπραξη του τελικού κεφαλαίου και της ενδεχόμενης υπεραξίας κατά τη λήξη του ομολόγου. Η υπεραξία αυτή προκύπτει στην περίπτωση που αγοράσουμε ένα ομόλογο σε τιμή χαμηλότερη της ονομαστικής του αξίας. Για παράδειγμα στον πίνακα των εταιρικών ομολόγων σε ευρώ το ομόλογο της General Motors Acceptance με λήξη στις 26 Σεπτεμβρίου 2006 είναι διαπραγματεύσιμο στην τιμή των 97 ευρώ. Αυτό σημαίνει ότι κάθε τεμάχιο του συγκεκριμένου ομολόγου ονομαστικής αξίας 100 ευρώ πωλείται προς 97 ευρώ. Επομένως το αγοράζουμε με 97 ευρώ και στη λήξη του σε εννέα μήνες εισπράτουμε 100 ευρώ, αποκομίζοντας κεφαλαιακό κέρδος 3 ευρώ ανά 97 ευρώ επένδυσης, πέραν του ετήσιου κουπονιού που είναι 4,38% στα 100 ευρώ, δηλαδή άλλα 4,38 ευρώ τόκου ανά 97 ευρώ της αρχικής μας επένδυσης κατά την ημέρα αγοράς του ομολόγου.

Στο σημείο αυτό θα πρέπει να διευκρινίσουμε ότι κάθε επενδυτής που αγοράζει ένα ομόλογο (κρατικό ή εταιρικό) μπορεί να προβεί ανά πάσα στιγμή σε ρευστοποίησή του στη δευτερογενή αγορά και επομένως να εισπράξει την τιμή μεταπώλησης και τον τόκο που του αναλογεί για την περίοδο κατά την οποία το διακράτησε.

Η τιμή μεταπώλησης του ομολόγου πριν από τη λήξη του εξαρτάται από τις συνθήκες και το επίπεδο των υπολοίπων τιμών που θα επικρατούν εκείνη τη στιγμή στην αγορά. Έρα εάν κάποιος επενδυτής αποφασίσει να αγοράσει ένα τριακονταετές ομόλογο, για παράδειγμα, υψηλού επιτοκίου μπορεί να το ρευστοποιήσει όποτε εκείνος κρίνει ότι είναι συμφέρον κατά τη διάρκεια ζωής του τίτλου.

**Άρα η επένδυση σε ομόλογα έχει δυο όψεις:** η μια είναι της διακράτησης μέχρι τη λήψη του ομολόγου και της είσπραξης των τόκων και του τελικού κεφαλαίου, δηλαδή της απόδοσης βάσει του yield, και η άλλη της πρώιμης ρευστοποίησης του ομολόγου με πώλησή του στην δευτερογενή αγορά για την αποκόμιση κεφαλαιακού κέρδους από τη διαφορά τιμής αγοράς από τιμή πώλησης. Τα αμοιβαία κεφάλαια είναι επενδυτικές εταιρείες που συγκεντρώνουν χρήματα από μετόχους, για να γίνουν επενδύσεις σε πολλά χρεόγραφα. Επειδή μπορούν να αγοράσουν και να πουλήσουν μεγάλες ποσότητες, το κόστος διαμεσολάβησης είναι χαμηλότερο απ' ό,τι οι προμήθειες που πληρώνονται από μεμονωμένα άτομα.

Οι εταιρείες αμοιβαίων κεφαλαίων έχουν επαγγελματική διαχείριση, με ένα διαχειριστή χαρτοφυλακίου να παρακολουθεί τα χρεόγραφα και να αποφασίζει ποια να αγοράσει, να κρατήσει ή να πουλήσει.

Τα μερίδια πωλούνται στο κοινό σε τιμή καθαρής αξίας ενεργητικού (NAV, net asset value). Το πόσο καλά θα πάει το κεφάλαιό σας θα κάνει τη διαφορά μεταξύ ενός αύξοντος ή φθίνοντος NAV.

Κάθε κεφάλαιο δημοσιεύει ένα φυλλάδιο που αναγράφει τον επενδυτικό του στόχο, τις επενδύσεις (όπως μετοχές ή ομόλογα) που αγοράζει, την απόδοσή του στο παρελθόν, το όνομα του διαχειριστή, τις αμοιβές και τον τρόπο που αποκομίζει τα κέρδη του.

Όταν εξετάζετε την απόδοση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου, να αναζητάτε τη συνέπεια των κερδών χρόνο με το χρόνο. Η επένδυση σε αμοιβαία κεφάλαια προϋποθέτει δουλειά, στόχους, την επιλογή κατάλληλων κεφαλαίων και με μακροπρόθεσμη λογική.

Στις δύσκολες αυτές μέρες που ζούμε λόγω της οικονομικής κρίσης, οι επενδύσεις σε ομόλογα ή αμοιβαία κεφάλαια απευθύνεται σε λίγους. Από την παρούσα πτυχιακή εργασία θα μπορούσαμε να πούμε ότι αν κάποιος έχει χρήματα και θέλει να τα επενδύσει η καλύτερη επένδυση είναι τα ακίνητα. Παρόλα αυτά, το «πάγωμα» της αγοράς, τόσο στα επαγγελματικά ακίνητα όσο και στην κατοικία, σε συνδυασμό με τις υψηλές αποδόσεις των προθεσμιακών καταθέσεων (οι οποίες παρεμπιπτόντως ήδη αρχίζουν και μειώνονται) ήλθε να κλονίσει την άποψη αυτή, αφού δεν ήταν λίγοι οι επενδυτές το τελευταίο τρίμηνο του 2008 που, έστω κι αν είχαν την πρόθεση να αγοράσουν κάποιο ακίνητο, προτίμησαν να τοποθετήσουν τα κεφάλαιά τους σε προθεσμιακές καταθέσεις προς άγραν υψηλότερων αποδόσεων.

## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

### **ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

Αλεξάκης Π., (1999), «Τραπεζικό Περιβάλλον – Το χρηματοπιστωτικό σύστημα», Τόμος Β, Σχολή Κοινωνικών Επιστημών, Πρόγραμμα Σπουδών: Τραπεζική, ΕΑΠ, Πάτρα

Θωμαδάκης Σ. & Ξανθάκης Μ. (2006), Αγορές χρήματος και κεφαλαίου Τραπεζική επιστήμη: Θεωρία και πράξη, Εκδόσεις Σταμούλη Α.Ε., Αθήνα

Θεοδωρόπουλος, Θ.Ε. (2000), “Χρηματιστηριακές Επενδύσεις”, 3η Εκδ., Αθήνα, Εκδόσεις Σταμούλη.

Σαρτζετάκης Ευύχιος, Σημειώσεις για το μάθημα «Εισαγωγή στην Μακροοικονομική», Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας

Σαρτζετάκης Ε. Σ., Σημειώσεις με τίτλο «Ο δείκτης τιμών καταναλωτή», Μακροοικονομική Κεφάλαιο 2<sup>ο</sup>.

Σταϊκούρας Χρήστος, 2005-2006, «Τραπεζική Χρηματοοικονομική», Εκδόσεις Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών, σελ. 75

Πορφύρης Ν. & Πέτσας Κ., «Οι αγορές Χρήματος, κεφαλαίου και παραγώγων προϊόντων και οι επενδύσεις», Τμήμα Έρευνας και ανάπτυξης Χρηματιστηρίου Αθηνών

Ζοπουνίδης Κ., Δούμπος Μ. & Κοσμίδου Κ, (2004), «Τεχνοοικονομικές Αποφάσεις με πολλαπλά κριτήρια», Εκδόσεις Κλειδάριθμος.

### **ΞΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

Goodhart, C. A. E. (1998), “The Emerging Framework of Financial Regulation”, Central Banking Publ. Ltd



Jensen, C.M. (1968), "The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964", *Journal of Finance*, 23, 389-416.

Modigliani, F., and Modigliani L. (1997), "Risk-adjusted performance", *Journal of Portfolio Management*, 23 (2) (Winter), 45-54.

Rybcynsky T.M., "Financial System, Risk and Public Policy", Royal Bank of Scotland Review, December 1985.

Sharpe, W.F, (1966), "Mutual Fund Performance", *Journal of Business*, 39, 119-138. Treynor, J.L. (1965), "How to rate management of investment funds", *Harvard Business Review*, 43, 63-75.

European Central Bank (2005), "Statistical Classification of Financial Markets Instruments", Frankfurt, Germany

## **ΑΡΘΡΑ**

Καραγεωργίου Έφη, Άρθρο με τίτλο «Καταθετικά Επενδυτικά Προϊόν. Η στροφή από τον αποταμιευτή επενδύσεων», Δελτίο Ένωσης Ελλήνων Τραπεζών.

Κατερίνας Μπατζελή, Άρθρο με τίτλο «Ο ρόλος των αμοιβαίων κεφαλαίων υψηλού κινδύνου (hedge funds) στις διακυμάνσεις της διεθνούς χρηματιστηριακής αγοράς» 12/09/2006

Η ΕΡΕΥΝΑ 12 Δεκεμβρίου 2009, αρ. φύλλου 15378, σελίδα 31

Δημήτρης Πεφάνης, Άρθρο με τίτλο «Κερδοσκοπούν με τον φόβο των καταθετών - Πόλεμος μεγάλων και μικρών τραπεζών για το ποιος θα ωφεληθεί από την κρίση προσελκύοντας τις περισσότερες καταθέσεις», Δευτέρα 6 Οκτωβρίου 2008

Άννυ Τριανταφύλλου, Καθηγήτρια του Αμερικανικού Κολλεγίου Ελλάδος, Deree College Άρθρο στην Εφημερίδα κέρδος με τίτλο «Καμπύλη απόδοσης και νομισματική πολιτική», 20/05/2009

Κώστας Συριόπουλος, Τίτλος άρθρου «Η ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών και η ρύθμισή τους», Τμήμα Διοίκησης Επιχειρήσεων, Πανεπιστήμιο Πατρών, [siriopoulos@upatras.gr](mailto:siriopoulos@upatras.gr)

Άρθρο στην Εφημερίδα Το Βήμα με τίτλο «Έντοκα γραμμάτια», 17/01/1999

Υπουργείο Οικονομικών, Κυπριακής Δημοκρατίας, Άρθρο με τίτλο «Τροποποίηση της εγκυκλίου με αρ. 2008/13 - Κατάλογος επενδυτικών προϊόντων που συνιστούν "τίτλους"»

Άρθρο με τίτλο «Ανώνυμες εταιρείες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων», Δημοσιεύτηκε 22/06/2009, 12:59, Το άρθρο της δικηγορικής εταιρίας ΑΝΔΡΕΑΣ ΠΑΤΣΗΣ & ΣΥΝΕΡΓΑΤΕΣ.

Εφημερίδα Naftemporiki, Δευτέρα, 7 Δεκεμβρίου 2009 5:48:00 μμ Τράπεζα της Ελλάδος: Εξελίξεις στην αγορά ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου - Νοέμβριος 2009

#### **ΠΗΓΕΣ ΔΙΑΔΙΚΤΥΟΥ**

[http://en.wikipedia.org/wiki/Certificate\\_of\\_deposit](http://en.wikipedia.org/wiki/Certificate_of_deposit)

<http://www.grinvest.gr/cms>

<http://www.guardiantrust.gr/>

<http://www.hellenicbank.com/HB>

<http://www.politis.com.cy/cgi-bin/hweb?-A=904541&-V=archivearticles&-p>

<http://www.tovima.gr/default.asp?pid=46&ct=81&artid=90175&dt=17/01/1999>

[http://www.investdirect.hsbc.gr/HSBC/portal/media-](http://www.investdirect.hsbc.gr/HSBC/portal/media-type/html/user/anon/page/default.psm/js_pane/P-10bf6c12369-10124)

[type/html/user/anon/page/default.psm/js\\_pane/P-10bf6c12369-10124](http://www.investdirect.hsbc.gr/HSBC/portal/media-type/html/user/anon/page/default.psm/js_pane/P-10bf6c12369-10124)

<http://www.sofokleous10.gr/portal2/oikonomia/oikonomia/-----2010----->

[2009100715315/](#)